

**CTCP VĨNH HOÀN (HSX: VHC)**

**Giá bán cá tra cao bù đắp chi phí hoạt động tăng**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY21	Q1-FY21	+/- qoq	Q2-FY20	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.343	1.788	31,0%	1.658	41,3%
Lợi nhuận sau thuế	261	131	98,9%	224	16,3%
EBIT	283	133	112,1%	259	9,2%
Tỷ suất EBIT	12,1%	7,5%	461bps	15,6%	-355bps

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

**6T 2021 – LNST chỉ tăng 4% n/n do chi phí logistics tăng mạnh**

- Doanh thu thuần trong 6T 2021 tăng 24% n/n đạt 4.131 tỷ đồng, chủ yếu nhờ tăng trưởng doanh thu phi lê (+17% n/n) và phụ phẩm (+60% n/n). Doanh thu xuất khẩu phi lê sang Mỹ tăng 39% n/n nhờ nhu cầu ăn uống phục hồi mạnh sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Ngược lại, doanh thu của collagen và gelatin (C&G) đi ngang so với cùng kỳ do nhu cầu tiêu thụ yếu bởi ảnh hưởng của COVID-19.
- Lợi nhuận gộp đạt 706 tỷ đồng, tăng 55% n/n chủ yếu nhờ giá bán tại Mỹ phục hồi tốt (dao động 3-3,5 USD/kg, tăng khoảng 15% n/n).
- LNST 6T 2021 chỉ tăng 4% n/n đạt 392 tỷ đồng do giá cước vận tải tăng cao và tình trạng khan hiếm container khiến chi phí logistics tăng vọt 208% n/n.

**Triển vọng 2021 – Giá bán cá tra tăng sẽ bù đắp cho chi phí hoạt động tăng cao**

Trong Q3/2021, chúng tôi dự phóng doanh thu của VHC là 2.249 tỷ đồng (+25% n/n), trong đó doanh thu mảng phi lê tăng mạnh 30% n/n nhờ giá bán trung bình phi lê phục hồi mạnh 24% n/n trong khi sản lượng sẽ chỉ tăng 5% n/n do ảnh hưởng của giãn cách xã hội khiến công suất hoạt động giảm. LNST sẽ đạt 233 tỷ đồng (+33% n/n) nhờ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mở rộng.

Cả năm 2021, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tăng lên 19,1% (+491 điểm cơ bản) sẽ bù đắp cho chi phí bán hàng & QLDN tăng 132% n/n, được thúc đẩy bởi sản lượng và giá bán bình quân phi lê tăng lần lượt 9% và 11% n/n. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2021 của VHC lần lượt là 8.771 tỷ đồng (+25% n/n) và 872 tỷ đồng (+24% n/n).

**Quan điểm và khuyến nghị:**

Dù chi phí bán hàng & QLDN tăng cao, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cá tra phi lê tăng và giá bán cá tra bình quân phục hồi sẽ giúp LNST của VHC ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số năm 2021. Sau 2021, chúng tôi tin rằng LNST của VHC sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ giá bán cá tra tiếp tục được cải thiện, chi phí hoạt động dần hạ nhiệt sau khi COVID-19 được kiểm soát và triển vọng dài hạn sáng hơn của mảng collagen & gelatin.

Sử dụng kết hợp phương pháp DCF và SoTP tỷ lệ 50:50, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của VHC là **60.000 đồng/cp**, tương đương **mức sinh lời kỳ vọng 22%** bao gồm lợi suất cổ tức tiền mặt 2% theo giá thị trường ngày 20/09/2021. Chúng tôi **nâng khuyến nghị từ TÍCH LŨY lên MUA**. Giá mục tiêu được nâng lên dựa trên các luận điểm sau: (1) biên lợi nhuận gộp tăng nhờ dự phóng giá bán bình quân cá tra cao hơn, giúp tăng trưởng n/n của LNST sau CĐTĐ đạt lần lượt 24%/32%/22% trong giai đoạn 2021F-2023F, (2) chuyển phương pháp định giá PE sang định giá từng phần vì chúng tôi cho rằng mảng collagen & gelatin xứng đáng được định giá ở mức PE cao hơn mảng cá tra, (3) chúng tôi áp dụng mức định giá PE 10 lần cho mảng cá tra vì chúng tôi cho rằng VHC đang dần bước vào chu kỳ tăng trưởng mới của ngành cá tra, giúp công ty sẽ tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh ở mức cao năm 2022.

**MUA +22%**

Giá thị trường (VND)	49.900
Giá mục tiêu (VND)	60.000
Cổ tức tiền (VND)*	1.000

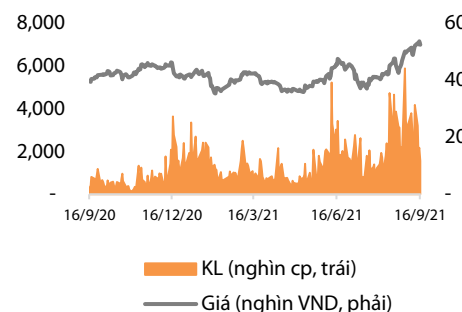
\*Kỳ vọng trong 12 tháng tới

**Thông tin cổ phiếu**

Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.424
SLCPDLH (triệu cp)	181,9
KLGD TB 20 phiên	2.937.390
Free float (%)	50,2
Giá cao nhất 52 tuần	53.800
Giá thấp nhất 52 tuần	34.550
Beta	1,15

	FY2020	Hiện tại
EPS	3.844	4.035
Tăng trưởng EPS (%)	-37,1	-11,3
EPS điều chỉnh	3.844	4.035
P/E	10,8x	13,0x
P/B	1,5x	1,8x
EV/EBITDA	8,1x	10,4x
Tỷ suất cổ tức (%)	4,8	4,8
ROE (%)	13,6	13,8

**Diễn biến giá**



**Cổ đông lớn (%)**

Trương Thị Lệ Khanh	43,5%
Mitsubishi Corp	6,6%
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	73,9%

**Nguyễn Hồng Loan**

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1531

[loan.nh@vdsc.com.vn](mailto:loan.nh@vdsc.com.vn)

