



BÁO CÁO LẦN ĐẦU
Tăng trưởng bền vững với
mô hình kinh tế tuần hoàn

Hoàng Ngân Giang

Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Dương Thiện Chí

Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Công ty CP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC)



MUA - Giá mục tiêu: 62,600 VND (+23%)

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho VHC là 62,600 đồng (tăng 27% so với mức tham chiếu ngày 28/09/2021) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh hệ số P/E, phản ánh kỳ vọng về triển vọng xuất khẩu phục hồi nhanh hơn các đối thủ sau khi tình dịch Covid-19 được kiểm soát tại Đồng Tháp và các tỉnh phía Nam cũng như tiềm năng về mở rộng chuỗi giá trị và gia tăng về hệ sinh thái sản phẩm trong dài hạn.

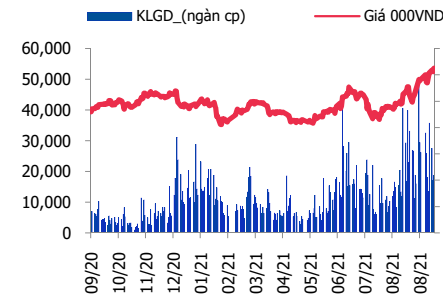
Cập nhật thông tin

- Kết thúc 6T2021, doanh thu thuần của VHC tăng hơn 25% so với cùng kỳ, từ 3,300 tỷ VNĐ lên 4,230 tỷ VNĐ. Biên LN góp tăng nhẹ gần 1% so với 6T2020 mặc dù chi phí đầu vào trên thị trường tăng tương đối cao từ đầu năm. LNST đạt 392 tỷ VNĐ, tăng hơn 4% so với mức 377 tỷ VNĐ của 6 tháng đầu năm 2020. Hiện VHC đã hoàn thành lần lượt gần 52% và hơn 56% kế hoạch năm cho doanh thu và lợi nhuận.
- VHC vẫn duy trì vị trí dẫn đầu về xuất khẩu cá tra, đạt mức gần 42 ngàn tấn cho nửa đầu năm 2021, trị giá lên tới 121 triệu USD, tăng 22% về lượng và 15% về kim ngạch so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, lượng xuất khẩu đi thị trường chủ lực – Mỹ đạt gần 24 ngàn tấn, tăng 39% so với cùng kỳ.
- Chi phí bán hàng tăng mạnh gần 154% so với cùng kỳ lên mức gần 190 tỷ VNĐ chỉ trong 6 tháng năm nay. Nguyên nhân tăng chủ yếu của chi phí bán hàng đến từ cước vận tải khu vực ĐNA đi Mỹ và châu Âu đều đã tăng cao liên tục. Giá cước vận chuyển từ khu vực TQ-ĐNA đi Bắc Mỹ tại 30/6/2021 đã tăng gần 110% so với đầu năm, trong khi giá cước từ TQ-ĐNA sang khu vực Bắc Âu cũng đã tăng tới gần 92% trong 6T2021.
- VHC đã hoàn tất thủ tục tăng cổ phần tại CTCP XNK Sa Giang (SGC) và hiện tại đang nắm giữ gần 77% sở hữu công ty này, bắt đầu hợp nhất kqkd từ quý 1/2021.

Quan điểm đầu tư

- Việc nới lỏng giãn cách xã hội tại nhiều huyện ở Đồng Tháp là điều kiện để các giao dịch về giống và hoạt động sản xuất được thực hiện trở lại trong các tháng cuối năm.
- Chúng tôi đánh giá cao khả năng kiểm soát nguồn cung cá nguyên liệu của VHC, cũng như kế hoạch duy trì sản xuất cả trong những tháng cao điểm của dịch Covid-19.
- Mô hình kinh tế tuần hoàn với các dự án như nhà máy thức ăn chăn nuôi, khu liên hợp nông nghiệp – thủy sản công nghệ cao cũng như mảng công nghệ thực phẩm và thực phẩm chức năng sẽ giúp VHC gia tăng sản lượng cá tự nuôi, giảm các chi phí đầu vào, hạn chế ảnh hưởng từ biến động giá nguyên liệu trên thị trường, đa dạng hóa các nhóm sản phẩm nhưng lại thuận tiện cho hoạt động truy xuất nguồn gốc, đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe của thị trường xuất khẩu.
- Việc nâng công suất nhà máy collagen và gelatin cũng như thành lập Trung tâm nghiên cứu cho nhóm sản phẩm Vinh Wellness sẽ đóng góp vào sự phát triển doanh thu của mảng C&G, vốn có biên LN góp rất cao (40-45%).
- VHC tập trung vào xuất khẩu cá tra fillet ở phân khúc cao cấp cho các thị trường có mức giá mua cao như Mỹ và Anh, giúp duy trì biên LN góp cao hơn cho mảng cá tra fillet.
- Hiện tại các nước như TQ, Canada, Anh, Mỹ đều đã tiêm đủ vaccine Covid-19 cho trên 60% dân số, dịch bệnh đã được khống chế thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thủy sản từ các nhà hàng và khách sạn, đặc biệt là tại thị trường chủ lực – Mỹ, nơi khoảng 60% doanh thu đến từ đến từ các nhà phân phối của nhà hàng và khách sạn.
- Tỷ lệ cổ tức cao và ổn định (hiện đang duy trì ở mức 2,000 VNĐ/cổ phiếu cho những năm gần đây), cũng như tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành và chủ yếu là vốn vay ngắn hạn phục vụ sản xuất là những tín hiệu tích cực từ cơ cấu tài chính của VHC.

Giao dịch của VHC trong 12 tháng



	1T	3T	12T
VHC (%)	12%	9%	31%
VN-Index (%)	-1%	-1%	51%

Ngày báo cáo	28/09/2021
Thị giá ngày báo cáo	49,300 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	62,600 VND/cp
Tăng / giảm (%)	27%
Mã Bloomberg	VHC VN
Vốn hóa	12,121 tỷ VNĐ
Biến động 52 tuần	VND 35,300 – VND 53,600
KLGDBQ	57 tỷ VNĐ
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	29%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	7,037	8,388	9,434	10,451	11,417
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,015	1,466	1,710	1,960	2,213
Biên lợi nhuận gộp	%	14.2%	17.2%	17.8%	18.5%	19.1%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	695	896	1,108	1,327	1,526
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	803	1,017	1,228	1,472	1,715
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	719	864	1,044	1,251	1,458
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	3,923	4,714	5,692	6,825	7,949
Tăng trưởng EPS	%	-39.0%	20.2%	20.7%	19.9%	16.5%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	-	2,000	2,000	2,000	2,000
Lợi tức cổ phần	%	0%	4%	4%	4%	4%
P/E	Lần	13.7	11.0	11.0	9.2	7.9
P/B	Lần	1.9	1.6	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	Lần	15.8	9.9	8.2	6.8	5.8
ROE	%	13.9%	14.6%	15.3%	15.9%	16.0%
ROA	%	10.0%	10.9%	11.4%	12.0%	12.2%

Nguồn: VHC, Trung tâm nghiên cứu MBS

I. Các nhóm sản phẩm chính

VHC hiện có 4 nhóm sản phẩm chính:

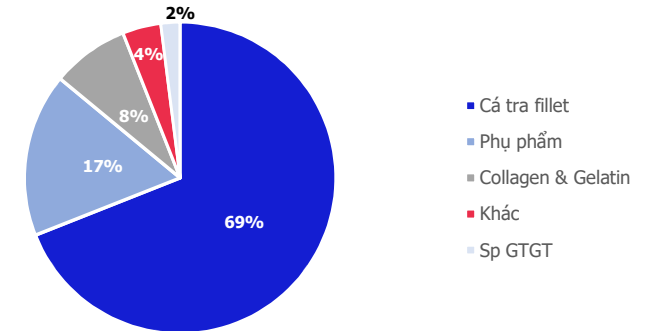
1. Sản phẩm cá tra fillet

- Cá tra fillet là **sản phẩm truyền thống chủ đạo** của VHC, tỷ trọng doanh thu từ cá tra fillet **chiếm 69% tổng doanh thu** năm 2020.
- Cá tra được nuôi tập trung ở các tỉnh ĐBSCL, trọng điểm là Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ, Bến Tre. **Một chu kỳ nuôi cá tra kéo dài 6-8 tháng** bắt đầu từ lúc nhân giống cho đến khi trưởng thành, nặng từ 1-2 kg. Theo quan sát của chúng tôi, VHC thường chọn mua cá nguyên liệu nặng từ 900-950gr, thuộc nhóm cỡ cá có tỷ trọng lớn nhất trong nguồn cung cá nguyên liệu (nguồn cá từ 800gr – 1kg chiếm khoảng 40-45% trong nguồn cung cá thường xuyên). Theo ước tính của Agromonitor, cần 1.9-2.2kg cá nguyên liệu tươi cho 1kg cá fillet chưa tăng độ ẩm và chưa mạ băng, và khoảng 1.6-1.7kg cá nguyên liệu tươi cho 1kg cá fillet chưa đã tăng độ ẩm và mạ băng.
- Hiện tại VHC đã sở hữu công ty con chuyên về sản xuất giống cá tra và **tự cung được khoảng 70% sản lượng cá nguyên liệu và đặt ra mục tiêu luôn giữ tỷ lệ này ổn định trong khoảng 70-75%**. Việc tự chủ được phần lớn nguồn cá nguyên liệu giúp VHC khống chế được không chỉ sản lượng và giá đầu vào chính mà còn quản lý được chất lượng cá thu hoạch, đảm bảo đạt tiêu chuẩn đầu ra cho các thị trường khó tính như Mỹ và châu Âu. Chất lượng giống tốt sẽ hạn chế được cá nhiễm bệnh và cũng là yếu tố quan trọng quyết định mức tăng trưởng của cá.
- VHC vẫn **duy trì 1 tỷ lệ nhất định (25-30%) nguồn cung đến từ các hộ nuôi liên kết trong hệ thống**, hạn chế thu mua ngoài. Chiến lược này giúp **giảm thiểu rủi ro có thể xảy ra nếu xuất hiện dịch bệnh tại vùng nuôi riêng của công ty, cũng như tận dụng nguồn cung rẻ từ hộ nuôi khi giá thị trường xuống thấp**. Việc xây dựng mối quan hệ hợp tác lâu dài và ổn định với các hộ nuôi trong hệ thống giúp **binh ổn giá thu mua của VHC trong những thời kỳ giá cá nguyên liệu tăng đột biến**.
- Chi phí thức ăn cho cá chiếm tới 70-80% giá thành nuôi cá tra**. Cá tra là loài có tỷ lệ chuyển đổi thức ăn (FCR) tương đối cao, theo ước tính là khoảng 1.7:1, tương ứng với mức cám cá 1.7kg cho mỗi 1kg trọng lượng của cá tra. Cám cá có thành phần chủ yếu là bã đậu nành và bột cá, đều là những nguyên liệu nhập khẩu do sản xuất thông thường không đáp ứng đủ lượng tiêu thụ bã đậu nành và bột cá và do vậy, **chịu tác động lớn từ biến động của thị trường nông sản và thủy sản thế giới**. Sau khi bán nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi Vĩnh Hoàn 1 cho Pilimco International, VHC đã mua thức ăn cho cá từ doanh nghiệp này đồng thời bán phụ phẩm của quá trình chế biến cá tra (bột cá, dầu cá...) để làm nguyên liệu sản xuất cám cá. Nhờ liên kết này, **VHC đã tạo được nguồn cung thức ăn cho cá với mức giá khả quan hơn**.
- VHC đã đầu tư xây dựng 2 kho lạnh với tổng sức chứa lên tới 20000 pallet**. Hiện công trình kho lạnh đã gần hoàn thiện và đã được đưa vào sử dụng, tạo **thuận lợi cho VHC trong việc tích trữ nguồn cá nguyên liệu lớn trong thời điểm dịch bệnh hoành hành** làm công tác thu mua cá nguyên liệu trở nên khó khăn hơn.
- VHC hiện đang áp dụng hệ thống nuôi cá tuần hoàn không thay nước tại vùng nuôi Tân Hưng, Long An**. Trong suốt quá trình ương nuôi, ao sẽ không được thay nước, chỉ bổ sung nước thất thoát do bay hơi, ngoài ra còn thực hiện hút bùn tự động định kỳ hàng ngày và sục oxy liên tục, cải thiện môi trường nước trong hệ thống. Quy trình này đảm bảo an toàn sinh học và hạn chế tối đa sự lây nhiễm bệnh ở cá.
- VHC đã **khôi phục sản phẩm cá fillet "block" thủy lực** và được dùng làm nguyên liệu chế biến ở các công đoạn thành phẩm tại Châu Âu, tăng hiệu quả sản xuất tại xưởng fillet cá do có thể **tối ưu hóa tỷ lệ sử dụng các cỡ cá khác nhau giúp tiết kiệm chi phí**.

2. Sản phẩm giá trị gia tăng

- Tháng 10/2020, VHC đã cho ra đời **thương hiệu BASAmaster chuyên về các sản phẩm cá chế biến để phục vụ thị trường trong nước**.
- Với 10 dòng sản phẩm đa dạng từ cá tra, tôm, cá hồi, cá basa, VHC kỳ vọng có thể đa dạng hóa thêm hệ thống sản phẩm của mình nhằm **tiếp cận và mở rộng ra thêm ngành F&B**.
- Hiện BASAmaster đang được phân phối tại 2 chuỗi siêu thị lớn là Mega Market và Lotter Mart.
- Chúng tôi **hi vọng VHC có thể mở rộng thêm nhóm hàng sản phẩm GTGT ra thị trường xuất khẩu**, cũng như khai thác thêm những món ăn đang được ưa chuộng chế biến từ nguồn nguyên liệu cá tra như snack da cá, đẩy mạnh hơn sức tiêu thụ nhóm hàng này, vốn hiện tại đang chiếm tỷ trọng thấp trong doanh thu (2%).

Tỷ trọng các nhóm sản phẩm trong doanh thu (2020)



Dòng sản phẩm BASAmaster



I. Các nhóm sản phẩm chính

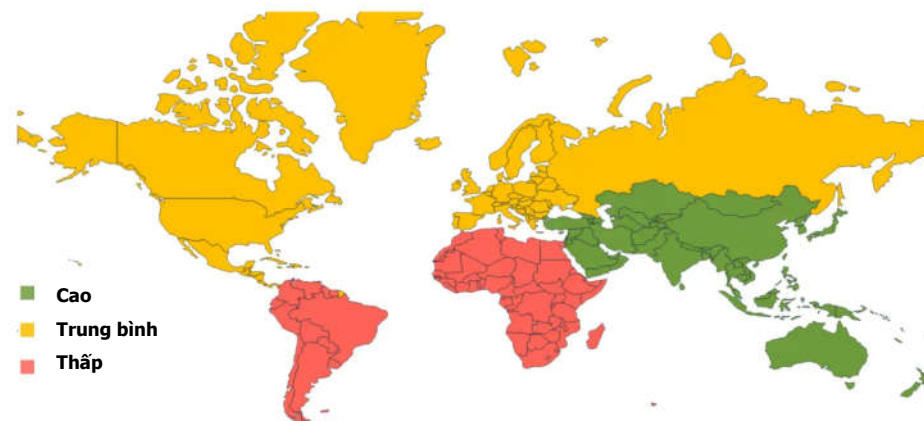
3. Sản phẩm Collagen & Gelatin (C&G)

- Trước đây, da cá tra chưa được khai thác hiệu quả mà chủ yếu được giao dịch ở dạng nguyên liệu thô với giá trị thấp (10,000 – 20,000 VNĐ/kg) hoặc thải bỏ như phế phẩm.
- Thời gian gần đây đã xuất hiện một số công ty như Cỏ May xuất khẩu nguyên liệu này cho các đối tác Singapore để làm snack da cá, nhưng mức giá bán cũng chỉ dao động trong khoảng 20,000 – 24,000 VNĐ/kg.
- **Ở thời điểm hiện tại, Vĩnh Hoàn là công ty duy nhất tại Việt Nam** đã ứng dụng công nghệ cao để nghiên cứu và phát triển thành công dòng sản phẩm collagen và gelatin từ da cá tra, từ đó tối ưu hóa việc sử dụng hiệu quả da cá từ quá trình chế biến cá fillet, thành lập thương hiệu Vinh Wellness.
- Không giống như các sản phẩm collagen từ cá biển, **collagen từ Vinh Wellness có hàm lượng muối thấp. Collagen từ nguồn nguyên liệu da cá được ưa chuộng hơn so với collagen từ da bò hay da lợn** với những đặc tính như **rủi ro thấp trong lây truyền bệnh, tính hòa tan cao và đặc biệt không phạm vào rào cản tôn giáo đối với những người theo đạo Hồi.**
- VHC đã mở rộng mạng lưới khách hàng của nhóm sản phẩm C&G ra châu Âu, Mỹ và đặc biệt là thị trường châu Á như Hàn Quốc, TQ, Nhật. Đây là những thị trường có nhu cầu cao về collagen và gelatin, đặc biệt là thị trường châu Á nơi nhu cầu về các sản phẩm làm đẹp rất được chú trọng. Collagen là thành phần của một số sản phẩm chăm sóc da và các sản phẩm bổ sung collagen theo đường uống, được ứng dụng nhiều trong ngành dược phẩm và làm phụ gia trong ngành thực phẩm với đặc tính an toàn, dễ hòa tan. Gelatin được dùng nhiều nhất trong chế biến thực phẩm cũng như làm vỏ thuốc con nhộng và làm chất nền cho thuốc mỡ và kem đánh răng.
- Hiện VHC đang tập trung cho các **sản phẩm collagen công nghệ cao như Nano Collagen và Tripeptide Collagen**, hứa hẹn sẽ **gia tăng biên LN của nhóm sản phẩm C&G thêm 5-10% từ mức 40-45% hiện nay**. Từ tháng 10/2020, VHC đã nâng công suất nhà máy C&G từ 2000 lên 3500 tấn/năm và mới chỉ sử dụng hết 30% công suất tăng thêm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng C&G của VHC sẽ tăng mạnh trong năm 2022 sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát tốt hơn.

