

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 01 năm 2015

Mã giao dịch: VHC

Reuters: VHC.HM

Bloomberg: VHC VN

Duy trì đà tăng trưởng cao

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	47.400
Giá thị trường (08/01/2015)	36.900
Lợi nhuận kỳ vọng	28,65%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	VND 15.400-40.000
Vốn hóa	3.410 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	92.403.943 cp
KLGD bình quân 10 ngày	51.707
% sở hữu nước ngoài	23,51%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0.58

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VHC	135,5%	-5,1%	1,6%	36,7%
VN-Index	9,5%	-0,7%	-8,4%	-7,9%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Điểm nhấn đầu tư.

- **Hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2014.** Kim ngạch xuất khẩu năm 2014 của VHC đạt 234 triệu USD tăng 19% so với năm 2013 trong đó kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 203 triệu USD tăng 22% nhờ tăng trưởng cả về giá và sản lượng. VHC tiếp tục là doanh nghiệp đứng đầu về kim ngạch xuất khẩu cá tra với thị phần là 12% tăng so với mức 8,7% của năm 2013. Chúng tôi ước tính doanh thu của VHC sẽ đạt khoảng 6.015 tỷ tăng 18% so với năm 2013. Lợi nhuận sau thuế ước tính của VHC đạt khoảng 514 tỷ đồng tăng mạnh 224% so với năm 2013
- **Năm 2015 được đánh giá vẫn là một năm thuận lợi cho hoạt động xuất khẩu của VHC dựa trên những cơ sở:**
 - **VHC tiếp tục được hưởng mức thuế CBPG 0% trong năm 2015..** Sự tăng giá của đồng USD và nền kinh tế Mỹ phục hồi tốt cũng sẽ giúp cho nhu cầu nhập khẩu thủy sản tại Mỹ gia tăng. Đây được xem là động lực lớn, thúc đẩy công ty tăng xuất khẩu sang Mỹ - thị trường mang lại khoảng 50% giá trị xuất khẩu thủy sản hiện nay.
 - **Hưởng lợi từ việc tăng tỷ giá USD.** Hoạt động xuất khẩu của VHC đến nay đều sử dụng USD trong thanh toán, do đó với kim ngạch xuất khẩu hàng năm khoảng hơn 230 triệu USD, giả định giá bán không đổi và việc Ngân hàng nhà nước tăng tỷ giá thêm 1% từ đầu năm 2015, VHC sẽ có thể thêm được gần 50 tỷ lợi nhuận trong năm từ tỷ giá.
 - **Nguồn cung nguyên liệu tự nuôi ổn định.** Bằng việc gia tăng sản lượng nuôi trồng nhờ tối ưu hoá diện tích nuôi trồng hiện tại và có thêm vùng nuôi mới, Công ty đang duy trì mục tiêu tự cung nguyên liệu cho các nhà máy chế biến ở mức ổn định 60%.
 - **Công suất chế biến tiếp tục tăng khoảng 40% trong năm 2015.** Trong đó, nhà máy hiện có của Vĩnh Hoàn sẽ tăng 20%, nhà máy Vạn Đức Tiền Giang tăng thêm 33% công suất và đầu tư thêm 1 dây chuyền mới tại nhà máy Vạn Đức Tiền Giang.
 - **Nhà máy Collagen bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2015:** với doanh thu và lợi nhuận sau thuế được đưa ra ở mức 140 tỷ và 28 tỷ đồng.
 - **Dự báo năm 2015, VHC sẽ đạt doanh thu 7.126 tỷ đồng, tăng 18% so với năm 2014, lợi nhuận sau thuế đạt 480 tỷ đồng giảm 6,6% so với năm 2014, nhưng loại bỏ đi lợi nhuận bất thường của năm 2014, lợi nhuận của VHC trong năm 2015 tăng trưởng đến 29,4%.**