**Đào Phước Toàn**

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1518

[toan.dp@vdsc.com.vn](mailto:toan.dp@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2/2021**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY21	Q4-FY20	+/- (qoq)	Q1-FY20	+/- (yoy)
Doanh thu	2.343	1.788	31,0%	1.658	25,4%
Lợi nhuận gộp	433	273	58,8%	331	29,3%
Chi phí bán hàng và quản lý	150	139	7,8%	72	91,4%
Thu nhập HĐKD	283	133	112,1%	259	5,5%
EBITDA	355	204	74,4%	307	14,2%
EBIT	283	133	112,1%	259	5,5%
Chi phí tài chính	30	19	58,3%	37	-10,9%
- Chi phí lãi vay	8	6	22,7%	10	-38,0%
Khấu hao	72	70	2,9%	49	50,5%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	302	152	98,4%	252	7,2%
Lợi nhuận sau thuế	261	131	98,9%	224	4,2%
(*) Lợi nhuận sau thuế điều chỉnh	261	131	98,9%	224	4,2%

Nguồn: VHC, CTCK Rông Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2/2021**

Chỉ tiêu	Q1-FY21	Q4-FY20	+/- (qoq)	Q1-FY20	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	18,5%	15,2%	324 bps	20,0%	-147 bps
EBITDA/Doanh thu	15,2%	11,4%	377 bps	18,5%	-339 bps
EBIT/Doanh thu	12,1%	7,5%	461 bps	15,6%	-355 bps
TS lợi nhuận ròng	11,1%	7,3%	380 bps	13,5%	-239 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	11,1%	7,3%	380 bps	13,5%	-239 bps
<b>Hiệu quả hoạt động *(x)</b>					
-Hàng tồn kho	3,9	4,5	-0,6	4,0	-0,1
-Khoản phải thu	5,7	5,2	0,5	5,0	0,7
-Khoản phải trả	9,9	9,7	0,2	8,8	1,1
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/ Tổng Vốn CSH	44,2%	33,0%	1.124 bps	29,7%	1.452 bps

Nguồn: VHC, (\*) vòng quay hàng năm

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3/2021**

Tỷ đồng	Q3-FY21	+/- (qoq)	+/- (yoy)	Giải định
Doanh thu	2.249	-4%	25%	- Doanh thu phi lễ sẽ tăng 30% n/n, nhờ sản lượng xuất khẩu tăng 5% n/n và giá bán bình quân tăng 24% n/n. - Doanh thu Q3-FY21 C&G đạt 170 tỷ đồng (+29% n/n). - Doanh thu phụ phẩm giảm 10% n/n do công suất sản xuất thấp. - SGC sẽ đóng góp 120 tỷ đồng vào doanh thu.
Lợi nhuận gộp	472	9%	106%	- Biên lợi nhuận gộp trong Q3 dự kiến đạt 21% (+825 điểm cơ bản n/n). - Chúng tôi kỳ vọng Q3 sẽ không có dự phòng hàng tồn kho do nguồn nguyên liệu ổn định hơn. Q3 năm ngoái, lợi nhuận gộp bao gồm khoản dự phòng hàng tồn kho là 71 tỷ đồng.
EBIT	252	-11%	58%	- Chi phí bán hàng & QLDN sẽ tăng 215% n/n do chi phí logistics tăng (+230% n/n) và các chi phí liên quan đến "3 tại chỗ" là 40 tỷ đồng. - Doanh thu hoạt động tài chính Q3-FY20 bao gồm khoản lãi thuần 24 tỷ đồng từ hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh.
LNST	233	-11%	33%	Biên lợi nhuận ròng dự báo tăng 147 điểm cơ bản n/n ở mức 10,4%.

Nguồn: CTCK Rông Việt

**Cập nhật 6T 2021: Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ nhờ thị trường Mỹ**

**Mảng phi lê và phụ phẩm thúc đẩy doanh thu**

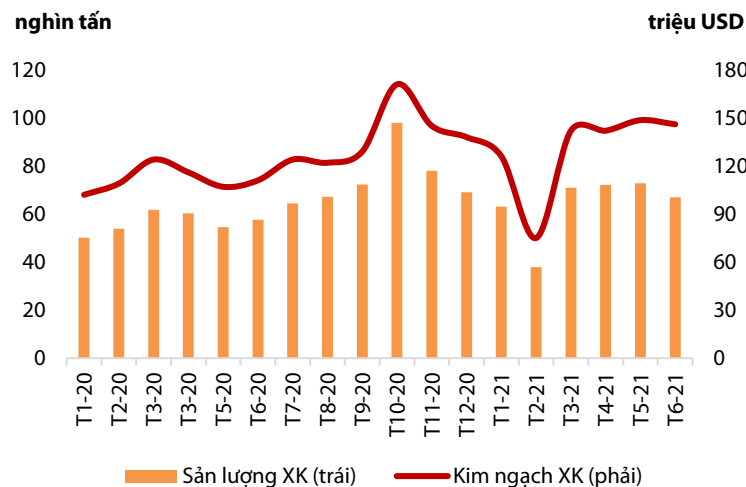
6T-FY21, VHC ghi nhận doanh thu 4.131 tỷ đồng (+24% n/n), chủ yếu nhờ sự phục hồi của doanh thu xuất khẩu phi lê tại các thị trường lớn, đặc biệt là Mỹ.

- Doanh thu cá tra phi lê 6T 2021 tăng 17% so với cùng kỳ đạt 2.718 tỷ đồng nhờ sản lượng xuất khẩu của VHC tăng mạnh (41 nghìn tấn, +25% n/n, theo ước tính của chúng tôi) trong khi giá bán trung bình vẫn ở mức thấp (2,9 USD/kg, -7% n/n, theo ước tính của chúng tôi). Theo VASEP, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam trong 6T 2021 đã tăng mạnh 18% so với cùng kỳ đạt 788 triệu USD, được thúc đẩy bởi sự mở cửa trở lại của nền kinh tế ở Mỹ đã đẩy mạnh nhu cầu dịch vụ ăn uống.
- Doanh thu phụ phẩm ghi nhận 791 tỷ đồng, tăng 60% n/n do nhu cầu tăng mạnh của các sản phẩm như dầu cá và bột cá (nguyên liệu chính trong sản xuất thức ăn vật nuôi).
- Ngược lại, doanh thu collagen & gelatin (C&G) đi ngang trong 6T 2021 đạt 312 tỷ đồng. Theo VHC, dây chuyền sản xuất thứ hai của C&G hiện chỉ chạy ở mức 10-15% công suất thiết kế. Theo quan điểm của chúng tôi, nguyên nhân của sự tăng trưởng thấp này đến từ: 1) Nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp yếu trong bối cảnh COVID-19; 2) Khách hàng đã tạm thời chuyển sang các sản phẩm rẻ hơn như collagen bò và lợn; và 3) Tình trạng thiếu container làm chậm đơn hàng xuất khẩu của C&G.
- Sa Giang (HNX: SGC) - nhà sản xuất bánh phồng tôm lớn nhất Việt Nam được VHC mua lại 76,72% vào đầu năm 2021, ghi nhận doanh thu 145 tỷ đồng, đóng góp 3,5% vào doanh thu của VHC. Doanh thu bánh phồng tôm chiếm 76% trong doanh thu của SGC và phần còn lại là từ các sản phẩm liên quan đến gạo. Về lâu dài, SGC sẽ mở rộng mảng kinh doanh sau này, nhằm đạt được tỷ suất lợi nhuận cao hơn mảng bánh phồng tôm.