4. Phụ phẩm

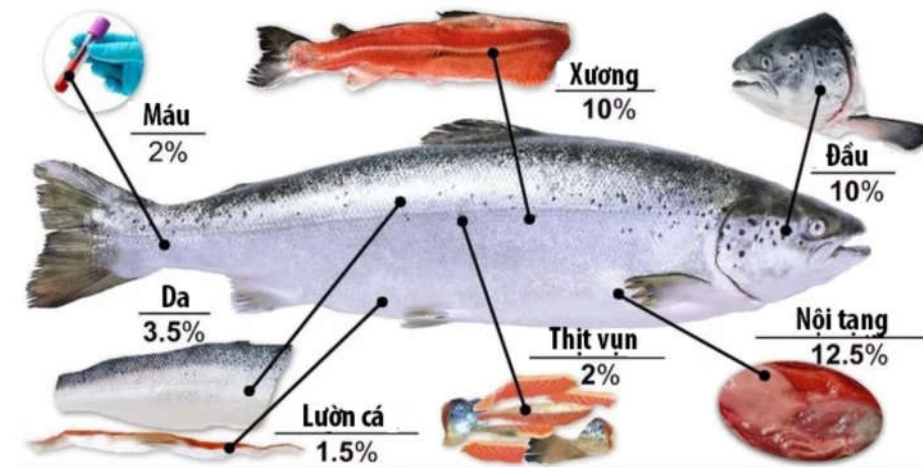
- Các DN với quy mô nhỏ ở VN trước đây thường không tận dụng được nguồn phụ phẩm sau khi lọc thịt cá tra fillet, một phần vì chế biến phụ phẩm cá tra cần đầu tư máy móc và dây chuyền sản xuất riêng. Do đó, phụ phẩm cá tra được coi như phế phẩm và thường được giới thương buôn TQ hỏi mua số lượng lớn với giá rẻ.
- Tại VHC, **cá tra được sử dụng 100% không loại thải**. VHC **sở hữu riêng nhà máy chế biến bột cá** (thành phần chính trong cám cá, được chế biến từ đầu, nội tạng và xương cá) và **mỡ cá** (sản xuất đầu ăn, dầu biodiesel). Đầu năm nay **nhà máy tinh luyện đầu cá tại Vĩnh Phước của VHC đã đi vào hoạt động** và ra mắt sản phẩm đầu ăn từ cá Mekio, tốt cho trẻ em và người ăn kiêng.
- Vây cá tra và bong bóng, bao tử cá là nguyên liệu cho các món ăn được ưa chuộng tại châu Á. Nhìn chung, đậm và chất béo từ cá dễ tiêu, giàu dinh dưỡng và có lợi cho sức khỏe nên rất được ưa chuộng khi mọi người dần hướng tới các loại thực phẩm sạch và phù hợp với mọi lứa tuổi trong gia đình.
- Do là sản phẩm phụ thu sau khi lọc cá tra fillet, tốc độ tăng trưởng của mảng phụ phẩm khá đồng đều với mảng cá tra fillet. Hiện tại VHC đang có những dự án được triển khai để tối ưu hóa nguồn phụ phẩm từ cá tra, do vậy chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng ổn định ở mức trên 10% trong những năm tới.
- Công nghệ thủy sinh được phát triển tạo ra những **hướng sử dụng mới cho các phụ phẩm cá tra, có thể kể đến như phân bón hữu cơ và nước mắt**. Hiện nay, nhu cầu tiêu thụ nước mắt của người tiêu dùng rất lớn, nhưng những năm gần đây, sản lượng khai thác cá cơm và cá nục ngày càng ít dần, nguồn nguyên liệu cá dùng cho sản xuất nước mắt không còn nhiều như trước, giá cá dùng để sản xuất nước mắt ngày càng cao. Trong khi đó, số lượng đầu và khung xương cá tra được thải ra từ quá trình chế biến cá tra rất lớn, có giá rẻ hơn nhiều so với cá cơm và cá nục. Mặt khác, thời gian sản xuất nước mắt cá cơm theo phương pháp truyền thống dài, thường khoảng 12 tháng, trong khi đó việc bổ sung enzyme protease để thủy phân protein đầu và khung xương cá tra làm tăng nhanh quá trình thủy phân nên rút ngắn được thời gian sản xuất nước mắt rất nhiều so với phương pháp truyền thống.

Nhu cầu collagen theo các vùng trên thế giới



Nguồn: Mordor Intelligence

Tỷ lệ phụ phẩm từ cá tra



Nguồn: Thefishsite

II. Biến động thị trường và các đối thủ

1. Thị trường cá tra fillet

Top 5 DN có giá trị XK cá tra cao nhất năm 2020

	VHC	Nam Việt (ANV)	Biển Đông	Vạn Đức Tiên Giang	IDI
Tỷ trọng XK 2020	15.76%	5.11%	6.73%	4.46%	5.23%
Giá trị XK 2020 (triệu USD)	235.3	76.3	100.4	66.5	78.1
Thị trường chủ lực	Khu vực Mỹ và Canada TQ Anh	Thái Lan Ai Cập Mexico Colombia EU	Mỹ	Mỹ TQ	TQ Mexico Hongkong Colombia
Thuế CBPG - POR 16 (USD/kg) (áp dụng từ 28/06/2021)	0	0	0.19	0.09	2.39
Thuế CBPG - POR 17 (sơ bộ) (USD/kg) (áp dụng từ 10/09/2021)	0	0	0.19	0.09	2.39
Giá cá tra nguyên liệu thu mua hiện tại (ngàn đồng/kg)	21.7 (size 950gr)	Cá tự nuôi	21.5 (size 800-900gr)	21.7 (size 800gr-1kg)	22 (size 1.1-1.2kg)

Nguồn: Agromonitor, VASEP, Trung tâm nghiên cứu MBS

1. Tình hình sản xuất của ngành cá tra VN trong thời gian qua

- Ngành cá tra VN đã gặp khó khăn lớn trong thời gian vừa qua khi các tỉnh miền Nam đồng loạt thực hiện giãn cách xã hội. Các DN cá tra hoạt động cầm chừng bằng nguồn cá nguyên liệu dự trữ từ trước hoặc cá nhà nuôi, thực hiện “3 tại chỗ”, hạn chế nhập thêm cá ngoài. Tuy vậy, chi phí phát sinh do thực hiện “3 tại chỗ” đã tăng thêm gánh nặng cho DN và hàng tuần đều phải thực hiện test PCR, trong khi công suất hoạt động giảm mạnh. Một số DN có công nhân nhiễm Covid-19 còn phải ngừng sản xuất đồng loạt và không nhận thêm đơn hàng xuất khẩu.
- Theo VASEP, thời gian trung bình để doanh nghiệp khôi phục được 50% công suất cần từ 3 - 6 tháng; khôi phục 70% công suất sản xuất cần từ 9 tháng - 1 năm; khôi phục 100% công suất sản xuất cần khoảng 1,5 - 2 năm. Việc phục hồi sản xuất của doanh nghiệp đang bị ảnh hưởng rất lớn bởi các nguyên nhân như doanh thu và dòng tiền bị gián đoạn, giá cá thức ăn cho cá leo thang, sự đứt gãy nguồn cung cá nguyên liệu, cá giống và sự sụt giảm lực lượng lao động sau mùa dịch.
- Ngay từ thời điểm trước khi dịch bùng phát, các hộ nuôi cá giống và cá nguyên liệu đã giảm dần diện tích nuôi cá do e ngại về nguy cơ bùng phát dịch, giá cảm cá tăng liên tục trong khi giá thu mua cá không tăng đáng kể, mặt khác, điều kiện thời tiết năm nay dễ khiến ô nhiễm nguồn nước ao, gây các bệnh gan thận mù và xuất huyết cho cá. Phong trào nuôi cá tra giống bùng phát vào những năm 2017-2018 khi giá cá giống ở mức rất cao, trung bình khoảng 60,000 VND/kg. Hiện tại, giá cá tra giống chỉ còn khoảng 21,000-22,000 VND/kg và rất khó bán trong tình hình dịch bệnh kéo dài.
- Chu kỳ nuôi cá tra kéo dài khoảng 6-8 tháng từ lúc nhân giống cho đến khi cá trưởng thành đạt khối lượng 1-2kg. Tuy vậy, do diễn biến xấu của dịch, các hộ nuôi đã kéo dài chu kỳ nuôi cá lên đến 10-14 tháng bằng cách giảm tần suất và lượng thức ăn cho cá, đồng thời không thả thêm cá giống mới. Tỉnh Đồng Tháp có tới 50-70% hộ nuôi treo ao sau khi xuất bán, chỉ có một số hộ nuôi nằm ở vùng xanh bắt đầu thu mua giống và thả lại vào đầu tháng 9. Thông thường, tỷ lệ cá có khối lượng 800gr - 1.1kg sẽ chiếm phần lớn nguồn cung, tuy nhiên ở thời điểm hiện tại, gần 1/2 nguồn cung cá nguyên liệu chỉ là cá bé và cá mới thả.

Ước tính nguồn cung cá tra nguyên liệu theo size (%)

	Đồng Tháp	An Giang	Cần Thơ
Mới thả đến 600 gr	35-45%	45-55%	40-45%
	42-48%	50-55%	42-48%
800gr - 1.1kg	25-40%	25-35%	35-40%
	30-40%	25-35%	35-40%
Trên 1.2kg	10-15%	8-15%	8-10%
	8-15%	5-10%	5-10%

Số liệu ước tính đến cuối tháng 9/2021

Số liệu ước tính đến đầu tháng 9/2021

Nguồn: Agromonitor

II. Biến động thị trường và các đối thủ

1. Tình hình sản xuất của ngành cá tra VN trong thời gian qua

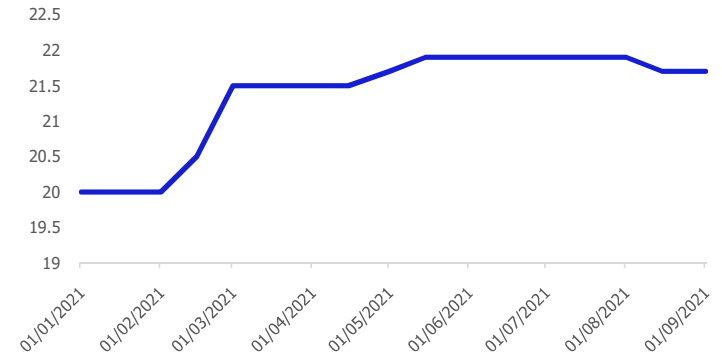
Hậu quả là thời gian sắp tới, khi các tỉnh miền Nam dần nới lỏng giãn cách xã hội và hoạt động sản xuất tăng dần trở lại, nguồn cá nguyên liệu từ thị trường sẽ không đáp ứng đủ nhu cầu sản xuất. **Chúng tôi dự đoán giá cá tra nguyên liệu sẽ tăng vào quý 4/2021 và nguồn cung cũng thiếu hụt khá lớn, do xuất khẩu cá tra thường cao hơn vào 2 quý cuối năm.**

- **Hiện lượng cá quá lứa đã lên đến hàng ngàn tấn gây thua lỗ cho cả nông dân và DN, nhưng công nhân thu hoạch cá tra dù đảm bảo điều kiện phòng chống dịch, khi vào địa phương vẫn bị bắt buộc phải cách ly 14 ngày, dẫn tới đứt gãy chuỗi sản xuất. Cá quá lứa tiêu thụ lượng thức ăn lớn hơn nhưng tăng trưởng thấp, dễ nhiễm bệnh hơn.**
- VASEP cho biết, thời điểm giữa tháng 7, nhiều doanh nghiệp chỉ tính toán dịch kéo dài 2 - 3 tuần, không ai đánh giá được dịch kéo dài đến 2 tháng hoặc hơn. Do đó khi các DN được trở lại sản xuất bình thường sau khi nới lỏng giãn cách, khả năng đáp ứng được các đơn hàng cho mùa lễ cuối năm cũng khá hạn chế, còn những đơn hàng mới hầu như khó thực hiện.
- **Với những nhà máy thực hiện được “3 tại chỗ”, số lượng công nhân có thể huy động cũng chỉ từ 10 - 50% số lượng lao động.** Cũng theo VASEP, tỷ lệ tiêm vaccine cho người lao động tại các nhà máy chế biến thủy sản các tỉnh từ Nam Bộ mới đạt trung bình từ 30 -35% cho mũi 1, tỷ lệ tiêm mũi 2 thì rất thấp, dưới 5%. Một số địa phương chỉ ưu tiên tiêm cho lực lượng dịch vụ cung cấp hàng thiết yếu, mà không ưu tiên cho đối tượng sản xuất, điển hình như nông dân. Trong khi đó, các DN nhỏ thường không đảm bảo thực hiện được “3 tại chỗ” do chi phí cao.
- Tính đến giữa tháng 6/2021, **giá cám cá đã tăng khoảng 7 lần trong năm nay, mỗi lần tăng khoảng 200-300đ/kg**, dẫn đến giá thức ăn cho cá đã cao hơn khoảng 20-25% so với đầu năm. Trong khi đó, giá cá tra giống lại ở mức cao vào đầu năm, giảm dần và đi ngang từ tháng 4/2021. Giá thức ăn cho cá tăng bắt nguồn từ giá bã đậu nành và bột cá trên thị trường thế giới đang trong xu hướng tăng chung của ngành nông sản. Lượng thức ăn chăn nuôi tiêu thụ rất lớn, do đó nguyên liệu sản xuất cám vẫn phải nhập khẩu và chịu ảnh hưởng của giá nông sản thế giới cũng như giá cước vận chuyển toàn cầu.

