

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (VHC – HOSE)

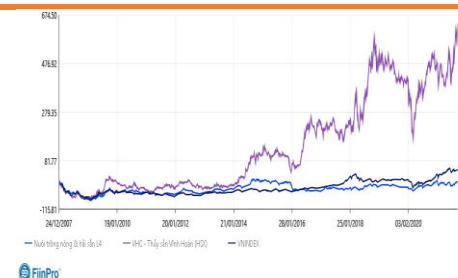
ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU: MUA

Giá thị trường (VND)	54.700
Giá mục tiêu (VND)	67.500
Giá mua	53.5-54
Giá cắt lỗ	49

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (05/10/2021)

Ngành	Nuôi trồng nông & hải sản
Số lượng CP lưu hành	181.946.026
KLGD bq 10 phiên	1.985.980
EPS (TTM)	3.960
EPS fw 2022	5.625
P/E	13,7
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.243
Cổ tức	20%

DIỄN BIẾN GIÁ CP VỚI NGÀNH



CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Trương Thị Lệ Khanh	43,16%
Mitsubishi Corporation	6,50%
Khác	50,34%

TÌNH HÌNH KINH DOANH

	2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.867	7.037	8.907	9.997
Biên LN gộp (%)	22	19	14	15
Biên LN ròng (%)	15	10	9	10
LN sau thuế (tỷ đồng)	1.179	719	805	1.025
EPS (VND/cp)	12.560	3.950	4.424	5.625
P/E	4,51	9,34	12x	12x

Điểm nhấn đầu tư:

- Nhu cầu tiêu thụ cá tra ở Mỹ tăng mạnh, giá cá tra xuất đi Mỹ tăng 15% so với cùng kỳ.** Chúng tôi dự báo xuất khẩu đi Mỹ của VHC sẽ tăng mạnh khi nhu cầu tiêu thụ ở Mỹ tăng cao đặc biệt là dịp lễ hội cuối năm. Giá cá tra xuất đi Mỹ trung bình 4 tháng cuối năm sẽ tăng 30% so với cùng kỳ. Ước tính doanh thu sang Mỹ của VHC sẽ đạt 3.200 tỷ đồng (+31% YoY).
- Chi phí đầu vào thức ăn chăn nuôi đang ổn định và có xu hướng giảm dần so với năm 2020,** dự báo biên lợi nhuận gộp của VHC năm nay sẽ đạt 15% cao hơn so với mức 14% của cùng kỳ.
- Phí vận tải biển tăng mạnh gấp 7 lần từ đầu năm 2020.** Chúng tôi dự báo phí vận tải trung bình năm 2021 sẽ rơi vào khoảng 7.400USD/container tăng 300% so với cùng kỳ. Dự báo sẽ làm biên chí phí SG&A của VHC tăng từ 4% trong năm 2020, lên 5,5% trong năm 2021. Tuy vậy chúng tôi dự báo chi phí vận tải sẽ sớm đạt đỉnh và giảm dần trong năm 2022.
- Thương vụ sáp nhập Sa Giang dự báo sẽ đem lại doanh thu 340 tỷ đồng cho VHC trong năm 2021.**
- Vĩnh Hoàn tiếp tục đầu tư mở rộng hệ sinh thái.** Mục đích đầu tư bao gồm: (1) đa dạng hóa hoạt động kinh doanh; (2) tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào; (3) đầu tư vào nghiên cứu và phát triển các sản phẩm thủy sản.

Rủi ro: Vĩnh Hoàn cũng tồn tại các rủi ro tiềm ẩn có khả năng làm giảm triển vọng của công ty. Bao gồm: (1) Rủi ro sự trở lại của làn sóng Covid-19; (2) Rủi ro chi phí logistic tiếp tục tăng; (3) Rủi ro xung đột lợi ích nội bộ.

1. Tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp kinh doanh trong ngành sản xuất cá Tra, Basa đông lạnh. Vĩnh Hoàn mang trong mình danh hiệu “Nữ hoàng cá tra” của Việt Nam khi là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong phát triển và đưa sản phẩm cá tra, cá Basa Việt Nam đi ra khắp thế giới. Hiện Vĩnh Hoàn đã vươn lên vị trí thứ hai trong các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, cá Basa và thứ ba trong các doanh nghiệp thủy sản hàng đầu Việt Nam.

Lịch sử hình thành và phát triển

- Cuối năm 1997, Công ty TNHH Vĩnh Hoàn được thành lập với vốn điều lệ 300 triệu đồng.
- 04/2007, Công ty TNHH Vĩnh Hoàn được chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn.
- Năm 2009: Nhận chứng chỉ AquaGap về nuôi cá tra.
- Năm 2011: Nhận giải thưởng Best Retail Product trong cuộc thi Seafood Prix d'Elite 2011 tại hội chợ European Seafood Exhibition ở Brussel, Bỉ; Nhận chứng BAP (Best Aquaculture Practice) với cấp độ “2 sao” cho nhà máy chế biến và vùng nuôi.
- Năm 2012: Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên nhận chứng nhận nuôi bền vững ASC (Aquaculture Stewardship Council) cho trại nuôi cá tra.
- Năm 2013: Nhận chứng chỉ GlocalGap cho vùng nuôi cá chêm; Khởi công xây dựng nhà máy sản xuất Collagen và Gelatin với công suất 2.000 tấn thành phẩm/năm.
- Năm 2014: Vĩnh Hoàn là công ty thủy sản duy nhất lọt vào danh sách 50 công ty niêm yết tốt nhất Việt Nam do tạp chí Forbes bình chọn.

Cơ cấu cổ đông

- VHC có cơ cấu cổ đông công cộng khi cổ đông trong nước chiếm tới 76,99% trong đó có những cá nhân giữ nhiều cổ phần như:

Tên	Chức vụ	Số lượng	Tỷ lệ phần trăm	Ngày cập nhật
Trương Thị Lệ Khanh	Chủ tịch Hội đồng Quản trị	79.150.284	43,16%	06/30/2021
Võ Phú Đức	Thành viên Hội đồng Quản trị	2.756.682	1,50%	06/30/2021
Nguyễn Ngô Vi Tâm	Thành viên Hội đồng Quản trị/Tổng Giám đốc	216.698	0,12%	06/30/2021
Hồ Thanh Huệ	Giám đốc Sản xuất	79.454	0,04%	06/30/2021
Hà Thị Phương Thủy Hồng Nhung	Kế toán trưởng	68.142	0,04%	06/30/2021

Nguồn: Fiiipro

- Cổ đông tổ chức giữ nhiều cổ phần như:

Tên	Số lượng	Tỷ lệ phần trăm	Ngày cập nhật
Mitsubishi Corporation	6.000.000	6,50%	04/18/2017
Red River Holding	4.544.888	4,92%	11/04/2016
Quỹ Đầu tư Việt Nam	4.542.850	4,98%	12/04/2014
DC Developing Markets Strategies Public Limited Company	2.500.000	1,37%	12/18/2020
CTBC Vietnam Equity Fund	1.985.000	1,09%	12/18/2020

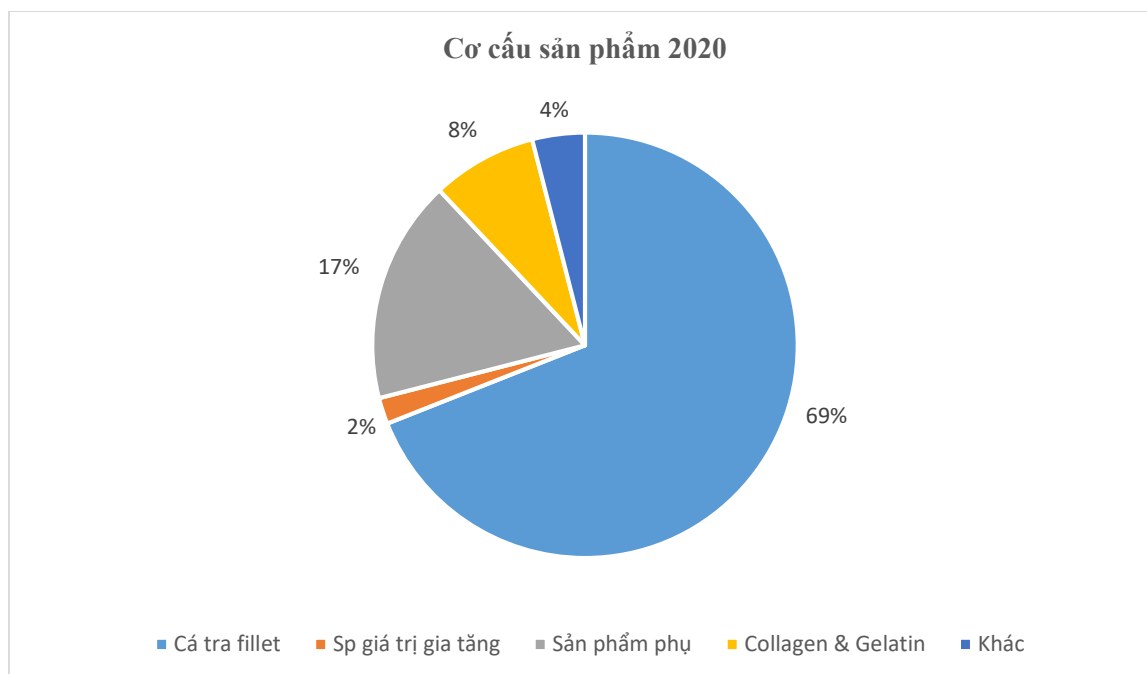
Nguồn: Fiiipro

Công ty con và công ty liên kết

VHC có tổng cộng 8 công ty con và 1 công ty liên kết bao gồm:

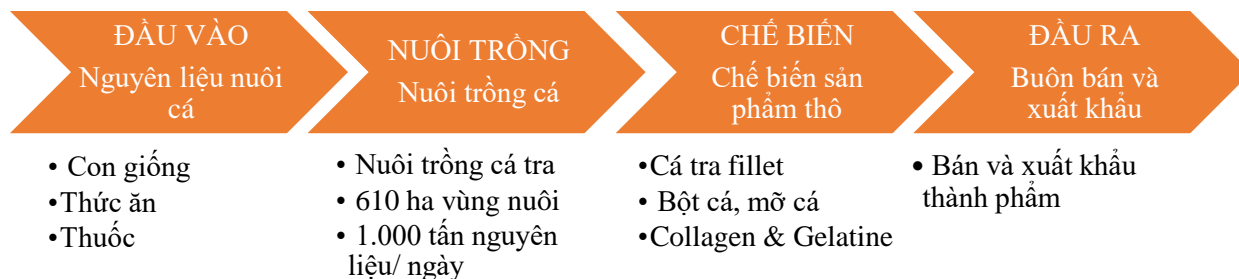
- Cty TNHH thực phẩm Vĩnh Phước: tỷ lệ sở hữu 100%
Hoạt động chính: Chế biến bảo quản thủy sản và các sản phẩm từ thủy sản
- Cty TNHH Vĩnh Hoàn Collagen: tỷ lệ sở hữu 100%
Hoạt động chính: Chiết xuất và sản xuất Gelatin, Collagen
- Cty TNHH Thanh Bình Đồng Tháp: tỷ lệ sở hữu 100%
Hoạt động chính: Chế biến và kinh doanh thủy sản
- Cty TNHH sản xuất giống Cá Tra Vĩnh Hoàn: tỷ lệ sở hữu 98%
Hoạt động chính: Sản xuất giống cá tra
- Cty TNHH thức ăn thủy sản Feed One: tỷ lệ sở hữu 96,15%
Hoạt động chính: Chế biến bảo quản thủy sản và các sản phẩm từ thủy sản
- CTCP XNK Sa Giang: tỷ lệ sở hữu 76,72%
Hoạt động chính: Chế biến bảo quản thủy sản và các sản phẩm từ thủy sản
- Vinh Technology: tỷ lệ sở hữu 100%
Hoạt động chính: Chế biến bảo quản thủy sản và các sản phẩm từ thủy sản
- Cty TNHH Nông sản thực phẩm Thành Ngọc: tỷ lệ sở hữu 70%
Hoạt động chính: Chế biến bảo quản thủy sản và các sản phẩm từ thủy sản
- Cty TNHH Mai Thiên Thanh (công ty liên kết): tỷ lệ sở hữu 27,5%
Hoạt động chính: Xử lý và tiêu hủy rác thải không độc hại

Sản phẩm kinh doanh



Nguồn: VHC

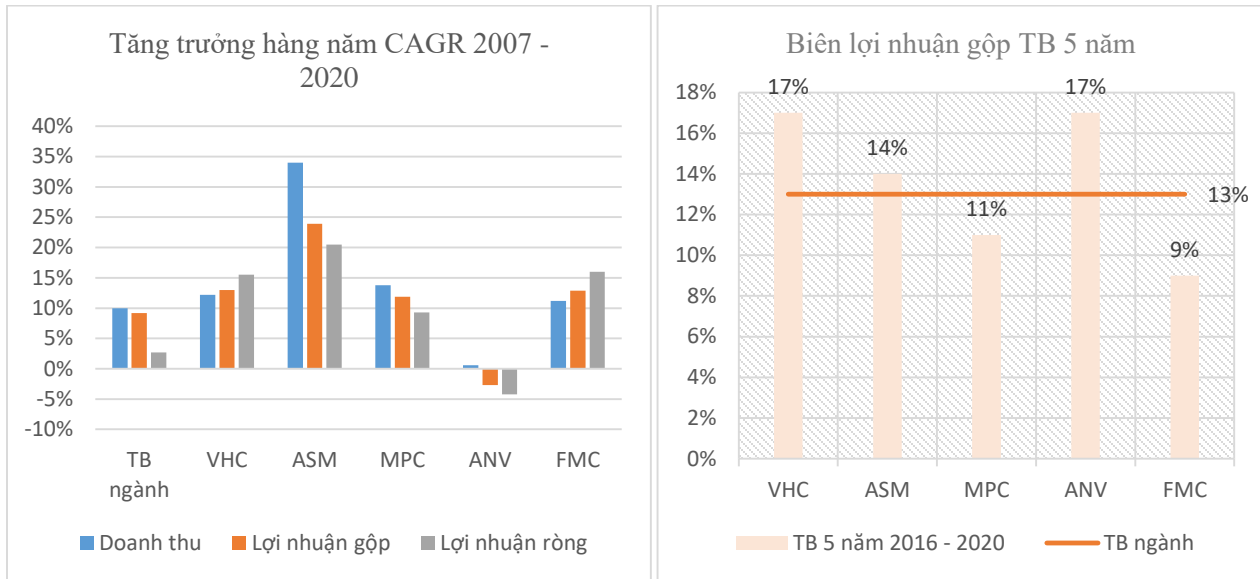
Chuỗi giá trị của VHC



2. Cập nhật kết quả kinh doanh của Vĩnh Hoàn năm 2020 và 8T/2021

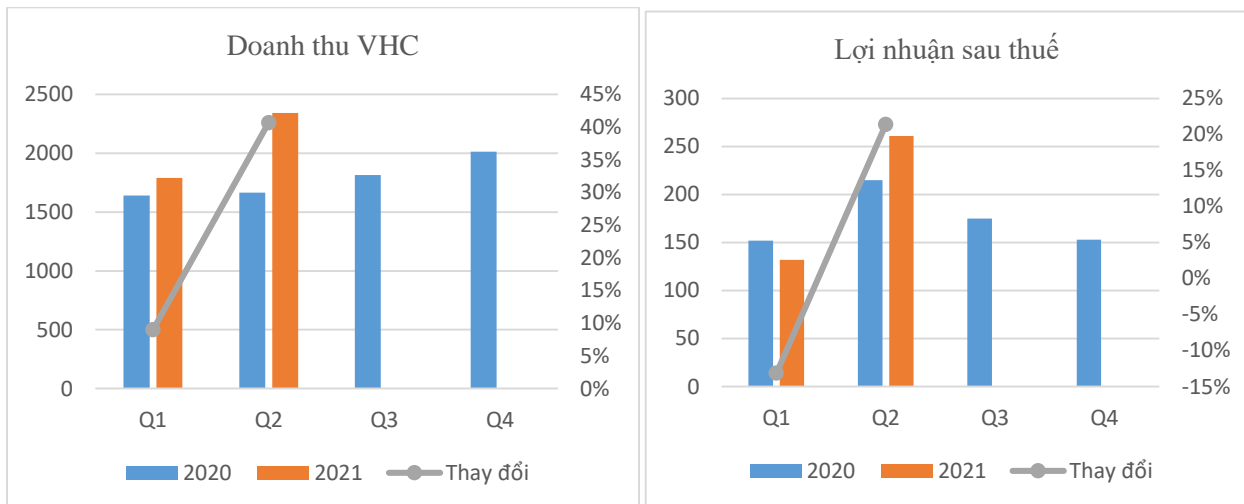
Trong giai đoạn 2007 – 2020, Vĩnh Hoàn có tỷ lệ tăng trưởng CAGR doanh thu ổn định đạt 12,2%/năm, CAGR lợi nhuận gộp đạt 13%/năm và CAGR lợi nhuận sau thuế đạt 15,5%/năm. Trong năm tài chính 2020, dưới tác động của đại dịch Covid – 19 toàn cầu, VHC chỉ đạt doanh thu 7.165 tỷ đồng giảm 9,2% so với cùng kỳ năm ngoái. Các chỉ tiêu về tăng trưởng CAGR hàng năm của VHC đều cao hơn so với trung bình ngành. Biên lợi nhuận gộp trung bình 5 năm gần nhất của VHC đạt 17% cao hơn so với trung bình ngành. Tuy vậy trong năm 2020, Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp chỉ đạt 1.015 tỷ đồng giảm tới 33,86% so với cùng kỳ nguyên nhân đến từ việc giá vốn hàng bán của VHC chỉ giảm nhẹ 3% cho dù doanh thu giảm nhiều. Điều này cũng khiến biên lợi nhuận gộp của VHC năm 2020 chỉ đạt 14% thấp hơn so với trung bình 5 năm. Có thể thấy trong

năm 2020, giá vốn hàng bán không giảm nhiều do chi phí đầu vào tăng nhưng giá xuất khẩu cá tra giảm là lý do khiến lợi nhuận của VHC giảm mạnh.



