

# BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ VHC

27/09/2021



1

Thị phần xuất khẩu của VHC gia tăng mạnh mẽ trong bối cảnh đại dịch Covid-19

2

Đối thủ lớn nhất của VHC tại thị trường Mỹ đang bị áp thuế CBPG

3

Nguồn cung suy giảm trong khi nhu cầu hồi phục giúp giá xuất khẩu cá tra tăng mạnh

4

Mảng Collagen & Gelatin quay lại mức tăng trưởng cao

5

Kỳ vọng giá cước container sẽ hạ nhiệt vào năm 2022

**Tổng quan doanh nghiệp**

**HSX: VHC**

Ngành nghề kinh doanh	Thủy sản
Vốn chủ sở hữu (Tỷ VND)	5,460
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	9,188
Tăng trưởng DT 3 năm (%)	-4.3%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	5.4%
ROE	13.2%
Cổ tức 2020	20% tiền mặt
PE Trailing	12.7x

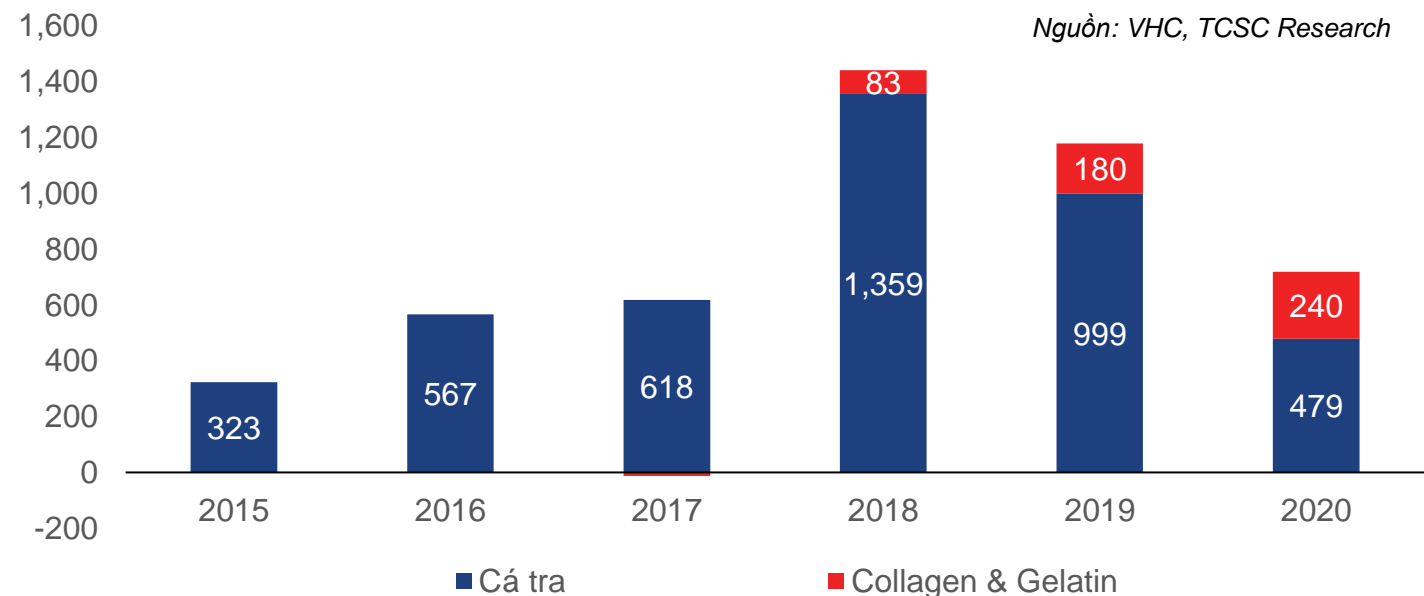
**Cơ cấu cổ đông**

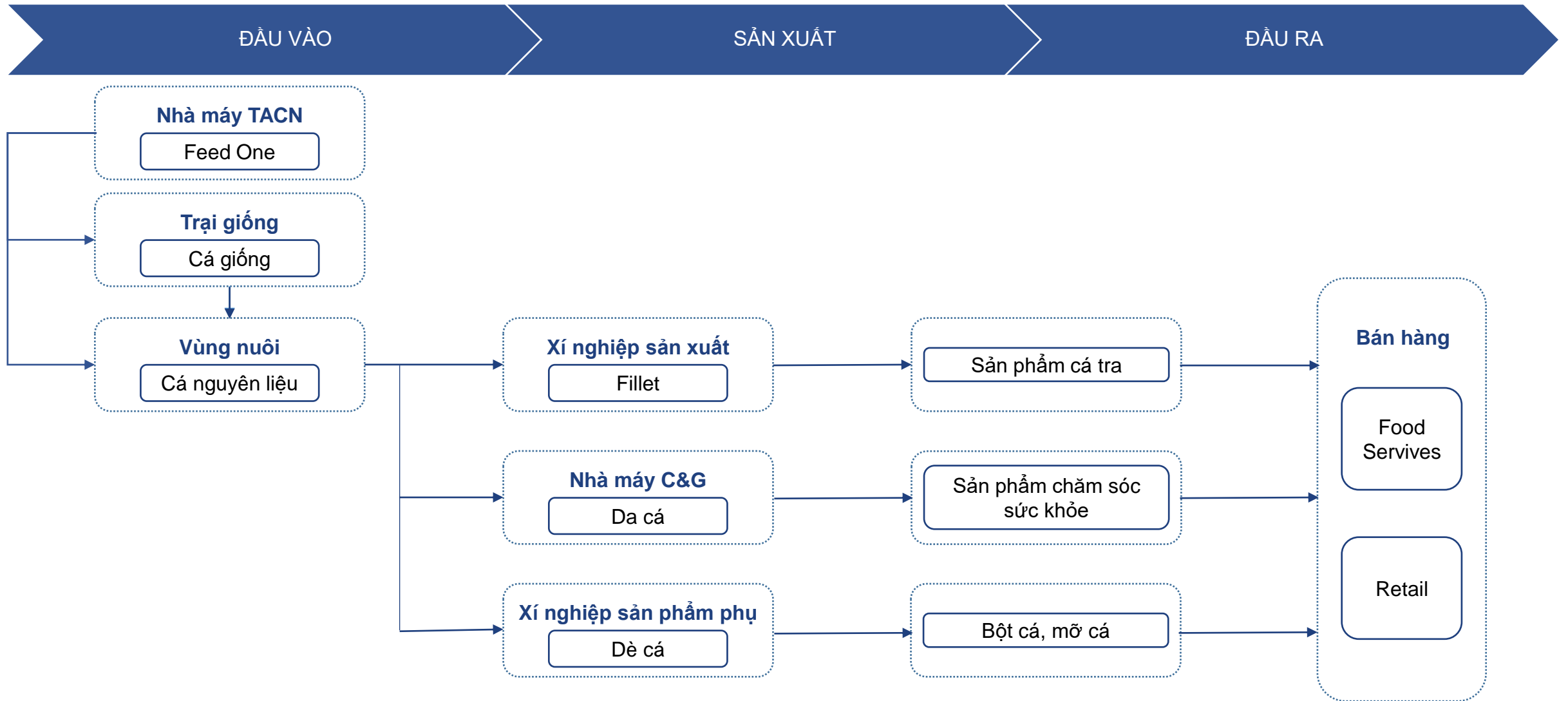
BLĐ và bên liên quan	49.4%
Mitsubishi	6.5%
Khác	44.1%

**Lược sử công ty**

- VHC được thành lập vào cuối năm 1997 và trở thành công ty sản xuất và chế biến cá tra số một trên thế giới hiện nay.
- VHC cổ phần hóa và niêm yết trên HOSE vào năm 2007.
- Hiện nay, lợi nhuận của VHC chủ yếu đến từ mảng cá tra và Collagen & Gelatin (C&G). Thị trường xuất khẩu của VHC chủ yếu tập trung tại Mỹ, Trung Quốc và EU

