

## CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HSX: VHC)

**Lâm Mẫn Nhi**

Chuyên viên phân tích

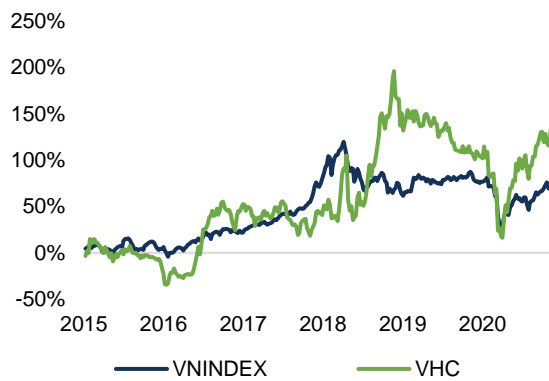
 Email: [nhilm@fpts.com.vn](mailto:nhilm@fpts.com.vn)

Điện thoại: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7584

Phê duyệt báo cáo

**Nguyễn Thị Kim Chi**

Phó giám đốc Phân tích đầu tư

**Diễn biến giá cổ phiếu VHC**

**Thông tin giao dịch**
**18/11/2020**

Giá hiện tại	45.150
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	45.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	19.600
Số lượng CP niêm yết (CP)	183.376.956
Số lượng CP lưu hành (CP)	181.946.026
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	559.271
% sở hữu nước ngoài	33,01%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.834
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.242
EPS	4.080
P/E trailing	11,1x

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Vĩnh Hoàn
Địa chỉ	Quốc lộ 30, phường 11, thành phố Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Chế biến cá tra phi-lê đông lạnh xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí cá tra nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra có thị phần lớn nhất Việt Nam; Biến động giá cá tra nguyên liệu;
Rủi ro chính	rào cản thương mại, kỹ thuật từ các thị trường xuất khẩu

**Giá thị trường:**
**45.150**
**Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu:**
**51.700**
**MUA**
**Chênh lệch:**
**+15%**
**CHỜ ĐỢI CƠ HỘI PHỤC HỒI MẠNH MẼ SAU DỊCH COVID-19**

Quý III/2020, doanh thu thuần của VHC đạt 1.800 tỷ đồng, -4% yoy, +9% qoq, tuy nhiên lũy kế 9 tháng đầu năm 2020, kết quả kinh doanh của VHC chứng kiến sự sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ năm 2019. Doanh thu thuần ghi nhận sự sụt giảm 11% yoy, đạt khoảng 5.093 tỷ đồng; tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ mức 22% về còn 15%; đồng thời, lợi nhuận sau thuế trong 9T/2020 cũng chứng kiến sự sụt giảm mạnh, lên đến -44% yoy, đạt ~552 tỷ đồng.

Nguyên nhân chính của sự suy giảm này xuất phát từ: (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch COVID-19, đồng thời khiến (2) Giá bán xuất khẩu cá tra Việt Nam sụt giảm ~19% yoy, bình quân đạt ~1,95 USD/kg.

Mặc dù kết quả kinh doanh 9T/2020 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi tác động của dịch COVID-19, nhưng với sự kỳ vọng về nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường trọng điểm của cá tra Việt Nam sẽ bắt đầu hồi phục kể từ cuối năm 2020. Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC cho mục tiêu trung và dài hạn, với giá mục tiêu là **51.700** đồng/cổ phiếu, **+15%** so với mức giá ngày 18/11/2020 là 45.150 đồng/cổ phiếu. Khuyến nghị này được đưa ra dựa trên các luận điểm đầu tư như sau:

- **Thị phần dẫn đầu trong mảng cá tra xuất khẩu Việt Nam.** Trước tình hình khó khăn trong giai đoạn diễn biến dịch COVID-19, VHC với nền tảng chuỗi giá trị kinh doanh bài bản, tình hình tài chính vững mạnh cùng với việc sở hữu lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp tương đồng, công ty ghi nhận kết quả kinh doanh chịu tác động thấp hơn so với bức tranh tiêu cực chung của toàn mảng.

- **Mảng Collagen và Gelatin tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao.** Trong 9T/2020, mảng Collagen và Gelatin của VHC ghi nhận doanh thu đạt ~470 tỷ đồng, +31% yoy. Chúng tôi kỳ vọng, năm 2021, sau khi dây chuyền Collagen và Gelatin mở rộng thêm 1.500 tấn thành phẩm/năm (+75% so với công suất hiện tại) chính thức đi vào hoạt động, doanh thu mảng này sẽ đạt ~1.000 tỷ đồng, đóng góp ~13% tổng doanh thu của VHC.

- **Hoạt động xuất khẩu cá tra Việt Nam được kỳ vọng phục hồi từ cuối năm 2020.** Sau một thời gian dài giá cá tra nguyên liệu ở mức thấp nhất trong lịch sử, diện tích thả nuôi thu hẹp, nguồn cung giảm, đến T10/2020, giá cá tra nguyên liệu đã bắt đầu hồi phục, tăng ~22% từ mức bình quân 18.000 đồng/kg lên đến 22.000 đồng/kg, nhờ sức cầu thu mua của các doanh nghiệp chế biến gia tăng, đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của thị trường cho các dịp lễ cuối năm, từ đó, kỳ vọng giá bán xuất khẩu cũng sẽ bắt đầu phục hồi.

**I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2020 CỦA VHC**

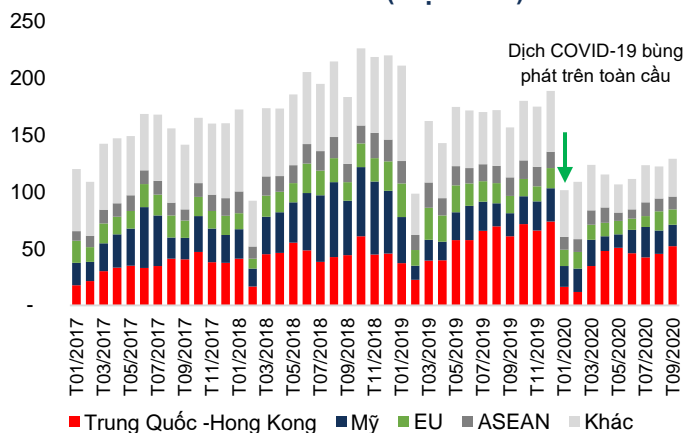
Đơn vị: tỷ đồng

	9T/2020	9T/2019	% yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.093</b>	<b>5.696</b>	<b>-11%</b>
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>4.319</b>	<b>4.468</b>	<b>-3%</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>775</b>	<b>1.228</b>	<b>-37%</b>
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	15,2%	21,6%	
Chi phí bán hàng	111	176	-40%
Chi phí QLDN	110	111	-1%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>554</b>	<b>941</b>	<b>-41%</b>
Doanh thu tài chính	160	200	-20%
Chi phí tài chính	75	69	+9%
<i>Chi phí lãi vay</i>	30	47	-36%
Lợi nhuận khác	-18	1	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>620</b>	<b>1.087</b>	<b>-43%</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>552</b>	<b>981</b>	<b>-44%</b>

Doanh thu theo sản phẩm	9T/2020	9T/2019	% yoy
Cá tra phi-lê	3.508	3.931	-11%
Phụ phẩm	857	748	+15%
Collagen và Gelatin	470	360	+31%
Cá tra GTGT	105	86	+22%
Mảng khác	193	567	-66%

Doanh thu theo thị trường	9T/2020	9T/2019	% yoy
Mỹ	1.837	2.319	-21%
EU	988	753	+31%
Trung Quốc	708	949	-25%
Khác	1.600	1.653	-3%

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

**1. Dưới ảnh hưởng tiêu cực của dịch COVID-19, hoạt động xuất khẩu cá tra của VHC gặp nhiều khó khăn, tuy nhiên vẫn ghi nhận mức sụt giảm thấp hơn trung bình toàn ngành**
**Tình hình xuất khẩu cá tra của Việt Nam giai đoạn T01/2017-T09/2020 (triệu USD)**


Nguồn: Hiệp hội Thủy sản Việt Nam (VASEP), FPTS tổng hợp

**So sánh doanh thu thuần của một số doanh nghiệp cá tra lớn nhất Việt Nam trong 9T/2020**

tỷ đồng	9T/2020	9T/2019	% yoy
<b>VHC</b>	<b>5.093</b>	<b>5.696</b>	<b>-11%</b>
ANV <sup>1</sup>	2.504	3.102	-20%
IDI <sup>2</sup>	4.449	5.466	-19%
ACL <sup>3</sup>	655	1.080	-39%
...	...	...	...
<b>Tổng GTXK của Việt Nam (triệu USD)</b>	<b>1.043</b>	<b>1.461</b>	<b>-29%</b>

\*1. ANV: CTCP Nam Việt; 2. IDI: CTCP Đầu tư và Phát triển đa quốc gia I.D.I; 3. ACL: CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang

Nguồn: FPTS tổng hợp

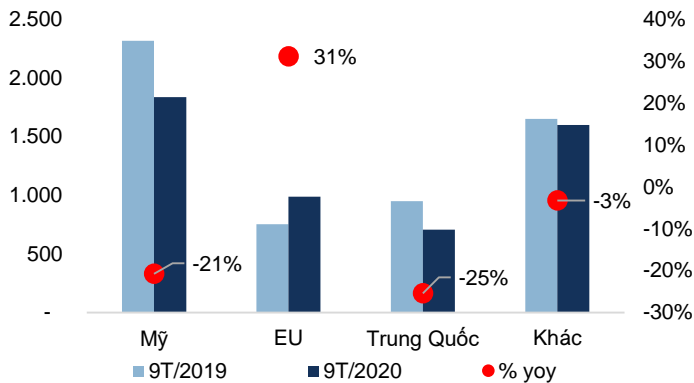
Kể từ đầu năm 2020, dịch bệnh COVID-19 bùng phát trên toàn cầu, nhất là tại các khu vực thị trường xuất khẩu trọng điểm như Trung Quốc, Mỹ, châu Âu,... khiến hoạt động xuất khẩu cá tra Việt Nam bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Lũy kế trong 9 tháng đầu năm 2020, giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam đã ghi nhận sự sụt giảm lên đến 29% yoy, đạt khoảng 1.043 triệu USD.

**Dưới tác động của tình hình dịch COVID-19, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm cá tra tại các thị trường xuất khẩu nhanh chóng hạ nhiệt.** Xu hướng tiêu cực này là do (1) Khoảng 70% sản phẩm cá tra Việt Nam được tiêu thụ chủ yếu các tại kênh dịch vụ thực phẩm, như nhà hàng, khách sạn, khu du lịch,... Tuy nhiên, việc áp dụng các biện pháp phong tỏa, giãn cách xã hội nhằm ngăn chặn sự lây lan của dịch bệnh, đã buộc các khu vực này phải

đóng cửa. Cùng với đó, (2) Mức độ nhận diện của người tiêu dùng thế giới đối với sản phẩm cá tra Việt Nam vẫn còn khá thấp so với các loài cá thịt trắng khác, cụ thể như cá rô phi của Trung Quốc.

**Là doanh nghiệp với thị phần dẫn đầu trong mảng cá tra xuất khẩu Việt Nam (~13%, năm 2019), hoạt động xuất khẩu của VHC không tránh khỏi sự ảnh hưởng, trong 9T/2020, doanh thu thuần của VHC đạt khoảng 5.093 tỷ đồng, -11% yoy.** Tuy nhiên, khi so sánh kết quả này với các doanh nghiệp cùng mảng, VHC cho thấy mức độ chịu tác động thấp hơn, trong khi các doanh nghiệp ANV, IDI và ACL ghi nhận mức sụt giảm doanh thu lần lượt lên đến là 20%, 19% và 39%.

**Doanh thu thuần theo thị trường của VHC trong 9T/2020 (tỷ đồng)**



Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá việc VHC đạt được kết quả kinh doanh khả quan hơn so với bức tranh chung của toàn mảng, là nhờ:

(1) Ngoài mảng cá tra phi-lê xuất khẩu, VHC còn kinh doanh các sản phẩm cá tra nằm trong chuỗi giá trị khép kín của doanh nghiệp như phụ phẩm, cá tra giá trị gia tăng và đặc biệt là sản phẩm Collagen và Gelatin chiết xuất từ da cá tra.

Mặc dù tỷ trọng đóng góp của các mảng kinh doanh này còn khá nhỏ (~20%, năm 2019), tuy nhiên, trong 9T/2020, các mảng này ghi nhận mức tăng trưởng khá nổi bật, đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của VHC. Chúng tôi sẽ phân tích cụ thể hơn trong phần tiếp theo.

(2) Khác với điểm đến xuất khẩu lớn nhất của hầu hết các doanh nghiệp cá tra Việt Nam là thị trường Trung Quốc, thì Mỹ là thị trường xuất khẩu truyền thống và lớn nhất của VHC. Tại thị trường Mỹ, mức giá bán cá tra xuất khẩu trung bình cao hơn khoảng 20% so với thị trường EU, và 30-50% so với thị trường Trung Quốc.

Nhờ sở hữu chuỗi giá trị bài bản, cung cấp sản phẩm cá tra chất lượng cao, đáp ứng đầy đủ các điều kiện tiêu chuẩn xuất khẩu vào thị trường Mỹ, kể từ những năm 2010, VHC được hưởng mức thuế chống bán phá giá (CBPG) 0 USD/kg vào thị trường này, trong khi các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra còn lại đều phải chịu mức thuế CBPG thay đổi hàng năm dưới sự xem xét của Bộ Thương mại Hoa Kỳ. Nhờ đó, giúp VHC tạo được lợi thế cạnh tranh đáng kể so với các doanh nghiệp đối thủ tại thị trường này (VHC chiếm thị phần ~45% tại Mỹ, 2019).

*Phân tích cụ thể tình hình xuất khẩu trong 9T/2020 của VHC tại các thị trường.*

► **Thị trường Mỹ (chiếm ~36% tổng giá trị xuất khẩu của VHC).** Giá trị xuất khẩu sang thị trường này trong 9T/2020 đạt 1.837 tỷ đồng, -21% yoy. Tại Mỹ, VHC chủ yếu kinh doanh các sản phẩm cá tra ở phân khúc cao cấp, với tỷ trọng của kênh dịch vụ thực phẩm (nhà hàng, khách sạn,...) và kênh bán lẻ là khoảng 60:40. Do đó, dưới tác động của dịch COVID-19, tình hình kinh doanh của VHC ở khu vực này bị ảnh hưởng khá lớn.

Bên cạnh đó, thói quen mua sắm của người tiêu dùng trong giai đoạn vừa qua cũng đã có sự thay đổi đáng kể. Người tiêu dùng chuyển sang hình thức mua thực phẩm tại các kênh siêu thị hoặc mua sắm trực tuyến để chế biến tại nhà. Ngoài ra, các sản phẩm đông lạnh với mức giá hợp lý cũng được người tiêu dùng ưa chuộng hơn trong bối cảnh thu nhập giảm. Nắm bắt được xu hướng này, VHC đã linh động chuyển hướng tập trung bán hàng tại các kênh bán lẻ, chủ động đóng gói với kích cỡ nhỏ hơn để phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng, giúp gia tăng doanh số tại các kênh bán lẻ, phần nào bù đắp được sự sụt giảm nghiêm trọng của kênh dịch vụ thực phẩm. [\(Phụ lục 1: Kết quả tìm kiếm Google đối với cụm từ "Restaurant" và "Cooking" trên toàn thế giới trong giai đoạn 2015-2020\)](#)

Tuy nhiên, hiện nay, cá tra Việt Nam đang đối mặt cạnh tranh với mặt hàng cá rô phi từ Trung Quốc – loài thủy sản được xem là sản phẩm thay thế của cá tra, khi Mỹ đang gia tăng lượng nhập khẩu loài cá này. Nguyên nhân là mặt hàng cá rô phi cỡ nhỏ Trung Quốc (không quá 115 gam/con) được miễn thuế 25% khi xuất khẩu vào thị trường Mỹ kể từ ngày 26/03/2020. Theo thống kê từ Cơ quan Khí quyển và Đại dương Quốc gia (NOAA), trong 6T/2020, Mỹ đã nhập khẩu 62.138 tấn cá rô phi phi-lê đông lạnh từ thị trường Trung Quốc, +22% yoy. Đây là lần tăng khối lượng đầu tiên trong 6 tháng đầu năm kể từ năm 2015.

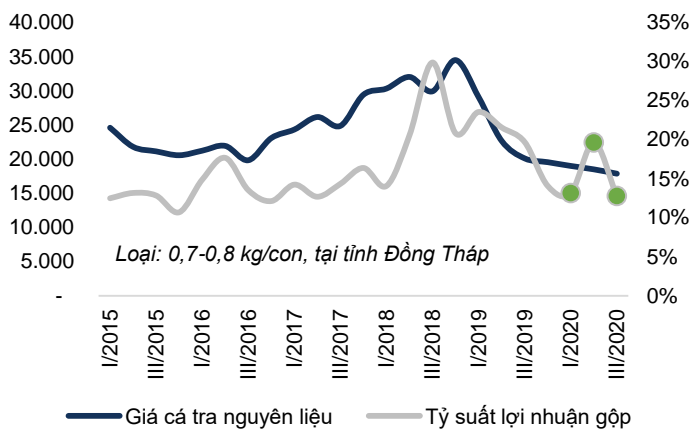
► **Tại thị trường EU (bao gồm thị trường Anh - chiếm ~20% tổng giá trị xuất khẩu của VHC).** Trong 9T/2020, giá trị xuất khẩu của VHC sang thị trường này đạt 988 tỷ đồng, +31% yoy. Đây là thị trường duy nhất trong số các thị trường xuất khẩu chủ lực của VHC ghi nhận sự tăng trưởng, và đã vượt qua Trung Quốc trở thành thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của VHC. Chủ yếu là nhờ sự tăng trưởng tích cực tại thị trường Anh, cũng như tại EU, các sản phẩm cá tra của VHC phần lớn được tiêu thụ tại phân khúc siêu thị, do vậy, sức tiêu thụ vẫn duy trì ở mức khả quan.

Tuy nhiên, trước làn sóng COVID-19 mới bất ngờ quay trở lại trong mùa đông tại châu Âu, các biện pháp phong tỏa, đóng cửa các địa điểm công cộng tiếp tục được triển khai. Chúng tôi đánh giá rằng, giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam nói chung và VHC nói riêng sẽ bị ảnh hưởng nhất định khi xuất khẩu sang khu vực này, trong khi động lực thúc đẩy tăng trưởng từ ưu đãi thuế của Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam và EU (EVFTA) có hiệu lực từ ngày 01/08/2020, chưa thực sự mang lại đóng góp đáng kể.

► **Tại thị trường Trung Quốc (chiếm ~14% tổng giá trị xuất khẩu của VHC).** Trung Quốc là quốc gia bùng phát dịch COVID-19 đầu tiên trên thế giới, đồng thời cũng là khu vực kiểm soát được dịch sớm hơn các thị trường khác. Do đó, hoạt động xuất khẩu cá tra sang thị trường này sớm phục hồi, tuy nhiên mức độ hồi phục vẫn còn khá chậm. Giá trị xuất khẩu của VHC trong 9T/2020 sang Trung Quốc đạt khoảng 708 tỷ đồng, -25% yoy. Chúng tôi cho rằng, xuất khẩu cá tra sang thị trường Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong Q4/2020, khi lượng hàng tồn kho của thị trường này tương đối thấp, trong khi nhu cầu tiêu thụ bắt đầu tăng mạnh nhằm phục vụ cho các dịp lễ cuối năm.

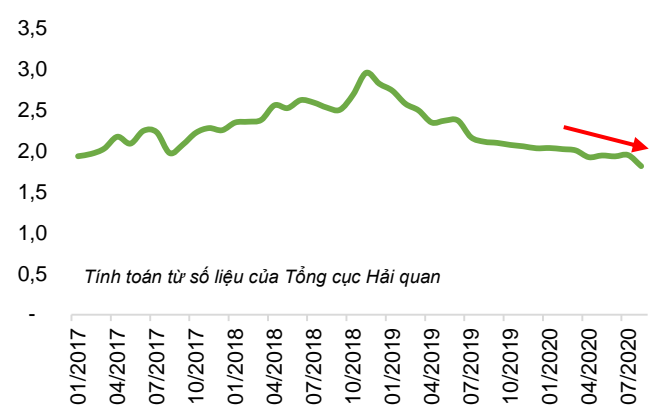
## 2. Nhu cầu tại các thị trường hạ nhiệt, giá bán xuất khẩu sụt giảm, tỷ suất lợi nhuận gộp trong 9T/2020 của VHC ở mức 15%

**Biến động của giá cá tra nguyên liệu và tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC từ Q1/2015-Q3/2020**



Nguồn: VASEP, FPTS tổng hợp

**Giá bán xuất khẩu cá tra Việt Nam bình quân theo tháng giai đoạn T1/2017-T8/2020 (USD/kg)**



Nguồn: FPTS tổng hợp

Cùng với những khó khăn từ hoạt động xuất khẩu, nhu cầu thu mua cá tra nguyên liệu của các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu ở Việt Nam giảm mạnh, khiến giá cá tra nguyên liệu tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long tiếp tục đà suy giảm kể từ năm 2019. Trong giai đoạn 9T/2020, giá cá tra nguyên liệu trung bình chỉ ở mức khoảng 17.500-18.000 đồng/kg - mức giá thấp nhất trong lịch sử, trong khi giá thành nuôi cá tra dao động trong khoảng 20.000-22.000 đồng/kg.

Hiện nay, với khoảng gần 80% diện tích nuôi cá tra đều thuộc về các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu hoặc các hộ nuôi liên kết với doanh nghiệp, do đó, doanh nghiệp chế biến cũng không hề hưởng lợi mức giảm giá cá tra nguyên liệu đầu vào trong bối cảnh này. Đồng thời, giá bán xuất khẩu cũng đang có diễn biến tiêu cực tương đồng với giá cá tra nguyên liệu. Theo dữ liệu thống kê của Tổng cục Hải quan, giá bán cá tra xuất khẩu của Việt Nam trong 9T/2020 bình quân đạt khoảng 1,95 USD/kg, -19% yoy. Do đó, ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong mảng, trong đó có VHC.

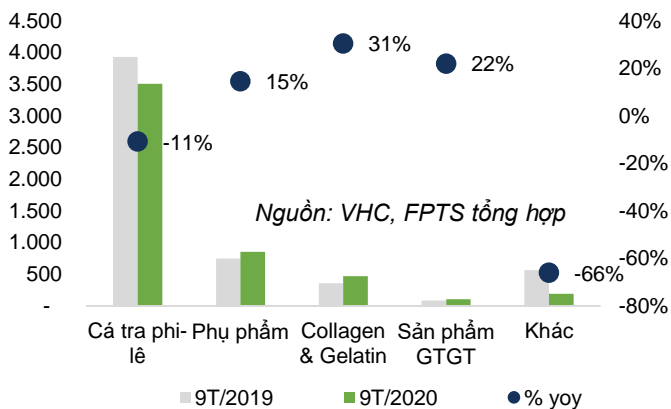
Bên cạnh đó, do việc VHC tiến hành trích lập dự phòng giảm giá cho lượng thành phẩm tồn kho trong 9T/2020 khoảng 130 tỷ đồng, điều này cũng một phần khiến lợi nhuận của VHC sụt giảm. Trong 9T/2020, tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC chỉ đạt 15,2%, giảm gần 7 điểm phần trăm so với mức 21,6% trong 9T/2019.

### 3. Màng Collagen và Gelatin tiếp tục là động lực tăng trưởng cho VHC

Trong khi mảng kinh doanh chính của VHC là mảng cá tra phi-lê xuất khẩu gặp khó khăn do ảnh hưởng của dịch COVID-19 khiến nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường đồng loạt xuống thấp, thì các mảng kinh doanh phụ phẩm, sản phẩm cá tra GTGT và đặc biệt là mảng Collagen và Gelatin ghi nhận tốc độ tăng trưởng tích cực. Trong 9T/2020, doanh thu thuần của các mảng này tăng lần lượt 15%, 22% và 31% so với cùng kỳ năm 2019.

Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu của các mảng này vẫn còn khá nhỏ. Dù vậy, chúng tôi vẫn đánh giá cao khả năng tăng trưởng của các mảng này trong giai đoạn tiếp theo nhờ nhu cầu tiêu thụ tốt từ thị trường, nổi bật là mảng kinh doanh Collagen và Gelatin chiết xuất từ da cá tra.

**Doanh thu thuần theo mảng của VHC trong 9T/2020 (tỷ đồng)**



Với nhu cầu tiêu thụ ổn định, phục vụ cho các ngành mỹ phẩm và dược phẩm, trong bối cảnh diễn ra dịch COVID-19, mảng Collagen và Gelatin vẫn ghi nhận mức tăng trưởng nổi bật.

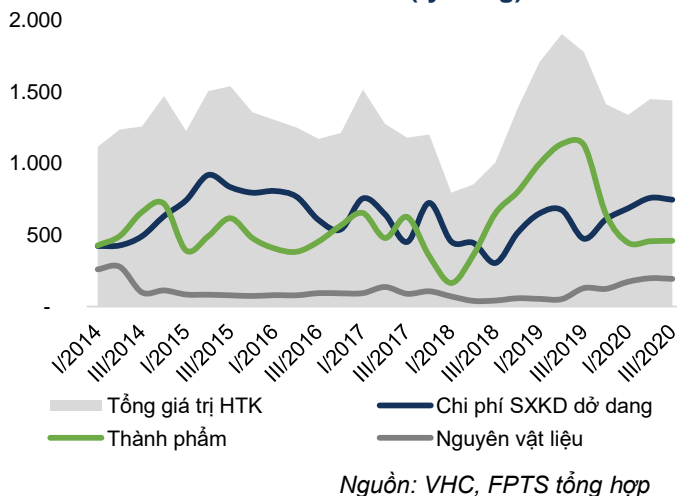
Mặc dù chỉ mới đưa vào hoạt động vào năm 2015, với doanh thu chỉ khoảng 26 tỷ đồng, chiếm ~1% tổng doanh thu của VHC, đến năm 2019, doanh thu mảng này đã đạt mức 514 tỷ đồng, chiếm ~7% tổng doanh thu. Trong 9T/2020, doanh thu mảng Collagen và Gelatin ghi nhận khoảng 470 tỷ đồng, nâng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của VHC lên 9%.

Đầu T10/2020, dây chuyền mở rộng dây chuyền chế biến Collagen và Gelatin thêm 1.500 tấn thành phẩm/năm đã đi vào hoạt động, nâng tổng công suất nhà máy chiết xuất Collagen và Gelatin của VHC lên 3.500 tấn thành phẩm/năm. Chúng tôi kỳ vọng, với dây chuyền mở rộng này, doanh thu năm 2020 của mảng C&G sẽ ghi nhận khoảng 680 tỷ đồng, +30% yoy. Giả định VHC không tiếp tục mở rộng công suất, doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng ổn định khoảng 5% trong giai đoạn 2021F-2024F.

## II. MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

### 1. Đến thời điểm Q3/2020, giá trị thành phẩm tồn kho của VHC duy trì ở mức trung bình

**Cơ cấu hàng tồn kho của VHC giai đoạn Q1/2014 – Q3/2020 (tỷ đồng)**

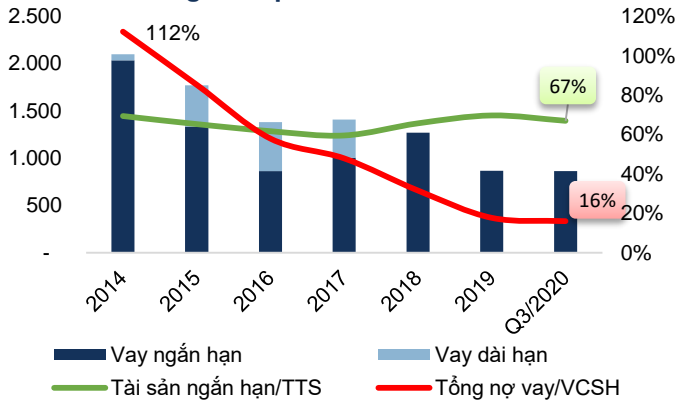


Năm 2019, giá trị thành phẩm tồn kho của VHC tăng mạnh do hoạt động kinh doanh gặp khó khăn, khi nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu hạ nhiệt sau khi tăng trưởng mạnh năm 2018, giá trị thành phẩm tồn kho thời điểm Q3/2019 lên đến hơn 1.100 tỷ đồng. Giai đoạn này, VHC đã chủ động hạ giá bán xuất khẩu để kích thích nhu cầu, giá trị thành phẩm tồn kho sau đó giảm hơn 1/2 về mức khoảng 450 tỷ đồng.

Bước sang năm 2020, khi đối mặt với những ảnh hưởng của tình hình dịch COVID-19, nhờ theo dõi sát tình hình chế biến và nhu cầu tiêu thụ, VHC duy trì lượng tồn kho hợp lý hơn. Tại thời điểm cuối Q3/2020, giá trị hàng tồn kho của VHC đạt khoảng 1.440 tỷ đồng, trong đó giá trị thành phẩm tồn kho ở mức 460 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chi phí sản xuất kinh doanh dở dang, chủ yếu là giá trị cá tra nguyên liệu đang nuôi trong ao, tăng từ đầu năm 2020 đến nay, tại Q3/2020, đạt 747 tỷ đồng.

## 2. Rủi ro từ đòn bẩy tài chính thấp

**Cơ cấu tài sản và nguồn vốn của VHC giai đoạn 2014-Q3/2020**



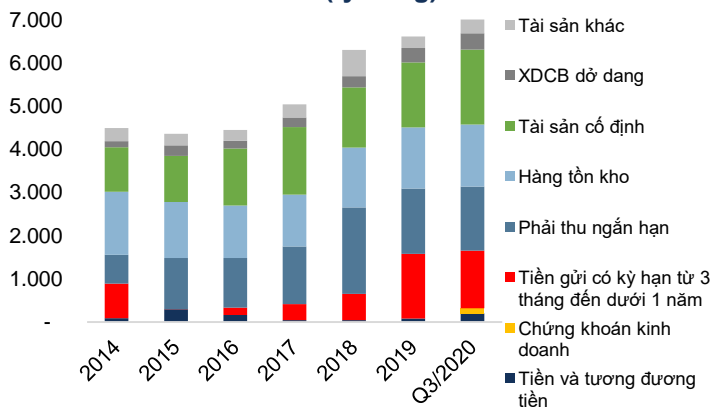
Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2014-2019, nhờ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh khá tốt để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động của VHC, tỷ lệ Tổng giá trị nợ vay/VCSH (D/E) của VHC có xu hướng giảm dần.

Trong 9T/2020, khi tình hình xuất khẩu gặp nhiều khó khăn do ảnh hưởng của dịch COVID-19, công ty vẫn duy trì được dòng tiền tương đối ổn định để tài trợ vốn lưu động và các khoản đầu tư, mức nợ vay tiếp tục duy trì ở mức thấp, khoảng 864 tỷ đồng, tương ứng với mức Tỷ lệ D/E khoảng 16% - đây là mức thấp nhất so với các doanh nghiệp trong mảng cá tra Việt Nam.

## 3. Dòng tiền hoạt động kinh doanh lành mạnh, lượng tiền gửi ngắn hạn ngày càng tăng

**Cơ cấu tài sản của VHC giai đoạn 2014-Q3/2020 (tỷ đồng)**



### Thông kê danh mục chứng khoán kinh doanh của VHC

	Q2/2020		Q3/2020		
	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	
FPT	29	15%	29	25%	
HPG	24	13%	44	38%	
MWG	87	46%	VNM	38	37%

(1) FPT: CTCP FPT; (2) HPG: CTCP Thép Hòa Phát; (3) MWG: CTCP Đầu tư Thế giới di động; (4) VNM: CTCP Sữa Việt Nam

Nguồn: VHC, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2014-Q3/2020, giá trị tổng tài sản của công ty liên tục tăng, trong đó tỷ trọng đóng góp của lượng tiền gửi kỳ hạn ngắn hạn (từ 3 tháng đến dưới 1 năm) tăng mạnh nhờ dòng tiền hoạt động kinh doanh tích cực. Đến thời điểm cuối Q3/2020, lượng tiền gửi kỳ hạn của VHC đạt khoảng 1.339 tỷ đồng, ~19% tổng tài sản. Chúng tôi đánh giá, với lượng tiền gửi ổn định ở mức này, mỗi năm VHC có thể ghi nhận khoảng 100 tỷ đồng lãi tiền gửi đóng góp vào doanh thu hoạt động tài chính.

Ngoài ra, vào Q2/2020, VHC đã trích ~190 tỷ đồng (~3% tổng tài sản) để đầu tư cổ phiếu trên thị trường, chúng tôi đánh giá đây là động thái hợp lý nhằm tìm kiếm cơ hội lợi nhuận của VHC trong bối cảnh lãi suất tiền gửi ở mức thấp. Danh mục ban đầu bao gồm 3 cổ phiếu: FPT, HPG và MWG.

Đến Q3/2020, VHC đã ghi nhận ~26 tỷ đồng tiền lãi ròng chứng khoán kinh doanh nhờ bán cổ phiếu MWG. Cuối Q3/2020, danh mục chứng khoán kinh doanh của VHC bao gồm FPT, HPG và VNM với tỷ trọng chi tiết ở bảng bên.

## III. ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG CỦA VHC TRONG QUÝ IV/2020 VÀ NĂM 2021

### 1. Bắt đầu quý 4/2020, giá cá tra nguyên liệu và giá bán xuất khẩu có dấu hiệu phục hồi

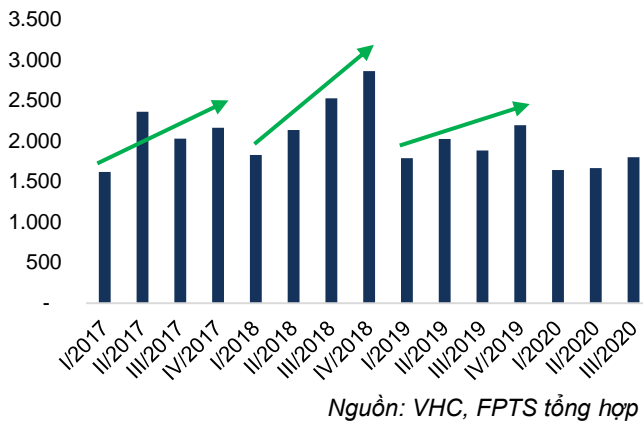
Đầu tháng 10/2020, giá cá tra nguyên liệu đã bật tăng trở lại, từ mức trung bình khoảng 18.000 đồng/kg trong 9T/2020 lên mức 21.800 đồng/kg, đồng nghĩa với sức cầu cá tra nguyên liệu của các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu đã tăng trở lại. Cùng với đó, giá bán xuất khẩu cũng có dấu hiệu ấm dần khi nhu cầu tiêu thụ của các thị trường tăng, chuẩn bị cho nguồn hàng phục vụ cuối năm. Do vậy, chúng tôi đánh giá đây sẽ là một tín hiệu tích cực cho hoạt động xuất khẩu của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam nói chung và VHC nói riêng trong Q4/2020.

Từ đầu năm đến nay, khi hoạt động xuất khẩu gặp khó khăn, giá cá tra nguyên liệu duy trì ở mức thấp, diện tích nuôi cá tra đã thu hẹp đáng kể. Chúng tôi tin rằng, nguồn cung nguyên liệu giảm, trong khi nhu cầu hồi phục tại các thị trường khi dịch COVID-19 tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm của cá tra Việt Nam cơ bản được kiểm soát trong năm 2021, sẽ khiến giá bán xuất khẩu tiếp tục hồi phục.

## 2. Hoạt động xuất khẩu cá tra được kỳ vọng tăng trong quý 4/2020 và năm 2021

### 2.1. Nhu cầu tiêu thụ cuối năm tại các thị trường tăng mạnh

**Doanh thu theo quý của VHC giai đoạn 2017- Q3/2020 (tỷ đồng)**



Thông thường, giai đoạn nửa cuối năm, đặc biệt là Q4/2020, sẽ là thời điểm mà giá trị xuất khẩu cá tra ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ nhất. Do nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường bắt đầu ấm dần, để phục vụ nhu cầu tiêu thụ cuối năm tại các thị trường, thời điểm của các dịp lễ Tết, kỳ nghỉ cuối năm.

Do đó, dự kiến doanh thu cá tra xuất khẩu trong Q4/2020 của VHC sẽ tăng trưởng tốt. Chúng tôi dự phóng, doanh thu thuần năm 2020 của VHC sẽ đạt khoảng 7.351 tỷ đồng, -7% yoy. Lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 895 tỷ đồng, tương ứng với EPS đạt khoảng 4.670 đồng, giảm 28% so với EPS năm 2019 là 6.500 đồng.

### 2.2. Ưu đãi thuế từ Hiệp định thương mại tự do EU- Việt Nam (EVFTA)

Hiệp định EVFTA đã chính thức có hiệu lực kể từ ngày 01/08/2020, ưu đãi từ Hiệp định này sẽ mở ra cơ hội lớn cho cá tra Việt Nam nâng cao lợi thế cạnh tranh tại thị trường EU. Thuế suất của các mặt hàng cá tra phi-lê đông lạnh sẽ giảm từ 4,5%-5,5% về 0% sau 3 năm Hiệp định có hiệu lực, cụ thể là từ ngày 01/01/2023, tất cả các mặt hàng cá tra của Việt Nam xuất sang EU sẽ chính thức được hưởng mức thuế suất 0%.

**Thông kê thuế suất ưu đãi đối với các sản phẩm cá tra theo Hiệp định EVFTA**

Mã HS	Mô tả hàng hóa	Thuế ưu đãi GSP	Thuế suất cơ sở	Danh mục thuế ưu đãi EVFTA	01/08/2020- 31/12/2020	01/01/2021- 31/12/2021	01/01/2022- 31/12/2022	Kể từ 01/01/2023
030272	Cá tra tươi hoặc ướp lạnh	4,500%	8,000%	B3	4,500%	4,000%	2,000%	0,000%
030324	Cá tra đông lạnh	4,500%	8,000%	B3	4,500%	4,000%	2,000%	0,000%
030432	Cá tra phi-lê tươi hoặc ướp lạnh	5,500%	9,000%	B3	5,500%	4,500%	2,250%	0,000%
030462	Cá tra phi-lê đông lạnh	5,500%	5,500%	B3	4,125%	2,750%	1,375%	0,000%

Nguồn: FPTS tổng hợp

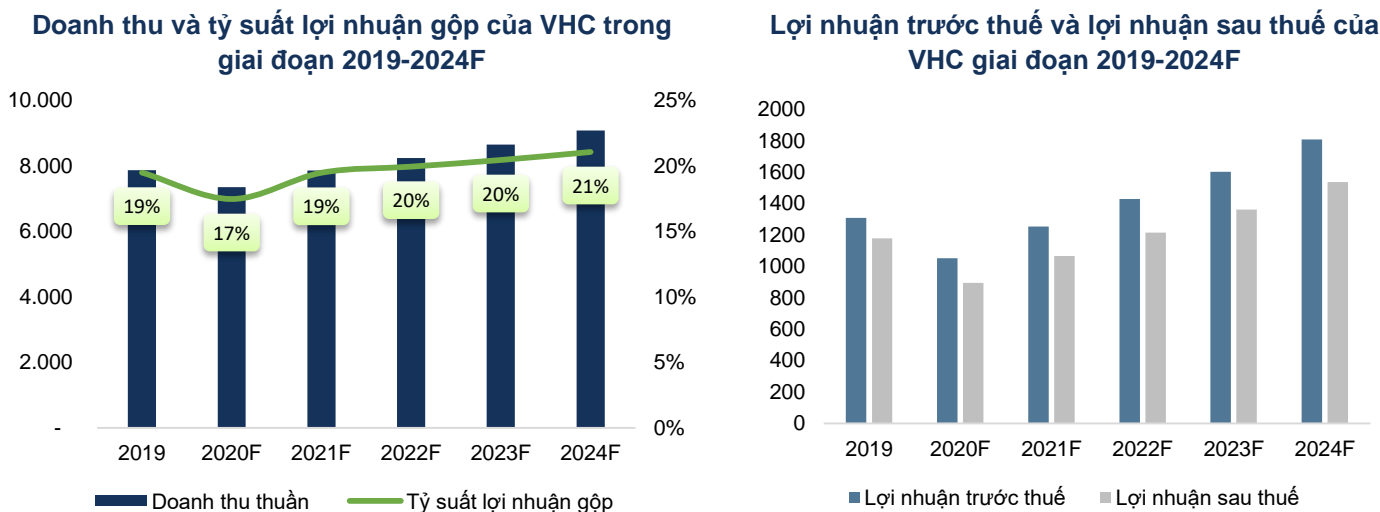
Tại năm đầu tiên Hiệp định EVFTA có hiệu lực – năm 2020, mức thuế suất ưu đãi là không lớn. Tuy nhiên, bước sang năm 2021, mức thuế ưu đãi cho mặt hàng cá tra phi-lê đông lạnh (Mã HS : 030462) – mặt hàng xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong số các sản phẩm cá tra xuất khẩu của Việt Nam sẽ bắt đầu giảm về mức 2,75%, giảm ½ so với mức thuế ưu đãi GSP thông thường.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng, với mức nền thấp của hai năm liên tiếp (năm 2019 và 2020), bước sang năm 2021, tình hình dịch bệnh COVID-19 tại các thị trường xuất khẩu dần hồi phục, nhu cầu tiêu thụ tại các kênh nhà hàng, khách sạn bắt đầu gia tăng trở lại, cũng như thuế suất ưu đãi từ Hiệp định EVFTA giảm về mức đáng kể, sẽ giúp cho tình hình hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp thủy sản nói chung tại thị trường EU hồi phục. Và VHC – doanh nghiệp đầu ngành với các lợi thế hiện có, hoạt động kinh doanh bài bản, tình hình tài chính vững mạnh sẽ là doanh nghiệp có sức bật mạnh nhất so với các doanh nghiệp trong mảng.

Chúng tôi dự phóng, năm 2021, doanh thu thuần của VHC sẽ đạt khoảng 7.856 tỷ đồng, +7% yoy. Lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 1.067 tỷ đồng, +19% yoy, tương ứng EPS đạt khoảng 5.900 đồng.

## E. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÒNG

Dựa trên những cập nhật về tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành cập nhật dự phóng kết quả kinh doanh của VHC giai đoạn 2020F-2024F.



Chỉ tiêu	T05/2020	T10/2020	Giả định
	<u>Chi tiết</u>		
<b>Tổng doanh thu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2020: -6% yoy</li> <li>2021F-2024F: CAGR 5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2020: -7% yoy</li> <li>2021F-2024F: CAGR 6%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Màng cá tra phi-lê xuất khẩu:</b> Năm 2020, do ảnh hưởng của dịch COVID-19, doanh thu mảng này dự báo giảm ~13%, do dự báo giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ, Trung Quốc và EU lần lượt -10% yoy, -15% yoy và +20% yoy. Giai đoạn 2021F-2024F, giả định nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu dần hồi phục, tăng trưởng mảng này ~6%/năm.</li> <li><b>Màng phụ phẩm:</b> tăng trưởng tương đối ổn định ở mức 5%/năm.</li> <li><b>Màng Collagen và Gelatin:</b> Năm 2020, mảng này được kỳ vọng tăng khoảng 30%, sang năm 2021F, khi dây chuyền mới đi vào hoạt động, công suất tăng từ 2.000 lên 3.500 tấn thành phẩm mỗi năm, kỳ vọng doanh thu +50% yoy, và giai đoạn tiếp theo tăng trưởng với CAGR +5%.</li> <li><b>Màng cá tra GTGT:</b> Với sự tiện lợi, người tiêu dùng ngày càng ưu tiên sử dụng các sản phẩm chế biến sẵn, doanh thu mảng này được kỳ vọng phát triển ở mức CAGR 5%.</li> <li><b>Màng khác:</b> chiếm tỷ trọng rất nhỏ, giả định không có sự thay đổi.</li> </ul>
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2020: -4% yoy</li> <li>2021F-2024F: CAGR +5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2020: -4% yoy</li> <li>2021F-2024F: CAGR +5%</li> </ul>	Giả định giá cá tra nguyên liệu năm 2020 vẫn xấp xỉ năm 2019, các năm tiếp theo kỳ vọng chi phí cá tra nguyên liệu/kg của VHC tương đối ổn định, trung bình tăng khoảng 1%/năm, giá vốn hàng bán năm 2020 của VHC giảm 4% yoy, giai đoạn 2022F-2024F, tăng khoảng 5%/năm.
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	18%-20%	17%-21%	Kết quả tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2020, giảm còn khoảng 17%, giai đoạn 2022F-2024F, tăng dần đến mức 21%.
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	13%-18% doanh thu thuần	15%-20% doanh thu thuần	Với lượng tiền gửi cao, ước tính mỗi năm VHC ghi nhận khoảng 100 lãi tiền gửi. Bên cạnh đó, với giả định VHC không gia tăng mạnh nợ vay, CPBH và CPQLDN chiếm lần lượt 3% và 2% tổng doanh thu. Tỷ lệ Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần của VHC giai đoạn 2020F-2024F, tăng từ 15% lên đến 20%.
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	11%-15% doanh thu thuần	12%-17% doanh thu thuần	Giả định thuế suất thuế TNDN của doanh nghiệp trong giai đoạn này bằng với mức thuế suất năm 2019, khoảng 15%, do đó lợi nhuận sau thuế của ANV trong giai đoạn này chiếm khoảng 85% lợi nhuận trước thuế.



## F. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá VHC bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu VHC theo các phương pháp có mức bình quân là **51.700 VNĐ/cp**, cao hơn 15% so với mức giá đóng cửa ngày 18/11/2020. Do đó, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	52.000	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	51.400	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>51.700</b>	

### ► Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T05/2020	T11/2020	Giả định mô hình	T05/2020	T11/2020
WACC 2020	12,78%	12,63%	Phần bù rủi ro	8,49%	10,38%
Chi phí sử dụng nợ 2020	5,58%	5,58%	Hệ số Beta 2020	1,18	0,98
Chi phí sử dụng vốn 2020*	14,36%	13,71%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,5%	2,6%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

\*Chi phí sử dụng VCSH đã được cộng thêm phần bù rủi ro ngành trong giai đoạn dịch bệnh COVID-19

### ► Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		10.226.618
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		1.013
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		866.025
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		9.361.607
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		181.946
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		<b>51.400</b>
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		9.459.727
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		<b>52.000</b>

### LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

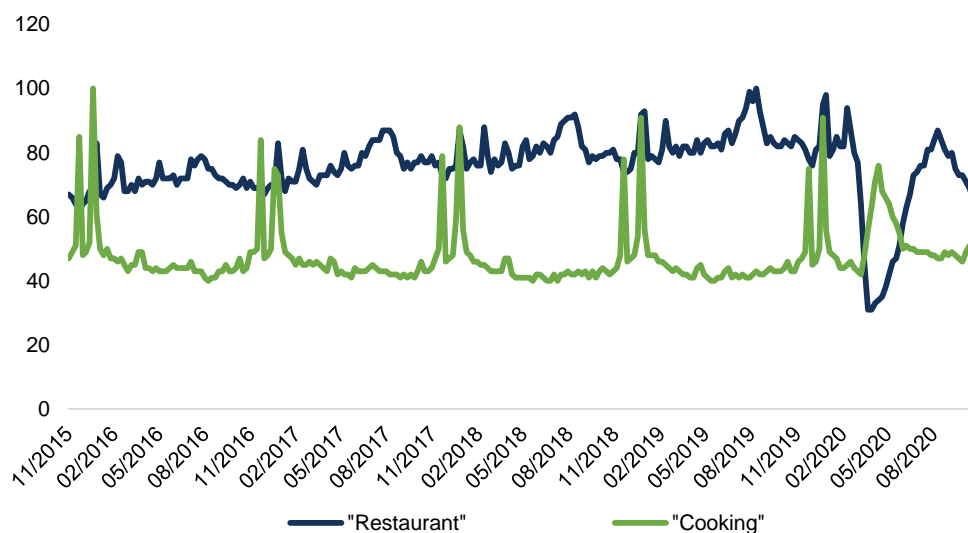
Khuyến nghị	Thời gian	Link
<b>MUA</b>	20/05/2020	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu VHC</a>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
*Đơn vị: tỷ đồng*

<b>HĐKD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>ĐDKT</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	9.271	7.867	7.414	7.820	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	7.232	6.334	6.087	6.379	+ Tiền và tương đương	43	86	144	503
<b>Lợi nhuận gộp</b>	2.039	1.533	1.327	1.442	+ Đầu tư TC ngắn hạn	608	1.492	1.492	1.492
- Chi phí bán hàng	210	252	297	257	+ Các khoản phải thu	2.002	1.516	1.762	1.933
- Chi phí quản lí DN	144	149	148	137	+ Hàng tồn kho	1.386	1.414	1.316	1.422
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	1.685	1.132	882	1.084	+ Tài sản ngắn hạn khác	102	103	97	103
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(30)	162	58	55	Tổng tài sản ngắn hạn	4.140	4.611	4.811	5.453
- Lợi nhuận khác	(46)	1	1	1	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.959	2.180	2.715	3.108
<b>Lợi nhuận trước thuế, lãi vay</b>	1.609	1.295	942	1.105	+ Khấu hao lũy kế	(849)	(965)	(1.137)	(1.345)
- Chi phí lãi vay	56	60	41	61	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.110	1.216	1.577	1.762
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	1.688	1.309	939	1.102	+ Đầu tư tài chính dài hạn	389	1	1	1
- Thuế TNDN	252	140	134	157	+ Tài sản dài hạn khác	66	114	114	114
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	259	335	268	201
<b>LNST</b>	1.442	1.179	806	945	Tổng tài sản dài hạn	2.158	2.001	2.297	2.417
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	-	0	0	Tổng Tài sản	6.299	6.612	7.108	7.869
LNST của cổ đông CT Mẹ	1.442	1.179	806	945	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>EPS (đ)</b>	15.489	6.321	4.174	4.897	+ Phải trả người bán	274	282	260	278
<b>EBITDA</b>	1.765	1.460	1.123	1.321	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.269	866	934	980
Khấu hao	156	165	181	217	+ Quỹ khen thưởng	36	33	45	53
Tăng trưởng doanh thu	14%	-15%	-6%	5%	Nợ ngắn hạn	2.251	1.716	1.728	1.843
Tăng trưởng LN HĐKD	121%	-33%	-22%	19%	+ Vay nợ ngắn hạn	1.269	866	934	980
Tăng trưởng EBIT	123%	-19%	-27%	17%	+ Phải trả ngắn hạn khác	662	981	850	794
Tăng trưởng EPS	136%	-59%	-34%	17%	Nợ dài hạn	33	19	19	19
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	Tổng nợ	2.283	1.735	1.748	1.862
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,0%	19,5%	17,9%	18,4%	+ Thặng dư	224	224	224	224
Tỷ suất LNST	15,6%	15,0%	10,9%	12,1%	+ Vốn điều lệ	924	1.834	1.834	1.834
ROE DuPont	41,5%	26,5%	15,9%	17,1%	+ LN chưa phân phối	2.867	2.932	3.415	4.062
ROA DuPont	25,4%	18,3%	11,5%	12,4%	Vốn chủ sở hữu	4.015	4.875	5.359	6.005
Tỷ suất EBIT/doanh thu	17,4%	16,5%	12,7%	14,1%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	2	2	2
LNST/LNTT	85,5%	90,1%	85,8%	85,8%	Tổng cộng nguồn vốn	6.299	6.612	7.108	7.869
LNTT / EBIT	104,9%	101,1%	99,7%	99,8%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Vòng quay tổng tài sản	163,5%	121,9%	106,1%	103,0%	Tiền đầu năm	45	43	86	144
Đòn bẩy tài chính	163,0%	145,2%	137,7%	137,0%	Lợi nhuận sau thuế	1.688	1.309	895	1.067
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	+ Khấu hao	156	165	181	217
Số ngày phải thu	61,72	77,61	81,49	85,56	+ Điều chỉnh	-145	-492	(27)	(51)
Số ngày tồn kho	65,31	80,66	94,89	83,54	+ Thay đổi vốn lưu động	1.115	546	(215)	(216)
Số ngày phải trả	9,99	12,92	11,58	11,66	Tiền từ hoạt động KD	680	1.489	834	1.017
Thời gian luân chuyển tiền	117,04	145,35	164,80	157,44	+ Thanh lý tài sản cố định	169	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	5,22	4,48	4,07	4,65	+ Chi mua sắm TSCĐ	-715	-378	(477)	(336)
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	+ Tăng (giảm) đầu tư	-235	-884	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,84	2,69	2,78	2,96	+ Các hđ đầu tư khác	72	71	0	0
CS thanh toán nhanh	1,22	1,86	2,02	2,19					
CS thanh toán tiền mặt	0,29	0,92	0,95	1,08					
Nợ / Tài sản	0,20	0,13	0,13	0,12					

Nợ / Vốn CSH	0,32	0,18	0,17	0,16	Tiền từ hđ đầu tư	-708	-	(477)	(336)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,32	0,18	0,17	0,16	+ Cổ tức đã trả	-363	1.174	(367)	(367)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0	0	0	0	+ Tăng (giảm) vốn	10	114	0	0
Khả năng TT lãi vay	28,74	21,76	23,19	18,11	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	261	-403	68	46
					+ Thay đổi nợ dài hạn	402	0	0	0
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	20	(703)	(299)	(321)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	(8)	(387)	57	359
					Tiền cuối năm	43	86	144	503

### Phụ lục 1: Kết quả tìm kiếm Google đối với “Restaurant” và “Cooking” trên toàn thế giới trong giai đoạn 2015-2020)



Nguồn: Google Trends, FPTS tổng hợp

[\(quay lại\)](#)

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 16 cổ phiếu VHC, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

---

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền, 130 Đống  
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt  
Nam.  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888