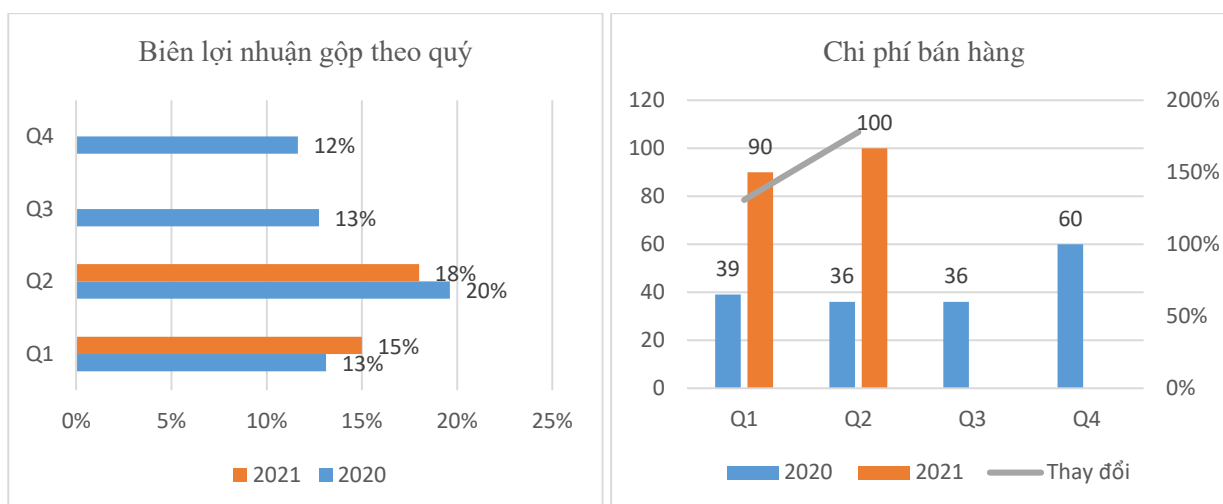
Nguồn: VHC

Tính đến hết 6T/2021, VHC đã đạt được 4.133 tỷ đồng doanh thu (tăng 24,9% so với cùng kỳ) và 392 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 6,5% so với cùng kỳ) tương đương với lần lượt 48% và 56% mục tiêu mà ban lãnh đạo đề ra. Tính riêng doanh thu quý 2/2021 đã đạt 2.344 tỷ đồng tăng 41% so với cùng kỳ năm ngoái, lợi nhuận sau thuế của VHC cũng tăng mạnh lên gần 261 tỷ đồng tăng hơn 21% so với quý 2/2021. Có thể thấy doanh thu và LNST của VHC đã cải thiện rõ rệt khi thị trường thế giới dần hồi phục trở lại.



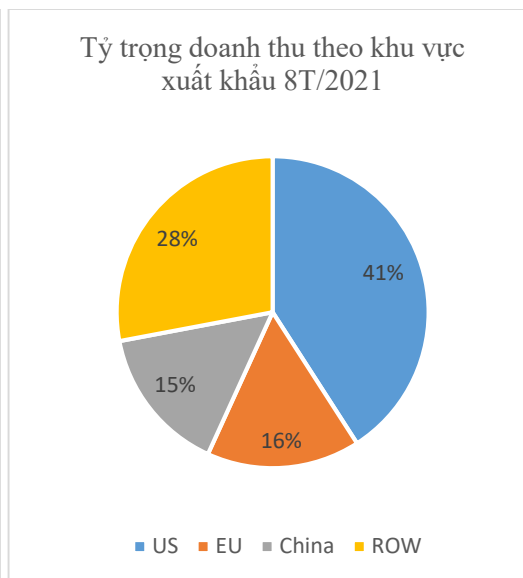
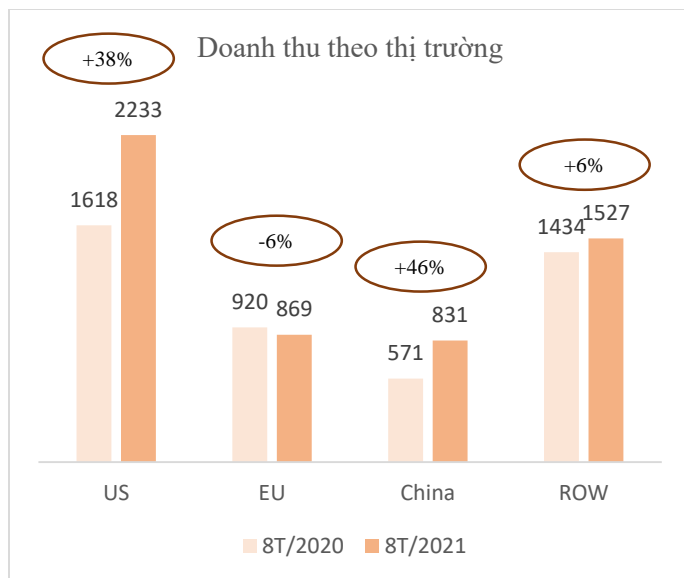
Nguồn: VHC

Giá vốn hàng bán trong 6T/2021 của VHC đạt 3.425 tỷ đồng tăng 25% so với cùng kỳ, tuy vậy nếu so sánh tương quan với doanh thu 6T/2021 (tăng 24,9% so với cùng kỳ) có thể thấy giá vốn trong tương quan với doanh thu không hề tăng quá mạnh mà có xu hướng ổn định dần. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp 6T/2021 đạt 17% cao hơn so mức 16% của cùng kỳ năm 2020, biên lợi nhuận gộp có sự hồi phục nhưng chưa đáng kể. Tuy vậy, chi phí bán hàng tăng 153% trong 6T/2021 lên mức 190 tỷ đồng. Đặc biệt tính riêng trong Q2/2021, thì chi phí bán hàng đã đạt 100,6 tỷ đồng tăng hơn 176% so với cùng kỳ. Điều này đã khiến cho biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp 6T/2021 chỉ đạt 9% thấp hơn đáng kể so với mức 11% của cùng kỳ năm ngoái. Sự gia tăng đột biến của chi phí bán hàng đến từ việc chi phí vận tải biển tăng cao năm 2021.



Nguồn: VHC

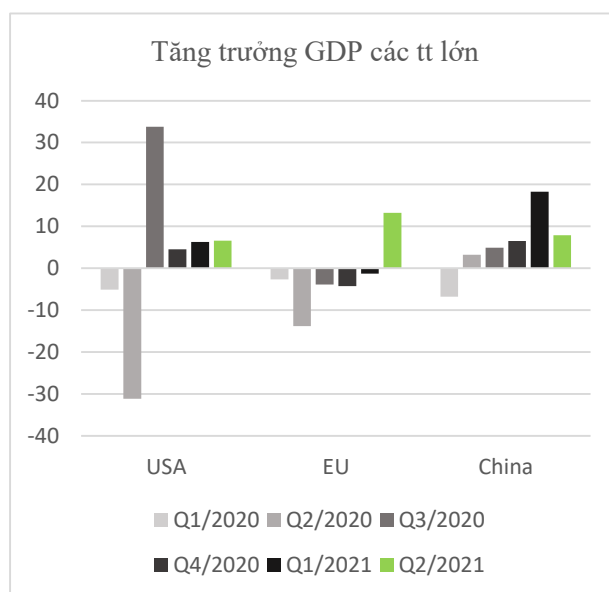
Theo thông tin mới nhất của VHC, xét về doanh thu theo từng thị trường mục tiêu thì Mỹ hiện đang là đối tác nhập khẩu lớn nhất của VHC khi tính đến hết 8T/2021 doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của VHC đã đạt 2.233 tỷ đồng tăng 38% so với cùng kỳ năm ngoái cho dù Việt Nam bị tác động bởi làn sóng Covid-19 và chiếm tỷ trọng lên đến 41% trong cơ cấu doanh thu của VHC. Trong khi đó thị trường châu Âu và thị trường Trung Quốc chỉ chiếm lần lượt 16% và 15% tỷ trọng doanh thu của VHC. Chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ sẽ là tiếp tục là thị trường trọng tâm của VHC trong tương lai, đặc biệt là khi VHC đang hưởng lợi từ (1) thị trường cá tra Mỹ đang tăng trưởng nhanh chóng; (2) VHC là một trong những công ty được miễn giảm thuế chống phá giá cho mặt hàng cá tra.

