

**Cập nhật triển vọng DN**
**CTCP Vĩnh Hoàn  
(HOSE: VHC)**
**Tiềm năng tăng trưởng doanh thu tốt nhưng lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi chi phí tăng cao**

Thông tin giao dịch	
Giá đóng cửa (17/08)	46,200 đồng
Giá cao 52W	47,500 đồng
Giá thấp 52W	35,100 đồng
Tỷ lệ sở hữu NN	22.52 %
KLGD TB 10 phiên	1,989,070 cp
Thông tin cơ bản	
Vốn hóa TT	8,405.91 tỷ
P/E	11.59
BVPS	29.82
ROA 2020	10.41 %
Tăng trưởng EPS (TTM)	6.18 %
Tăng trưởng LN ST Q2.2021	16 %

**Cập nhật kết quả kinh doanh:**

- Q2/2021, VHC ghi nhận doanh thu thuần ở mức 2,342.6 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 260.6 tỷ đồng, lần lượt tăng 41.3% và 16.3% so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2021, doanh thu thuần của công ty đạt 4,130.8 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế gần 392.2 tỷ đồng, tăng trưởng 25.4% và 4.3% so với kết quả 6M2020. Biên lãi gộp tăng nhẹ lên 17.08% (so với 16.56% cùng kỳ năm trước).

So với kế hoạch VHC đặt ra đầu năm (doanh thu thuần 8,600 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 700 tỷ đồng), công ty đã hoàn thành được 48% kế hoạch về doanh thu và 56% kế hoạch về lợi nhuận.

- Lũy kế 7 tháng năm 2021, các sản phẩm chính của VHC hầu hết đều ghi nhận sự tăng trưởng về doanh thu so với cùng kỳ năm ngoái. Đóng góp 69% vào tổng doanh thu sản phẩm (không bao gồm doanh thu Sa Giang), doanh thu cá tra fillet tăng 19% so với cùng kỳ, ở mức 3,271 tỷ đồng. Các sản phẩm phụ (gồm bột cá, mỡ cá,...) có tỷ lệ tăng trưởng ấn tượng 52% lên 916 tỷ đồng, chiếm 19% tổng doanh thu. Sản phẩm chăm sóc sức khỏe tăng nhẹ 3%, đạt 372 tỷ đồng (8% tổng doanh thu). Ngoài ra, chiếm tỷ lệ 2% là các sản phẩm giá trị gia tăng (gồm: sản phẩm