**LNST chỉ tăng 4% n/n do chi phí logistics tăng cao**

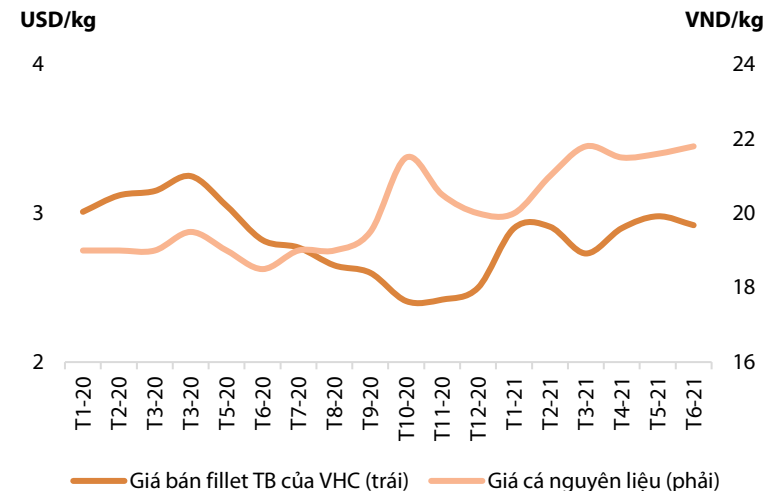
Lợi nhuận gộp 6T 2021 ghi nhận 706 tỷ, tăng 29% so với cùng kỳ nhờ giá bán bình quân tại thị trường Mỹ cải thiện để bù đắp cho việc tăng giá cá nguyên liệu. LNST 6T 2021 là 392 tỷ đồng, chỉ tăng 4% n/n chủ yếu do chi phí logistics tăng cao. Chi phí bán hàng & QLDN tăng 92% n/n ở mức 289 tỷ đồng, chiếm 7% trong doanh thu so với mức 4,5% trong 6T 2020. Trong đó, chi phí logistics tăng 208% n/n lên 162 tỷ đồng, đẩy tỷ lệ chi phí logistics/doanh thu lên 3,9% (so với 1,6% trong 6T 2020) do việc thiếu container và giá cước vận chuyển tăng đột biến. Theo AgroMonitor, các nhà xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Mỹ đã tăng hợp đồng theo điều kiện CFR (chiếm 75% tổng kim ngạch xuất khẩu) thay vì chủ yếu là FOB như thường lệ trong 6T 2021. Biên lợi nhuận ròng 6T 2021 của VHC giảm 179 điểm cơ bản n/n còn 9,5%.

**Hình 1: Kim ngạch và sản lượng XK cá tra của VN**



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rông Việt

**Hình 2: Giá cá nguyên liệu và giá bán trung bình của VHC**



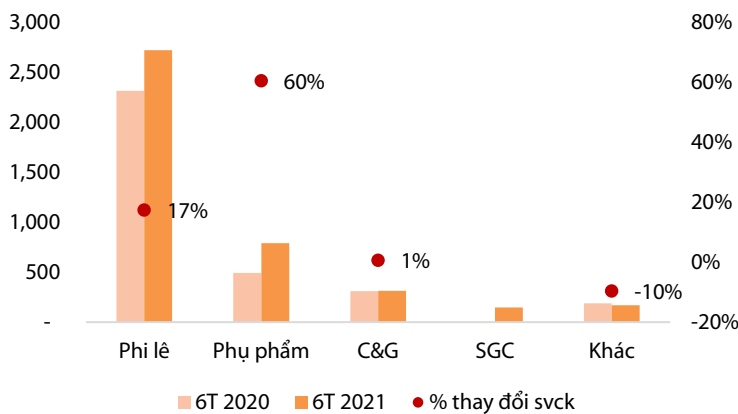
Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rông Việt

### Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Trung Quốc phục hồi

Doanh thu xuất khẩu của VHC sang Mỹ trong 6T 2021 tăng 36% n/n đạt 1.610 tỷ đồng. Với 50% thị phần tại Mỹ, VHC đã được hưởng lợi từ sự phục hồi nhu cầu tại Mỹ sau khi nền kinh tế hoàn toàn mở cửa trở lại. Riêng Q2/2021, doanh thu xuất khẩu của VHC sang Mỹ đã tăng 124% n/n do mức nền thấp của Q2/2020 chịu tác động mạnh của đợt đóng cửa kinh tế của nước này. Theo VASEP, giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ ghi nhận 160 triệu USD trong 6T 2021, tăng gần 60% n/n, trong đó sản lượng xuất khẩu tăng hơn 60% n/n và giá bán trung bình vẫn đi ngang. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu 6T 2021 sang Trung Quốc tăng 59% n/n, đạt 569 tỷ đồng nhờ phục hồi trên mức nền rất thấp của 6T 2020.