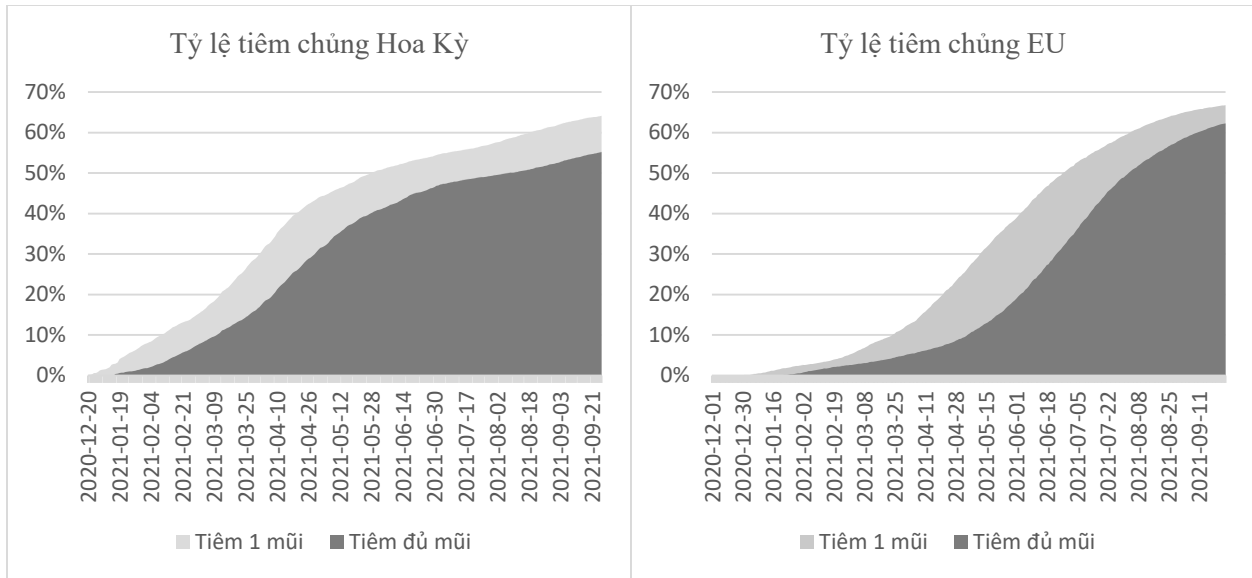


Nguồn: VHC

3. Các thị trường trọng tâm của VHC phục hồi từ mức nền thấp, cơ hội gia tăng doanh thu

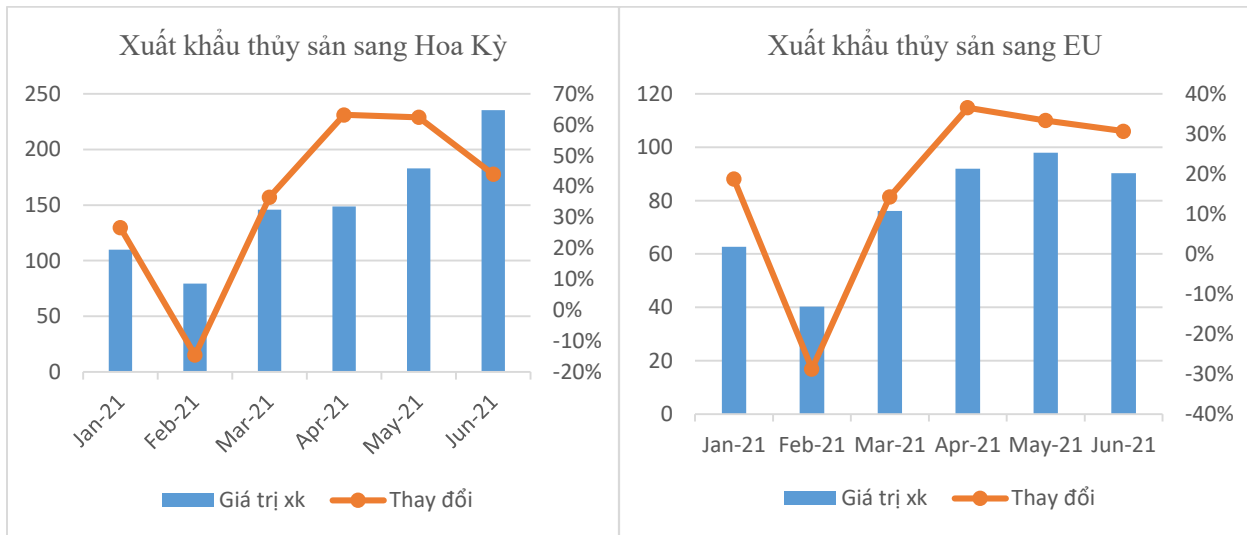
Các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là Mỹ, EU và Trung Quốc đều phục hồi mạnh trong năm 2021, sau khi các chiến dịch tiêm chủng quy mô lớn và nền kinh tế được mở cửa trở lại. Tính đến thời điểm hiện tại, Mỹ đã tiêm đầy đủ hai mũi cho 55% dân số, EU tiêm đủ cho 62% dân số và Trung Quốc tiêm đủ cho hơn 60% dân số. Các chiến dịch tiêm chủng này chứng minh được hiệu quả khi tính đến quý 2/2021, tăng trưởng GDP của Mỹ, EU và Trung Quốc lần lượt đạt 6,6%, 13,2% và 7,9% cho thấy nền kinh tế đang bật trở lại rất mạnh mẽ sau khi thời khắc đen tối nhất của đại dịch Covid-19 qua đi.





Nguồn: Ourworldindata

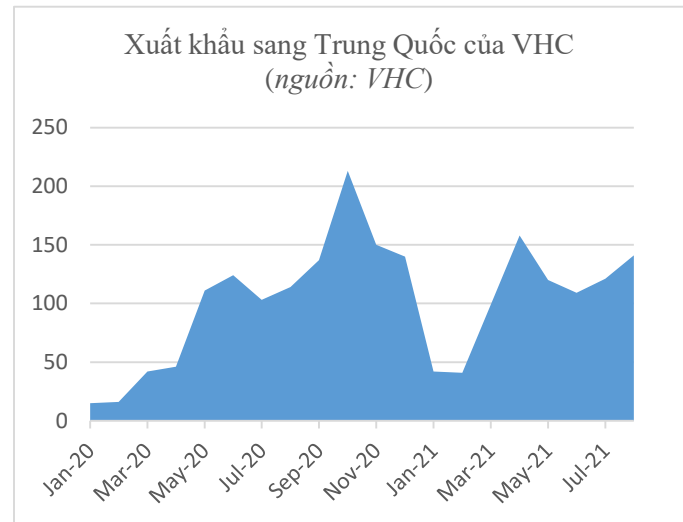
Sự phục hồi của nền kinh tế lớn tác động mạnh mẽ đến xuất khẩu thủy sản sang khu vực này. Cụ thể trong 6T/2021 xuất khẩu thủy sản sang EU đạt 459 triệu USD tăng 19% so với cùng kỳ năm ngoái. Xuất khẩu sang Mỹ đạt 902 triệu USD tăng 38% so với cùng kỳ. Nguyên nhân của sự phục hồi này đến từ (1) tiêm chủng vaccine thúc đẩy mở cửa sớm; (2) nhu cầu của người dân bị chèn ép bởi đại dịch bùng nổ sau khi mở cửa kinh tế; (3) các quán ăn mở cửa làm tăng nhu cầu thực phẩm.



Nguồn: GSO

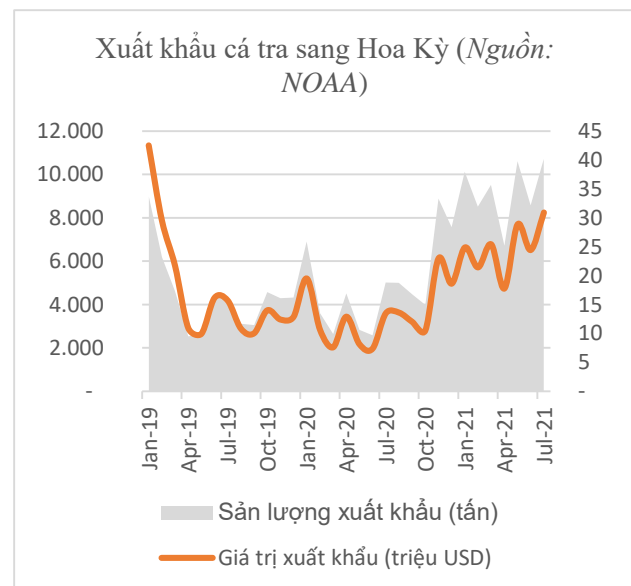
Chúng tôi lạc quan với sự phục hồi của nền kinh tế các thị trường lớn, và kỳ vọng xuất khẩu cá tra sẽ phục hồi mạnh mẽ trong những tháng cuối năm, đặc biệt là thị trường Trung Quốc và Mỹ.

• **Đối với thị trường Trung Quốc:** thị trường Trung Quốc là thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch năm 2019 đạt 663 triệu USD gấp đôi so với Hoa Kỳ. Theo VASEP, tính đến hết tháng 7/2021, tổng giá trị xuất khẩu sang Trung Quốc đạt hơn 238 triệu USD, giảm 5% so với cùng kỳ năm trước. Đà giảm của xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc là do (1) Trung Quốc thắt chặt kiểm tra virus Corona với hàng thủy sản đông lạnh; (2) xuất khẩu thủy sản Trung Quốc sụt giảm do chiến tranh thương mại nên Trung Quốc có xu hướng khuyến

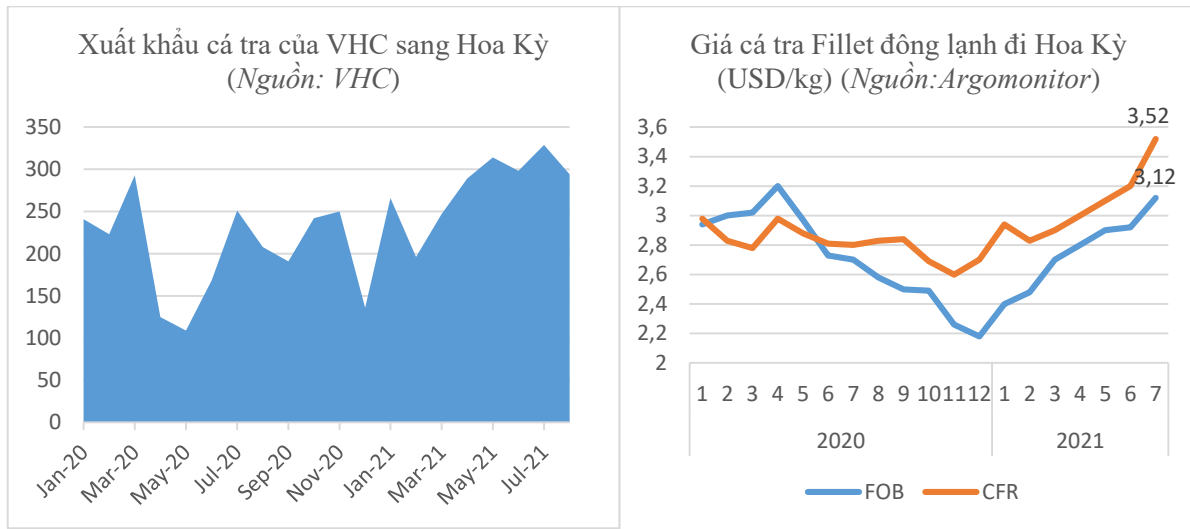


khích người dân tiêu dùng các sản phẩm nội địa. Xuất khẩu sang Trung Quốc của VHC 8T/2021 vẫn đạt 831 tỷ đồng tăng 46% so với cùng kỳ năm ngoái, cho thấy sự phục hồi ở thị trường này. Tuy vậy do các vấn đề nội tại của thị trường Trung Quốc chúng tôi dự phóng cân trọng xuất khẩu của VHC qua thị trường này tăng 8% so với cùng kỳ đạt, 1.300 tỷ đồng trong năm 2021 (chưa tính Sa Giang). Sang năm 2022, chúng tôi kỳ vọng thị trường Trung Quốc sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn nhờ việc kiểm soát được dịch Covid-19, dự báo trong năm 2022 xuất khẩu của VHC sang Trung Quốc sẽ tăng 10% so với 2021 đạt 1.430 tỷ đồng trong 2022.