- Quan điểm đầu tư:** So với dự báo trước đây chúng tôi đã nâng kỳ vọng vào triển vọng tương lai của Vĩnh Hoàn sau khi Công ty đầu tư mua lại nhà máy vụn Đức Tiền Giang. Công ty Vụn Đức Tiền Giang có quy trình sản xuất và chất lượng sản phẩm tương đương với Vĩnh Hoàn hiện nay, đã đầu tư vùng nuôi và đầu ra ổn định do đó có thêm Vụn Đức Tiền Giang sẽ nhanh chóng bù đắp phần lợi nhuận sụt giảm do chuyển nhượng VĩnhHoanFeed. Với tình hình đầu ra khả quan, cùng các kế hoạch tăng thêm quy mô sản xuất và việc nhà máy Collagen đi vào hoạt động, chúng tôi đánh giá VHC sẽ tăng trưởng rất tốt từ năm 2015.

Từ điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận của VHC chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu theo phương pháp FCFF là 47.472 đồng/cổ phiếu và khuyến nghị đối với cổ phiếu VHC là **OUTPERFORM**.

Một số chỉ số tài chính của VHC

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	4.228	5.095	6.015	7.126
EBITDA	Tỷ VND	333	331	592	780
EBIT	Tỷ VND	243	220	525	661
LNST	Tỷ VND	233	176	539	480
EPS	VND	4.429	2.579	5.566	5.198
P/E	x	11,97	20,55	9,52	10,20
P/B	x	1,89	2,22	2,52	2,28
ROA	%	8%	6%	17%	12%
ROE	%	18%	13%	31%	23%

Nguồn: BVSC

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	23,51%
Sở hữu khác	76,49%

CÓ ĐỒNG LỚN

Trương Thị Lệ Khanh	49,32%
Red River Holdings	15,13%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	4.104	4.228	5.095	6.015	7.126
Giá vốn	3.380	3.680	4.491	5.133	6.016
Lợi nhuận gộp	724	548	604	882	1.110
Doanh thu tài chính	101	86	93	222	60
Chi phí tài chính	112	67	91	53	117
Lợi nhuận sau thuế	413	233	176	539	480

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014E	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	329	36	73	111	137
Các khoản phải thu ngắn hạn	564	448	417	475	563
Hàng tồn kho	823	982	1.097	1.254	1.470
Tài sản cố định hữu hình	566	712	807	1.047	1.425
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	9	8	3	11
Tổng tài sản	2.408	3.074	2.550	3.629	4.190
Nợ ngắn hạn	1.101	1.669	993	1.667	2.042
Nợ dài hạn	62	-	91	70	49
Vốn chủ sở hữu	1.243	1.329	1.468	1.962	2.148
Tổng nguồn vốn	2.408	3.074	2.550	3.629	4.190

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014E	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	36%	3%	21%	18%	18%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	81%	-44%	-24%	206%	-11%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	18%	13%	12%	15%	16%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10%	6%	3%	9%	7%
ROA (%)	20%	8%	6%	17%	12%
ROE (%)	38%	18%	13%	31%	23%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	46%	54%	39%	46%	49%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	89%	126%	68%	85%	95%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	8.363	4.429	2.579	5.566	5.198
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	26.363	27.972	23.905	21.045	23.242

Ước tính kết quả năm 2014

Hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2014. So với tình hình chung của các doanh nghiệp trong ngành cá, VHC đạt được tốc độ tăng trưởng khá ấn tượng. Kim ngạch xuất khẩu năm 2014 của VHC đạt 234 triệu USD tăng 19% so với năm 2013 trong đó kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 203 triệu USD tăng 22% nhờ tăng trưởng cả về giá và sản lượng. VHC tiếp tục là doanh nghiệp đứng đầu về kim ngạch xuất khẩu cá tra với thị phần là 12% tăng so với mức 8,7% của năm 2013. Chúng tôi ước tính doanh thu của VHC sẽ đạt khoảng 6.015 tỷ tăng 18% so với năm 2013.

