



Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn[MUA, +21.2%] (VHC: HoSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

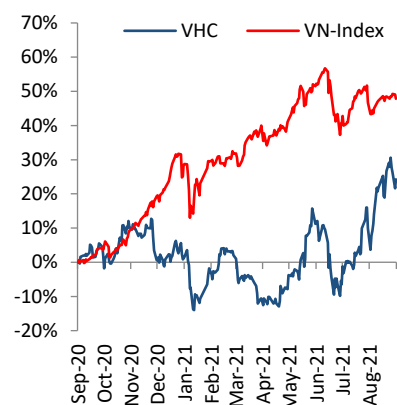
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	50,500
Giá mục tiêu (đồng/cp)	61,200
Tiềm năng tăng/giảm (%)	21.2
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	53,600
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	35,300
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	11.0
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	22.8
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	18.5
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	9,261.1
KLGDQ (SLCP, triệu, 3 tháng)	2.1
SL CP lưu hành (triệu cp)	181.9
Nước ngoài đang sở hữu (%)	24.1
Giới hạn SH nước ngoài (%)	100.0
P/E trượt 12 tháng (x)	12.9
P/E dự phóng 12 tháng (x)	10.0

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,271.3	7,867.1	7,037.2	7,700.0
Tăng trưởng (% YoY)	13.7	(15.1)	(10.5)	9.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,442.2	1,179.1	719.3	936.0
Tăng trưởng (% YoY)	138.5	(18.2)	(39.0)	30.1
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.6	15.0	10.2	12.2
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	4,015.2	4,877.3	5,175.7	5,690.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,298.5	6,612.4	7,201.9	7,740.0
ROA (%)	25.4	18.3	10.4	12.5
ROE (%)	41.5	26.5	14.3	17.2
EPS (đồng)	15,489	12,559	3,953	5,107
BVPS (đồng)	25,926	29,533	28,447	31,273.0
Cổ tức (đồng)	2,500	2,000	4,000	4,000
P/E (x)	6.1	5.1	12.9	10.0
EV/EBITDA (x)	5.5	3.5	3.0	N/A
P/B (x)	1.2	1.1	1.8	1.6

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Doanh thu xuất khẩu cá tra Quý 3 năm 2021 tăng 17% YoY chủ yếu do xuất khẩu phục hồi từ thị trường Mỹ và TQ do tình hình tiêm chủng ở Mỹ tốt và tình hình dịch bệnh ở Ấn Độ làm ảnh hưởng đến nguồn cung từ nước này.
- Ước tính của chúng tôi cho doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021F đạt lần lượt là 7,700 (+9.4% YoY) và 936 (+30.1%) tỷ đồng, nhờ xuất khẩu sang Mỹ tăng, đặc biệt là mảng chủ lực cá tra (giá bán +8% YoY).
- Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam với 15.8% (6 tháng/2021) thị phần, cách biệt rất lớn so với các đối thủ cùng ngành như Biển Đông (5.2%), Nam Việt (6.7%).
- Hiệp định EVFTA hỗ trợ xuất khẩu sang thị trường châu Âu. Với kết quả POR17, sản phẩm cá tra Vĩnh Hoàn xuất vào thị trường Mỹ cũng được hưởng **mức thuế 0%** so với các doanh nghiệp thủy sản trong nước.
- Cơ cấu nguồn vốn khá an toàn với tỷ trọng nợ vay giảm dần qua các năm. (Nợ vay/tài sản ~ 20%). Kết quả kinh doanh ổn định giúp dòng tiền từ HĐKD luôn dương trong giai đoạn 2013 - nay. Số dư tiền cuối ngày 1H/2021 là 1,262 tỷ đồng. (Bao gồm khoản tiền gửi có kỳ hạn).
- Đầu tư mở rộng vùng nuôi và nâng cao công suất nhà máy chế biến nhằm hạn chế rủi ro về chất lượng sản phẩm, con giống. Vĩnh Hoàn cũng đầu tư nhà máy thức ăn cho cá Feed One nhằm hoàn thiện chuỗi chăn nuôi khép kín.
- Thị trường Mỹ cũng như chuỗi Logistics phục hồi sau khi các khu vực này đạt được miễn dịch cộng đồng.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương quan để định giá VHC.
- Giá mục tiêu: VHC được xác định giá hợp lý ở mức 61,200 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu VHC.
- Rủi ro chính của VHC đó là rủi ro về nguồn cung cá nguyên liệu, luật pháp tại nước xuất khẩu và rủi ro từ chuỗi Logistics phục hồi chậm sau đại dịch.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 61,200 đồng/cổ phiếu

