

[Thực phẩm – đồ uống]

09 tháng 4, 2021

CTCP Tập Đoàn Vĩnh Hoàn

(HOSE: VHC)

Lạc quan hậu Covid-19

Tăng tỷ trọng

(Báo cáo lần đầu)

**GIÁ MỤC TIÊU: VND
45,400****(Upside: +15,4%)**

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

Khuyến nghị và định giá

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cổ phiếu VHC với khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giá mục tiêu 45,400. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp P/E với hệ số mục tiêu 10,0x áp dụng trên EPS dự phóng 2021 là 4.538 đồng

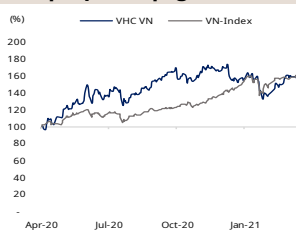
Quan điểm đầu tư

- Năm 2021 tiêu thụ cá tra toàn cầu sẽ phục hồi bước đầu sau ảnh hưởng nặng nề của đại dịch COVID-19. Ở Hoa Kỳ, thị trường lớn nhất của VHC, vaccine COVID-19 đã được triển khai tới khoảng 30% dân số ở cuối Q1/2021. Chúng tôi kỳ vọng Hoa Kỳ sẽ đạt tới miễn dịch cộng đồng trong Q4/2021 giúp hệ thống logistic nhập khẩu cá tra của nước này hồi phục trở lại so với trước dịch. Nhờ vậy, tiêu thụ cá tra tại Hoa Kỳ 2021 được dự báo sẽ tăng 7~10% so với CK sau khi giảm 31% trong năm 2020.
- Tiêu thụ cá tra ở khu vực EU năm 2021 được dự phóng sẽ tiếp tục tăng trưởng cao 20% so CK nhờ tác động kép 1) hệ thống logistic nhập khẩu cá tra phục hồi khi vaccine COVID-19 được phổ cập và 2) hệ thống phân phối của VHC được mở rộng sau khi thầu tóm CTCP XNK Sa Giang và 3) tính cạnh tranh của cá tra tại EU gia tăng khi thuế quan giảm dần về 0% nhờ EVFTA có hiệu lực 1/8/2021. Chúng tôi tin rằng EU sẽ vượt Trung Quốc để trở thành thị trường lớn thứ 2 của VHC sau Hoa Kỳ.
- Từ tháng 10/2020, công suất nhà máy collagen của VHC đã được nâng cấp lên 3.500 tấn/năm từ mức 2.000 tấn/năm trước đó. Chúng tôi tin rằng Collagen sẽ là sản phẩm chủ lực của VHC trong tương lai vì đây là sản phẩm công nghệ cao và có nhu cầu tiêu thụ lớn từ các lĩnh vực dược phẩm, mỹ phẩm và thực phẩm.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2021

- DT hợp nhất 2021 của VHC được dự phóng tăng 8,4% so CK lên mức 7.631 tỷ đồng. Trong đó, DT từ xuất khẩu cá tra 2021 được dự báo đạt 6.122 tỷ đồng (+9.6% so CK) nhờ sự phục hồi của các thị trường Hoa Kỳ và tốc độ tăng trưởng cao của thị trường EU. Bên cạnh đó, DT collagen được dự báo tăng trưởng 20% lên 692 tỷ đồng nhờ sản lượng cao hơn sau khi nâng cấp nhà máy.
- Chúng tôi tin rằng biên LNG của VHC 2021 sẽ được cải thiện 1,7 điểm phần trăm so CK lên 15,9 nhờ giá trung bình cao hơn và lượng tồn kho giá thấp năm 2020. Nhờ vậy, biên LNR của VHC 2021 được dự báo tăng 0,9 điểm phần trăm lên 10,9% giúp LNR đạt 832 tỷ đồng, tăng 18,1% so CK

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (08/04/2021, VND)	39,350	Vốn hoá (tỷ đồng)	7,160
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	832	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	182
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	N/A	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	50.2
Tăng trưởng EPS (21F, %)	18.1	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	24.3
P/E hiện tại (TTM, x)	10.0	Beta (12M)	1.1
P/E Thị trường (x)	16.0	Giá thấp nhất 52 tuần	24,300
VN-Index	1,234.9	Giá cao nhất 52 tuần	47,400

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-6.3	-5.9	46.8
Tương đối	-12.5	-11.5	-15.5

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
Năm tài chính (31/12)				
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	9,271	7,867	7,037	7,631
EBIT (Tỷ đồng)	1,685	1,132	683	871
Tăng trưởng EBIT	121.4%	-32.8%	-39.7%	27.6%
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	1,442	1,179	705	832
Tăng trưởng LNST	-0.7%	3.4%	6.5%	3.4%
EPS pha loãng (đồng) (*)	7,865	6,430	3,844	4,539
Tăng trưởng EPS pha loãng	138.5%	-18.2%	-40.2%	18.1%
ROE%	36.3%	24.4%	13.8%	14.9%
ROA%	23.1%	17.9%	9.8%	10.3%
Cổ tức tiền mặt/mệnh giá (%)	20%	40%	0%	20%