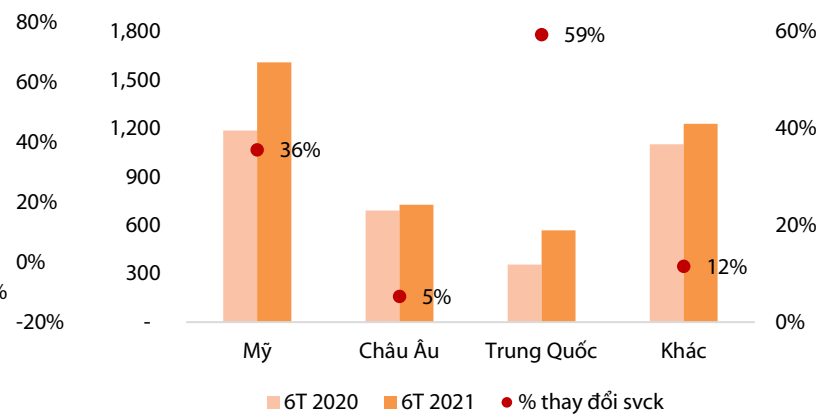
Doanh thu xuất khẩu của VHC sang EU trong 6T 2021 tăng 5% n/n, ở mức 728 tỷ đồng. Nếu không bao gồm đóng góp của SGC (80 tỷ đồng, doanh thu xuất khẩu sang EU giảm 6% n/n do nhu cầu chậm lại trong bối cảnh bùng phát COVID-19 mới. Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu xuất khẩu của VHC sang EU trong năm 2020 vẫn ở mức cao, được hỗ trợ bởi sự bùng nổ nhu cầu tiêu thụ của kênh bán lẻ.

**Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (tỷ đồng)**



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Cơ cấu doanh thu theo thị trường (tỷ đồng)**



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

### Triển vọng 2021: Giá bán cao sẽ bù đắp cho chi phí hoạt động tăng mạnh

#### Sản lượng xuất khẩu phi lê dự báo giảm nhẹ 3% n/n trong nửa cuối 2021 do giãn cách xã hội nghiêm ngặt

Từ 19/7/2021, Việt Nam bắt đầu áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt theo Chỉ thị 16 để ngăn chặn sự lây lan của COVID-19 tỉnh và thành phố phía Nam, bao gồm cả các khu vực có nhà máy của VHC. Để duy trì hoạt động, các doanh nghiệp sản xuất phải thực hiện quy tắc "3 tại chỗ" (ăn uống, làm việc và nghỉ tại nhà máy). Công suất hoạt động của VHC đã giảm xuống còn 50% so với bình thường. Theo VASEP, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam lần lượt giảm 5% n/n và 35% n/n trong tháng 7 và tháng 8.

Chúng tôi tin rằng sản lượng xuất khẩu phi lê của VHC sẽ ít bị ảnh hưởng bởi việc giảm công suất hơn so với các công ty nhỏ, vì lượng tồn kho phi lê của VHC đủ cho xuất khẩu trong hai tháng, theo ước tính của chúng tôi. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu phi lê của VHC sẽ giảm nhẹ 3% n/n trong nửa cuối 2021 xuống còn 41.310 tấn. Cả năm 2021, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu phi lê sẽ tăng 9% n/n lên 81.610 tấn.

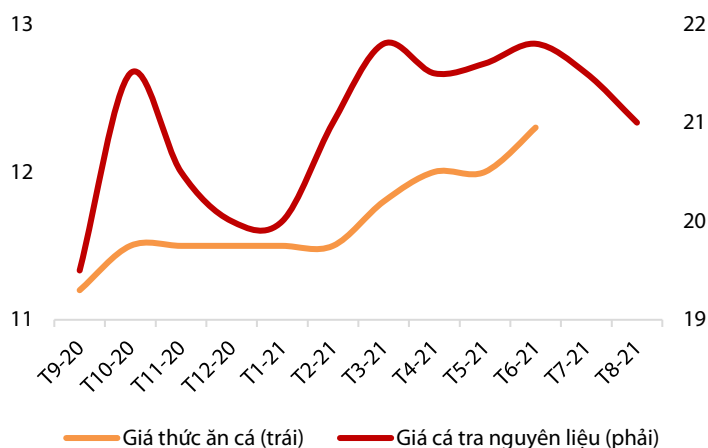
#### Cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ giá bán phi lê tăng

Giá cá tra phi lê đang có xu hướng tăng do nhu cầu tăng cao vào cuối năm đặc biệt là tại thị trường Mỹ và nguồn cung phi lê thiếu hụt. Chúng tôi dự báo giá bán trung bình cá tra của VHC trong nửa cuối 2021 là 3,36 USD/kg, tăng 31% n/n (xem Hình 6). Cả năm 2021, chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân của VHC sẽ tăng 11% n/n đạt 3,12 USD/kg.

Trước đó, chúng tôi kỳ vọng giá cá nguyên liệu sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm do giá thức ăn tăng cao và nguồn cung cá tra thu hẹp. Tuy nhiên, sự tăng mạnh của Covid-19 kể từ tháng 7 đã dẫn đến quy định "3 tại chỗ". Nhiều nhà máy chế biến nhỏ phải tạm ngừng hoạt động do chi phí vận hành tăng mạnh dẫn đến nguồn cung nguyên liệu trên thị trường trở nên dư thừa và giá cá nguyên liệu thủng

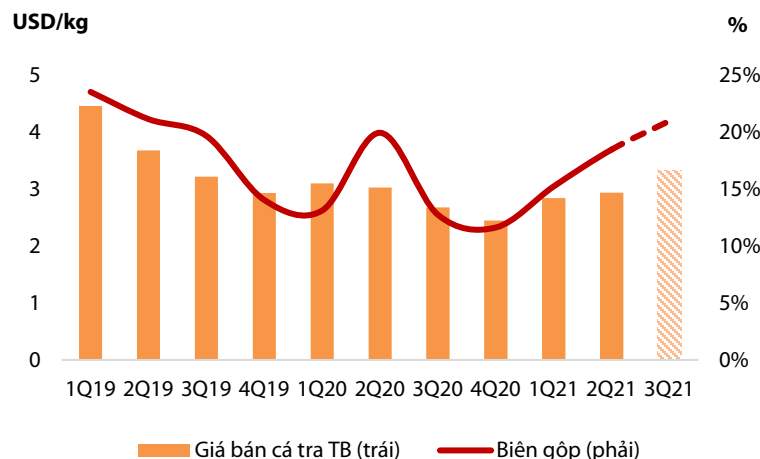
8/2021 giảm 5-10% so với tháng trước (xem Hình 5). Do một số nhà chế biến đã nối lại công suất hoạt động từ giữa tháng 9, giá nguyên liệu đầu vào dự kiến sẽ tăng trong quý 4 năm nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của VHC sẽ tăng lên trong Q3/2021 nhờ giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi hơn trong khi giá xuất khẩu vẫn đang có xu hướng tăng.

