

**CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HoSE: VHC)**
**Khởi đầu chu kỳ mới**
**GIÁ MỤC TIÊU 70.000 VND**  
**UPSIDE 37%**
**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC) thành lập năm 1997 tại Đồng Tháp, là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới với giá trị xuất khẩu đạt 235.3 triệu USD vào năm 2020. VHC đang sở hữu 610 ha vùng nuôi giúp tự chủ 70-75% nguyên liệu đầu vào. Ba thị trường xuất khẩu chủ lực của VHC là Mỹ, Anh, Trung Quốc, đóng góp lần lượt 35%, 18%, 17% doanh thu hàng năm của VHC.

**TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ**

DSC nhận thấy VHC có triển vọng trong 1-2 năm tới bởi những yếu tố sau:

- **Nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu chính của VHC bắt đầu phục hồi khi nền kinh tế đang mở cửa trở lại.** Nhờ đạt tỷ lệ tiêm chủng vaccine cao, ba thị trường xuất khẩu chính của VHC là Mỹ, EU, Trung Quốc đang mở cửa trở lại các nhà hàng, khách sạn – các thị trường xuất khẩu này đóng góp 70% doanh thu hàng năm của VHC.
- **Giá bán cá tra tại các thị trường duy trì đà tăng:** Cá tra là một ngành có tính chu kỳ. Gần đây, giá bán cá tra xuất khẩu có dấu hiệu phục hồi giá xuất khẩu của VHC tăng từ 2.2 USD/kg (12/2020) lên mức 3.3 USD/kg (08/2021) – mức cao nhất trong 2 năm khi tổng sản lượng cá tra cả nước còn ở mức thấp. Ngoài ra, tồn kho cá tra Việt Nam đang ở mức thấp nhất trong 2 năm trở lại đây kỳ vọng giúp giá cá tra tăng bền vững.

**KHUYẾN NGHỊ**

Với những triển vọng trên, DSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC, **giá mục tiêu** cuối năm 2022 là **70.000 VND, upside 37%**. Lợi nhuận cho năm 2022 có thể đạt 1,400 tỷ đồng, P/E forward ở mức 9 lần.

**RỦI RO**

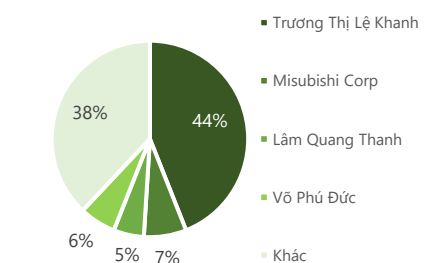
- Dịch bệnh bùng phát trở lại khiến quá trình phục hồi tại các thị trường chậm hơn dự kiến.
- Dịch bệnh kéo dài tại các tỉnh miền Nam khiến phát sinh chi phí hoạt động liên quan đến “3 tại chỗ”.
- Với việc xuất khẩu phải sử dụng container, thị trường xuất khẩu chiếm 80% doanh thu hàng năm, VHC chịu tác động không nhỏ khi giá cước vận chuyển bằng container vẫn ở mức cao. Mặc dù xuất khẩu chính qua hình thức FOB (khách hàng chịu chi phí vận chuyển) khiến biên gộp ít chịu tác động. Nhưng doanh thu bị ảnh hưởng khi sản lượng xuất khẩu thấp hơn.

**Dữ liệu thị trường**

Ngành nghề	Thủy sản
Giá hiện tại	51,000
Vốn hóa	9,279.25
Book Value	5,460
Số lượng CPLH	181,946,026
EPS TTM	3,953
BVPS (gần nhất)	30,009
Cổ tức (tiền mặt)	20%

**Chỉ số tài chính**

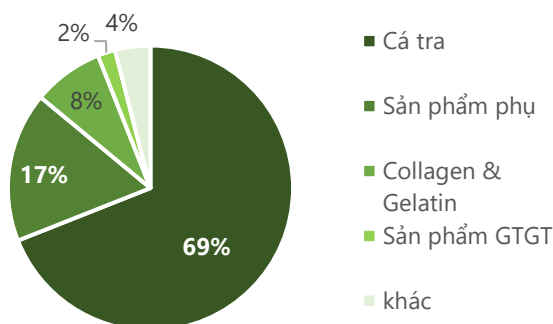
	2019	2020	% yoy
Doanh số thuần	7,867	7,165	-9%
Lãi gộp	1,533	1,015	-34%
Biên gộp	19%	14%	
LNST	1,179	719	-39%
Biên ròng	15%	10%	
ROA	18%	10%	
ROE	27%	14%	
Leverage Ratio	1.36	1.39	