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

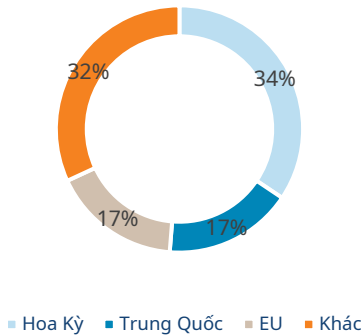
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Lợi nhuận sau thuế VHC 2021 dự phóng tăng trưởng 18% so cùng kỳ

Tiêu thụ cá tra tại thị trường Hoa Kỳ sẽ phục hồi nhờ triển khai nhanh vaccine COVID-19

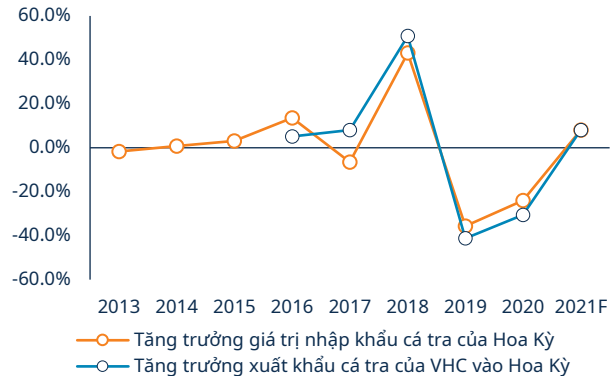
Hoa kỳ luôn là thị trường lớn nhất của VHC. Tăng trưởng tiêu thụ fillet cá tra đông lạnh của VHC ở Hoa Kỳ tăng trưởng rất mạnh trong giai đoạn 2015-18 khi đạt CARG 19,7% nhưng lại giảm sâu liên tiếp trong 2 năm 2019, 2020 với tỉ lệ tương ứng 41% và 31% so cùng kỳ. Chúng tôi tin rằng nguyên nhân cho sự suy giảm doanh thu của VHC tại thị trường này vào năm 2019 là do sản lượng thủy sản đánh bắt của nước này tăng đột biến dẫn đến nguồn cung nội địa tăng. Còn lý do trực tiếp dẫn đến sự suy giảm doanh số VHC tại Hoa Kỳ năm 2020 là sự gián đoạn của chuỗi logistic cá tra gây ra bởi đại dịch COVID-19. Cần lưu ý Hoa Kỳ là một trong số những quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi đại dịch trong năm 2020 với 30 triệu ca nhiễm bệnh và nửa triệu trường hợp tử vong. Việc triển khai các biện pháp phòng ngừa COVID-19 dẫn đến thời gian lưu kho, thời gian kiểm duyệt sản phẩm và thông quan chậm hơn rất nhiều kèm theo tình trạng thiếu vỏ container do hàng hóa bị kẹt tại các cảng không thể lưu chuyển.

Hình 1. Năm 2020, Hoa Kỳ tiếp tục là thị trường lớn nhất của VCH



Nguồn: VHC

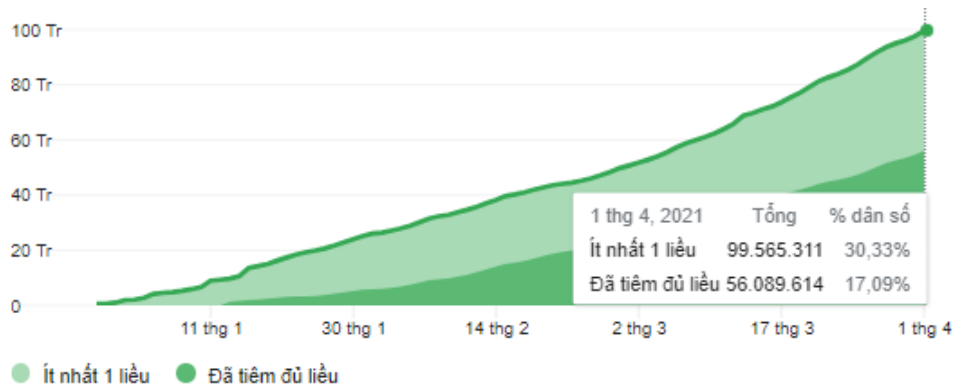
Hình 2. Nhập khẩu cá tra vào Hoa Kỳ năm 2020 giảm do COVID-19 và được dự báo phục hồi năm 2021



Nguồn: Uncomtrade, VHC, Mirae Asset Research

Tiêu thụ fillet cá tra tại Hoa Kỳ được kỳ vọng sẽ phục hồi nhanh chóng trong năm 2021 nhờ sớm đạt miễn dịch cộng đồng. Vaccine COVID-19 được triển khai tại nền kinh tế lớn nhất thế giới từ cuối tháng 12/2020. Đến hết quý 1/2021, dự tính khoảng 90 triệu dân Mỹ (~27% dân số) sẽ được tiêm ít nhất 1 liều và 15% dân số sẽ được tiêm đủ 2 liều vaccine. Chúng tôi tin rằng Mỹ sẽ đạt được tỉ lệ tiêm vaccine dẫn đến miễn dịch cộng đồng trong quý 4/2021 và nhờ vậy, chuỗi logistics tại thị trường này sẽ dần dần cải thiện và phục hồi trong năm 2021. Sự phục hồi của chuỗi logistics cũng sẽ giúp cho doanh thu của VHC tại thị trường Hoa Kỳ được dự phóng tăng trưởng 8% so cùng kỳ lên 113 triệu USD.