Doanh thu sụt giảm do giãn cách xã hội tăng cường ở Tp. HCM và các tỉnh phía Nam

1. SƠ LƯỢC DOANH NGHIỆP

2. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

8 tháng 2021, Vĩnh Hoàn có doanh thu hợp nhất 5,461 tỷ đồng +15% YoY so với cùng kỳ năm trước. Riêng thị trường Mỹ đóng góp 40.2%, đạt 2,197 tỷ đồng.

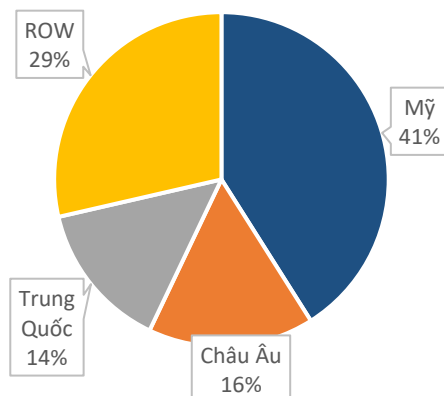
Doanh thu xuất khẩu tháng 8 đạt 705 tỷ đồng, tăng +14% YoY. Doanh thu cá tra tăng 16% đạt 477 tỷ đồng, sản phẩm phụ tăng 19%, chăm sóc sức khỏe tăng 27% và sản phẩm giá trị gia tăng giảm 53%. Xét về thị trường, Mỹ và Trung Quốc ghi nhận tăng lần lượt 41% và 24% trong khi EU giảm 20%.

So với tháng trước, doanh thu xuất khẩu giảm 8%. Ngoại trừ Trung Quốc tăng 16% thì các thị trường khác đều giảm. Cụ thể, xuất khẩu sang Mỹ giảm -11% xuống 294 tỷ đồng và EU giảm 27% xuống 93 tỷ đồng. Nguyên nhân được Vĩnh Hoàn lý giải là do năng suất bị giảm khi tuân thủ các biện pháp phòng dịch và giãn cách.

Doanh thu Sa Giang tháng 8 sụt giảm mạnh so với tháng 7 ở mức -34%, đạt 30.4 tỷ đồng. Trong đó doanh thu từ sản phẩm chủ đạo là phòng tôm giảm 33%, đạt hơn 24.3 tỷ đồng, doanh thu từ các sản phẩm gạo và dòng tạp phẩm lần lượt giảm 39% và 38%.

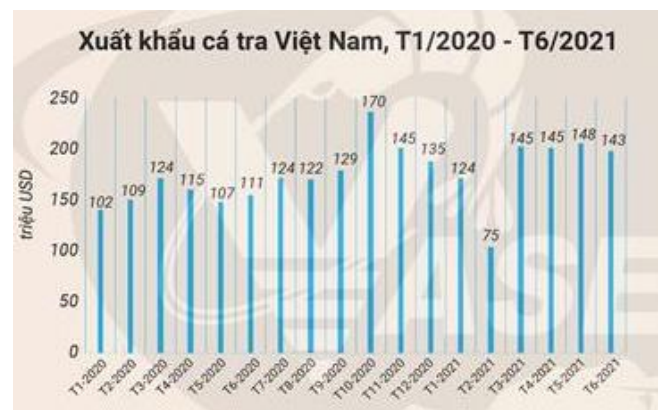
Năm 2021, Vĩnh Hoàn đặt kế hoạch doanh thu hợp nhất 8,600 tỷ đồng, lượt tăng 22%; ngược lại lợi nhuận sau thuế 700 tỷ đồng, giảm 3% so với thực hiện năm ngoái.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu theo thị trường 8T.2021