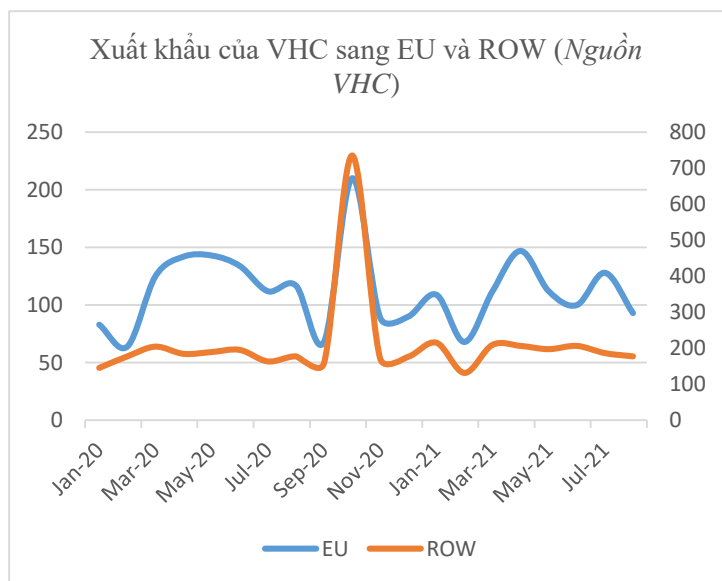
• **Đối với thị trường Mỹ:** Thị trường cá tra đang dần tăng trưởng từ mức nền thấp của giai đoạn năm 2019 – 2020. Tính đến hết tháng 7/2021, sản lượng xuất khẩu cá tra sang Mỹ đã đạt gần 64 tấn tăng 131% so với cùng kỳ. Giá trị xuất khẩu 7T/2021 đạt 174 triệu USD tăng 118% so với cùng kỳ. Mức tăng mạnh này là do (1) thị trường Mỹ mở cửa đạt được tỷ lệ tiêm chủng cao nên mở cửa sớm nền kinh tế; (2) lực cầu tích lũy của người dân được giải phóng tạo đà tăng mạnh trong năm 2021. Xuất khẩu sang Mỹ của VHC trong 8T/2021 cũng đạt mức 2.233 tỷ đồng tăng 38% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo thị trường cá tra Mỹ đang trên đà tăng trưởng khi (1) cuối năm là dịp ở Mỹ diễn ra nhiều ngày lễ lớn với nhiều



ngày nghỉ dài sẽ kích thích nhu cầu ăn uống của người dân, dự báo xuất khẩu cá tra sang Mỹ trong năm 2021 sẽ tăng gần 60% so với mức nền thấp cùng kỳ; (2) giá cá tra phi lê xuất khẩu sang Mỹ đang có xu hướng tăng từ ngưỡng nền thấp của tháng 12/2020, giá cá tra phi lê đông lạnh FOB tháng 7/2021 đã đạt 3.12USD/kg tăng khoảng 15% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo rằng xu thế tăng giá xuất khẩu cá tra (FOB) sang Mỹ sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao hơn 3 USD/kg trong 4 tháng cuối năm tức tăng 30% so với giá trung bình 4 tháng cuối năm cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi ước lượng VHC sẽ có doanh thu xuất khẩu sang Hoa Kỳ trong năm 2021 đạt hơn 3.200 tỷ đồng tăng 31% so với cùng kỳ (chưa tính Sa Giang). Sang năm 2022, dự báo xuất khẩu sang Mỹ sẽ tiếp tục tăng 30% so với cùng kỳ, giá cá tra vẫn giữ ở mức cao 3 USD/Kg do nhu cầu tăng. Doanh thu VHC tại Mỹ tăng 30% so với cùng kỳ đạt 4.160 tỷ đồng.



• **Đối với thị trường EU và ROW (non-Major Market Countries):** xuất khẩu của Vĩnh Hoàn sang các nước thuộc khối EU và các nước thị trường nhỏ đều đang duy trì ở mức ổn định. Đối với khối nước EU, cho dù Việt Nam đã ký kết EVFTA vào tháng 8 năm ngoái nhưng dưới tác động của làn sóng Covid mới đã giảm đi khả năng phục hồi của thị trường này. Trong 8T/2021, xuất khẩu của VHC sang EU đạt 869 tỷ đồng giảm 6% so với cùng kỳ năm ngoái. Xuất khẩu của VHC sang các thị trường ROW cũng tăng trưởng chậm chạp khi chỉ tăng 6% so

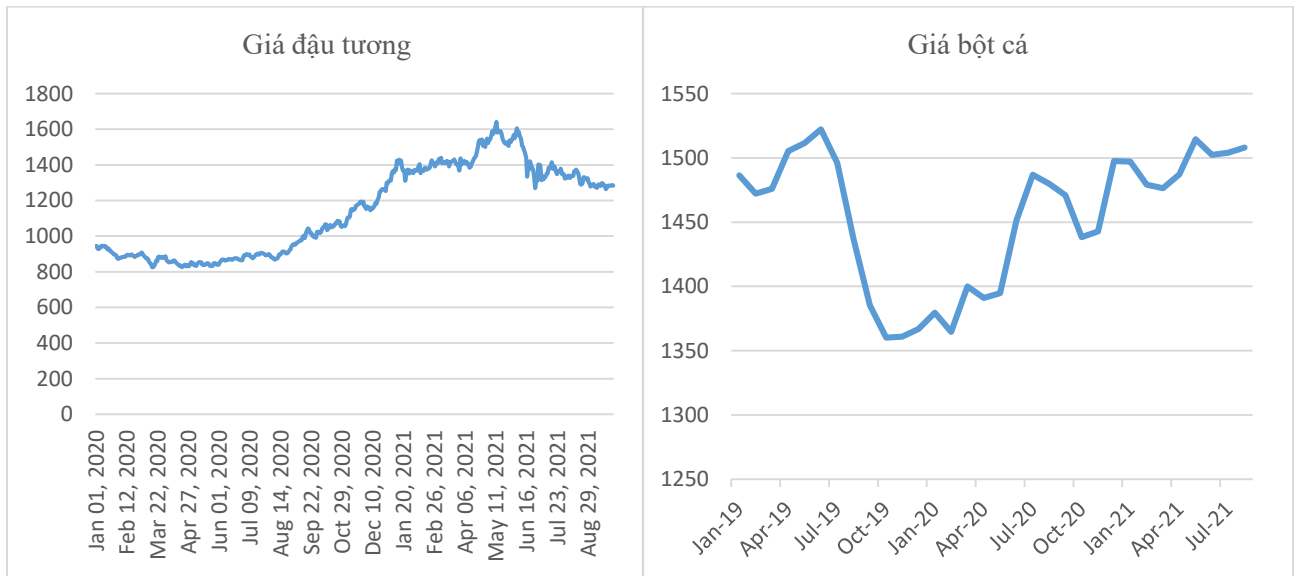


với cùng kỳ năm ngoái, đạt mốc 1.527 tỷ đồng. Với thị trường EU chúng tôi dự báo cản trở xuất khẩu 4 tháng cuối năm của VHC sang EU sẽ giảm nhẹ 4% so với 4 tháng cuối năm ngoái, đạt 438 tỷ đồng. Cả năm 2021

xuất khẩu sang EU đạt 1.300 tỷ đồng, giảm 5,6% so với cùng kỳ (chưa tính Sa Giang). Chúng tôi cũng dự báo cản trọng xuất khẩu 4 tháng cuối năm sang thị trường ROW tương đương so với cùng kỳ và xuất khẩu cả năm đạt 2.767 tỷ đồng tăng 3,5% so với cùng kỳ (chưa tính Sa Giang). Trong năm 2022, chúng tôi dự báo cản trọng doanh thu thị trường EU và ROW của VHC không thay đổi.

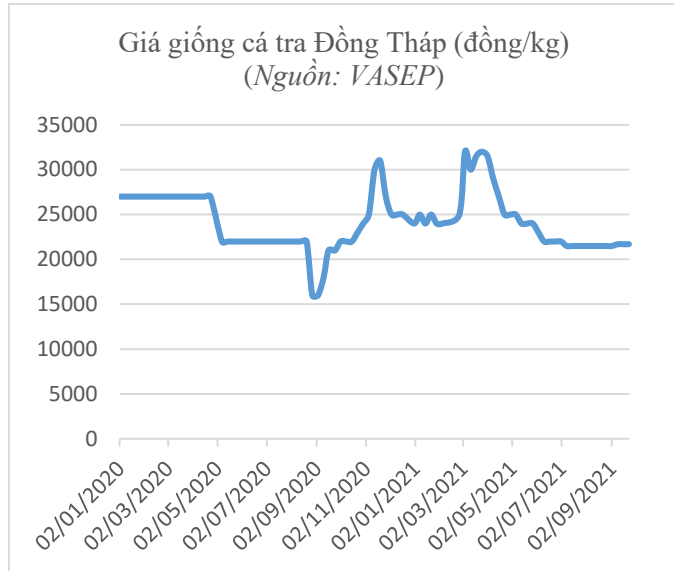
4. Chi phí đầu vào chăn nuôi cá tra ổn định đang có dấu hiệu giảm dần, giá vốn hàng bán của VHC sẽ giảm một phần so với cùng kỳ.

