

14/05/2019

### ẨM SỐ COLLAGEN VÀ GELATIN

#### Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	108,552
Giá đóng cửa	91,500
Upside	18.6%

Lê Quốc Trung (ptkt)

trunglq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	N/A

#### Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành	92,403,946
Vốn hóa (VND. bil)	
Giá cao nhất trong 52 tuần	112,300
KLGD trung bình 10 phiên	
Sở hữu nước ngoài	36.54%

#### Cổ đông lớn (%)

Trương Thị Lệ Khanh	42.83%
Mitsubishi Corporation	6.49%
Red River Holding	4.92%
Quỹ Đầu tư Việt Nam	4.92%
Lâm Quang Thanh	4.57%

#### Chart (1 year)



**Tổng quan công ty:** VHC là công ty hoạt động trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu thủy sản, chủ yếu là mặt hàng cá tra, cá chẻm cùng với các sản phẩm giá trị gia tăng. Đối tác xuất khẩu chính là thị trường Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc.

#### Định giá

Chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu cho VHC là 108,552 VND/cổ phiếu (+ 18.6% so với mức giá đóng cửa ngày 14/5/2019). PE trailing là 5.0 lần, tương đương với mức P/E trung vị ngành, PE FW là 6.3.

#### Dự báo KQKD 2019

Năm 2019, chúng tôi giữ nguyên dự báo DT đạt mức 10,217 tỷ (+8% YoY) và LNST đạt 1,315 tỷ (-9.4% YoY) do do (1) Sản lượng tăng 10% (2) Giá bán giảm 5%. Biên LNG dự kiến đạt 19.8%. EPS dự phóng 2019 đạt 14,193 VND/cp.

#### Catalyst

- Mở rộng vùng nuôi Tân Hưng 220h mới
- Trả cổ tức cổ phiếu 2019 (tỷ lệ 100:100)

#### Rủi ro đầu tư

- Biến động nguyên liệu đầu vào: cá giống, cá nguyên liệu, thức ăn
- Rủi ro biên lợi nhuận gộp giảm khi giá bán không duy trì được mức cao đột biến năm 2018
- Rủi ro từ thị trường xuất khẩu: Rủi ro từ thương mại tiểu ngạch và mức cạnh tranh ngày càng tăng tại Trung Quốc

#### Cập nhật kết quả kinh doanh

##### Kết quả kinh doanh Q1.2019

DT và LNST lần lượt là 1,789 tỷ (-0.8% yoy) và 307 tỷ (+213.2% yoy) với biên LNG tăng mạnh lên 23.5% từ mức 14.0% cùng kỳ

Kim ngạch xuất khẩu đạt 76 triệu USD (+11% YoY) với xuất khẩu cá tra đóng góp 83% kim ngạch

##### Kế hoạch kinh doanh 2019

DT và LNST dự phóng lần lượt là 10,047 tỷ (+8.37% YoY) và 1,255 tỷ (-12.96% YoY). Trong đó, mảng thủy sản, bột mỡ dự kiến LN suy giảm 21.5%

Kế hoạch đầu tư 800 tỷ cho (1) Mở rộng công suất nhà máy Vĩnh Phước (kho lạnh, dây chuyền bột cá và mỡ cá); (2) Phát triển vùng nuôi Tân Hưng và (3) Mở rộng công suất của Collagen và Gelatin lên 3,500 tấn thành phẩm/năm

## CTCP Vĩnh Hoàn

## Triển vọng hoạt động kinh doanh 2019 của VHC:

**Công ty đặt KHKD với lợi nhuận tăng trưởng âm trong năm 2019** KH DT và LNST lần lượt là 10,047 tỷ (+8.37% YoY) và 1,255 tỷ (-12.96% YoY). Mảng thủy sản, bột mỡ tiếp tục đóng góp tỷ trọng chính trong DT và LNST nhưng dự kiến suy giảm LN do giá xuất khẩu dự kiến sẽ giảm. BSC cho rằng KH mảng thủy sản và bột mỡ là hợp lý trong bối cảnh giá bán khó có thể tiếp tục tăng, do đó, tăng sản lượng sẽ là nguồn tăng trưởng chính. Điều này cũng khiến biên LSTT theo kế hoạch chỉ đạt 12.49%, giảm từ mức 15.55% cùng kỳ.