Nguồn: BCTN Vĩnh Hoàn

Biểu đồ 2: Xuất khẩu cá tra của Việt Nam



Nguồn: VASEP

Triển vọng hồi phục sau dịch

Hiện nay, Sa Đéc, Lai Vung, Cao Lãnh là ba “vùng nóng” dịch bệnh COVID-19 của tỉnh Đồng Tháp. Tuy nhiên, sản lượng nuôi của các địa phương này không lớn. Hiện nay, hầu hết các vùng nuôi cá tra lớn vẫn đang nằm trong “vùng xanh an toàn”. Do đó, cho tới nay, hoạt động nuôi cá tra tại Đồng Tháp vẫn duy trì ổn định. Giá cá nguyên liệu giảm là do nhiều nhà máy chế biến hạn chế mua vào do giảm công suất hoặc tạm thời đóng cửa nghỉ do dịch bệnh.

Kể từ 2Q21, nhu cầu NK cá tra tại nhiều thị trường như: Mỹ, Brazil, Mexico, Thái Lan, Canada, Colombia, Nga, UAE... bắt đầu tăng tích cực trở lại do các nước này đã tăng độ phủ Vaccine giúp nhu cầu nội địa dần trở lại mức trước đại dịch.

Trong tháng 8, doanh thu tại các thị trường chủ lực như Mỹ, Trung Quốc đều ghi nhận mức tăng trưởng YoY tốt với mức tăng lần lượt là 41.3%, 23.7%. Tuy nhiên, dịch COVID-19 đã lan rộng từ Tp. Hồ Chí Minh xuống các tỉnh miền Tây trong thời gian ngắn khiến nhiều doanh nghiệp chế biến, xuất khẩu cá tra bị động và ảnh hưởng nghiêm trọng. Chỉ khi doanh nghiệp chế biến cá tra khôi phục lại sản xuất, tăng công suất trở lại bình thường thì giá cá tra nguyên liệu mới có thể tăng.

Thị trường EU gặp khó dù đã có EVFTA

8 tháng đầu năm, doanh thu xuất khẩu sang thị trường EU giảm -2.9% YoY. Giá trị xuất khẩu toàn ngành 1H21 đạt 57.5 triệu -17% YoY. Theo lộ trình giảm thuế của Hiệp định EVFTA, các sản phẩm cá tra xuất khẩu vào EU được giảm thuế về 0% sau 3 năm khi EVFTA có hiệu lực, riêng cá tra hun khói là 7 năm.

Theo VASEP, trong nửa đầu năm 2021, xuất khẩu cá tra của Việt Nam đạt 788 triệu USD (tăng 18% so với cùng kỳ năm ngoái).

rong khi xuất khẩu sang Mỹ và những thị trường quy mô nhỏ đang có sự tăng trưởng mạnh mẽ, thì xuất khẩu vào thị trường truyền thống EU lại liên tục giảm. Có 2 lý do:

Thứ 1: thị trường bán lẻ tại EU bắt đầu khôi phục trở lại sau đã giảm sâu do tác động của dịch COVID-19. Tuy nhiên, ngành dịch vụ thực phẩm (nhà hàng, khách sạn...) tại EU vẫn phục hồi rất chậm. Những nhà nhập khẩu dè dặt hơn trong các đơn hàng. Các khách hàng yêu cầu mua hàng chất lượng cao hơn song đưa ra mức giá thấp hơn.