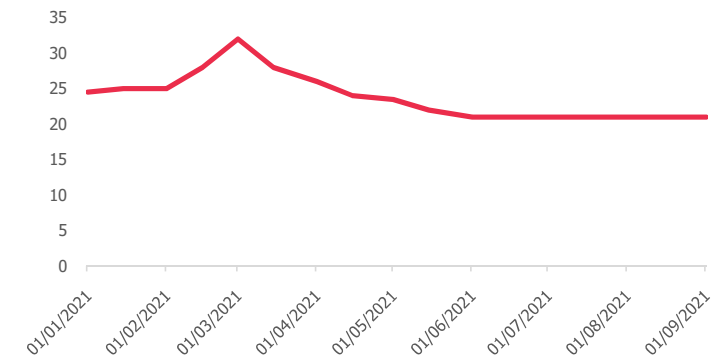
❖ **Nỗ lực đáng ghi nhận của VHC trong thời điểm dịch**

- So với các DN cùng ngành, **chúng tôi đánh giá cao khả năng kiểm soát hoạt động sản xuất của VHC trong mọi thời điểm, đặc biệt là thời kỳ dịch Covid-19 bùng phát.**
 - Vào thời kỳ cao điểm sản xuất, lượng cá bắt mỗi ngày của VHC lên tới 800-900 tấn/ngày. Kể cả trong thời điểm giữa tháng 7 khi toàn bộ các tỉnh Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ, Tiền Giang thực hiện giãn cách xã hội, các DN khác hầu như chỉ sản xuất bằng hàng tại kho khi có đơn hàng, VHC vẫn sản xuất tập trung tại chỗ với lượng bắt 100-150 tấn/ngày. **Ở thời điểm hiện tại, VHC vẫn duy trì sản xuất ở công suất 50 - 60% với lượng bắt khoảng 400-500 tấn/ngày.** Trong khi đó, ANV hiện chỉ sản xuất với lượng bắt 140-150 tấn/ngày, Vạn Đức Tiền Giang lượng bắt chỉ còn 50-60 tấn/ngày còn Biển Đông vẫn đang ngưng sản xuất và chỉ làm hàng từ cá nguyên liệu sẵn trong kho khi có đơn hàng.
 - **Ngay từ trước khi bùng phát dịch, VHC đã có những động thái để chuẩn bị nguồn hàng nguyên liệu tồn kho cho sản xuất.** Lượng hàng tồn kho tăng lên gần 40% so với cùng kỳ năm ngoái, VHC đã sử dụng kho lạnh mới xây dựng để lưu trữ được nguồn cá nguyên liệu lớn do trong thời điểm dịch bệnh tăng cao, các DN đều hạn chế thu mua cá ở ngoài.
 - Ngoài ra, chúng tôi quan sát thấy **VHC luôn sẵn sàng sản xuất để đáp ứng đơn hàng.** Vào thời điểm Tết Nguyên đán, trong khi doanh nghiệp đối thủ Biển Đông (đứng thứ 2 cả nước về giá trị XK cá tra) giảm lượng hàng sản xuất đi 60% và các DN hầu như không sản xuất, lượng hàng sản xuất của VHC chỉ giảm 25% và số đơn hàng chỉ giảm 2-6%.
- Tuy mặt bằng giá cá nguyên liệu của VHC có cao hơn Biển Đông khoảng 200đ/kg và tương đương Vạn Đức Tiền Giang, VHC luôn duy trì được nguồn cung ổn định với số lượng lớn và mức giá biến động rất ít. Từ thời điểm 5/2021 cho tới nay, giá cá tra nguyên liệu của VHC chỉ dao động trong khoảng 21.7-21.9 ngàn VNĐ/kg dù giá cám cá tăng cao và nguồn cung dần thu hẹp do dịch bệnh. Theo quan sát của chúng tôi, nhờ xây dựng được mối quan hệ kinh doanh vững mạnh với các hộ nuôi trong hệ thống, **giá cá tra nguyên liệu của VHC ít biến động theo giá thị trường.**
- Dòng tiền dồi dào với lượng tiền gửi NH đang ở mức cao sẽ giúp VHC có nguồn vốn để nâng cao sản xuất ngay khi hết giãn cách. Trong khi đó, các DN nhỏ sẽ gặp khó khăn để hồi phục công suất sau dịch, do nguồn cá nguyên liệu và cá giống phụ thuộc nhiều hơn vào thị trường ngoài.
- Thị trường chủ lực của VHC là Mỹ, nơi dịch bệnh đã được kiểm soát tốt và 64% dân số đã tiêm ít nhất 1 mũi vaccine. Nhu cầu tiêu thụ cá tra của Mỹ vẫn tăng trưởng đều đặn, lượng hàng nhập khẩu thủy sản ở mức cao, trong khi những nước khác như TQ hay khu vực EU, nhu cầu tiêu thụ đã giảm trong năm nay do ảnh hưởng của dịch. Do vậy, **chúng tôi đánh giá VHC có điều kiện thuận lợi hơn so với các DN cùng ngành để hồi phục sau giãn cách và dự đoán tốc độ hồi phục của VHC cũng sẽ ở mức nhanh nhất trong ngành cá tra.**

Giá cá tra nguyên liệu của VHC (ngàn VNĐ/kg)



Giá cá tra giống tại Đồng Tháp (ngàn VNĐ/kg)



Nguồn: Agromonitor

II. Biến động thị trường và các đối thủ

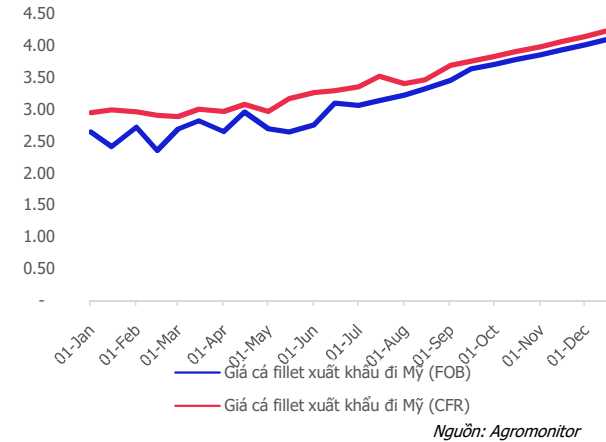
2. Thị trường cá tra fillet

Trong 6 tháng đầu năm 2021, **xuất khẩu cá tra của VN đạt hơn 338 ngàn tấn, tương đương gần triệu USD, tăng 15% về lượng và 17% về kim ngạch** so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi dự đoán sản lượng xuất khẩu cá tra của VN sẽ đi xuống trong quý 3 do giãn cách dài ngày tại khu vực miền Nam, và hồi phục một phần vào quý 4, kim ngạch xuất khẩu của quý 4 sẽ không chênh lệch nhiều so với cùng kỳ năm trước.

