

Ngành : Thủy sản (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị	THEO DỐI	CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC)	Thời điểm tồi tệ nhất đã qua
Giá hiện tại:	36,700	Ngày viết báo cáo:	07/08/2020
Giá mục tiêu trước đây	33,800	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	182
Giá mục tiêu mới:	39,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,677
Tỷ suất cổ tức	0%	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	519,232
Tiềm năng tăng giá	6%	Sở hữu nước ngoài	32.39%
		Cơ cấu cổ đông	
		Trương Thị Lệ Khanh	43.1%
		Mitsubishi Corporation	6.5%
		Quý Đầu tư Việt Nam	4.9%
		Norges Bank	1.9%

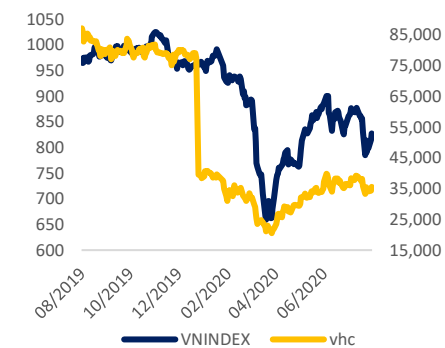
Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Thị Cẩm Tú
(Công nghệ, Thủy sản, Dệt may)
tuntc@bsc.com.vn

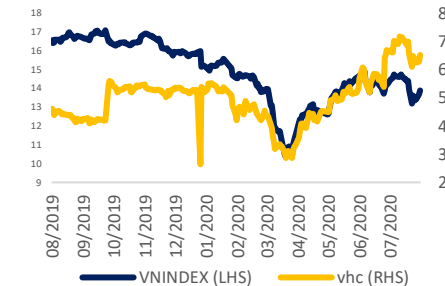
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: N/A
Giá cắt lỗ: N/A

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	5.2	5.7	7.4	14.1	Doanh thu	9,323	7,867	8,544	10,827
PB (x)	2.2	1.2	0.7	1.9	Lợi nhuận gộp	2,042	1,533	1,505	1,919
PS (x)	0.9	0.8	0.4	29	Lợi nhuận sau thuế	1,452	1,179	951	1,296
ROE (%)	26.5%	18.3%	4.6%	13.6%	EPS	15,585	12,559	5,169	7,067
ROA (%)	18.3%	13.6%	1.2%	2.4%	Tăng trưởng EPS	138%	-19%	N/A	37%
					Nợ/ VCSH	57%	36%	43%	42%

Định giá

- Chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **THEO DỐI** đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu mới là 39,000 VND (+6% so với mức giá ngày 17/08/2020) do nâng mức định giá P/E của công ty từ 5.5 lên 6.5 dựa trên quan điểm (i) kỳ vọng 6 tháng cuối năm kết quả kinh doanh hồi phục (+28% LN YoY) (ii) Năm 2021 tăng trưởng từ mức nền thấp của 2020 (EPS 2021 fc = 7,067, PE fw 2021 = 4.7)

Dự báo kết quả kinh doanh

- Năm 2020 doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 8,544 tỷ (+8.6% YoY) và 951 tỷ (-19.4% YoY), **tương đương 6 tháng cuối năm LNST tăng trưởng 28% YoY**. EPS 2020 đạt 5,169 VND/cp, P/E fw 2020 là 7.1.

Quan điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh trong 6 tháng cuối năm kỳ vọng phục hồi khả quan
- Tăng trưởng nhờ dây chuyền Collagen và Gelatin mới, giúp mô hình kinh doanh của VHC phát triển bền vững hơn

Rủi ro

- Dịch bệnh bùng phát trở lại tại các thị trường xuất khẩu
- Dây chuyền Collagen và Gelatin mới bị trì hoãn bởi Covid -19
- Không duy trì được vị thế thuế bán phá giá 0% tại thị trường Mỹ

Cập nhật doanh nghiệp

- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2020 suy giảm mạnh** do (i) lợi nhuận cùng kỳ 2019 ở mức cao (ii) tình hình xuất khẩu khó khăn do dịch Covid – 19. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 3,266 tỷ đồng (-14.3% YoY) và 368 tỷ đồng (-49.5% YoY)
Kim ngạch xuất khẩu tới các thị trường của VHC tương đồng với quan điểm của BSC trong báo cáo trước: DT thị trường Mỹ giảm mạnh (-462% QoQ) và thị trường Trung Quốc hồi phục trở lại (+285% QoQ).

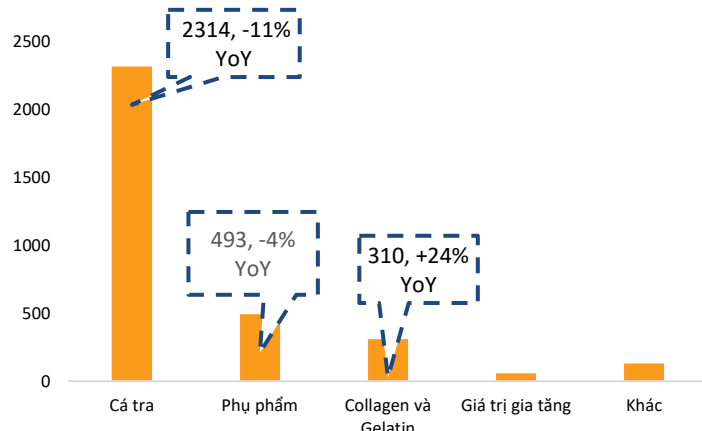
I. Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2020

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2020 suy giảm mạnh do (i) lợi nhuận cùng kỳ 2019 ở mức cao (ii) tình hình xuất khẩu tiếp tục khó khăn do Covid – 19. VHC đạt doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 3,266 tỷ (-14.3% YoY) và 368 tỷ (-49.5% YoY) (-42.8% YoY nếu loại trừ khoản lợi nhuận từ thoái công ty con trong Q2.2019), tương đương hoàn thành 38% kế hoạch doanh thu và 35% kế hoạch lợi nhuận.