**Biến động cổ phiếu so với VN-Index**


### Biến động giá VHC so với ngành Thủy sản



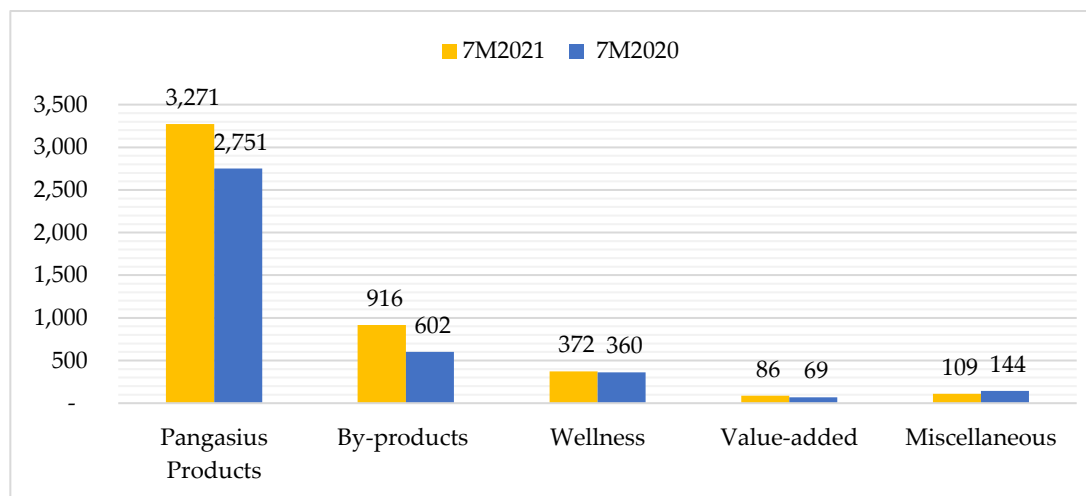
### Hiệu quả cổ phiếu 1 năm



### Giao dịch NĐTNN



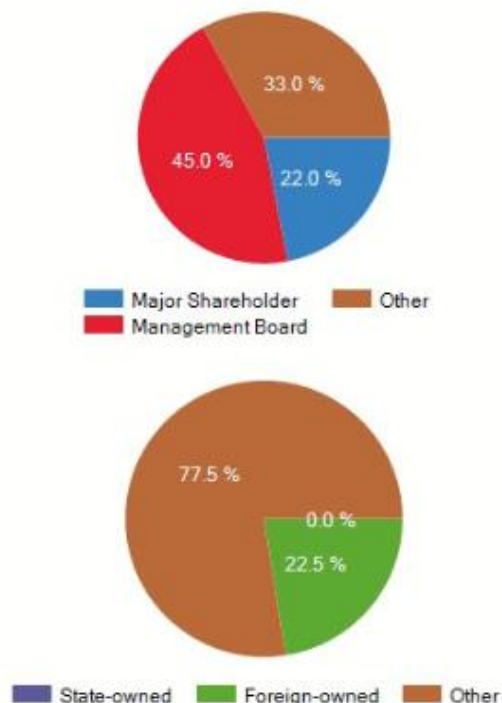
tầm bột tôm định hình, sản phẩm tầm bột, sản phẩm tầm gia vị, sản phẩm chả và cá viên) có doanh thu 86 tỷ đồng, tăng trưởng 25%. Các sản phẩm khác giảm 35% về mức 109 tỷ đồng, tương đương 2% tổng doanh thu.



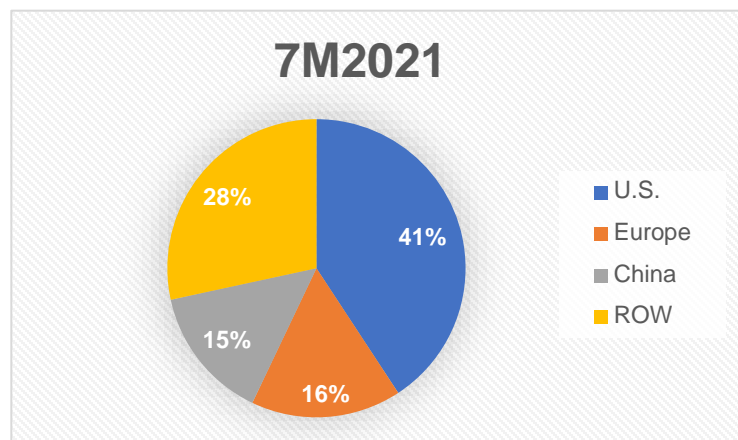
Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu chính của VHC với tỷ trọng 41%, giá trị xuất khẩu sang thị trường này 7M2021 tăng 528 tỷ đồng, tương 37% so với cùng kỳ năm 2020. Vinh Hoàn là đơn vị bắt buộc duy nhất trong đợt rà soát POR16 được áp dụng mức thuế chống bán phá giá 0 USD/kg khi bán cá tra sang thị trường Mỹ (được biết ngoài VHC còn có ANV là bị đơn tự nguyện cũng được áp thuế 0 USD/kg). Những nhà xuất khẩu cá tra-basa khác của Việt Nam đang chịu mức thuế chống bán phá giá chung 2.39 USD/kg. Bên cạnh đó giá trị thủy sản của VHC xuất khẩu sang thị trường Châu Âu sụt nhẹ 3% đạt 776 tỷ đồng. Trung Quốc là thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam, giai đoạn tháng 3 đến tháng 6 giá trị xuất khẩu sang thị trường này phục hồi mạnh mẽ và tại VHC cũng ghi nhận tỷ lệ tăng mạnh

51%, đạt 691 tỷ đồng, chiếm thị phần ngang ngửa EU. Giá trị xuất khẩu sang những nước còn lại của VHC cũng tăng trưởng thêm 93 tỷ, tương đương 7%.