Thức ăn chăn nuôi cá tra thường được làm từ: tạp tươi, bột cá lạt, con ruốc, cám gạo, bột bắp, bột đậu nành, rau xanh, ... Trong đó giá bột cá và đậu nành (đậu tương) đang tăng so với năm 2020 điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến đầu vào của VHC và làm tăng giá vốn hàng bán. Giá đậu tương đã tăng mạnh kể từ mức nền thấp giai đoạn đầu năm 2020. Tính đến thời điểm tháng 9/2021 thì giá đậu tương thế giới đang giao dịch ở mức trung bình 1.280 USD/Bu tăng gần 35% so với giá trung bình năm 2020. Hiện giá đậu tương đang có xu hướng đi ngang, chúng tôi dự báo tăng từ giờ đến cuối năm giá đậu tương sẽ giảm dần. Giá bột cá thế giới cũng tăng trở lại từ vùng nền thấp hồi tháng 2/2020. Giá bột cá được giao dịch ở ngưỡng 1.500 USD/metric ton tăng 4,7% so với trung bình năm 2020. Đối với giá bột cá chúng tôi cũng cho rằng sẽ giữ ổn định ở ngưỡng 1.500 USD/metric ton trong những tháng cuối năm.



Nguồn: Indexmundi

Giá cá tra giống tại Đồng Tháp đã giảm dần từ mức đỉnh 32.000 đồng/kg vào tháng 3/2021 xuống duy trì ở mức 21.500 – 22.000 đồng/kg trong tháng 9/2021. Nguyên nhân của đà giảm này là do làn sóng Covid-19 mới diễn ra ở Việt Nam từ tháng 5 đã khiến đình trệ sản xuất đặc biệt là ở các tỉnh miền Nam, vì vậy các ngành thủy sản tập trung ở đây cũng bị tác động mạnh. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng giá giống cá tra Đồng Tháp sẽ duy trì ngưỡng ổn định trong cuối năm 2021 ở ngưỡng 21.000 – 22.000 đồng/kg.

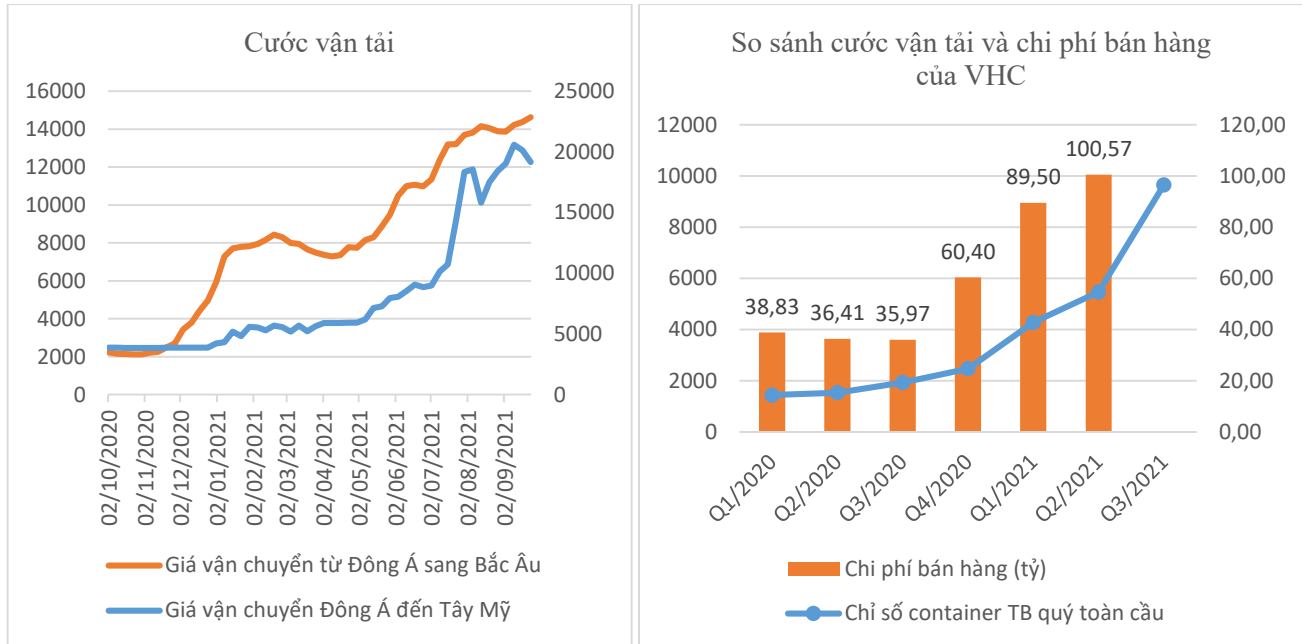


Năm 2020, giá vốn hàng bán của VHC bằng 86% doanh thu, với việc trong năm 2021 các yếu tố đầu vào của thức ăn chăn đàng có xu hướng ổn định và có dấu hiệu giảm dần thì chúng tôi dự báo tỷ trọng giá vốn hàng bán so với doanh thu của VHC sẽ giảm xuống 85% doanh thu trong năm 2021. Đến năm 2022, chúng tôi cho rằng giá đầu vào sẽ giảm dần, giá vốn hàng bán của VHC trong 2022 bằng 83% doanh thu, biên lợi nhuận gộp bằng 17% doanh thu.

5. Phí vận tải biển tăng cao khiến chi phí bán hàng của VHC bị đội lên

Tính từ đầu năm 2020, giá cước vận chuyển container đã tăng gấp 7 lần đạt mức hơn 10.000USD/container, tốc độ tăng CARG của giá cước đạt 2%/tuần. Nguyên nhân chính dẫn đến việc giá cước vận chuyển container tăng phi mã là do đại dịch Covid-19 đã khiến cho (1) các công ty vận tải cắt giảm nhân công trên quy mô lớn; (2) các cảng vận tải bị tắc nghẽn; (3) các công ty sản xuất container bị gián đoạn do đứt gãy cung ứng gây ra thiếu hụt container; (4) một số cảng biển phải đóng cửa vì đại dịch. Cước vận chuyển từ Đông Á sang bờ Tây Hoa Kỳ hiện đã đạt 19.175 USD/container tăng gần 400% so với cùng kỳ. Cước vận chuyển từ Đông Á sang Bắc Âu đã đạt 14.626 USD/container tăng hơn 560% so với cùng kỳ. Theo VHC, bởi vì chi phí vận chuyển ngày càng tăng cao nên doanh nghiệp phải tăng ký hợp đồng CIF (hợp đồng người bán chịu phí vận chuyển) để giữ mối quan hệ với khách hàng. Cũng theo VHC, hiện công ty đang cố gắng để đàm phán nhiều hợp đồng FOB hơn cho tháng 10/2021 nhưng với việc giá cước tiếp tục giữ ở mức cao thì VHC buộc phải san sẻ gánh nặng chi phí vận tải với khách hàng. Chi phí bán hàng của VHC cũng đã tăng mạnh kể từ đầu năm 2020, khi chỉ tính riêng 6T/2021 thì chi phí bán hàng đã tăng 153% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo rằng đến cuối năm 2021 thì chi phí cước vận tải biển vẫn sẽ giữ ở mức cao và sẽ giảm nhiệt trong năm 2022. Chúng tôi dự báo cước phí trung bình cả năm 2021 sẽ rơi vào khoảng 7.400USD/container tăng hơn 300% so với cùng kỳ, chi phí SG&A của VHC năm 2020 chiếm 4% doanh thu với việc VHC phải chịu một

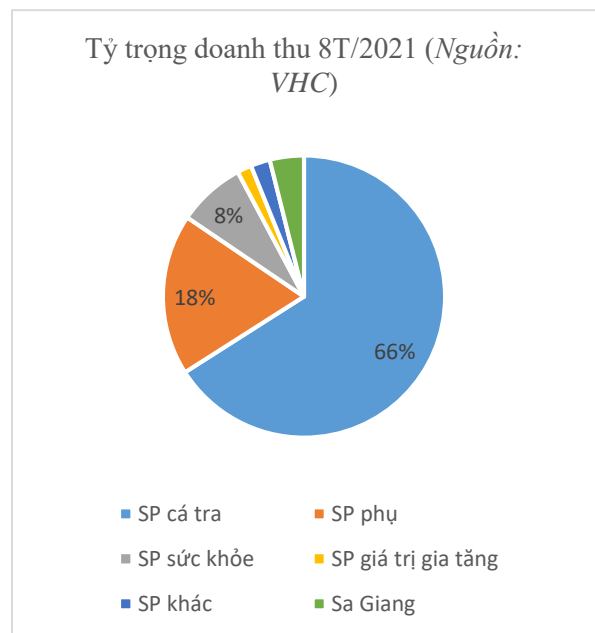
phần chi phí vận chuyển hiện tại chúng tôi dự báo chi phí SG&A của VHC năm 2021 sẽ chiếm 5,5% doanh thu. Chúng tôi dự báo chi phí logistic sẽ sớm tạo đỉnh cuối năm 2021, và dự báo chi phí SG&A của VHC sẽ chỉ chiếm 5% doanh thu trong năm 2022.