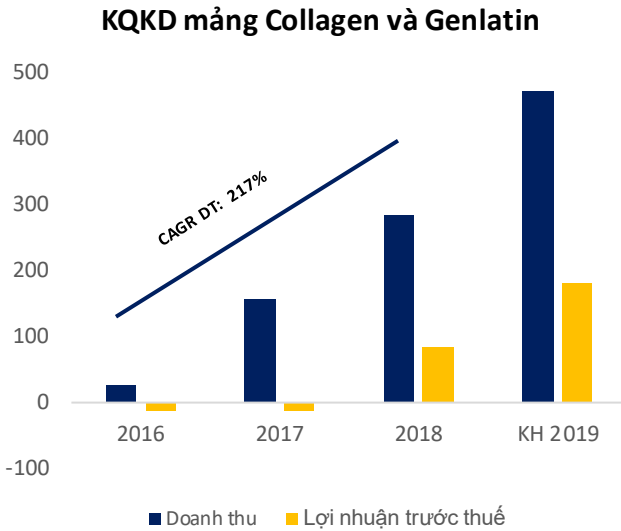
## Kế hoạch sản xuất kinh doanh của VHC năm 2019

Đv: tỷ đồng	2018	KH 2019	Thay đổi
<b>Doanh thu hợp nhất</b>	<b>9,271</b>	<b>10,047</b>	<b>8.37%</b>
<i>Thủy sản, bột mỡ</i>	<i>8,486</i>	<i>9,152</i>	<i>7.85%</i>
<i>Thức ăn thủy sản</i>	<i>488</i>	<i>422</i>	<i>-13.52%</i>
<i>Gạo</i>	<i>14</i>	<i>N.a</i>	
<i>Collagen và Gelatin</i>	<i>283</i>	<i>473</i>	<i>67.14%</i>
<b>LNST của CT mẹ</b>	<b>1,442</b>	<b>1,255</b>	<b>-12.96%</b>
<i>Thủy sản, bột mỡ</i>	<i>1,346</i>	<i>1,057</i>	<i>-21.47%</i>
<i>Thức ăn thủy sản</i>	<i>25</i>	<i>18</i>	<i>-28.00%</i>
<i>Gạo</i>	<i>(12)</i>	<i>N.a</i>	
<i>Collagen và Gelatin</i>	<i>83</i>	<i>180</i>	<i>116.67%</i>

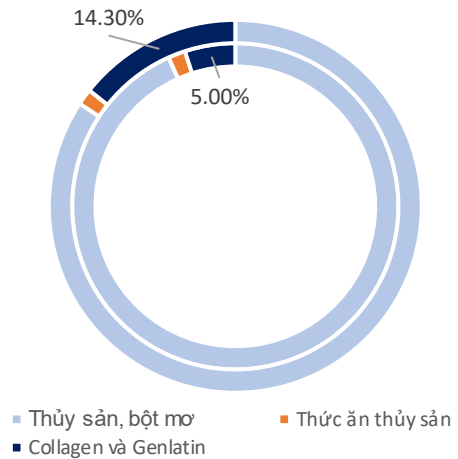
Nguồn: VHC

**Kế hoạch mảng Collagen và Gelatin vượt kỳ vọng chúng tôi** DT và LNST KH lần lượt đạt 473 tỷ (+67.14% YoY) và 180 tỷ (+116.67%). Sau khi ghi nhận lỗ từ Collagen và Gelatin trong hai năm 2016, 2017, VHC ghi nhận lãi 83 tỷ (vượt qua cả kỳ vọng của VHC là lãi 40 tỷ). Với tốc độ tăng trưởng cao, Collagen và Gelatin theo KH sẽ đóng góp 14% LNST của VHC, tăng mạnh từ mức 5% trong năm 2018. BSC cho rằng Collagen và Gelatin – sản phẩm mới với biên LNST cao (~29%) sẽ là yếu tố quan trọng không chỉ hoàn thiện chuỗi giá trị của Vĩnh Hoàn mà còn là động lực tăng trưởng chính trong các năm tới, khi mảng cá tra còn nhiều rủi ro.

