

16/02/2023

 Chuyên viên phân tích: Trần Thị Phương Anh  
 anhhttp@kbsec.com.vn

**Kết quả kinh doanh Q4/2022 giảm mạnh với cả giá bán và sản lượng sụt giảm**

Vĩnh Hoàn ghi nhận KQKD quý 4/2022 sụt giảm mạnh với lợi nhuận đạt 190 tỷ đồng (-58% YoY) và doanh thu đạt 2,484 tỷ đồng (-8% YoY) do sức mua thấp đặc biệt tại thị trường chính là Mỹ và giá bán giảm mạnh tại các thị trường xuất khẩu.

**Kim ngạch xuất khẩu cá tra tháng 1/2023 tiếp tục giảm sâu và năm 2023 ngành cá tra sẽ trải qua nhiều thách thức**

Theo VASEP, xuất khẩu cá tra tháng 1 năm 2023 đạt 107 triệu USD (-50 YoY). Chúng tôi duy trì quan điểm ngành cá tra thời gian tới sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức do nền kinh tế thế giới chậm lại khiến các khách hàng vẫn khá dè dặt với đơn đặt hàng mới dù tồn kho tại thị trường xuất khẩu đã được giải phóng phần nào.

**Dấu hiệu tích cực hơn từ thị trường Trung Quốc dù chưa quá rõ ràng**

Có dấu hiệu khả quan từ thị trường Trung Quốc khi thương nhân Trung Quốc đã hỏi giá nhiều hơn so với trước Tết nhưng việc chốt đơn vẫn chưa thay đổi đáng kể khi nhu cầu tại Trung Quốc chưa tăng mạnh và hàng tồn kho vẫn chưa thiếu hụt.

**Giá cá nguyên liệu đang có dự hồi phục nhẹ khi triển vọng tại Trung Quốc khả quan hơn**

Giá cá tra xuất khẩu hiện đã suy giảm đáng kể về tương đương mức đầu năm 2021 trong khi giá cá tra nguyên liệu hiện tăng lên mức 28,500-29,500 VND/kg, giá cá giống sau khi giảm về mức đầu năm 2022 đã tăng trở lại quanh mức 43,000 VND/kg do nguồn cung khan hiếm.

**Khuyến nghị năm giữ, giá mục tiêu 68,100 VND/cp**

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh năm 2023 với lợi nhuận đạt 1,462 tỷ đồng (-27% YoY) và doanh thu 11,326 tỷ đồng (-14.4% YoY). Khuyến nghị năm giữ, giá mục tiêu 68,100 VND/cp.

## Năm giữ

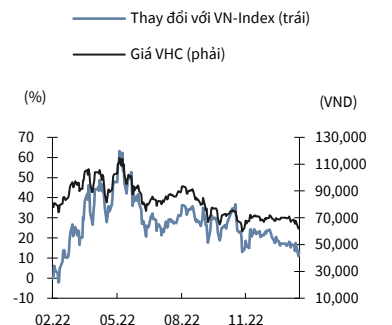
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 68,100</b>
Tăng/giảm (%)	+6.7%
Giá hiện tại (15/02/2023)	VND 63,800
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	11,700

<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	49.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	36.4/1.5
Sở hữu nước ngoài (%)	30.1%
Cổ đông lớn nhất	Trương Thị Lệ Khanh
	43.16%

<b>Biến động giá cổ phiếu</b>				
(%)	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	-8	-15	-27	-14
Tương đối	-6	-25	-9	17

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-End	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	7,037.2	9,054.2	13,239	11,323.5
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	821.2	1,287.4	2,317	1,682.8
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	719	1,099	1,977	1,449
EPS (VNĐ)	3,923	5,993	10,815	7,901
Tăng trưởng EPS (%)	-39.0	52.8	79.1%	-29.4
P/E (x)	18.2	11.9	1.8	8.1
P/B (x)	2.5	2.2	0.5	1.3
ROE (%)	13.9	18.7	29.7%	15.8
Tỷ suất cổ tức (%)	5	4.3	2.5	2.9