**Hình 5: Giá cá tra nguyên liệu và giá thức ăn cá (nghìn đồng)**



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Biên gộp và giá bán cá tra trung bình của VHC**



Nguồn: VHC, AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

### Lợi nhuận gộp tăng sẽ bù đắp chi phí bán hàng & QLDN tăng cao

Chỉ số Container thế giới tổng hợp của Drewry tại ngày 9/9/2021 liên tục tăng lên 10.084 USD/container 40ft, tăng 309% n/n để leo lên mức cao nhất kể từ năm 2011. Drewry cũng dự báo giá cước vận chuyển container lạnh sẽ tăng thêm vào năm 2022, do tiếp tục gián đoạn chuỗi cung ứng container và mở rộng lưu lượng hàng lạnh đóng container (đọc thêm: [tại đây](#)). Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí logistics cao sẽ tiếp tục duy trì trong nửa cuối 2021 và tăng 164% n/n. Nhìn chung, chúng tôi dự báo chi phí bán hàng & QLDN sẽ tăng 169% n/n trong 6 tháng cuối năm 2021 và 132% n/n trong cả năm 2021.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp nửa cuối 2021 tăng mạnh 114% n/n đạt 973 tỷ đồng sẽ bù đắp chi phí bán hàng & QLDN tăng, dẫn đến LNST nửa cuối năm tăng 46% n/n đạt 480 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp và biên ròng nửa cuối 2021 lần lượt là 21,0% (+882 điểm cơ bản n/n) và 10,4% (+157 điểm cơ bản n/n). Đối với cả năm 2021, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp là 19,1%, tăng 491 điểm cơ bản n/n và biên ròng đi ngang so với cùng kỳ ở mức 10%.

**Bảng 1: Dự báo sản lượng và giá bán cá tra trung bình theo quý của VHC**

	Q1-FY21	Q2-FY21	Q3-FY21	Q4-FY21	2020A	2021F
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>18.200</b>	<b>22.100</b>	<b>20.160</b>	<b>21.150</b>	<b>74.952</b>	<b>81.610</b>
% thay đổi svck	9%	42%	5%	-10%	11%	9%
<b>Giá bán trung bình (USD/kg)</b>	<b>2,84</b>	<b>2,94</b>	<b>3,32</b>	<b>3,41</b>	<b>2,82</b>	<b>3,12</b>
% thay đổi svck	-8%	-3%	24%	39%	-21%	11%
<b>Giá trị xuất khẩu cá tra (triệu USD)</b>	<b>51,7</b>	<b>64,9</b>	<b>67,0</b>	<b>72,0</b>	<b>207,9</b>	<b>255,7</b>
% thay đổi svck	0%	38%	30%	25%	-11%	23%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Thị trường Mỹ thúc đẩy doanh thu xuất khẩu phi lê của VHC**

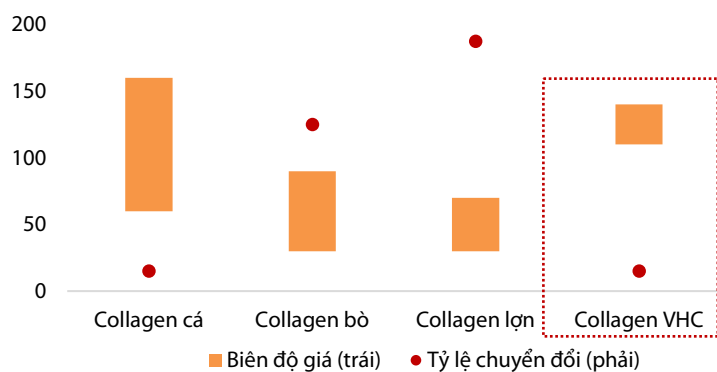
- **Thị trường Mỹ:** Trong nửa cuối 2021, chúng tôi kỳ vọng thị trường Mỹ sẽ tiếp tục dẫn đầu mức tăng trưởng doanh thu phi lê do nhu cầu cuối năm tăng mạnh và giá xuất khẩu phi lê sang Mỹ tăng cao. Do thu hẹp công suất hoạt động trong nửa cuối 2021 trong bối cảnh giãn cách xã hội nghiêm ngặt, chúng tôi cho rằng VHC sẽ cắt giảm các đơn đặt hàng các nước khác để tập trung xuất khẩu vào thị trường Mỹ có biên lợi nhuận cao. Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu sang Mỹ sẽ tăng 28% n/n trong nửa cuối 2021 và 34% n/n cả năm 2021.
- **Thị trường EU và Trung Quốc:** Chúng tôi ước tính rằng doanh thu xuất khẩu sang EU sẽ chỉ tăng 4% n/n trong năm 2021 do giá cước vận tải container từ châu Á-EU tăng mạnh và nhu cầu tăng chậm hơn so với Mỹ. Đối với Trung Quốc, chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu sẽ chỉ tăng 10% n/n trong cả năm 2021 so với mức tăng trưởng 61% n/n của nửa đầu 2021, do tăng trưởng doanh thu âm trong nửa cuối 2021 bởi các yêu cầu kiểm soát và kiểm tra chặt chẽ hơn của Trung Quốc liên quan đến COVID-19 đối với nhập khẩu thực phẩm đông lạnh. Một số cảng của Trung Quốc bị đóng cửa như Diêm Điền, Trại Giang và một phần Ninh Ba - Chu San (cảng lớn thứ ba thế giới). Trung Quốc đã cấm nhập khẩu nhiều công ty thủy sản từ Ấn Độ, Pakistan, Indonesia và Ecuador kể từ tháng 5/2021.