Hình 3. Hoa Kỳ đã triển khai Vaccine Covid-19 đến 30% dân số trong 3 tháng đầu năm 2021

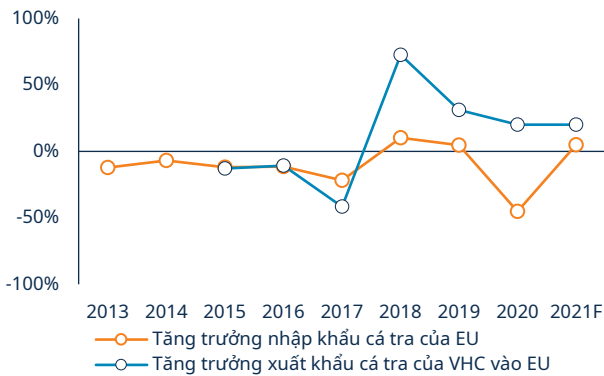


Nguồn: Ourworldindata

Tiêu thụ cá tra của khối EU được dự báo tăng tốc trong năm 2021 nhờ động lực kép: Vaccince, EVFTA và hệ thống phân phối của Sa Giang

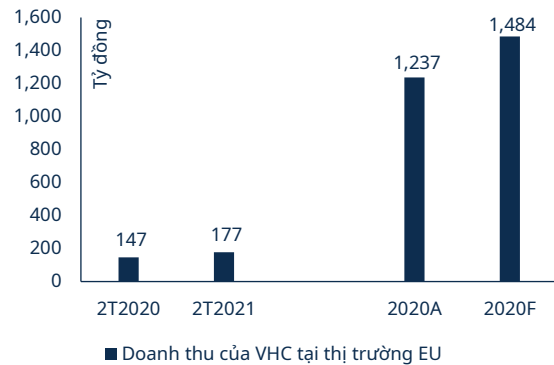
Doanh thu cá tra của VHC tại khu vực EU năm 2020 tăng trưởng 31% so với cùng kỳ, lên mức 51 triệu USD bất chấp thực tế giá trị nhập khẩu cá tra của khu vực này giảm tới 45% trong năm. Đây là năm thứ 3 liên tiếp doanh thu của VHC tại khu vực này đạt được mức tăng trưởng cao sau chuỗi sụt giảm trong giai đoạn 2012-17 do bị ảnh hưởng bởi những thông tin sai lệch về vệ sinh và chất lượng của cá tra được một số hãng truyền hình châu âu đăng tải. Chúng tôi tin rằng sự phục hồi khả quan này cho thấy VHC đã lấy lại được niềm tin của người tiêu dùng nhờ vào chất lượng sản phẩm hàng đầu của mình.

Hình 4. Doanh số bán hàng 2020 của VHC tại EU tăng mạnh bất chấp đại dịch



Nguồn: Uncomtrade, VHC, Mirae Asset Research

Hình 5. Dự báo doanh số của VHC tại EU năm 2021 Tăng 20% so cùng kỳ



Nguồn: VHC, Mirae Asset Research

Hiệp định EVFTA được áp dụng từ 1/8/2020 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. Không chỉ vậy, khu vực EU28 vốn là những quốc gia có thu nhập cao. Điều này dẫn đến kỳ vọng đây cũng sẽ là khu vực phổ cập Vaccine COVID-19 đứng trong top đầu toàn cầu. Cần lưu ý EU đã triển khai vaccine trở lại sau khi tạm ngừng tiêm chủng vì những lo ngại về tác dụng phụ của Vaccine AstraZeneca. Chúng tôi tin rằng EU sẽ đạt được mức miễn dịch cộng đồng trong quý 4/2021. Với hai nhân tố hỗ trợ như trên, chúng tôi dự báo doanh thu 2021 của VHC từ thị trường EU sẽ tăng trưởng 20% so với cùng kỳ lên mức 64 triệu USD và vượt thị trường Trung Quốc để trở thành thị trường lớn thứ 2, sau Hoa Kỳ.

Hình 6. Thuế nhập khẩu các sản phẩm cá tra Việt Nam vào EU sẽ giảm dần về 0% sau 3 năm kể từ 1/8/2020

Sản phẩm	HSCODE	Việt Nam				Trung Quốc		Indonesia	
		Thuế cơ bản	EVFTA (*)	MFN	GSP	Thuế cơ bản	AVE	MFN	GSP
Cá tra nguyên con đông lạnh	030324	8.0%	0.0%	4.5%	8.0%	8.0%	0.0%	8.0%	4.5%
Cá tra tươi, ướp lạnh	030272	8.0%	0.0%	4.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	4.5%
Cá tra phi lê tươi, ướp lạnh	030432	9.0%	0.0%	9.0%	5.5%	9.0%	9.0%	9.0%	5.5%
Cá tra phi lê, đông lạnh	030462	5.5%	0.0%	9.0%	5.5%	9.0%	0.0%	9.0%	5.5%

Nguồn: VASEP. Lưu ý: MFN – Thuế suất ưu đãi theo quy chế tối huệ quốc; GSP – Thuế suất ưu đãi phổ cập; AVE – Thuế giá trị tương đương.