## Hoạt động kinh doanh

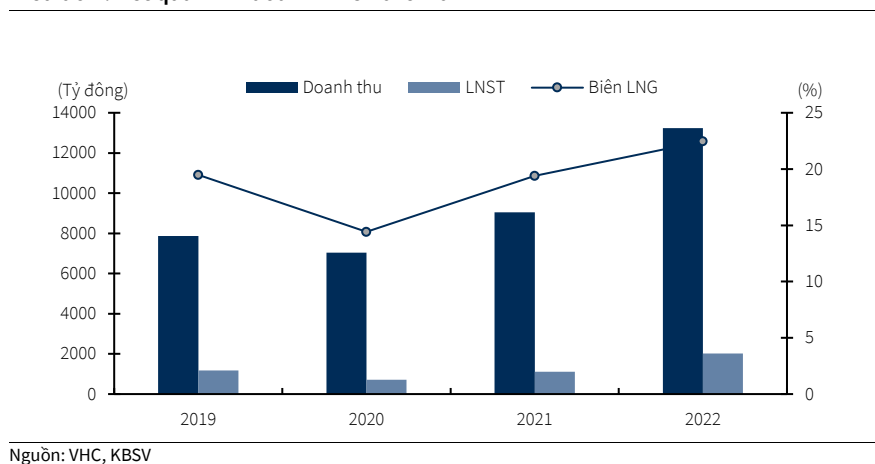
**Kết quả kinh doanh Q4/2022 giảm mạnh với cả giá bán và sản lượng sụt giảm**

CTCP Vĩnh Hoàn ghi nhận KQKD quý 4/2022 với lợi nhuận sau lợi ích CĐTS đạt 190 tỷ đồng (-58% YoY) và doanh thu đạt 2,484 tỷ đồng (-8% YoY) do sức mua thấp đặc biệt tại thị trường chính là Mỹ và giá bán giảm mạnh tại các thị trường xuất khẩu. Cụ thể, phi lê đông lạnh đạt 1,378 tỷ đồng (-21% YoY), phụ phẩm 505 tỷ đồng (-3% YoY), Collagen & gelatin 247 tỷ đồng (+51% YoY). Xét theo thị trường xuất khẩu, Mỹ tiếp tục là thị trường trọng yếu của VHC với doanh thu 890 tỷ đồng (-26% YoY), châu Âu 442 tỷ đồng (+20% YoY), Trung Quốc & Hồng Kông 161 tỷ đồng (-61% YoY). Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 19.1% trong quý 4/2022, giảm mạnh so với 23.4% trong quý 4/2021 chủ yếu do khoản dự phòng hàng tồn kho cao, giá bán giảm mạnh trong khi giá nguyên liệu giảm nhưng với mức độ thấp hơn do chi phí cao.

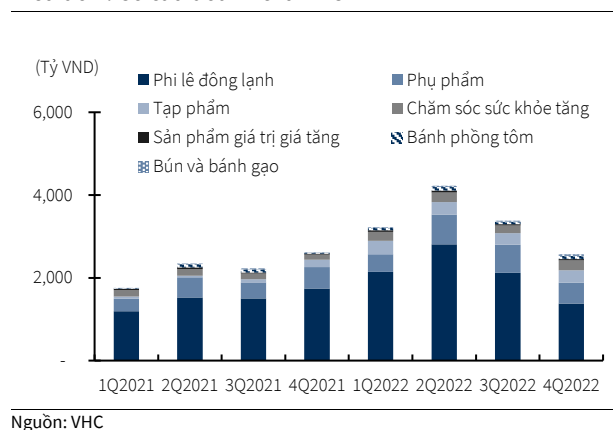
**Sự tăng trưởng ấn tượng đầu năm giúp KQKD cả năm 2022 vẫn khả quan**

Theo đó tính chung năm 2022, kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh với lợi nhuận 1,977 tỷ đồng (+80% YoY) và doanh thu đạt 13,239 tỷ đồng (+46% YoY) chủ yếu do kết quả kinh doanh đột biến đầu năm nhờ sản lượng xuất khẩu tăng và lợi nhuận gộp cải thiện do giá bán tăng. Trong đó, phi lê đông lạnh đạt 8.451 tỷ đồng (+42% YoY), phụ phẩm 2,319 tỷ đồng (+37% YoY), Collagen & gelatin 886 tỷ đồng (+38% YoY).

