

(GIỮ; Giá mục tiêu: VND 49.200)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu VHC với **giá mục tiêu VND 49.200** trên cơ sở (i) là DN đầu ngành trong các lĩnh vực liên quan, (ii) sở hữu chuỗi giá trị khép kín với khả năng tự chủ cao (100%), trong bối cảnh (iii) nhu cầu đối với sản phẩm cá tra & các SP khác hồi phục sau đại dịch.

Thông tin cập nhật

- **Doanh thu 5T2021 của VHC tăng 26% n/n, trong đó riêng cá tra tăng 18% n/n nhờ nhu cầu phục hồi tại các thị trường XK chính.** Lũy kế 5T2021, doanh thu xuất khẩu cá tra đạt 2.239 tỷ đồng, tăng ~18% n/n, đóng góp ~66% tổng doanh thu. Xét về thị trường xuất khẩu, Mỹ là thị trường có mức tăng doanh thu mạnh nhất trong tháng 5/2021 với 188% n/n trong khi Trung Quốc chỉ tăng 9% n/n, và các thị trường khác tăng 4% n/n, bù đắp cho mức giảm 22% n/n tại thị trường châu Âu nhờ (i) dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn, (ii) lượng cá tra tồn kho trong nước giảm, trong khi (iii) nhu cầu sản phẩm cá tra đông lạnh phục hồi.
- **VHC lên kế hoạch đầu tư mở rộng kinh doanh sản phẩm ngoài cá tra.** DN dự kiến sẽ đẩy mạnh phát triển thêm các sản phẩm thực phẩm & sức khỏe. Chúng tôi cho rằng hiệu quả của việc mở rộng HĐKD cần được xem xét, do đó không đưa vào mô hình dự phóng của mình.
- **Xuất khẩu cá tra ghi nhận tăng trưởng dương tại các thị trường XK lớn.** Mở rộng quy mô tiêm chủng vaccine phòng Covid-19 khiến dịch bệnh được kiểm soát tại nhiều quốc gia lớn trên thế giới đã tác động tích cực tới việc nhập khẩu thủy sản từ Việt Nam, trong đó có cá tra. *Lũy kế 5T2021, tổng giá trị XK cá tra Việt Nam đạt 637,8 triệu USD, tăng 14,7% n/n, trong đó giá trị XK cá tra trong tháng 5/2021 đạt 148,4 triệu USD, tăng 39,3%.*
- **Rủi ro biên lợi nhuận thấp hơn đối với các DN xuất khẩu cá tra** do (i) giá cá tra vẫn ở mức thấp so với bình quân giai đoạn 2019 – 2020, (ii) chi phí giá thành cao khi giá thức ăn chăn nuôi, chi phí điện, nước... tăng, và (ii) chi phí cước tàu tăng trước tình trạng thiếu hụt container,

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của VHC vào khoảng VND 49.200** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá mục tiêu tương ứng với P/E forward 12,2 lần (theo EPS 2021F ~ VND 4.024)



Ngày báo cáo	23/06/2021
Giá hiện tại	VND 46.000
Giá mục tiêu	VND 49.200
Upside	7,0%
Vốn hóa thị trường	VNDbn 8.342
Biến động 52 tuần	VND 31.487 - VND 48.000
Khối lượng GD trung bình	1.238.044 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	100,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	22,73%

Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	7.867	7.037	8.445	9.120
Biên LN gộp	19,5%	14,4%	15,5%	17,0%
LNTT	1.309	803	792	1.166
LNST	1.179	719	752	1.107
EPS (VND)	12.559	3.858	4.024	5.736
P/E	7,1x	11,6x	11,4x	8,0x
ROE (%)	26,5%	14,3%	13,5%	17,1%

Nguồn: MBS Research

(GIỮ; Giá mục tiêu: VND 49.200)

Kinh doanh cá tra của VHC từng bước phục hồi sau đại dịch...