Tăng tốc cho thị trường Châu Âu qua hệ thống phân phối của Sa Giang. Công ty cổ phần XNK Sa Giang là doanh nghiệp xuất khẩu bánh phồng tôm và gạo của Việt Nam với thị 46% doanh thu đến từ thị trường châu âu. Sa Giang có lịch sử phát triển 50 năm và đã hình thành được mạng lưới bán hàng tại 40 nước trên thế giới, trong đó có 15 nước châu âu. VHC đã hoàn tất thu tóm Sa Giang trong tháng 2/2021. Chúng tôi tin rằng thương vụ thu tóm Sa Giang khẳng định tham vọng tăng thị phần của VHC tại thị trường Châu Âu và Sa Giang sẽ là một nhân tố xúc tác mạnh cho tính khả thi của chiến lược này. Năm 2020, Sa Giang có doanh thu thuần/Lợi nhuận sau thuế lần lượt là

312 tỷ đồng và 30,9 tỷ đồng nhờ bán 6.329 tấn bánh phồng tôm và 2.136 tấn gạo. Bánh phồng tôm là nguồn doanh thu chính, thường xuyên chiếm khoảng 80% tổng doanh thu của công ty.

Hình 7. Sa Giang có mạng lưới bán hàng rộng khắp ở 15 nước thuộc khu vực EU

Châu Âu	Anh	Pháp	Đức	Hà Lan	Thụy Điển
	Thụy Sĩ	Đan Mạch	Cộng Hòa Séc	Nga	Phần Lan
	Ý	Áo	Hi Lạp	Bỉ	Hungary
Châu Á	Trung Quốc	Hàn Quốc	Nhật Bản	Malaysia	Campuchia
	Nepal	Đài Loan	Úc	Hong Kong	
Châu Mỹ	Mỹ	Canada			
Châu Phi	Nigeria	Bờ Biển Ngà	Yemen		
Trung Đông	Dubai				

Nguồn: Sa Giang

Doanh thu collagen tiếp tục tăng trưởng cao nhờ nâng cấp năng lực sản xuất

Vĩnh Hoàn đã được biết đến là nhà sản xuất collagen được chứng nhận ASC đầu tiên trên thế giới với sản phẩm có 100% tự nhiên, không chứa màu nhân tạo, không phụ gia và chất bảo quản, hướng tới sự bền vững thông qua việc các tác động đến quần thể cá hoang dã, môi trường nước và xã hội được giảm đáng kể và có thể đo lường được. Không giống như các sản phẩm collagen từ cá biển, collagen từ Vĩnh Wellness có hàm lượng muối thấp. Bên cạnh đó, sản phẩm còn đạt chứng nhận Halal với việc nuôi và sản xuất nói không với các sản phẩm từ heo, bò. Điều này có nghĩa là các sản phẩm được chấp nhận rộng rãi trên khắp các nền văn hóa và tôn giáo trong ngành công nghiệp thực phẩm chức năng và làm đẹp. Hiện nay collagen từ bò và lợn là hai nguồn phổ biến nhất trên thế giới. Năm 2019, VHC đã ra mắt thành công sản phẩm mới, đó là collagen Tripeptides và Nano collagen sau nhiều nỗ lực nghiên cứu và sản xuất thử nghiệm tro. Collagen Tripeptides và Nano collagen có khối lượng phân tử và chuỗi amino acid vượt trội hơn so với các sản phẩm collagen hiện có và chủ yếu đáp ứng nhu cầu trên thị trường cho mỹ phẩm chăm sóc da.

Hình 8. Collagen chiết xuất từ da cá Tra có nhiều đặc tính vượt trội so với sản phẩm từ các loại cá khác

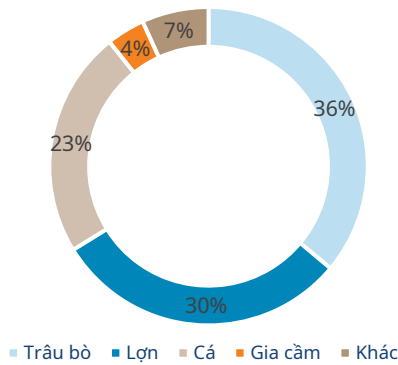
	COD SKIN	ALASKA POLLOCK SKIN	HAKE	MEGRIM	TILAPIA SKIN	PANGASIVUS	PORK SKIN
Hydroxyproline	50	55	59	60	79	108,6	91
Isoleucine	11	11	9	8	8	12,4	10
Leucine	22	20	23	21	23	25	24
Lysine	29	26	28	27	25	29,1	27
Methionine	17	16	15	13	9	12,5	4
Phenylalanine	16	12	15	14	13	19,1	14
Proline	106	9	114	115	119	123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

Nguồn: VCH

Doanh thu từ collagen của VHC năm 2020 tăng trưởng 14% so với cùng kỳ, đạt 25 triệu USD. Tốc

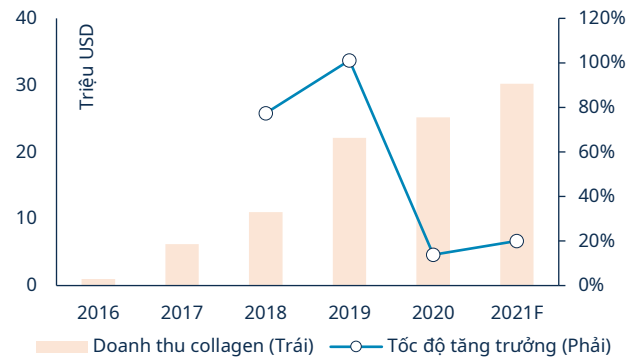
độ tăng trưởng doanh thu collagen năm 2020 giảm mạnh so với năm trước đó do nhà máy của VHC đã đạt công suất tối đa từ cuối năm 2019. VHC đã nâng cấp công suất nhà máy collagen lên 3.500 tấn sản phẩm/năm từ tháng 10/2020 từ mức 2.000 tấn/năm trước đó. Với mức công suất mới, chúng tôi dự báo doanh thu từ collagen của VHC năm 2021 tăng trưởng 20% so với cùng kỳ lên mức 30 triệu USD.