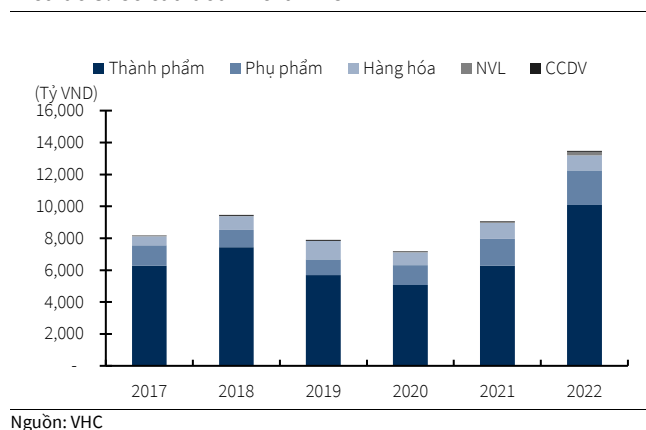
**Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh VHC 2019-2022**



**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu VHC**



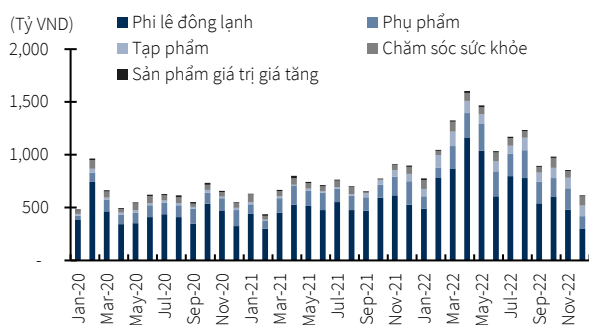
**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu VHC**



## Kết quả kinh doanh tháng 12 thấp nhất kể từ Q3/2021

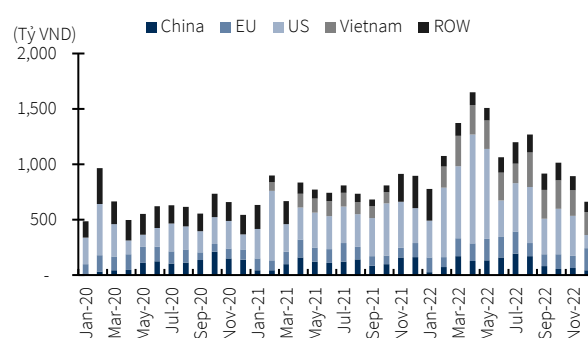
Trong tháng 12, Vĩnh Hoàn ghi nhận doanh thu đạt 661 tỷ đồng, giảm 44% YoY và giảm 26% MoM và thấp hơn nhiều giai đoạn cao điểm tháng 2-8. Cụ thể, mảng cá tra chỉ đạt 297 tỷ đồng (-44% YoY) và phụ phẩm giảm 45% so với cùng kỳ. Trong đó, 2 thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và Trung Quốc có doanh thu sụt giảm lần lượt 63% và 73% YoY.

Biểu đồ 4. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (tháng)



Nguồn: VHC, KBSV

Biểu đồ 5. Cơ cấu doanh thu theo địa lý (tháng)



Nguồn: VHC, KBSV

## Kim ngạch xuất khẩu cá tra tháng 1/2023 tiếp tục giảm sâu

Theo VASEP, xuất khẩu cá tra tháng 1 năm 2023 đạt 107 triệu USD (-50 YoY) và là tháng thứ 3 ghi nhận giảm so với cùng kỳ một phần do nhu cầu sụt giảm ở nhiều thị trường chính và là thời điểm kỳ nghỉ Tết khiến hoạt động không liên tục.

## Năm 2023 ngành cá tra sẽ trải qua nhiều thách thức đối với nhưng vẫn ở mức tích cực so với lịch sử

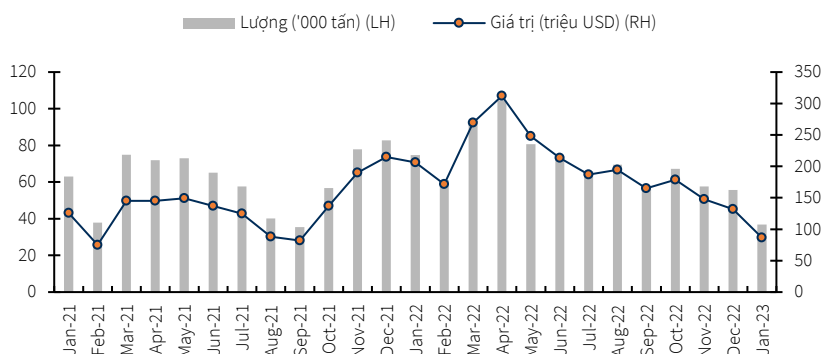
Chúng tôi duy trì quan điểm nhiều khả năng đỉnh chu kỳ cá tra đã đi qua, ít nhất là trong ngắn hạn và dự báo ngành cá tra thời gian tới sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức do chính sách thắt chặt của nhiều NHTW và lo ngại suy giảm kinh tế tại nhiều quốc gia lớn trên thế giới như Mỹ và EU – thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam khiến nhu cầu tiêu thụ sụt giảm dù tồn kho cá tại các thị trường này đã được giải phóng phần nào, các khách hàng vẫn khá dè dặt với các đơn đặt hàng mới.