Thứ 2: EU đang tăng cường quy định về mức dư lượng trong thực phẩm và nước. Trước đây, một số lô hàng phi lê cá tra đông lạnh có thêm nước từ Việt Nam bị phát hiện có hàm lượng chlorate cao hơn và bị đưa vào cảnh báo nhanh. Các yêu cầu về tiêu chuẩn an toàn thực phẩm rất khắt khe, nếu sản phẩm bị phát hiện không tuân thủ sẽ được báo cáo đồng thời và bị kiểm tra kỹ lưỡng tại cảng nhập. Việc kiểm soát này có thể mất từ 2 đến 3 tuần, khiến chi phí phát sinh tăng lên nếu có lô hàng như vậy. Khách hàng EU cũng ngày càng đòi hỏi cá tra phải có được chứng nhận bền vững, nếu không đáp ứng được sẽ rất khó.

Biểu đồ 3: Top 5 Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất



Nguồn: VASEP

Biểu đồ 4: Top 5 Xuất khẩu cá tra của Việt Nam



Nguồn: VASEP

Vĩnh Hoàn được hưởng thuế suất ưu đãi 0% khi xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ.

VASEP: Chỉ 30 - 40% doanh nghiệp thủy sản có đủ sức để phục hồi sau giãn cách xã hội

Theo Cục Phòng vệ Thương mại, ngày 1/9, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã ban hành kết luận sơ bộ đợt rà soát hành chính thuế chống bán phá giá lần thứ 17 (POR17) cho giai đoạn từ ngày 1/8/2019 đến ngày 31/7/2020 đối với cá tra, basa của Việt Nam. Vĩnh Hoàn là 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, basa của Việt Nam không bị áp thuế CBPG của Mỹ. Các doanh nghiệp khác là Nam Việt, Thủy sản Nha Trang...

Theo VASEP tính tới cuối tháng 8/2021, chỉ có khoảng 30 - 40% doanh nghiệp thủy sản tại các tỉnh thành phía Nam hoạt động được "3 tại chỗ" còn lại phải dừng hoạt động.

Với lợi thế hoàn thành việc xây dựng khu nhà ở cho người lao động với diện tích hơn 10,000 m2 tại thành phố Cao Lãnh, Vĩnh Hoàn có thể đáp ứng được yêu cầu thực hiện "3 tại chỗ" và duy trì được công suất khoảng 60% so với giai đoạn trước dịch.

Tuy nhiên, với việc người nông dân thua lỗ liên tục từ 2019 – 2021 có thể dẫn đến việc thiếu hụt nguồn cung sau khi đại dịch bắt đầu lắng dần. Bên cạnh đó, chi phí thức ăn và cá bột đã tăng 30% so với cùng kỳ năm ngoái, khiến giá cá tra thu mua tại ao duy trì ở mức cao. Điều này ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của Vĩnh Hoàn.

Bảng 1: Thuế khẩu cá tra theo Hiệp định EVFTA

Sản phẩm	Việt Nam		Trung Quốc		Indonesia	
	Thuế cơ bản	EVFTA	Thuế cơ bản	AVE	Thuế cơ bản	GSP
Cá tra nguyên con đông lạnh	8.0%	0%	8.0%	0%	8.0%	4.5%
Cá tra tươi, ướp lạnh	8.0%	0%	8.0%	8.0%	8.0%	4.5%

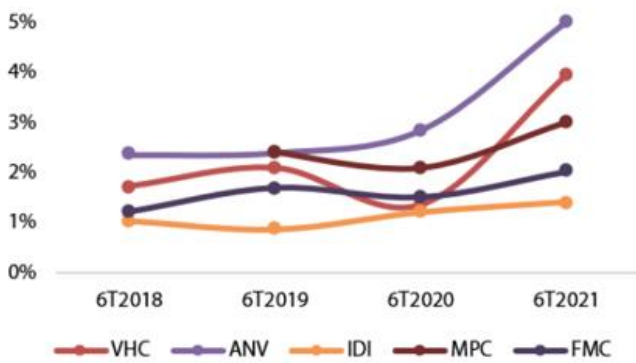
Cá tra phi lê tươi, ướp lạnh	9.0%	0%	9.0%	9.0%	9.0%	5.5%
Cá tra phi lê, đông lạnh	5.5%	0%	9.0%	0%	9.0%	5.5%