Hình 9. Năm 2018 hàng 23% collagen trên thế giới được sản xuất từ da cá



Nguồn: Visiongain

Hình 10. Doanh thu collagen năm 2021 của VHC được dự phóng tăng trưởng 20% so với cùng kỳ



Nguồn: VHC, Mirae Asset Research

Lợi nhuận sau thuế 2021 dự phóng tăng 18% so cùng kỳ

Tổng doanh thu 2021 của VHC dự phóng tăng trưởng 8.4% so với cùng kỳ lên mức 7.631 tỷ đồng nhờ sự phục hồi của thị trường Hòa Kỳ, sự tăng trưởng của thị trường EU và sản lượng Collagen cao hơn. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận 2021 được dự báo cải thiện 1,6 điểm phần trăm so với cùng kỳ lên mức 15,9% nhờ (1) giá 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%. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận tài chính và lợi nhuận khác của VHC 2021 sẽ giảm xuống 65 tỷ đồng từ mức 108 tỷ đồng do số dư trung bình tiền gửi ngắn hạn giảm sau khi chi 348 tỷ đồng thu tóm 51% cổ phần của Công ty Sa Giang vào tháng 1/2021. Kết quả, lợi nhuận sau thuế phân bổ cho cổ đông hiện hữu của VHC năm 2021 dự phóng đạt 832 tỷ đồng, tăng 18.1% so với cùng kỳ với mức EPS dự phóng đạt 4.539 đồng.

Hình 11. Dự phóng lợi nhuận 2021 của VHC

Đơn vị: Tỷ đồng	2021F	2020A	Thay đổi
Doanh thu hợp nhất	7,631	7,037	8.4%
Cá Tra	6,122	5,586	9.6%
Hoa Kỳ	2,594	2,402	8.0%
Trung Quốc	1,236	1,177	5.0%
Châu Âu	1,413	1,177	20.0%
Các nước khác	879	830	6.0%
Collagen	692	577	20.0%
Doanh thu nội địa	1,331	1,305	2.0%
Lợi nhuận gộp	1,216	1,001	21.5%
Biên LNG	15.9%	14.2%	1.7%p
Chi phí BH & QLDN	345	318	8.4%
% so với DTT	4.5%	4.5%	0.0%p
Lợi nhuận hoạt động	871	683	27.6%
Biên LN hoạt động	11.4%	9.7%	1.7%
LN Tài chính và LN khác	65	108	-40.2%
% LN so với LN TT	6.9%	13.7%	-6.8%
LN trước thuế	936	791	18.3%
Biên LN TT	12.3%	11.2%	1.0%
Chi phí thuế	104	86	20.2%
Thuế suất	11.1%	10.9%	0.2%
LN Sau thuế	832	705	18.1%
Biên LN ST	10.9%	10.0%	0.9%
LN ST cổ đông kiểm soát	832	705	18.1%
EPS pha loãng (VND)	4,539	3,844	18.1%

Nguồn: VCH, Mirae Asset Research

Lưu ý: Mô hình dự phóng của chúng tôi không hợp nhất SGC

Duy trì tình hình tài chính tốt trong đại dịch

Dòng tiền từ HĐKD giảm năm 2020 nhưng sẽ phục hồi trong năm 2021

Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh năm 2020 của VHC giảm 72% so cùng kỳ xuống 420 tỷ đồng với tỉ lệ lưu chuyển tiền từ HĐKD/Doanh thu giảm xuống mức 6,0% so với mức 18,9% của năm trước đó. Chúng tôi cho rằng dòng tiền giảm có 3 nguyên nhân: 1) tính chu kỳ của hoạt động xuất khẩu cá tra, 2) tốc độ luân chuyển hàng hóa chậm hơn do chuỗi logistics tại các thị trường đều bị ảnh hưởng bởi COVID-19 và 3) VHC chủ động gia hạn thanh toán cho các khách hàng lớn nhằm hỗ trợ khách hàng trong tình trạng khó khăn và giảm hàng tồn kho tại công ty. Chúng tôi đánh giá tình trạng dòng tiền của VHC là khả quan so với tình trạng dòng tiền của các doanh nghiệp cá tra xuất khẩu nói chung trong ảnh hưởng nghiêm trọng của COVID-19. Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng lưu chuyển tiền từ HĐKD của VHC sẽ phục hồi về mức 937 tỷ đồng, tăng 122% so với cùng kỳ với tỉ lệ giá trị lưu chuyển tiền mặt từ HĐKD/Doanh thu phục hồi về mức 12% từ mức 6% năm 2020.

