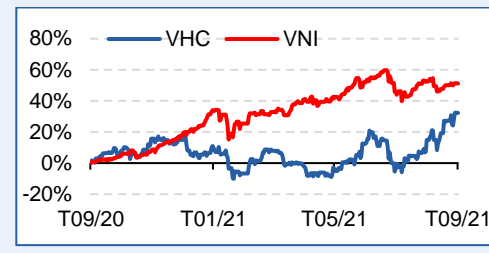


Ngành	Nông nghiệp	2020	2021F	2022F	2023F	
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>13/09/2021</b>	Tăng trưởng DT	-10,5%	19,2%	11,3%	7,3%
Giá hiện tại	53.000VND	Tăng trưởng EPS (1)	-38,8%	27,9%	35,9%	15,7%
Giá mục tiêu hiện tại	65.200VND	Tăng trưởng EPS (2)	-36,5%	35,9%	35,9%	15,7%
Giá mục tiêu gần nhất	45.000VND	Biên LN gộp (1)	14,4%	19,6%	21,7%	22,3%
TL tăng	+23,0%	Biên LN ròng (1)	10,2%	11,0%	13,4%	14,4%
Lợi suất cổ tức	1,9%	EV/EBITDA (1)	11,3x	8,1x	6,1x	5,3x
Tổng mức sinh lời	+24,9%	P/E (2)	15,0x	11,0x	8,1x	7,0x



		VHC	Peers	VNI	
GT vốn hóa	415,6tr USD	P/E (trượt) <sup>(2)</sup>	14,8x	13,9x	16,1x
Room KN	322,1tr USD	P/B (hiện tại)	1,8x	0,9x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	5,2tr USD	Nợ ròng/CSH	0,1x	0,6x	N/A
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	13,7%	6,4%	16,3%
SL cổ phiếu lưu hành	181,9 tr	ROA	10,0%	4,1%	2,7%
Pha loãng	181,9 tr				

(1) báo cáo; (2) cốt lõi; (3) CT cùng ngành trong nước

**Tổng quan về Công ty**  
 CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, chuyên nuôi trồng thủy sản, chế biến cá và collagen & gelatin (C&G). Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi ước tính các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 44% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và hầu hết lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2020.

**Đào Danh Long Hà, CFA**  
 Chuyên viên cao cấp

**Đặng Văn Pháp, CFA**  
 Phó Giám đốc

## Tận dụng lợi thế khi dịch COVID-19 ảnh hưởng đến các đối thủ cạnh tranh

- Chúng tôi nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA dành cho CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) vì các gián đoạn liên quan đến dịch COVID-19 đến hoạt động của các đối thủ cạnh tranh đang thúc đẩy thị phần và giá bán cá phi lê của VHC.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 45% khi (1) chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021/ 2022/2023 lên lần lượt là 29%/13%/4%, nhờ dự báo giá bán trung bình (ASP) cá phi lê cao hơn và (2) chúng tôi cập nhật mô hình định giá mục tiêu từ giữa năm 2022 đến năm 2022.
- Mức dự báo tăng trưởng của chúng tôi cho LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi năm 2021 là 36% dựa trên cơ sở lợi nhuận ròng mảng cá phi lê dự kiến tăng 60%, bù đắp cho mức giảm dự kiến 13% trong lợi nhuận ròng của mảng C&G do nhu cầu thấp.
- Trong năm 2022, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi tăng 36% khi chúng tôi kỳ vọng cả lợi nhuận từ cá phi lê (+32% YoY) và C&G (+51% YoY) sẽ tăng lên khi nhu cầu phục hồi từ các gián đoạn do dịch COVID-19.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E 2022 của VHC là 10 lần so với P/E trượt trung bình 5 năm là 7,5 lần. Chúng tôi cho rằng việc đánh giá lại là phù hợp khi đóng góp lợi nhuận lớn hiện tại của mảng C&G (chiếm 27% trong năm 2022 so với 0% trong năm 2017) và quan điểm của chúng tôi rằng mảng C&G nên giao dịch ở mức cao hơn so với hoạt động kinh doanh cá phi lê truyền thống của VHC.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Các quy định thắt chặt nhập khẩu kéo dài của Trung Quốc do lo ngại về dịch COVID-19 lây lan từ thủy sản đông lạnh nhập khẩu; doanh số C&G thấp hơn mong đợi.