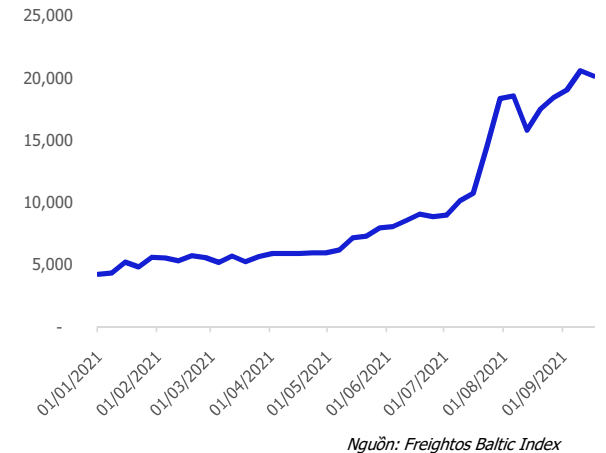
❖ Thị trường Mỹ

- Kết thúc 6T2021, lượng cá tra xuất khẩu đi thị trường Mỹ đạt trên 57 ngàn tấn, kim ngạch xuất khẩu vượt 171 triệu USD, tăng 60% cả về lượng và kim ngạch so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, VHC chiếm gần 41% tổng sản lượng xuất khẩu sang thị trường này. Sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát, nhu cầu về thủy sản nói chung và cá tra nói riêng vẫn tăng trưởng đều đặn, tạo cơ hội cho các DN thủy sản VN.
- Theo thống kê của National Fisheries Institute, **cá tra đứng thứ 6 trong số các loại thủy sản được tiêu thụ nhiều nhất ở Mỹ**, xếp sau tôm, cá hồi, cá ngừ đóng hộp, cá rô phi và cá tuyết Alaska. So với các loài cá thịt trắng phổ biến ở Mỹ như các dòng cá tuyết (cod, haddock, Alaska pollock), cá tra VN có lợi thế rẻ hơn về giá, tuy nhiên, những năm gần đây, **cá tra VN đang phải cạnh tranh khá gay gắt với cá rô phi từ TQ vốn có mức giá rẻ hơn và xuất khẩu ồ ạt**.
- Mỹ vẫn là thị trường cốt yếu của VHC trong nhiều năm, và VHC luôn giữ vững vị thế DN đứng đầu trong sản lượng xuất khẩu sang Mỹ**. Sản phẩm cá tra fillet của VHC được **tiêu thụ qua cả các đối tác xuất khẩu và nhà phân phối**, và sau được phát triển bằng cách **phân phối trực tiếp đến các nhà hàng, khách sạn, siêu thị và bán hàng trực tuyến qua các sàn thương mại điện tử**. Công ty **duy trì những mối quan hệ kinh doanh lâu dài với các thương hiệu phân phối và bán lẻ có tiếng ở Mỹ** như Walmart, Target, Trader Joe's & Kroger, Sysco và US Food Service, giúp sản phẩm tiếp cận người tiêu dùng Mỹ tốt hơn. Sau khi Mỹ kiểm soát được dịch Covid-19, nhu cầu tiêu thụ của thị trường này đã tăng trở lại vào năm nay.
- VHC tập trung kinh doanh cá tra ở phân khúc cao cấp**, với những **thị trường mũi nhọn như Mỹ, Canada và Anh**. Giá bán cá tra fillet ở các thị trường này đều cao hơn so với thị trường TQ, Asean hay Trung Đông, Nam Mỹ. Hiện tại, **giá xuất khẩu cá tra fillet theo điều kiện CFR đi Mỹ là 3.688 USD/kg, cao gần gấp đôi so với giá cá tra fillet xuất đi TQ và cao hơn giá cá tra fillet đi Anh 7%**. Do vậy, **nhờ giữ vững được vị thế tại thị trường Mỹ, biên LN gộp của VHC cho mảng cá tra fillet cao hơn các đối thủ có thị trường trọng điểm là TQ, Thái Lan hay Trung Đông, Nam Mỹ**.
- Giá cá tra fillet tại Mỹ đã tăng đều đặn trong năm nay qua các tuần, chúng tôi dự đoán giá cá tra fillet xuất khẩu theo điều kiện CFR có thể tăng lên 4-4.2 USD/kg vào thời điểm cuối năm, tức là tăng thêm 12-14% so với thời điểm hiện tại**.
- VHC được miễn thuế chống bán phá giá tại Mỹ đã từ lâu, trong khi những năm trước các DN VN khác đều vẫn bị áp thuế chống bán phá giá từ 0.19 tới 2.39 USD/kg. Tuy nhiên, trong kỳ xem xét POR 16 (01/08/2019 – 31/07/2020), **đã có thêm ANV được miễn thuế chống bán phá giá**.
- Chúng tôi nhận định ANV là một đối thủ lớn của VHC sau khi doanh nghiệp này đang chuyển hướng quay lại thị trường Mỹ** và đã được miễn thuế chống bán phá giá.
 - ANV tự chủ 100% kiểm soát chuỗi sản xuất** của mình, gồm cả giống, thức ăn cho cá và cá nguyên liệu cho khâu chế biến.
 - Vùng nuôi thủy sản công nghệ cao Bình Phú rộng 600 ha được mở rộng đã nâng **tổng diện tích nuôi trồng của ANV lên 850ha, lớn hơn VHC (610 ha)**. Vùng nuôi mới này **được trang bị công nghệ hiện đại**, với hệ thống cho ăn tự động giúp giảm chi phí nhân công, hệ thống năng lượng mặt trời để giảm chi phí điện và thân thiện với môi trường. Tổng sản lượng của vùng nuôi Bình Phú có thể lên tới 200 ngàn tấn/năm, dư công suất để đáp ứng nhu cầu của các thị trường nước ngoài.
 - ANV đang dẫn đầu tại nhiều thị trường mới như Thái Lan, Ai Cập, Mexico, Colombia, vốn là những thị trường có nhu cầu đang gia tăng và ít cạnh tranh hơn**. Việc xuất khẩu tới nhiều nước cũng **làm giảm rủi ro nếu hoạt động xuất nhập khẩu tại một thị trường bị gián đoạn**.
- Bên cạnh ANV, tại thị trường Mỹ, VHC còn phải cạnh tranh với các đối thủ như **Biển Đông và Vạn Đức Tiền Giang**. Biển Đông chỉ tập trung vào xuất khẩu cá tra fillet cho thị trường Mỹ với sản lượng đứng chỉ sau VHC. Vạn Đức TG là công ty liên kết cũ mà VHC từng nắm giữ 35% cổ phần trước khi thoái vốn vào năm 2018. Đến năm 2020, Vạn Đức Tiền Giang đã lọt vào top 5 DN xuất khẩu cá tra nhiều nhất VN, và trong 6T2021 đã đạt mức tăng 45% về xuất khẩu cá tra so với cùng kỳ năm trước. Có những tuần Vạn Đức Tiền Giang có sản lượng xuất khẩu sang Mỹ còn cao hơn Biển Đông và chỉ xếp sau VHC. So với Biển Đông và Vạn Đức Tiền Giang, VHC có lợi thế về mức thuế chống bán phá giá (Biển Đông chịu thuế 0.19 USD/kg và Vạn Đức Tiền Giang chịu thuế 0.09 USD/kg), cũng như quy mô sản xuất lớn hơn và linh hoạt hơn. Tuy nhiên, **trong những năm tới, chúng tôi đánh giá VHC sẽ chịu sự cạnh tranh thị phần từ Vạn Đức Tiền Giang do công ty này có mức giá cá nguyên liệu và chiến lược thị trường khá tương đồng với VHC do cùng một chủ tịch HĐQT**.
- Chúng tôi đặc biệt lưu ý tới giá cước vận tải đã tăng rất nhanh ở những tháng gần đây, làm tăng chi phí bán hàng và ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của VHC**. Đến 10/9/2021, chỉ số container toàn cầu FBX01 tuyến TQ/Đông Á – Bắc Mỹ (bờ Tây) đã lên tới \$20,586/container 40 feet, tăng 8% so với tuần trước đó và cao gấp 5.5 lần so với cùng kỳ năm 2020. **Cảng thẳng về thiếu nhân lực, tắc nghẽn cảng và gián đoạn liên quan đến dịch Covid-19 dự kiến sẽ gây thêm áp lực lên công suất vận chuyển** khi thị trường bước vào mùa thu đông. **Phụ phí tăng giá chung đã tiếp tục được áp dụng, sắp tới sẽ còn có thêm phụ phí cho mùa cao điểm**. Chúng tôi dự đoán **giá cước vận tải sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao ít nhất cho tới đầu năm 2022 do cuối năm sẽ là thời điểm có nhiều kỳ nghỉ lễ, nhu cầu vận tải thường tăng mạnh trước các dịp nghỉ lễ này**.
- Tuy vậy, chúng tôi có quan sát thấy **trong thời gian gần đây, các đơn hàng xuất khẩu cá tra sang Mỹ sử dụng điều khoản FOB đã chiếm tỷ trọng cao hơn so với CFR hoặc CIF** (những điều khoản bắt buộc bên giao hàng phải chịu phần lớn chi phí vận chuyển và bảo hiểm), tác động tích cực tới chi phí bán hàng của VHC.

Giá cá tra fillet xuất khẩu sang thị trường Mỹ (USD/kg)



Chỉ số FBX01 cho tuyến hàng hải TQ/Đông Á- Bắc Mỹ (bờ Tây)