## Ghi nhận dấu hiệu tích cực hơn từ thị trường Trung Quốc dù chưa quá rõ ràng

Ở chiều hướng tích cực, chúng tôi nhận thấy một số dấu hiệu khả quan hơn từ thị trường Trung Quốc -dù chưa phản ánh rõ ràng khi nhiều đơn vị kinh doanh cho biết thương nhân Trung Quốc đã hỏi giá nhiều hơn so với trước Tết và việc thông quan tại cảng và cửa khẩu cũng dễ dàng hơn. Theo đó, các doanh nghiệp có thị phần lớn xuất khẩu sang thị trường này sẽ có thể có triển vọng kinh doanh sáng sủa hơn. Tuy nhiên, việc chốt đơn vẫn chưa thay đổi đáng kể khi nhu cầu tại Trung Quốc chưa tăng mạnh và hàng tồn kho vẫn chưa thiếu hụt do đó cần thêm thời gian để đánh giá rõ ràng hơn về yếu tố trên. Ngoài ra, cước vận tải tiếp tục giảm giúp các doanh nghiệp bớt gánh nặng chi phí logistics, bù đắp biên lợi nhuận khi phải giảm giá bán. Hiện giá cước vận tải nhiều tuyến đường đã giảm mạnh và quay lại mức gần trước dịch là yếu tố tích cực đối với các doanh nghiệp xuất khẩu.

Xuất khẩu đạt mức cao giai đoạn 1H2022 và đang trong xu hướng giảm

**Biểu đồ 6. Giá trị và lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam theo tháng 2021-2023**



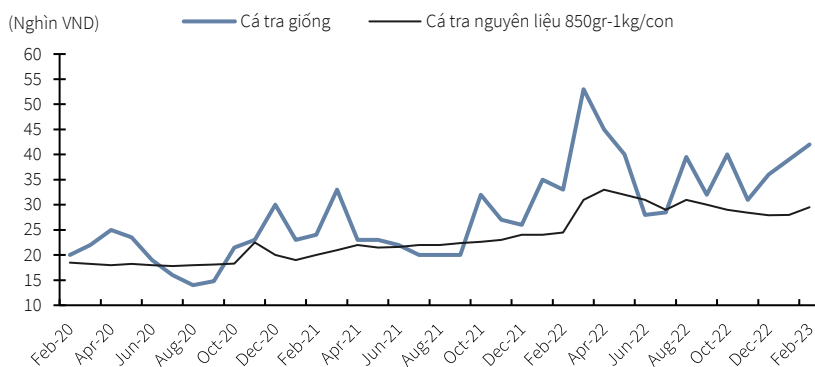
Nguồn: TCTK, TCHQ, VASEP

**Giá xuất khẩu giảm xuống mức thấp và giá cá nguyên liệu sau khi giảm đã có dự hồi phục nhẹ khi nhu cầu tại Trung Quốc khả quan hơn**

Giá cá tra xuất khẩu hiện đã suy giảm đáng kể về tương đương mức đầu năm 2021, tương ứng với mức giảm 20-40% so với vùng đỉnh thời điểm Q2/2022. Trong khi đó, giá cá tra nguyên liệu sau khi giảm và chững lại quanh mức 27,000-28,000 VND/kg (tăng khoảng 30% so với trung bình năm 2021) đã tăng lên mức 28,500-29,500 VND/kg, đặc biệt đối với cái size lớn phục vụ thị trường Trung Quốc sau khi dự báo nhu cầu tại Trung Quốc cải thiện. Giá cá tra nguyên liệu được dự báo vẫn sẽ neo ở mức cao do chi phí sản xuất cao bởi giá thức ăn chăn nuôi chưa hạ nhiệt nhất là khi nguyên liệu sản xuất vẫn ở mức cao. Giá cá giống sau khi giảm về mức đầu năm 2022 đã tăng trở lại quanh mức 43,000 VND/kg do nguồn cung khan hiếm tỷ lệ cá ương đậu thấp.

