

Khuyến nghị	BÁN
Giá mục tiêu (VNĐ)	32,570
Giá thị trường	38,000
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	45,900 – 20,500
Vốn hoá (tỷ đồng)	6,914
SL cổ phiếu lưu hành (cp)	181.946.026
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	625.496
Sở hữu nước ngoài	32,82%

## Diễn biến giá (1 năm)



Cổ đông lớn (%)	
Trương Thị Lệ Khanh	43,16
Mitsubishi Corporation	6,54

## Tổng quan công ty

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC) được thành lập từ năm 1997 và hiện đang hoạt động chính trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu thủy sản với cá tra là mặt hàng chủ đạo.

## Chuyên viên phân tích

Đoàn Nhật Anh  
+84 2432181896  
[anh.doan@ecsc.com.vn](mailto:anh.doan@ecsc.com.vn)

## Cập nhật KQKD

Từ năm 2016 tới 2018, doanh thu thuần (DTT) của VHC trải qua một thời kỳ tăng trưởng ổn định, đạt đỉnh năm 2018 nhưng có xu hướng đảo chiều năm 2019 với DTT và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 7,867 tỷ đồng (-15,1% yoy) và 1,442 tỷ đồng (-18,2% yoy). Sau khi tăng mạnh năm 2017 và 2018, giá cá tra liên tục giảm đến cuối năm 2019 tại tất cả thị trường đã ảnh hưởng không tốt tới mảng bán cá tra thành phẩm, mảng mang lại doanh thu chủ yếu cho Công ty. Thêm nữa là, thị trường Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Vĩnh Hoàn với tỷ trọng 54% tổng doanh thu cá tra năm 2019, giảm mạnh so với 70% của năm 2018. Nguyên nhân đến từ giá bán giảm cùng với các nhà nhập khẩu bên Mỹ có xu hướng mua hàng trong ngắn hạn và không trữ hàng tồn kho. Mặc dù tình hình thị trường bất lợi nhưng LNST của VHC vẫn đạt mức cao nhất ngành thủy sản Việt Nam năm 2019.

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của VHC tăng trưởng ổn định từ năm 2016 và nhưng có dấu hiệu giảm tốc sau khi đạt đỉnh 22,0% năm 2018. Năm 2019 tỷ lệ này đạt 19,5%, giảm nhẹ so với cùng kỳ 2018 là do giá vốn bán hàng chỉ giảm 12,4% trong khi doanh thu thuần giảm tới 15,1%. Có chung xu hướng, biên lợi nhuận sau thuế (BLNST) liên tục tăng từ năm 2016 đến 2018 và giảm không đáng kể xuống 15,0% năm 2019. Nguyên nhân chính là do Công ty không hướng tới gia tăng lợi nhuận mà tập trung mở rộng thị trường mới bao gồm Honduras, Colombia và Hàn Quốc và phát triển vị thế tại các thị trường chiến lược như Trung Quốc, Châu Âu. Các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp được quản lý tốt, tăng không đáng kể so với cùng kỳ 2018. Thêm nữa là chi phí tài chính giảm 46,3% đã giúp BLNST năm 2019 chỉ giảm 0,6% trong khi BLNG giảm tới 2,5% so với năm 2018.

Trong Q1/2020, DTT đạt 1,636 tỷ đồng (giảm 8,6% so với Q1/2019) và LNG đạt 215 tỷ đồng (giảm 48,9% so với Q1/2019). Doanh thu của VHC giảm so với cùng kỳ là do giá bán giảm cộng với ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 đã làm tình hình trở nên xấu hơn. Mặc dù chi phí tài chính, bán hàng và quản lý doanh nghiệp đều giảm nhưng LNG giảm mạnh đã khiến LNST Q1/2020 đạt 152 tỷ đồng, giảm tới 50,5% so với Q1/2019.

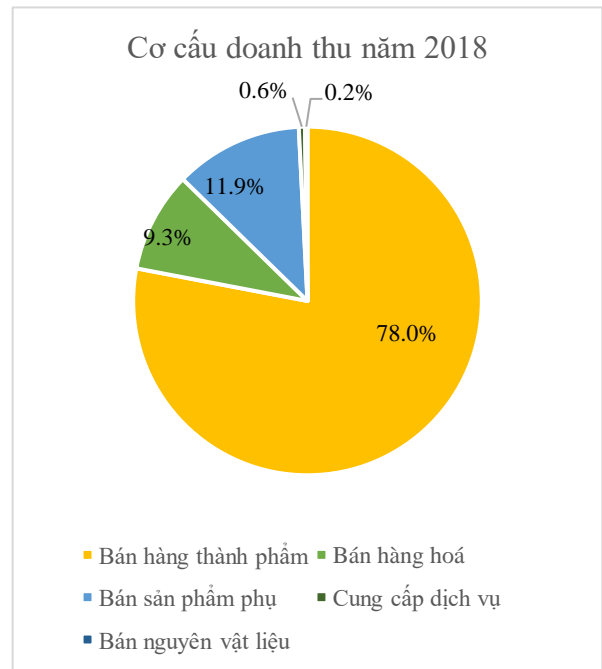
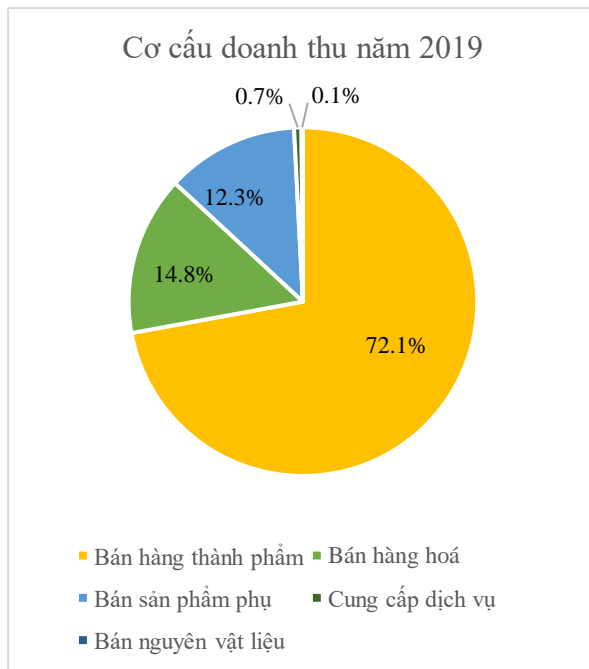
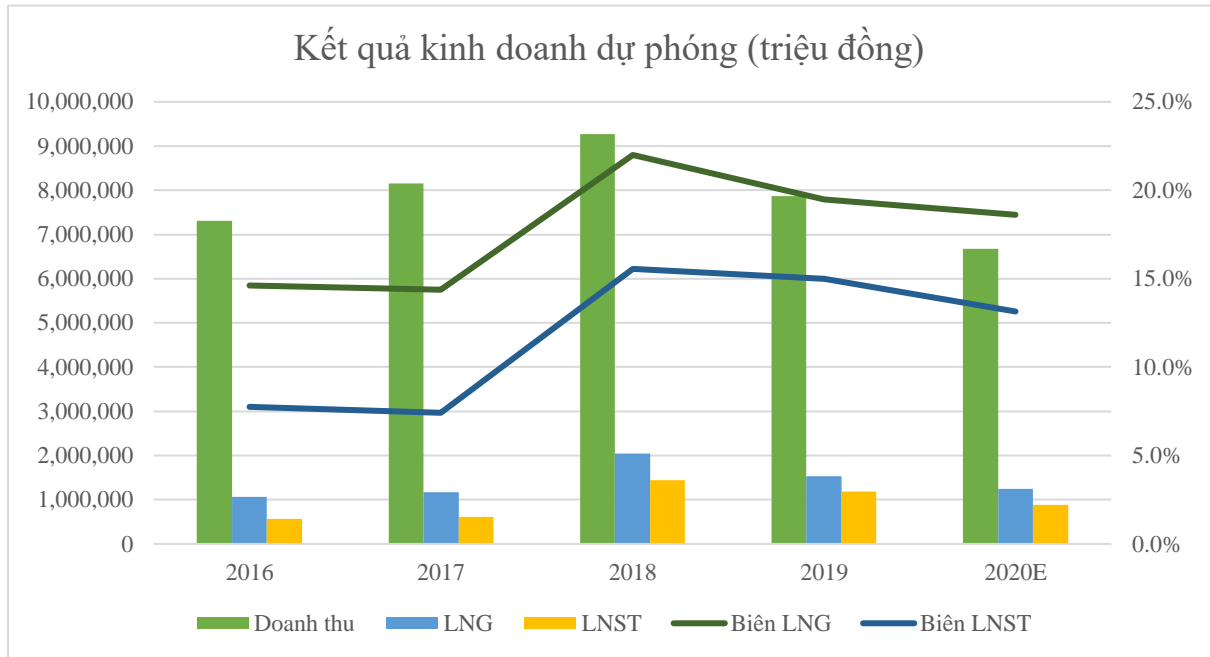
## Định giá

Hiện nay dịch Covid-19 đã được kiểm soát tại Việt Nam và các hoạt động sản xuất kinh doanh đã được mở cửa trở lại. Nhưng doanh thu và lợi nhuận của VHC sẽ bị ảnh hưởng nếu dịch bệnh trên thế giới không được kiểm soát như số ca nhiễm vẫn tăng kỷ lục tại Mỹ. Thêm nữa là các rủi ro đến từ nền kinh tế toàn cầu suy thoái kéo dài và sự gia tăng hàng rào thuế quan. Chúng tôi khuyến nghị Bán cổ phiếu VHC vì lý do mức giá hiện tại (38,000 đồng/cp ngày 10/07/2020) cao hơn với mức định giá là 32,570 đồng/cp (dựa trên phương pháp EV/EBITDA và P/E).

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

Kết quả hoạt động kinh doanh	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>7,303,546</b>	<b>8,151,497</b>	<b>9,271,329</b>	<b>7,867,144</b>	<b>6,675,629</b>
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>12.5%</i>	<i>11.6%</i>	<i>13.7%</i>	<i>-15.1%</i>	<i>-15.1%</i>
Giá vốn hàng bán	6,236,783	6,979,607	7,231,966	6,334,062	5,432,628
<b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>1,066,764</b>	<b>1,171,889</b>	<b>2,039,363</b>	<b>1,533,082</b>	<b>1,243,002</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.4%</i>	<i>22.0%</i>	<i>19.5%</i>	<i>18.6%</i>
Doanh thu hoạt động tài chính	86,739	58,396	137,003	251,193	155,897
Chi phí tài chính	92,877	88,525	167,116	89,670	100,953
Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh	0	0	78,752	14,107	11,970
Chi phí bán hàng	266,378	269,403	210,446	251,819	195,278
Chi phí quản lý doanh nghiệp	114,678	141,299	143,565	148,800	115,117
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>679,569</b>	<b>731,058</b>	<b>1,733,990</b>	<b>1,308,093</b>	<b>999,521</b>
Lợi nhuận khác	-7,135	-8,278	-46,428	1,278	1,084
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>672,433</b>	<b>722,781</b>	<b>1,687,562</b>	<b>1,309,371</b>	<b>1,000,606</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>565,438</b>	<b>604,574</b>	<b>1,442,098</b>	<b>1,179,123</b>	<b>878,067</b>
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.4%</i>	<i>15.6%</i>	<i>15.0%</i>	<i>13.2%</i>

Bản cân đối kế toán (triệu đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,748,388</b>	<b>3,004,111</b>	<b>4,140,347</b>	<b>4,611,361</b>	<b>4,036,243</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	164,636	45,345	43,242	86,422	73,333
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	169,275	372,822	607,750	1,491,779	1,265,842
Các khoản phải thu ngắn hạn	1,150,325	1,329,417	2,001,763	1,516,144	1,363,923
Hàng tồn kho	1,213,756	1,202,371	1,385,654	1,413,752	1,199,633
Tài sản ngắn hạn khác	50,397	54,156	101,939	103,264	133,513
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1,702,485</b>	<b>2,038,479</b>	<b>2,158,165</b>	<b>2,001,053</b>	<b>2,151,519</b>
Các khoản phải thu dài hạn	1,167	1,456	1,564	5,884	2,095
Tài sản cố định	1,323,139	1,565,829	1,397,239	1,504,403	1,580,851
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	176,730	224,286	258,755	335,185	410,444
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	17,275	1,298	389,355	1,414	1,414
Tài sản dài hạn khác	112,528	132,123	65,662	114,274	116,824
Lợi thế thương mại	71,645	113,487	45,591	39,892	39,892
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>4,450,873</b>	<b>5,042,590</b>	<b>6,298,512</b>	<b>6,612,414</b>	<b>6,187,762</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2,057,759</b>	<b>2,099,973</b>	<b>2,283,331</b>	<b>1,735,134</b>	<b>1,379,527</b>
Nợ ngắn hạn	1,517,030	1,670,509	2,250,750	1,715,664	1,361,308
Nợ dài hạn	540,730	429,465	32,580	19,470	18,220
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,393,114</b>	<b>2,942,617</b>	<b>4,015,181</b>	<b>4,877,280</b>	<b>4,808,235</b>



### Kết quả kinh doanh năm 2019 công ty khác trong ngành

	BLNG	BLNST	ROE	ROA	P/E	P/B
CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (VHC)	9.9%	2.6%	10.1%	5.1%	8.5	0.9
CTCP Nam Việt (ANV)	23.3%	15.7%	33.3%	18.6%	4.1	1.2
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia (IDI)	9.0%	4.2%	11.3%	4.4%	3.8	0.4
CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)	19.5%	15.0%	26.5%	18.3%	3.1	0.7

**Phương pháp định giá**

<b>Định giá theo P/E</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
P/E	9.42	8.14	6.09	3.06	4.91
EPS					4,826
Giá thị trường dự kiến					23,693
<b>Định giá theo EV/EBITDA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
EV/EBITDA (lần)	5.24	4.41	3.40	5.89	6.58
EBITDA (triệu)					1,240,145
EV (triệu)					8,154,604
Nợ vay (triệu)					687,155
Lợi ích cổ đông thiểu số (triệu)					0
Giá trị thị trường cổ phiếu ưu đãi (triệu)					0
Tiền và tương đương tiền (triệu)					73,333
Vốn hóa thị trường (triệu)					7,540,783
Cổ phiếu lưu hành (triệu)					182
Giá thị trường (đồng)					41,445
					<b>2020F</b>
P/E (50%)					11,846
EV/EBITDA (50%)					20,723
Giá trị hợp lý					32,569

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC), 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 Eurocapital (ECC) 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 Eurocapital (ECC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của ECC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital.

**Công ty cổ phần chứng khoán Eurocapital**

Tầng 5, Tòa nhà Mặt Trời Sông Hồng, Số 23 Phan Chu Trinh, Phường Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội.

Điện thoại: +84 2432181896

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