II. Biến động thị trường và các đối thủ

2. Thị trường cá tra fillet

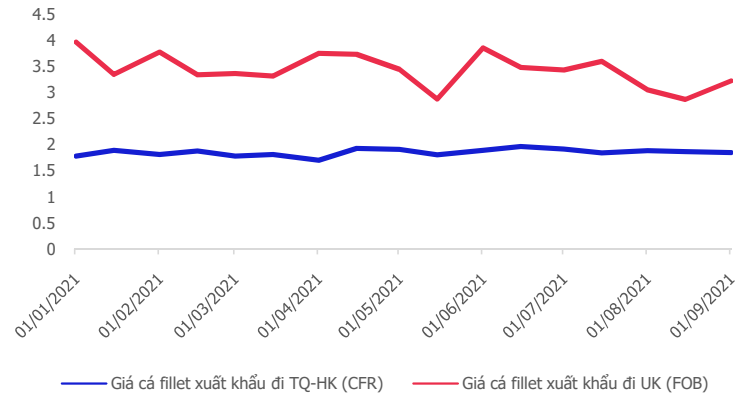
❖ Thị trường TQ

- Do tình hình kiểm soát dịch bệnh gắt gao, các nhà chức trách Trung Quốc đã áp đặt các hạn chế nhập khẩu thủy sản đối với một số quốc gia châu Á, do đó hoạt động xuất khẩu cá tra của VN sang TQ cũng bị ảnh hưởng. Sản lượng xuất khẩu cá tra đi thị trường TQ 6T2021 chỉ đạt hơn 104 ngàn tấn, trị giá gần 193 triệu USD, giảm 8% về lượng và tương đương kim ngạch của 6T2020.
- Top 3 DN xuất khẩu cá tra nhiều nhất sang TQ trong nửa đầu 2021 là Cadovimex, IDI và Cát Tường. VHC không nằm trong top 5 DN xuất khẩu cá tra nhiều nhất sang TQ trong 6 tháng đầu năm nay.
- Tuy TQ là thị trường nhập khẩu cá tra lớn của VN, giá bán tại thị trường này thấp hơn đáng kể so với các thị trường Mỹ và EU, trung bình sẽ thấp hơn giá bán tại Mỹ khoảng 30-40% và giá bán tại EU khoảng 20-30%, tuy nhiên ở thời điểm hiện tại, giá bán cá tra tại thị trường TQ chỉ bằng hơn 50% giá bán tại thị trường Mỹ. Nguyên nhân của giá bán thấp hơn này đến từ việc chi phí vận chuyển và kiểm tra hàng của TQ thấp hơn, cũng như nước này không yêu cầu quá nghiêm ngặt về an toàn thực phẩm như Mỹ.
- Với định hướng tập trung nhiều hơn vào phân khúc cá tra cao cấp với giá bán cao, VHC không quá quyết liệt trong việc giành thị phần tại TQ. Các nhà phân phối của thị trường này thường ký hợp đồng ngắn ngày và không duy trì mối quan hệ hợp tác lâu dài cố định với DN. Mặt khác, khách hàng TQ thường ưa chuộng cá tra fillet xẻ bướm từ cá size lớn (trên 1.2kg), vốn không phải loại cá tra nguyên liệu phổ biến do cá quá lớn sẽ tiêu thụ nhiều thức ăn cho cá nhưng tăng trưởng lại chậm. Các DN nhỏ để đáp ứng các đơn hàng của TQ thường phải hỏi mua thêm cá nguyên liệu ở ngoài, khó kiểm và giá cao hơn.
- Việt Nam tăng cường kiểm soát chặt chẽ hàng nhập khẩu thủy sản, ngoài lý do liên quan đến Covid-19 còn liên quan tới việc thủy sản của chính Trung Quốc cũng sụt giảm vì Covid-19 và vì chiến tranh thương mại với Mỹ - thị trường nhập khẩu lớn nhất của Trung Quốc. Do đó, TQ muốn người tiêu dùng, nhà chế biến thủy sản nước này tập trung tiêu thụ nguồn nguyên liệu trong nước.
- Cảng Diêm Điền ở Thâm Quyển đã tạm thời ngừng tiếp nhận các container nặng từ ngày 25-30/5/2021, sau khi phát hiện các ca COVID-19 trong khu vực vào cuối tháng 5/2021. Nửa tháng sau, cảng Trạm Giang, trung tâm nhập khẩu thủy sản chính của Trung Quốc đã đình chỉ nhập khẩu thủy sản đông lạnh từ 11 quốc gia châu Á trong bối cảnh Covid-19 bùng phát ở tỉnh Quảng Đông. Cảng đã dỡ bỏ hạn chế sau 25 ngày, nhưng sau đó áp đặt các hạn chế mới bằng cách chỉ cho phép 20 container từ các quốc gia này được làm thủ tục hải quan mỗi ngày. Các hạn chế nhập khẩu này tiếp tục làm chậm trễ việc giao hàng container và gây ra tắc nghẽn cho chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Theo tính toán sơ bộ, cá tra VN xuất khẩu sang TQ đi đường mất 7-10 ngày, sau đó công tác kiểm dịch cho hàng đông lạnh của TQ sẽ kéo dài trong 15-20 ngày, tổng cộng là gần 1 tháng chuyển hàng mới nhập khẩu thành công. Điều này gây ảnh hưởng lớn đến chất lượng cá tra cũng như tăng thêm chi phí lưu kho và chi phí kiểm hàng cho đối tác VN.
- Trong khoảng thời gian cuối tháng 8 đầu tháng 9 vừa qua, TQ đã liên tục trong 2 tuần liên tiếp phát hiện dấu vết Covid-19 trên 2 lô cá minh thái nhập khẩu, hàng rào thương mại cho cá đông lạnh nhập khẩu lại tiếp tục được xiết chặt. Người tiêu dùng Trung Quốc tiếp tục lo lắng về việc nhiễm virus Covid-19 từ nguồn hàng thủy sản nhập khẩu, do đó, nước này tăng tiêu dùng thủy sản nội địa. Khó khăn về logistic và chi phí gia tăng đối với các nhà chế biến TQ dẫn đến một số khách hàng chỉ mua ở mức cầm chừng, sản lượng nhập khẩu duy trì đã giảm.
- Chúng tôi dự đoán sản lượng nhập khẩu cá tra của TQ sẽ không đi lên trong thời gian tới và sẽ tiếp tục giảm trong quý 3/2021, khi doanh thu của VHC tại thị trường này giảm mạnh trong năm nay.

❖ Thị trường Anh

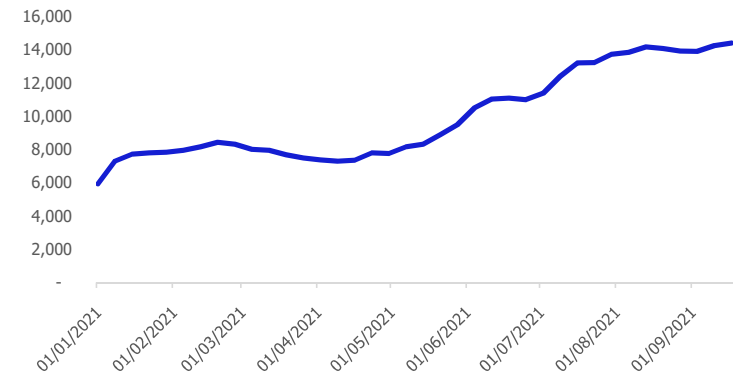
- Trong các nước khu vực EU, VHC xuất khẩu chủ yếu sang Anh do thị trường này có mức giá khá cao, chi kém thị trường Mỹ khoảng 7% và cao hơn các thị trường nhập khẩu cá tra lớn tại châu Âu như Phần Lan (cao hơn 172%) và Hà Lan (cao hơn 28%).
- Hiệp định UKVFTA được ký kết giữa VN và Anh sau khi nước này ra khỏi EU sẽ có hiệu lực từ 01/05/2021, tạo thuận lợi cho VN trong việc xuất khẩu cá tra sang Anh. UKVFTA không chỉ cải thiện khả năng cạnh tranh về giá mà còn giảm thiểu những vấn đề liên quan đến nguồn gốc xuất xứ, an toàn thực phẩm cũng như bảo vệ môi trường.
- Tương tự như giá cước tuyến vận tải TQ/Đông Á - Bắc Mỹ, giá cước vận tải cho tuyến đường TQ/Đông Á cũng tăng mạnh từ tháng 5/2021. Đến 17/9/2021, chỉ số container toàn cầu FBX11 tuyến TQ/Đông Á - Bắc Âu đã lên tới \$14,378/container 40 feet, tăng 1.25% so với tuần trước đó và cao gấp 7 lần so với cùng kỳ năm 2020. Tuy đơn hàng xuất sang Anh của VHC chủ yếu là theo điều kiện FOB, thông thường, các công ty không phải chịu phí vận tải trực tiếp nhưng phải chia sẻ chi phí vận chuyển gia tăng bằng cách giảm giá bán bình quân. Như vậy, cước vận tải tăng sẽ làm ảnh hưởng tới biên LN gộp cho cá tra fillet xuất khẩu sang Anh.
- Dưới lo ngại về tình hình dịch bệnh, sản lượng xuất khẩu sang Anh của VHC đã giảm trong những tháng vừa qua. Chúng tôi dự đoán doanh thu cá tra từ Anh sẽ giảm khoảng 8-10% trong năm 2021, do tình hình xuất khẩu quý 3 không mấy khả quan.

Giá cá tra fillet xuất khẩu sang thị trường TQ và Anh (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor

Chỉ số FBX01 cho tuyến hàng hải TQ/Đông Á- Bắc Âu



Nguồn: Freightos Baltic Index

II. Biến động thị trường và các đối thủ

3. Thị trường collagen & gelatin

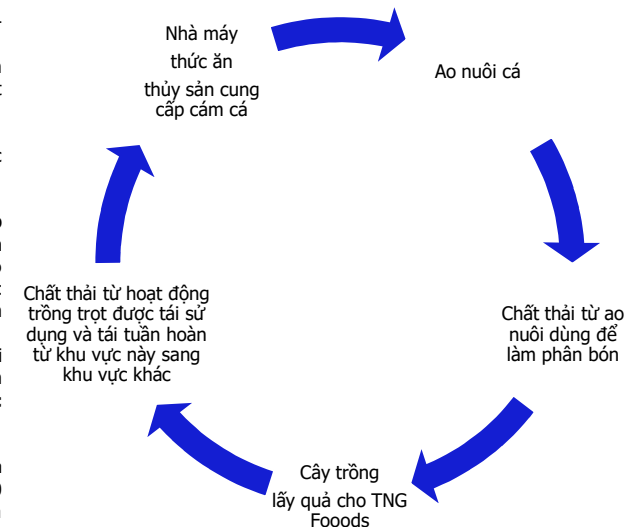
- VHC là doanh nghiệp VN chiết xuất thành công collagen và gelatin từ da cá tra, biến một phụ phẩm có giá trị thấp thành sản phẩm có giá trị cao với biên LN gộp lên đến 40-45%. Nhà máy collagen và gelatin của VHC đi vào hoạt động từ năm 2015 và mới được mở rộng thêm công suất lên 3500 tấn vào cuối năm 2020 vừa qua.
- ANV hiện đang hợp tác với đối tác Hàn Quốc Amicogen để xây dựng nhà máy collagen vào tháng 8/2021, công suất dự kiến của nhà máy lên tới 800 tấn thành phẩm collagen và gelatin mỗi năm, phục vụ cả thị trường xuất khẩu và nội địa. Động thái này của ANV được coi như thể hiện độ cạnh tranh gay gắt với VHC trong việc hoàn thiện và phát triển chuỗi giá trị sản xuất.

4. Hợp nhất với Sa Giang (SGC)

- Sa Giang là công ty con mới của VHC, chuyên sản xuất **bánh phồng tôm** và **các sản phẩm từ gạo** như bánh phở khô, hủ tiếu khô, bún gạo khô, bún gạo lứt, bánh hỏi và các **sản phẩm nước uống đóng chai thương hiệu Sagiwa**.
- Việc hợp nhất SGC thể hiện **định hướng của VHC trong việc đa dạng hóa các dòng sản phẩm và mục tiêu thâm nhập vào ngành F&B vốn giàu tiềm năng**.
- Tuy bánh phồng tôm đóng góp 75% doanh thu cho SGC, đây là mặt hàng thực phẩm không thiết yếu và lượng bán ra sụt giảm mạnh mẽ trong thời kỳ đại dịch. **Biên LN gộp của các sản phẩm từ gạo của SGC cao hơn bánh phồng tôm** và các sản phẩm này cũng tốt cho sức khỏe, chiếm được cảm tình của các bà nội trợ hơn. Trong thời kỳ dịch Covid-19, người dân cũng thường có xu hướng tích trữ đồ khô và các sản phẩm ăn liền do dễ bảo quản và, tiện dụng, do đó **các sản phẩm bún phở hủ tiếu khô dễ được ưa chuộng**. SGC còn phát triển cả **dòng sản phẩm bún gạo lứt hướng tới nhóm khách hàng** với có nhu cầu cao với các thực phẩm đảm bảo sức khỏe với các thành phần dinh dưỡng phù hợp, **tuân theo chế độ ăn Eat Clean**. Trong thời gian tới, **chúng tôi dự đoán SGC sẽ chú trọng nhiều hơn vào nhóm sản phẩm chế biến từ gạo và phát triển thêm các sản phẩm mới cho nhóm sản phẩm này**.
- Hiện **các sản phẩm của SGC được phân phối tại các hệ thống siêu thị lớn** như Mega Market, Aeon, Lotte Mart, Coop Extra và Bách Hóa Xanh, phổ biến và dễ tiếp cận với người tiêu dùng. Trong những năm tới, **chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ đưa những sản phẩm chế biến từ gạo của SGC ra thị trường thế giới nhờ vào những mối quan hệ hợp tác kinh doanh lâu năm của mình, đặc biệt là khi những sản phẩm ăn liền tiện dụng với hạn sử dụng lâu luôn được ưa chuộng ở các thị trường nước ngoài**.