**Cơ cấu lợi nhuận VHC**





Nguồn: VHC, TCSC Research

Các thương hiệu của VHC



Khách hàng thị trường Mỹ



Khách hàng thị trường EU



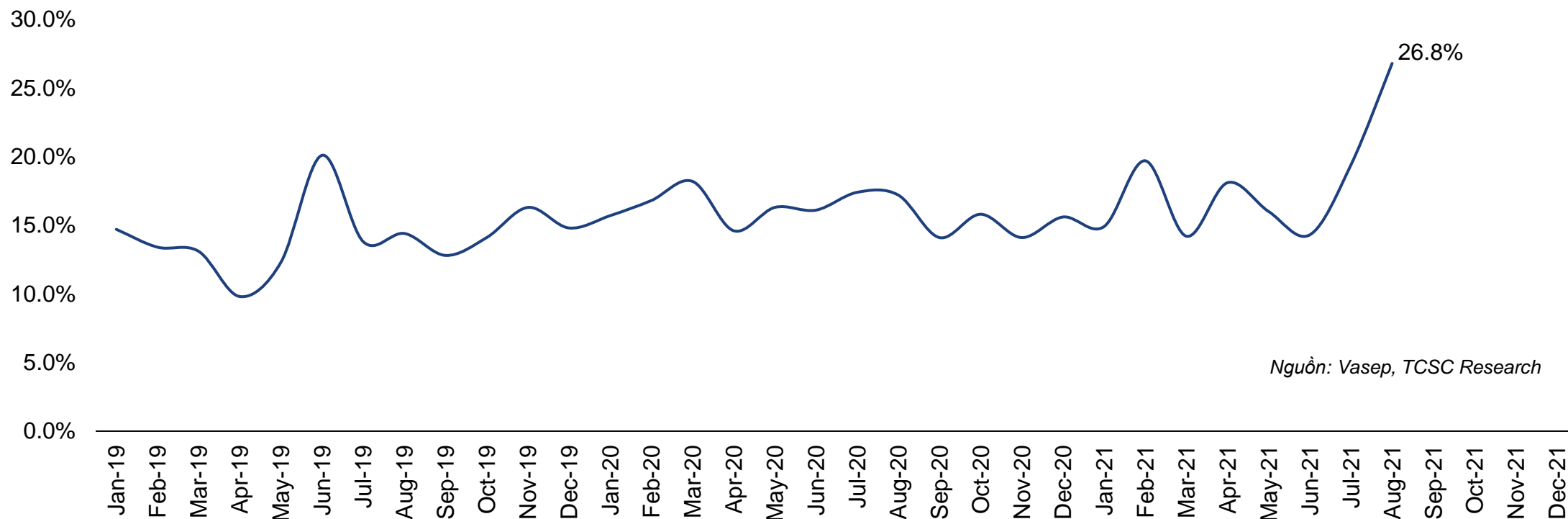
Khách hàng thị trường Trung Quốc



## Thị phần xuất khẩu của VHC đang gia tăng mạnh mẽ.

Ngành xuất khẩu cá tra tại Việt Nam rất phân mảnh. Theo thống kê, Top 10 doanh nghiệp lớn nhất ngành chỉ chiếm 50% thị phần xuất khẩu, còn lại là các doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ - đối tượng bị ảnh hưởng rất nặng bởi tình hình dịch bệnh tại các tỉnh phía Nam hiện nay. Do đó, VHC đang dần vươn lên chiếm lĩnh thị phần xuất khẩu cá tra tại Việt Nam.