### Cơ cấu sở hữu



### 7M2021



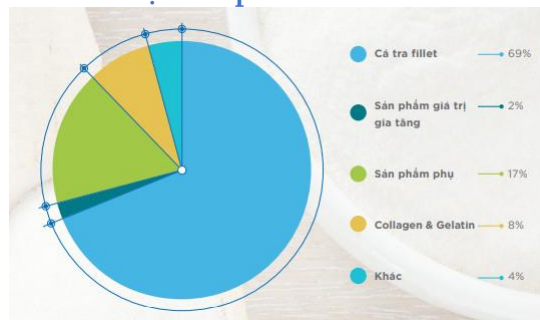
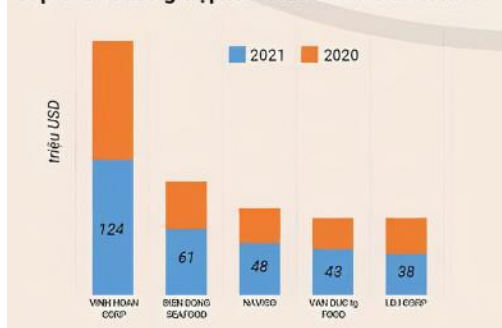
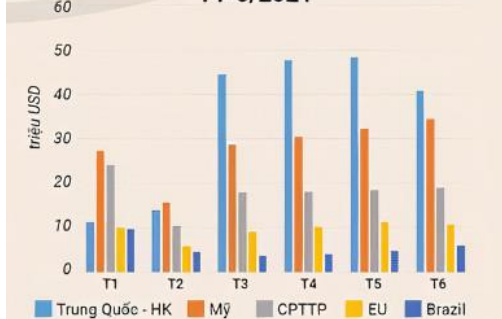
### Khả năng thực thi mục tiêu kinh doanh đề ra:

Kết quả kinh doanh 6M2021 của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đa phần tích cực hưởng lợi nhờ nhiều yếu tố: dịch bệnh chưa bùng phát trở lại nên việc sản xuất kinh doanh không bị ảnh hưởng và nhu cầu nhập khẩu thủy sản của các thị trường lớn (Mỹ, Trung Quốc, Châu Âu) phục hồi mạnh trở lại từ tháng 3. Nửa cuối năm nay ẩn chứa nhiều thách thức hơn cho các doanh nghiệp thủy sản bởi giá cước vận tải và giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh. Mặc dù đối mặt với một số thách thức chung, VHC với vị thế là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam đang có những yếu tố mà chúng tôi đánh giá là tiềm năng giúp doanh nghiệp hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đã đề ra:

- Sản lượng xuất khẩu thủy sản dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh

### Lịch sử định giá



**Danh mục sản phẩm 2020 của VHC**

**Top 5 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất**

**Top 5 thị trường XK cá tra lớn nhất Việt Nam, T1-6/2021**


Các hiệp định thương mại tự do đi vào hiệu lực mở đường cho xuất khẩu thủy sản Việt Nam bước vào giai đoạn tăng tốc

**BẢNG TỔNG HỢP CÁC FTA CỦA VIỆT NAM TÍNH ĐẾN THÁNG 12/2020**

HIỆP ĐỊNH	HIỆN TRẠNG	ĐỐI TÁC
<b>FTAs đã có hiệu lực</b>		
1	AFTA	Có hiệu lực từ 1993 ASEAN
2	ACFTA	Có hiệu lực từ 2003 ASEAN, Trung Quốc
3	AKFTA	Có hiệu lực từ 2007 ASEAN, Hàn Quốc
4	AJCEP	Có hiệu lực từ 2008 ASEAN, Nhật Bản
5	VJEPA	Có hiệu lực từ 2009 Việt Nam, Nhật Bản
6	AIFTA	Có hiệu lực từ 2010 ASEAN, Ấn Độ
7	AANZFTA	Có hiệu lực từ 2010 ASEAN, Úc, New Zealand
8	VCFTA	Có hiệu lực từ 2014 Việt Nam, Chi Lê
9	VKFTA	Có hiệu lực từ 2015 Việt Nam, Hàn Quốc
10	VN – EAEU FTA	Có hiệu lực từ 2016 Việt Nam, Nga, Belarus, Armenia, Kazakhstan, Kyrgyzstan
11	CPTPP (Tiền thân là TPP)	Có hiệu lực từ 30/12/2018, có hiệu lực tại Việt Nam từ 14/1/2019 Việt Nam, Canada, Mexico, Peru, Chi Lê, New Zealand, Úc, Nhật Bản, Singapore, Brunei, Malaysia
12	AHKFTA	Có hiệu lực tại Hồng Kông (Trung Quốc), Lào, Myanmar, Thái Lan, Singapore và Việt Nam từ 11/6/2019 ASEAN, Hồng Kông (Trung Quốc)
13	EVFTA	Có hiệu lực từ 1/8/2020 Việt Nam, EU (27 thành viên)
<b>FTAs chưa phê chuẩn, sắp có hiệu lực</b>		
14	RCEP	Ký ngày 15/11/2020 ASEAN, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Úc, New Zealand