Biên lợi nhuận gộp của VHC tăng nhờ giá bán tăng bình quân khoảng 10% so với năm trước. Bên cạnh đó, khả năng tự chủ gần 60% nhu cầu nguyên liệu cho sản xuất cũng góp phần giúp VHC cải thiện mạnh về biên lợi nhuận gộp từ mức 11.8% lên mức ước tính là 14.7%.

Ngoài các nhà máy hiện có, việc VHC mua lại Công ty Vạn Đức Tiền Giang từ tháng 9/2014 cũng đã giúp VHC tăng quy mô sản xuất và kim ngạch xuất khẩu trong các tháng cuối năm. Các yếu tố trên cùng với khoản lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng công ty VinhhoanFeed (183 tỷ đồng), lợi nhuận sau thuế ước tính của VHC đạt khoảng 514 tỷ đồng tăng mạnh 224% so với năm 2013

Thay đổi lớn về cơ cấu hoạt động. Trong năm 2014, VHC đã thực hiện tái cấu trúc các hoạt động kinh doanh trong đó thoái vốn khỏi các hoạt động không mang lại hiệu quả như bán VinhHoan Feed và Vinh Hoan USA. Quy mô sản xuất của Công ty cũng tăng mạnh khi tiếp tục đầu tư tăng công suất của nhà máy hiện tại và đầu tư vào CTCP Vạn Đức Tiền Giang (một doanh nghiệp cũng hoạt động trong lĩnh vực chế biến và xuất khẩu cá tra) đã giúp cho năng lực sản xuất của Công ty trong năm 2014 tăng 45% so với năm 2013.

Cuối năm 2014, VHC thành lập thêm hai công ty mới bao gồm (1) CT TNHH một thành viên Vĩnh Hoàn Hậu Giang với vốn điều lệ 30 tỷ hoạt động trong lĩnh vực nuôi trồng và kinh doanh thức ăn (2) Thành lập CT TNHH Vinh Hoan Singapore hoạt động trong lĩnh vực thương mại thủy sản, hóa chất, thực phẩm bổ sung (Collagen và gelatin).

Tăng vốn điều lệ lên 924 tỷ đồng, tăng 50% so với năm 2013. Trong quý 4/2014, VHC cũng đã tiến hành chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 50%. Số lượng cổ phiếu sau phát hành là hơn 92 triệu cổ phiếu.

Dự báo kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	2013	2014E	% thay đổi	2015	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	5.095	6.015	18,1%	7.126	18,5%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	158	514	225,3%	480	-6,6%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính	158	371	135,00%	480	29,4%

Nguồn: VHC, BVSC ước tính

Triển vọng năm 2015

Sau khi loại trừ phần lợi nhuận đột biến có được từ việc nhượng bán cổ phần tại VinhhoanFeed trong năm 2014, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty được kỳ vọng tiếp tục có sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận từ năm 2015 nhờ thuận lợi hoạt động xuất khẩu thủy sản, đầu tư nâng cao năng lực chế biến cá tra và có thêm sản phẩm mới Collagen. Cụ thể:

- ❑ **VHC tiếp tục được hưởng mức thuế CBPG 0% trong năm 2015.** Theo kết quả sơ bộ POR10, mức thuế CBPG áp dụng cho Vĩnh Hoàn tiếp tục ở mức 0%, đây là năm thứ 2 liên tiếp VHC được hưởng mức thuế này. Sự tăng giá của đồng USD và nền kinh tế Mỹ phục hồi tốt cũng sẽ giúp cho nhu cầu nhập khẩu thủy sản tại Mỹ gia tăng. Đây được xem là động lực lớn, thúc đẩy công ty tăng xuất khẩu sang Mỹ - thị trường mang lại khoảng 50% giá trị xuất khẩu thủy sản hiện nay.
- ❑ **Hưởng lợi từ việc tăng tỷ giá USD.** Hoạt động xuất khẩu của VHC đến nay đều sử dụng USD trong thanh toán, do đó với kim ngạch xuất khẩu hàng năm khoảng hơn 230 triệu USD, giả định giá bán không đổi và việc Ngân hàng nhà nước tăng tỷ giá thêm 1% từ đầu năm 2015, VHC sẽ có thể thêm được gần 50 tỷ lợi nhuận trong năm từ tỷ giá.
- ❑ **Nguồn cung nguyên liệu tự nuôi ổn định.** Bằng việc gia tăng sản lượng nuôi trồng nhờ tối ưu hoá diện tích nuôi trồng hiện tại và có thêm vùng nuôi mới, Công ty đang duy trì mục tiêu tự cung nguyên liệu cho các nhà máy chế biến ở mức ổn định 60%. Với tỷ lệ tự cung ứng nguyên liệu cao và chất lượng nuôi được kiểm soát sẽ giúp VHC tự chủ trong việc phát triển thêm các thị trường xuất khẩu đặc biệt là mở rộng thị trường Châu Âu sau khi hiệp định song phương giữa Việt Nam và Châu Âu được ký kết dự kiến trong năm 2015 Hiệp định này sẽ tạo ra những cơ hội mới cho ngành thủy sản Việt Nam nói chung và Vĩnh Hoàn nói riêng.
- ❑ **Công suất chế biến tiếp tục tăng khoảng 40% trong năm 2015.** Trong đó, nhà máy hiện có của Vĩnh Hoàn sẽ tăng 20%, nhà máy Vạn Đức Tiền Giang tăng thêm 33% công suất và đầu tư thêm 1 dây chuyền mới tại nhà máy Vạn Đức Tiền Giang.
- ❑ **Nhà máy Collagen bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2015:** Theo như kế hoạch và tiến độ xây dựng, nhà máy Collagen dự kiến được hoàn thành và đưa vào hoạt động từ năm 2015. Năng lực sản xuất trong năm đầu tiên ước tính ở mức 30% công suất thiết kế với kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế được đưa ra ở mức 140 tỷ và 28 tỷ đồng.

Dự báo năm 2015, VHC sẽ đạt doanh thu 7.126 tỷ đồng, tăng 18,5% so với năm 2014, lợi nhuận sau thuế đạt 480 tỷ đồng giảm 6,6% so với năm 2014, nhưng loại bỏ đi lợi nhuận bất thường của năm 2014, lợi nhuận của VHC trong năm 2015 tăng trưởng đến 29,4%.

Khuyến nghị đầu tư

Khả năng tăng trưởng trong tương lai của Vĩnh Hoàn được kỳ vọng ở mức cao sau khi Công ty được áp dụng mức thuế CBPG 0% trong hai năm liên tiếp và quyết liệt thực hiện cơ cấu lại những mảng kinh doanh không mang lại hiệu quả, chú trọng đầu tư mở rộng quy mô đối với hoạt động sản xuất cá tra. Ngoài ra, cơ cấu sản phẩm của Công ty đang được cải thiện với tỷ trọng nhóm mặt hàng giá trị gia tăng dần được nâng cao cộng thêm đóng góp từ sản phẩm mới Collagen được xem là yếu tố tích cực giúp doanh thu và biên lợi nhuận có sự cải thiện trong thời gian tiếp theo.

So với dự báo trước đây chúng tôi đã nâng kỳ vọng vào triển vọng tương lai của Vĩnh Hoàn sau khi Công ty đầu tư mua lại nhà máy Vạn Đức Tiền Giang. Công ty Vạn Đức Tiền Giang có quy trình sản xuất và chất lượng sản phẩm tương đương với Vĩnh Hoàn hiện nay, đã đầu tư vùng nuôi và đầu ra ổn định do đó có thêm Vạn Đức Tiền Giang sẽ nhanh chóng bù đắp phần thiếu hụt do chuyển nhượng VinhHoanFeed. Với tình hình đầu ra khả quan, cùng các kế hoạch tăng thêm quy mô sản xuất và việc nhà máy Collagen đi vào hoạt động chúng tôi đánh giá VHC sẽ tăng trưởng rất tốt từ năm 2015.

Từ điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận của VHC chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu theo phương pháp FCFF là 47.472 đồng/cổ phiếu và khuyến nghị đối với cổ phiếu VHC là **OUTPERFORM**.