Nguồn: VASEP

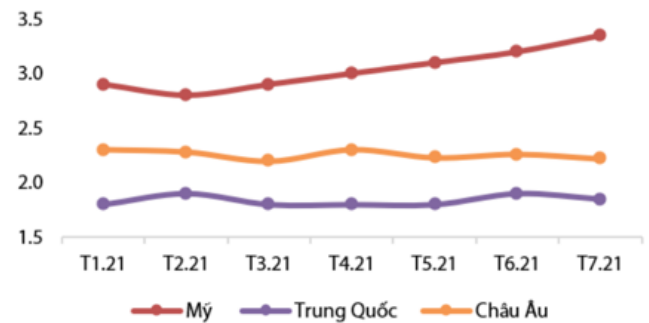
Đa dạng hóa hoạt động kinh doanh cốt lõi, hoàn thiện mô hình nuôi khép kín giúp cải thiện biên lợi nhuận của công ty trong dài hạn.

Vĩnh Hoàn phát triển theo mô hình khép kín từ khâu giống đến nuôi cá thịt và chế biến. Tại ĐHĐCĐ thường niên năm 2021, Vĩnh Hoàn đã công bố dự chi 1,300 tỷ đồng đầu tư năm 2021, trong đó chi 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. Dự án thức ăn thủy sản mới này có công suất 350,000 tấn/năm.

Vị trí dự án nằm tại Lô B5, Cụm Công nghiệp Mỹ Hiệp (Cao Lãnh, Đồng Tháp) sẽ được Vĩnh Hoàn giao Công ty Feed One dưới hình thức góp vốn để xây dựng nhà máy. Việc tự chủ hơn nguồn thức ăn sẽ giúp Vĩnh Hoàn cải thiện biên lợi nhuận từ 20.5% năm 2020 lên 22.5% vào năm 2022 đối với mảng chủ lực là cá phillet.

Biểu đồ 5: Chi phí Logistics/Doanh thu

Nguồn: EVS Ước tính

Biểu đồ 6: Giá xuất khẩu cá tra

Nguồn: EVS Ước tính

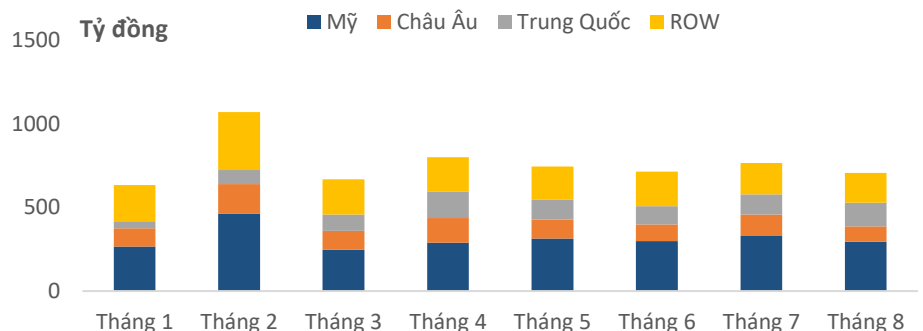
Duy trì tình hình tài chính tốt, không có dấu hiệu mất thanh khoản

3. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh 1H21 giảm -19.6 tỷ đồng do: 1) chi phí sản xuất kinh doanh dở dang tăng cao (chủ yếu là cá tra nguyên liệu đang nuôi trong ao tăng); 2) chuỗi Logistics bị gián đoạn do đại dịch COVID-19 và 3) Vĩnh Hoàn chủ động gia hạn thanh toán cho các khách hàng nhằm hỗ trợ phía đối tác do ảnh hưởng của đại dịch.

Tuy nhiên, dòng tiền của Vĩnh Hoàn vẫn ổn định hơn so với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành và dòng tiền trong năm 2021 sẽ có sự tăng trưởng trở lại. Tổng nợ vay của Vĩnh Hoàn trong 2021 sẽ dưới mức 1,700 tỷ đồng. Tuy nhiên, hệ số thanh toán nợ của Vĩnh Hoàn sẽ giảm nhẹ do công ty sử dụng 500 tỷ đồng để mua cổ phần của Sa Giang.