**Cơ cấu cổ đông**

**Diễn biến thị trường**

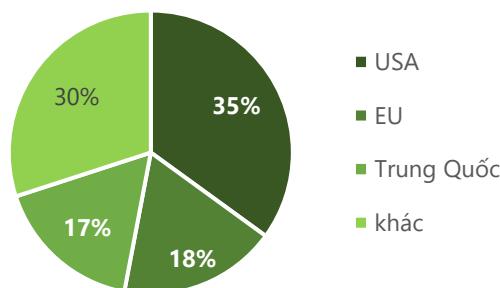

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC) là doanh nghiệp chuyên chế biến và kinh doanh các sản phẩm cá tra. Hiện tại, VHC sở hữu 4 dòng sản phẩm chính, bao gồm: (1) cá tra phi-lê, (2) các sản phẩm phụ trong quá trình chế biến cá tra, (3) Collagen và Gelatin chiết xuất từ da cá tra và (4) sản phẩm cá tra giá trị gia tăng. Cá tra phi-lê là dòng sản phẩm chủ lực, đóng góp 69% doanh thu năm 2020 của VHC, và 68% lũy kế 8T2021.

**Cơ cấu doanh thu VHC năm 2020**



**Thị trường xuất khẩu VHC 2020**



Nguồn: VHC

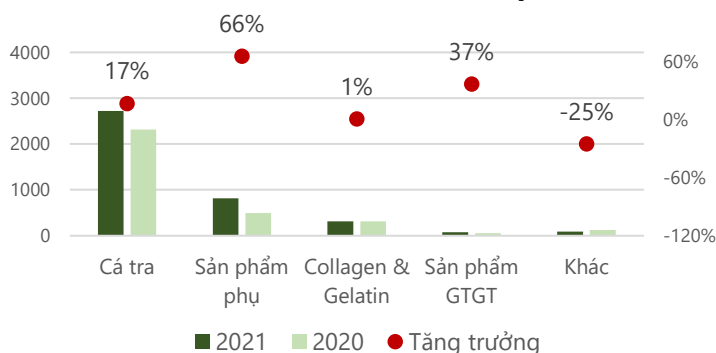
## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T.2021

Lũy kế 6T2021, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,341 tỷ (+41% YoY) và 391 tỷ (+6.5% YoY). Như vậy, VHC đã hoàn thành 48% và 56% kế hoạch kinh doanh năm 2021.

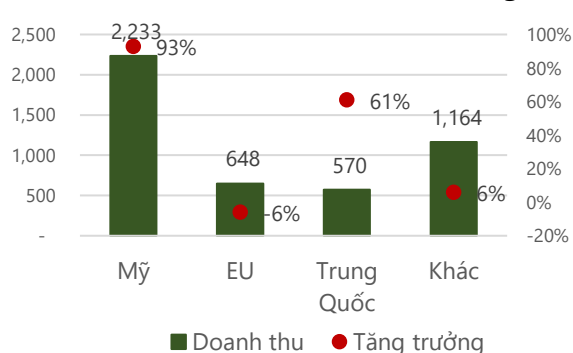
Trong 6T2021, doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ xuất khẩu hồi phục trên nền KQKD thấp của năm trước. Hai mảng kinh doanh chính ghi nhận sự phục hồi tích cực: Cá tra (+17% YoY) và Phụ phẩm (+66% YoY). Tuy nhiên, mảng Collagen & Gelatin chỉ tăng 1% và giảm 9% trong Q2.2021 do các thị trường chính bị ảnh hưởng dịch bệnh.

Về thị trường xuất khẩu, thị trường Mỹ ghi nhận mức phục hồi tích cực (+129%) khi đây là quốc gia chịu ảnh hưởng nặng nề về đại dịch Covid-19 vào năm 2020. Cơ cấu thị trường không có nhiều thay đổi.