Nguồn: FBX

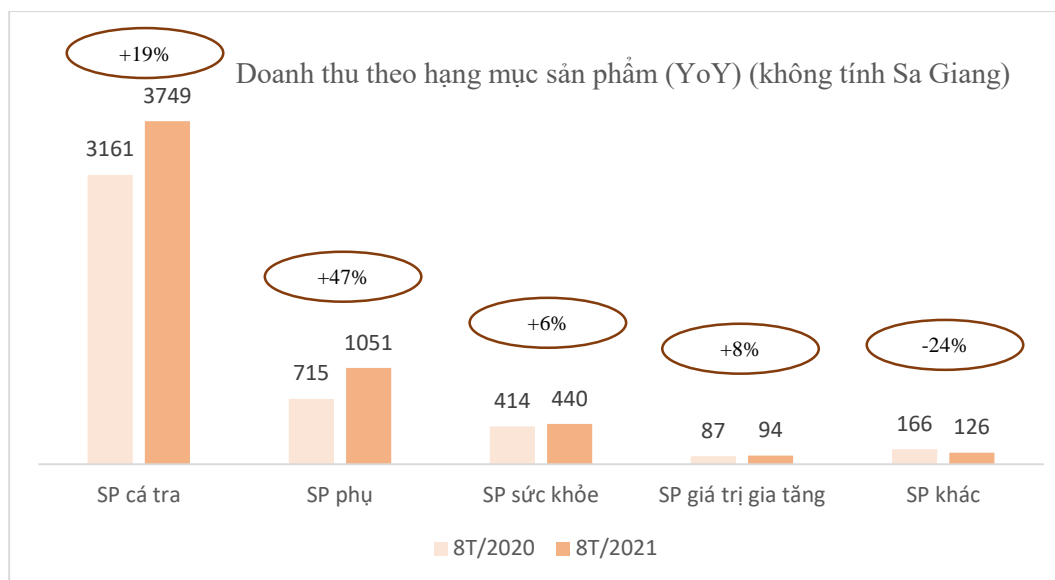
6. Các mảng kinh doanh khác của VHC tăng trưởng chậm chạp, cần thêm thời gian để lớn mạnh

Ngoài trừ mảng kinh doanh chủ lực của VHC là sản xuất cá tra và các phụ phẩm của cá thì các mảng kinh doanh khác chưa có sự tăng trưởng đột biến. Mảng phụ phẩm của cá (bột cá, dầu cá) có doanh thu 8T/2021 đạt 1.051 tỷ đồng tăng 47% so với cùng kỳ. Mảng sản phẩm sức khỏe (gelatin và collagen) chỉ tăng 6% trong 8T/2021 so với cùng kỳ, đạt 440 tỷ đồng. Mảng sản phẩm giá trị gia tăng chỉ tăng 8% trong 8T/2021 so với cùng kỳ còn mảng sản phẩm khác giảm tới 24% so với cùng kỳ. Đầu năm 2021, VHC mua lại công ty Sa Giang chuyên bán mặt hàng thực phẩm, mang lại cho VHC doanh thu khả quan lên tới 222 tỷ đồng trong 8T/2021, dự báo Sa Giang sẽ đem lại doanh thu khoảng 340 tỷ trong năm 2021, và dự báo cần



trọng doanh thu Sa Giang trong năm 2022 không tăng trưởng so với cùng kỳ. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá các mảng sản phẩm khác hiện vẫn đang trong thời gian xây dựng và phát triển nên chưa tăng trưởng mạnh, chỉ

chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu của VHC và đầu tư hướng đến trong dài hạn. Vì vậy, trong ngắn hạn chúng tôi đánh giá các mảng này (trừ phụ phẩm) không đóng góp quá nhiều cho tăng trưởng doanh thu của VHC.



Nguồn: VHC

7. VHC tiếp tục tiến trình đầu tư xây dựng hệ sinh thái hoàn thiện hướng đến mục tiêu dài hạn

Với tiềm năng nội tại có sẵn, Vĩnh Hoàn đang bắt đầu tiến trình đầu tư, xây dựng hệ sinh thái với mục đích (1) đa dạng hóa hoạt động kinh doanh với tiến trình sát nhập; (2) tự chủ toàn bộ nguồn nguyên liệu đầu vào, khép kín toàn bộ chu trình sản xuất; (3) đầu tư vào nghiên cứu và phát triển các sản phẩm thủy sản.

- Với quá trình đa dạng hóa hoạt động kinh doanh:** Trong giai đoạn năm 2020 – 2021, VHC đã tiến hành nhiều thương vụ mua bán, thu tóm và góp vốn nhiều doanh nghiệp trong các lĩnh vực khác nhau. Năm 2020, VHC tiến hành góp vốn 11 tỷ đồng (chiếm 27% cổ phần) với công ty TNHH Mai Thiên Thanh chuyên sản xuất các loại phân bón hữu cơ để bổ sung nguồn hữu cơ cho các cánh đồng bị biến đổi khí hậu và phù sa trên sông Mekong. Năm 2021, VHC góp 70 tỷ đồng vào công ty TNHH Nông sản thực phẩm Thành Ngọc chuyên sản xuất nước ép từ rau quả và chế biến, bảo quản rau quả. Ngoài ra đầu năm 2021, VHC đã chi 348 tỷ đồng mua lại 49,89% vốn tại Sa Giang (SGC) chuyên bán phòng tôm và các sản phẩm từ gạo.

- Với quá trình tự chủ nguyên liệu đầu vào:** Năm 2021, VHC góp vốn với Feed One để xây dựng nhà máy sản xuất thức thủy sản. Tháng 8, vừa qua VHC công bố đã giao đất cho Công ty TNHH Thức ăn thủy sản Feed One thực hiện dự án xây dựng nhà máy chế biến thức ăn thủy sản. Tại ĐHQĐ thường niên năm 2021, Vĩnh Hoàn đã dự chi 1.300 tỷ đồng đầu tư năm 2021, trong đó 700 tỷ đồng xây dựng nhà máy thức ăn chăn nuôi, trại giống Vĩnh Hoàn và sở hữu đất cho khu liên hợp nông nghiệp thủy sản công nghệ cao.

- **Với quá trình đầu tư nghiên cứu và phát triển sản phẩm thủy sản:** VHC thực hiện hai khoản đầu tư vào doanh nghiệp nước ngoài là Avant Meats và Shiok Meats. Shiok Meats là công ty khởi nghiệp đầu tiên trên thế giới sản xuất các loại động vật giáp xác như tôm, cua, tôm hùm từ công nghệ nuôi cấy tế bào. Còn Avant Meats là công ty sản xuất cá, hải sâm,... từ công nghệ tế bào. Cuối năm 2020, VHC thông qua việc thành lập Công ty Vinh Technology tại Singapore, để đầu tư, mở rộng cơ hội phát triển ở mảng công nghệ thực phẩm và thực phẩm chức năng.

8. Rủi ro tiềm năng đối với Vĩnh Hoàn

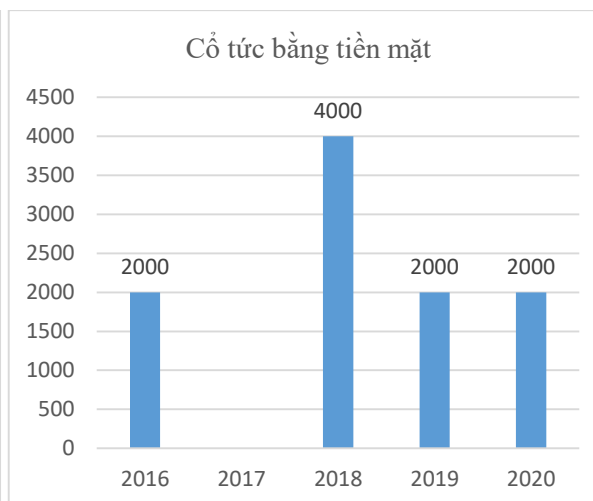
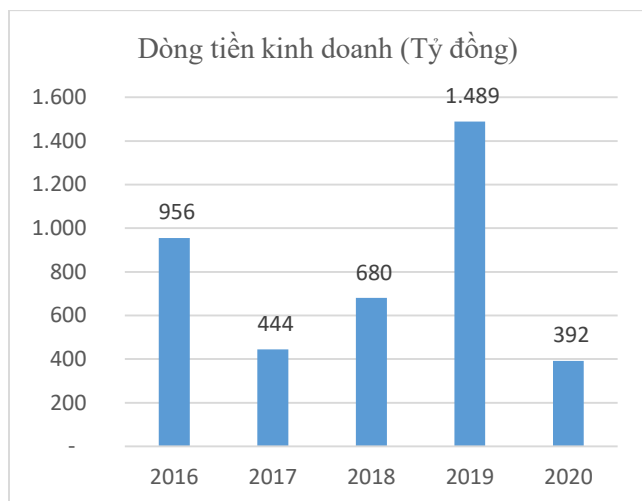
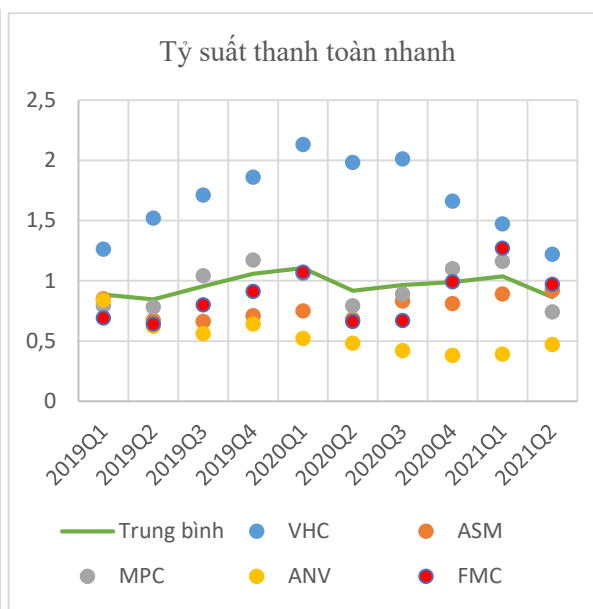
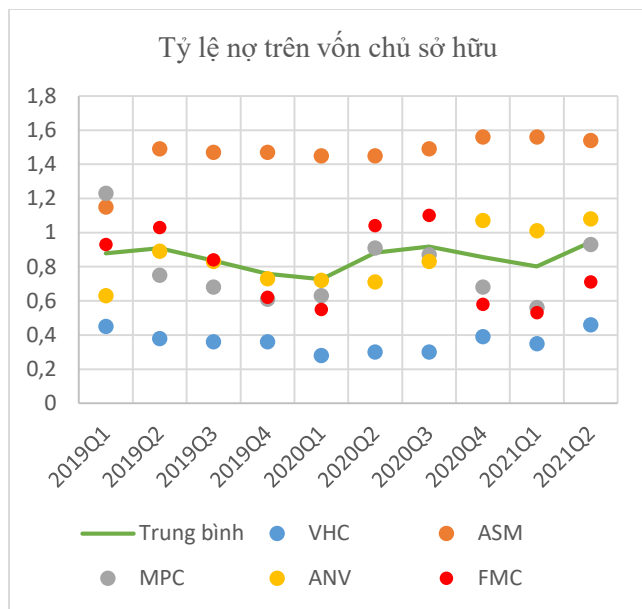
- **Rủi ro đại dịch Covid trở lại:** trong trường hợp làn sóng Covid-19 mới xảy ra ở Việt Nam thì Vĩnh Hoàn có thể sẽ bị tác động mạnh bởi các lệnh hạn chế và giãn cách cộng đồng. Lúc đó thì chúng tôi sẽ phải xem xét lại các giả định của mô hình.