**Màng collagen & gelatin - Nhu cầu yếu và cạnh tranh gay gắt trong bối cảnh COVID-19**

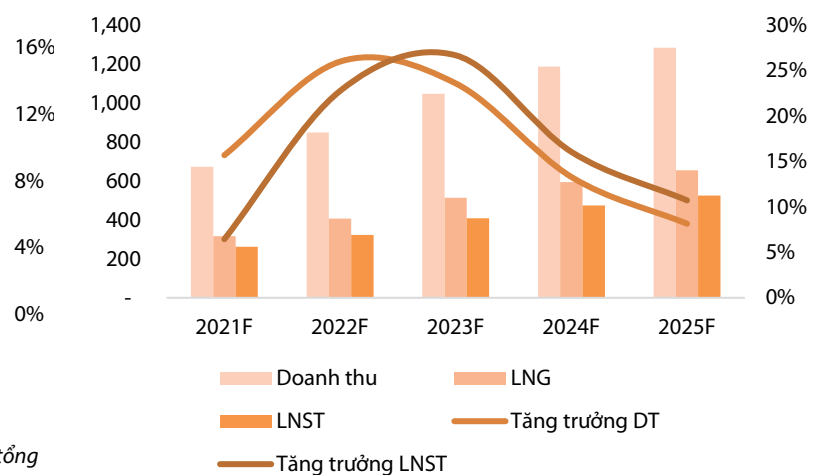
Trong năm 2021, màng C&G sẽ phải đối mặt với nhu cầu yếu đối với các sản phẩm làm đẹp cao cấp do sự bùng phát COVID-19 trên toàn cầu, theo VHC. Do đó, chúng tôi dự báo rằng nhà máy C&G thứ hai của VHC (đi vào hoạt động vào cuối năm 2020) sẽ chỉ chạy ở mức 20% công suất năm 2021. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng C&G từ cá sẽ cạnh tranh với các C&G giá thấp khác như bò và lợn, gây áp lực lên giá bán của VHC. Với những tác động này, chúng tôi kỳ vọng sản lượng C&G sẽ tăng 20% n/n trong khi biên ròng của màng C&G sẽ giảm 340 điểm cơ bản n/n còn 39% trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST của C&G năm 2021 sẽ tăng 16% n/n và 6% n/n, đóng góp lần lượt 8% và 30% vào doanh thu và LNST của công ty.

Về lâu dài, chúng tôi lạc quan về triển vọng nhu cầu collagen do nhận thức toàn cầu về ý thức sức khỏe ngày càng gia tăng, thúc đẩy việc tiêu thụ các sản phẩm dinh dưỡng sau đại dịch. Theo Research Dive, thị trường collagen toàn cầu được dự đoán sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8,1% trong giai đoạn 2021-2027 để đạt 1,2 tỷ USD vào năm 2027. VHC có thể mở rộng nhanh chóng phân khúc C&G nhờ: (1) thị phần toàn cầu nhỏ (< 1%); (2) chuyển đổi sở thích của người tiêu dùng sang collagen cá do sự hấp thụ và chuyển hóa hiệu quả hơn so với collagen của bò và lợn và (3) Giá bán của collagen cá cao hơn nhiều so với các loại khác nhờ tính năng sinh học vượt trội (xem Hình 7). Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST C&G của VHC sẽ tăng trưởng lần lượt ở mức 18% và 20% CAGR trong giai đoạn 2021-2025F, đạt 1.285 tỷ đồng doanh thu và LNST 500 tỷ đồng trong năm 2025 (xem Hình 8).

**Hình 7: Biên độ giá (giá bán lẻ) collagen (USD/kg) và tỷ lệ chuyển đổi (%) theo loại**



**Hình 8: Dự phóng KQKD màng C&G giai đoạn 2021-2025**



\* Lưu ý: 1) Biên độ giá (giá bán lẻ) các sản phẩm collagen khác được Rông Việt tổng hợp từ Amazon.com; 2) Tỷ lệ chuyển đổi (%) = kg collagen / 1 kg nguyên liệu thô

Nguồn: Meat & Livestock Australia, CTCK Rông Việt

Nguồn: CTCK Rông Việt

### CAPEX lớn giai đoạn 2021-2023

Năm 2021, VHC đặt mục tiêu thực hiện ba dự án mới với 100% vốn tự có bao gồm nhà máy sản xuất cá giống (200 tỷ đồng), nhà máy thức ăn cá (500 tỷ đồng) và Khu phức hợp nuôi trồng (1.200 tỷ đồng), trong đó dự án thứ ba được xem là chiến lược dài hạn hướng tới ngành FMCG. Chúng tôi phản ánh CAPEX của các dự án trên vào dự báo hiện tại với 600 tỷ đồng năm 2021, 900 tỷ đồng năm 2022 và 400 tỷ đồng vào năm 2023.

VHC sẽ quay lại ngành thức ăn chăn nuôi sau khi rời khỏi từ năm 2014. Nhà máy "Feed One" với công suất 350.000 tấn/năm đang được xây dựng tại tỉnh Đồng Tháp, dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2022 và hòa vốn sau 3 năm. Theo quan điểm của chúng tôi, mục tiêu của Feed One là nâng cao chất lượng cá nguyên liệu bằng cách phát triển công thức thức ăn riêng và tối ưu hóa chi phí sản xuất. Chúng tôi ước tính Feed One sẽ giúp giảm chi phí cá nguyên liệu tự nuôi 3% từ cuối năm 2022.

Khu liên hợp nuôi trồng thủy sản - trái cây (các sản phẩm: trái cây sấy khô và trái cây đông lạnh) sẽ là dự án lớn nhất của VHC trong dài hạn. Trang trại trái cây hiện đang trồng thử nghiệm trên diện tích nhỏ và dự kiến sẽ không đóng góp vào doanh thu trong năm 2021. Chúng tôi đánh giá cao việc VHC kết hợp trồng cây ăn quả để tạo ra mô hình tuần hoàn nhằm tối đa hóa hiệu quả của tất cả các trang trại và nhà máy, cũng như đa dạng hóa mảng kinh doanh nhằm giảm thiểu rủi ro biến động của mảng cá tra. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa đưa ra dự báo kết quả kinh doanh của dự án này trong báo cáo do chưa có thông tin về kế hoạch và hiệu quả kinh doanh. Chúng tôi cũng nhận thấy vẫn còn nhiều điều chưa chắc chắn về mảng trái cây do VHC chưa có kinh nghiệm trồng hay thương mại hóa sản phẩm này.