Thị phần xuất khẩu của VHC

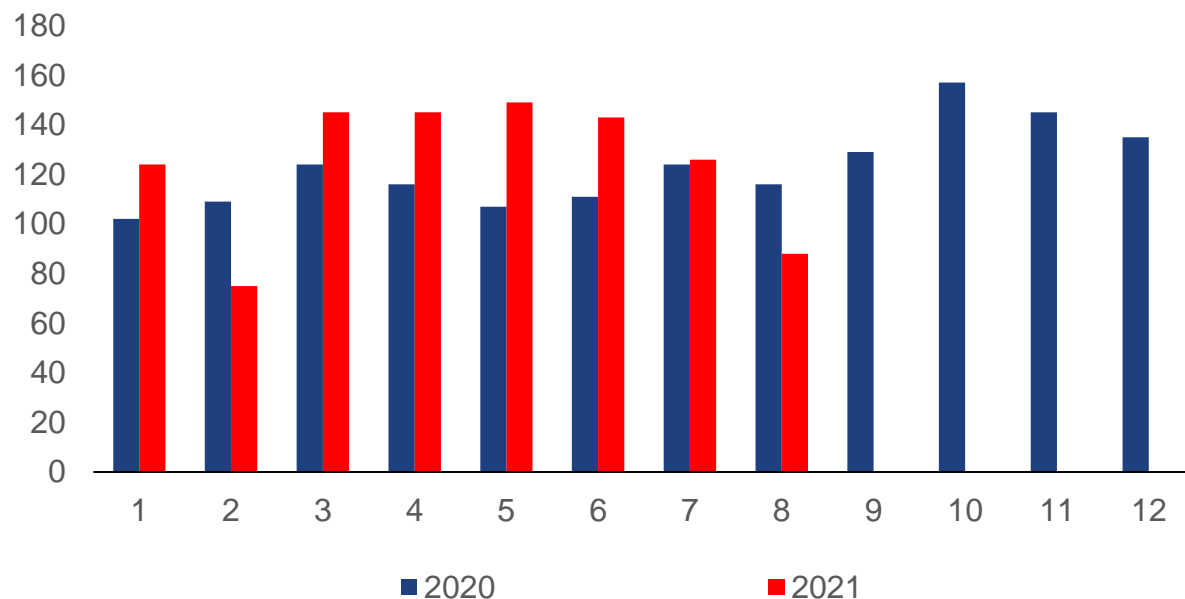


Nguồn: Vasep, TCSC Research

**Toàn ngành xuất khẩu cá tra bị ảnh hưởng nặng bởi Chỉ thị 16 nhưng kim ngạch xuất khẩu của VHC vẫn tăng trưởng mạnh trong Q3/2021.**

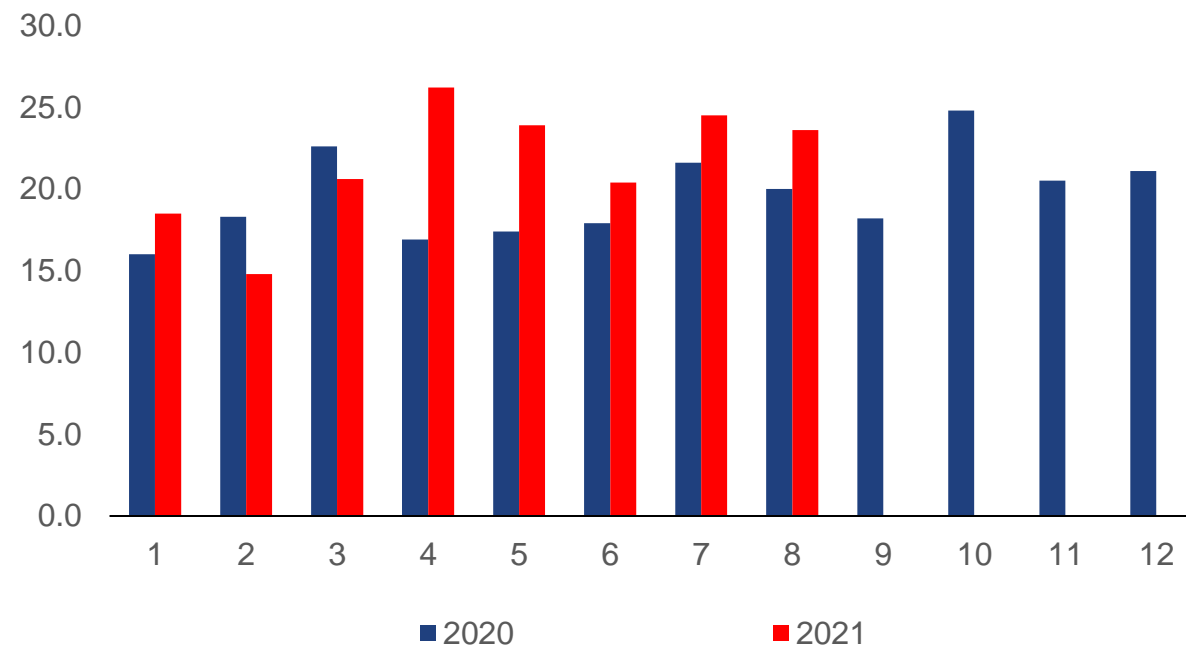
Kim ngạch xuất khẩu cá tra ở Việt Nam trong Q3/2021 bị ảnh hưởng nặng bởi tình hình dịch Covid-19 tại các tỉnh thành phía Nam. Hầu hết các doanh nghiệp nhỏ và vừa trong ngành đều phải ngừng sản xuất trong khi các doanh nghiệp lớn chỉ hoạt động 30%-50% công suất. Kim ngạch xuất khẩu cá tra tháng 8 của VN giảm 25% so với cùng kỳ nhưng VHC lại tăng 18%.