Không có rủi ro mất thanh khoản

Chúng tôi dự phóng vòng quay tiền mặt của VHC năm 2021 sẽ ở mức 134 ngày. Đây là mức tương đương năm 2020 và chậm hơn không đáng kể so với mức trung bình 3 năm gần nhất được ghi nhận ở 130 ngày. Bên cạnh đó, tổng nợ vay của VHC năm 2021 được dự báo duy trì dưới 1.300 tỷ đồng với hệ số thanh toán nhanh và tức thời lần lượt là 1,6 lần và 0,6 lần. Như vậy, chúng tôi đánh giá VHC sẽ tiếp tục duy trì năng lực tài chính mạnh trong năm 2021 và không có rủi ro mất thanh khoản. Lưu ý, nhóm hệ số khả năng thanh toán nợ vay của VHC được dự báo giảm nhẹ trong năm 2021 so với cùng kỳ do công ty đã sử dụng 348 tỷ đồng để thu tóm công ty Sa Giang trong tháng 2/2021.

Hình 12. Hệ số vòng quay tiền mặt tăng nhẹ năm 2020 do tác động của đại dịch COVID-19

	2018	2019	2020	2021F
Phân tích DuPont				
Hệ số gánh nặng thuế (x)	0.85	0.90	0.89	0.89
Hệ số gánh nặng lãi vay (x)	1.00	1.16	1.16	1.07
Biên lợi nhuận trước thuế và lãi tiền gửi (%)	0.18	0.14	0.10	0.11
Vòng quay tổng tài sản (x)	1.48	1.20	0.98	0.94
Đòn bẩy tài chính (x)	1.56	1.35	1.39	1.44
Tỉ lệ thu nhập trên vốn chủ sở hữu (ROE)	35.9%	24.2%	13.7%	14.8%
Hệ số vốn lưu động				
Hệ số thanh toán hiện thời (x)	1.84	2.69	2.43	2.36
Hệ số thanh toán nhanh (x)	1.22	1.86	1.66	1.59
Hệ số thanh toán tiền mặt (x)	0.29	0.92	0.72	0.65
Vòng quay tiền mặt (Ngày)	127.2	130.3	134.4	134.8
Thời gian thu hồi tiền hàng (Ngày)	75.7	66.0	66.0	66.0
Vòng quay hàng tồn kho (Ngày)	65.3	80.7	88.1	88.9
Thời gian thu hồi nợ (days)	13.8	16.3	19.7	20.1
Hệ số dòng tiền				
Dòng tiền từ HĐKD/Lợi nhuận ròng (%)	47%	126%	60%	113%
Dòng tiền từ HĐKD/Doanh thu (%)	7%	19%	6%	12%
Dòng tiền từ HĐKD/Tổng tài sản (%)	11%	23%	6%	12%
Dòng tiền từ HĐKD/Vốn CSH (%)	17%	31%	8%	17%
Khả năng trả nợ (x)	1.33	1.31	0.58	0.69
Khả năng trả lãi vay (x)	32.8	10.4	4.7	5.8

Nguồn: VNM, Mirae Asset Research

Định giá và khuyến nghị

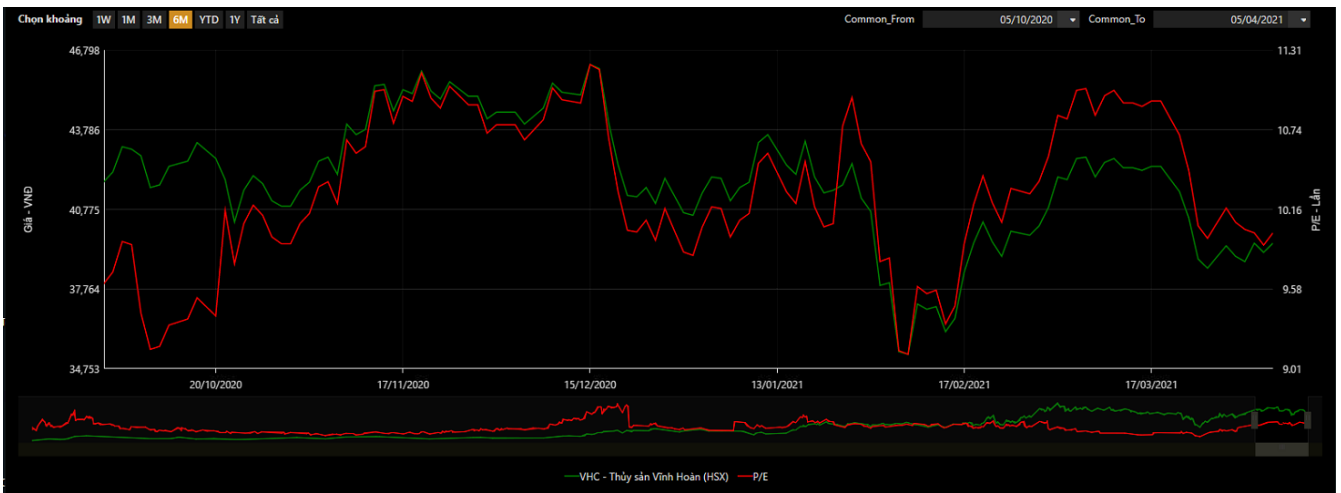
Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cổ phiếu VHC với khuyến nghị **Tăng Tỉ Trọng** và mức **giá mục tiêu 45.400 đồng**. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp P/E với hệ số 10,0x (Trung bình lịch sử 6 tháng gần nhất) áp dụng trên EPS pha loãng dự phóng năm 2021 là 4.539 đồng. Chúng tôi đánh giá cao vị thế của VHC trong chuỗi cung ứng cá tra toàn cầu và năng lực chế biến sâu các sản phẩm có nguyên liệu từ cá tra của công ty. Đặc biệt năng lực sản xuất Collagen từ da cá tra của VHC là duy nhất ở Việt Nam trong thời điểm hiện tại và năng lực này có thể đem lại tiềm năng kinh tế rất lớn cho VHC trong tương lai, giúp mô hình của công ty chịu ít ảnh hưởng hơn từ tính chu kỳ của sản phẩm cá tra.

