

# CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

## Nâng giá mục tiêu nhờ dây chuyền collagen mới

Chuyên viên phân tích Thủy sản  
Nguyễn Thanh Danh  
danhnt@kbsec.com.vn

19/11/2020

**Hoàn thành dây chuyền sản xuất collagen & gelatin mở rộng; duy trì khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu 12 tháng từ 47,100 VND/cp lên 56,100 VND/cp**

**Tăng thêm mỗi năm 210 tỷ VND lợi nhuận khi đạt 100% công suất (tăng 15% so với dự phóng trước đó)**

**Giảm 11% lợi nhuận dự phóng Q4 xuống còn 289 tỷ VND để phản ánh tình hình dịch kéo dài ở các thị trường xuất khẩu**

Trong tháng 10, VHC đã hoàn thành dây chuyền sản xuất collagen & gelatin mở rộng, dự kiến tăng công suất thêm 75% lên mức 3,500 tấn/năm. Chúng tôi ước tính dây chuyền mở rộng này sẽ tăng lợi nhuận của mảng sản phẩm sức khỏe thêm 210 tỷ VND mỗi năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu 12 tháng của VHC từ 47,100 VND/cp lên 56,100 VND/cp. Tuy vậy, chúng tôi lo ngại tình hình đại dịch sẽ còn tiếp diễn vào nửa đầu năm 2021E và triển vọng xuất khẩu cá tra vẫn chưa thể hồi phục hoàn toàn trong Q4.

Chúng tôi kỳ vọng dây chuyền sản xuất mới sẽ đạt 55% công suất trong năm 2021E, tăng 248 tỷ VND doanh thu (khoảng 3% tổng doanh thu) và 100 tỷ VND lợi nhuận (khoảng 9% LNST). Chúng tôi ước tính khi đạt 100% công suất, dây chuyền này sẽ tăng thêm mỗi năm 210 tỷ VND lợi nhuận, tương đương tăng 15% LNST so với dự phóng trước đó. Tuy vậy, với tình hình xuất khẩu khó hồi phục hoàn toàn vào nửa đầu năm 2021E, chúng tôi chỉ tăng dự phóng lợi nhuận 2021E lên mức 1,174 tỷ VND (tăng 4%) tương đương EPS 6,401 VND/cp (+40% YoY).

Chúng tôi hạ dự phóng lợi nhuận Q4 xuống còn 289 tỷ VND (giảm 11% so với dự phóng trước đó) do tình hình đại dịch kéo dài ở hầu hết các thị trường xuất khẩu, đặc biệt là Mỹ và EU. Đồng thời, chúng tôi cũng hạ dự phóng lợi nhuận cả năm 2020E xuống còn 840 tỷ VND (giảm 13%) tương đương EPS 4,583 VND/cp. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra sẽ dần hồi phục vào năm 2021E, với thị trường Trung Quốc đang ấm lên trở lại.

## Năm giữ duy trì

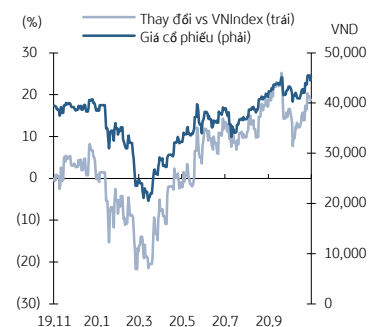
Giá mục tiêu	56,100 VND
Tổng mức sinh lời (%)	28.3%
Giá hiện tại (17/11/2020)	45,300 VND
Giá consensus	51,200 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	357 tr.USD

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	50.2%
GTGD trung bình (3T)	1.03 tr.USD
Room khối ngoại (%)	66.9%
Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh (43.2%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.6	23.3	40.5	14.7
Tương đối	1.9	8.2	19.9	18.7

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	7,867	7,373	9,218	10,882
EBIT	1,132	859	1,256	1,604
LN sau CĐTS	1,179	840	1,174	1,472
EPS (VND)	6,430	4,583	6,401	8,026
Thay đổi EPS (%)	(18.2)	(28.7)	39.7	25.4
P/E (x)	7.0	9.9	7.1	5.6
EV/EBITDA (x)	7.0	8.3	6.2	4.9
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	26.5	16.5	20.9	23.2
Tỷ suất cổ tức (%)	2.3	4.4	6.6	7.7



Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán KB Việt Nam

## Sản phẩm sức khỏe tăng trưởng tốt giữa đại dịch

**Nhu cầu sản phẩm sức khỏe tăng trưởng vượt kỳ vọng bất chấp đại dịch**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với VHC và nâng giá mục tiêu 12 tháng từ 47,100 VND/cp lên 56,100 VND/cp. Mảng sản phẩm sức khỏe của VHC đã duy trì tăng trưởng tốt bất chấp đại dịch. Dây chuyền mở rộng được hoàn thành trễ 2 tháng so với kế hoạch do các chuyên gia nước ngoài không thể sang Việt Nam lắp đặt trực tiếp do chính sách hạn chế đi lại. Biên lợi nhuận mảng sản phẩm sức khỏe khá cao và chúng tôi kỳ vọng dây chuyền mở rộng này sẽ tăng lợi nhuận hàng năm thêm 210 tỷ VND, tương đương tăng 15% so với mức LNST hàng năm chúng tôi dự phóng trước đó.

**Xuất khẩu trên đà hồi phục nhưng chậm hơn kỳ vọng do làn sóng đại dịch thứ 2**

Chúng tôi tin rằng xuất khẩu cá tra đang trên đà hồi phục nhưng chậm hơn kỳ vọng do làn sóng đại dịch thứ 2 ở Mỹ và EU. Do vậy, chúng tôi giảm lợi nhuận dự phóng Q4 xuống còn 289 tỷ VND (giảm 11% so với dự phóng trước đó), đồng thời giảm lợi nhuận dự phóng cả năm 2020E xuống còn 840 tỷ VND (giảm 13%), tương đương 4,583 VND/cp. Mặt khác, dù kỳ vọng tình hình thị trường sẽ chưa thể khôi phục hoàn toàn trong nửa đầu năm 2021E nhưng nhờ dây chuyền sản xuất mở rộng vừa được hoàn thành, chúng tôi tăng dự phóng lợi nhuận 2021E lên mức 1,174 tỷ VND (tăng 4%) tương đương EPS 6,401 VND/cp (+40% YoY).

**Bảng 1. Vĩnh Hoàn (VHC) – Điều chỉnh lợi nhuận dự phóng, 2020E & 2021E (tỷ VND, %)**

(Tỷ VND, %)	Điều chỉnh		Trước		Thay đổi (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Doanh thu	7,373	9,218	8,036	9,472	(8.3)	(2.7)
EBIT	859	1,256	1,022	1,220	(15.9)	3.0
LN từ HĐKD	963	1,334	1,090	1,287	(11.7)	3.7
LN ròng	840	1,174	965	1,133	(13.0)	3.6

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

**Bảng 2. Vĩnh Hoàn (VHC) – So sánh lợi nhuận dự phóng của KBSV và kỳ vọng của thị trường, 2020E & 2021E (tỷ VND, %)**

(Tỷ VND, %)	KBSV ước tính		Thị trường		Chênh lệch	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Doanh thu	7,373	9,218	7,191	8,589	2.5	7.3
EBIT	859	1,256	923	1,230	(6.9)	2.1
LN từ HĐKD	963	1,334	920	1,243	4.7	7.3
LN ròng	840	1,174	860	1,162	(2.3)	1.0

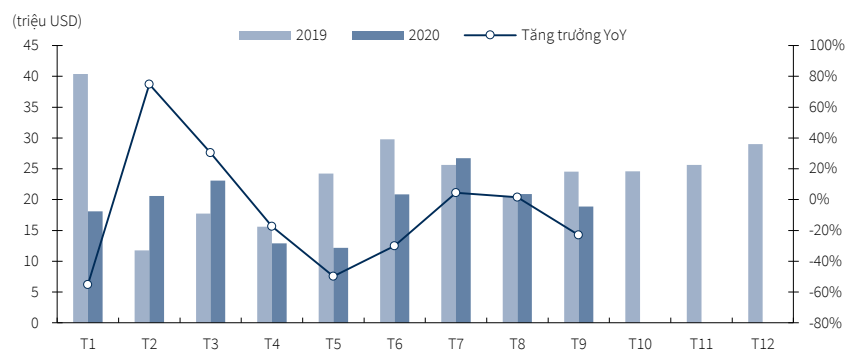
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

**Bảng 3. Vĩnh Hoàn (VHC) – Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận theo quý, 2020E (tỷ VND, %)**

(tỷ VND, %)	Điều chỉnh				Trước			
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
Doanh thu	1,636	1,658	1,800	2,280	1,636	1,630	2,165	2,605
LN gộp	215	331	229	412	215	320	384	471
EBIT	136	259	160	305	136	247	289	350
LN từ HĐKD	172	258	208	324	172	247	307	364
EBITDA	182	307	215	359	182	295	341	404
LN sau CĐTS	152	224	175	289	152	215	273	324
Biên gộp	13.1	20.0	12.7	18.1	13.1	19.6	17.7	18.1
Biên EBIT	8.3	15.6	8.9	13.4	8.3	15.2	13.3	13.4
Biên HĐKD	10.5	15.6	11.6	14.2	10.5	15.1	14.2	14.0
Biên ròng	11.1	18.5	11.9	15.7	11.1	18.1	15.8	15.5

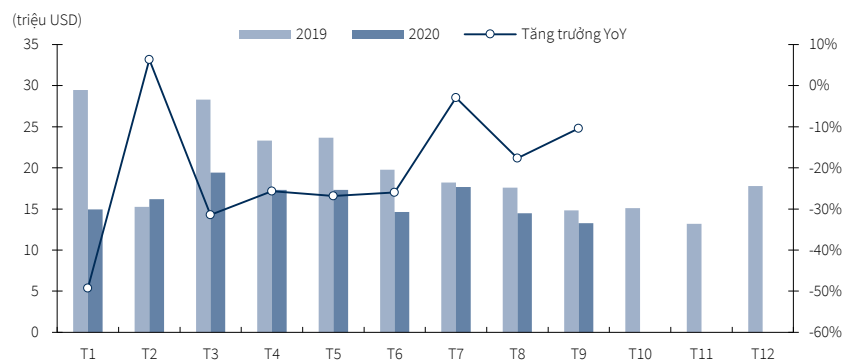
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 1. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)**



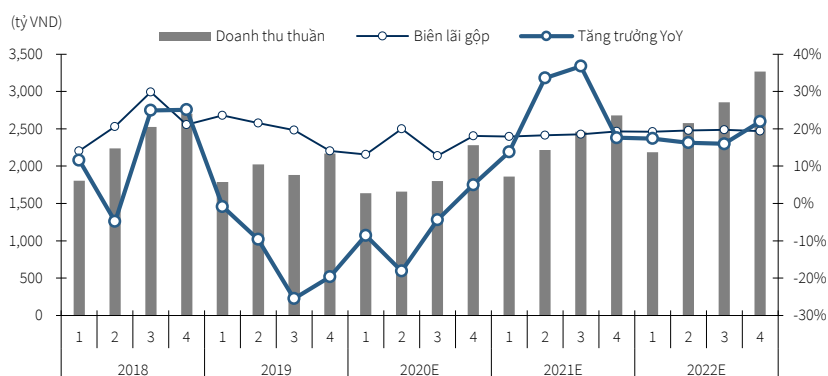
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 2. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu cá tra sang EU & tăng trưởng YoY hàng tháng, T1/2019-T6/2020 (triệu USD, % YoY)**



Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 3. Vĩnh Hoàn (VHC) – Dự phóng doanh thu, tăng trưởng YoY và biên lãi gộp hàng quý, 2018-2022E (tỷ VND, %)**



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

## Vinh Hoàn (VHC) – Bảng tóm tắt BCTC &amp; dự phóng, 2019-2022E

<b>Báo cáo Kết quả HĐKD</b> (Tỷ VND)					<b>Bảng cân đối kế toán</b> (Tỷ VND)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Doanh thu thuần</b>	7,867	7,373	9,218	10,882	<b>Tổng tài sản</b>	6,612	7,046	8,097	9,050
Giá vốn hàng bán	6,334	6,186	7,507	8,763	Tài sản ngắn hạn	4,611	4,767	5,782	6,678
<b>Lãi gộp</b>	1,533	1,187	1,710	2,120	Tiền & tương đương tiền	86	357	191	400
Doanh thu tài chính	251	201	158	158	Đầu tư ngắn hạn	1,492	1,099	1,855	1,723
Chi phí tài chính	90	96	80	89	Khoản phải thu	1,516	1,699	1,853	2,259
Gồm: Chi phí lãi vay	60	44	49	52	Hàng tồn kho	1,414	1,487	1,748	2,131
Lãi/(lỗ) liên doanh	14	(0)	0	0	Tài sản ngắn hạn khác	103	124	135	165
Chi phí bán hàng	252	177	294	347	Tài sản dài hạn	2,001	2,279	2,315	2,371
Chi phí quản lý DN	149	152	161	169	Khoản phải thu dài hạn	6	2	3	4
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh</b>	1,308	963	1,334	1,672	Tài sản cố định	1,447	1,921	1,958	2,028
Thu nhập khác	12	10	0	0	BĐS đầu tư	0	0	0	0
Chi phí khác	11	28	0	0	Tài sản dở dang dài hạn	392	207	204	169
Lãi/(lỗ) khác	1	(19)	0	0	Đầu tư dài hạn	1	1	1	1
<b>Lãi/(lỗ) trước thuế</b>	1,309	945	1,334	1,672	Lợi thế thương mại	40	34	28	23
Thuế doanh nghiệp	130	104	160	201	Tài sản dài hạn khác	114	114	121	147
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	1,179	840	1,174	1,472	<b>Nợ phải trả</b>	1,735	1,749	2,169	2,283
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	1,716	1,723	2,138	2,245
<b>Lợi nhuận sau CĐTS</b>	1,179	840	1,174	1,472	Phải trả người bán	440	404	487	594
					KH trả tiền trước	20	25	23	28
					Vay ngắn hạn	866	864	1,114	1,014
					Khoản dự trữ đặc biệt	33	79	79	79
					Nợ ngắn hạn khác	357	352	435	531
					Nợ dài hạn	19	26	31	38
					Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
					Vay dài hạn	0	0	0	0
					Nợ dài hạn khác	19	26	31	38
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	4,877	5,297	5,928	6,767
					Vốn góp	1,834	1,834	1,834	1,834
					Thặng dư vốn cổ phần	224	224	224	224
					Cổ phiếu quỹ	(114)	(114)	(114)	(114)
					Lãi chưa phân phối	2,932	3,352	3,983	4,821
					Vốn và quỹ khác	0	0	0	0
					Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2
					<b>Tổng nợ &amp; vốn</b>	6,612	7,046	8,097	9,050
<b>Chỉ số hoạt động</b> (%)	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>Chỉ số chính</b> (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	(15.1)	(6.3)	25.0	18.1	<b>Chỉ số định giá</b>				
Tăng trưởng EBIT	(32.8)	(24.2)	46.3	27.7	P/E	7.0	9.9	7.1	5.6
Tăng trưởng EBITDA	(29.5)	(18.1)	39.8	23.7	P/E pha loãng	6.9	9.8	7.0	5.6
Tăng trưởng LN sau CĐTS	(18.2)	(28.7)	39.7	25.4	P/B	1.7	1.6	1.4	1.2
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.5	16.1	18.6	19.5	P/S	1.1	1.1	0.9	0.8
Tỷ suất EBITDA	16.5	14.4	16.1	16.9	EV/EBITDA	6.4	7.8	5.6	4.5
Tỷ suất EBIT	14.4	11.6	13.6	14.7	EV/EBIT	7.3	9.7	6.6	5.2
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	16.6	12.8	14.5	15.4	Tỷ suất cổ tức (%)	2.3	4.4	6.6	7.7
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.0	11.4	12.7	13.5	Lãi cơ bản/cp (EPS)	6,430	4,583	6,401	8,026
					Giá trị số sách/cp (BVPS)	26,597	28,885	32,327	36,901
					Doanh thu/cp (SPS)	42,901	40,207	50,267	59,345
					Cổ tức/cp (DPS)	1,023	2,000	3,000	3,500
					Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	15.7	43.0	46.2	43.0
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b> (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
Lãi trước thuế	1,179	840	1,174	1,472	ROE	26.5	16.5	20.9	23.2
Khấu hao TSCĐ	162	250	230	234	ROA	18.3	12.3	15.5	17.2
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(221)	(116)	(79)	(79)	ROIC	23.1	15.6	20.6	23.2
Thay đổi vốn lưu động	323	(310)	(262)	(612)	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
(T)/G phải thu	481	(180)	(154)	(407)	Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	35.6	33.0	36.6	33.7
(T)/G hàng tồn kho	(28)	(73)	(262)	(383)	Vay ròng/Vốn CSH	16.0	9.6	15.6	9.1
(T)/G TS ngắn hạn khác	(1)	(21)	(11)	(30)	TS thanh toán hiện thời	2.7	2.8	2.7	3.0
(T)/G khoản phải trả	(98)	(36)	83	107	TS khả năng trả lãi vay	19.0	19.7	25.9	30.6
(T)/G chi phải trả trước	9	5	(1)	5	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
(T)/G nợ ngắn hạn khác	(39)	(5)	83	95	Hệ số vòng quay tài sản	1.2	1.1	1.2	1.3
Điều chỉnh khác HĐKD	71	(29)	(169)	(291)	Hệ số vòng quay phải thu	4.5	4.6	5.2	5.3
<b>Lưu chuyển tiền HĐKD</b>	1,489	468	1,042	988	Hệ số vòng quay HTK	5.6	5.1	5.7	5.6
Đầu tư ngắn hạn	(884)	393	(755)	131	Hệ số vòng quay phải trả	15.6	16.6	19.6	19.2
Đầu tư tài sản cố định	(349)	(492)	(264)	(268)					
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0					
Đầu tư vào công ty con	388	0	0	0					
Tài sản khác	(43)	6	(1)	(21)					
Điều chỉnh khác HĐĐT	144	260	128	108					
<b>Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư</b>	(743)	167	(892)	(50)					
Dòng tiền tự do	1,140	(24)	778	720					
T/(G) vay dài hạn	0	0	0	0					
T/(G) vay ngắn hạn	(403)	(2)	250	(100)					
Nợ phải trả khác	(13)	7	5	7					
T/(G) vốn CSH	910	0	0	0					
Cổ tức đã trả	(185)	(362)	(543)	(633)					
Trừ: thay đổi vốn CSH	(1,042)	(59)	0	(0)					
Điều chỉnh khác HĐTC	31	53	(29)	(3)					
<b>Lưu chuyển tiền HĐ tài chính</b>	(703)	(364)	(317)	(730)					
Lưu chuyển tiền trong kỳ	43	271	(166)	209					
Tiền đầu kỳ	43	86	357	191					
Tiền cuối kỳ	86	357	191	400					

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán KB Việt Nam

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**

binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**

anhhd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh**

trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**

tungla@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh**

anhhttp@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**

hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**

tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu**

hieunn@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**

harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**

dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Thủy sản – Nguyễn Thanh Danh**

danhnt@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

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

---

## Hệ thống khuyến nghị

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.