**Kim ngạch xuất khẩu cá tra VN theo tháng (Triệu USD)**



Nguồn: Vasep, TCSC Research

**Kim ngạch xuất khẩu VHC theo tháng (Triệu USD)**



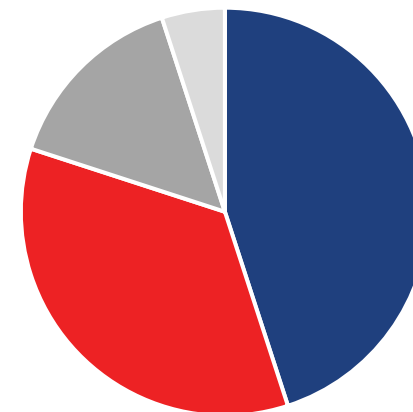
Nguồn: Vasep, TCSC Research

## VHC có thể gia tăng thị phần tại thị trường Mỹ sau POR16

Theo kết quả chính thức POR16, Biển Đông bị áp thuế \$2.39/kg sau nhiều năm liền hưởng ưu đãi thuế 0% trong khi ANV được hưởng thuế suất 0%. Sau POR16, chúng tôi cho rằng thị phần của Vĩnh Hoàn tại thị trường Mỹ có thể tăng lên đáng kể, ít nhất là trong ngắn hạn do ANV chưa thể thay thế ngay lập tức cho Biển Đông.

Theo Agromonitor, sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam vào thị trường Mỹ của VHC tháng 8/2021 đạt 4.06 nghìn tấn (+21.6% yoy), chiếm hơn 60% tổng sản lượng cá tra Việt Nam xuất khẩu vào thị trường Mỹ trong tháng 8. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu của Biển Đông giảm hơn 80%, ANV vẫn chưa xuất khẩu vào thị trường Mỹ trong tháng 8/2021.

## Thị phần xuất khẩu cá tra vào Mỹ trước POR16



■ VHC ■ Biển Đông ■ Vạn Đức Tiền Giang ■ Khác

Nguồn: Vasep, TCSC Research

USD/kg	POR14	POR15	POR16
VHC	0.00	0.00	0.00
ANV	2.39	2.39	0.00
Biển Đông	0.00	0.00	2.39
Toàn quốc	2.39	2.39	2.39

