



Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn[MUA, +21.1%] (VHC: HoSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

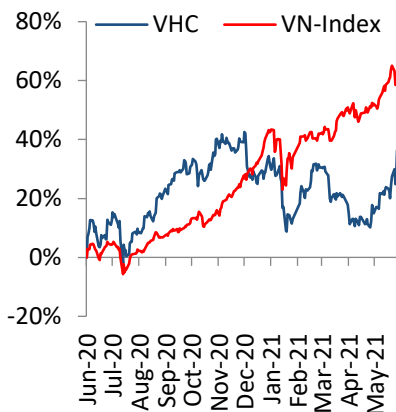
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	45,400
Giá mục tiêu (đồng/cp)	55,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	21.1
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	46,300
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	31,800
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	5.1
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	(1.2)
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	24.9
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	8,114.8
KLGDQB (SLCP, triệu, 3 tháng)	1.1
SL CP lưu hành (triệu cp)	181.9
Nước ngoài đang sở hữu (%)	22.6
Giới hạn SH nước ngoài (%)	100.0
P/E trượt 12 tháng (x)	11.3
P/E dự phóng 12 tháng (x)	8.7

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	11.3	8.7
EV/EBITDA (x)	5.5	3.5	3.0	N/A
P/B (x)	1.2	1.1	1.6	1.4

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Doanh thu cá tra tháng 4 và tháng 5 tăng 61% và 46% chủ yếu do xuất khẩu phục hồi từ thị trường Mỹ và TQ do tình hình tiêm chủng ở Mỹ tốt và Ấn Độ rơi vào dịch bệnh ảnh hưởng đến nguồn cung từ nước này.
- Ước tính của chúng tôi cho doanh thu và lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm 2021 đạt lần lượt là 4,052 (+23% YoY) và 752 (+99.9%) tỷ đồng, nhờ xuất khẩu tăng, đặc biệt là mảng chủ lực cá tra.
- Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam với 15.8% (Quý I/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 POR16, sản phẩm cá tra Vĩnh Hoàn xuất vào thị trường Mỹ cũng được hưởng **mức thuế 0.9%** 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/tài sản luôn dưới 0.3). Kết quả kinh doanh ổn định giúp dòng tiền từ HĐKD luôn dương trong giai đoạn 2013 - nay. Số dư tiền cuối ngày quý 1/2021 là 1,535 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 mở rộng công suất nhà máy Collagen lên 3,500 tấn/năm.
- Thị trường Mỹ cũng như chuỗi Logistics phục hồi sau khi các khu vực này đạt được miễn dịch cộng đồng.

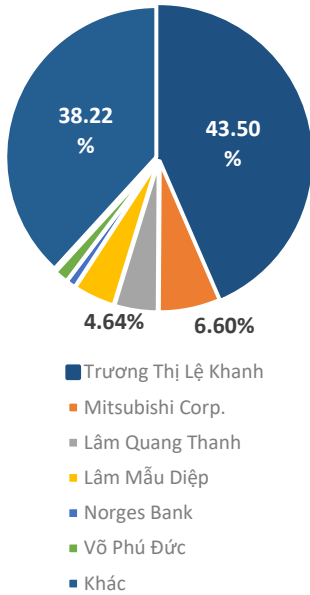
ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- 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 55,000 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 55,000 đồng/cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông:



1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Vĩnh Hoàn được thành lập năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp thuộc đồng bằng sông Cửu Long, chuyên nuôi trồng và chế biến các sản phẩm cá tra đông lạnh. Hiện nay, Vĩnh Hoàn đã vươn lên dẫn đầu trong ngành cá tra về nuôi trồng, sản xuất và xuất khẩu trong hơn 20 năm hình thành và phát triển. Năm 2007, công ty chính thức niêm yết cổ phiếu tại Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM (HoSE).

Danh mục sản phẩm của Vĩnh Hoàn gồm 3 nhóm sản phẩm chính:

- **Nhóm thực phẩm: cá tra, cá chẽm fillet (phi lê);**
- **Nhóm sản phẩm giá trị gia tăng (GTGT): cá tẩm bột, cá tẩm gia vị, xiên que, cá nướng, snack ăn liền;**
- **Nhóm thực phẩm chức năng: gồm Collagen và Gelatin;**
- **Nhóm phụ phẩm: bột cá, mỡ cá dùng để chế biến thức ăn gia súc. Mỡ cá cao cấp, vi cá, bong bóng cá dùng chế biến thực phẩm cho người.**

Vĩnh Hoàn nghiên cứu nhu cầu, thị hiếu của người tiêu dùng với mục đích đổi mới danh mục sản phẩm linh hoạt. Cá tra phi lê xuất khẩu là sản phẩm chủ lực của công ty. Trong năm 2020, doanh thu xuất khẩu chiếm đến 84% doanh thu xuất khẩu của công ty. Các phụ phẩm và thực phẩm chức năng như Collagen và Gelatin chiếm 13% doanh thu.

Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam với 15.76% thị phần (nửa đầu năm 2021), cách biệt rất lớn so với các đối thủ như Biển Đông (5.23%), Nam Việt (6.73%), IDI (5.11%), Gò Đàng (4.46%).

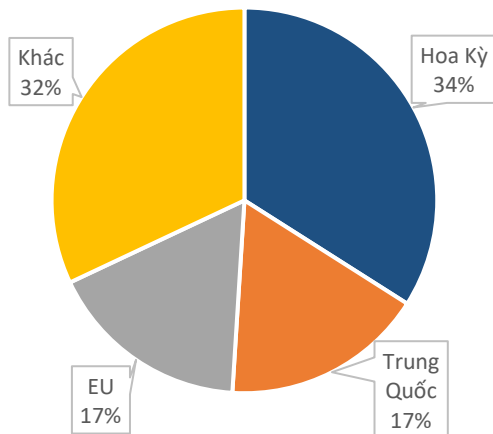
Doanh thu và vốn hóa của Vĩnh Hoàn là lớn nhất trong số các doanh nghiệp ngành cá tra.

2. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Thị trường xuất khẩu khởi sắc

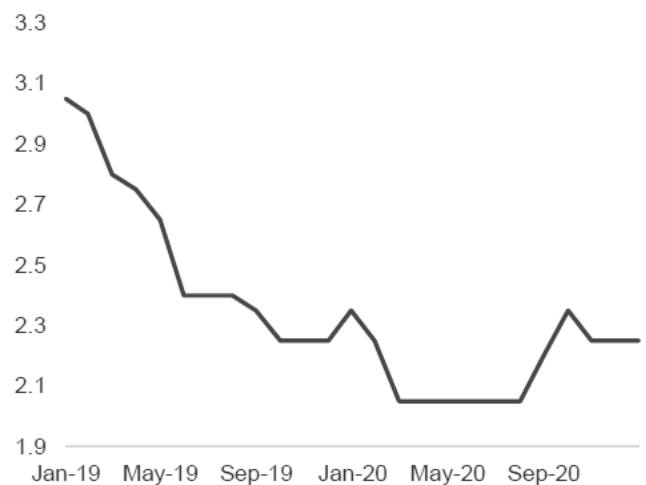
Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp đứng đầu chiếm 15.76% thị phần về nuôi trồng, sản xuất, chế biến các sản phẩm cá tra, cá basa và xuất khẩu sang các thị trường Mỹ, Trung Quốc và EU trong nhiều năm qua. Tình hình dịch bệnh Covid đã ảnh hưởng lớn đến nhóm các doanh nghiệp ngành thủy sản nói chung và Vĩnh Hoàn trong năm 2020. Tuy nhiên, năm 2021 KQKD của Vĩnh Hoàn có nhiều diễn biến tích cực.

Biểu đồ 1: Kim ngạch xuất khẩu theo sản phẩm



Nguồn: BCTN Vĩnh Hoàn

Biểu đồ 2: Giá xuất khẩu cá tra



Nguồn: VASEP

Tiêu thụ cá tra tại Mỹ tăng trở lại

Mỹ là thị trường lớn của Vĩnh Hoàn. Giai đoạn 2015 – 2018, CAGR xuất khẩu hàng năm đạt 19.7% nhưng năm 2019 giảm – 41% và 2020 -31% YoY đến từ 2 nguyên nhân:

1. Sản lượng thủy sản đánh bắt của Mỹ tăng đột biến;
2. Sự gián đoạn chuỗi Logistic do đại dịch COVID-19, Mỹ tới 33 triệu ca nhiễm cùng với việc kiểm tra thông quan lâu, thiếu vỏ container khiến hàng hóa bị kẹt lại.

Tiêu thụ cá tra Fillet tại Hoa Kỳ sẽ phục hồi trong năm 2021 do Mỹ sẽ sớm đạt được miễn dịch cộng đồng. Tháng 4/2021, Doanh thu tăng +61% YoY, trong đó Doanh thu cá tra +54% YoY năm 2020, đạt 529 tỷ đồng. Trong khi Doanh thu 1Q21 tăng +9% và Lợi nhuận sau thuế -14% YoY. Trong số đó, thị trường xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc dẫn đầu +246% YoY. Tình hình kinh doanh khởi sắc trở lại từ các thị trường xuất khẩu sẽ là động lực thúc đẩy Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế của Vĩnh Hoàn

Tiêu thụ cá tra toàn ngành và Vĩnh Hoàn tăng do nhờ thị trường Mỹ, EU, Trung Quốc phục hồi.