Giá cá tra nguyên liệu và cá giống hạ nhiệt nhưng vẫn cao hơn so với giai đoạn trước

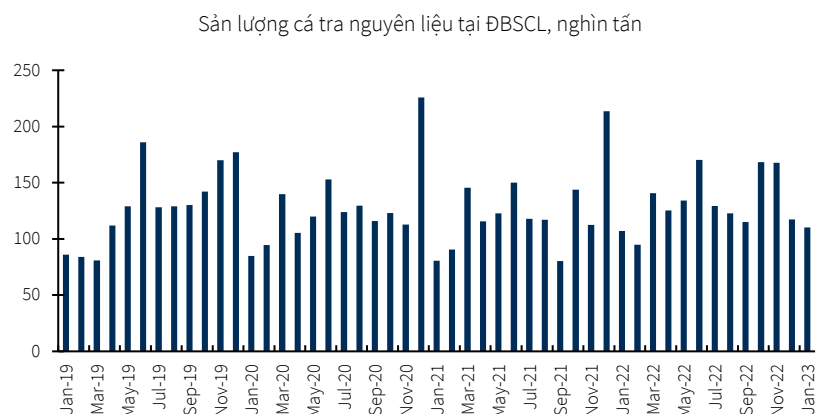
**Biểu đồ 7. Giá cá tra nguyên liệu và cá tra giống ĐBSCL**



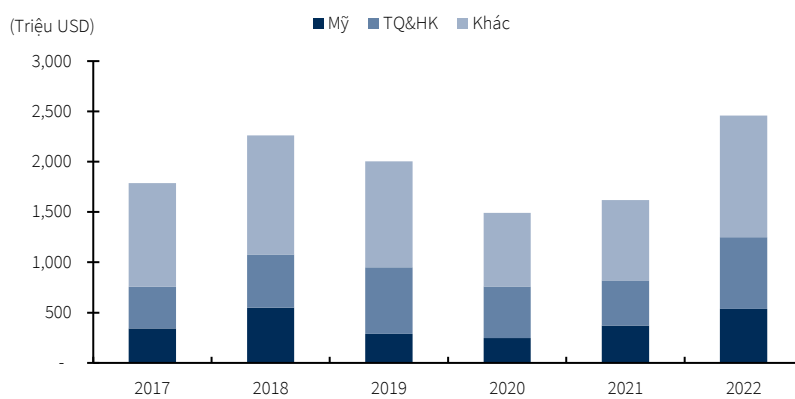
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Tồn kho trong xu hướng tăng khi nhu cầu giảm bớt và đơn hàng hạn chế từ cuối năm 2022**

Lượng tồn kho sau khi xuống mức thấp nhất vào giữa năm 2022 hiện đang tăng dần bởi lượng xuất khẩu giảm trong khi sản lượng nuôi trồng vẫn ổn định. Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng cá tra tháng 1 năm 2023 ước đạt 110 nghìn tấn, tăng 3% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng lượng tồn kho sẽ tiếp tục xong xu hướng tăng khi nhu cầu vẫn thấp trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế nhiều quốc gia trên thế giới chậm lại sau giai đoạn thắt chặt chính sách và rủi ro suy thoái kinh tế vẫn hiện hữu.

**Biểu đồ 8. Sản lượng cá tra thu hoạch ĐBSCL**

Nguồn: TCTK

**Biểu đồ 9. Kim ngạch xuất khẩu cá tra theo vùng lãnh thổ**

Nguồn: TCTK

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Năm 2023 sẽ là năm thách thức đối với Vinh Hoàn với mức nền cao trong năm 2022**