### Dự phóng 2021

**Bảng 2: Dự phóng 2021**

Đơn vị: tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	% 2021 (n/n)	% 2022 (n/n)	Giải định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.037</b>	<b>8.771</b>	<b>10.098</b>	<b>25%</b>	<b>15%</b>	
- Sản phẩm cá tra	4.836	5.929	6.913	23%	17%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trong năm 2021, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu cá tra phi lê và giá bán bình quân tăng 9% n/n (đạt 81.610 tấn) và 11% n/n (tương ứng ở mức 3,13 USD/kg, nhờ nhu cầu phục hồi ấn tượng và giá bán tăng mạnh của thị trường Mỹ).</li> <li>Trong năm 2022, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu cá tra phi lê và giá bán bình quân tăng 10% n/n (90.126 tấn) và 7% (ở mức 3,35 USD/kg).</li> </ul>
- Phụ phẩm	1.225	1.450	1.537	18%	6%	
- Collagen & Gelatin	581	673	848	16%	26%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng nhà máy C&amp;G thứ hai chỉ chạy ở mức 20% công suất thiết kế do nhu cầu yếu đối với các sản phẩm cao cấp như collagen. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tăng 20% n/n trong khi biên rộng của C&amp;G giảm 340 điểm cơ bản n/n còn 39%.</li> <li>Năm 2022, doanh thu của C&amp;G dự kiến sẽ tăng 26% n/n, nhờ sản lượng tăng 20% n/n giá bán bình quân của C&amp;G tăng 5% n/n.</li> </ul>
- Sa Giang (HNX: SGC) (*)	N/A	383	430	N/A	12%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của SGC sẽ tăng lần lượt 23% n/n và 12% n/n trong năm 2021 và 2022, nhờ vào công suất hoạt động của các sản phẩm liên quan đến gạo cao hơn.</li> </ul>
- Khác	405	336	370	-17%	10%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.001</b>	<b>1.679</b>	<b>2.022</b>	<b>68%</b>	<b>20%</b>	
Chi phí BH và QLDN	318	739	752	132%	2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2021, chúng tôi dự báo: (1) chi phí bán hàng tăng 160% n/n do chi phí logistic tăng</li> </ul>

cao và thiếu container; (2) VHC sẽ phải chịu chi phí khấu hao lợi thế thương mại SGC (31 tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi) năm 2021; (3) chi phí liên quan đến ba bãi đỗ 50 tỷ đồng.

- Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng vẫn ở mức cao, tăng 7% n/n trong khi chi phí QLDN giảm 6% n/n.

EBIT	683	939	1.270	38%	35%
Lợi nhuận ngoài HĐKD	108	51	45	-53%	-11%
LNST sau CĐTS	705	872	1.146	24%	32%
Biên gộp	14,2%	19,1%	20,0%	491 bps	89 bps
Chi phí SG&A/Doanh thu	4,5%	8,4%	7,4%	390 bps	-98 bps
Biên EBIT	9,7%	10,7%	12,6%	101 bps	187 bps
Biên ròng	10,0%	10,0%	11,4%	-7 bps	141 bps

- Doanh thu hoạt động tài chính năm 2020 bao gồm khoản lãi ròng 48 tỷ đồng từ chứng khoán kinh doanh. Chúng tôi cắt giảm 50% n/n khoản mục này trong năm 2021. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dự báo lãi tiền gửi giảm 20% n/n và chi phí lãi vay tăng 13% n/n năm 2021.

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt (\* Hợp nhất từ Q1-2021 với tỷ lệ sở hữu hiện tại là 76,72%)

### Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp DCF (50%) và định giá từng phần (50%) để đưa ra mức giá mục tiêu một năm là 60.000 đồng/cổ phiếu cho VHC. Chúng tôi thay đổi phương pháp P/E trước đây sang SoTP để định giá riêng từng mảng (cá tra, C&G và SGC). Chúng tôi cho rằng mảng C&G xứng đáng được định giá với PER cao hơn mảng cá tra do tăng trưởng doanh thu tốt hơn và biên lợi nhuận gộp cao cũng như ổn định hơn (40-60%). Chúng tôi ước tính C&G sẽ đóng góp 30% vào LNST của công ty trong năm 2021 so với 0% trong năm 2017.

### Bảng 3: Tóm tắt định giá VHC

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND/cp)
FCFF	50%	64.500
SoTP	50%	55.000
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>100%</b>	<b>60.000</b>
P/E 2021 tại giá mục tiêu		12,7x
P/E 2022 tại giá mục tiêu		9,7x

Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Bảng 4: Bảng dòng tiền FCFF

Tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận ròng	872	1.147	1.396	1.674	1.804
(+) Khấu hao	231	281	355	422	458
(+) Lãi vay sau thuế	59	75	85	101	104
(-) Thay đổi vốn lưu động	205	218	138	112	103
(-) CAPEX	860	1.260	860	360	360
<b>FCFF</b>	<b>-172</b>	<b>-249</b>	<b>554</b>	<b>1.382</b>	<b>1.598</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt



**Bảng 5: Định giá FCFF**

Chi phí vốn		FCFF	Tỷ đồng
Beta	1,1	Giá trị hiện tại dòng tiền 5 năm	2.021
Lãi suất phi rủi ro	1,0%	Giá trị dòng tiền vĩnh viễn	11.257
Phần bù cổ phiếu	11,0%	(-) Nợ	1.607
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,1%	(+) Tiền và tương đương tiền	92
Chi phí nợ sau thuế	5,2%	Giá trị cổ phiếu	11.763
Nợ/VCSH	0,25	Số cổ phiếu (triệu)	183
<b>Chi phí vốn (WACC)</b>	<b>11,5%</b>	<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>64.500</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 6: Phương pháp định giá từng phần**

SOTP	Phương pháp	Định giá	Giải thích
Màng cá tra	P/E 10x	33.924	Chúng tôi áp dụng mức PE 10x, cao hơn 25% so với tỷ lệ PE trung bình 5 năm của VHC do chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng n/n LNST cá tra tăng cao 33%/36%/20% trong giai đoạn 2021-2023 khi VHC đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới của ngành cá tra.
Màng Collagen & Gelatin	P/E 13x	18.468	Chúng tôi tin rằng màng C&G xứng đáng có tỷ lệ PE cao hơn cá tra nhờ các sản phẩm có biên lợi nhuận cao và đóng góp ngày càng tăng vào lợi nhuận của VHC. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ PE của các công ty cùng ngành toàn cầu sau đó chiết khấu 20% do quy mô của VHC nhỏ.
SGC (sở hữu: 76,72%)	P/E 12x	2.552	Chúng tôi sử dụng tỷ lệ PE trung vị 5 năm của SGC do thiếu các công ty cùng ngành trong nước và chiết khấu 20% cho các chi phí của việc mua lại. SGC là công ty hàng đầu màng bánh phồng tôm trong nước chiếm 80% thị phần.
<b>Định giá</b>		<b>55.000</b>	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