**Doanh thu 6T.2021 theo sản phẩm**



**Doanh thu 6T.2021 theo thị trường**



Nguồn: VHC, DSC Research

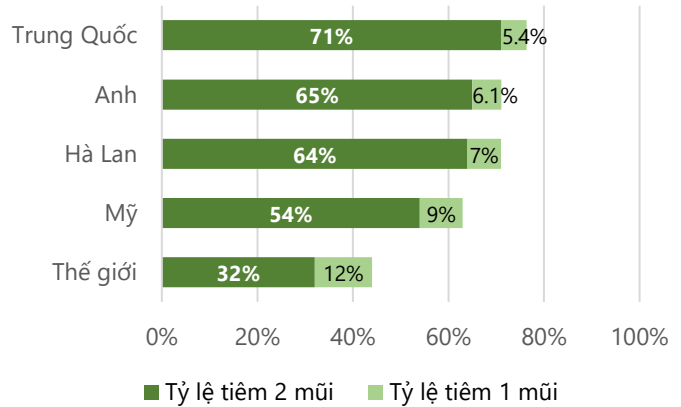
## TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

### (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu chính của VHC bắt đầu phục hồi nhờ mở cửa nền kinh tế.

Tính đến thời điểm hiện tại, các thị trường xuất khẩu chính của cá tra (Mỹ, Trung Quốc, EU,...) đều đã có tỷ lệ người dân được tiêm vắc xin khá cao (>50% dân số). Thậm chí, một số nước dự định tiêm thêm mũi tăng cường trong thời gian tới. Việc tiêm vắc xin kỳ vọng sẽ hạn chế các ca lây nhiễm và tử vong do Covid-19, đẩy nhanh quá trình mở cửa của các nền kinh tế.

Từ đó, nhu cầu tiêu thụ thủy sản tiếp tục đã tăng khi hơn 60% sản lượng thủy sản được tiêu thụ qua kênh dịch vụ (nhà hàng, khách sạn).

### Tỷ lệ tiêm vaccine Covid-19 các thị trường xuất khẩu chính của VHC



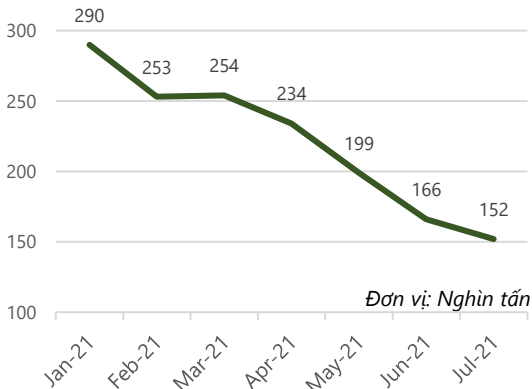
Nguồn: Our World In Data

### (2) Giá bán cá tra tiếp tục duy trì đà tăng, ngành cá tra bước vào chu kỳ mới

Ngành cá tra là một ngành có tính chu kỳ. Giai đoạn 2018, giá cá tra xuất sang thị trường Mỹ có lúc lên đến hơn 5 USD/kg. Tuy nhiên, việc người dân sau đó bắt đầu đẩy mạnh nuôi cá tra đã khiến nguồn cung tăng mạnh, tồn kho tăng nhanh, giá cá tra liên tục giảm và chạm mức thấp nhất vào 12/2020. Tuy nhiên, giá cá tra có dấu hiệu phục hồi từ đầu năm 2021 đến nay. Tính đến 08/2021, giá cá tra của VHC xuất khẩu đạt 3.3 USD/kg (+30% yoy) và tăng 49% so với 12/2020.

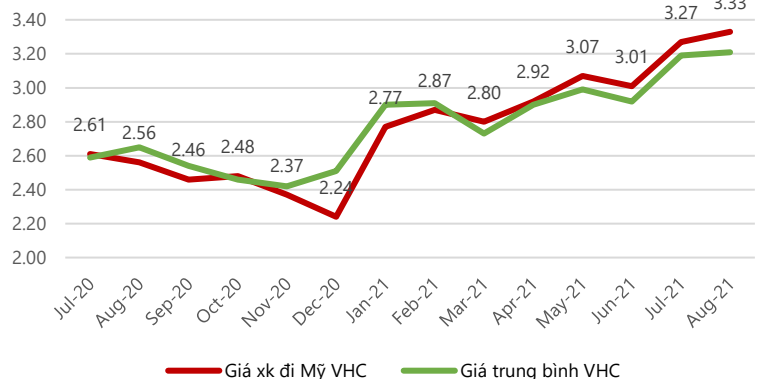
Bên cạnh đó, lượng tồn kho cá tra trong nước đã ở mức thấp nhất trong 2 năm trở lại đây, ở mức 152 nghìn tấn vào đầu tháng 7. Dự kiến lượng tồn kho tiếp tục giảm trong Q3.2021 do Chỉ thị 16 khiến việc sản xuất gặp khó.