- **Rủi ro chi phí logistic tiếp tục tăng:** giả định của chúng tôi xảy ra trong trường hợp chi phí logistic tạo định trong năm 2021 và giảm dần từ năm 2022. Tuy vậy trong trường hợp chi phí logistic tiếp tục tăng thì sẽ khiến cho chi phí SG&A của doanh nghiệp độn lên mạnh, chúng tôi khi đó phải xem xét giả định và hạ triển vọng.

- **Rủi ro xung đột lợi ích:** Năm 2019, HĐQT Vĩnh Hoàn (VHC) đã thông qua việc chuyển nhượng 35% còn lại tại Chế biến Thực phẩm xuất khẩu Vạn Đức Tiền Giang. Trước đó đầu tháng 2/2018, Vĩnh Hoàn đã giảm tỷ lệ sở hữu tại Vạn Đức Tiền Giang xuống còn 35%, thông qua việc phát hành tăng vốn lên 873 tỷ đồng bằng hình thức nhận góp vốn của một cá nhân bằng tiền mặt. Vạn Đức Tiền Giang trước đó là một phần quan trọng đối với VHC khi sở hữu vùng ao nuôi hơn 125ha. Pháp nhân nhận chuyển nhượng Vạn Đức Tiền Giang lại là bà Trương Thị Lệ Khanh – chủ tịch của Vĩnh Hoàn. Điều này đồng nghĩa với việc bà Khanh đang sở hữu một doanh nghiệp khác là đối thủ của chính Vĩnh Hoàn. Cho thấy rủi ro xung đột lợi ích rất có thể tồn tại và là mối nguy hại đối với Vĩnh Hoàn trong dài hạn.

9. Vĩnh Hoàn có cơ cấu tài chính mạnh, nợ vay thấp và chia cổ tức đều đặn

VHC có cơ cấu tài chính với tỷ trọng nợ vay trên vốn chủ sở hữu thấp, chỉ đạt 0,46 trong Q2/2021 thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành ở ngưỡng 0,98, VHC cũng là công ty có tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu thấp nhất so với các công ty cùng ngành và cùng quy mô. Theo báo cáo tài chính Q2/2021 thì VHC nắm giữ một lượng lớn tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (chủ yếu là tiền gửi ngân hàng) với hơn 1.262 tỷ đồng. Nhờ đó tỷ lệ thanh toán nhanh của VHC rất cao trung bình 5 quý gần nhất ở mức rất cao đạt 1,67. Điều này cho thấy VHC đủ an toàn đối mặt với các nghĩa vụ nợ. Dòng tiền kinh doanh của VHC cũng dương liên tục nhiều năm thể hiện hoạt động kinh doanh của công ty hiệu quả. VHC cũng có lịch sử chia cổ tức bằng tiền đều đặn từ 500 – 2.000 đồng/cổ phiếu tùy thuộc vào năm kinh doanh, với việc công ty có dòng tiền kinh doanh ổn định và tỷ trọng nợ thấp thì chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ trả cổ tức bằng tiền các năm tiếp theo.



Nguồn: VHC

10. Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2021, VFS dự báo năm 2021 doanh thu của VHC sẽ đạt 8.900 tỷ đồng (+24,2% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 805 tỷ đồng (+12% YoY). Dựa trên các giả định sau:

- (1) Cơ cấu doanh thu: cá tra Fillet tiếp tục chiếm tỷ trọng chính (~70%), thị trường Mỹ là thị trường chủ lực (~36%).
- (2) Giá vốn hàng bán bằng 85% doanh thu tăng so với mức 84% của năm 2020, biên lợi nhuận gộp đạt 15%.
- (3) Biên chi phí SG&A chiếm 5,5% doanh thu tăng so với mức 4% của năm 2020.

Bảng dự phóng doanh thu năm 2021 theo thị trường

Thị trường	Trung Quốc	Hoa Kỳ	EU	ROW	Việt Nam
Không tính Sa Giang	1.300	3.200	1.300	2.767	
Sa Giang			219	30	91
Tổng cộng	1.300	3.200	1.519	2.797	91
	8.907				

Bảng dự phóng kết quả kinh doanh VHC

Đv: tỷ đồng	2018	2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu thuần	9.271	7.867	7.037	8.907	9.997
Tăng trưởng	14%	-15%	-11%	26%	12%
Giá vốn hàng bán	7.231	6.334	6.022	7.565	8.398
Lợi nhuận gộp	2.039	1.533	1.014	1.335	1.600
Biên LNG	22%	19%	14%	15%	16%
Chi phí SG&A	354	401	319	490	500
Biên chi phí SG&A	4%	5%	4%	5,5%	5%
LNTT	1.688	1.309	803	905	1.152
LNST	1.442	1.179	719	805	1.025
EPS	15.489	12.560	3.950	4.424	5.625

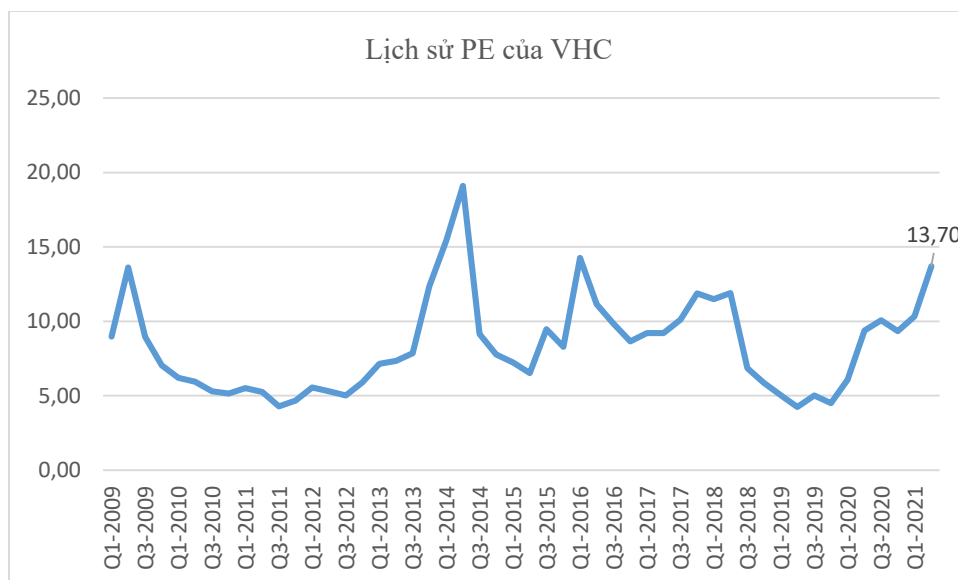
11. Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi tiến hành định giá VHC theo hai phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFE và P/E cho năm 2021, và định giá P/E cho năm 2022.

• **Phương pháp P/E:** VFS sử dụng mức P/E mục tiêu cho VHC là 12, đây là mức hợp lý cho VHC khi so sánh với trung bình ngành cũng như các công ty tiêu biểu cùng ngành. Với EPS_{fw} 2021 = 4.424 đồng/cổ phiếu và EPS_{fw} 2022 = 5.625 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cho VHC là **53.088** đồng/cổ phiếu trong năm 2021 và **67.500** đồng/cổ phiếu trong năm 2022.

Bảng so sánh định giá của một số doanh nghiệp cùng ngành

Mã chứng khoán	Vốn hóa	P/E
ASM	3.870	9,14
MPC		11,92
ANV	3.635	16,99
FMC	2.913	11,06
VHC	9.243	12,84
Ngành		21,83



Nguồn: Fiinpro

- **Phương pháp FCFE:** Định giá theo chiết khấu FCFE cho năm 2021. Giả định trong 4 năm tiếp theo kể từ 2021 FCFE tăng 20%/năm, sau đó FCFE tăng cố định 10%/năm.

Mô hình CAPM	
Rf	2,10%
Beta	0,93
Rm	13,49%
Ke	13%
g'	20%
g	10%

Đơn vị (tỷ)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Dòng tiền FCFE	175	210	252	302,4	362,88	399,168
Giá trị hiện tại (V)	10.187.000.000.000					
Số lượng cổ phiếu	183.376.956					
Giá mục tiêu 2021	55.555 đồng/cổ phiếu					

Phương pháp	2021	2022
Chiết khấu FCFE	55.555 (60%)	
P/E	53.088 (40%)	67.500 (100%)
Giá mục tiêu	54.568	67.500

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của năm 2021 cho VHC đạt **54.568** đồng/cổ phiếu và giá mục tiêu năm 2022 là **67.500** đồng/cổ phiếu. VFS khuyến nghị mua VHC mục tiêu 12 tháng ở giá **67.500** đồng/cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETFIRST

Hệ thống khuyến nghị của VFS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Chuyên viên phân tích cao cấp	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Vũ Thị Hà Phương	Chuyên viên phân tích	phuong.vu@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Trần Minh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.tran@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS 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 VFS. 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 VFS.