III. Các dự án đang triển khai

Những năm gần đây, **VHC có định hướng phát triển sản xuất theo mô hình kinh tế tuần hoàn, mở rộng sản xuất ra những mảng có liên quan nhằm tận dụng tối đa thành phẩm và phế phẩm trong quá trình sản xuất, tạo nên một chu trình kinh doanh khép kín và tự chủ hoàn toàn. Tổng chi phí đầu tư ước tính khoảng 1,900 tỷ VNĐ và thời gian đầu tư kéo dài 3 năm**. Các dự án này thuộc 4 mảng chính, **được kỳ vọng sẽ đem đến sức cộng hưởng tốt với hoạt động sản xuất hiện tại của VHC, tận dụng được các mối quan hệ kinh doanh với các nhà phân phối của VHC. Tổng chi phí đầu tư dự kiến trong năm 2021 của VHC là 1,300 tỷ VNĐ**, bao gồm 700 tỷ đồng cho các dự án trại giống, nhà máy thức ăn thủy sản, 300 tỷ đồng cho các hoạt động bảo trì hàng năm, 200 tỷ VNĐ để cải tạo nhà máy tại Thanh Bình và Thực phẩm Vĩnh Phước và 100 tỷ VNĐ chi phí khác. Do ảnh hưởng của thời gian giãn cách dài do dịch Covid-19, chúng tôi dự đoán VHC sẽ chỉ dùng hết khoảng 70% của tổng chi phí đầu tư dự kiến này. **VHC cũng dự định sử dụng dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh để thực hiện các dự án, thay vì vay dài hạn**. Với lượng tiền gửi tại NH là hơn 1,100 tỷ VNĐ ở thời điểm hiện tại, chúng tôi đánh giá dự định này của VHC là hoàn toàn khả thi. Ngoài ra, VHC có kế hoạch sử dụng một phần nhà máy để sản xuất thử nghiệm cá hồi cho cổ đồng nước ngoài Mitsubishi. Dự án thử nghiệm sẽ bắt đầu trong quý 3/2021 và Mitsubishi sẽ trực tiếp đánh giá sản phẩm trước khi xuất sang Nhật.



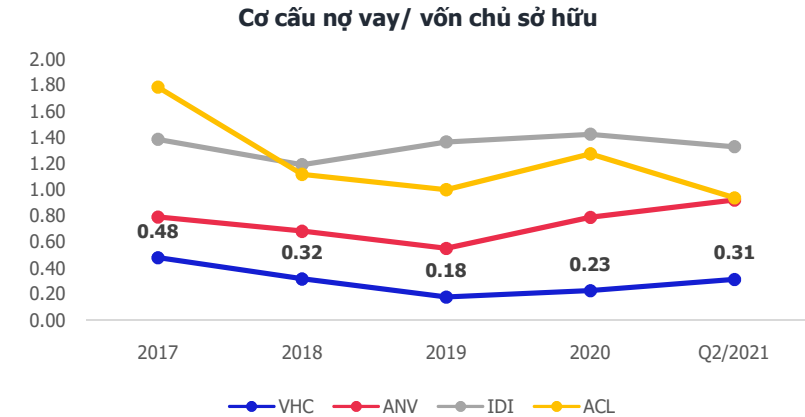
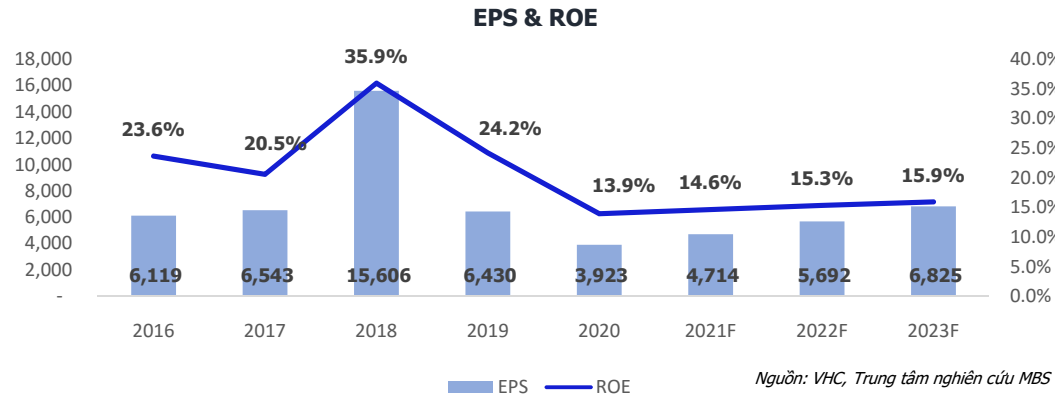
Sơ đồ mô hình sản xuất của VHC theo kế hoạch

	Nhà máy sản xuất thức ăn thủy sản	Thương hiệu gạo riêng	TNG Foods	Shiok Meats
Vốn đầu tư dự kiến (tỷ VNĐ)	500	Chưa có thông tin	70	Chưa có thông tin
Đối tác cùng xây dựng	Không có	Không có	Không có	Woowa Brothers Asia Holdings CJ Group
Thông tin	- Mục tiêu tự cung cấp 50% thức ăn cho cá - Tổng công suất 350 ngàn tấn/năm	Tỷ lệ thành phẩm sử dụng nội bộ lên tới 50%, phần còn lại bán cho một số KH lớn	- Thành lập công ty TNG Foods sản xuất nước ép trái cây và trái cây sấy chân không - Tận dụng lợi thế từ phân bón của công ty Mai Thiên Thanh, ngoài ra còn dùng chất thải của cá làm phân bón cho cây trồng - VHC đã bắt đầu trồng thanh long và thơm, máy móc đã đầu tư và các sản phẩm mới đã hoàn thành giai đoạn thử nghiệm	- Đây là start-up nghiên cứu sản xuất thịt tôm từ tế bào được nuôi trong phòng thí nghiệm, trong tương lai sẽ phát triển công nghệ sản xuất thịt hải sản từ các tế bào
Thời gian dự kiến đi vào hoạt động	Cuối năm 2021	Chưa có thông tin	2022	2023

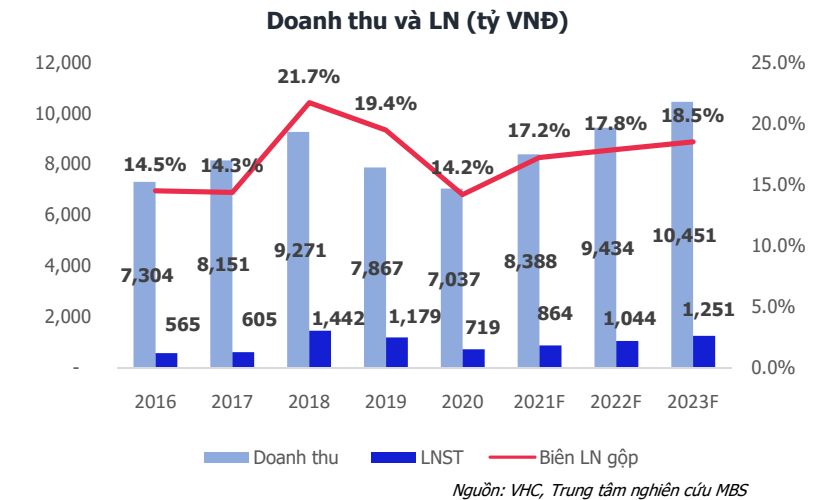
Công ty CP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC)



