Ngày 04 tháng 08 năm 2022



CTCP Vĩnh Hoàn

[Việt Nam / Thủy sản]

Bloomberg Code (VHC VN) | Reuters Code (VHC.HM)

MUA

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 101,432**
Giá hiện tại (04/08/2022)	VND 82,900
Suất sinh lời (%)	22%



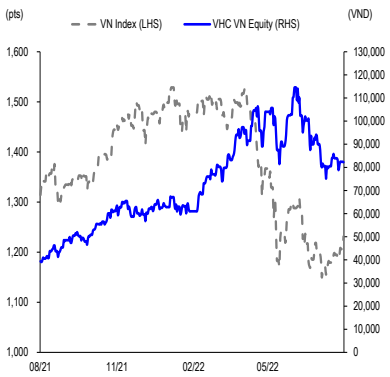
[Chuyên viên]

Diễm Ngô
☎ (84-28) 6299-7759
✉ diem.ndn@shinhan.com

VNINDEX	1,254
HNXINDEX	298
Vốn hóa (triệu VND)	15,201,950
SLCP lưu hành (triệu CP)	183
Tự do giao dịch (triệu CP)	93
52-tuần cao/thấp (VND)	118,000/39,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.633
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	165,749
Sở hữu nước ngoài (%)	27.67

Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh	43.16
	Mitsubishi Corporation	6.54

Biến động giá	3T	6T	12T
Tu.đối với VN-Index(%)	-21.1	34.6	99.8
Tg đối với VN-Index (%)	-10.8	51.7	106.1



Shinhan Securities

Một năm bùng nổ

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 101,432 đồng

CTCP Vĩnh Hoàn (HoSE: VHC) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam với doanh thu xuất khẩu chiếm đến 80% cùng với việc tự chủ lên đến 70% nguyên liệu. Chúng tôi định giá lần đầu VHC ở mức giá 101,432 đồng tương ứng với mức sinh lời 22%.

Nhu cầu xuất khẩu cá tra sang châu Âu và Mỹ đang tăng cao

Tính đến tháng 6 năm 2022, doanh thu của Vĩnh Hoàn đạt 7,604 tỷ đồng (+183% YoY) nhờ vào nhu cầu xuất khẩu cá tra vào các nước phát triển tăng cao. Cuộc chiến tranh giữa Nga-Ukraina đã làm cho cá tra của Việt Nam có nhiều lợi thế cạnh tranh hơn trong việc xuất khẩu vào các nước Mỹ và châu Âu. Dự báo doanh thu năm 2022 của VHC sẽ tăng trưởng ở mức trên 40% với lợi nhuận vượt mức 1,700 tỷ đồng.

Chiến lược "Zero Waste" giúp cải thiện biên lợi nhuận

Vĩnh Hoàn đang hướng đến việc xây dựng một mô hình kinh tế hoàn thiện với châm ngôn "Zero Waste" tạo ra sản phẩm từ mọi bộ phận của cá tra. Với mô hình kinh tế ngày càng hoàn thiện từ khâu ban đầu là con giống đến việc sử dụng các phần dư để tạo thành sản phẩm khác sẽ giúp Vĩnh Hoàn ngày càng cải thiện biên lợi nhuận của công ty.

Tăng doanh thu nhờ đầu tư vào công nghệ mới và lấn sân sang mảng nông nghiệp

Công ty con mới của Vĩnh Hoàn là Vinh Technology đã đầu tư vào hai công ty mới là Entobel và Shiok Meats để tìm ra các giải pháp mới cho chi phí thức ăn ngày càng tăng cao do lạm phát. Cùng với đó, Vĩnh Hoàn thành lập công ty con mới là Thành Ngọc Foods và mở rộng sang mảng sản phẩm từ gạo bằng việc mua lại 76.72% cổ phần của Công ty Xuất nhập khẩu Sa Giang.

Rủi ro

1) Rủi ro về giá cá tra nguyên liệu
2) Rủi ro khi đầu tư vào doanh nghiệp mới
3) Rủi ro về xuất khẩu

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**9,054**	**12,756**	**13,165**	**13,904**	**15,868**
LN HĐKD (tỷ VND)	1,199	1,932	1,829	1,894	2,416
LNST (tỷ VND)	**1,107**	**1,731**	**1,700**	**1,728**	**2,185**
EPS (đồng)	6,005	9,396	7,674	7,803	9,863
BPS (đồng)	32,153	40,453	39,709	45,566	53,497
Biên LN HĐKD (%)	13.0	15.0	14.0	14.0	15.0
Biên LNST (%)	12.0	14.0	13.0	12.0	14.0
ROE (%)	**20.0**	**26.1**	**21.1**	**18.4**	**20.1**
PER (x)	10.4	7.9	7.3	8.2	8.5
PBR (x)	2.5	2.0	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	8.1	6.2	5.8	6.6	9.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

10 **Dự phóng doanh thu**

11 **Định giá và khuyến nghị**

15 **Rủi ro**

16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

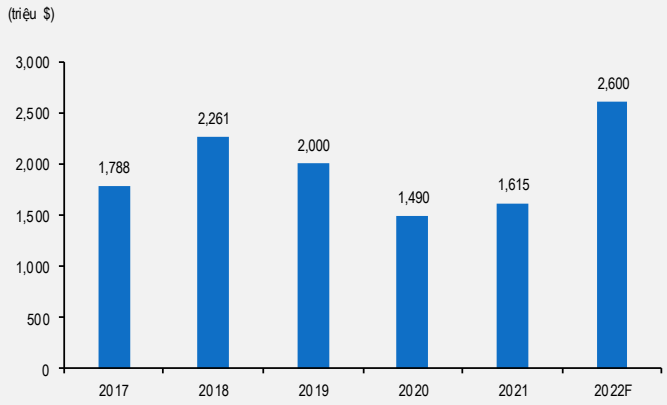
Tổng quan doanh nghiệp

Tổng quan ngành cá tra

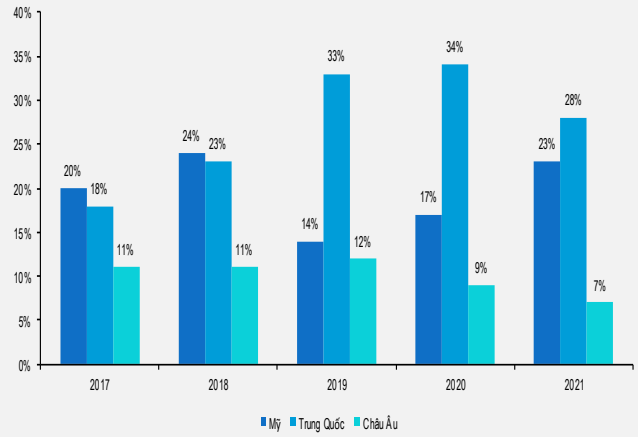
Việt Nam là nước xuất khẩu đến hơn 90% lượng cá tra của toàn thế giới do vùng Đồng bằng sông Cửu Long của nước ta có điều kiện địa lý thuận lợi để thả nuôi. Tuy nhiên do ảnh hưởng của dịch bệnh, diện tích thả nuôi cá tra trong năm 2021 đã giảm 30-55% và sản lượng giảm tới gần 18% so với cùng kỳ năm 2020, do nhiều địa phương phải thực hiện giãn cách xã hội và việc tổ chức sản xuất 3 tại chỗ gặp nhiều khó khăn. May thay, sự hồi phục sớm của các nền kinh tế lớn cùng với sự giúp đỡ của các cơ quan ban ngành đã giúp kim ngạch cá tra của Việt Nam năm 2021 cán đích với thành tích 1.62 tỷ USD (+8.4% YoY)

Trong năm 2022, cả ngành đặt mục tiêu xuất khẩu cá tra đạt 2.6 tỷ USD. Chúng tôi tin rằng ngành cá tra sẽ có một năm đầy bùng nổ do nhu cầu dồn nén từ các năm trước, cộng với việc các nước như Mỹ và châu Âu đang trải qua kỳ lạm phát lớn nhất từ trước đến nay khiến cho họ phải tăng cường nhập khẩu nhiều hơn. Kết quả là nửa đầu năm 2022, kim ngạch xuất khẩu toàn ngành cá tra đạt 1.4 tỷ USD, đạt 54% kế hoạch đề ra. Dù cho đà tăng có bị sụt giảm vào tháng 6 nhưng chúng tôi cho rằng kim ngạch xuất khẩu vẫn còn tăng trưởng tốt ở nửa cuối năm do các lễ hội đang cận kề.