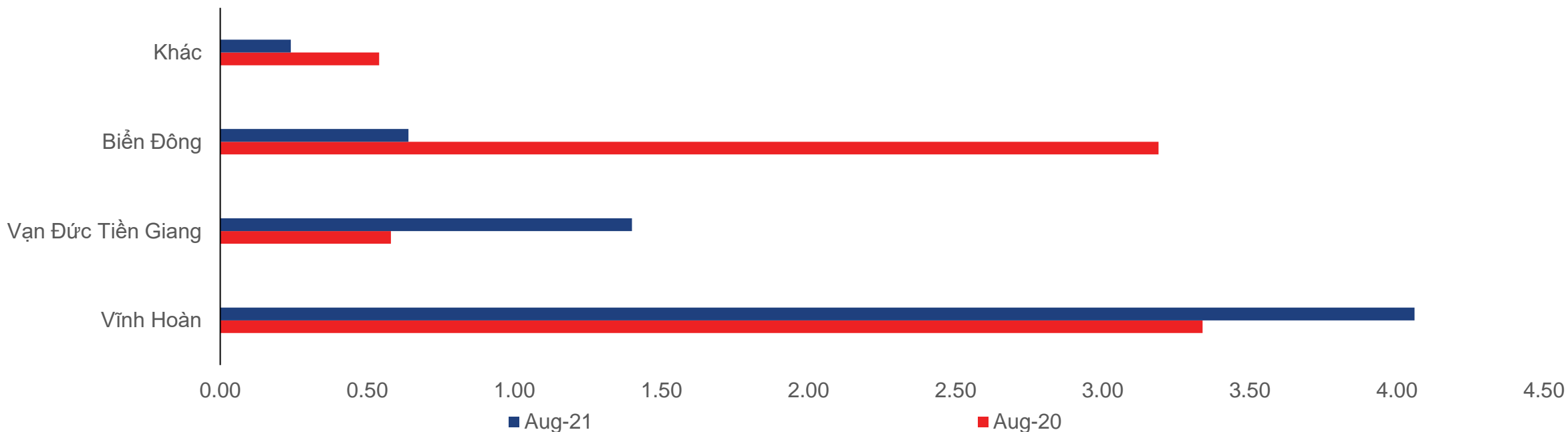
Nguồn: DoC, TCSC Research



## Sản lượng xuất khẩu cá tra toàn ngành vào thị trường Mỹ suy giảm trong quý 3, có thể bùng nổ trở lại trong quý 4/2021

Theo dữ liệu từ Agromonitor, sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam vào thị trường Mỹ trong quý 3/2021 sẽ giảm hơn 20% do tình trạng lockdown tại các tỉnh thành phía Nam. Các nhà máy chế biến thủy sản hiện nay chỉ đang hoạt động khoảng 30% công suất, khiến cho các đơn hàng được giao trễ hơn so với dự kiến. Theo VHC, các đơn hàng xuất khẩu có thể bị trì hoãn lên đến 3 tuần. Do đó, sự suy giảm về sản lượng xuất khẩu trong quý 3 chỉ là tạm thời và có thể bùng nổ trở lại trong quý 4/2021. Đối với VHC, mặc dù tổng sản lượng xuất khẩu toàn ngành vào thị trường Mỹ suy giảm nhưng công ty vẫn tăng trưởng tốt trong Q3/2021 nhờ đối thủ cạnh tranh lớn nhất là Biển Đông đã bị áp thuế \$2.39/kg theo POR16.

### Sản lượng cá tra fillet xuất khẩu vào thị trường Mỹ (Tấn)

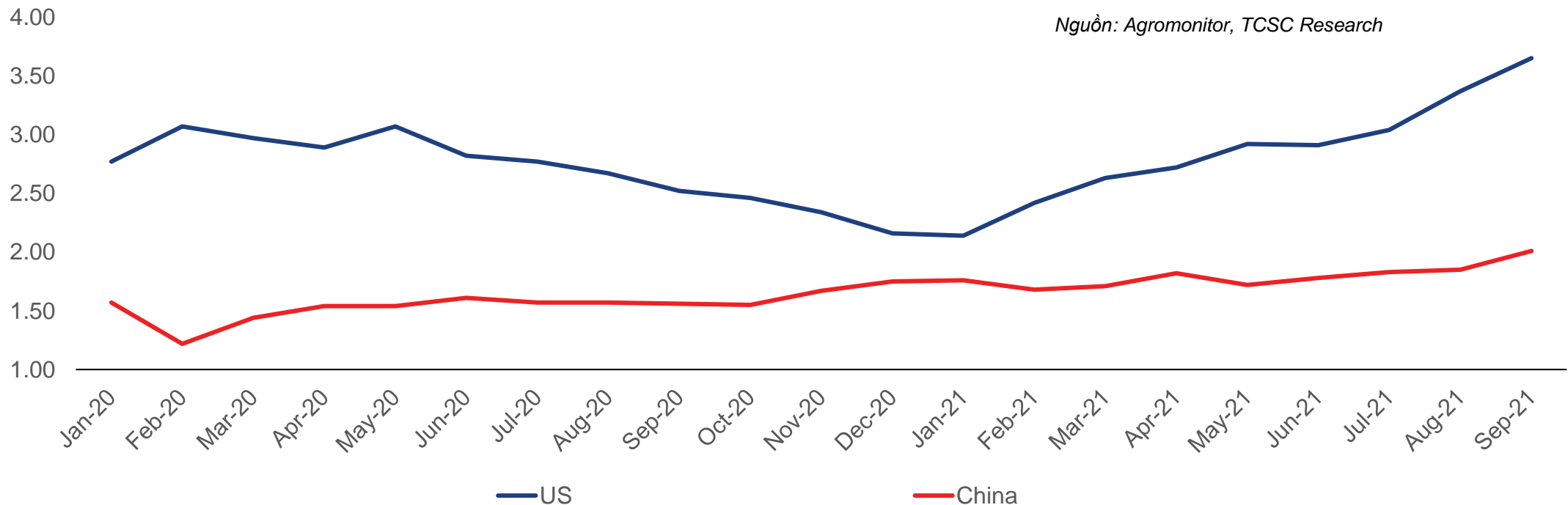


Nguồn: Agromonitor, TCSC Research

**Giá xuất khẩu cá tra hiện nay đã tăng hơn 30% nhờ nhu cầu tiêu thụ hồi phục và nguồn cung suy giảm.**

Giai đoạn 2018-2019, giá cá tra tại Việt Nam đã tăng rất mạnh từ mức 23,000đ/kg lên đến hơn 35,000đ/kg. Điều này khiến cho các hộ nông dân và các doanh nghiệp nhỏ tại ĐBSCL đổ xô đi nuôi cá tra, dẫn đến tình trạng thừa cung vào giữa năm 2019. Giá cá tra tại thời điểm đó giảm mạnh về mức 20,000đ/kg trong khi giá vốn nuôi cá tra khoảng 22,000đ/kg. Giá cá duy trì ở mức này trong quãng thời gian dài khiến cho sản lượng thả nuôi suy giảm mạnh. Đặc biệt trong bối cảnh Covid-19 vào năm 2020, nhu cầu bắt cá bên ngoài của các doanh nghiệp là rất thấp. Hiện nay, nguồn cung cá tra bắt đầu suy giảm mạnh trong khi nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường hồi phục giúp cho giá xuất khẩu tăng mạnh kể từ đầu năm đến nay. Tồn kho của các nhà nhập khẩu tại các thị trường lớn như Mỹ, Trung Quốc gần như rất thấp. Do đó, giá cá tra được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao.

