

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 09, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **46,800**

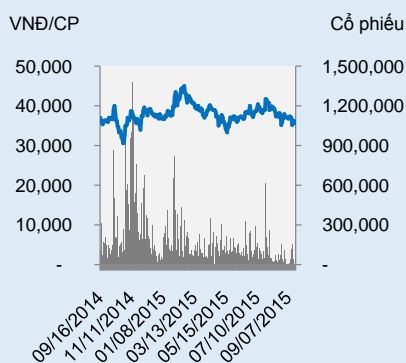
Giá thị trường (18/9/2015) **35,700**

Lợi nhuận kỳ vọng **31%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	30.600-45.000 VNĐ/CP
Vốn hóa	3.299 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	92.403.943 CP
KLGD bình quân 10 ngày	46.181 CP
% sở hữu nước ngoài	30,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,2%
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VHC	-3,5%	-5,6%	-8,2%	-8,5%
VN-Index	-9,8%	1,8%	-2,7%	2,7%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Đa dạng danh mục sản phẩm, quy mô sản xuất tiếp tục mở rộng.

Điểm nhấn đầu tư.

❑ **Lợi nhuận công ty mẹ trong 1H2015 tăng mạnh 89% đạt 192 tỷ đồng.** Bước cải thiện mạnh về lợi nhuận đến từ: (1) doanh thu tăng trưởng 22% đạt 3.208 tỷ đồng và (2) cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức 12.8% (1H2014 là 11.6%) nhờ chi phí đầu vào giảm.

❑ **VHC có thể hoàn tất việc chào mua công khai 33% cổ phần của CTCP Thủy sản Cửu Long (CLP) trong quý 3/2015.** Mục đích đầu tư vào CLP là để đa dạng hóa danh mục sản phẩm của VHC (thêm mặt hàng tôm) đồng thời kiểm soát được chất lượng sản phẩm đầu ra. Do đó, VHC sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ sở hữu lên mức chi phối.

❑ **Tiếp tục tăng thị phần tại hai thị trường truyền thống Mỹ và EU trong thời gian tới.** Thị trường Mỹ vẫn là nhân tố chính đóng góp vào tăng trưởng của VHC. Theo công bố sơ bộ về mức thuế chống bán phá giá cho đợt xem xét hành chính lần thứ 11 (cho giai đoạn từ 8/2013 – 7/2014), các doanh nghiệp thủy sản khác vẫn phải chịu mức thuế từ 0,36 usd/kg đến 0.84 USD/kg. Do đó, lợi thế về thuế 0% cho năm 2016 sẽ tiếp tục giúp cho Vĩnh Hoàn tăng thị phần xuất khẩu đến Mỹ. Ngoài ra, thị trường EU cũng kỳ vọng sẽ phục hồi tốt và khả năng giảm thuế nhờ hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) sẽ tăng sức cạnh tranh cho sản phẩm cá tra tại thị trường này.

❑ **Nhà máy mới dự kiến đi vào động vào cuối quý 2/2016,** được xây dựng trong khuôn viên của nhà máy Vạn Đức Tiền Giang kỳ vọng sẽ giúp tăng công suất của VHC thêm 120 tấn nguyên liệu/ngày.

❑ **Dầu cá và Collagen sẽ đóng góp doanh thu tích cực hơn từ 2016.** Gần đây VHC cũng đã hoàn thành việc đầu tư vào nhà máy dầu tinh luyện và cho ra đời sản phẩm mới dầu tinh luyện từ mỡ cá để xuất khẩu cho các khách hàng công nghiệp. Cả hai sản phẩm dầu cá và Collagen đều là những sản phẩm có giá trị cao sản xuất từ nguồn phụ phẩm cá tra do đó biên lợi nhuận hứa hẹn sẽ tốt hơn biên lợi nhuận từ các hoạt động hiện có của VHC.

❑ **Doanh thu năm 2015 ước tính là 7.168 tỷ đồng, tăng 13.9% so với năm 2014.** Lợi nhuận sau thuế là 406 tỷ đồng giảm 7.4%yoy, tính riêng hoạt động kinh doanh chính năm 2015 ước tính tăng trưởng 41% so với năm 2014. So với kế hoạch năm, Công ty có khả năng hoàn thành về doanh thu và vượt lợi nhuận sau thuế 27%. Năm 2016, doanh thu ước đạt 8.054 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 461 tỷ đồng.