VHC cũng cho biết trong năm 2019, công ty dự kiến giải ngân 115 tỷ để đầu tư hệ thống đóng gói tự động và đầu tư thêm dây chuyền chế biến Gelatin, nhằm nâng tổng công suất của Vĩnh Hoàn Collagen lên 3,500 tấn/năm.



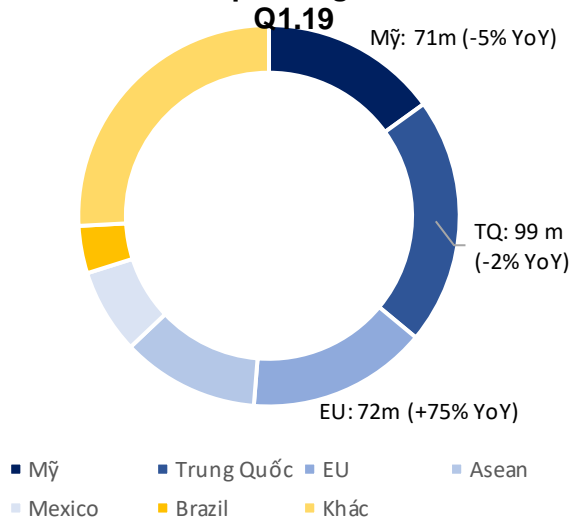
**Cơ cấu LNST 2018 (vòng trong) và KH 2019 (vòng ngoài)**



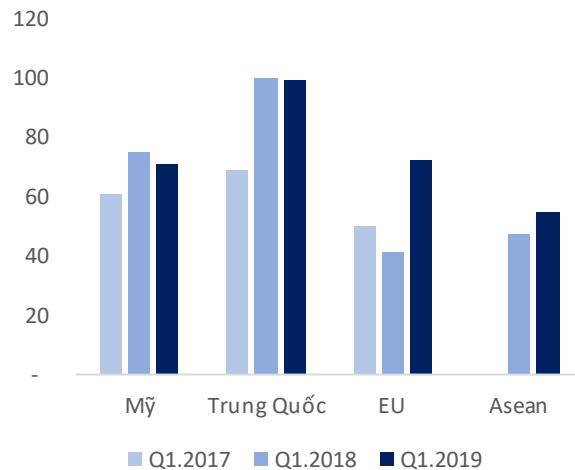
*Nguồn: VHC*

**Vùng nuôi mới sẽ được triển khai trong 2 năm tới** Hiện tại, tổng diện tích vùng nuôi thủy sản của VHC là 600 ha (BSC cho rằng đây là diện tích đang được sử dụng, nếu tính cả diện tích chưa khai thác là 750 ha). Trong đó, vùng nuôi Tân Hưng với diện tích 220 ha đã được Vĩnh Hoàn khai thác 50ha để nuôi trồng cá giống. Công ty dự kiến vùng nuôi sẽ đóng góp chính vào năm 2020, kỳ vọng sản lượng thu hoạch là 20,000 – 30,000 tấn. Với tỷ lệ tự chủ của VHC hiện tại là 50%, BSC cho rằng trong năm 2019, tỷ lệ này khó có thể tăng khi vùng nuôi Tân Hưng chưa đóng góp nhiều sản lượng, trong khi kế hoạch tăng sản lượng là 20%. Do đó, BSC cho rằng sản lượng thu mua ngoài từ người dân đóng góp chính cho tăng trưởng sản lượng của Vĩnh Hoàn.