Hình 13. Mô hình định giá P/E

	Giá trị	Đơn vị
LNST 2021 dự phóng	832.3	Tỷ đồng
Số cổ phiếu lưu hành 2021	183.4	Triệu cổ phiếu
EPS pha loãng 2021 dự phóng	4,538	Đồng
Hệ số P/E mục tiêu	10.0	lần
Giá hợp lý	45,385	Đồng
Giá mục tiêu	45,400	Đồng

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 14. Lịch sử định giá P/E của VHC – 6 tháng gần nhất



Nguồn: FiinPro

Hình 15. Bảng so sánh doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam (Số liệu cập nhật ngày 6/4/2021)

Mã CK	Tên doanh nghiệp	Sàn	Vốn hóa (Tỷ VND)	TT TTM EPS	TTM P/E (x)	TTM P/B (x)	ROE	ROA	D/E (x)
VHC	Thủy sản Vĩnh Hoàn	HOSE	7,187	-38.5%	10.0	1.4	14.3%	10.4%	0.4
ASM	Tập đoàn Sao Mai	HOSE	3,987	-23.4%	8.2	0.9	7.4%	2.9%	1.6
SEA	SEAPRODEX	UPCOM	2,994	-19.0%	11.2	1.1	9.7%	8.1%	0.2
ANV	Thủy sản Nam Việt	HOSE	2,911	-71.2%	14.4	1.3	8.6%	4.5%	1.1
IDI	Đầu tư và PT Đa Quốc Gia	HOSE	1,596	-69.4%	16.6	0.6	3.3%	1.3%	1.6
DAT	ĐT Du lịch và PT Thủy sản	HOSE	1,265	-16.6%	24.4	2.0	8.4%	3.2%	1.5
		Trung bình	3,323	-40%	14.1	1.2	8.6%	5.1%	1.1

Nguồn: FiinPro

Rủi ro giảm giá và rủi ro tái định giá

Khách hàng lớn mất khả năng thanh toán.

Tổng giá trị phải thu khách hàng của VHC tại 31/12/2020 được ghi nhận tại 1.267 tỷ đồng, trong đó khoản phải thu tập trung chủ yếu ở hai khách hàng nước ngoài lớn là Coast Beacon (854 tỷ đồng, chiếm 67%) và Octogone (Guangzhou) Trading Co., Ltd (199 tỷ đồng, chiếm 15%). Đây là hai khách hàng truyền thống của VHC và có lịch sử thanh toán tốt. Tuy nhiên nếu các khách hàng này mất khả năng thanh toán một phần hoặc toàn bộ sẽ dẫn đến thiệt hại tài chính và làm giảm lợi nhuận của VHC trong kỳ.

Chuỗi logistics cá tra phục hồi chậm hơn dự kiến

Tiêu thụ cá tra toàn cầu năm 2020 giảm với nguyên nhân chủ yếu là chuỗi logistics cá tra bị gián đoạn do Covid-19. Do đó, nếu quá trình phổ biến vaccine Covid-19 diễn ra chậm hơn so với kỳ vọng hoặc có một rủi ro tương tự đại dịch bùng phát sẽ dẫn đến tiêu thụ cá tra toàn cầu phục hồi chậm ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận của VHC.

Dịch bệnh trên cá tra

Cá tra ít bị bệnh dịch. Tuy nhiên nếu trường hợp này xảy ra sẽ làm chi phí nguyên liệu của VHC tăng. Trong khi đó VHC khó tăng giá xuất khẩu do cá tra bị cạnh tranh khá mạnh bởi các loại cá thịt trắng khác, bao gồm cá rô phi từ Trung Quốc và cá Minh Thái của Nga. Hậu quả của rủi ro này là lợi nhuận của VHC có thể ghi nhận thấp hơn so với kỳ vọng do biên lợi nhuận giảm.

Chiến tranh thương mại

Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của VHC. Đầu năm 2020, bộ thương mại Hoa Kỳ đã đưa Việt Nam vào danh sách quốc gia thao túng tiền tệ. Nếu Hoa Kỳ và Việt Nam không thể đi đến thỏa thuận trong vấn đề này có thể sẽ dẫn đến việc Hoa Kỳ tăng thuế lên các sản phẩm thủy sản Việt Nam nói chung. Nếu rủi ro này xảy ra thì doanh thu và lợi nhuận của VHC có thể bị giảm đáng kể.