**Dịch COVID-19 bùng phát nghiêm trọng làm gián đoạn chuỗi cung ứng cá tra nhưng giảm bớt cạnh tranh cho VHC.** Theo công ty nghiên cứu thị trường Agromonitor, sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam giảm 25% YoY trong T7-8/2021 sau khi tăng trưởng 15% YoY trong H1 2021 do COVID-19 cản trở hoạt động thu mua cá tra nguyên liệu, sản xuất phi lê và vận chuyển. Theo quan sát của chúng tôi, các nhà xuất khẩu lớn như Biển Đông (số 2 tại thị trường Mỹ), Gò Đàng (số 1 tại thị trường Trung Quốc) và Trường Giang (số 3 tại thị trường Trung Quốc) đã phải tạm dừng hoạt động. Tận dụng cơ hội này, thị phần sản lượng xuất khẩu của VHC đã tăng lên 17,2% trong tháng 8/2021 so với 10,5% của H1 năm 2021 và H1 2020 là 12,4%, theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi dự đoán sản lượng phi lê của VHC sẽ tăng 2%/8% YoY vào năm 2021F/2022F, vượt trội hơn mức tăng trưởng của ngành -16%/5% YoY.

**Ngoài sản lượng, bối cảnh cung cầu thuận lợi hiện tại có lợi cho ASP phi lê và điều khoản hợp đồng của VHC.** Theo Agromonitor, ASP phi lê của VHC (mỗi kg) đạt 3,3 USD trong tháng 8/2021 từ mức 2,9 USD của Q2 và 2,6 USD của quý 3/2020. Trong khi đó, hợp đồng free-on-board (trong đó các nhà xuất khẩu không chịu chi phí vận chuyển) chiếm 85% giá trị xuất khẩu của VHC sang Mỹ vào tháng 8/2021 so với 20% trong quý 1/2021. Theo quan điểm của chúng tôi, việc mở cửa trở lại đang diễn ra của ngành dịch vụ ăn uống toàn cầu sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu cá tra. Trong khi đó, nguồn cung cá tra của Việt Nam có thể không phục hồi hoàn toàn cho đến năm 2023 do sự gián đoạn nghiêm trọng của COVID-19 đối với hoạt động sản xuất cá tra phi lê, điều này cũng đang gây áp lực tăng thêm lên giá cá nguyên liệu và theo đó là người nuôi cá tra. Chúng tôi dự đoán ASP phi lê 2021F/2022F của VHC sẽ tăng lên 3,2 USD/USD3,4 vào năm 2021F/2022F từ mức 2,8 USD của năm 2020.

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>7.037</b>	<b>8.389</b>	<b>9.338</b>	<b>10.023</b>
Giá vốn hàng bán	-6.036	-6.746	-7.311	-7.789
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.015</b>	<b>1.643</b>	<b>2.027</b>	<b>2.235</b>
Chi phí bán hàng	-171	-461	-467	-481
Chi phí quản lý DN	-148	-210	-230	-245
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>695</b>	<b>972</b>	<b>1.330</b>	<b>1.509</b>
Thu nhập tài chính	227	144	175	222
Chi phí tài chính	-101	-80	-88	-95
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-38</i>	<i>-47</i>	<i>-51</i>	<i>-55</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-18	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>803</b>	<b>1.035</b>	<b>1.416</b>	<b>1.636</b>
Thuế TNDN	-84	-107	-158	-181
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>719</b>	<b>928</b>	<b>1.259</b>	<b>1.455</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	-8	-8	-9
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>719</b>	<b>920</b>	<b>1.251</b>	<b>1.447</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>677</b>	<b>920</b>	<b>1.251</b>	<b>1.447</b>
EBITDA	898	1.250	1.666	1.904
EPS báo cáo, VND	3.756	4.805	6.530	7.554
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	3.534	4.805	6.530	7.554
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> VND	3.534	4.805	6.530	7.554
DPS, VND	1.000	1.500	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	28,3%	31,2%	0,6%	26,5%