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu Q1.19**



**Kim ngạch xuất khẩu các thị trường**



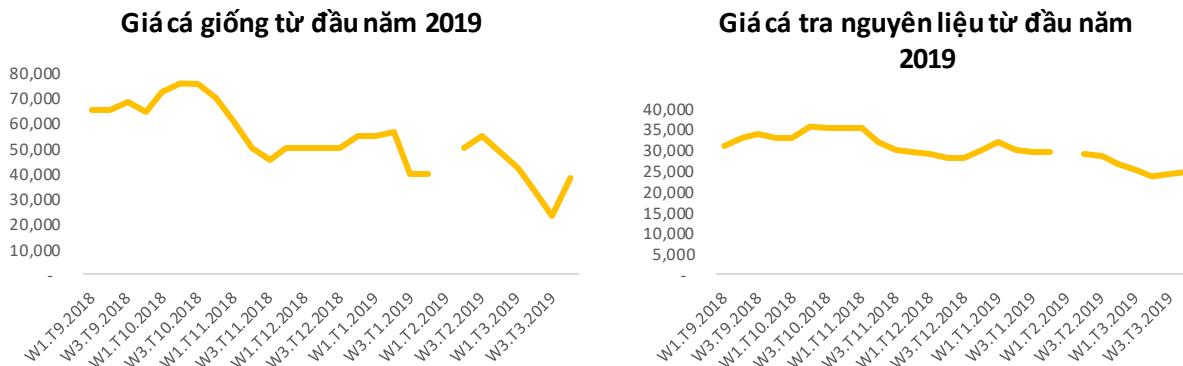
*Nguồn: BSC Research*

## CTCP Vĩnh Hoàn

**Các thị trường xuất khẩu có sự khác biệt lớn về tốc độ tăng trưởng trong Q1.2019** Lim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 472 triệu USD (+8% YoY). Hai thị trường ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2018 (Mỹ: +23% YoY, Trung Quốc: +45% YoY) đều chứng kiến tăng trưởng âm trong Q1.2019 (Mỹ: -5% YoY, Trung Quốc: -2% YoY) trong khi EU (thị trường suy giảm 3 năm liên tiếp) lại ghi nhận sự tăng trưởng đột biến (+76% YoY). VHC cho biết thị trường Mỹ với tâm lý chờ đợi kết quả chính thức của POR 14 và Trung Quốc ảnh hưởng bởi kỳ nghỉ Tết khiến nhu cầu giảm và VHC kỳ vọng nhu cầu sẽ tăng trưởng trở lại trong quý tới. Tuy nhiên, BSC cho rằng cả hai thị trường (Mỹ, Trung Quốc) ít khả năng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh như 2 năm liền kề trước đó.

**KQKD Q1.2019 tiếp tục tăng trưởng đột biến** VHC ghi nhận DT và LNST lần lượt là 1,789 tỷ (-0.8% yoy) và 307 tỷ (+213.2% yoy). Biên LNG của VHC đạt 23.5%, tăng từ mức 14% so với cùng kỳ. Mức biên LNG này cũng cải thiện so với Q4.2018 là 20.8%. BSC cho rằng do trong Q1.2019, công ty được hưởng lợi khi chi phí đầu vào (cá giống, cá nguyên liệu) giảm mạnh, trong khi giá bán (chủ yếu ở Mỹ) vẫn neo ở mức cao khiến biên LNG tăng mạnh. Chúng tôi cũng lưu ý rằng biên LNG Q1.2018 chưa phản ánh tăng trưởng đột biến của xuất khẩu cá tra. Về kim ngạch, công ty đã xuất khẩu 76 triệu USD (+11% YoY). Đáng chú ý, mảng Collagen và Gelatin tiếp tục tăng trưởng mạnh với kim ngạch đạt 4.5 triệu USD (+122% YoY).

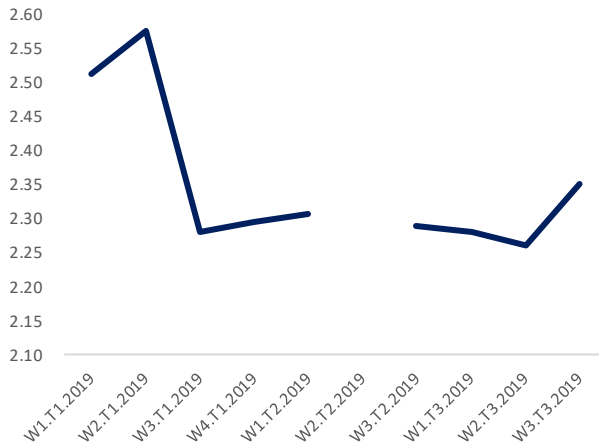
**Giá cá tra nguyên liệu và giá cá tra giống đang xu hướng giảm trong Q1.2019** Cuối tháng 3, giá cá giống dao động quanh mức 38,000 VND/kg (-30.9% YTD) còn giá cá nguyên liệu đang quanh mức 24,500 VND/kg. (-20.9% YTD). Việc chi phí đầu vào giảm đã góp phần cải thiện biên LNG của VHC trong Q1.2019 khi giá bán trung bình vẫn ở mức cao.



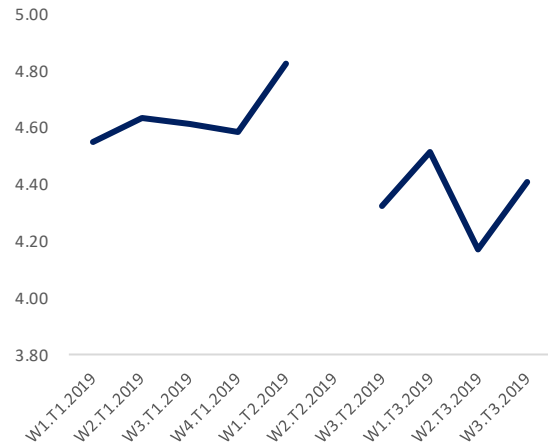
Nguồn: TCHQ, BSC Research

**Giá bán vào hai thị trường chính diễn biến trái ngược nhau** Trong Q1.2019, khi giá cá giống và giá cá nguyên liệu bắt đầu giảm, giá bán tại Trung Quốc của Việt Nam ngay lập tức phản ánh theo, hiện quanh mức 2.35 USD/kg (-6% YoY) Trong khi đó, giá bán tại Mỹ của Việt Nam vẫn neo được ở mức cao, quanh mức 4.4 USD/kg (-3% YoY). Điều này giúp cho các doanh nghiệp xuất khẩu vào Mỹ hưởng lợi ở cả đầu vào và đầu ra, từ đó, cải thiện biên quý 1. Tuy nhiên, sang quý tới, BSC cho rằng giá xuất khẩu ở cả 2 thị trường sẽ có áp lực giảm theo xu hướng giảm của giá cá nguyên liệu và giá cá giống.

Giá xuất khẩu vào Trung Quốc từ đầu năm 2019



Giá xuất khẩu vào Mỹ từ đầu năm 2019



Nguồn: TCHQ, BSC Research

**Kết quả chính thức kỳ POR 14 tiếp tục hạn chế việc xuất khẩu cá tra vào Mỹ** Bộ Thương mại Mỹ đã thông báo kết quả chính thức của POR 14 với nhiều bất ngờ. Theo đó, CTCP Hùng Vương thay vì được hưởng mức thuế 0% như kết quả sơ bộ, thì bị áp mức thuế 3.87 USD/kg. Mức thuế toàn quốc là 2.39 USD/kg. Với mức thuế này, các doanh nghiệp cá tra vẫn sẽ gặp khó khăn khi xuất khẩu vào Mỹ. Điều này giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh cho Vĩnh Hoàn như năm 2018 và tạo điều kiện để công ty gia tăng thị phần.