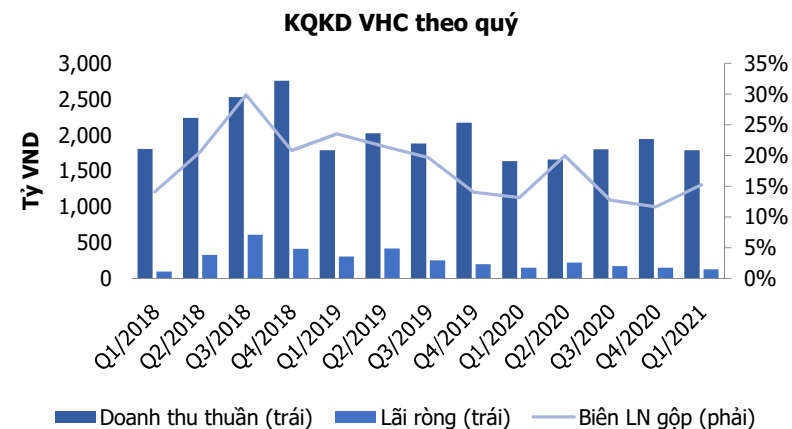
- **Doanh thu 5T2021 tăng 26% n/n, trong đó riêng cá tra tăng 18% n/n nhờ nhu cầu phục hồi tại các thị trường XK chính.** Trong tháng 5/2021, nếu loại trừ doanh thu từ Sa Giang, VHC ghi nhận 743 tỷ đồng doanh thu, tăng 35% n/n so với mức nền thấp của cùng kỳ năm ngoái, trong đó riêng cá tra tăng 46% n/n. Lũy kế 5T2021, doanh thu xuất khẩu cá tra đạt 2.239 tỷ đồng, tăng ~18% n/n, đóng góp ~66% tổng doanh thu.

Xét về thị trường xuất khẩu, Mỹ là thị trường có mức tăng doanh thu mạnh nhất trong tháng 5/2021 với 188% n/n trong khi Trung Quốc chỉ tăng 9% n/n, và các thị trường khác tăng 4% n/n, bù đắp cho mức giảm 22% n/n tại thị trường châu Âu.

- **Chi phí cước tàu tăng sẽ ảnh hưởng tới biên lợi nhuận.** Kết thúc Q1 2021, mặc dù doanh thu chứng kiến tăng 9% n/n và biên LN gộp cải thiện từ 13,1% trong Q1 2020 lên 15,2% trong quý này do hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho, nhưng lãi ròng lại giảm 14% n/n, đạt tương ứng 131 tỷ đồng do chi phí vận tải & lưu kho tăng 178% n/n. Cước vận chuyển bằng container tăng khá từ Q4 2020 do tình trạng thiếu container rỗng đã ảnh hưởng không nhỏ đến lợi nhuận của VHC, ít nhất trong 1H2021.

- **Đầu tư mở rộng sản phẩm ngoài cá tra.** VHC cho biết ngoài hoạt động cốt lõi là kinh doanh cá tra, DN dự kiến sẽ đẩy mạnh phát triển thêm các sản phẩm thực phẩm & sức khỏe. Mặc dù không chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu nhưng các mảng kinh doanh ngoài cá tra (collagen và gelatin, phụ phẩm...) vẫn chứng kiến tăng khá. Trong Q1 2021, VHC mua cổ phần kiểm soát tại CTCP XNK Sa Giang (SGC – DN sản xuất phòng tôm & sản phẩm gạo – bún & phở - tại Đồng Tháp), đồng thời thành lập Công ty TNHH Nông sản thực phẩm Thành Ngọc hoạt động trong lĩnh vực sản xuất trái cây khô & nước trái cây. Chúng tôi cho rằng hiệu quả của việc mở rộng HĐKD cần được xem xét, do đó không đưa vào mô hình dự phóng của mình.

- **Lên kế hoạch xây dựng nhà máy thức ăn chăn nuôi, trại giống Vĩnh Hoàn và khu liên hợp nông nghiệp thủy sản công nghệ cao nhằm cung cấp nguyên liệu đầu vào cho mảng thủy sản và nông nghiệp.** Tổng vốn đầu tư ước tính là 1.900 tỷ đồng, trong đó có khoảng 700 tỷ đồng trong năm 2021. Chúng tôi sẽ cập nhật thông tin chi tiết về các dự án này trong các báo cáo sau.