Kim ngạch xuất khẩu toàn ngành cá tra Việt Nam



Các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

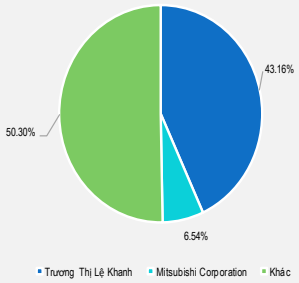
Lịch sử doanh nghiệp

Vĩnh Hoàn được thành lập vào năm 1997 tại tỉnh Đồng Tháp thuộc đồng bằng sông Cửu Long, chuyên nuôi trồng và chế biến các sản phẩm cá tra đông lạnh. Năm 2010, Vĩnh Hoàn vươn lên đứng đầu ngành cá tra Việt Nam về kim ngạch xuất khẩu theo thống kê của Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam ("VASEP"). Hiện nay, Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp có thị phần xuất khẩu lớn nhất trong ngành khi chiếm đến 17% thị phần toàn ngành xuất khẩu cá tra (năm 2021), gấp gần 3 lần so với các đối thủ còn lại. Về mặt quản trị, chủ tịch công ty là bà Trương Thị Lệ Khanh với hơn 20 năm gắn bó với ngành cá tra, bên cạnh bà là những trợ thủ đắc lực đảm nhận nhiều phân khúc từ nuôi trồng, chế biến, lên chiến lược bán hàng.,...có thể kể đến việc bà Nguyễn Ngô Vi Tâm đã đảm nhiệm vụ kiện chống bán phá giá tại Mỹ giúp Vĩnh Hoàn có được mức thuế suất 0% khi xuất khẩu sang Mỹ. Cùng với đó, cuối năm ngoái, con gái bà Khanh là Lê Ngọc Tiên đã trở thành giám đốc chiến lược của công ty với định hướng chuyển đổi số cho công ty trong vòng 3 năm tới cũng như quản lý các hoạt động đầu tư của Vinh Technology. Do đó, trong năm qua Vinh Technology đã đầu tư vào hai công ty chuyên về thức ăn thủy sản từ protein thay thế là Entobel và Shiok Meats.

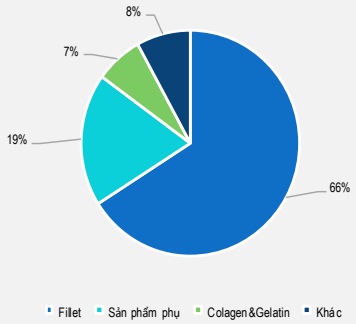
Vĩnh Hoàn có hoạt động kinh doanh chính ở mảng nuôi trồng và chế biến sản phẩm từ cá tra. Doanh thu của Vĩnh Hoàn theo sản phẩm có thể kể đến như: fillet, collagen và gelatin, sản phẩm phụ,.... Trong đó mảng fillet là mảng đem lại nguồn thu lớn nhất cho Vĩnh Hoàn khi chiếm đến 66% tổng doanh thu, cùng với đó mảng sản phẩm phụ và collagen&gelatin lần lượt đóng góp 19% và 7% trong tổng doanh thu năm 2021. Vào năm 2022, Vĩnh Hoàn đã quay trở lại với dự án nhà máy thức ăn cùng nhiều mảng mới hứa hẹn sẽ giúp cải thiện lợi nhuận gộp của tập đoàn khi mảng xuất khẩu cá tra đông lạnh gặp biến động.

Năm 2007, Vĩnh Hoàn chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "VHC".

Cơ cấu cổ đông

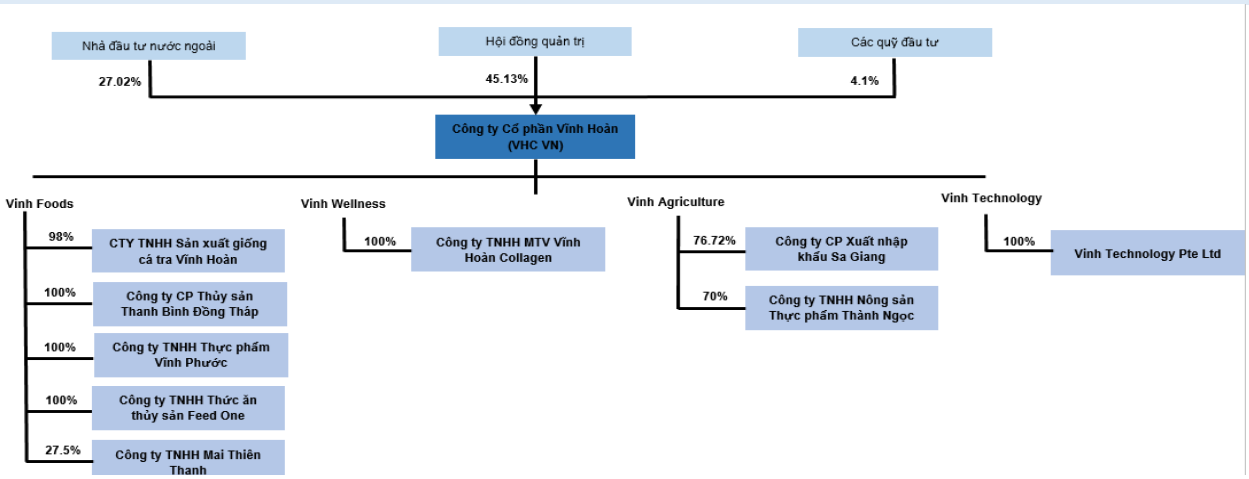


Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



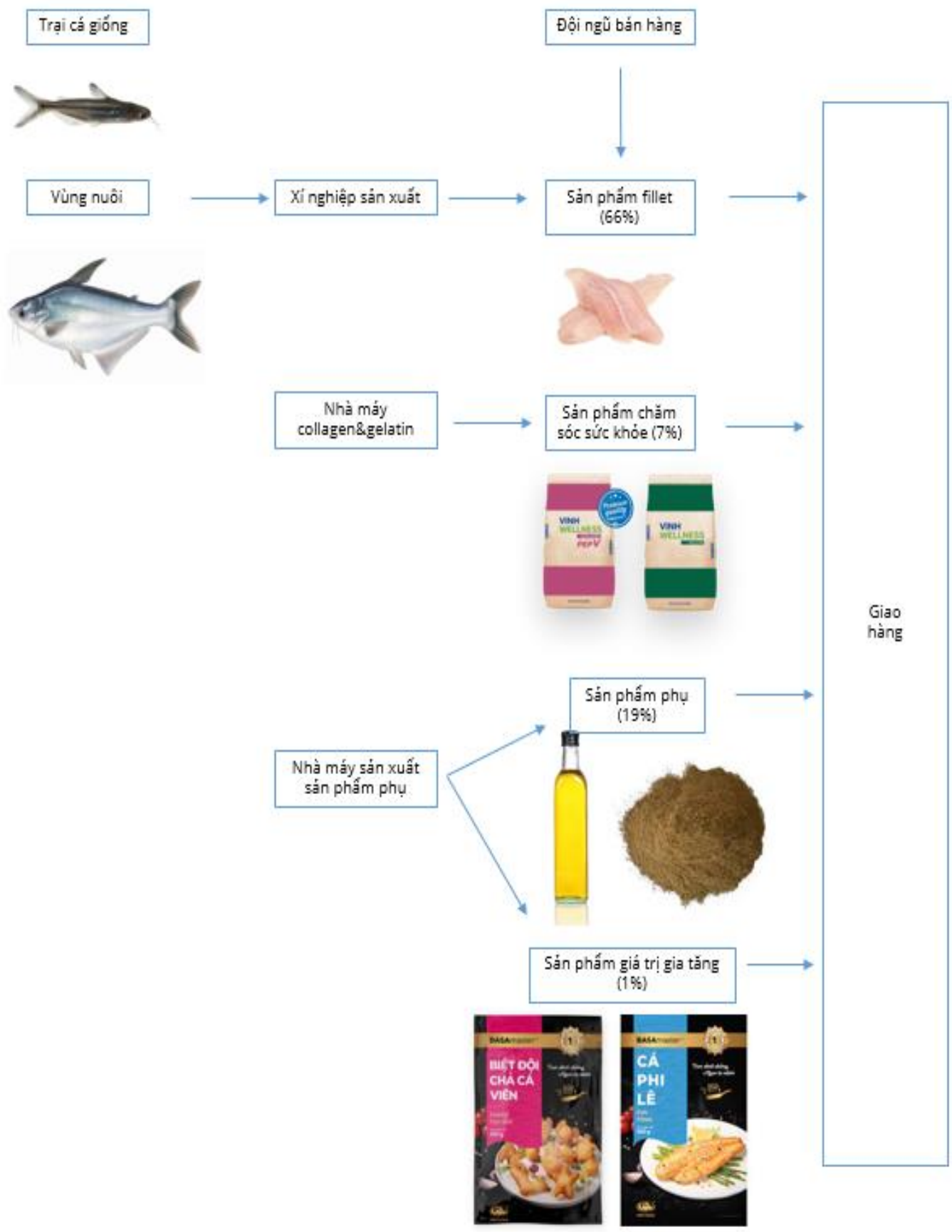
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cấu trúc quản trị doanh nghiệp của Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn năm 2021