(1) Không tính các khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-10,5%	19,2%	11,3%	7,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-38,6%	39,7%	36,9%	13,5%
Tăng trưởng LNTT	-38,7%	28,9%	36,8%	15,5%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-36,5%	35,9%	35,9%	15,7%

Khả năng sinh lời	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	14,4%	19,6%	21,7%	22,3%
Biên LN từ HĐ %	9,9%	11,6%	14,2%	15,1%
Biên EBITDA	12,8%	14,9%	17,8%	19,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	9,6%	11,0%	13,4%	14,4%
ROE %	14,3%	16,5%	19,4%	19,5%
ROA %	10,4%	11,9%	14,2%	14,6%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2020	2021F	2022F	2023F
Số ngày tồn kho	88	86	83	77
Số ngày phải thu	70	62	62	57
Số ngày phải trả	18	17	16	16
TG luân chuyển tiền	140	132	129	119

Thanh khoản	2020	2021F	2022F	2023F
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,3	2,4	2,5
CS thanh toán nhanh	1,7	1,5	1,7	1,8
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	-0,0	-0,0	-0,1	-0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	18,1	20,8	26,0	27,6

Nguồn: số liệu công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương	41	41	63	79
Đầu tư TC ngắn hạn	1.364	1.375	2.123	2.658
Các khoản phải thu	1.270	1.601	1.557	1.589
Hàng tồn kho	1.508	1.686	1.627	1.669
TS ngắn hạn khác	552	214	233	251
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>4.735</b>	<b>4.917</b>	<b>5.604</b>	<b>6.246</b>
TS dài hạn (gộp)	3.360	4.278	5.025	5.927
- Khấu hao lũy kế	-1.168	-1.497	-1.799	-2.160
TS dài hạn (ròng)	2.193	2.781	3.226	3.766
Đầu tư TC dài hạn	62	62	62	62
TS dài hạn khác	211	463	458	453
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>2.466</b>	<b>3.306</b>	<b>3.746</b>	<b>4.281</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>7.202</b>	<b>8.223</b>	<b>9.349</b>	<b>10.527</b>
Phải trả ngắn hạn	326	301	326	347
Nợ ngắn hạn	1.106	1.235	1.339	1.426
Nợ ngắn hạn khác	509	607	682	732
Tổng nợ ngắn hạn	1.941	2.143	2.347	2.506
Nợ dài hạn	69	69	69	69
Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.026</b>	<b>2.228</b>	<b>2.432</b>	<b>2.591</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	224	224	224	224
Vốn CP	1.834	1.834	1.834	1.834
Lợi nhuận giữ lại	3.116	3.869	4.784	5.795
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	2	68	76	84
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.176</b>	<b>5.994</b>	<b>6.917</b>	<b>7.937</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>7.202</b>	<b>8.223</b>	<b>9.349</b>	<b>10.527</b>

Số cp lưu hành cuối năm.tr	181,9	181,9	181,9	181,9
Số cp quỹ. tr	1,4	1,4	1,4	1,4

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>86</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>63</b>
Lợi nhuận sau thuế	719	920	1.251	1.447
Khấu hao	203	278	336	395
Thay đổi vốn lưu động	-311	-98	183	-20
Điều chỉnh khác	-219	-38	-55	-64
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>392</b>	<b>1.062</b>	<b>1.715</b>	<b>1.758</b>
Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-551	-755	-747	-902
Đầu tư	166	-255	-777	-564
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-384</b>	<b>-1.010</b>	<b>-1.524</b>	<b>-1.466</b>
Cổ tức đã trả	-364	-182	-273	-364
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	239	130	104	87
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	71	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-53</b>	<b>-52</b>	<b>-169</b>	<b>-276</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-46</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>16</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>63</b>	<b>79</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[Alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:Alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.