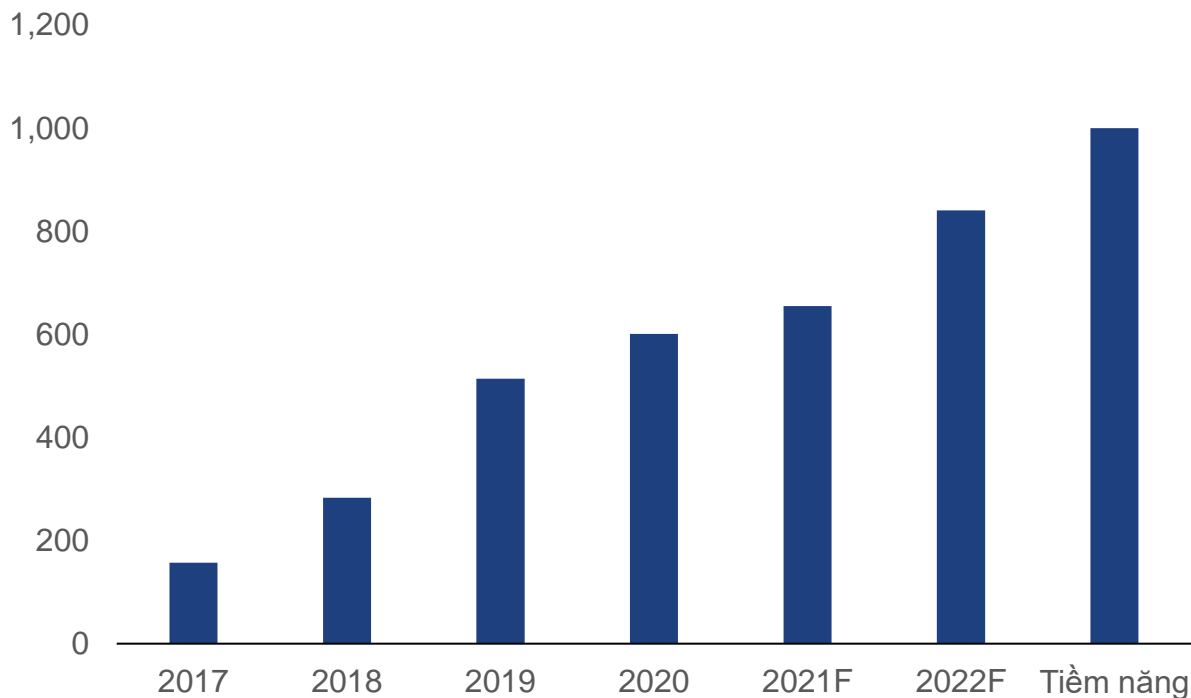
**Giá xuất khẩu cá tra FOB bình quân theo thị trường (USD/Kg)**



## Nhu cầu tiêu thụ Collagen & Gelatin bắt đầu quay lại mức tăng trưởng cao từ Q3/2021.

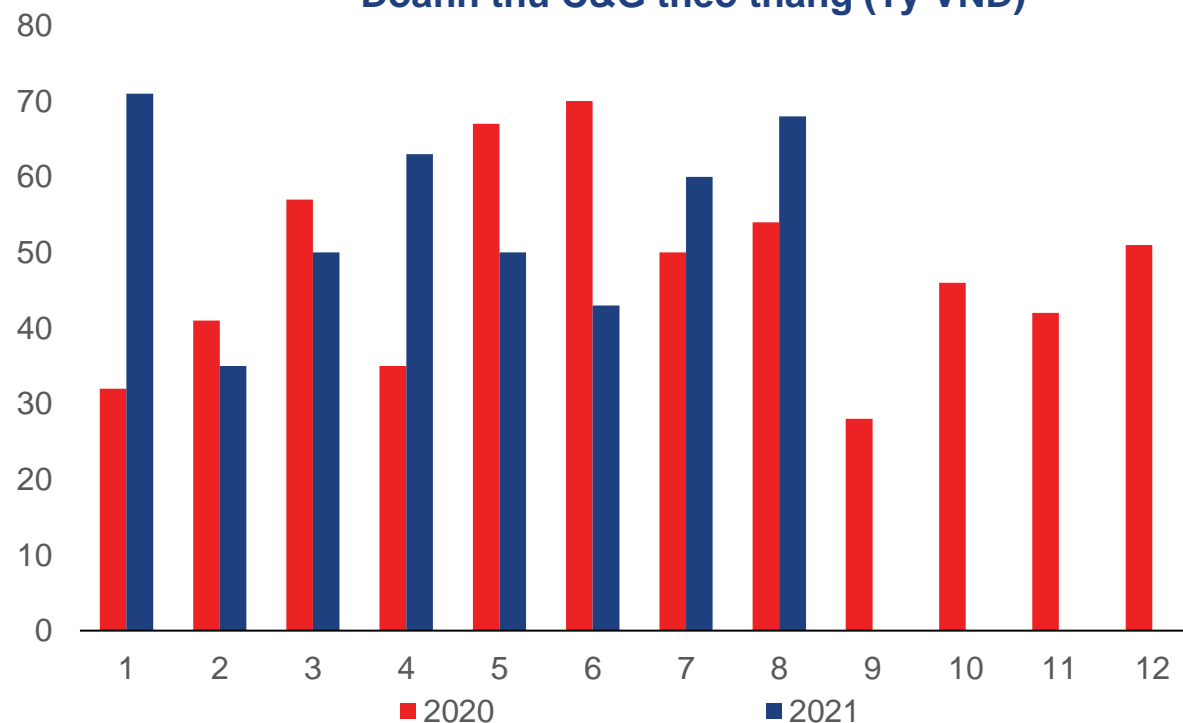
Mảng C&G sẽ bắt đầu quay lại mức tăng trưởng cao trong Q3/2021. Dự kiến doanh thu C&G trong 2H2021 đạt 388 tỷ (+43%yoy), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 165 tỷ, tăng trưởng hơn 50% so với cùng kỳ. Hiện nay, các thị trường xuất khẩu Collagen & Gelatin của VHC đã bắt đầu mở cửa trở lại giúp nhu cầu tiêu thụ tăng cao. Cuối năm 2020, VHC đã nâng công suất nhà máy C&G từ 2000 tấn lên 3500 tấn. Do đó, dư địa tăng trưởng ở mảng này vẫn còn rất lớn, doanh thu có thể lên đến hơn 1000 tỷ nếu chạy full công suất nhà máy.

