

Thủy sản

Cập nhật
May 8, 2019

(Duy Trì)	Mua
Giá mục tiêu (12M, VND)	126.800
Giá hiện tại (03/05/19, VND)	91.500
Lợi nhuận kỳ vọng	37,7%

Lãi ròng (19F, VNDbn)	1,601
Consensus NP (19F, VNDbn)	N/A
Tăng trưởng EPS (19F, %)	116.1
Tăng trưởng Market EPS (19F, %)	13.2
P/E (19F, x)	6.1
Market P/E (19F, x)	16.5
VN INDEX	974.1
Vốn hóa (VNDbn)	8,454
SLCP lưu hành (mn)	92
Tỷ lệ trôi nổi (%)	37.7
Sơ hữu khối ngoại (%)	35.4
Beta (12M)	0.9
52-Week Low	49,000
52-Week High	113,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.3	-0.1	34.5
Tương đối	5.4	-8.2	48.9



Mirae Asset Daewoo Co., Ltd.

[Thủy sản]

Đình Minh Trí
+84-028-3910-2222 (#322)
tri.dm@miraeasset.com.vn

CTCP Vĩnh Hoàn

(VHC VN)

Nỗ lực tăng tốc

Dẫn đầu ngành cá tra cả nước

Năm 2010, thị phần xuất khẩu cá tra của Vĩnh Hòa (VHC) và Hùng Vương (HVG) lần lượt đạt 9% và 7,2%. Sau giai đoạn này, Hùng Vương cố gắng gia tăng thị phần bằng cách tăng nợ để thu tóm các doanh nghiệp trong ngành, nhưng không thành công. Điều này khiến Hùng Vương mất dần vị thế với sự tuột dốc của lợi nhuận. Kết thúc năm 2018, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của VHC ở mức 47%, thấp hơn hẳn con số 140% từ HVG, bất chấp việc HVG đã cố gắng tái cấu trúc, bán bớt tài sản, công ty con để thanh toán nợ. Nhờ chiến lược đúng đắn, thị phần xuất khẩu cá tra năm 2018 của VHC đã ở mức gấp gần 3 lần thị phần của HVG.

Động lực mới từ thị trường Trung Quốc

Thị trường Mỹ vẫn là thị trường chính của VHC, đóng góp quanh mức 60% doanh thu những năm gần đây. Tuy nhiên, VHC đang có kế hoạch giảm bớt phụ thuộc vào thị trường Mỹ và đang gia tăng dần thị phần tại Trung Quốc. Tỷ trọng doanh thu từ Trung Quốc tăng từ mức 2% năm 2014 lên mức 18% năm 2018. Mức tăng trưởng doanh thu năm 2018 tại thị trường Trung Quốc đạt mức 26% YoY nhờ vào đà tăng trưởng từ nhu cầu chuỗi các nhà hàng cũng như kênh thương mại điện tử.

Hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá (POR)

VHC vẫn đang củng cố thị phần tại thị trường Mỹ, khi mà thương hiệu đang duy trì mạnh và chính sách thuế ở mức 0% đang hỗ trợ nhiều năng lực cạnh tranh. Trong khi, hầu hết các doanh nghiệp cá tra Việt Nam đang bị áp thuế khá cao ở thị trường Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VHC có thể gặp áp lực điều chỉnh về biên lợi nhuận sau khi đã có một năm 2018 thành công với biên lợi nhuận gia tăng mạnh.

Kết quả năm 2019 ước tính đi ngang nhưng không phải vấn đề lớn

Năm 2018, doanh thu tăng 14% cùng kỳ, đạt 9.271 tỷ đồng, trong khi lãi ròng tăng 138% lên mức 1.442 tỷ đồng nhờ sự gia tăng giá bán trung bình đến 33%YoY. Trong đó, xuất khẩu cá tra chiếm đến 87% doanh thu.

Năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu thuần tăng trưởng 11,8%YoY, lên mức 10.367 tỷ đồng và lãi ròng giảm 5%YoY, xuống mức 1.379 tỷ đồng, do: 1) ước tính tăng trưởng 16,2% YoY trong sản lượng sản xuất; 2) giá bán trung bình suy giảm 7%YoY; 3) sự chủ động gia tăng tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu đạt mức 40% năm 2019 (hơn 200ha vùng nguyên liệu tại Tân Hưng - Long An sẽ được thêm vào năm 2019 và VHC kế hoạch tiếp tục tăng thêm diện tích trong những năm tới).

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi ước tính EPS 2019 đạt 14.924 đ/cp, tương ứng mức P/E forward đạt 6,1 lần, đây là mức P/E hấp dẫn quanh vùng thấp nhất trong 5 năm trở lại đây.

Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu trong 12 tháng tới ở mức 126.800 đ/cp, tương ứng mức P/E forward đạt 8,5 lần. Đây là mức P/E mà diễn biến giá VHC luôn đạt được trong những năm gần đây, tương ứng mức EV/EBITDA quanh mức thấp 5 năm tại 6.0 lần.

FY (Dec)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
Doanh thu (tỷ đồng)	5,095	6,292	6,493	7,304	8,151	9,271	10,367
LN thuần từ HĐKD (tỷ đồng)	220	416	432	686	761	1,685	1,601
Biên lợi nhuận gộp (%)	4.3	6.6	6.7	9.4	9.3	18.2	17.2
Lãi ròng (tỷ đồng)	176	463	321	565	605	1,442	1,379
EPS (VND)	1,719	4,806	3,274	5,922	6,551	15,489	14,924
ROE (%)	11.3	26.3	15.3	24.5	22.7	41.1	34.0
P/E (x)	9.1	7.9	8.9	9.8	8.1	6.1	5.9
P/B (x)	1.0	1.9	1.3	2.2	1.7	2.2	2.2
Dividend yield (%)	3.3	2.6	3.4	4.3	1.9	4.2	3.2

Note: NP refers to net profit attributable to controlling interests

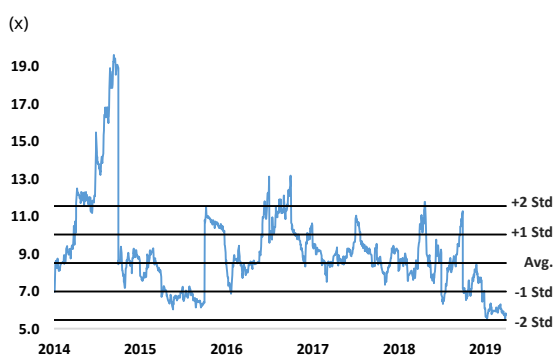
Nguồn: Vĩnh Hoàn, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research ước tính

Chủ động dần nguồn nguyên liệu

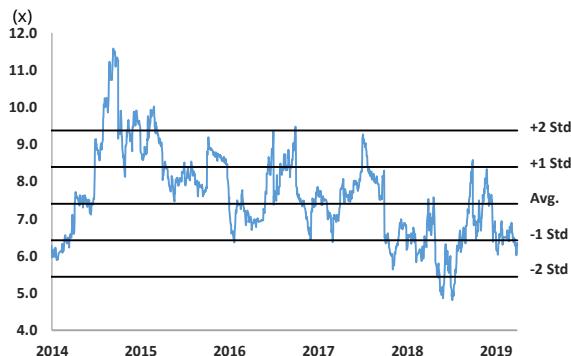
Vĩnh Hoàn đang dẫn đầu Việt Nam về số lượng và diện tích các nông trại được công nhận đạt chuẩn thế giới bao gồm: 180ha đạt chuẩn Hội đồng quản lý nuôi trồng thủy sản (ASC); 135 ha đạt chứng nhận về Các thực hành tốt nhất trong nuôi trồng thủy sản toàn cầu (BAP), và 155ha đạt chuẩn Thực hành nông nghiệp tốt toàn cầu (Global Gap).

Để chủ động vùng nguồn nguyên liệu, VHC đã phát triển 220ha vùng nguyên liệu tại Tân Hưng (Long An), vùng nguyên liệu này cung cấp cá giống vào tháng 1/2019 vừa qua và kỳ vọng sẽ cung cấp cá nguyên liệu vào khoảng tháng 7 - 8/2019. Ngoài ra, VHC đang phát triển thêm 3 nông trại nguyên liệu mới với 100 ha trong nửa cuối 2018, để tăng tổng diện tích vùng nguyên liệu ở mức 642 ha (đã loại trừ Vạn Đức Tiền Giang). Chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ chủ động được 67% vùng nguyên liệu trong năm 2020 - 2021.