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Chuỗi giá trị của Vĩnh Hoàn



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

Nhu cầu xuất khẩu cá tra sang châu Âu và Mỹ vẫn đang tăng cao

Nhu cầu cá thịt trắng của các nước châu Âu và Mỹ đang tăng trưởng tích cực sau 2 năm đại dịch. Các mặt hàng cá thịt trắng được ưa chuộng ở hai vùng này bao gồm: cá minh thái, cá tra, cá tuyết…. Lạm phát đang diễn ra trên toàn cầu khi CPI ở Anh tăng hơn 9.1% và ở Mỹ là 9.1% (Tháng 6/2022), điều này có thể khiến người dân dịch chuyển nhu cầu tiêu dùng và tìm đến các loại cá thay thế rẻ hơn dù không cùng phân khúc. Các số liệu từ đầu năm nay đều cho thấy mức tăng trưởng đến hơn 80% và dự kiến sẽ còn có thể tăng tiếp khi mà mùa lễ hội đang tới gần.

1. Thị trường Châu Âu cấm vận cá minh thái của Nga

EU nhập khẩu đến 95% cá thịt trắng (theo VASEP) và phần lớn là từ Nga. Tình hình cấm vận của các nước EU với Nga có thể làm tăng khả năng cạnh tranh của cá tra Việt Nam khi cá minh thái là một trong những đối thủ lớn của cá tra. Kết quả kinh doanh trong Quý 2/2022 của Vĩnh Hoàn đã phản ánh mức tăng hơn 42% so với cùng kỳ năm ngoái.

Cùng với đó, Hiệp định Thương mại Tự do EU-Việt Nam (EVFTA) có hiệu lực từ ngày 1 tháng 8 năm 2020 giúp loại bỏ 99% thuế quan. Hầu hết các loại thuế đối với các sản phẩm thủy sản được xóa bỏ trực tiếp trong FTA Việt Nam - EU. Tuy nhiên, đối với một số nhóm hàng thủy sản quan trọng, thuế quan sẽ được xóa bỏ dần dần. Hiện nay, sản phẩm cá tra đông lạnh đang hưởng thuế GSP (Generalized System of Preferences - Hệ thống ưu đãi phổ cập) 5.5% và sẽ được hưởng thuế EVFTA 0% sau 3 năm (theo Tổng cục Thuỷ sản).

2. Thị trường Mỹ vẫn tiếp tục là thị trường xuất khẩu dẫn đầu của Vĩnh Hoàn

So với các đối thủ, Vĩnh Hoàn chiếm thị phần xuất khẩu khá cao trong ngành, lên đến 17% vào năm 2021. Cơ cấu doanh thu của Vĩnh Hoàn chủ yếu là xuất khẩu với doanh thu xuất khẩu chiếm hơn 80% tổng doanh thu. Trong đó xuất khẩu qua Mỹ chiếm 63% tổng doanh thu xuất khẩu năm 2021 với CAGR (2017-2021) là 2.5%, do đối với thị trường này Vĩnh Hoàn được hưởng thuế suất là 0% theo POR17 (01/8/2019 - 31/7/2020), và vận hành 4 trong số 19 nhà máy được Bộ Nông nghiệp Mỹ phê duyệt theo chương trình thanh tra cá da trơn Farm Bill.

Trong 3 năm qua, diện tích nuôi cá da trơn của Hoa Kỳ liên tục giảm cùng với mức tồn kho ở mức thấp đã khiến quốc gia này tăng cường nhập khẩu. Hơn nữa, cá tra có thể là một lựa chọn thay thế trong tình trạng lạm phát liên tục tăng cao và có thể giúp bù đắp khoảng trống của các loại cá thịt trắng phân khúc cao (cá tuyết, cá minh thái) do bị thiếu hụt nguồn cung từ Nga. Chỉ trong 6 tháng đầu năm 2022, doanh thu của thị trường Mỹ đã đóng góp đến 60% vào doanh thu xuất khẩu của Vĩnh Hoàn cũng như đóng góp 49% vào tổng doanh thu. Tuy doanh thu có phần sụt giảm vào hai tháng cuối quý 2, nhưng chúng tôi tin rằng doanh thu này sẽ vẫn được duy trì trong nửa cuối năm khi mà mùa lễ hội đang đến gần.

Chiến lược "Zero Waste" giúp cải thiện biên lợi nhuận

Vĩnh Hoàn hướng tới việc sản xuất thân thiện với môi trường, tận dụng mọi bộ phận của cá tra để sản xuất ra các dòng sản phẩm mới vừa giúp bảo vệ môi trường vừa giúp tăng doanh thu cho công ty nhờ vào việc bán các sản phẩm phụ, vừa giúp giảm chi phí xử lý phần thừa của cá tra từ đó làm tăng biên lợi nhuận. Để làm được điều đó, công ty đã xây dựng nên chuỗi giá trị hoàn thiện từ vùng nuôi, con giống, thức ăn đến các nhà máy chế biến.

1. Cung ứng

Ở khâu nuôi trồng, nguồn gốc của thức ăn cá, các nguyên liệu đầu vào trong khâu nuôi được đánh giá và kiểm soát chặt chẽ. Vĩnh Hoàn giữ mức tự chủ nguyên liệu khoảng 70% trong việc sản xuất cá giống nhờ vào việc thành lập Công ty TNHH Sản xuất giống cá tra Vĩnh Hoàn vào năm 2019 - giải quyết vấn đề từ khâu ban đầu là con giống và mở rộng vùng nuôi Tân Hưng thêm 100-150ha với diện tích hiện tại 610ha. Số cá

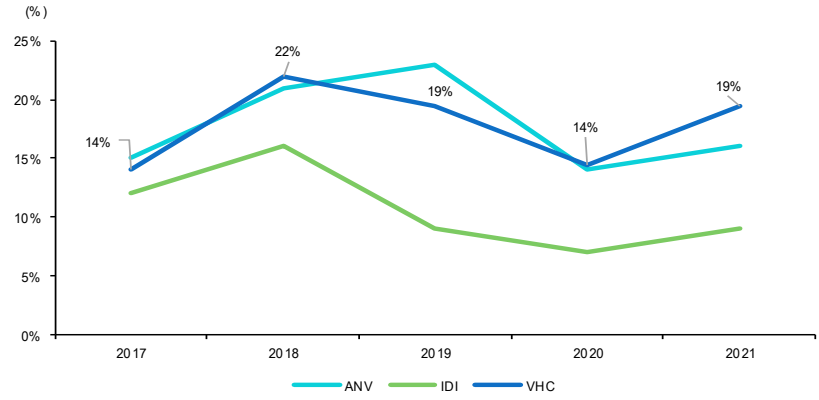
giống còn lại Vĩnh Hoàn mua từ các hộ nông dân mà công ty có giữ mối quan hệ mật thiết. Về việc này, Vĩnh Hoàn sẽ hỗ trợ 100% chi phí thức ăn cho các hộ dân và khi thu hoạch nông dân giao toàn bộ cá cho công ty. Việc này theo chúng tôi đánh giá là sẽ giúp Vĩnh Hoàn chịu ít rủi ro hơn khi có biến động về thị trường khiến cá không thể xuất khẩu được, làm giảm bớt chi phí giữ cá trong ao.

Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng thủy văn quốc gia, tình trạng xâm nhập mặn ở đồng bằng sông Cửu Long năm nay sẽ phức tạp hơn mọi năm. Hiện nay đã có 11/13 tỉnh ở đồng bằng sông Cửu Long bị nhiễm xâm nhập mặn. Tuy nhiên, khu vực vùng nuôi của Vĩnh Hoàn nằm ở thượng nguồn sông Mê Kông nên sẽ ít bị ảnh hưởng. Ngoài ra, Vĩnh Hoàn cũng đang dẫn đầu về diện tích vùng nuôi cùng với công suất nhà máy được duy trì ổn định. Do đó trong năm 2021, biên lợi nhuận ròng của Vĩnh Hoàn cao hơn hẳn các đối thủ trong ngành. Trong năm nay, công ty có kế hoạch mở rộng vùng nuôi thêm 100-150ha, và công suất nhà máy thêm 25%.

Tên công ty	Công suất nhà máy		Diện tích vùng nuôi		
	Hiện tại	Dự kiến	Hiện tại	Dự kiến	Vị trí
Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn	1000 tấn nguyên liệu/ngày	Thêm 250 tấn nguyên liệu/ngày	610 ha	Thêm 100-150ha	Long An
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia - IDI	450 tấn nguyên liệu/ngày	Thêm 500 tấn nguyên liệu/ngày	350 ha	Thêm 100ha	Đồng Tháp
Công ty cổ phần Nam Việt	1050 tấn nguyên liệu/ngày	Không	600ha	Không	An Giang

Nguồn: Báo cáo thường niên của VHC, IDI và ANV, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp trong năm 2021 của VHC, IDI và ANV



Nguồn: Shinhan Securities Company, Bloomberg

Trong ngành cá tra, chi phí chuyển đổi thức ăn là 1.7:1 tức là để tạo ra 1kg cá tra cần 1.7 kg thức ăn. Hiện nay, chi phí thức ăn là một vấn đề rất thiết yếu với việc nuôi cá tra bởi chi phí thức ăn chiếm từ 65%-85% giá vốn hàng bán. Trong năm 2021, Vĩnh Hoàn đã khởi công xây dựng Nhà máy chế biến thức ăn thủy sản Feed One với công suất dự kiến là 400,000 tấn/năm trên diện tích hơn 6ha. Tuy biên lợi nhuận của nhà máy thức ăn không cao nhưng dưới góc độ của nhà sản xuất thì nhà máy thức ăn sẽ giúp giảm bớt chi phí giá thành sản xuất từ đó có thể đưa ra giá cạnh tranh hơn so với các công ty khác. Lưu ý thêm, giá thành cá tra không được quy định bởi nhà nước mà được tạo nên bởi cung cầu thế nên việc quay lại với mảng nhà máy thức ăn theo chúng tôi đánh giá là khá có lợi để cải thiện biên lợi nhuận khi ngày càng nhiều các đối thủ cạnh tranh như hiện nay.

Vĩnh Hoàn có 3 xí nghiệp và 2 nhà máy chế biến cá được đặt gần Đồng bằng Sông Cửu Long, vị trí địa lý của các nhà máy chế biến và trại nuôi cá giống rất thuận tiện nên dễ dàng hơn cho việc vận chuyển và bảo quản. Trong năm nay, công ty có kế hoạch nâng công suất của nhà máy Thanh Bình lên 350 tấn nguyên liệu/ngày và Vĩnh Phước lên 250 tấn nguyên liệu/ngày.

2. Vận hành

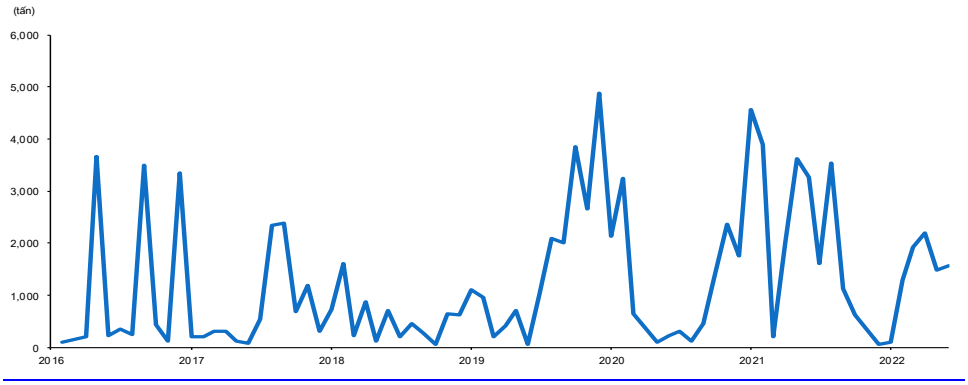
Sản phẩm cá tra fillet đông lạnh: Sản phẩm chủ lực của Vĩnh Hoàn là cá tra fillet với doanh thu đóng góp

mỗi năm trên 65%. Để sản xuất cá fillet, nhà máy sẽ cần phải cắt bỏ đầu, đuôi, da và loại bỏ nội tạng. Thông thường 1.7kg cá sẽ cho ra được 1kg cá fillet đã tăng độ ẩm và mạ băng, với công suất 1000 tấn nguyên liệu/ngày, phần dư thừa sẽ lên đến hơn 400,000kg. Vĩnh Hoàn đã tận dụng tất cả các phụ phẩm thừa để cho ra mắt các dòng sản phẩm mới vừa giúp giảm thiểu chi phí xử lý, vừa giúp bảo vệ môi trường.

Sản phẩm giá trị gia tăng : Doanh thu của Vĩnh Hoàn chủ yếu là xuất khẩu vì vậy khi thị trường quốc tế có biến động sẽ ảnh hưởng đến doanh thu của Vĩnh Hoàn. Do đó, công ty đã cho ra mắt các sản phẩm giá trị gia tăng từ 2 dây chuyền sản xuất với công suất 1500 kg thành phẩm/giờ, bao gồm các dòng tẩm bột và tẩm gia vị nhằm phục vụ nhu cầu trong nước, tuy nhiên sản phẩm này vẫn có đơn hàng xuất khẩu sang Châu Âu và Trung Đông.

Sản phẩm phụ: Nguyên liệu còn lại của chế biến fillet như bột cá, mỡ cá và những sản phẩm phụ khác được sử dụng trong việc chế biến thức ăn gia súc, mỡ cá cao cấp cũng có thể dùng để chế biến thực phẩm. Ngoài ra vào năm 2019, nhà máy dầu cá và bột cá tại Thực phẩm Vĩnh Phước với công suất 100 tấn/ngày đã bắt đầu hoạt động, đây là dòng sản phẩm có tiềm năng xuất khẩu sang Trung Quốc bởi nhu cầu nhập khẩu dầu cá từ Trung Quốc là rất lớn khi chiếm đến 15% tổng doanh thu xuất khẩu năm 2021. Với nhu cầu nhập khẩu dầu cá từ Việt Nam cao của Trung Quốc, theo phân tích của chúng tôi Trung Quốc sẽ là thị trường tiềm năng giúp gia tăng doanh thu của mảng này trong thời gian tới.