**Doanh thu Collagen & Gelatin (Tỷ VND)**



Nguồn: VHC, TCSC Research

**Doanh thu C&G theo tháng (Tỷ VND)**

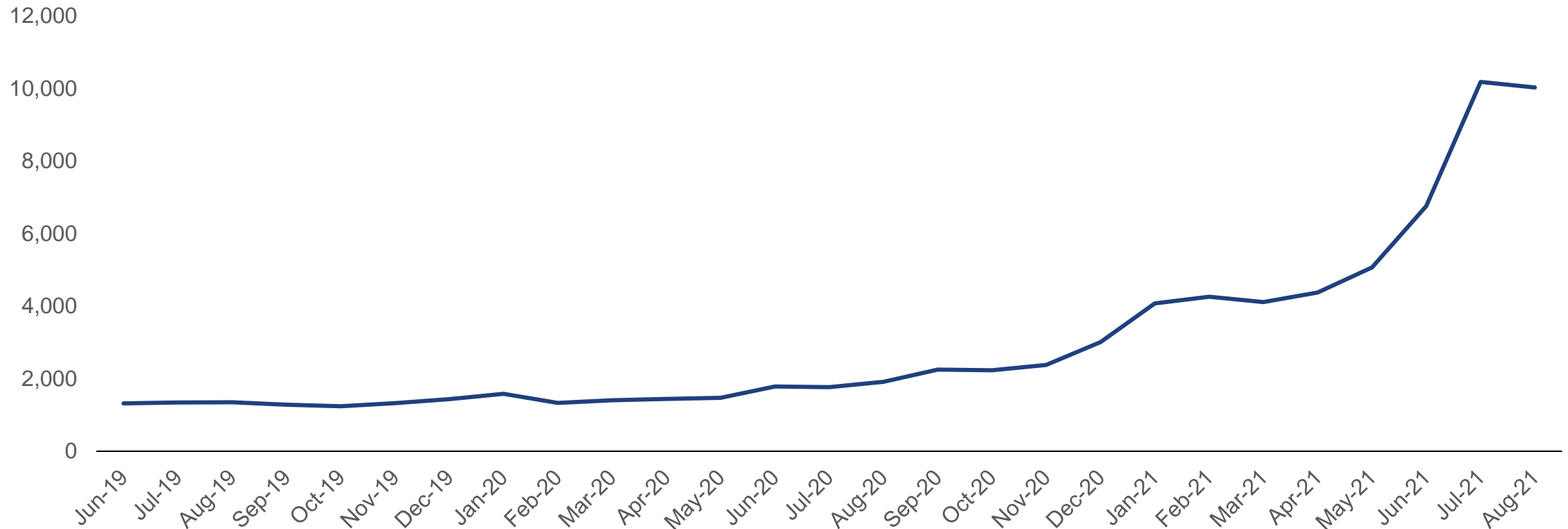


Nguồn: VHC, TCSC Research

Từ cuối năm 2020, giá cước vận tải trên toàn cầu bắt đầu tăng mạnh do sự thiếu hụt nghiêm trọng container rỗng. Sự hồi phục không đồng đều giữa các quốc gia trên thế giới hậu covid-19 được xem là nguyên nhân chính dẫn đến thiếu hụt container, đặc biệt là các tuyến đi Mỹ. Cho năm 2022, chúng tôi kỳ vọng rằng các nền kinh tế sẽ bắt đầu hồi phục đồng đều hơn khi vaccine đang được đẩy mạnh tiêm chủng, giúp cho giá cước vận tải dần hạ nhiệt.