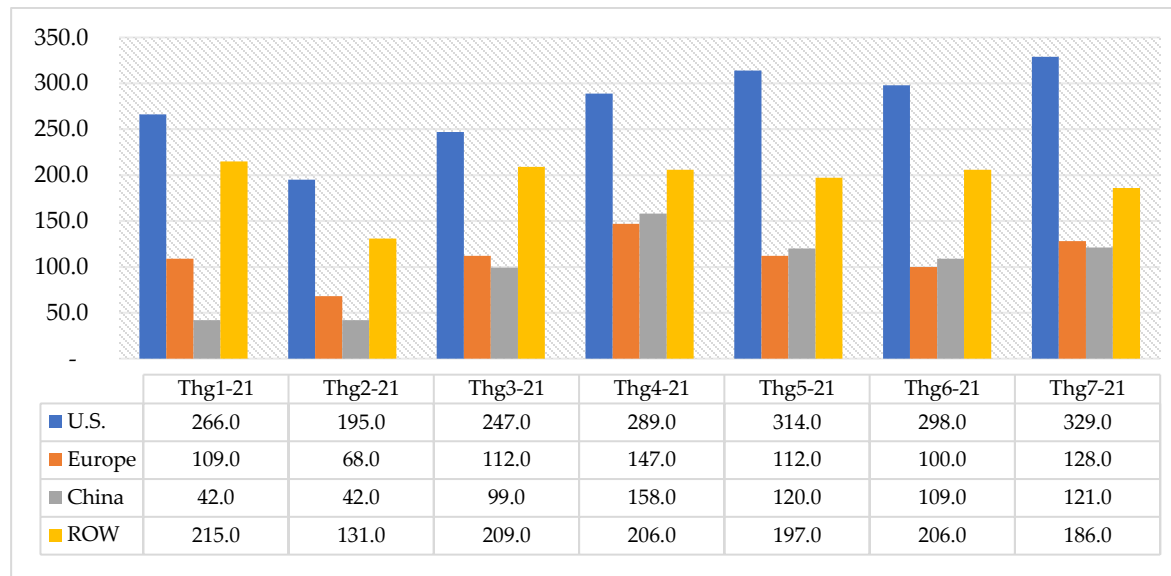
Nguồn: VHC, Vasep

15	<b>UKVFTA</b>	Ký ngày 29/12/2020, có hiệu lực tạm thời kể từ 1/1/2021	Việt Nam, Vương quốc Anh
<b>FTAs đang đàm phán</b>			
16	<b>Việt Nam – EFTA FTA</b>	Khởi động đàm phán tháng 5/2012	Việt Nam, EFTA (Thụy Sĩ, Na uy, Iceland, Liechtenstein)
17	<b>Việt Nam - Israel FTA</b>	Khởi động đàm phán tháng 12/2015	Việt Nam, Israel

Giai đoạn 2019-2021, nhiều FTA Việt Nam ký kết với các nước bắt đầu có hiệu lực, trong đó có 3 FTA lớn ký với nhiều quốc gia lớn trên thế giới là Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương - CPTPP (tiền thân là TPP) đã có hiệu lực từ 01/2019; Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Châu Âu - EVFTA đã có hiệu lực từ 08/2020 và Hiệp định Đối tác Kinh tế toàn diện khu vực - RCEP (Việt Nam đã ký 11/2020) sẽ có hiệu lực trong vòng 60 ngày kể từ ngày được thông qua bởi ít nhất 6 nước thành viên ASEAN và 3 nước thành viên không thuộc ASEAN. Thủy sản là một trong những ngành mũi nhọn được kỳ vọng hưởng lợi từ FTAs. VASEP dự báo năm 2021, với đòn bẩy từ các hiệp định này, xuất khẩu thủy sản có thể đạt tới 8.8 tỷ USD, tăng gần 5% so với năm 2020.