Số lượng dầu cá Trung Quốc nhập khẩu từ Việt Nam



Nguồn: Shinhan Securities Company, Bloomberg

Sản phẩm chăm sóc sức khỏe (Collagen & Gelatin): Phụ phẩm còn lại của sản xuất fillet là da cá đã được Vĩnh Hoàn ứng dụng thành công trong việc sản xuất collagen và gelatin. Đây là một mảng mới đóng góp khoảng 7% vào tổng doanh thu nhưng lại đóng góp đến 40% vào biên lợi nhuận nhờ việc có thể hoạt động hết công suất nhà máy. Bên cạnh đó, sản phẩm còn đạt chứng nhận Halal với việc nuôi và sản xuất nói không với các sản phẩm từ heo, bò. Điều này có nghĩa là các sản phẩm được chấp nhận rộng rãi trên khắp các nền văn hóa và tôn giáo trong ngành công nghiệp thực phẩm chức năng và làm đẹp.

3. Dự trữ và phân phối

Vĩnh Hoàn có hai kho lạnh với sức chứa 20,000 pallets tại nhà máy Vĩnh Phước giúp dự trữ cá được lâu hơn cụ thể là khoảng 6 tháng nếu thị trường có bất ổn về giá và xảy ra tình hình dịch bệnh như năm 2019-2021 từ đó sẽ giúp giảm chi phí hủy bỏ hàng hóa.

Năm 2021 là năm đã chứng kiến sự leo thang của chi phí logistic từ mức USD 4,000/1 chiếc container 40-foot lên mức USD 20,000 (tàu đi từ Châu Á sang bờ đông nước Mỹ) đã làm cho chi phí bán hàng của các doanh nghiệp xuất khẩu tăng cao, do đó Vĩnh Hoàn đã ký kết hợp đồng theo phương pháp FOB được 60% đơn đặt hàng và giúp giảm chi phí vận chuyển. Khi ký theo phương pháp này, Vĩnh Hoàn chỉ phải thông quan xuất khẩu cho hàng hóa, nếu cần, và không có nghĩa vụ phải trả thuế nhập khẩu hoặc chi phí làm thủ tục thông quan nhập khẩu.

Tăng doanh thu nhờ đầu tư vào công nghệ mới và lấn sân sang mảng nông nghiệp

1. Vinh Technology đầu tư vào hai công ty thức ăn thủy sản ngành công nghiệp protein thay thế

Hiện nay giá lương thực, thực phẩm ngày càng tăng cao điều đó khiến cho giá thức ăn thủy sản có nguyên liệu chính là bột mì, bột đậu nành tăng mạnh. Vì thế vào năm 2021, Vinh Hoàn thành lập Vinh Technology có trụ sở tại Singapore với chiến lược tìm kiếm cơ hội đầu tư vào các công nghệ mới và nỗ lực thay đổi để giảm thiểu dấu chân carbon trong suốt chuỗi chế biến thực phẩm và hướng tới ngành công nghiệp protein thay thế. Trong năm vừa qua, Vinh Technology đã đầu tư vào hai công ty chuyên về thức ăn thủy sản là Shiok Meats và Entobel.

Kể từ khi được thành lập vào năm 2018, Shiok Meats đã có những bước tiến đáng kể trong một thời gian ngắn. Công ty đã ra mắt nguyên mẫu tôm hùm và tôm dựa trên tế bào gốc trong các buổi ra mắt độc quyền lần lượt vào năm 2019 và 2020. Công ty đang nỗ lực để đưa loài giáp xác nuôi cấy tế bào ra mắt tại Singapore và thị trường châu Á muộn nhất vào năm 2023. Vào năm 2021, Shiok Meats đã gọi vốn thành công được 10 triệu USD và số tiền này sẽ được đưa vào việc cái tiến R&D.

Entobel là công ty thứ 7 lọt vào mắt xanh của quỹ đầu tư Mekong Enterprise Fund IV sau khi gọi vốn thành công 25 triệu USD từ quỹ này và 5 triệu USD từ Dragon Capital. Với nguyên liệu chính là ruồi lính đen, đầu năm 2019 công ty này đã xây dựng nhà máy thức ăn với công suất 1000 tấn/năm tại Đồng Nai và là nhà máy thức ăn côn trùng lớn nhất thế giới tính đến thời điểm hiện tại.

Entobel



Nguồn: Shinhan Securities Company

Shiok Meats



Nguồn: Shinhan Securities Company

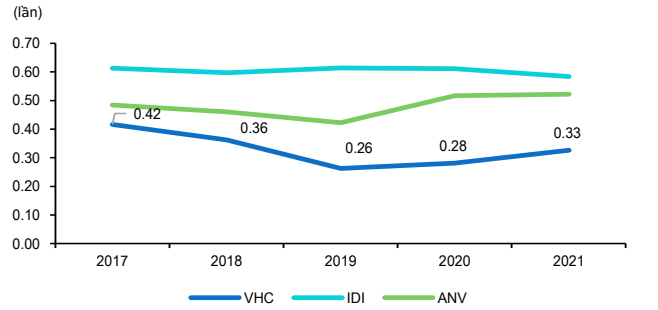
2. Vĩnh Hoàn lấn sân sang mảng nông nghiệp bằng việc đầu tư vào Sa Giang, cùng với đó thành lập Thành Ngọc Foods

Từ năm 2020, công ty không ngừng đầu tư vào các dự án mới giúp gia tăng doanh thu, trong đó nổi bật nhất là việc mua lại 76.72% vốn điều lệ tại CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (mã: SGC) – một công ty chuyên xuất khẩu các sản phẩm từ gạo nổi bật là bánh phồng tôm và hủ tiếu Sa Đéc. Hiện Sa Giang đã có hai nhà máy và Vĩnh Hoàn sẽ đầu tư nhà máy thứ 3 cho Sa Giang. Tuy nhiên, mảng này hiện chỉ đóng góp 4% vào doanh thu của Vĩnh Hoàn.

Song song với đó, năm 2021 Vĩnh Hoàn đã đầu tư vào mảng mới là trái cây đông lạnh tận dụng các nguyên liệu nông sản tại địa phương như thanh long, mãng cầu, xoài, khóm, chanh… để chế biến thành các sản phẩm trái cây sấy, nước ép trái cây, dầu bơ thực vật…bằng cách góp 100% vốn thành lập Thành Ngọc Foods. Lý do đầu tư vào nhà máy này là vì Vĩnh Hoàn có thể tận dụng những nguyên liệu thừa từ mảng chế biến cá để làm phân bón cho cây từ đó hoàn thành chuỗi giá trị. Dự án nhà máy chế biến nông sản thực phẩm Thành Ngọc có tổng số vốn đầu tư trong giai đoạn 1 là 500 tỷ đồng. Theo đó, công suất dự kiến của nhà máy khoảng 150 tấn nguyên liệu/ngày. Mỗi năm, cung cấp cho thị trường khoảng 23,000 tấn sản phẩm. Công trình dự kiến hoàn thành và đưa vào hoạt động vào Quý 3/2022

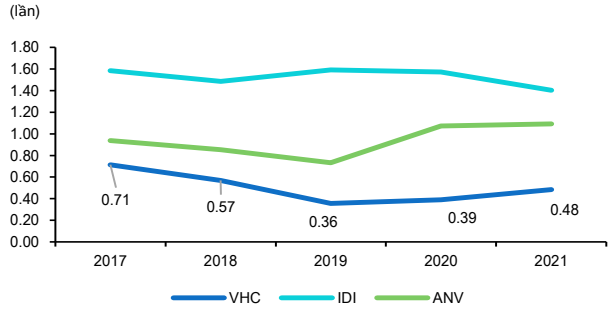
Cơ cấu tài chính vững mạnh hơn các đối thủ trong ngành

Hệ số Nợ/Tổng tài sản



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Hệ số Nợ/Tổng vốn chủ sở hữu