### Tồn kho đầu kỳ cá tra Việt Nam



Nguồn: Agromonitor

### Giá xuất khẩu cá fillet VHC

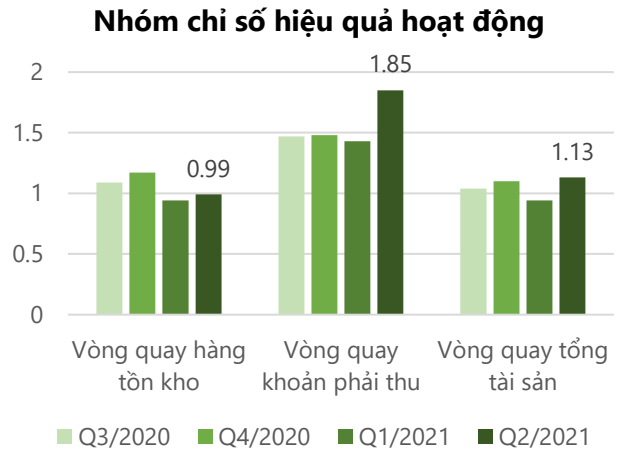
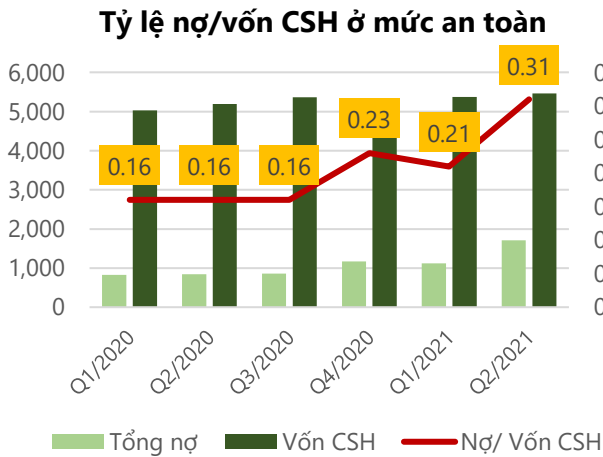


Nguồn: VHC, VASEP

Với việc Mỹ là thị trường đóng góp 51% doanh thu cá tra của VHC và VHC là là doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất tại thị trường này, kỳ vọng doanh thu VHC tiếp tục tăng mạnh trong 2 quý cuối năm và trong năm 2022.

## TÀI CHÍNH

VHC có tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu ở mức an toàn, đạt 0.31 vào Q2.2021, tiền và tiền gửi rất lớn. Nhóm chỉ số hiệu quả hoạt động đều ở mức khá tích cực.



Nguồn: DSC research

## DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

DSC đưa ra mức dự phóng lợi nhuận cuối năm 2021 của VHC vào khoảng 1,000 tỷ đồng, lợi nhuận cho năm 2022 có thể đạt 1,400 tỷ đồng. Với PE mục tiêu 9 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHC, giá mục tiêu 70,000 đồng/cp, tương ứng với mức upside 37%.

## RỦI RO

- Dịch bệnh bùng phát trở lại khiến quá trình phục hồi tại các thị trường chậm hơn dự kiến.
- Dịch bệnh kéo dài tại các tỉnh miền Nam khiến phát sinh chi phí hoạt động liên quan đến "3 tại chỗ".
- Với việc xuất khẩu phải sử dụng container, thị trường xuất khẩu chiếm 80% doanh thu hàng năm, VHC chịu tác động không nhỏ khi giá cước vận chuyển bằng container vẫn ở mức cao. Mặc dù xuất khẩu chính qua hình thức FOB (khách hàng chịu chi phí vận chuyển) khiến biên gộp ít chịu tác động. Nhưng doanh thu bị ảnh hưởng khi sản lượng xuất khẩu thấp hơn.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản tin này của Công ty Chứng khoán DSC (gồm các thông tin, ý kiến, nhận định và khuyến nghị nêu trong bản tin) được thực hiện/gửi với mong muốn cung cấp cho nhà đầu tư thêm các thông tin liên quan đến thị trường chứng khoán. Thông tin nêu trong bản tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo các thông tin nêu trong bản tin này là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Bản tin này được thực hiện/gửi bởi Phòng phân tích và không đại diện/nhân danh DSC.

DSC nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì mục đích gì mà không có sự chấp thuận của DSC.