<b>KQ HĐKD</b>	<i>Tỷ đồng</i>			
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	<b>7.867</b>	<b>7.037</b>	<b>8.771</b>	<b>10.098</b>
Giá vốn	6.334	6.036	7.092	8.076
<b>Lãi gộp</b>	<b>1.533</b>	<b>1.001</b>	<b>1.679</b>	<b>2.022</b>
Chi phí bán hàng	252	171	444	476
Chi phí quản lý	149	147	295	276
Thu nhập từ HĐTC	254	233	175	181
Chi phí tài chính	93	107	124	136
Lợi nhuận khác	1	-18	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.309</b>	<b>791</b>	<b>990</b>	<b>1.315</b>
Thuế TNDN	129	86	109	157
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	9	11
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.180</b>	<b>705</b>	<b>872</b>	<b>1.146</b>
EBIT	1.132	683	939	1.270
EBITDA	1.298	883	1.226	1.619

<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022F</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	-15,1	-10,5	24,6	15,1
Lợi nhuận HĐKD	-29,5	-31,9	38,8	32,0
EBITDA	-32,8	-39,7	37,6	35,2
Lợi nhuận sau thuế	-18,2	-40,3	23,7	31,5
Tổng tài sản	5,0	8,9	14,3	15,2
Vốn chủ sở hữu	21,5	6,1	8,4	16,6

<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp/doanh thu	19,5	14,2	19,1	20,0
EBITDA/doanh thu	16,5	12,6	14,0	16,0
EBIT/doanh thu	14,4	9,7	10,7	12,6
LNST/doanh thu	15,0	10,0	10,0	11,4
ROA	17,9	9,8	10,6	12,1
ROE	23,0	12,8	16,2	18,7

<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	5,2	4,1	4,4	4,6
Vòng quay HTK	4,5	4,0	4,4	4,6
Vòng quay kh. phải trả	7,8	7,9	7,4	7,4
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	2,7	2,5	1,9	1,8
Nhanh	1,9	1,7	1,2	1,2

<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	17,8	22,7	28,6	27,1
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	17,8	21,4	26,5	24,4
Vay dài hạn/ Vốn CHS	-	1,3	2,1	2,7

<b>Bảng CĐKT</b>	<i>Tỷ đồng</i>			
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022F</b>
Tiền	86	41	92	118
Đầu tư ngắn hạn	1.492	1.365	828	699
Khoản phải thu	1.516	1.699	1.991	2.189
Tồn kho	1.414	1.498	1.610	1.772
Tài sản ngắn hạn khác	103	124	137	159
Tài sản cố định hữu hình	1.551	1.887	2.532	3.525
Tài sản cố định vô hình	329	339	802	751
Đầu tư dài hạn	1	62	62	62
Tài sản dài hạn khác	121	177	175	202
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.612</b>	<b>7.202</b>	<b>8.229</b>	<b>9.478</b>
Khoản phải trả	815	762	961	1.102
Vay và nợ ngắn hạn	866	1.106	1.488	1.596
Vay và nợ dài hạn	-	69	119	176
Vay và nợ khác	11	13	14	16
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-
Quỹ khoa học công nghệ	9	4	4	4
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.735</b>	<b>2.026</b>	<b>2.585</b>	<b>2.894</b>
Vốn đầu tư của CSH	2.058	2.058	2.058	2.058
Cổ phiếu quỹ	-114	-114	-114	-114
Lợi nhuận giữ lại	2.933	3.214	3.667	4.599
Thu nhập khác	-	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	-	-	-	-
<b>Tổng vốn</b>	<b>4.877</b>	<b>5.176</b>	<b>5.611</b>	<b>6.542</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	4	33	41

<b>Chỉ số định giá</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022F</b>
EPS (đồng/cp)	6.437	3.844	4.717	6.202
P/E (x)	6,2	10,8	10,6	8,1
BV (đồng/cp)	26.597	28.225	30.597	35.677
P/B (x)	1,5	1,5	1,6	1,4
DPS (Đồng/cp)	-	2.000	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức (%)	-	4,0	2,0	2,0

<b>Mô hình định giá</b>	<b>Giá</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Bình quân</b>
P/E	64.500	50%	32.250
Định giá từng phần	55.000	50%	27.500
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>100%</b>	<b>60.000</b>

<b>Lịch sử định giá</b>	<b>Giá</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Thời hạn</b>
3/2021	46.200	TÍCH LŨY	1 năm
6/2021	45.000	TÍCH LŨY	1 năm
9/2021	60.000	MUA	1 năm

**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến nghị**

Khuyến nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% to 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long, cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**KHOẺ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**
**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Head of Research*

lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)

**Trần Hà Xuân Vũ**  
*Senior Manager*

vu.thx@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
*Manager*

tam.ptt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Manager*

tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Đào Phước Toàn**  
*Manager*

toan.dp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

**Bernard Lapointe**  
*Senior Consultant*

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
 • + 84 28 6299 2006

**Phạm Minh Tú**  
*Analyst*

tu.pm@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

**Nguyễn Ngọc Thành**  
*Analyst*

thanh.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

**Trần Hoàng Thế Kiệt**  
*Analyst*

kiet.tht@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1528)

- BĐS dân dụng
- Thị trường

**Nguyễn Hồng Loan**  
*Analyst*

loan.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

**Trần Thị Hà My**  
*Senior Consultant*

my.tth@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
*Analyst*

thao.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

**Trần Thu Anh**  
*Analyst*

anh.tt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*

ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Trần Ngọc Thảo Trang**  
*Assistant*

trang.tnt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1522)



**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

- ☎ +84 28 6299 2006
- ☎ +84 28 6299 7986
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Tầng 10, Tòa nhà Euroindow,  
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

- ☎ +84 24 6288 2006
- ☎ +84 24 6288 2008
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

- ☎ +84 258 3820 006
- ☎ +84 258 3820 008
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,  
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

- ☎ +84 292 381 7578
- ☎ +84 292 381 8387
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**