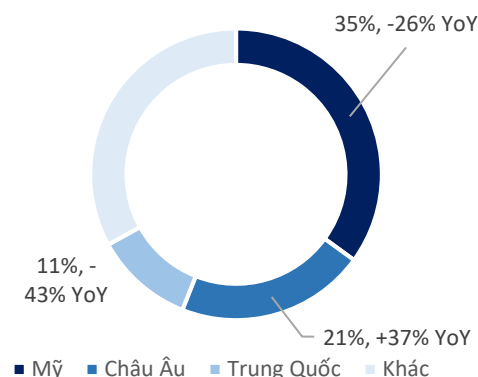
Diễn biến thị trường cá tra xuất khẩu hầu hết tương đồng với quan điểm của BSC, cụ thể:

- Mỹ: Q2.2020 doanh thu đạt 402 tỷ (-47% QoQ) do lệnh phong tỏa trong tháng Tư tương tự thị trường Trung Quốc.
- Trung Quốc: Q2.2020 doanh thu đạt 281 tỷ (+285% QoQ) Động lực hồi phục chủ yếu đến từ nhu cầu trở lại khi giãn cách xã hội kết thúc
- Tuy nhiên, thị trường EU diễn biến trái với quan điểm của BSC với doanh thu đạt 419 tỷ (+54% YoY). BSC cho rằng (i) tỷ trọng phân phối cá tra qua kênh siêu thị lớn hơn so với Mỹ (ii) người dân sử dụng các sản phẩm thủy sản ở phân khúc rẻ là các yếu tố chính cho sự tăng trưởng mạnh mẽ này.

Doanh thu theo mặt hàng 6 tháng đầu năm



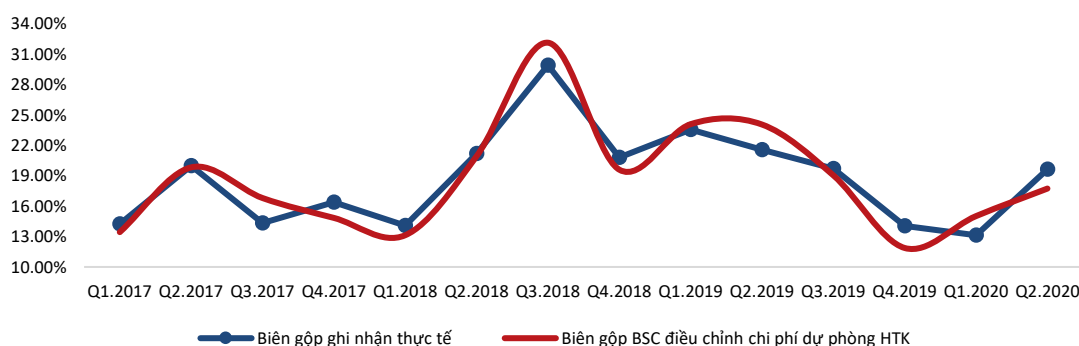
Cơ cấu thị trường xuất khẩu 6 tháng đầu năm



Nguồn: VHC

Biên lợi nhuận gộp Q2.2020 tăng vọt lên mức 19.6% so với mức biên 13.1% của Q1.2020. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của chi phí dự phòng hàng tồn kho 66 tỷ đồng trong Q1.2020 (chiếm 30% lợi nhuận gộp) khiến biên gộp Q1.2020 giảm mạnh, BSC đã tính toán lại mức biên gộp (phân bổ đều chi phí dự phòng hàng tồn kho) và ước tính **biên gộp Q1.2020 đạt 15.01%, Q2.2020 đạt 17.3%**. Ngoài ra, BSC cho rằng nhờ (i) tăng tỷ trọng doanh thu từ Collagen và Geletin (ii) công ty giảm chi phí nuôi trồng (chi phí nguyên vật liệu giảm nhẹ) góp phần cải thiện biên gộp.

Diễn biến biên lợi nhuận gộp theo quý



Nguồn: BSC Research

Trong Q2.2020, VHC lần đầu tiên giải ngân tiền nhàn rỗi vào chứng khoán kinh doanh (chủ yếu các mã MWG, FPT, HPG). BSC không đánh giá cao động thái này khi công ty phân bổ nguồn tiền từ gửi tiết kiệm sang hình thức nhiều rủi ro hơn. Cuối Q2.2020, công ty đã tiến hành trích lập 6 tỷ đồng cho các khoản đầu tư. Đại diện công ty cho biết việc giải ngân vào thị trường chứng khoán mang tính ngắn hạn khi các dự án đầu tư của công ty bị trì hoãn do dịch Covid – 19 và trong dài hạn, tiền nhàn rỗi chủ yếu sẽ gửi tiết kiệm.

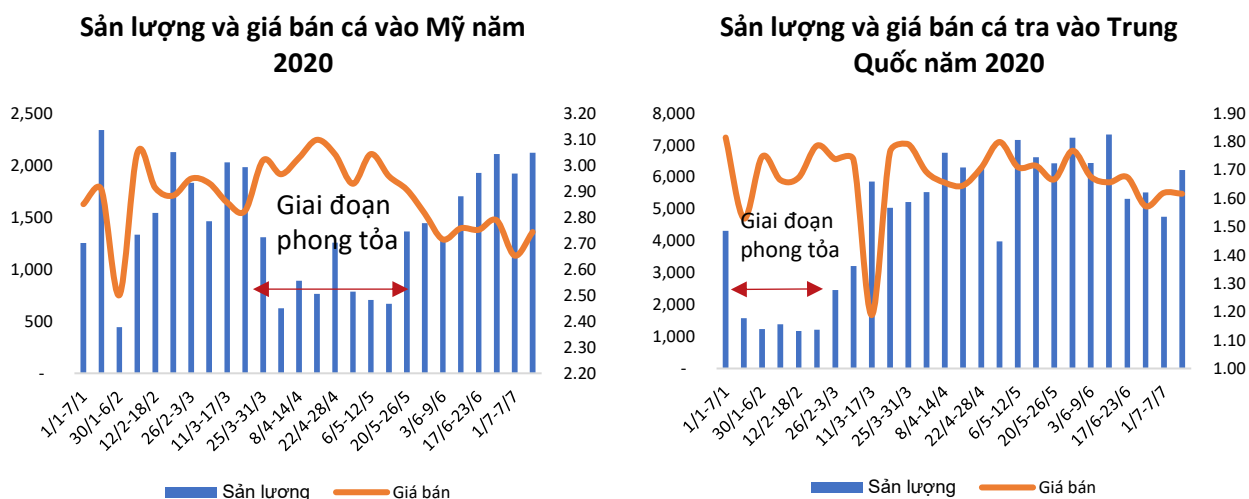
II. Quan điểm đầu tư

BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh của Vĩnh Hoàn sẽ khởi sắc trong 6 tháng cuối năm 2020

(i) **Nhu cầu phục hồi khi lệnh phong tỏa dỡ bỏ và kênh HORECA hoạt động trở lại.** Đồng thời, do mức tồn kho cá tra tại các thị trường ở mức thấp do gián đoạn thương mại trong 6 tháng đầu năm sẽ kích thích các nhà nhập khẩu thủy sản tăng cường nhập hàng trong thời gian đầu sau khi dỡ bỏ lệnh phong tỏa.

+ Kể từ khi Trung Quốc kết thúc lệnh phong tỏa (tháng 3), trong 4 tháng liên tiếp, sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc trung bình đạt 5.9 nghìn tấn/tuần, **gấp 2.9 lần sản lượng giai đoạn phong tỏa và cao hơn 13% sản lượng giai đoạn cùng kỳ 2019** (T4, T5, T6, T7). Tuy nhiên, BSC nhận thấy sản lượng tăng tốt (đã vượt qua giai đoạn trước dịch) nhưng không đi kèm với đà tăng của giá bán. BSC đánh giá trong 6 tháng cuối năm, sản lượng tiếp tục duy trì ở mức hiện tại cùng với giá bán tăng nhẹ từ cuối năm 2020.

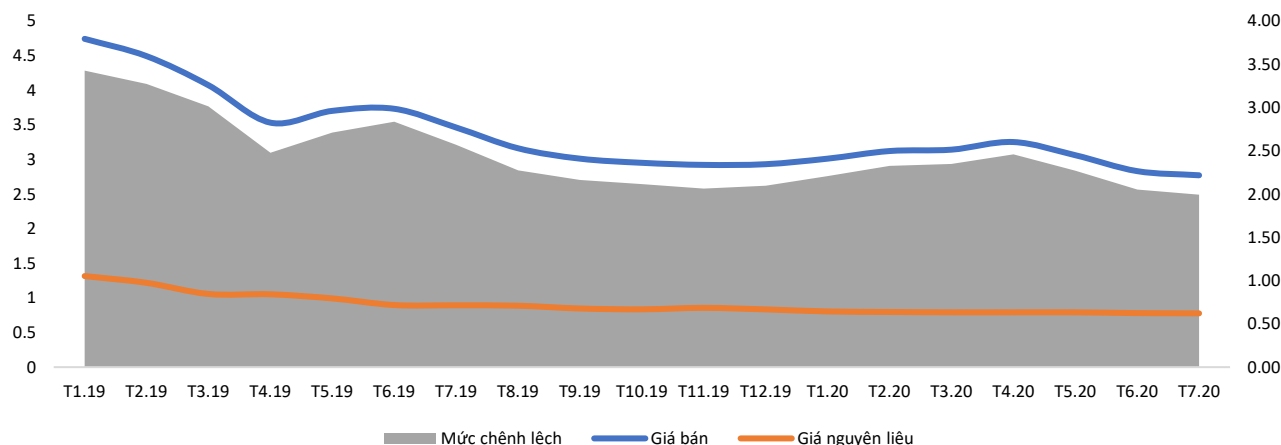
+ Kể từ khi Mỹ kết thúc lệnh phong tỏa (T4, T5), sản lượng xuất khẩu sang Mỹ đã phục hồi và đạt mức 1.7 nghìn tấn/tuần, **gấp đôi sản lượng trong giai đoạn phong tỏa và vượt được sản lượng trước dịch trong các tháng đầu năm.** Diễn biến của thị trường Mỹ tương đồng với thị trường Trung Quốc vào giai đoạn lệnh phong tỏa mới kết thúc, do đó, BSC kỳ vọng mức sản lượng tiếp tục duy trì mức cao trong các tháng tiếp theo.



Nguồn: BSC tổng hợp

BSC đánh giá sản lượng xuất khẩu tăng mạnh là tín hiệu tích cực, tuy nhiên, giá bán vẫn ở mức đáy và chưa có dấu hiệu hồi phục lại cho thấy kỳ vọng ngành cá tra có thể đảo chiều chưa thực sự chắc chắn.

Chênh lệch giữa giá bán và giá nguyên liệu của VHC



Nguồn: BSC tổng hợp

(ii) Tăng trưởng Mảng Collagen và Gelatin nhờ dây chuyền mới trong quý 4 năm 2020 và năm 2021
(thông tin chi tiết về Collagen xem tại Phụ lục 1)

BSC kỳ vọng rằng dây chuyền mở rộng Collagen và Gelatin (tăng 75% công suất lên 3,500 tấn thành phẩm/năm) sau khi hoàn thành vào cuối tháng 8.2020 có thể đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ cuối năm 2020 trở đi. BSC dự kiến đóng góp bao nhiêu % lợi nhuận cho năm 2020 và 2021.

Chúng tôi cho rằng việc (i) VHC đã có kinh nghiệm vận hành nhà máy Collagen và Gelatin trong 5 năm và (ii) nhu cầu Collagen hiện vượt quá công suất sẽ giúp việc dây chuyền mới đi vào hoạt động nhanh hơn và ít gặp rủi ro khi mới đi vào vận hành hơn.

BSC đánh giá rằng sản phẩm Collagen và Gelatin ngày càng tăng tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận sẽ thay đổi mô hình kinh doanh của VHC theo hướng bền vững hơn, giảm biến động mạnh của sản phẩm cá tra truyền thống.

VHC đặt kế hoạch doanh thu 35 triệu USD (~875 tỷ) (+59% YoY) với lợi nhuận ròng dự kiến tăng 50% (2019: sản phẩm Wellness đạt 200 tỷ LNST). Trong 6 tháng đầu năm 2020, doanh thu từ Collagen và Gelatin đạt 310 tỷ, hoàn thành 35% kế hoạch doanh thu.

	2016	2017	2018 KH	2018	2019 KH	2019	2020 KH
Doanh thu (tỷ VND)	28	157	260	283	473	550	875
LNST (tỷ VND)	-12	-13	40	83	180	200	
Tỷ trọng doanh thu	0.4%	1.9%		3.0%		7.0%	10.2%
Tỷ trọng LNST				5.7%		16.9%	

Nguồn: VHC

III. Dự phóng và định giá

Năm 2020, BSC dự báo năm 2020 doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 8,544 tỷ (+8.6% YoY) và 947 tỷ (-19.6% YoY) (thông tin cụ thể chi tiết tại Phụ lục 2) dựa trên các giả định:

+ Cơ cấu doanh thu: Cá tra fillet tiếp tục chiếm tỷ trọng chính (~70%) với doanh thu bán thành phẩm đạt 5,978 tỷ (+4.8% YoY). Doanh thu hàng hóa đạt 1,441 tỷ (+23.9% YoY) và doanh thu phụ phẩm đạt 960 tỷ (-0.7% YoY).

+ Cơ cấu thị trường xuất khẩu: Doanh thu vào thị trường Mỹ đạt 3,718 tỷ (~40% doanh thu), thị trường Trung Quốc đạt 1,025 tỷ (~12% doanh thu), thị trường Châu Âu đạt 1,965 tỷ (~23% doanh thu) và thị trường khác đạt 2,153 tỷ (~25% doanh thu). Tính đến 6 tháng đầu năm 2020, cơ cấu thị trường của VHC lần lượt là: Mỹ - 35% doanh thu, Trung Quốc - 11% doanh thu, Châu Âu - 21% doanh thu và Khác - 33% doanh thu.

+ Biên lợi nhuận gộp năm 2020 dự báo đạt 17.6%, giảm so với mức 19.4% năm 2019. Trong 6 tháng đầu năm, biên lợi nhuận gộp của VHC đạt mức 16.3%. Chúng tôi kỳ vọng trong 6 tháng cuối năm 2020 (i) chi phí nguyên vật liệu dự kiến giao dịch quanh vùng đáy (ii) giá bán tăng nhẹ từ quý 4 năm 2020 giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện

+ Biên chi phí SG&A của VHC năm 2020 chiếm 4.9% doanh thu; giảm nhẹ 0.2% so với cả năm 2019

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh của VHC

Đv: tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9,271	7,867	8,544	10,827
<i>Tăng trưởng</i>	13.7%	-15.1%	8.6%	
DT bán thành phẩm	7,366	5,699	5,978	
DT bán phụ phẩm	1,102	967	960	
DT bán hàng hóa	864	1,163	1,441	
DT bán nguyên vật liệu	21	9	47	
DT cung cấp dịch vụ	53	55	55	
Giá vốn hàng bán	(7,232)	(6,334)	(7,039)	(8,908)
Lợi nhuận gộp	2,039	1,533	1,505	1,918
<i>Biên LNG</i>	21.9%	19.4%	17.6%	17.7%
Chi phí bán hàng	(210)	(252)	(231)	(292)
<i>Biên Chi phí bán hàng</i>	2.2%	3.2%	2.7%	2.7%
Chi phí quản lý Dn	(144)	(149)	(191)	(196)
<i>Biên Chi phí quản lý Dn</i>	1.5%	1.9%	2.2%	1.8%
Lợi nhuận trước thuế	1,688	1,309	1,118	1,529
Lợi nhuận sau thuế	1,442	1,180	951	1,300
EPS	15,489	12,573	5,169	7,067
<i>Tăng trưởng</i>	137.9%	-18.8%		37.1%

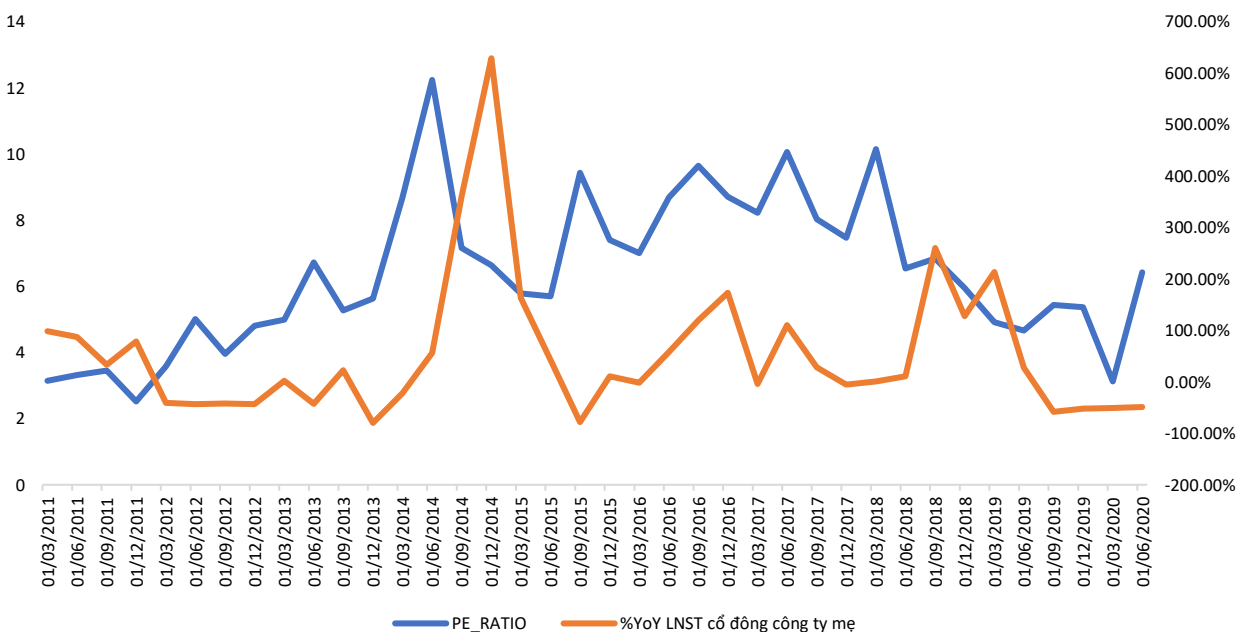
Nguồn: BSC Research

+ Phương pháp PE: Hiện tại, giá cổ phiếu của VHC đang được giao dịch quanh mức P/E trailing = 5.3, chiết khấu 14% so với mức P/E trung vị 10 năm. Với kỳ vọng (i) kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm hồi phục (LNST + 28%YoY) nhờ các thị trường dỡ bỏ lệnh giãn cách xã hội và (ii) năm 2021 tăng trưởng từ mức nền thấp của 2020 và đóng góp của mảng Collagen và Gelatin (EPS 2021 dự phóng = 7,067 VND, PE dự phóng 2021 = 4.7), BSC cho rằng VHC đã trải qua 1 chu kỳ giá xuống và ở thời điểm trong giai đoạn đầu tiên đảo chiều và phục hồi của doanh nghiệp. Vì vậy, BSC quyết định nâng mức định giá P/E của công ty từ 5.5 lên 6.5.

Bảng Mức định giá P/E qua các chu kỳ của VHC

	Mức P/E
Chu kỳ tăng giá 2017 – 2018	7.16
Chu kỳ tăng giá 2014 – 2015	6.64
Chu kỳ giảm giá 2019 – 2020	5.37
Chu kỳ giảm giá 2012 – 2013	4.81
Mức P/E trung vị 10 năm	6.19

Mức P/E quý và tăng trưởng lợi nhuận của VHC



Nguồn: Bloomberg

Phương pháp PE	2020	2021	2022
EPS	5,169	7,067	8,127
PE	6.5	6.5	6.5
Giá trị hợp lý	33,590	45,935	52,826

Nguồn: BSC Research

+ Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:

	2020	2021	2022
Dòng tiền tự do của công ty	623	350	760
Giá trị hiện tại	7,439		
Tổng giá trị doanh nghiệp	9,017		
Nợ	866		
Vốn chủ sở hữu	8,151		
Số lượng cổ phiếu	183,376,956		
Giá trị mỗi cổ phiếu	44,500		

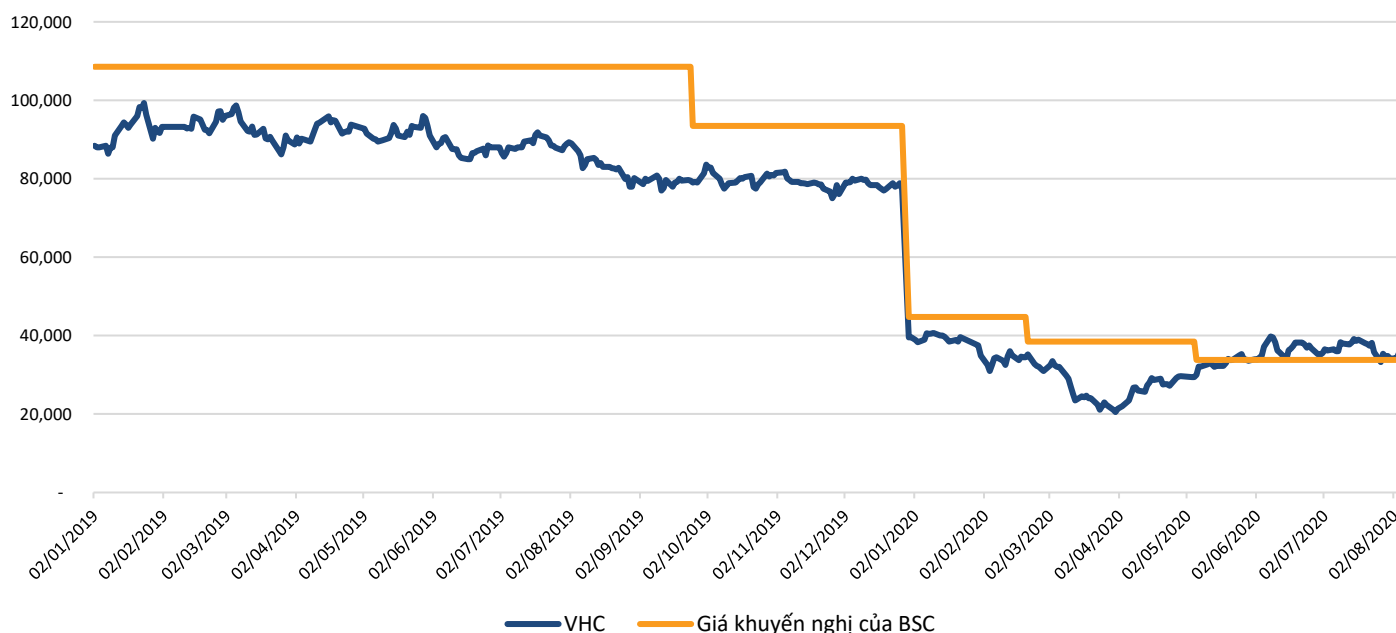
Chi phí vốn bình quân

Rf	6%
Beta	0.9
Ke	13.83%
Kd	8%
E/A	60%
Tax rate	20%
WACC	10.86%
g	1%

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	44,500	50%	22,250
P/E	33,500	50%	16,750
		Giá mục tiêu	39,000
		Giá hiện tại	36,800
		Upside	5.98%

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với **giá mục tiêu mới đối với cổ phiếu là 39,000 VND** theo hai phương pháp P/E và FCFF với tỷ trọng 50%/50%, tăng 15.3% so với giá mục tiêu cũ là 33,000 VND.

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VHC SO VỚI KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC



PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

VHC – CTCP Vĩnh Hoàn – Gặp khó trước ngưỡng cản

Điểm nhấn kỹ thuật

- ❖ Xu hướng hiện tại: Tích lũy
- ❖ Chỉ báo xu hướng MACD: Đường MACD ở trên đường tín hiệu.
- ❖ Chỉ báo RSI: Ở trên giá trị 50.
- ❖ Đường MA: EMA12 ở trên EMA26.

Nhận định

VHC đang ở trong trạng thái tích lũy trung hạn khi cổ phiếu những tuần gần đây chủ yếu dao động dưới khu vực kháng cự 39-40 sau khi có quãng thời gian tăng giá từ đầu tháng 4. Các chỉ báo xu hướng hiện vẫn đang ủng hộ cho chiều hướng tăng nhưng đã mạnh nha chuyển sang phía có thể xuất hiện sự đảo chiều. Thanh khoản cổ phiếu cũng có sự suy giảm và đang thấp hơn khối lượng trung bình 20 tuần gần nhất. Chỉ báo động lượng RSI vẫn duy trì ở trên giá trị 50 nên VHC có thể vẫn sẽ tiếp tục đi ngang thêm 1,2 tuần nữa. Nhìn chung, diễn biến của thị trường vẫn còn đang khá bấp bênh nên trong điều kiện như vậy thì VHC sẽ khó có được sự bứt phá. Theo đánh giá hiện tại của chúng tôi, nhiều khả năng cổ phiếu sẽ xuất hiện sự điều chỉnh về các ngưỡng hỗ trợ thấp hơn trước khi có một cú hích mạnh trong tương lai để VHC có thể thiết lập lại xu hướng tăng dài hạn.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư nên theo dõi thêm diễn biến sắp tới của VHC trước khi quyết định giải ngân, cân nhắc giảm tỷ trọng nếu đang nắm giữ.



Nguồn: BSC, PT KT iTrade

PHỤ LỤC 1: Collagen và Gelatin

I. Thông tin tổng quan về Collagen và Gelatin

Collagen là một loại protein chiếm 25% tổng lượng trong cơ thể, chức năng chính của Collagen trong cơ thể là kết nối các mô, kích thích quá trình trao đổi chất. Gelatin là một sản phẩm được chiết xuất từ Collagen, được sử dụng nhiều trong thực phẩm, dược phẩm,...

Theo QY Research, thị trường của các sản phẩm Collagen toàn cầu ước tính có giá trị đạt 3.1 tỷ USD trong năm 2018 và dự kiến tốc độ tăng trưởng hàng năm (CAGR) quanh mức 5.09% trong giai đoạn 2017 – 2025.

a. Nguyên liệu đầu vào để sản xuất Collagen và Gelatin

Collagen được sản xuất từ nhiều bộ phận (ví dụ: da, xương,...) của nhiều loài động vật (ví dụ: trâu bò, lợn, cá,...). Trong đó, theo QY Research, Collagen được sản xuất từ trâu, bò chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu nguồn cung cấp (~42.6% tỷ trọng) nhưng dự kiến sẽ giảm nhẹ trong năm 2025 do Collagen từ thủy sản đang ngày càng được ưa chuộng hơn.

Bảng Một số thông tin về Collagen chia theo nguồn gốc động vật

	Sản lượng (MT) 2017	Sản lượng (MT) 2025	Thị phần 2017	Thị phần 2025F	Doanh thu 2018 (triệu USD)	Tỷ trọng doanh thu 2018
Từ trâu bò	34,053	48,819	42.57%	41.03%	1,186.91	37.85%
Từ lợn	17,230	23,951	21.54%	20.13%	568.81	18.14%
Từ thủy sản	24,502	40,038	30.63%	33.65%	1,200.24	38.28%
Khác	4,208	6,175	5.26%	5.19%	179.62	5.73%
Tổng	79,993	118,983	100%	100%	3,135.58	100%

Bảng So sánh Điểm mạnh và Điểm yếu giữa nguồn gốc tạo ra Collagen

	Từ trâu bò	Từ lợn	Từ thủy sản
Điểm mạnh	+ Sản lượng chế biến cao (8 – Chi phí rẻ nhất 20%) + Chi phí thấp so với nguồn gốc từ thủy sản + Có khả năng đạt chứng nhận Halal/Kosher*		+ Đa dạng nguồn gốc + Được cho là an toàn với hầu hết các ứng dụng
Điểm yếu	+ Nhạy cảm với người theo đạo Hindu, Sikh + Dị ứng với sản phẩm collagen từ trâu bò	+ Bị cấm sử dụng với những người theo Đạo Hồi	+ Tỷ suất thu hồi thấp (1.2%)** + Có thể gây tác dụng phụ (do gen từ thủy sản khác với gen người)

*Chứng nhận Halal/Kosher: giấy chứng nhận, xác nhận rằng sản phẩm không có các chất cấm theo yêu cầu Shari'ah Islamiah (Luật Hồi giáo) và đáp ứng yêu cầu vệ sinh thực phẩm

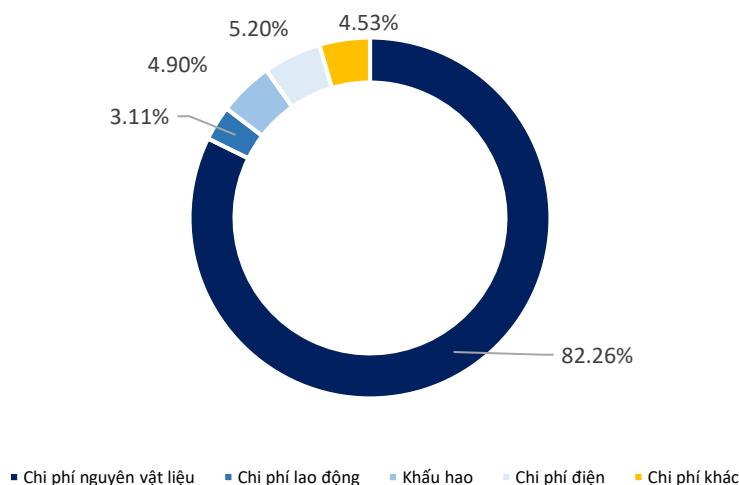
**1 kg nguyên vật liệu sản xuất ra 12g Collagen

Nguồn: QY Research

b. Chi phí sản xuất Collagen

Tùy thuộc vào nguồn gốc khác nhau thì chi phí sản xuất Collagen sẽ khác nhau: thông thường, chi phí sản xuất Collagen từ thủy sản sẽ cao nhất do tỷ suất thu hồi thấp nhất (1.2% so với 8% - 20% từ trâu bò). Đồng thời, giá nguyên vật liệu (giá lợn, giá trâu, ...) cũng ảnh hưởng đến chi phí sản xuất Collagen.

Cơ cấu chi phí sản xuất Collagen



Nguồn: BSC tổng hợp

c. Ứng dụng của Collagen và Gelatin

Collagen và Gelatin có nhiều ứng dụng trong đời sống, bao gồm:

- + Thực phẩm đồ uống: các sản phẩm thạch, màng bọc xúc xích,...
- + Dược thực phẩm: thực phẩm chức năng, thực phẩm bổ sung
- + Mỹ phẩm: sản phẩm dưỡng da
- + Y khoa

Trong đó, ứng dụng để làm Dược thực phẩm chiếm tỷ trọng lớn nhất trong năm 2017 (~40%) và được kỳ vọng tiếp tục duy trì được vị thế đó trong năm 2025.

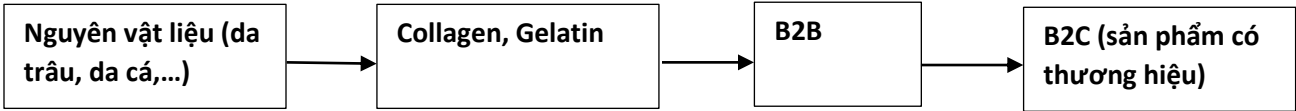
Bảng Một số thông tin về ứng dụng của Collagen

	2013 (MT)	2017 (MT)	2025 (MT)	Thị phần 2017	Doanh thu (tr USD)	\$/MT
Thực phẩm	17,614	21,694	32,399	27.23%	692.38	31,916
Bổ sung	25,989	32,125	47,665	40.06%	1,262.13	39,288
Mỹ phẩm	6,605	8,239	12,374	10.40%	306.81	37,238
Y khoa	9,117	11,183	16,812	14.13%	447.26	39,995
Khác	5,243	6,751	9,733	8.18%	241.79	35,815
Tổng	64,568	79,993	118,983	100%	2,950.38	36,883

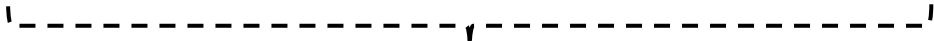
Nguồn: QY Research

II. So sánh một số doanh nghiệp sản xuất Collagen và Gelatin trên thế giới

Mô hình hoạt động của một số doanh nghiệp trong lĩnh vực Collagen



Mô hình của VHC



Mô hình của các đối thủ
trong mảng Collagen

Theo BSC tìm hiểu, các doanh nghiệp trên thế giới tập trung phát triển chuyên sâu vào Collagen và Gelatin (kết hợp các sản phẩm hóa chất khác) để đưa ra thị trường các sản phẩm có thương hiệu riêng. Mô hình này khác biệt hoàn toàn với Vĩnh Hoàn – doanh nghiệp thủy sản phát triển thêm các sản phẩm từ cá (do đó, tự chủ được một phần nguồn nguyên vật liệu đầu vào). Việc khác biệt trong mô hình kinh doanh khiến biên lợi nhuận thuần Collagen và Gelatin giữa các doanh nghiệp khác biệt: VHC (36% - 2019), Nitta (21% - 2016), Collagen Solution (73% - 2019).

Bảng Thông tin các doanh nghiệp sản xuất Collagen và Gelatin

Công ty	Thị trường hoạt động	Ứng dụng	Nguồn Collage	Sản phẩm
Collagen Matrix	USA	Y khoa	Trâu bò, Lợn	Collagen y khoa
Gold Collagen	Anh	Mỹ phẩm	Thủy sản	Collagen làm đẹp
Nitta Gelatin	Châu Á, Bắc Mỹ	Thực phẩm – đồ uống, Dược thực phẩm, Sức khỏe	Trâu bò, Lợn, Thủy sản	Gelatin, Collagen
Nippi Inc	Nhật Bản	Dược thực phẩm, Thực phẩm, Y khoa, Mỹ phẩm	Trâu bò, Lợn, Thủy sản, Gia cầm	Gelatin, Collagen, Bột PVC
Rousselot B.V.	EU, Bắc Mỹ, Châu Á	Thực phẩm, đồ uống, Y dược	Trâu bò, Lợn	Gelatin và Collagen

Nguồn: BSC tổng hợp

PHỤ LỤC 2

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9,323	7,867	8,544	10,827
Giá vốn hàng bán	-7,281	-6,334	-7,039	-8,908
Lợi nhuận gộp	2,042	1,533	1,505	1,919
Chi phí bán hàng	-209	-252	-230	-292
Chi phí QLDN	-142	-149	-191	-196
Lãi/lỗ HĐKD	1,747	1,308	1,118	1,568
Doanh thu tài chính	148	251	126	239
Chi phí tài chính	-178	-90	-96	-122
Chi phí lãi vay	-56	-59	-96	-122
Lợi nhuận từ CTLD/LK	86	14	10	10
Lãi/lỗ khác	-39	1	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,708	1,309	1,118	1,568
Thuế thu nhập DN	-256	-130	-168	-235
LN sau thuế	1,452	1,179	951	1,333
CĐTS	0	0	0	0
LNST - CĐTS	1,452	1,179	945	1,333
EPS	15,585	12,559	5,169	7,247

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	43	86	304	78
Đầu tư ngắn hạn	608	1,492	1,492	1,492
Phải thu ngắn hạn	1,999	1,516	1,790	2,269
Tồn kho	1,377	1,414	1,414	1,252
TS ngắn hạn khác	103	103	103	103
TS ngắn hạn	4,130	4,611	4,927	5,549
TS hữu hình	1,407	1,504	1,701	2,094
TS dở dang dài hạn	259	335	285	235
ĐT dài hạn	396	1	1	1
TS dài hạn khác	105	154	154	154
TS dài hạn	2,169	2,001	2,142	2,527
Tổng TS	6,299	6,612	7,070	8,076
Khoản phải trả	272	282	263	334
Vay ngắn hạn	1,269	866	966	1,016
Nợ ngắn hạn khác	253	218	338	352
Tổng Nợ ngắn hạn	2,242	1,716	1,667	1,897
Vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ dài hạn	33	19	19	19
Tổng Nợ	2,275	1,735	1,776	2,143
Vốn góp	924	1,834	1,834	1,834
Thặng dư vốn cổ phần	224	224	224	224
LN chưa phân phối	2,876	2,931	3,183	3,754
Vốn chủ khác	0	0	0	0
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng Vốn chủ sở hữu	4,024	4,991	5,294	5,933
Tổng nguồn vốn	6,299	6,612	7,070	8,076
Số lượng cổ phiếu lưu hành	92.4	183.3	183.3	183.3

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
(Lỗ)/LNST	1,708	1,309	1,140	1,601
Khấu hao và phân bổ	150	165	193	256
Thay đổi vốn lưu động	-863	591	-145	-718
Điều chỉnh khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ KD	909	1,489	998	877
Tiền chi mua TSCĐ	-741	-378	-350	-600
Đầu tư khác	-136	-365	-300	-200
LCTT từ HĐ Đầu tư	-877	-743	-650	-800
Tiền chi trả cổ tức	-369	-185	-275	-275
Tiền từ vay ròng	325	-403	240	140
Tiền thu khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	-34	-703	-35	-135
Dòng tiền đầu kỳ	45	43	86	304
Dòng tiền cuối kỳ	43	86	304	78

Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.84	2.69	2.95	2.92
Hố TT nhanh	1.18	1.80	2.15	2.02

Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTTS	36%	26%	26%	27%
Hố Nợ/VCSH	57%	36%	35%	36%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	64.8	80.4	69.1	58.1
Số ngày phải thu	61.4	77.6	66.9	65.3
Số ngày phải trả	12.7	16.0	14.2	12.3
CCC	113.3	142.0	121.8	111.2

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	21.9%	19.5%	17.6%	17.7%
Lợi nhuận LNST	15.6%	15.0%	11.3%	11.8%
ROE	41.7%	26.5%	18.8%	22.9%
ROA	25.6%	18.3%	14.1%	17.0%

Định Giá				
PE	8.1	6.1	6.5	6.5
PB	1.7	2.2		

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	14.4%	-15.6%	8.6%	26.7%
Tăng trưởng LNNT	136.3%	-23.3%	-13.3%	37.1%
Tăng trưởng EPS	137.9%	-19.4%		37.1%

Nguồn: BSC Research.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020
Doanh thu thuần	2,025	1,882	2,171	1,636	1,630
LN gộp	428	370	305	215	320
DT tài chính	148	35	54	55	40
CP tài chính	(24)	(22)	(24)	(18)	(40)
Lãi vay	(15)	(14)	(12)	(12)	(9)
CP bán hàng	(62)	(65)	(76)	(39)	(36)
CP QLDN	(35)	(32)	(38)	(40)	(36)
Lãi/lỗ HĐKD	444	286	222	172	247
TN nhập khác (ròng)	6	(2)	0	(1)	(6)
LN trước thuế	449	283	223	172	241
LN sau thuế	392	254	199	152	215
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	392	254	199	152	215
EPS	4,437	2,692	2,118	836	1,175

TS ngắn hạn	4,111	4,443	4,664	4,612	4,497
Tiền và ĐT ngắn hạn	1,072	1,183	1,340	1,578	1,723
Phải thu ngắn hạn	1,226	1,286	1,451	1,516	1,180
Tồn kho	1,711	1,875	1,779	1,414	1,450
TS ngắn hạn khác	103	99	94	103	145
TS dài hạn	2,147	1,804	1,836	2,001	2,243
Phải thu dài hạn	1	1	6	6	1
Đầu tư dài hạn	1,396	1,449	1,431	1,504	1,739
TS dở dang dài hạn	281	238	245	335	319
TS dài hạn khác	106	111	153	155	182
Tổng TS	6,258	6,247	6,500	6,613	6,740
Nợ phải trả	1,935	1,737	1,708	1,734	1,495
Nợ ngắn hạn	1,906	1,709	1,687	1,714	1,477
Vay ngắn hạn	1,208	994	1,007	866	849
Nợ dài hạn	30	28	21	20	18
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	4,323	4,509	4,791	4,879	5,244
Vốn góp	924	924	924	1,834	1,834
LN chưa phân phối	3,175	3,362	3,644	2,933	3,299
Tổng nguồn vốn	6,258	6,247	6,500	6,613	6,740

% yoy DT	-5.2%	-25.4%	-23.3%	-8.2%	-19.5%
Biên ln gộp	21.2%	19.7%	14.1%	13.1%	19.6%
Lãi vay/DTT	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%
CP bán hàng/DTT	3.1%	3.5%	3.5%	2.4%	2.2%
Biên ln thuần	1.7%	1.7%	1.7%	2.5%	13.2%

VHC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 1,630 tỷ đồng (-19.5% YoY) và 215 tỷ đồng (-49% YoY). Việc suy giảm về doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ việc kim ngạch xuất khẩu sang thị trường Mỹ giảm mạnh do cách ly xã hội (-48% YoY). Đồng thời, cùng kỳ công ty ghi nhận mức lợi nhuận đột biến 100 tỷ từ việc thoái công ty con Vạn Đức Tiền Giang.

VHC lần đầu tiên đổi tiền gửi tiết kiệm vào đầu tư chứng khoán kinh doanh. Công ty đầu tư 190 tỷ vào chứng khoán (chủ yếu MWG, FPT, HPG) và đang ghi nhận mức lỗ 6 tỷ đồng.

Hàng tồn kho của VHC giảm 18% so với Q4.2019. Các khoản phải thu với các khách hàng lớn đều giảm: Coast Beacon (-24.8% YTD), Octogone Trading Co., (-14.0% YoY).

Nợ vay tiếp tục giảm so với đầu năm. BSC đánh giá rằng tình hình tài chính vẫn lành mạnh. Trong bối cảnh các dự án đầu tư đều chậm lại, nhu cầu vay ngân hàng của VHC tiếp tục giảm.

Biên lợi nhuận gộp của VHC thường biến động khá mạnh phụ thuộc vào biến động giá nguyên vật liệu trên thị trường.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020
Hsố TT ngắn hạn	2.60	2.76	2.69	3.09	3.04
Hsố TT nhanh	0.70	0.79	0.92	1.10	1.26
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.71	0.72	0.70	0.67	0.67
TSDH/ TTS	0.29	0.28	0.30	0.33	0.33
Hsố Nợ/ TTS	0.28	0.26	0.26	0.22	0.22
Hsố Nợ/ VCSH	0.39	0.36	0.36	0.28	0.29
Nợ ngắn hạn / TTS	0.27	0.26	0.26	0.22	0.22
Nợ DH / TTS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	4.80	4.21	4.05	3.84	3.78
Vquay phải thu	7.26	5.30	6.18	5.07	5.90
Vquay phải trả	34.54	54.41	24.31	10.1	5.20
Số ngày HTK	76.1	86.6	90.0	95	96.6
Số ngày phải thu	50.3	68.9	59.1	72	61.9
Số ngày phải trả	10.6	6.7	15.0	36	70.2
CCC	115.8	148.8	134.1	131	88.3
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	19.4%	16.5%	9.20%	9.30%	13.2%
LNST/VCSH (%)	44.9%	32.6%	26.5%	24.6%	16.8%
LNST/TTS	28.2%	44.4%	18.3%	18.6%	3.20%
LN từ HĐKD/DTT	21.9%	15.2%	10.2%	10.5%	15.2%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.49	0.70	1.45	1.28	1.29
DT/TTS	1.49	2.68	1.22	2.00	0.24
EBIT/DT	23.3%	15.8%	10.8%	11.3%	0.15
EBT/EBIT	96.9%	95.9%	95.7%	93.3%	0.96
lãi ròng/LNTT	86.5%	88.8%	90.2%	88.5%	0.89
6. Định giá					
PE	-	-	-	-	-
PB	-	-	-	-	-
EPS	4,437	2,692	2,118	836	1,172
BVPS	49,107	51,854	26,593	27,416	26,913
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	19.5%	8.40%	5.00%	2.90%	8.0%
Nợ	-15.5%	-22.9%	-23.8%	-27.1%	-12.7%
DTT	-5.20%	-25.4%	-23.3%	-8.20%	-19.5%
LN gộp	-5.30%	-50.9%	-46.7%	-49.0%	-26.7%
LNST	19.2%	-58.3%	-52.1%	-50.5%	-48.7%
EPS	19.2%	-58.3%	-51.0%	-74.4%	-74.2%

Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh duy trì mức an toàn

Cơ cấu tài sản an toàn. Tài sản ngắn hạn chiếm 67% trong cơ cấu tài sản của VHC, chủ yếu đến từ tiền mặt và hàng tồn kho.

Tỷ trọng nợ vay ngắn hạn và dài hạn/ TTS duy trì mức thấp chiếm 22%.

Khả năng sinh lời ROE của NLG giảm sút trong Q2.2020

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 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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