Năm 2023 chúng tôi duy trì dự báo nhu cầu tiêu thụ tại thị trường xuất khẩu chính của Vinh Hoàn là Mỹ giảm bởi lo ngại suy giảm kinh tế sau quá trình tăng lãi suất mạnh tay của FED. Kịch bản tích cực Mỹ có thể hạ cánh mềm thì cũng phải đến cuối năm nền kinh tế mới có thể dần hồi phục lại. Dù có điểm sáng hơn tại thị trường Trung Quốc nhưng chúng tôi cho rằng không đủ để bù đắp phần sụt giảm tại các thị trường khác khi Trung Quốc chỉ chiếm 10-15% thị phần xuất khẩu của VHC và hiện nhu cầu tại đây cũng chưa có tăng trưởng đáng kể. Biên lợi nhuận cũng dự báo giảm do phần giá bán giảm nhanh hơn giá nguyên liệu và dự báo giá nguyên liệu khó giảm sâu bởi giá thành nuôi cao. Với việc chi phí dự kiến cao hơn ước tính trước đó bởi VHC đã tăng vay nợ từ 2022 và tỷ giá USD/VND hạ, chúng tôi hạ dự báo kết quả kinh doanh năm 2023 với lợi nhuận đạt 1,462 tỷ đồng (-27% YoY) và doanh thu 11,326 tỷ đồng (-14.4% YoY), trên mức nền cao năm 2022, tương đương với mức giảm dự báo ngành và biên lợi nhuận trung bình ở mức 19.4%.

**Bảng 1. Dự phóng KQKD 2022 -2023**

	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	7,037.2	9,054.2	13,548.2	11,326.5
Giá vốn hàng bán	6,022.4	7,298.4	10,403.5	9,129.1
Lợi nhuận gộp	1,014.8	1,755.8	3,144.7	2,197.5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	148.1	213.1	284.3	256.0
Chi phí bán hàng	171.2	343.5	375.1	335.3
Lợi nhuận trước thuế	803.3	1,279.6	2,553.4	1,688.1
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>719.3</b>	<b>1,099.0</b>	<b>2,195.8</b>	<b>1,448.8</b>

Nguồn: KBSV

## Định giá

**VHC đang được giao dịch ở mức phù hợp, giá mục tiêu 68,100 VND/cp**

Dựa theo định giá, chúng tôi cho rằng VHC đang giao dịch ở mức phù hợp với triển vọng hiện tại. Yếu tố hỗ trợ làm thay đổi đáng kể định giá đến từ khả quan hơn từ thị trường chính. Kết hợp 2 phương pháp định giá DCF và P/E theo tỷ lệ 40/60 chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với VHC, giá mục tiêu là 68,100 VND, +6.7% so với mức giá đóng cửa ngày 15/02/2023. Hiện VHC đang giao dịch với FY2022 P/E là 8.1 lần.

**Bảng 2. Cổ phiếu VHC – Định giá**

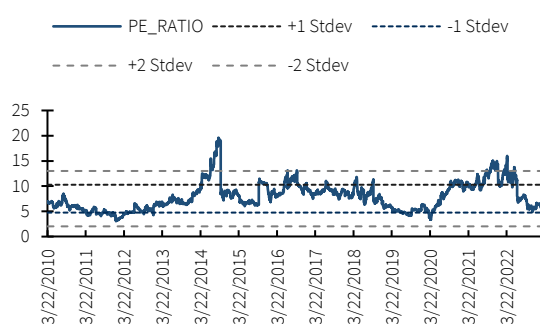
Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	74,700	40%	29,800
P/E	64,000	60%	38,300
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>68,100</b>
Tiềm năng tăng giá			+6.7%

Nguồn: KBSV

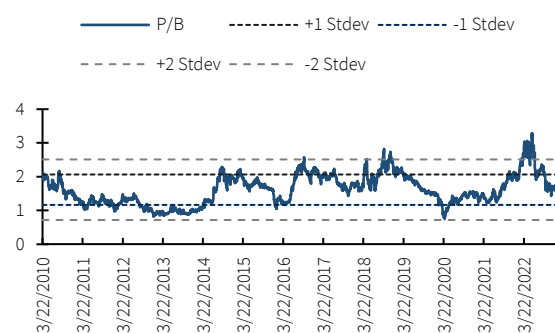
**Bảng 3. Giả định mô hình**

Giả định mô hình	Giá trị
WACC	12.4%
Lãi suất phi rủi ro	5%
Phần bù rủi ro	8.1%
Beta	1.1%
Tăng trưởng dài hạn	2%
Thời gian dự phóng	5 năm

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 10. P/E BMP**

Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 11. P/B BMP**

Nguồn: Bloomberg

## KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp  
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích  
huynd1@kbsec.com.vn

### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannnd@kbsec.com.vn

### Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích  
quangtpt@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích  
quyenlh@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn



## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