Công ty Cổ phần Tập Đoàn Vĩnh Hoàn

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9,271	7,867	7,037	7,631
Giá vốn hàng bán	(7,232)	(6,334)	(6,036)	(6,414)
Lợi nhuận gộp	2,039	1,533	1,001	1,216
Chi phí bán hàng và QLDN	(354)	(401)	(318)	(345)
Lợi nhuận hoạt động	1,685	1,132	683	871
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	2	177	108	65
Lợi nhuận trước thuế	1,688	1,309	791	936
Thuế TNDN	(245)	(130)	(86)	(104)
Lợi nhuận sau thuế	1,442	1,179	705	832
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,442	1,179	705	832
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	(0)	-	-	-

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
Lợi nhuận trước thuế	1,688	1,309	791	936
Khấu hao và phân bổ	156	165	201	250
Chi phí không bằng tiền khác	104	(40)	41	-
Chi tiền mặt khác	(48)	(225)	(252)	65
Chi phí thuế	(98)	(247)	(165)	(104)
LC tiền từ HĐKD trước TĐ vốn LD	1,802	963	617	1,147
Thay đổi các khoản phải thu ngắn hạn	(1,294)	648	(165)	(107)
Thay đổi hàng tồn kho	(653)	9	(123)	(126)
Thay đổi tài sản ngắn hạn khác	7	5	6	(46)
Tăng/giảm phải trả ngắn hạn	844	(67)	69	27
Tăng/giảm chi phí trả trước	(12)	(45)	(63)	3
Tăng giảm các khoản phải trả ngắn hạn khác	(14)	(24)	80	40
LC tiền từ HĐ Kinh doanh	680	1,489	420	937
Mua sắm tài sản cố định	(715)	(378)	(606)	(492)
Tăng giảm đầu tư dài hạn	(229)	(454)	27	(243)
Tăng giảm tài sản dài hạn khác	242	88	168	138
LC Tiền từ HĐ Đầu tư	(702)	(743)	(411)	(596)
Phát hành cổ phiếu	10	-	-	-
Mua lại cổ phiếu	-	(114)	-	-
Tăng/giảm dư nợ	373	(403)	309	83
Chi trả cổ tức	(363)	(185)	(364)	(364)
LC tiền từ HĐ tài chính	20	(703)	(55)	(281)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(2)	43	(46)	61
Số dư đầu năm	45	43	86	41
Số dư cuối năm	43	86	41	102

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	4,140	4,611	4,726	4,962
Tiền	43	86	41	102
Đầu tư ngắn hạn	608	1,492	1,365	1,259
Phải thu ngắn hạn	1,924	1,422	1,273	1,381
Tồn kho	1,386	1,414	1,498	1,625
Khác	180	198	549	596
Tài sản dài hạn	2,113	1,961	2,431	3,127
Đầu tư liên kết liên doanh	389	1	62	410
Tài sản cố định hữu hình	1,110	1,216	1,503	1,745
Tài sản dài hạn khác	613	744	866	972
Tổng tài sản	6,253	6,573	7,158	8,089
Nợ ngắn hạn	2,251	1,716	1,945	2,099
Phải trả ngắn hạn	274	282	326	353
Vay nợ ngắn hạn	1,269	866	1,106	1,189
Nợ ngắn hạn khác	707	567	513	557
Nợ dài hạn	33	19	86	389
Nợ vay dài hạn	0	0	69	69
Nợ dài hạn khác	33	19	17	320
Tổng nợ	2,283	1,735	2,031	2,488
Vốn chủ sở hữu	3,970	4,835	5,123	5,597
Vốn góp chủ sở hữu	924	1,834	1,834	1,834
Thặng dư cổ phần	2,867	2,932	3,214	3,682
Lợi nhuận giữ lại	178	70	75	81
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	2	4	4
Tổng nguồn vốn	6,253	6,573	7,158	8,089

Các chỉ số chính

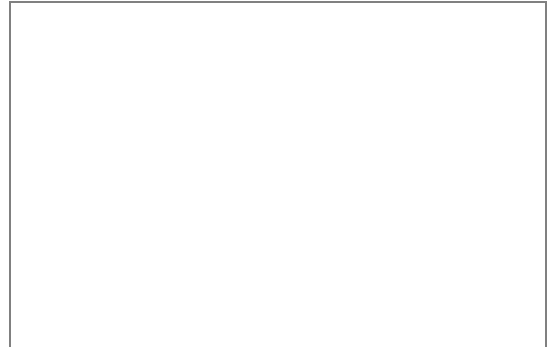
	2018	2019	2020F	2021F
EPS pha loãng (VND)	7,865	6,430	3,844	4,539
Giá trị sổ sách/CP (VND)	42,959	26,369	27,937	30,523
Nợ ròng/CP (VND)	13,738	4,723	6,406	6,860
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức	25.2%	15.7%	51.6%	43.7%
Tăng trưởng doanh thu	13.7%	-15.1%	-10.5%	8.4%
Tăng trưởng EBITDA	91.8%	-29.5%	-31.9%	26.9%
Tăng trưởng LN hoạt động	121.4%	-32.8%	-39.7%	27.6%
Tăng trưởng EPS pha loãng	138.5%	-18.2%	-40.2%	18.1%
Vòng quay phải thu (x)	5	6	6	6
Vòng quay hàng tồn kho (x)	5	4	4	4
Vòng quay phải trả (x)	34	28	22	22
ROA	23.1%	17.9%	9.8%	10.3%
ROE	36.3%	24.4%	13.8%	14.9%
ROIC	35.9%	20.9%	11.8%	13.8%

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
Công ty cổ phần Tập đoàn Vĩnh Hoàn	08/04/2021	Tăng tỉ trọng	45,400



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is

directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)