Bên cạnh đó, 2 đối tác nắm giữ khoản phải thu lớn nhất của Vĩnh Hoàn là Coast Beacon (69%) và Octogone (Quảng Châu, 18%) là 2 khách hàng truyền thống hỗ trợ Vĩnh Hoàn xuất khẩu và phân phối, có lịch sử thanh toán tốt.

Biểu đồ 7: Giá trị xuất khẩu theo tháng của Vĩnh Hoàn 2021

Nguồn: EVS Ước tính

Năm 2021, EVS ước tính Vĩnh Hoàn sẽ đạt doanh thu 7,700 tỷ đồng nhờ sự phục hồi thị trường Mỹ và EU

Khuyến nghị mua với giá mục tiêu 61,200/Cp

4. DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

Doanh thu dự phóng tăng trưởng 9% so với cùng kỳ lên mức 7,700 tỷ đồng nhờ sự phục hồi của thị trường Mỹ và Trung Quốc. Thị trường EU và sản lượng Collagen cao hơn sau đại dịch COVID-19.

Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp 2021 được dự báo cải thiện lên mức 17.9% nhờ (1) giá bán xuất khẩu phục hồi, (2) lượng tồn kho giá rẻ năm 2020 và (2) tỉ lệ tự chủ nguyên liệu tăng từ 55% lên mức 60%.

EVS dự phóng lợi nhuận tài chính 2021 sẽ giảm xuống 116 tỷ đồng từ mức 126 tỷ đồng do số dư trung bình tiền gửi ngắn hạn giảm sau khi chi 348 tỷ đồng thanh toán 51% cổ phần của Công ty Sa Giang vào tháng 1/2021 cùng với việc thanh toán bớt nợ vay.

Lợi nhuận sau thuế năm 2021 dự phóng đạt 936 tỷ đồng, tăng 30% YoY với mức EPS dự phóng đạt 5,107 đồng.

Hiện nay mức P/E trung bình ngành thủy sản Việt Nam nằm ở mức 14x so với mức P/E trung vị 12x giai đoạn 2012 – 2021F. Với mức EPS dự phóng cho năm 2021F là 5,107/Cp chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua với giá mục tiêu 61,200/CP.

Rủi ro chính khi đầu tư vào Vĩnh Hoàn đó là chuỗi Logistics ngành thủy sản phục hồi chậm hơn dự kiến cũng như dịch bệnh trên cá tra và hiệu suất hoạt động cũng như quá trình xây dựng nhà máy chậm lại do diễn biến phức tạp của đại dịch.

Bảng 2: Dự phóng Kết quả kinh doanh VHC

Báo cáo KQKD	2020	2021F	Thay đổi
Doanh thu hợp nhất	7,037	7,700	9%
<i>Cá tra</i>	<i>5,586</i>	<i>6,200</i>	<i>11%</i>
<i>Mỹ</i>	<i>2,402</i>	<i>2,600</i>	<i>8%</i>
<i>Châu Âu</i>	<i>1,177</i>	<i>1,240</i>	<i>5%</i>
<i>Trung Quốc</i>	<i>1,177</i>	<i>1,420</i>	<i>21%</i>
<i>Khác</i>	<i>830</i>	<i>940</i>	<i>13%</i>
Collagen	577	700	21%
Nội địa	1,305	800	-39%
Giá vốn hàng bán	6,022	6,315	5%
Lợi nhuận gộp	1,015	1,385	36%
Doanh thu tài chính	227	152	-33%
Chi phí tài chính	101	36	-64%
Chi phí bán hàng	171	280	64%
Chi phí QLDN	148	170	15%
Lợi nhuận khác	(18)	1	
Lợi nhuận trước thuế	803	1,052	31%
Chi phí thuế TNDN	84	116	38%
Lợi nhuận sau thuế	719	936	30%
EPS	3,953	5,107	29%

Nguồn: EVS Ước tính

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586