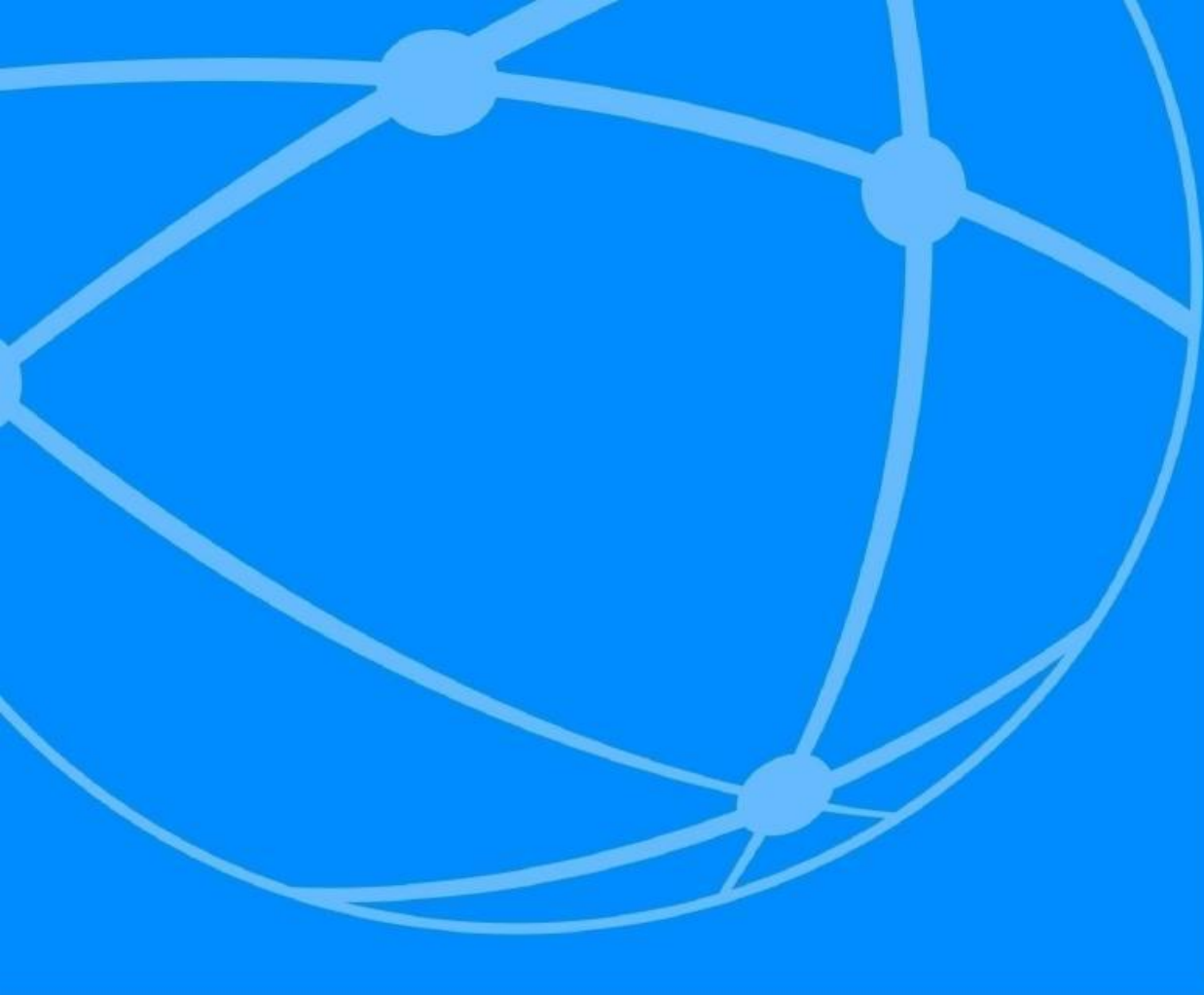
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999