Đối với VHC, chúng tôi cho rằng giai đoạn bị ảnh hưởng nặng nhất bởi giá cước vận tải sắp đi qua. Trong thời gian vừa qua, VHC cũng đã chủ động xuất khẩu sang các nước như Mỹ, Châu Âu theo phương thức giao hàng FOB. Theo ước tính của TCSC, phương thức giao hàng FOB đang chiếm khoảng hơn 60% tổng số đơn hàng xuất khẩu của VHC.

**Freightos Baltic Index (FBX): Global Container Freight Index**



	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021
<b>Doanh số</b>	<b>7,370</b>	<b>8,172</b>	<b>9,407</b>	<b>7,895</b>	<b>7,165</b>	<b>8,790</b>	<b>9,969</b>	<b>1,816</b>	<b>2,014</b>	<b>1,790</b>	<b>2,344</b>	<b>2,266</b>	<b>2,390</b>
Tăng trưởng DT	12.9%	10.9%	15.1%	-16.1%	-9.2%	22.7%	13.4%	-3.7%	-8.3%	9.0%	40.7%	24.8%	18.7%
<b>Lãi gộp</b>	<b>1,067</b>	<b>1,172</b>	<b>2,039</b>	<b>1,533</b>	<b>1,015</b>	<b>1,680</b>	<b>2,131</b>	<b>229</b>	<b>226</b>	<b>273</b>	<b>433</b>	<b>499</b>	<b>475</b>
Tỷ suất lãi gộp	14.5%	14.3%	21.7%	19.4%	14.2%	19.1%	21.4%	12.6%	11.2%	15.3%	18.5%	22.0%	19.9%
<b>SG&amp;A</b>	<b>-381</b>	<b>-410</b>	<b>-354</b>	<b>-401</b>	<b>-319</b>	<b>-644</b>	<b>-625</b>	<b>-70</b>	<b>-97</b>	<b>-140</b>	<b>-151</b>	<b>-181</b>	<b>-172</b>
SG&A/Doanh thu	-5.2%	-5.0%	-3.8%	-5.1%	-4.5%	-7.3%	-6.3%	-3.9%	-4.8%	-7.8%	-6.4%	-8.0%	-7.2%
<b>EBIT</b>	<b>686</b>	<b>762</b>	<b>1,685</b>	<b>1,132</b>	<b>696</b>	<b>1,036</b>	<b>1,506</b>	<b>159</b>	<b>129</b>	<b>133</b>	<b>282</b>	<b>318</b>	<b>303</b>
Tỷ suất EBIT	9.3%	9.3%	17.9%	14.3%	9.7%	11.8%	15.1%	8.8%	6.4%	7.4%	12.0%	14.0%	12.7%
Thu nhập tài chính	87	58	137	251	227	187	180	69	73	38	49	50	50
Chi phí tài chính	-93	-89	-167	-90	-101	-139	-150	-20	-32	-19	-30	-40	-50
<b>LNTT</b>	<b>672</b>	<b>723</b>	<b>1,688</b>	<b>1,309</b>	<b>803</b>	<b>1,084</b>	<b>1,536</b>	<b>196</b>	<b>171</b>	<b>152</b>	<b>302</b>	<b>328</b>	<b>303</b>
Tỷ suất LNTT	9.1%	8.8%	17.9%	16.6%	11.2%	12.3%	15.4%	10.8%	8.5%	8.5%	12.9%	14.5%	12.7%
<b>LNST</b>	<b>565</b>	<b>605</b>	<b>1,442</b>	<b>1,179</b>	<b>719</b>	<b>948</b>	<b>1,336</b>	<b>175</b>	<b>153</b>	<b>132</b>	<b>261</b>	<b>279</b>	<b>258</b>
Tăng trưởng LNST	75.5%	6.7%	138.3%	-18.2%	-39.0%	30.5%	40.8%	-31.1%	-23.1%	-13.8%	21.4%	59.4%	68.6%
<b>EPS cơ bản</b>	<b>6,136</b>	<b>6,548</b>	<b>15,606</b>	<b>8,550</b>	<b>3,936</b>	<b>5,155</b>	<b>7,259</b>	<b>962</b>	<b>841</b>	<b>725</b>	<b>1,434</b>	<b>1,533</b>	<b>1,418</b>

**Tiềm năng tăng trưởng cao trong 2H2021 và 2022 giúp cho mức định giá PE fwd 2022 trở nên hấp dẫn.**

Theo dự báo của chúng tôi, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của VHC cho năm 2021 và 2022 lần lượt là 948 tỷ và 1336 tỷ. Với mức định giá PE 10.6x, giá mục tiêu cho VHC trong năm 2022 là 77,200đ/cp, upside 56.3% so với giá 49,400đ/cp trên thị trường hiện nay. Tại mức giá 49,400đ/cp, định giá PE fwd 2022 là 6.81 lần.

	LNST 2022F	P/E mục tiêu	Giá trị vốn chủ sở hữu
Mảng cá tra	985	10.00	9,850
Mảng Collagen & Gelatin	351	12.00	4,212
<b>VHC</b>	<b>1,336</b>	<b>10.66</b>	<b>14,062</b>
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>77,200đ/cp</b>

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC 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 TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

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 Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo 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 hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities  
**THANHCÔNG**  
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2<sup>nd</sup> floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

[www.tcsc.vn](http://www.tcsc.vn)