### Vị thế vững chắc của VHC tại thị trường Mỹ

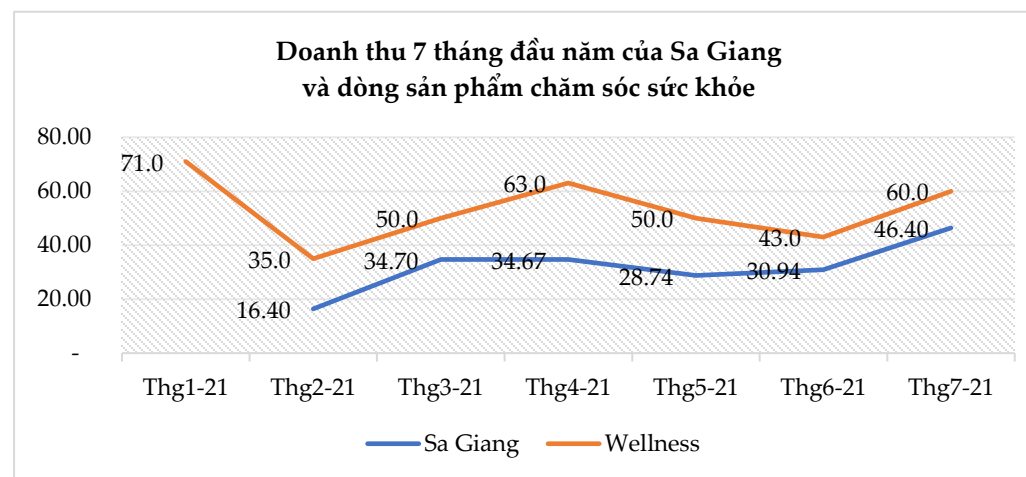
Như đã đề cập ở trên, kết quả đợt rà soát POR16 chỉ rõ VHC là bị đơn bắt buộc duy nhất được áp mức thuế chống bán phá giá 0 USD/kg khi xuất khẩu cá tra sang Mỹ. VHC là doanh nghiệp duy nhất liên tục được áp mức thuế bằng 0 này từ POR5 đến nay. Mỹ cũng là thị trường chiếm tỷ trọng xuất khẩu cao nhất của VHC (41%), giá trị xuất khẩu ghi nhận tăng liên tục từ khi thị trường này phục hồi vào đầu tháng 3.



**Tình hình dịch Covid-19 diễn biến khả quan và đang được kiểm soát tốt tại các thị trường lớn hứa hẹn nhu cầu nhập khẩu thủy sản tiếp tục tăng mạnh.** Nhờ chiến dịch tiêm chủng hàng loạt, nhiều nước Châu Âu và Mỹ đã có thể nói lỏng phong tỏa từ tháng 5, ngay trước dịp hè và mùa du lịch. Những hoạt động ăn uống giải trí nhờ đó có thể quay trở lại phần nào làm tăng nhu cầu tiêu thụ hàng hóa nhập khẩu.

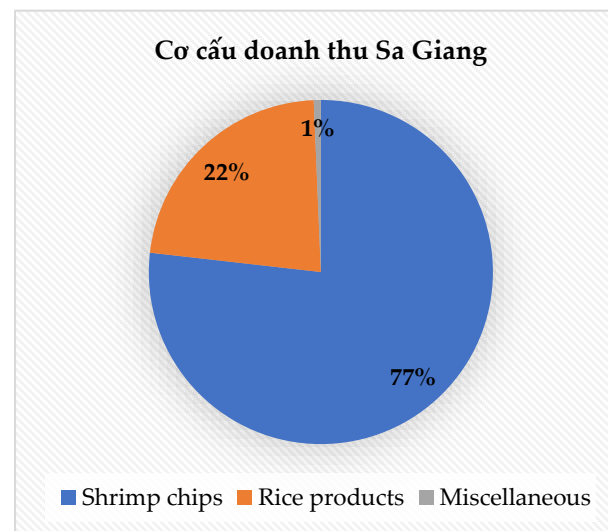
- **Bên cạnh sản phẩm cốt lõi là cá tra, VHC đang mở rộng kinh doanh sang các sản phẩm khác: Sản phẩm chăm sóc sức khỏe và Bánh phồng tôm Sa Giang đều có doanh thu ổn định.**

Nhà máy Collagen và Gelatin của VHC đi vào hoạt động từ 2015. Năm 2020 Trung tâm nghiên cứu và phát triển của Vĩnh Hoàn Collagen được hoàn thành và đi vào hoạt động. Doanh thu từ mảng này năm ngoái ghi nhận ở mức 145 tỷ đồng. Từ đầu năm tới nay doanh thu dao động khá ổn định quanh mức 50 tỷ/tháng, lũy kế 7 tháng thực hiện được 372 tỷ đồng, tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ.