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

	T5.2021	T5.2020	T5.2021/ T5.2020	5T2021	5T2020	5T2021/ 5T2020
Cá tra	515	353	46%	2.239	1.903	18%
Phụ phẩm	147	97	52%	630	382	65%
Collagen & gelatin	50	67	-25%	269	240	12%
SP GTGT	12	11	9%	65	46	41%
Sa Giang	29			114		
Khác	18	23	-23%	74	113	-34%
Tổng	771	551	40%	3.391	2.684	26%

(Nguồn: VHC)

(GIỮ; Giá mục tiêu: VND 49.200)

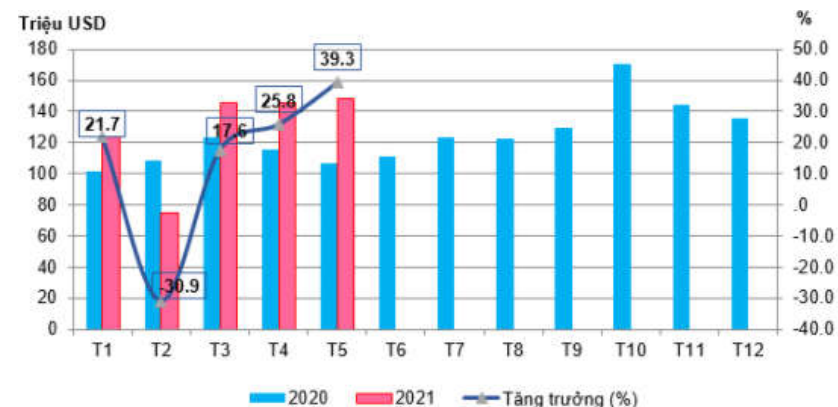
...trong bối cảnh tăng trưởng khả quan của ngành

- **Xuất khẩu cá tra ghi nhận tăng trưởng dương.** Mở rộng quy mô tiêm chủng vaccine phòng Covid-19 khiến dịch bệnh được kiểm soát tại nhiều quốc gia lớn trên thế giới đã tác động tích cực tới việc nhập khẩu thủy sản từ Việt Nam, trong đó có cá tra. Nhu cầu tiêu thụ tại các kênh nhà hàng, khách sạn, khu du lịch... đang tăng dần hỗ trợ gia tăng kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam trong năm 2021.

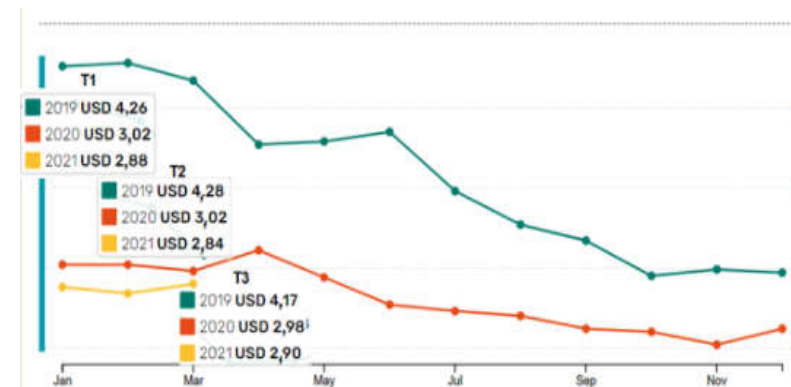
Số liệu từ VASEP cho thấy lũy kế 5T2021, tổng giá trị XK cá tra Việt Nam đạt 637,8 triệu USD, tăng 14,7% n/n, trong đó giá trị XK cá tra trong tháng 5/2021 đạt 148,4 triệu USD, tăng 39,3%. Xét về thị trường xuất khẩu, Mỹ là thị trường chứng kiến tăng trưởng mạnh mẽ hơn cả với mức tăng 55,3% về giá trị trong 5 tháng đầu năm, đạt tương ứng 134,2 triệu USD nhờ dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn, lượng cá tra tồn kho trong nước giảm trong khi nhu cầu sản phẩm cá tra đông lạnh phục hồi, cao hơn mức tăng 2,1% tại thị trường Trung Quốc – Hồng Kông.