IV. Tình hình tài chính và đánh giá rủi ro



- Sau thời kỳ hoàng kim khi biên LN gộp đạt đỉnh vào năm 2018 (21.7%), **biên LN gộp đã giảm dần xuống 19.4% vào năm 2019 và giảm tiếp xuống 14.2% vào năm 2020**. Trong 6 tháng đầu năm 2021, biên LN gộp của VHC đã tăng trở lại lên 17.1% do diễn biến tích cực của giá cá tra fillet tại thị trường Mỹ, tuy nhiên **chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ tăng nhẹ lên 17.2% khi kết thúc năm 2021** do giá cá tra tại thị trường Mỹ tiếp tục duy trì xu hướng tăng, thời điểm cuối năm cũng là giai đoạn cao điểm về xuất khẩu cá tra. Doanh thu thuần giảm hơn 10% vào năm 2020 xuống 7,037 tỷ VNĐ do giá bán cá tra giảm cũng như hoạt động xuất khẩu cá tra sang Mỹ và TQ đã kém đi trong năm 2020 do quãng thời gian phong tỏa nhập khẩu của 2 nước này vì dịch Covid-19; ROE 2020 chỉ đạt 13.9% (-10.3% YoY) và EPS 2020 chỉ còn 3,293 VNĐ (-48.8% YoY). **Chúng tôi dự phóng ROE sẽ tăng nhẹ lên mức 14.6% vào cuối năm nay và EPS sẽ tăng lên 4,714 VNĐ, với dự đoán kết quả kinh doanh năm 2021 tổng thể sẽ tốt hơn năm 2020 do VHC có khả năng phục hồi cao hơn các DN trong ngành cá tra sau đại dịch.**
- DHA là doanh nghiệp có **tỷ lệ đòn bẩy tài chính tốt nhất trong nhóm ngành cá tra, ít sử dụng vốn vay dài hạn và chủ yếu là vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động thu mua nguyên liệu, cơ cấu ở mức cao và được duy trì cả vào những năm kinh doanh không quá thuận lợi (2,000 VNĐ/cổ phiếu trong những năm gần đây).**
- Số ngày phải thu ở mức cao vào năm 2019 (77 ngày) sau đó đã được cải thiện và giảm xuống 69 ngày vào cuối năm 2020. Chúng tôi dự phóng số ngày phải thu sẽ tiếp tục giảm trong năm nay về mức 57 ngày khi hoạt động sản xuất kinh doanh ở các thị trường xuất khẩu không còn bị gián đoạn bởi dịch bệnh.
- Hàng tồn kho tại thời điểm 30/06/2021 của VHC đang ở mức cao (hơn 2,100 tỷ VNĐ, tăng 44% so với cùng kỳ) do hoạt động tích trữ cá nguyên liệu trước thời điểm dịch bệnh trở nên căng thẳng** để phòng nguồn cung cá tra trở nên hạn hẹp. Chi phí bán hàng của VHC tăng mạnh do giá cước vận tải leo thang liên tục trong năm 2021, bên cạnh đó việc thực hiện hoạt động "3 tại chỗ" và xét nghiệm PCR cho công nhân cũng sẽ tiếp tục đẩy chi phí bán hàng và chi phí quản lý DN lên cao vào nửa sau 2021. Chúng tôi dự phóng mức tăng 126% cho chi phí bán hàng và 24% cho chi phí quản lý DN cho năm 2021.
- VHC hiện có đầu tư một phần tiền nhàn rỗi vào chứng khoán kinh doanh, tuy nhiên mức tiền này không lớn, chỉ khoảng 57 tỷ đồng. Phần lớn tiền của VHC vẫn được đầu tư bằng cách gửi ngân hàng, thuận tiện hơn cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Tại 30/06/2021, VHC đang giữ khoảng hơn 1,100 tỷ VNĐ là tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng.



Định giá cổ phiếu

Chúng tôi thực hiện xác định giá trị cổ phiếu của công ty, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền công ty (FCFF), **giá trị cổ phiếu VHC đạt mức 62,600 VNĐ/cổ phiếu**. Mức giá này tương đương **upside 27%** (theo giá đóng cửa ngày 28/09/2021 là 49,300 VNĐ/cổ phiếu).

MBS dự báo doanh thu thuần và LNST của VHC lần lượt đạt 8,388 tỷ VNĐ (+19.2% YoY) và 864 tỷ VNĐ (+20.2% YoY), EPS FW2021 đạt 4,714 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E FW2021 = 11, dựa trên các giả định:

- Thị trường cá tra xuất khẩu sẽ hồi phục dần vào quý 4/2021 sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát tại các tỉnh phía Nam.
- Biên LN gộp được cải thiện do giá cá tra fillet xuất khẩu đi Mỹ tiếp tục tăng đà tăng cho tới cuối năm. Biên LN gộp của năm 2021 dự kiến ở mức 17.2%
- ASP của cá tra xuất khẩu sang Mỹ đạt mức 3.7 USD/kg trong nửa cuối năm 2021.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao tầm nhìn chiến lược và kế hoạch phát triển mô hình kinh tế tuần hoàn của VHC. Trong những năm tới, chúng tôi kỳ vọng mảng C&G và phụ phẩm sẽ đem lại mức doanh thu cao hơn cho VHC, giảm bớt sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào mảng cá tra fillet truyền thống.

Dự báo kết quả kinh doanh 2021F-2025F

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu mảng cá tra fillet	Tỷ VNĐ	4,847	5,377	5,965	6,291	6,605	6,936
Doanh thu mảng C&G	Tỷ VNĐ	609	663	722	786	856	933
Doanh thu mảng phụ phẩm	Tỷ VNĐ	1,225	1,965	2,260	2,712	2,984	3,133
Doanh thu mảng sản phẩm GTGT	Tỷ VNĐ	145	169	197	230	268	312
Doanh thu khác	Tỷ VNĐ	248	260	273	287	301	317
Doanh thu thuần	Tỷ VNĐ	7,037	8,388	9,434	10,451	11,417	12,545
Tăng trưởng doanh thu	%	-10.5%	19.2%	12.5%	10.8%	9.2%	9.9%
<i>Giá vốn hàng bán</i>	<i>Tỷ VNĐ</i>	<i>6,022</i>	<i>6,922</i>	<i>7,724</i>	<i>8,492</i>	<i>9,204</i>	<i>10,064</i>
Lợi nhuận gộp	Tỷ VNĐ	1,015	1,466	1,710	1,960	2,213	2,481
EBIT	Tỷ VNĐ	695	896	1,108	1,327	1,526	1,731
Doanh thu tài chính	Tỷ VNĐ	227	223	223	250	296	349
Chi phí tài chính	Tỷ VNĐ	101	84	85	87	89	91
LNST	Tỷ VNĐ	803	1,017	1,228	1,472	1,715	1,970
LNST	Tỷ VNĐ	719	864	1,044	1,251	1,458	1,675

Định giá theo DCF

Chi tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân-WACC	%	10.13%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	2%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2026	Tỷ đồng	3,316
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	Tỷ đồng	7,731
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	Tỷ đồng	1,414
Khoản đầu tư vào các công ty liên kết hiện tại	Tỷ đồng	62
Giá trị Công ty	Tỷ đồng	11,483
Số lượng cổ phần	Triệu cp	183.377
Giá trị mỗi cổ phần (sau làm tròn)	đồng	62,600

Công ty CP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC)



Kết quả kinh doanh						Lưu chuyển dòng tiền									
	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F					
Doanh thu	7,037	8,388	9,434	10,451	11,417	Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	392	797	1,101	1,258	1,520				
Giá vốn hàng bán	6,022	6,922	7,724	8,492	9,204	Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-	384	-	1,126	-	1,129			
Lợi nhuận gộp	1,015	1,466	1,710	1,960	2,213	Dòng tiền thuần hđ tài chính	-	53	-	177	16	-	7	-	35
Doanh thu tài chính	227	227	227	227	227										
Chi phí tài chính	101	84	85	87	89										
Chi phí bán hàng	171	387	398	408	442										
Chi phí quản lý doanh nghiệp	148	183	204	224	244										
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	695	896	1,108	1,327	1,526										
Lợi nhuận trước thuế	803	1,017	1,228	1,472	1,715										
Lợi nhuận sau thuế	719	864	1,044	1,251	1,458										
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	719	861	1,040	1,247	1,452										
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	3	4	5	6										
Tài sản- Nguồn vốn						Hệ số tài chính									
	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F					
Tài sản ngắn hạn	4,735	4,506	4,966	5,847	6,886	Hệ số hiệu quả									
Tiền tương đương tiền	41	74	66	304	661	Biên lợi nhuận gộp	14.2%	17.2%	17.8%	18.5%	19.1%				
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,374	1,012	1,136	1,389	1,706	EBITDA Margin	9.7%	14.8%	16.2%	17.3%	18.3%				
Khoản phải thu	1,273	1,326	1,490	1,650	1,802	Biên lợi nhuận ròng	10.0%	10.1%	10.9%	11.8%	12.6%				
Trả trước cho người bán ngắn hạn	387	270	303	336	366	ROE	13.9%	14.6%	15.3%	15.9%	16.0%				
Hàng tồn kho	1,508	1,668	1,861	2,046	2,217	ROA	10.0%	10.9%	11.4%	12.0%	12.2%				
Tài sản ngắn hạn khác	153	156	110	122	134										
Tài sản dài hạn	2,466	3,429	4,163	4,609	5,063	Hệ số tăng trưởng									
Tài sản cố định	1,808	2,352	3,127	3,592	4,034	Tăng trưởng doanh thu	-10.5%	19.2%	12.5%	10.8%	9.2%				
Tài sản dở dang dài hạn	384	589	542	520	530	Tăng trưởng LNTT	-38.7%	26.6%	20.7%	19.9%	16.5%				
Lợi thế thương mại	34	313	299	285	272	Tăng trưởng LNST	-39.0%	20.2%	20.7%	19.9%	16.5%				
Tài sản dài hạn khác	240	175	195	212	227	Tăng trưởng EPS	-39.0%	20.2%	20.7%	19.9%	16.5%				
Tổng tài sản	7,202	7,202	7,202	7,202	7,202	Hệ số thanh khoản									
Nợ phải trả	2,026	2,026	2,026	2,026	2,026	Hệ số thanh toán hiện hành	2.4x	2.3x	2.2x	2.4x	2.5x				
Nợ phải trả ngắn hạn	1,941	1,941	1,941	1,941	1,941	Hệ số thanh toán nhanh	0.7x	0.6x	0.5x	0.7x	0.9x				
Phải trả người bán ngắn hạn	326	314	390	429	465	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x				
Phải trả người lao động	197	194	217	238	258	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x				
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,106	1,015	1,135	1,253	1,364	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	15.3x	19.7x	24.3x	29.1x	33.4x				
Phải trả ngắn hạn khác	312	235	235	235	235	Hệ số định giá									
Nợ phải trả dài hạn	85	94	96	98	100	Lợi suất cổ tức	0.00%	0.75%	0.91%	1.09%	1.27%				
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	69	69	69	69	69	EPS (VND)	3,923	4,714	5,692	6,825	7,949				
Phải trả dài hạn khác	16	25	27	29	31	BVPS (VND)	28,225	32,266	37,146	42,996	49,811				
Vốn chủ sở hữu	5,176	5,917	6,812	7,885	9,134										
Vốn góp của chủ sở hữu	1,834	1,834	1,834	1,834	1,834										
Thặng dư vốn cổ phần	224	224	224	224	224										
Cổ phiếu quỹ	-	114	114	114	114										
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3,228	3,969	4,864	5,937	7,187										
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	4	4	4	4	4										
Tổng nguồn vốn	475	526	581	639	697										

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khối Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Trọng Việt Hoàng Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh Huyhnh.ChuThe@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Trần Minh Phương Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘ SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn