

CTCP VĨNH HOÀN (VHC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND42.750

Giá mục tiêu

VND50.000

Tỷ suất cổ tức

4,64%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Thủy sản

Ngày 10/03/2021

Triển vọng ngắn hạn:

Tích cực

Triển vọng dài hạn:

Tích cực

Định giá:

Tích cực

Consensus*: Mua:6 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus:

+6.9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2021 xuống 33,1%
- Giảm dự phóng EPS 2022 xuống 25,7%
- Giảm giá mục tiêu 3,5%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

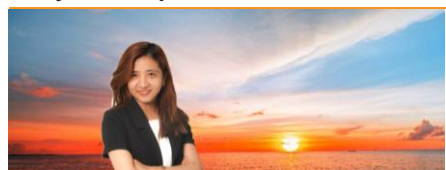
Cao nhất 52 tuần (VND)	46.250
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20.500
GTĐBQ 3 tháng (tr VND)	57.502
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.778
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	11,4
P/B hiện tại (x)	1,5

Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lê Khanh	43,5%
Mitsubishi Corp	6,6%
Võ Phú Đức	5,9%
Khác	44,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Văn Anh

anh.phanvan@vndirect.com.vn

Hồi phục nhẹ trong năm 2021

- Chúng tôi kỳ vọng giá cá tra xuất khẩu sẽ tăng trở lại sau khi nhu cầu phục hồi ở EU và Trung Quốc trong năm 2021.
- Đánh giá KHẢ QUAN và hạ giá mục tiêu xuống 50.000 đ/CP do ảnh hưởng của COVID-19 kéo dài và giảm dự báo EPS cho năm 2021-2022.

KQKD năm 2020 không như kỳ vọng của chúng tôi do giá cá tra giảm

Doanh thu thuần năm 2020 giảm 10,5% svck xuống mức 7.037 tỷ đồng do giá bán bình quân cá tra (GBBQ) giảm 20% svck. Biên lợi nhuận gộp năm 2020 giảm 5,4 điểm % xuống 14% do GBBQ giảm tới 20,1% svck trong khi giá cá nguyên liệu trung bình chỉ giảm 6,2% svck. LNST năm 2020 giảm 40,2% svck xuống 705 tỷ đồng, hoàn thành 83,9% dự báo cả năm của chúng tôi.

Điều chỉnh kỳ vọng đối với phân khúc C&G (Collagen & Gelatin)

Mảng collagen & gelatin (C&G) ghi nhận 581 tỷ đồng doanh thu năm 2020 (+8,6% svck), đóng góp 8,2% vào tổng doanh thu, thấp hơn tới 46,3% so với dự báo năm 2020 của chúng tôi, do (1) chậm tiến độ nâng cấp dây chuyền sản xuất và (2) thiếu container xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng dây chuyền nâng cấp sẽ đạt 50% công suất vào năm 2021 và 80% công suất vào năm 2022. Do đó, chúng tôi giảm dự báo doanh thu mảng C&G 36,3% - 8,2% cho năm 2021-2022.

Giảm dự báo lợi nhuận 2021-2022 xuống 33,1% - 25,7%

Chúng tôi giảm giả định GBBQ xuống 3,2% -3,1% cho năm 2021-2022 do giá bán phục hồi chậm hơn dự báo. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi khi các nhà hàng mở cửa trở lại tại Trung Quốc, Mỹ và EU khi các biện pháp giãn cách xã hội được dỡ bỏ hậu COVID-19. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu của VHC sẽ tăng 7,2% trong năm 2021, với sản lượng tăng tại Trung Quốc (+10% svck), EU (+20% svck), trong khi giảm 4,2% svck tại Mỹ do thuế cao hơn.

VHC đã mua thành công 51% cổ phần CTCP XNK Sa Giang (SGC VN)

SGC là một trong những công ty dẫn đầu mảng sản xuất bánh phồng tôm và thực phẩm khô, chiếm khoảng 40,9% thị phần phồng tôm. Doanh thu của SGC đạt 311,3 tỷ đồng trong năm 2020, với tốc độ tăng trưởng kép đạt 7,3% cho giai đoạn 2015-2020. Chúng tôi kỳ vọng đa dạng hóa sản phẩm sẽ trở thành một trong những chiến lược tăng trưởng của VHC trong năm 2021.

Đánh giá KHẢ QUAN và hạ giá mục tiêu xuống 50.000 đồng/CP

Chúng tôi giảm 3,5% giá mục tiêu xuống 50.000 đồng/CP, điều chỉnh giảm 33,1% - 25,7% EPS cho năm 2021-2022. Giá mục tiêu dựa trên định giá DCF 5 năm và P/E trung bình một năm là 8,2x trên EPS 2021-2022 với tỷ trọng bằng nhau. Rủi ro giảm giá bao gồm những thay đổi bất lợi trong các quy định của thị trường mục tiêu. Tiềm năng tăng giá là GBBQ cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.867	7.037	8.524	9.939
Tăng trưởng DT thuần	(15,1%)	(10,5%)	21,1%	16,6%
Biên lợi nhuận gộp	19,5%	14,2%	15,9%	17,8%
Biên EBITDA	19,5%	14,6%	15,4%	16,7%
LN ròng (tỷ)	1.179	705	899	1.224
Tăng trưởng LN ròng	(18,2%)	(40,2%)	27,6%	36,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(21,9%)	(38,6%)	28,8%	35,7%
EPS cơ bản	6.430	3.844	4.903	6.674
EPS điều chỉnh	6.212	3.735	4.805	6.541
BVPS	26.597	28.146	31.731	36.448
ROAE	26,5%	14,0%	16,4%	19,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỒI PHỤC NHỆ TRONG NĂM 2021

Năm 2020: lợi nhuận giảm do nhu cầu cá tra giảm trong năm 2020

Hình 1: So sánh kết quả kinh doanh

ĐVT: tỷ VND	Q4/20	Q4/19	%sv cùng kỳ	2020	2019	% sv cùng kỳ	sv dự báo Nhận định
Doanh thu thuần	1.943,7	2.196,0	-11,5%	7.165,4	7.895,0	-9,2%	Doanh thu thuần năm 2020 giảm sau khi giá bán trung bình giảm 20,1% so với cùng kỳ từ 3,42 USD/kg xuống 2,73 USD/kg.
LN gộp	226,2	305,1	-25,9%	1.001,1	1.533,1	-34,7%	79,2%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>11,6%</i>	<i>13,9%</i>	<i>-2,3 điểm %</i>	<i>14,0%</i>	<i>19,4%</i>	<i>-5,4 điểm %</i>	Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2020 giảm 5,4 điểm xuống 14% do giá bán cá tra giảm 20,1% so với cùng kỳ trong khi giá cá nguyên liệu trung bình giảm 6,2% so với cùng kỳ năm 2020.
Chi phí bán hàng	60,4	75,6	-20,1%	171,1	251,8	-32,1%	67,8%
Chi phí QLDN	37,0	37,6	-1,5%	147,3	148,8	-1,0%	98,8%
Lợi nhuận hoạt động	169,9	222,3	-23,6%	808,7	1.308,1	-38,2%	103,5%
Doanh thu tài chính	73,2	50,8	44,2%	233,3	251,2	-7,1%	148,1%
Chi phí tài chính	32,1	20,4	57,5%	107,3	89,7	19,6%	132,9%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>7,9</i>	<i>12,5</i>	<i>-36,8%</i>	<i>38,4</i>	<i>59,5</i>	<i>-35,5%</i>	<i>95,2%</i>
Lợi nhuận khác	0,9	0,3	184,2%	(0,2)	1,3	-113,3%	2,4%
Lợi nhuận trước thuế	170,9	222,6	-23,3%	791,1	1.086,7	-27,2%	Theo ước tính của chúng tôi, tổng sản lượng xuất khẩu cá tra của VHC tăng 5,9% svck vào năm 2020, thấp hơn giả định tăng trưởng sản lượng 10,6% svck của chúng tôi. GBBQ thấp hơn 15,6% so với kỳ vọng của chúng tôi.
Lợi nhuận ròng	153,2	198,0	-22,6%	704,8	981,1	-28,2%	83,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

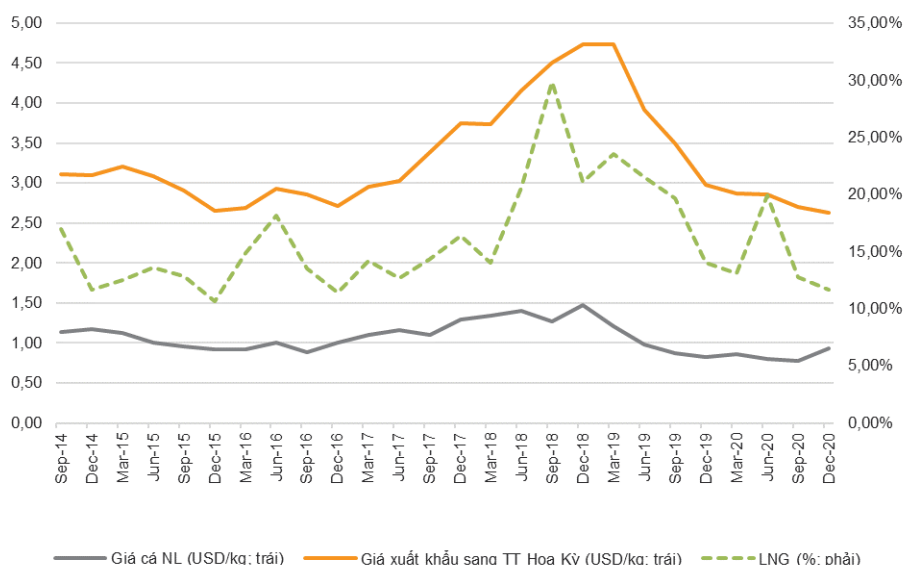
Nhu cầu dự kiến phục hồi kể từ năm 2021

Giá cá tra có dấu hiệu phục hồi kể từ cuối năm 2020

GBBQ cá tra của VHC giảm 20,1% svck xuống 2,7 USD/kg vào năm 2020 trong khi giá cá nguyên liệu trung bình giảm nhẹ hơn 6,2% svck ở mức 20.762 đồng/kg (-6,2% svck) vào năm 2020, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 2,6 điểm phần trăm xuống mức 14,2%. Theo Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), kể từ quý 3 năm 2020, xuất khẩu cá tra có dấu hiệu phục hồi tại thị trường Trung Quốc - Hồng Kông và Anh, mặc dù giá trị xuất khẩu sang Mỹ giảm do đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi mạnh sau khi nhà hàng và khách sạn tại các thị trường mục tiêu hoạt động trở lại, tăng giá bán bình quân từ 2,7 USD/kg trong năm 2020 lên 3,0 USD/kg-3,2 USD/kg (8,6% -6,7%) trong năm 2021-2022.

Thị trường cá nguyên liệu trở nên sôi động hơn về cuối năm 2020 nhờ hợp đồng cá tra với các nhà máy chế biến tăng, trong khi nguồn cung cá nguyên liệu và tồn kho giảm. Diện tích nuôi cá tra ở ĐBSCL ước đạt 5.700 ha (-15,7% svck) nhưng diện tích thu hoạch mới đạt 1.800 ha, mức thấp nhất trong 4 năm qua, trong khi người nuôi không có động lực mở rộng diện tích nuôi. Điều này dẫn đến nguồn cung cá nguyên liệu giảm, khiến giá cá nguyên liệu tăng từ 20.762 đồng năm 2020 lên 22.008 đồng - 23.329 đồng cho năm 2021-2022. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng 1,7 điểm % lên 15,9% trong năm 2021 và 17,8% cho năm 2022.

Hình 2: Giá cả nguyên liệu có dấu hiệu phục hồi kể từ quý 4 năm 2020



Nguồn: VASEP, VNDIRECT RESEARCH

Thị trường xuất khẩu EU kỳ vọng phục hồi mạnh

Nhờ ảnh hưởng tích cực của EVFTA, giá trị xuất khẩu của VHC sang EU tăng trưởng mạnh 22,3% svck trong năm 2020 nhờ tác động tích cực từ EVFTA có hiệu lực từ tháng 8 năm 2020. Theo hiệp định, các sản phẩm của VHC khá thuận lợi từ việc giảm thuế khi so sánh với các đối thủ cạnh tranh khác. Cụ thể, đối với cá tra tươi sống và ướp lạnh (HS030432), thuế suất sẽ giảm từ 9% xuống 0% sau 3 năm; cá tra phi lê đông lạnh (HS 030462) sẽ giảm từ 5,5% xuống 0% sau 3 năm. Thuế đối với sản phẩm cá tra đông lạnh (HS 030324) được loại bỏ trong 3 năm từ mức 8% hiện nay. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu của VHC sang EU đạt 323 triệu tấn (+20% svck), tương đương 949 tỷ đồng (+30,7% svck) doanh thu xuất khẩu cá tra sang thị trường này trong năm 2021.

Hình 3: So sánh các chính sách thuế tới EU đối với các sản phẩm cá tra

Sản phẩm - Quốc gia	Thuế suất	GSP	MFN	EVFTA sau 3 năm
Cá tra đông lạnh				
<i>Việt Nam</i>	8,0%	8,0%	4,5%	0,0%
<i>Trung Quốc</i>	8,0%			
<i>Indonesia</i>	8,0%		4,5%	
Cá tra tươi sống ướp lạnh				
<i>Việt Nam</i>	9,0%	5,5%	9,0%	0,0%
<i>Trung Quốc</i>	9,0%			
<i>Indonesia</i>		5,5%	9,0%	
Cá tra phi lê đông lạnh				
<i>Việt Nam</i>	5,5%	5,5%	9,0%	0,0%
<i>Trung Quốc</i>	9,0%			
<i>Indonesia</i>		5,5%	9,0%	

Nguồn: WHO

Các mức thuế mới ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu của VHC sang Mỹ

Tổng giá trị xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ giảm 21,1% svck xuống còn 2.314 tỷ đồng vào năm 2020, do (1) nhu cầu đối với sản phẩm cá tra trong giai đoạn COVID-19 bị suy yếu (2) căng thẳng thương mại nhẹ giữa Việt Nam và Hoa Kỳ. Bộ Thương mại Hoa Kỳ mới đây đã tăng thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm cá tra của Việt Nam.

Bộ Thương mại Hoa Kỳ mới đây đã công bố kết quả sơ bộ của đợt rà soát thuế chống bán phá giá đối với POR16 trong thời gian từ ngày 1 tháng 8 năm 2018 đến ngày 31 tháng 7 năm 2019. VHC không còn áp dụng mức thuế suất 0% mà

nâng lên 0,09 USD/kg, không đáng kể khi chỉ tương đương 3% giá bán của VHC tại Mỹ. Tuy nhiên, thuế suất có thể được xem xét lại như đã xảy ra trong giai đoạn POR13 và POR14. Quyết định cuối cùng sẽ được thông báo trong vòng 120 ngày kể từ ngày có kết quả sơ bộ (tháng 4 năm 2021). Mặc dù tỷ lệ này không đáng kể so với GBBQ của VHC đối với các sản phẩm cá tra tại Hoa Kỳ, rủi ro của VHC đối với xuất khẩu cá tra sang Hoa Kỳ tăng lên. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu cá tra sang thị trường này sẽ giảm xuống 487 triệu tấn (-4,2% svck) trong năm 2021. Chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu cá tra trong năm 2021 của VHC vào Mỹ đạt 148,8 tỷ đồng (+ 4,0% svck).

Hình 4: Thuế chống bán phá giá của Hoa Kỳ đối với các công ty xuất khẩu cá tra Việt Nam giai đoạn 2007-2019 (USD/kg)

	Giai đoạn	Việt Nam	Vĩnh Hoàn	Hùng Vương	Biển Đông	Nam Việt	NTSF	Cửu Long
POR 5	2007-2008	2,11	0,00		0,02		0,00	
POR 6	2008-2009	2,11	0,00		0,02		0,00	
POR 7	2009-2010	2,11	0,00		0,19		0,00	
POR 8	2010-2011	2,11	0,13	0,77	0,19	0,77	0,77	
POR 9	2011-2012	2,11	0,00	1,20	0,19	0,77	0,42	0,42
POR 10	2012-2013	2,39	0,00	0,97	0,19	0,97	0,97	0,97
POR 11	2013-2014	2,39	0,00	0,41	0,19	0,69	0,69	0,69
POR 12	2014-2015	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	0,69	0,69
POR 13	2015-2016	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	3,87	3,87
POR 14	2016-2017	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	1,37	1,37
POR 15	2017-2018	2,39	0,00	3,87	0,19	0,69	0,15	1,37
POR 16	2018-2019	2,39	0,09	3,87	0,19	0,09	0,15	1,37

Nguồn: Bộ thương mại Hoa Kỳ

Thị trường Trung Quốc sẽ phục hồi trong năm 2021

Năm 2020, giá trị xuất khẩu của VHC sang Trung Quốc giảm 12,2% svck do (1) Trung Quốc hạn chế nhập khẩu thủy sản do lo ngại lây lan COVID qua đường sản phẩm đông lạnh; (2) nhu cầu đối với sản phẩm cá tra thấp hơn. Theo VASEP, XK cá tra sang Trung Quốc T11/2020 giảm 29,3% so với tháng trước do ùn tắc tại các cửa khẩu xét nghiệm vi rút SARS-CoV-2. Hơn nữa, COVID-19 buộc các nhà hàng và dịch vụ ăn uống phải đóng cửa, do đó làm giảm nhu cầu đối với các sản phẩm cá tra cho thị trường Trung Quốc. Những yếu tố này khiến xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc bị trì trệ trong năm 2020.

Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng những rào cản thương mại với Trung Quốc sẽ dần được giải quyết. Sau khi vắc xin được phổ biến toàn thế giới vào năm 2021, chúng tôi tin rằng nhu cầu của Trung Quốc đối với các sản phẩm thủy sản, bao gồm cá tra, sẽ phục hồi trong năm nay, sản lượng xuất khẩu ước đạt 366 triệu tấn (+ 10% svck) cho thị trường này vào năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu cá tra của VHC sẽ đạt 1.074,7 tỷ đồng (+ 19,8% svck) trong năm 2021.

Dây chuyền sản xuất collagen và gelatin (C&G) mới

Vào tháng 10 năm 2020, VHC đã mở rộng dây chuyền sản xuất C&G và trung tâm nghiên cứu mới, đa dạng hóa các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và cố gắng đầu tư vào công nghệ thuộc màng này. Công suất dây chuyền sản xuất C&G của VHC hiện tăng từ 2.000 tấn/năm lên 3.500 tấn/năm.

Tuy nhiên, tăng trưởng mảng collagen & gelatin (C&G) của VHC ước tính đạt 8,6% svck trong năm 2020, thấp hơn đáng kể so với dự báo tốc độ tăng trưởng 43,9% svck của chúng tôi cho mảng này do (1) hoãn nâng cấp dây chuyền sản xuất và (2) thiếu container xuất khẩu, dẫn đến những điều chỉnh trong dự báo của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng dây chuyền nâng cấp của VHC sẽ đạt 50% công suất, điều chỉnh so với giả định 80% trước đó cho năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của C&G sẽ đạt 798,9 -1278,2 tỷ đồng (tương ứng tăng 37,5% svck và 60% svck) trong năm 2021-2022.

VHC đã mua thành công 51% cổ phần của SGC vào tháng 1 năm 2021

Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC) là đơn vị đi đầu trong ngành chế biến thực phẩm khô với công suất 8.000 tấn bánh phồng tôm và 2.000 phụ phẩm từ gạo. SGC là doanh nghiệp Nhà nước được cổ phần hóa với 49% cổ do Nhà nước sở hữu. Công ty có mạng lưới phân phối tại Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh và một số địa phương khác, chiếm 48,9% doanh thu. Công ty cũng xuất khẩu sản phẩm của mình sang châu Âu và một số nước ở châu Á, châu Mỹ và châu Phi, chiếm 51,1% tổng doanh thu. Sau thương vụ M&A này, SGC sẽ giúp VHC đa dạng hóa danh mục sản phẩm trong ngành chế biến thực phẩm.

Năm 2020, doanh thu thuần của SGC giảm 2% svck xuống 311,3 tỷ đồng và lợi nhuận ròng giảm 5% svck xuống 30,9 tỷ đồng, chủ yếu do nhu cầu suy yếu bởi vì dịch bệnh. SGC có tỷ suất lợi nhuận gộp từ 18-22%, với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân ổn định là 7,3%/năm trong giai đoạn 2015-20. Chúng tôi kỳ vọng SGC sẽ là động lực tăng trưởng mới của VHC, giúp công ty đa dạng hóa sản phẩm khi xuất khẩu cá tra có dấu hiệu giảm tốc.

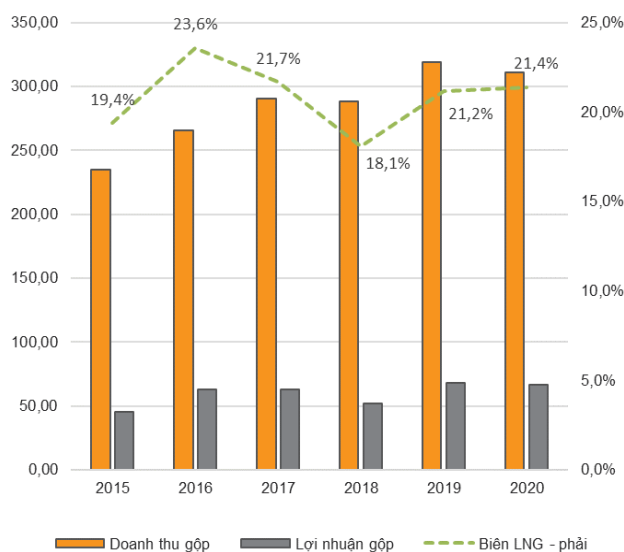
Với vắc xin được triển khai toàn cầu, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phục hồi đối với bánh phồng tôm và các sản phẩm phụ từ gạo, với tổng sản lượng đạt 8.921 tấn vào năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng SGC sẽ đóng góp lần lượt 322,4 tỷ đồng và 68 tỷ đồng vào doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của VHC trong năm 2021.

Hình 5: Dự phóng của VND đối với KQKD của SGC trong 2021-2023

Tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	311	322	316	329
% svck	-2,4%	3,5%	-1,9%	4,1%
<i>Nội địa</i>	140	142	139	145
<i>Xuất khẩu</i>	172	180	177	184
Lợi nhuận gộp	67	68	65	71
Biên LN gộp	21,4%	21,1%	20,5%	21,5%
CPBH & QLDN	-28	-27	-27	-28
% CPBH & QLDN/DTT	9,1%	8,4%	8,5%	8,5%
LNTT	38	41	38	43
Biên LNTT	12,3%	12,7%	12,0%	13,0%
LNR	31	32	30	34

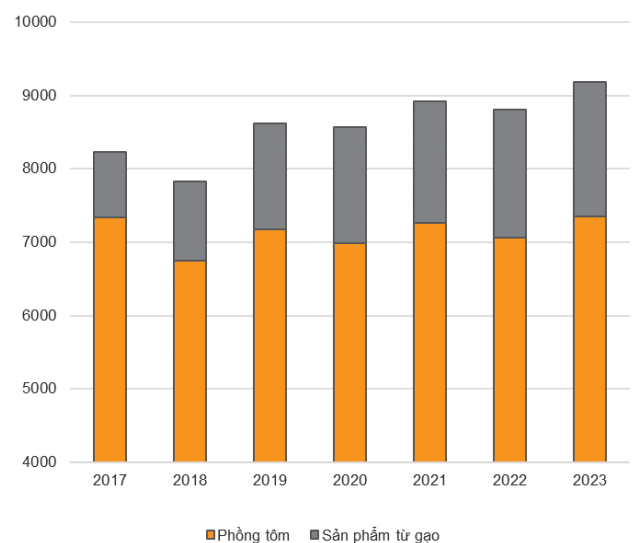
Nguồn: SGC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: KQKD của SGC trong giai đoạn 2015-2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SGC

Hình 7: Sản lượng bán hàng của SGC và dự báo trong 2017-2023 (tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SGC

Các thương vụ M&A khác

Sau khi thu tóm Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Sa Giang, VHC mới đây đã mua lại một công ty chuyên sản xuất nước trái cây và bảo quản rau củ quả - TNG Foods. Hội đồng quản trị của Vĩnh Hoàn đã góp 70 tỷ đồng, tương đương 70% vốn điều lệ của Công ty TNHH Nông sản Thực phẩm Thành Ngọc (TNG Foods). Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ đa dạng hóa hơn nữa danh mục sản phẩm và mở rộng sản xuất sang các lĩnh vực khác.

Thay đổi dự báo năm 2021-2022

Hình 8: Thay đổi dự báo

	2021F		2022F		% sv cùng kỳ Nhận định	
BVT: tỷ VND	Cũ	Mới	%Δ		%Δ	
Tăng trưởng sản lượng cá tra phi lê	10,0%	7,2%		5,2%	0,0%	Chúng tôi cho rằng COVID-19 sẽ được kiểm soát trong năm 2021, từ đó kỳ vọng sản lượng xuất khẩu cá tra phi lê cũng sẽ dần phục hồi. Tuy nhiên, chúng tôi hạ dự báo do kỳ vọng phục hồi thấp hơn.
Tăng trưởng giá phi lê cá tra trung bình	3,1	3		320,0%	-8,2%	
Doanh thu thuần	8.724	8.524	-2,3%	9.936	-0,9%	16,6%
Sản lượng cá tra phi lê	5.495	5.068	-7,8%	5.958	-7,6%	17,6%
Collagen&gelatin (C&G)	1.254	799	-36,3%	1.278	-7,8%	60,0%
CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC)	-	322	0,0%	316	0,0%	0,0%
Sản phẩm khác	1.975	2.335	18,2%	2.384	8,7%	2,1%
Lợi nhuận gộp	1.782	1.353	-24,1%	1.763	-19,2%	30,3%
Biên lợi nhuận gộp	20,4%	15,9%	-4,5 điểm %	17,7%	-4,1 điểm %	+1,8 điểm %
Cá tra phi lê	16,8%	14,2%	-2,6 điểm %	15,4%	-3,8 điểm %	+1,2 điểm %
Collagen&gelatin (C&G)	49,0%	36,0%	-13 điểm %	40,0%	-9,5 điểm %	+4 điểm %
CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC)		21,1%		20,5%		-0,6 điểm %
Sản phẩm khác	12,3%	11,8%	-0,5 điểm %	11,4%	-0,3 điểm %	-0,4 điểm %
Chi phí bán hàng	270	239	-11,6%	308	-0,6%	28,9%
Chi phí QLDN	163	178	9,0%	204	9,7%	14,6%
Chi phí BH&QLDN	5,0%	4,9%	-0,1 điểm %	5,2%	+0,3 điểm %	+0,2 điểm %
Lợi nhuận hoạt động	1.470	1.028	-30,1%	1.395	-18,8%	35,7%
Doanh thu tài chính	183	218	18,9%	234	39,3%	7,3%
Chi phí tài chính	62	126	102,0%	90	50,0%	-28,6%
Lợi nhuận khác	(8)	(24)	202,4%	(28)	211,1%	-16,7%
Lợi nhuận trước thuế	1.462	1.004	-31,3%	1.367	-23,7%	36,2%
Lợi nhuận ròng	1.345	899	-33,1%	1.258	-6,0%	39,9%
Biên lợi nhuận ròng	15,4%	10,5%	-4,5 điểm %	12,7%	-3,6 điểm %	+1,8 điểm %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đánh giá KHẢ QUAN và hạ giá mục tiêu xuống 50.000 đồng/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 3,5% xuống 50.000 đồng/cp, sau mức điều chỉnh giảm 33,1% - 25,7% trên EPS năm tài chính 21-22. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của định giá DCF 5 năm và P/E trung bình một năm là 8,2 lần trên EPS FY21. Chúng tôi sử dụng P/E trung bình một năm (8,2 lần) thay vì P/E trung bình ba năm (6,7 lần) nhằm phản ánh tốt hơn theo biến động của thị trường chứng khoán hiện tại. Rủi ro giảm giá bao gồm những thay đổi bất lợi trong các quy định của thị trường mục tiêu. Tiềm năng tăng giá bao gồm GBBQ cao hơn dự kiến.

Hình 9: Mô hình định giá DCF

Mô hình DCF	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Năm cuối mô hình
EBIT	1.061	1.400	1.616	1.635	1.656	
Thuế	111	143	161	159	157	
EBIAT	950	1.257	1.455	1.476	1.499	
-Thay đổi vốn lưu động	(109)	(148)	(571)	(214)	(224)	
-Capex	(442)	(413)	(383)	(353)	(324)	
+Chi phí khấu hao	233	256	276	313	346	
Dòng tiền tự do	632	953	777	1.221	1.298	10.994
Dòng tiền tự do hiện tại	632	834	595	819	762	5.652
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 5 năm	3.643					Lãi suất phi rủi ro (TPCP 10 năm) 3,0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối	5.652					Phân bổ rủi ro vốn cổ phần 11,0%
Giá trị doanh nghiệp	9.295					Beta điều chỉnh 1,2
Trừ: Tổng nợ	(1.170)					WACC 14,2%
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-					Tăng trưởng dài hạn 3,0%
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1.571					
Giá trị hợp lý	9.697					
SLCP đang lưu hành	181.946.026					
Giá trị mỗi cổ phiếu	53.294					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	53.294	50%	26.647
P/E (target P/E 8.2x)	46.517	50%	23.258
Giá hợp lý			49.906
Giá mục tiêu (làm tròn)			50.000

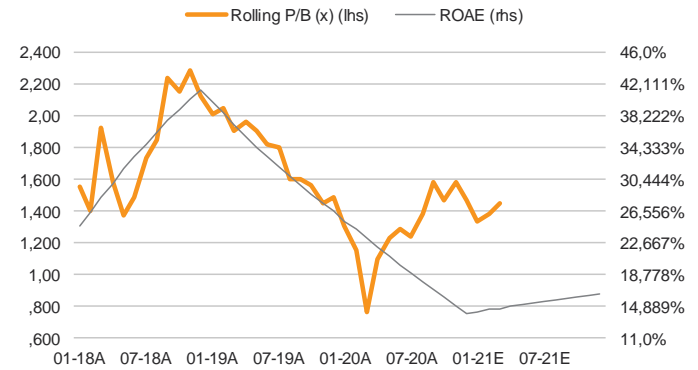
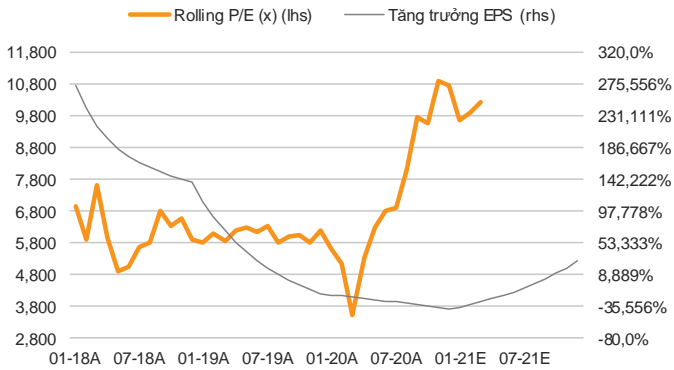
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 08/03/2021)

Công ty	Mã chứng khoán	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Vốn hóa thị trường (triệu US\$)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (x)	
					FY21F	TTM	FY21F	Hiện tại	FY21F	FY20	FY21F	FY20	FY21F	FY20	FY21F
CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	ABT.VN	NA	NA	15,6	NA	25,0	NA	0,9	NA	3,5%	NA	2,6%	NA	0,2	NA
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL.VN	NA	NA	29,4	NA	12,4	NA	1,0	NA	4,2%	NA	1,8%	NA	1,3	NA
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia IDI	IDI.VN	NA	NA	60,1	NA	16,7	NA	0,6	NA	3,4%	NA	1,3%	NA	1,5	NA
CTCP Nam Việt	ANV.VN	NA	NA	125,8	3,1%	14,5	12,8	1,3	1,1	8,6%	NA	4,5%	NA	0,8	NA
Trung bình			0	57,7	NA	17,2	NA	0,9	NA	4,9%	NA	2,6%	NA	0,9	NA
Trung vị			0	44,8	NA	15,6	NA	1,0	NA	3,9%	NA	2,2%	NA	1,0	NA
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC.VN	KHẢ QUAN	50.000	308,7	27,6%	11,4	8,9	1,5	1,5	14,0%	16,4%	10,2%	11,9%	0,2	0,2

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	7.037	8.524	9.939
Giá vốn hàng bán	(6.036)	(7.171)	(8.174)
Chi phí quản lý DN	(147)	(178)	(204)
Chi phí bán hàng	(171)	(239)	(308)
LN hoạt động thuần	683	936	1.254
EBITDA thuần	883	1.190	1.510
Chi phí khấu hao	(201)	(254)	(256)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	683	936	1.254
Thu nhập lãi	233	218	234
Chi phí tài chính	(107)	(126)	(98)
Thu nhập ròng khác	(18)	(24)	(28)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	791	1.004	1.363
Thuế	(86)	(105)	(139)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	705	899	1.224
Thu nhập trên vốn	705	899	1.224
Cổ tức phổ thông	(364)	(367)	(381)
LN giữ lại	341	532	843

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	41	74	165
Đầu tư ngắn hạn	1.365	1.497	1.693
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.699	1.769	1.902
Hàng tồn kho	1.498	1.639	1.773
Các tài sản ngắn hạn khác	124	93	109
Tổng tài sản ngắn hạn	4.726	5.072	5.643
Tài sản cố định	1.808	2.033	2.199
Tổng đầu tư	12	1	1
Tài sản dài hạn khác	645	820	907
Tổng tài sản	7.192	7.926	8.750
Vay & nợ ngắn hạn	1.106	1.119	954
Phải trả người bán	326	357	404
Nợ ngắn hạn khác	513	553	642
Tổng nợ ngắn hạn	1.945	2.029	1.999
Vay & nợ dài hạn	69	55	42
Các khoản phải trả khác	17	23	26
Vốn điều lệ và	1.834	1.905	1.905
LN giữ lại	3.214	3.725	4.561
Vốn chủ sở hữu	5.161	5.819	6.684
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	7.192	7.926	8.750

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	791	1.004	1.363
Khấu hao	201	254	256
Thuế đã nộp	(165)	(105)	(139)
Các khoản điều chỉnh khác	(86)	(34)	(86)
Thay đổi VLĐ	(320)	(198)	(171)
LC tiền thuần HKKD	420	922	1.224
Đầu tư TSCĐ	(606)	(453)	(423)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	11	10
Các khoản khác	193	(66)	(159)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(411)	(508)	(572)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	309	(14)	(180)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(364)	(367)	(381)
LC tiền thuần HĐTC	(55)	(381)	(561)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	86	41	74
LC tiền thuần trong năm	(46)	34	91
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	41	74	165

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	10,0%	10,5%	12,3%
Vòng quay TS	1,02	1,13	1,19
ROAA	10,2%	11,9%	14,7%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,38	1,33
ROAE	14,0%	16,4%	19,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	66,2	67,8	62,0
Số ngày nắm giữ HTK	90,9	83,4	79,2
Số ngày phải trả tiền bán	19,8	18,2	18,0
Vòng quay TSCĐ	4,25	4,44	4,70
ROIC	11,1%	12,9%	15,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,4	2,5	2,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,7	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,8	0,9
Vòng quay tiền	137,3	133,1	123,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(10,5%)	21,1%	16,6%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(39,7%)	37,1%	34,0%
Tăng trưởng LN ròng	(40,2%)	27,6%	36,1%
Tăng trưởng EPS	(40,2%)	27,6%	36,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Văn Anh – Chuyên viên Phân tích

Email: anh.phanvan@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>