5 tháng 2021, giá trị xuất khẩu cá tra toàn ngành tăng 12% YoY. Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp đứng đầu về xuất khẩu cá tra với Mỹ (35%), EU và Anh (18%), Trung Quốc (17%). Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Vĩnh Hoàn. 5 tháng 2021, giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ đang tăng 57% YoY.

Vĩnh Hoàn còn được hưởng lợi nhờ mức ưu đãi thuế suất xuất khẩu thấp nhất (0.09 USD/kg, thấp hơn 2.7 lần so với toàn ngành). Với lợi thế từ thuế và sự hồi phục nhanh của nền kinh tế Mỹ với nhu cầu gia tăng các mặt hàng cá tra đông lạnh, thị trường Mỹ sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm tới.

Hiệp định EVFTA được áp dụng từ 01/08/2020 giúp thuế suất của các sản phẩm fillet cá tra từ Việt Nam giảm từ mức 5 ~ 9% xuống 0% trong lộ trình 3 năm. Nhờ mức thuế mới, tính cạnh tranh của fillet cá tra đông lạnh Việt Nam sẽ tăng đáng kể dẫn đến khả năng tiêu thụ tăng. Bên cạnh đó, khu vực EU28 vốn là những quốc gia có thu nhập cao.

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

Kỳ vọng gia tăng thị phần trong nước. Động lực mới đến từ Sa Giang.

Vĩnh Hoàn đã thâm nhập Sa Giang (SGC) với tỷ lệ 76.7% – một trong các công ty lớn về bánh phồng tôm nội địa và chủ yếu xuất khẩu sang EU. 46% doanh thu của Sa Giang đến từ xuất khẩu sang thị trường EU với lịch sử phát triển 50 năm và mạng lưới bán hàng tại hơn 40 nước trên thế giới. Bánh phồng tôm là nguồn doanh thu chính chiếm hơn 80% cơ cấu doanh thu.

Năm 2020 SGC đạt doanh thu 312 tỷ với lợi nhuận sau thuế là 30,9 tỷ. Sản lượng tiêu thụ đạt 6,329 tấn bánh phồng tôm và 2,136 tấn gạo.

Doanh thu Collagen tăng trưởng ấn tượng

Vĩnh Hoàn là nhà sản xuất Collagen đạt tiêu chuẩn ASC đầu tiên trên thế giới với sản phẩm không có màu nhân tạo, phụ gia và chất bảo quản. Đặc tính ưu việt của sản phẩm Collagen Vĩnh Hoàn ở việc có nồng độ muối thấp so với các sản phẩm Collagen từ cá biển, được chấp nhận tại các nền văn hóa khác nhau. Bên cạnh đó, khối lượng phân tử và hàm lượng amino acid vượt trội so với các dòng Collagen khác trên thị trường.

	COD SKIN	ALASKA POLLOCK SKIN	HAKE	MEGRIM	TILAPIA SKIN	PANGASIUS	PORK SKIN
Hydroxyproline	50	55	59	60	79	108,6	91
Isoleucine	11	11	9	8	8	12,4	10
Leucine	22	20	23	21	23	25	24
Lysine	29	26	28	27	25	29,1	27
Methionine	17	16	15	13	9	12,5	4
Phenylalanine	16	12	15	14	13	19,1	14
Proline	106	9	114	115	119	123	132

Với việc Vĩnh Hoàn nâng công suất nhà máy lên 3,500 tấn từ 2,000 tấn/năm, EVS ước tính doanh thu Collagen sẽ tăng 20% YoY và đạt 7,200 tỷ đồng trong năm 2021.

3. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

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

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh năm 2020 giảm -72% YoY xuống 420 tỷ đồng do: 1) hoạt động sản xuất kinh doanh cá tra có tính chất chu kỳ; 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 1,300 tỷ đồng. Tuy nhiên, hệ số thanh toán nợ của Vĩnh Hoàn sẽ giảm nhẹ do công ty sử dụng 348 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 (67%) và Octogone (Quảng Châu, 15%) là 2 khách hàng truyền thống hỗ trợ Vĩnh Hoàn xuất khẩu và phân phối, có lịch sử thanh toán tốt.

4. DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

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

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 14.4% 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 mua 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.

**Khuyến nghị mua với giá mục tiêu
55,000/Cp**

Hiện nay mức P/E trung bình ngành thủy sản Việt Nam nằm ở mức 14x so với mức P/E trung vị 10.8x giai đoạn 2012 – 2020. Với mức EPS dự phóng cho năm 2021F là 5,107/Cp chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua với giá mục tiêu 55,000/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 chiến tranh thương mại sẽ tác động đến thuế xuất khẩu vào thị trường Mỹ.

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>	5,586	6,200	11%
<i>Mỹ</i>	2,402	2,600	8%
<i>Châu Âu</i>	1,177	1,240	5%
<i>Trung Quốc</i>	1,177	1,420	21%
<i>Khác</i>	830	940	13%
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: VASEP

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