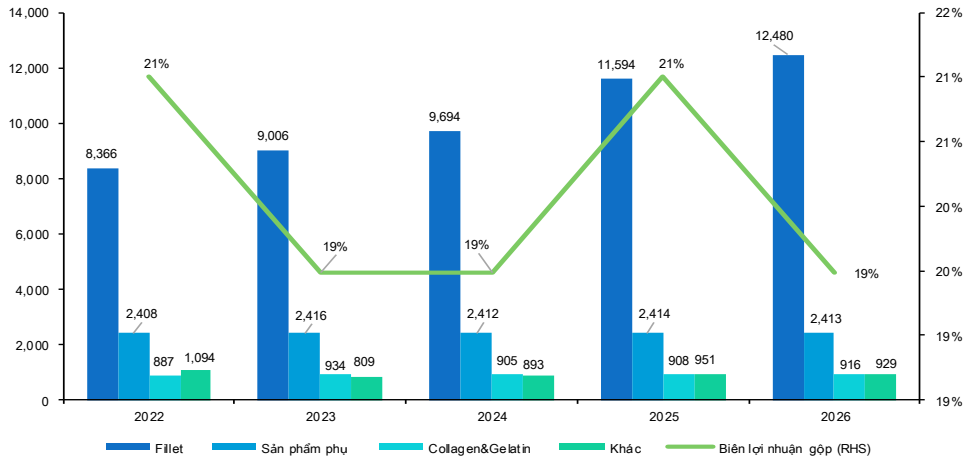
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Vĩnh Hoàn có hệ số vay nợ rất thấp so với các đối thủ cùng ngành khi các khoản vay của Vĩnh Hoàn chủ yếu là vay ngắn hạn. Bắt đầu từ năm 2020, Vĩnh Hoàn có một số khoản vay dài hạn nhưng rất ít với giá trị chỉ bằng khoảng 5-10% khoản nợ vay ngắn hạn.

Dự phóng doanh thu

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2022 của Vĩnh Hoàn sẽ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào sự hồi phục chung của ngành giúp mở ra một chu kỳ mới với doanh thu tăng trưởng (+41% YoY) và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng (+56% YoY). Đặc biệt, doanh thu chế biến cá fillet được chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhất nhờ vào việc phục hồi của thị trường xuất khẩu, cùng với đó mảng sản phẩm phụ, collagen và gelatin cũng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào việc nâng công suất nhà máy cũng như nhu cầu tiêu thụ dầu cá ở Trung Quốc đang tăng cao. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện (21%) nhờ vào việc đầu tư vào nhà máy thức ăn giúp giảm chi phí cũng như tận dụng được lợi thế nhờ vào quy mô sản xuất lớn.

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận ròng của Vĩnh Hoàn (2022F –2026F)



Nguồn: Shinhan Securities Company, Bloomberg

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của Vĩnh Hoàn (2021-2026F)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	9,054	12,756	13,165	13,904	15,868	16,738
Fillet	5,976	8,366	9,006	9,694	11,594	12,480
Sản phẩm phụ	1,720	2,408	2,416	2,412	2,414	2,413
Collagen&Gelatin	634	887	934	905	908	916
Khác	724	1,094	809	893	951	929
LN từ HĐKD	1,199	1,932	1,829	1,894	2,416	2,300
Lợi nhuận gộp	1,756	2,679	2,565	2,710	3,332	3,262
LN ròng	1,107	1,731	1,700	1,728	2,185	2,101
Biên LN (%)						
Biên LN từ HĐKD	13%	15%	14%	14%	15%	14%
Biên LN gộp	19%	21%	19%	19%	21%	19%
Biên LN ròng	12%	14%	13%	12%	14%	13%
Tăng trưởng (YoY)						
Doanh thu	29%	40%	3%	6%	14%	5%
LN từ HĐKD	72%	61%	-5%	4%	28%	-5%
LN gộp	73%	53%	-4%	6%	23%	-2%
LN ròng	54%	56%	-2%	2%	26%	-4%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 101,432 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Vĩnh Hoàn với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 101,432 đồng tương ứng với mức tăng 22% so với mức giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, Vĩnh Hoàn là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc trong bối cảnh hiện tại với những ưu điểm như sau:

1) Nhu cầu xuất khẩu cá tra sang châu Âu và Mỹ đang tăng cao
2) Chiến lược "Zero Waste" giúp cải thiện biên lợi nhuận
3) Tăng doanh thu nhờ đầu tư vào công nghệ mới và lấn sân sang mảng nông nghiệp

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 60% và 40% để định giá Vĩnh Hoàn. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi giả định tốc độ gia tăng doanh thu vào khoảng hơn 40% trong năm 2022 nhờ vào nhu cầu xuất khẩu cá tra đang tăng cao do nhu cầu bị dồn nén do hai năm dịch COVID-19.

Phương pháp định giá DCF

(Đơn vị: tỉ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LN ròng	1,107	1,731	1,700	1,728	2,185	2,101
Cộng: lãi vay sau thuế	35	90	77	89	97	105
Cộng: Khấu hao	285	328	371	380	390	400
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	933	1,426	(34)	488	574	178
Trừ: Vốn đầu tư	1,118	1.066	117	121	221	201
Dòng tiền tự do (FCFF)	**(625)**	**(402)**	**2,064**	**1,565**	**1,856**	**2,205**
Tỷ lệ chiết khấu	1.00	0.90	0.81	0.73	0.65	0.58
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(625)	(363)	1,6738	1,143	1,218	1,280
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.5%					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	14,812					
Giá trị doanh nghiệp	**19,786**					
Nợ	2,979					
Tiền và tương đương tiền	139					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	183,376,956					
Giá mục tiêu	**92,344**					

WACC (%)	**10.74%**
Lãi suất phi rủi ro	3%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	11.36%
Beta	0.98

Chi phí nợ (%)	3.01%
Chi phí sử dụng vốn (%)	14.10%
Tỷ lệ nợ trên vốn	29%
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	2,979

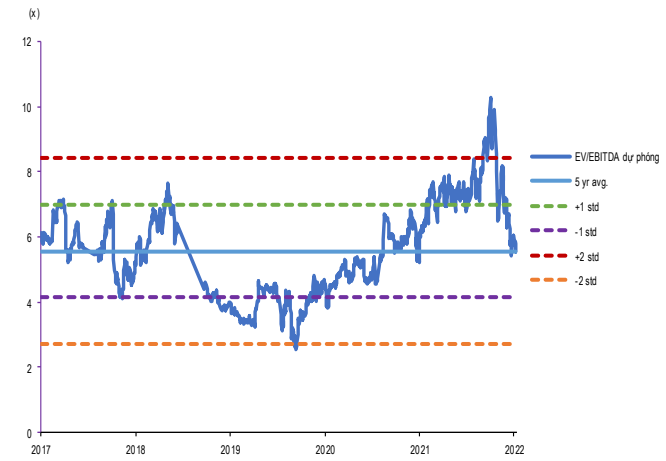
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của VHC và VNINDEX. Nợ vay của công ty khá ít so với các doanh nghiệp cùng ngành với chi phí nợ vay là 3%. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của VHC được định giá ở mức 92,344 đồng.

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành nghề có quy mô tương đồng với VHC cộng với P/E trung bình 5 năm của VHC, với tỷ trọng 50%. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của VHC ở mức 11.44x. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2022 ở mức 9,396 đồng, giá mục tiêu của VHC được định giá ở mức 107,491 đồng.