Đồ thị 1: Đồ thị P/E

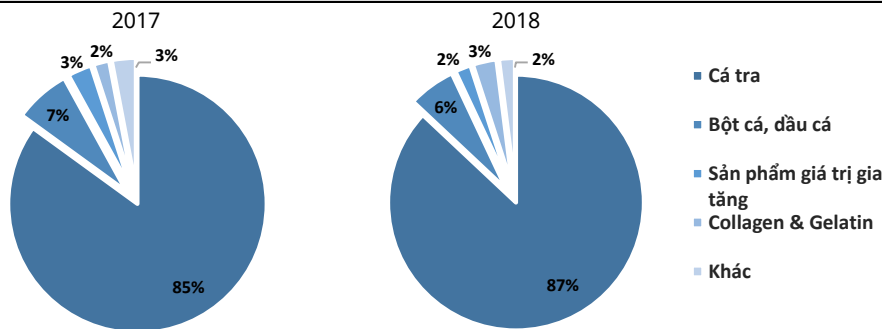


Đồ thị 2: Đồ thị EV/EBITDA



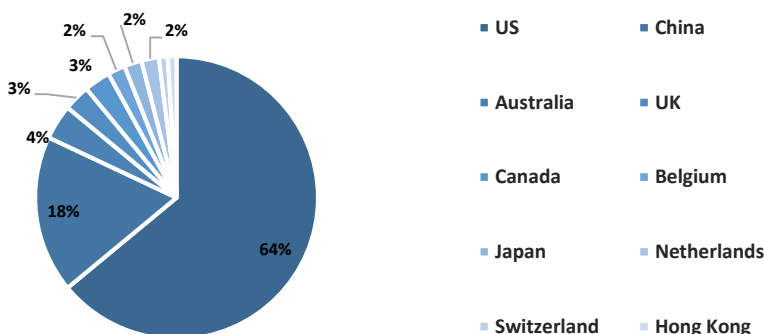
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu VHC năm 2017 & 2018

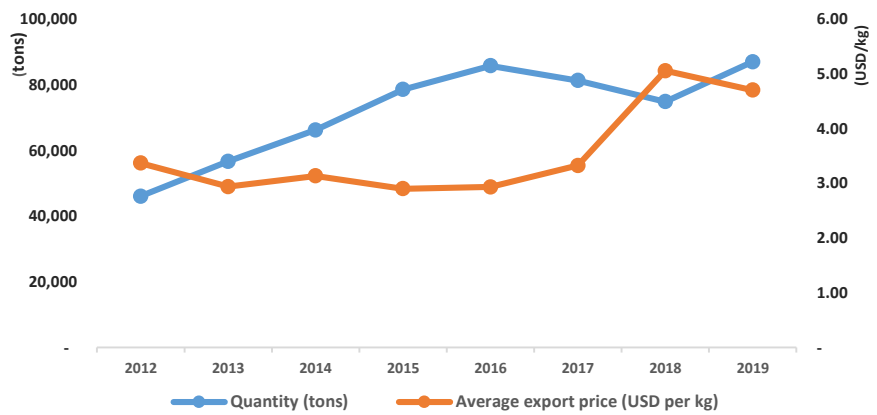


Nguồn: Vĩnh Hoàn

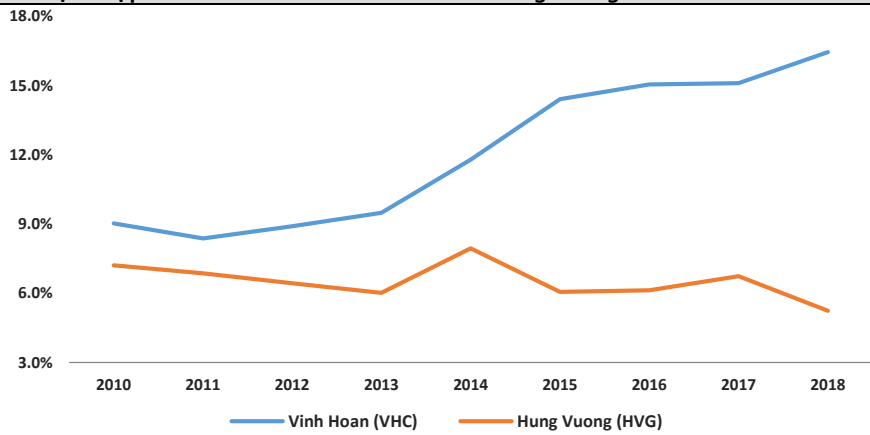
Biểu đồ 2: Thị trường xuất khẩu VHC năm 2018



Đồ thị 3 : Sản lượng và giá bán trung bình cá tra của Vĩnh Hoàn



Đồ thị 4: Thị phần xuất khẩu cá tra Vĩnh Hoàn và Hùng Vương



Nguồn: Vĩnh Hoàn, VASEP, Mirae Asset ước tính

Bảng 1: Công ty con và công ty liên kết

Tên	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% nắm giữ
Thanh Bình Đồng Tháp	150	100%
Vĩnh Hoàn Collagen	100	100%
Vạn Đức Tiền Giang	305	35%
Octogone	23	25%
Thực phẩm Vĩnh Hoàn 2	100	99%
Thực Phẩm Vĩnh Phước	300	100%

Nguồn: Vĩnh Hoàn, Mirae Asset

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major institutional investors as defined in Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This document has been approved for distribution in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Ltd., which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong

(Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.
All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan
12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