Kết quả POR qua các kỳ

Doanh nghiệp xuất khẩu	POR 11	POR 11	POR 12	POR 13	POR 13	POR 14	POR 14
	sơ bộ	chính thức	chính thức	sơ bộ	chính thức	sơ bộ	chính thức
CTCP Vĩnh Hoàn	0	0	0	0	0	0	0
CT TNHH TS Biển Đông	0	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
CTCP Hùng Vương	0.36	0.41	0.41	2.39	3.87	0	3.87
CTCP NXX TS Cần Thơ	0.6	0.69	2.39	2.39	3.87		
CTCP NXX TS Cửu Long An Giang	0.6	0.69	0.69	2.39	3.87		
Mức thuế toàn quốc	n.a	n.a	2.39	2.39	3.87		2.39

Nguồn: BSC Research

## TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
Doanh thu thuần	1,804	2,240	2,526	2,754	1,789
LN gộp	254	461	755	573	421
DT tài chính	23	32	60	33	31
CP tài chính	(15)	(94)	(34)	(34)	(24)
Lãi vay	(13)	(13)	(10)	(20)	(18)
<b>CP bán hàng</b>	(54)	(54)	(46)	(55)	(49)
CP QLDN	(99)	31	(29)	(46)	(45)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	116	401	741	488	346
<b>TN nhập khác (ròng)</b>	(3)	(3)	(31)	(1)	(0)
LN trước thuế	113	398	710	487	346
LN sau thuế	98	329	609	416	307
LN CĐ thiếu số	(0)	(0)	-	(0)	-
LN Cty mẹ	98	329	609	416	307
<b>EPS</b>	1,060	3,557	6,592	4,420	3,326
TS ngắn hạn	3,209	3,487	4,316	4,130	4,111
Tiền và ĐT ngắn hạn	1,063	1,124	1,571	651	1,072
Phải thu ngắn hạn	1,314	1,467	1,667	2,000	1,226
Tồn kho	796	853.99	1,008	1,377	1,711
TS ngắn hạn khác	36	42	70	103	103
TS dài hạn	1,742	1,741	1,682	2,169	2,147
Phải thu dài hạn	2	2	2	2	1
TSCĐ	1,122	1,113	948	1,407	1,396
TS dở dang dài hạn	186	175	248	259	281
TS dài hạn khác	114	108	105	105	106
<b>Tổng TS</b>	4,952	5,229	5,998	6,299	6,258
<b>Nợ phải trả</b>	2,095	2,055	2,214	2,275	1,935
Nợ ngắn hạn	1,741	1,986	2,191	2,242	1,906
Vay ngắn hạn	960	1,192	1,366	1,269	1,208
Nợ dài hạn	355	69	23	33	30
Vay dài hạn	327	42	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	2,856	3,174	3,783	4,024	4,323
Vốn góp	924	924	924	924	924
LN chưa phân phối	1,719	2,037	2,646	2,876	3,175
Tổng nguồn vốn	4,952	5,229	5,998	6,299	6,258
% yoy DT	32.3%	17.3%	25.9%	27.5%	-0.8%
Biên ln gộp	14.1%	21.2%	29.9%	20.8%	23.5%
Lãi vay/DTT	0.7%	0.6%	0.4%	0.7%	1.0%
CP bán hàng/DTT	3.0%	2.5%	1.8%	2.0%	2.7%
CP QLDN/DTT	5.5%	1.4%	1.1%	1.7%	2.5%
Biên ln thuần	5.4%	15.4%	24.1%	15.1%	17.2%

DTT trong Q1.2019 đạt 1,789 tỷ (-0.8% YoY); tương ứng với kim ngạch xuất khẩu đạt 76 triệu USD.

Biên LNG vẫn giữ ở mức cao, đạt 23.5% so với mức 14% cùng kỳ. Mức biên này đã cải thiện hơn so với Q4.2018, BSC cho rằng biên tăng do giá cả nguyên liệu giảm trong 3T đầu năm trong khi giá bán vẫn neo ở mức cao.

Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm mạnh do công ty không ghi nhận chi phí phân bổ LTTM từ Vạn Đức Tiền Giang.

Tại 30.6.2018, công ty đang có 1,072 tỷ tiền gửi ngân hàng, chiếm 26% TTS

Khoản phải thu của Coast Beacon đạt 647 tỷ, giảm mạnh 55.4% so với quý trước.

HTK tiếp tục tăng mạnh, đạt mức 1,711 tỷ (+114% YoY).

VHC đang vay ngắn hạn 1,208 tỷ, chủ yếu phục vụ vốn lưu động. Trong thời gian tới, vay ngân hàng tiếp tục tăng để phục vụ nhu cầu đầu tư năm 2019.

## CTCP Vĩnh Hoàn

## MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
<b>1. Khả năng thanh toán</b>					
Hsố TT ngắn hạn	1.84	1.76	1.97	1.84	2.16
Hsố TT nhanh	1.37	1.30	1.48	1.18	1.21
<b>2. Cơ cấu vốn</b>					
TSNH/ TTS	0.65	0.67	0.72	0.66	0.66
TSDH/ TTS	0.35	0.33	0.28	0.34	0.34
Hsố Nợ/ TTS	0.42	0.39	0.37	0.36	0.31
Hsố Nợ/ VCSH	0.73	0.65	0.59	0.57	0.45
Nợ ngắn hạn / TTS	0.35	0.38	0.37	0.36	0.30
Nợ DH / TTS	0.07	0.01	0.00	0.01	0.00
<b>3. Năng lực hoạt động</b>					
Vquay hàng tồn kho	6.89	6.75	6.26	6.70	5.54
Vquay phải thu	6.46	7.78	6.96	5.89	7.54
Vquay phải trả	29.37	24.49	30.20	31.91	33.91
Số ngày HTK	52.95	54.07	58.30	54.46	65.94
Số ngày phải thu	56.51	46.93	52.41	61.96	48.41
Số ngày phải trả	12.43	14.90	12.09	11.44	10.76
CCC	97.03	86.10	98.63	104.98	103.59
<b>4. Khả năng sinh lời</b>					
LNST/DTT (%)	5.4%	14.7%	24.1%	15.1%	17.2%
LNST/VCSH (%)	22.3%	26.9%	37.1%	41.8%	46.3%
LNST/TTS	11.6%	15.5%	22.1%	25.8%	28.9%
LN từ HĐKD/DTT	6.4%	17.9%	29.4%	17.7%	19.4%
<b>5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)</b>					
TTS/VCSH	1.84	1.82	1.65	1.63	1.56
DT/TTS	1.62	1.63	1.58	1.66	1.62
EBIT/DT	0.09	0.12	0.17	0.19	0.22
EBT/EBIT	0.91	0.94	0.96	0.97	0.97
lãi ròng/LNTT	0.84	0.83	0.85	0.85	0.86
<b>6. Định giá</b>					
PE	21.99	11.74	11.00	-	-
PB	3.20	2.79	2.26	-	-
EPS	1.02	0.91	0.82	-	-
BVPS	14.09	9.46	8.35	-	-
<b>7. Tăng trưởng (%)</b>					
TTS	1.0%	-1.6%	23.8%	25.2%	26.4%
Nợ	-13.2%	-23.4%	8.4%	7.9%	-7.6%
DTT	32.3%	17.3%	25.9%	27.5%	-0.8%
LN gộp	10.3%	-6.7%	160.4%	62.0%	66.0%
LNST	1.5%	10.8%	260.5%	126.2%	213.9%
EPS	0.7%	11.1%	260.5%	123.6%	213.8%

Hệ số thanh toán vẫn ở mức an toàn.

Số ngày phải thu giảm do công ty thu tiền từ Coast Beacon. Tuy nhiên, số ngày HTK tăng khi VHC tiếp tục tăng giá trị HTK.

Khả năng sinh lời vẫn duy trì ở mức tốt so với quý trước.

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**