Cuối tháng 4, VHC đã nâng sở hữu tại Sa Giang lên 5,483,327 cổ phiếu, chiếm 76.72% vốn điều lệ (trước giao dịch chiếm 51.29%). Lũy kế 6 tháng đầu năm nay, Sa Giang báo đạt gần 174.5 tỷ đồng doanh thu (tăng trưởng 18.5% so với cùng kỳ năm trước), nhưng do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng, ảnh hưởng của tỷ giá và dịch bệnh làm chi phí tăng nên lợi nhuận sau thuế sụt giảm 46% về còn gần 8.3 tỷ đồng. Khoản đầu tư vào Sa Giang có thể chưa mang về cho VHC lợi nhuận tốt trong năm 2021 nhưng xét về dài hạn rất có tiềm năng giúp VHC đa dạng nguồn thu, mở rộng mảng kinh doanh. Sa Giang là thương hiệu bánh phồng tôm lâu

đòi (thành lập năm 1960), đã định vị được thương hiệu và chinh phục được thị trường khó tính: thị trường chính của Sa Giang là EU, chiếm đến 62% giá trị doanh thu của doanh nghiệp.



**Rủi ro đầu tư:**

**Chi phí dự kiến duy trì cao: nguyên liệu đầu vào và cước vận tải tăng mạnh**

Cục Chế biến và Phát triển thị trường nông sản ghi nhận giá cá tra nguyên liệu mua tại đầm đã tăng mạnh từ tháng 5/2021 đến nay, hiện ở mức 21,500 – 22,000 đồng/kg, tăng 3,500 đ/kg so với cùng thời điểm này năm ngoái. Giá cá nguyên liệu tăng chủ yếu do giá thức ăn tăng mạnh, khoảng hơn 20% so với giữa năm ngoái. Nhiều chủ đầm để trống ao không nuôi do giá cá thành phẩm dù đã tăng nhưng vẫn không đủ bù được chi phí. Giai đoạn khó khăn của xuất khẩu thủy sản đầu năm khiến chi phí



người nuôi bỏ ra tăng thêm khi phải kéo dài thời gian nuôi duy trì chờ cầu khôi phục. Do vậy cả chủ đầm lầy doanh nghiệp đều bị đẩy chi phí lên cao, thậm chí là chịu lỗ.

Giá cước vận tải cũng tăng cũng trở thành chủ đề nóng gần đây khi nhu cầu hàng hóa của các nước Mỹ, Châu Âu tăng vọt khi dịch bệnh có những bước tiến triển tốt sau khi tiêm vaccine diện rộng. Giá cước tăng còn bởi nguyên nhân: giá nhiên liệu duy trì ở mức cao; mạng lưới logistics từ đầu năm tới nay thường xuyên bị gián đoạn dẫn đến thiếu hụt container: tàu Evergreen mắc kẹt tại kênh đào Suez, sự cố gây tắc nghẽn hàng hóa tại một số cảng lớn của Trung Quốc thời gian qua (đóng cửa 1 phần cảng Ninh Ba, cảng Yantian do bùng phát Covid-19), va chạm tàu tại cảng Cao Hùng (Đài Loan). Dự đoán giá cước vận tải sẽ còn tiếp tục neo ở mức cao tới hết năm 2021.

---

### **Định giá và Khuyến nghị:**

Với vị thế dẫn đầu trong ngành, tận dụng lợi thế từ ưu đãi thuế, thị trường chính có tiềm năng tăng trưởng nhu cầu mạnh cùng việc VHC liên tục có những bước cải tiến về kỹ thuật, mở rộng đa dạng hóa kinh doanh, VHC khả năng cao có thể thực hiện được kế hoạch kinh doanh đã đề ra cho năm nay, bất kể những khó khăn chung của ngành.

Doanh thu VHC năm 2021 ước tính đạt 8,600 tỷ đồng và LNST ước đạt 700 tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu hợp lý ở mức 46,000 đồng/cp.

**Phụ lục chỉ số so sánh với các doanh nghiệp trong cùng ngành (xếp theo vốn hoá giảm dần):**

STT	Mã CK	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Doanh thu thuần hợp nhất 2020 (tỷ đồng)	LNST hợp nhất 2020 (tỷ đồng)	Doanh thu thuần hợp nhất 6M2021 (tỷ đồng)	LNST hợp nhất 6M2021 (tỷ đồng)	Tốc độ tăng trưởng EPS YoY (TTM)	P/E 4 quý gần nhất	BVPS 4 quý gần nhất (đồng)
1	VHC	7,669.02	7,037.18	719.30	4,130.81	392.18	6.18%	11.59	29,820
2	MPC	7,545.83	14,329.35	673.79			-4.74%	13.45	26,030
3	ASM	4,012.45	12,524.61	572.36	6,256.66	252.09	-10.52%	10.07	18,140
4	ANV	3,737.56	3,438.66	202.17	1,780.23	87.54	-3.46%	18.95	18,330
5	SEA	3,071.27	831.16	278.64			13.42%	11.75	22,600
6	FMC	2,283.38	4,415.22	225.96	2,129.37	112.83	22.26%	10.65	22,160
7	IDI	1,461.48	6,366.76	107.13	3,200.67	48.08	0.36%	14.58	12,710
8	DAT	966.11	2,159.89	51.92	1,326.87	27.73	3.13%	15.13	14,690
9	CMX	757.18	1,424.59	60.14	932.56	32.44	22.99%	9.27	11,300
10	ACL	609.43	951.76	28.18	661.18	21.65	18.19%	13.88	14,280

**Phụ lục Báo cáo tài chính (BCDKT và B.KQHĐKD)**

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>						
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	4,450.87	5,042.59	6,298.51	6,612.41	7,201.86	-
<b>Tổng nợ phải trả</b>	2,057.76	2,099.97	2,283.33	1,735.13	2,026.13	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	2,393.11	2,942.62	4,015.18	4,877.28	5,175.73	-
<b>Vốn điều lệ</b>	924.04	924.04	924.04	924.04	1,833.77	-

**Phụ lục Báo cáo tài chính (BCĐKT và B.KQHĐKD) (tiếp theo)**

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>						
Doanh số	7,369.98	8,172.38	9,406.88	7,894.99	7,165.41	-
Các khoản giảm trừ	-66.44	-20.88	-135.55	-27.84	-128.23	-
Doanh số thuần	7,303.55	8,151.50	9,271.33	7,867.14	7,037.18	8,600
Giá vốn hàng bán	-6,236.78	-6,979.61	-7,231.97	-6,334.06	-6,022.41	-
Lãi gộp	1,066.76	1,171.89	2,039.36	1,533.08	1,014.77	-
Thu nhập tài chính	86.74	58.40	137.00	251.19	227.24	-
Chi phí tài chính	-92.88	-88.52	-167.12	-89.67	-101.24	-
Trong đó: Chi phí lãi vay	-68.15	-71.44	-55.99	-59.53	-38.41	-
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	0.00	78.75	14.11	-0.29	-
Chi phí bán hàng	-266.38	-269.40	-210.45	-251.82	-171.20	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-114.68	-141.30	-143.57	-148.80	-148.13	-
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	679.57	731.06	1,733.99	1,308.09	821.16	-
Thu nhập khác	12.42	11.52	3.16	11.85	12.20	-
Chi phí khác	-19.55	-19.80	-49.59	-10.57	-30.09	-
Thu nhập khác, ròng	-7.14	-8.28	-46.43	1.28	-17.89	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	672.43	722.78	1,687.56	1,309.37	803.27	-
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-107.00	-118.21	-245.46	-130.25	-83.97	-
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	565.44	604.57	1,442.10	1,179.12	719.30	700
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-1.30	-0.13	-0.08	0.00	-0.01	-
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	566.74	604.71	1,442.18	1,179.12	719.31	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	5,922.00	6,551.00	15,489.00	12,559.00	3,953.00	-

**KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

**LIÊN HỆ:**

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: [research@funan.com.vn](mailto:research@funan.com.vn)

Website : [www.funan.com.vn](http://www.funan.com.vn)

**TRỤ SỞ CHÍNH**

*Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé,  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel : (028) 6295.9158  
Fax: (028) 6295.9218*

**CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG**

*Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ  
Hành Sơn, Đà Nẵng  
Tel : (0236) 377.9655  
Fax: (0236) 377.9656*

**CHI NHÁNH SÀI GÒN**

*Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3,  
Quận 5, TPHCM  
Tel : (028) 6295.9138  
Fax: (028) 6295.9178*

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

*Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành  
Công, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Tel : (024) 6283.3666  
Fax: (024) 3206 8881*