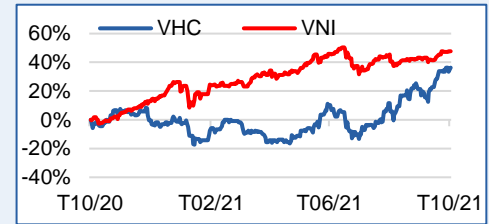


Ngành	Nông nghiệp		2020	9M/21	2021F
Ngày báo cáo	20/10/2021	Tăng trưởng DT	-10,5%	24,9%	19,2%
Giá hiện tại	58.200VND	Tăng trưởng EPS (1)	-38,8%	17,6%	27,9%
Giá mục tiêu*	65.200VND	Tăng trưởng EPS (2)	-36,5%	25,0%	35,9%
TL tăng	+12,0%	Biên LN gộp (1)	14,4%	17,5%	19,6%
Lợi suất cổ tức	1,7%	Biên LN ròng (1)	10,2%	10,2%	11,0%
Tổng mức sinh lời	+13,7%	EV/EBITDA (1)	12,1x	N/A	8,7x
KN gần nhất*	MUA	P/E (2)	16,5x	N/A	12,1x



GT vốn hóa	456,4tr USD		<u>VHC</u>	<u>VNI</u>
Room KN	342,4tr USD	P/E (trượt) (2)	13,8x	16,8x
GTGD/ngày (30n)	4,3tr USD	P/B (hiện tại)	2,0x	2,7x
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	0,1x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	181,9 tr	ROE	14,7%	16,3%
Pha loãng	181,9 tr	ROA	10,8%	2,6%

* cập nhật ngày 13/09/2021; (1) báo cáo; (2) cốt lõi

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

Lợi nhuận vượt dự báo khi VHC hưởng lợi từ nguồn cung cá tra thắt chặt

- CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2021, trong đó doanh thu thuần và LNST sau lợi ích CĐTS tăng lần lượt 25% YoY và 18% YoY. Tính riêng trong quý 3, doanh thu thuần và LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt tăng 24% YoY và 46% YoY.
- Chúng tôi cho rằng những KQKD tích cực này là do nhu cầu cá tra từ Mỹ phục hồi mạnh mẽ và nguồn cung cá tra bị thắt chặt - nguyên nhân là do dịch COVID-19 làm gián đoạn sản xuất cá tra ở Việt Nam, đặc biệt là của các đối thủ cạnh tranh của VHC. Bối cảnh nguồn cung thắt chặt này đã hỗ trợ giá bán và thị phần của VHC. Tình hình cung - cầu thuận lợi giúp VHC vượt qua các gián đoạn do COVID-19 như chi phí vận chuyển tăng cao và hiệu suất hoạt động giảm.
- Trong 9 tháng đầu năm 2021, doanh thu so sánh tương đương của VHC (không tính Sa Giang - công ty sản xuất bánh phồng tôm hàng đầu đã trở thành công ty con của VHC vào cuối tháng 1/2021) tăng 20% YoY (quý 3/2021: +18% YoY) nhờ doanh số bán cá tra phi lê đông lạnh và các sản phẩm liên quan tăng 23% YoY (quý 3/2021: +18% YoY) (cụ thể như: cá tầm bột, mỡ cá, thức ăn từ cá và thức ăn chăn nuôi). Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng xuất khẩu cá phi lê của VHC tăng 11% YoY trong 9 tháng 2021 (quý 3/2021: -5% YoY).
- Trong khi đó, tăng trưởng doanh thu collagen và gelatin (C&G) tăng tốc lên 8% YoY trong 9 tháng 2021 từ 1% YoY trong 6 tháng đầu năm 2021, mà ban lãnh đạo cho rằng chủ yếu là do nhu cầu toàn cầu đang dần phục hồi.
- Biên LN gộp trước dự phòng hàng tồn kho tăng 5 điểm % YoY và 4 điểm % QoQ lên 21,9% trong quý 3/2021 do giá bán phi lê tăng 27% YoY và 15% QoQ lên 3,4 USD/kg. Chúng tôi lưu ý rằng giữa các quý, VHC thường ghi nhận các khoản dự phòng hàng tồn kho và việc hoàn nhập các khoản dự phòng đó có thể làm phức tạp việc theo dõi biến động biên LN gộp so với giá bán trung bình và chi phí đầu vào. Trong 9 tháng đầu năm 2021, biên LN gộp trước dự phòng hàng tồn kho tăng 50 điểm cơ bản lên 18,3% YoY.
- Tỉ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm từ mức 7,0% trong 6 tháng năm 2021 xuống 5,0% trong quý 3/2021 khi các hợp đồng FOB (trong đó các nhà xuất khẩu không chịu chi phí vận chuyển) chiếm khoảng 80% giá trị xuất khẩu của VHC sang Mỹ trong quý 3/2021 so với 20% vào đầu năm 2021, theo ước tính của chúng tôi. Sự thay đổi cơ cấu hợp đồng này đến từ bối cảnh cung - cầu thuận lợi nói trên và cho phép VHC chuyển một phần mức tăng chi phí vận chuyển cho khách hàng của mình. Tuy nhiên, tỷ lệ này trong quý 3/2021 vẫn cao hơn 3,9% của quý 3/2020.

- Biên lợi nhuận mảng phi lê của VHC đang tăng cao hơn so với dự báo của chúng tôi nhờ vào tình hình cung cầu thuận lợi hiện tại. Chúng tôi nhận thấy khả năng điều chỉnh tăng so với các dự báo hiện tại của chúng tôi, dù cần thêm đánh giá chi tiết.

KQKD quý 3/2021 và 9 tháng năm 2021 của VHC

Tỷ đồng	Q3 2021	YoY	9T 2021	YoY	9T 2021/Dự báo 2021 của VCSC
Doanh thu	2.231	24%	6.361	25%	76%
Sa Giang (HSX: SGC)	94	N.M.	145	N.M.	82%
Doanh thu theo cơ sở so sánh tương đương (các mảng kinh doanh cốt lõi của VHC)	2.128	18%	6.119	20%	76%
<i>Theo thị trường*</i>					
Mỹ	967	49%	2.577	42%	
Châu Âu	295	0%	943	-4%	
Trung Quốc và Hồng Kông	346	-2%	915	29%	
Khác	520	4%	1.684	6%	
<i>Theo sản phẩm*</i>					
Collagen và gelatin	166	26%	478	8%	70%
Cá fillet đông lạnh và khác	1.962	18%	5.641	21%	76%
Lợi nhuận gộp	409	78%	1.114	44%	68%
Chi phí SG&A	-112	61%	-402	82%	60%
Lợi nhuận từ HĐKD	297	86%	713	29%	73%
LNTT	293	49%	746	20%	72%
LNST sau lợi ích CĐTS	256	46%	649	18%	71%

Nguồn: VHC, VCSC (* cơ cấu doanh thu theo mảng và sản phẩm dựa trên KQKD sơ bộ của VHC, trong đó số liệu tổng doanh thu có khác biệt nhỏ so với con số chính thức)

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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (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

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
- Tổng Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

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

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

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

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.