- **Giá cá tra vẫn ở mức thấp so với bình quân giai đoạn 2019 – 2020.** Trong Q1 2021, giá cá tra phile đông lạnh trung bình XK sang Mỹ tăng lên mức 2,87 USD/kg (VASEP). Mức giá này thấp hơn so với giá XK trung bình của hai năm trở lại đây. Theo số liệu của nhà phân tích Ragnar Nystoyl của Kontali, giá cá tra trong năm 2021 có thể tăng nhẹ 4% so với bình quân năm 2020 nhưng vẫn giảm ~28% so với bình quân năm 2019.
- **Chi phí giá thành cao đang trở thành khó khăn không nhỏ với các DN nuôi trồng cá tra** trong bối cảnh (i) giá thức ăn chăn nuôi (đậu nành,...) tăng trong khi giá điện, nước... cũng tăng, và (ii) cước vận chuyển hàng hóa cao trước tình trạng thiếu container. Người nuôi ngưng thả nuôi do lỗ lớn, chi phí nuôi cao, và thiếu hụt nguồn cung trở thành bài toán cần phải giải quyết khi nhu cầu các SP cho xuất khẩu cao hơn trong năm 2021 mặc dù giá bán cá tra tăng được coi là tín hiệu tích cực.

Xuất khẩu cá tra 5T2021



Giá xuất khẩu cá tra sang Mỹ (USD/kg, FOB tại TP. HCM)



(Nguồn: VASEP)

(GIỮ; Giá mục tiêu: VND 49.200)

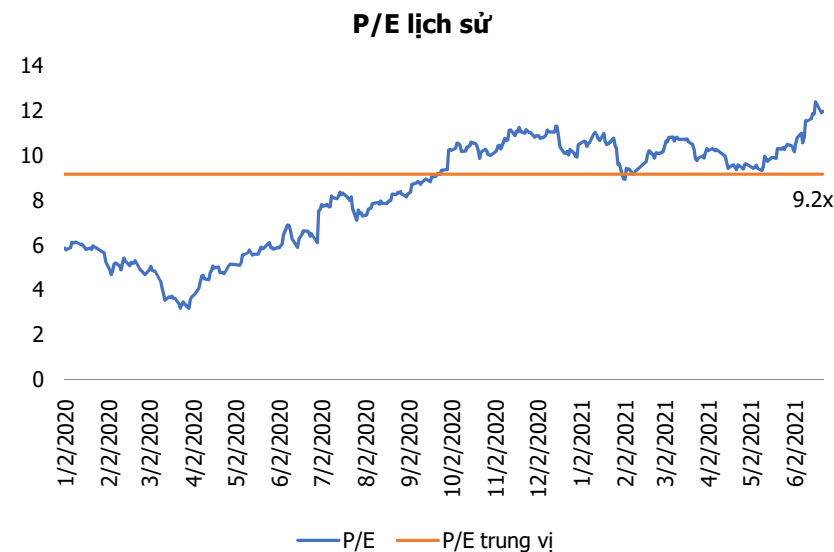
Mô hình dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST 2021 đạt tương ứng 8.445 tỷ đồng và 752 tỷ đồng dựa trên các giả định:

- (i) Doanh thu tăng 20% n/n trong bối cảnh nhu cầu phục hồi đối với các sản phẩm cá tra, phụ phẩm, và các sản phẩm giá trị gia tăng
- (ii) Biên LN gộp cải thiện từ 14,4% trong năm 2020 lên 15,5% trong năm 2021 khi giá bán cá tra tăng nhẹ so với bình quân năm 2020. Từ năm 2021, biên LN gộp ở mức bình quân 17%, tương ứng với bình quân 5 năm trở lại đây khi nền kinh tế của hầu hết các quốc gia phục hồi sau đại dịch
- (iii) Chi phí bán hàng & QLDN chiếm 7% doanh thu thuần trong năm 2021, cao hơn so với mức 4,5% trong năm 2020 chủ yếu do tác động từ chi phí vận tải cao trước khi giảm về mức bình quân 5,2% trong các năm tiếp theo.
- (iv) DN duy trì trả cổ tức tiền mặt VND 2.000/CP trong các năm tiếp theo.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của VHC vào khoảng VND 49.200** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá mục tiêu tương ứng với P/E forward 12,2 lần (theo EPS 2021F ~ VND 4.024).



(Nguồn: Bloomberg)

Liên hệ Khôi Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**