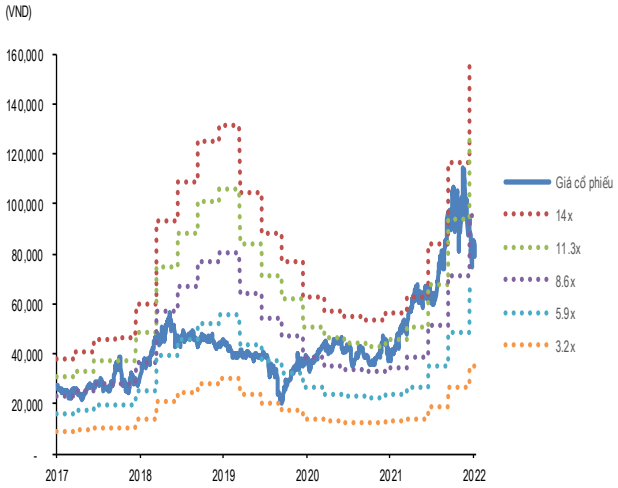
Mã	Tên công ty	Vốn hóa (VND)	2021F PER
ABT VN Equity	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	413,901	16.67
ACL VN Equity	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	1,038,292	10.98
ASM VN Equity	CTCP Tập đoàn Sao Mai	4,862,812	6.93
CMX VN Equity	CTCP Camimex Group	1,434,917	13.16
FMC VN Equity	CTCP Thực phẩm Sao Ta	3,459,072	11.75
IDI VN Equity	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia - IDI	4,348,012	14.03
CAT VN Equity	CTCP Thủy sản Cà Mau	210,352	6.81
CCA VN Equity	CTCP Xuất nhập khẩu Thuỷ sản Cần Thơ	278,801	6.16
KHS VN Equity	CTCP Kiên Hùng	332,502	6.31
SEA VN Equity	Tổng Công ty Thủy sản Việt Nam	2,749,791	13.02
THP VN Equity	CTCP Thủy sản và Thương mại Thuận Phước	270,135	14.77
ANV VN Equity	CTCP Nam Việt	5,777,962	21.41
Trung bình ngành	**13.56**		
Trung bình 5 năm của VHC	9.32		
P/E mục tiêu	11.44		
EPS 2022F	9,396		
Giá mục tiêu	**107,491**		

EV/EBITDA dự phóng 12T của VHC



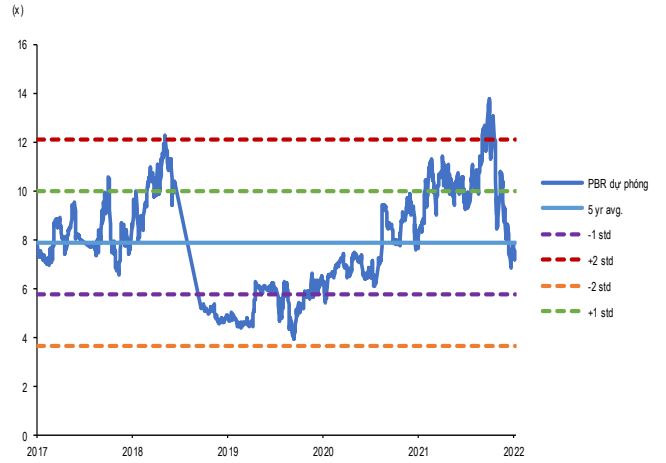
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VHC



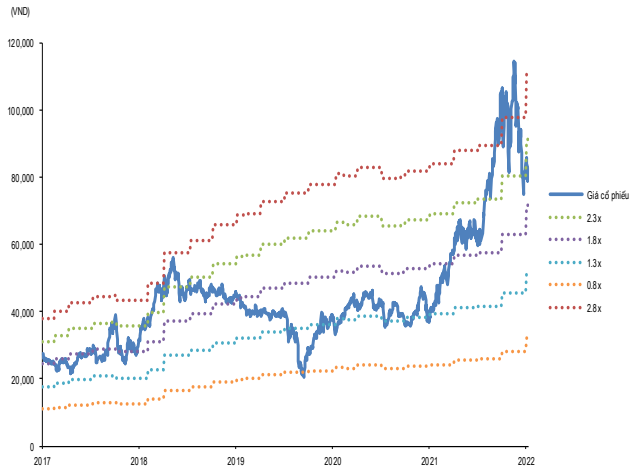
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR dự phóng 12T của VHC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VHC



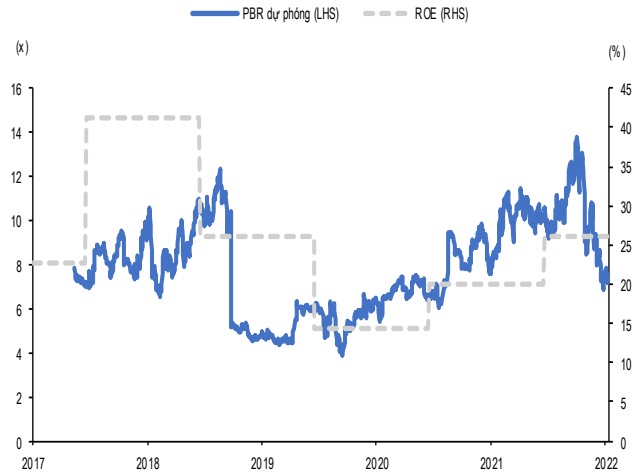
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu VHC tương quan với ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của VHC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của Vĩnh Hoàn



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro về giá cá tra nguyên liệu

Giá cá tra nguyên liệu không được quy định rõ ràng mà biến động theo cung cầu, thế nên vào những năm khi giá cá tra nguyên liệu quá cao, sẽ ảnh hưởng tới Vĩnh Hoàn vì công ty mua 30% nguyên liệu từ người dân và có thể sẽ phải trả giá cao để mua nguyên liệu làm tăng chi phí.

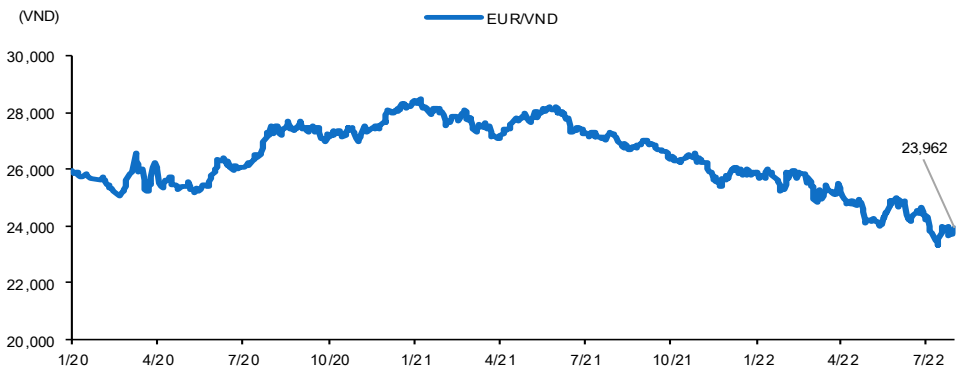
Rủi ro về đầu tư vào doanh nghiệp mới

Đây là lần đầu tiên Vĩnh Hoàn lấn sân sang mảng nông nghiệp mà cụ thể là trái cây đông lạnh nên sẽ có những rủi ro không lường trước được đối với một doanh nghiệp mới như Vĩnh Hoàn. Thêm vào đó, công ty đã mua lại cổ phần của Sa Giang, mặc dù trước đây công ty cũng đã làm nhà máy sản xuất gạo nhưng lại không mấy thành công. Vì vậy, việc Vĩnh Hoàn có thể gặp nhiều khó khăn trong mảng này cũng có thể là một vấn đề cần được cân nhắc.

Rủi ro về xuất khẩu

Doanh thu của Vĩnh Hoàn 80% là đến từ doanh thu xuất khẩu vì vậy rủi ro về tỷ giá có thể là một rủi ro lớn đối với công ty. Từ đầu năm đến nay, tỷ giá đồng Euro so với đồng Việt Nam đang giảm khá mạnh, điều này có thể gây ảnh hưởng đến Vĩnh Hoàn khi mà công ty đang gia tăng xuất khẩu đến thị trường này, cùng với đó điều kiện để xuất khẩu cá tra qua các nước lớn được kiểm định chất lượng khá gắt gao là một vấn đề nan giải với Vĩnh Hoàn nói riêng và các công ty xuất khẩu cá tra nói chung.

Tỷ giá EUR và VND



Nguồn: Shinhan Securities Company, Bloomberg

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**7,202**	**8,738**	**11,904**	**13,161**	**14,768**
Tài sản ngắn hạn	4,735	5,543	7,908	9,449	11,321
Tiền và tương đương tiền	41	195	139	320	479
Đầu tư TC ngắn hạn	1,374	1,272	1,771	3,144	4,294
Các khoản phải thu	1,689	2,132	3,379	3,214	3,657
Hàng tồn kho	1,508	1,793	2,418	2,552	2,664
Tài sản dài hạn	2,466	3,195	3,996	3,712	3,447
Tài sản cố định	1,808	2,067	2,638	2,884	2,625
Chi phí xây dựng cơ bản	648	337	446	627	794
Tài sản dài hạn khác	113	160	212	501	564
Tổng nợ	**2,026**	**2,854**	**4,501**	**4,425**	**4,744**
Nợ ngắn hạn	1,941	2,680	4,299	4,194	4,514
Khoản phải trả	326	340	638	587	612
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,106	1,735	2,806	2,709	2,960
Khác	509	605	855	897	941
Nợ dài hạn	85	174	201	231	230
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	69	156	173	203	201
Khác	16	17	28	28	29
Vốn chủ sở hữu	**5,176**	**5,884**	**7,403**	**8,736**	**10,024**
Vốn góp chủ sở hữu	1,834	1,834	1,834	2,201	2,201
Thặng dư vốn	224	224	264	264	264
Vốn khác	(114)	(114)	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	3,228	3,838	5,191	6,146	7,422
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	4	102	114	126	138
*Nợ vay	1,175	1,891	2,979	2,912	3,162
*Nợ ròng (tiền)	(240)	424	1,069	(552)	(1,611)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**7,037**	**9,054**	**12,756**	**13,165**	**13,904**
Tăng trưởng (%)	(10.5)	28.7	40.9	3.2	5.6
Giá vốn hàng bán	**(6,022)**	**(7,298)**	**(10,077)**	**(10,599)**	**(11,195)**
Lợi nhuận gộp	**1,015**	**1,756**	**2,679**	**2,565**	**2,710**
Biên lợi nhuận gộp (%)	14.4	19.4	21.0	19.5	19.5
Chi phí BH & QLDN	**(319)**	**(557)**	**(747)**	**(737)**	**(816)**
LN từ HĐKD	**695**	**1,199**	**1,932**	**1,829**	**1,894**
Tăng trưởng (%)	(38.6)	72.4	61.1	(5.3)	3.6
Biên LN từ HĐKD (%)	9.9	13.2	15.1	13.9	13.6
LN khác	**108**	**80**	**108**	**178**	**149**
Thu nhập tài chính	227	195	321	365	371
Chi phí tài chính	(101)	(107)	(194)	(172)	(202)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(38)	(35)	(90)	(77)	(89)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(18)	(8)	(19)	(15)	(20)
LNTT	**803**	**1,280**	**2,040**	**2,007**	**2,043**
Thuế TNDN	(84)	(173)	(308)	(307)	(315)
LNST	**719**	**1,107**	**1,731**	**1,700**	**1,728**
Tăng trưởng (%)	(39.0)	53.8	56.5	(1.8)	1.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	10.2	12.2	13.6	12.9	12.4
LNST cổ đông công ty mẹ	719	1,099	1,720	1,688	1,717
Lợi ích CĐTS	(0)	8	12	12	12
LN trước thuế và lãi vay	**803**	**1,280**	**2,040**	**2,007**	**2,043**
Tăng trưởng (%)	(38.7)	59.3	59.4	(1.6)	1.8
Biên LN (%)	11.4	14.1	16.0	15.2	14.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,006**	**1,565**	**2,368**	**2,377**	**2,423**
Tăng trưởng (%)	(31.8)	55.5	51.3	0.4	1.9
Biên LN (%)	14.3	17.3	18.6	18.1	17.4

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền từ HĐKD	**565**	**458**	**634**	**2,105**	**1,621**
Lợi nhuận ròng	719	1,107	1,731	1,700	1,728
Khấu hao TSCĐ hữu hình	203	285	328	371	380
Khấu hao TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
(Lãi) từ HĐ đầu tư	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(357)	(933)	(1,426)	34	(488)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(557)**	**(1,020)**	**(1,565)**	**(1,490)**	**(1,271)**
Thay đổi tài sản cố định	(566)	(941)	(899)	(617)	(121)
Thay đổi tài sản đầu tư	58	98	(499)	(1,373)	(1,150)
Khác	(49)	(177)	(167)	500	-
Dòng tiền tự do	**8**	**(562)**	**(931)**	**615**	**349**
Tiền từ HĐ tài chính	**(53)**	**717**	**875**	**(434)**	**(191)**
Thay đổi vốn cổ phần	2	-	154	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	309	717	1,088	(67)	249
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(364)	-	(367)	(367)	(440)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(46)**	**155**	**(56)**	**181**	**159**
Tổng tiền đầu năm	86	41	195	139	320
Thay đổi trong tỷ giá	353	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	394	195	139	320	479

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

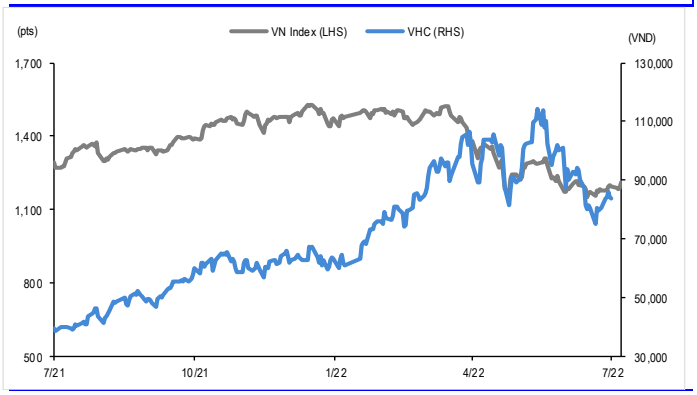
Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (đồng)	6,005	9,396	7,674	7,803	9,863
BPS (đồng)	28,283	32,153	40,453	39,709	45,566
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
PER (x)	10.5	10.4	7.9	7.3	8.2
PBR (x)	2.8	2.5	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	8.1	8.1	6.2	5.8	6.6
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	50.6	0.0	21.2	21.6	25.5
Lãi cổ tức (%)	24.6	0.0	24.8	20.7	24.8
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	14.3	17.3	18.6	18.1	17.4
Biên LN từ HĐKD (%)	9.9	13.2	15.1	13.9	13.6
Biên LNST (%)	10.2	12.2	13.6	12.9	12.4
ROA (%)	10.4	13.9	16.8	13.6	12.4
ROE (%)	14.3	20.0	26.1	21.1	18.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	22.7	32.1	40.2	33.3	31.5
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(23.8)	27.1	45.2	(23.2)	(66.5)
Tỷ số thanh toán tiền mặt(%)	72.9	54.7	44.4	82.6	105.7
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	20.9	36.9	22.7	26.1	22.9
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	143.5	114.2	93.0	145.9	179.5
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	88.5	82.6	76.3	85.6	85.0
Số ngày khoản phải thu (ngày)	83.1	77.0	78.8	91.4	90.2

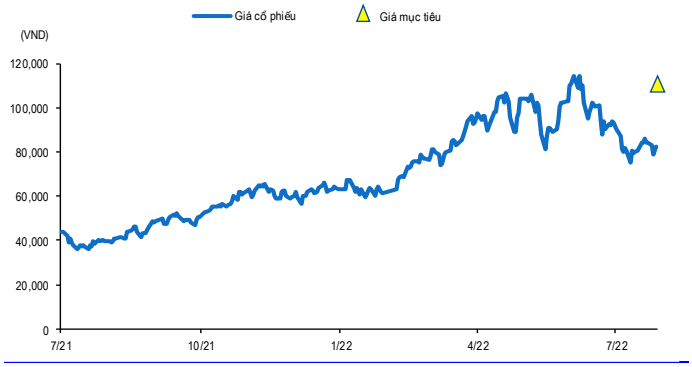
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
01/08/2022 (BC lần đầu)	MUA	101,432	39.84	-11.4/159.8

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Diem Ngo

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: Vinh Hoan Corporation
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ho Chi Minh
Shinhan Investment Corp.
Ho Chi Minh Representative Office
1st Floor, Empress Tower, 138-142 Hai Ba Trung, Da Kao Ward,
District 1, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 3824-6445
Fax : (84-8) 3824-6447

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Ha Noi Representative Office
Leadvisor Place Tower, 41A Ly Thai To, Hoan Kiem District,
Ha Noi City, Vietnam
Tel : 028 6299 6962