Khuyến nghị

Năng lực sản xuất thủy sản tăng, tiếp tục được hỗ trợ từ lợi thế thuế CBPG 0% cũng như tăng khả năng cạnh tranh nhờ biến động tỷ giá, chúng tôi cho rằng doanh thu từ hoạt động chế biến và xuất khẩu thủy sản năm nay của VHC vẫn sẽ tăng trưởng và vượt kế hoạch kinh doanh của năm. Bên cạnh đó, dự báo doanh thu và lợi nhuận của Vĩnh Hoàn trong những năm tiếp theo sẽ vẫn tích cực nhờ có thêm sự đóng góp từ sản phẩm Collagen và sản phẩm dầu tinh luyện. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VHC với mức giá mục tiêu 46.800 đồng/cổ phiếu, cao hơn 31% so với giá giao dịch hiện tại.

Một số chỉ số tài chính của VHC

Chỉ số tài chính		2013	2014	2015E	2016F
Doanh thu	Tỷ VND	5.095	6.292	7.169	8.054
EBITDA	Tỷ VND	331	537	638	801
EBIT	Tỷ VND	220	416	523	656
LNST	Tỷ VND	176	463	406	462
EPS	VND	2.579	4.753	4.397	4.997
P/E	x	14,31	7,76	8,39	7,38
P/B	x	1,54	1,82	1,60	1,41
ROA	%	6%	13%	9%	9%
ROE	%	13%	28%	20%	20%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	22,4%
Sở hữu khác	77,56%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Trương Thị Lệ Khanh	50,47%
Red River Holdings	15,48%
Quý đầu tư Việt Nam	8,43%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015E	2016F
Doanh thu	4.228	5.095	6.292	7.169	8.054
Giá vốn	3.680	4.491	5.469	6.237	6.939
.Lợi nhuận gộp	548	604	823	931	1.115
Doanh thu tài chính	86	93	238	155	95
Chi phí tài chính	67	91	65	157	178
Lợi nhuận sau thuế	233	176	463	406	462

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015E	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	36	73	89	71	96
Các khoản phải thu ngắn hạn	448	417	670	1.166	1.200
Hàng tồn kho	982	1.097	1.455	1.421	1.771
Tài sản cố định hữu hình	712	807	1.170	1.223	1.609
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	9	8	2	3	2
Tổng tài sản	3.074	2.550	4.492	4.918	5.066
Nợ ngắn hạn	1.669	993	2.605	2.754	2.652
Nợ dài hạn	-	91	71	272	219
Vốn chủ sở hữu	1.329	1.468	1.870	2.151	2.415
Tổng nguồn vốn	3.074	2.550	4.492	4.918	5.066

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015E	2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	3%	21%	24%	14%	12%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-44%	-24%	163%	-12%	14%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	13%	12%	13%	13%	14%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6%	3%	7%	6%	6%
ROA (%)	8%	6%	13%	9%	9%
ROE (%)	18%	13%	28%	20%	20%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	54%	39%	58%	56%	52%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	126%	68%	139%	128%	110%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.429	2.579	4.753	4.397	4.997
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.972	23.905	20.236	23.133	26.130

Kết quả kinh doanh 6T/2015

Trong nửa đầu năm 2015, VHC là một trong số ít các doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng khả quan trong bối cảnh chung toàn ngành cá đều gặp khó khăn. Kim ngạch xuất khẩu toàn ngành trong 6 tháng đầu năm đạt 750 tỷ đồng giảm 9% trong đó thị trường EU giảm mạnh 17,6%, thị trường Mỹ tăng nhẹ 4,8% chỉ riêng thị trường Trung Quốc – Hồng Kông có mức tăng đột biến 50,7%.

VHC tăng mạnh xuất khẩu đến thị trường Mỹ và Trung Quốc. Kim ngạch từ thị trường Mỹ tiếp tục tăng mạnh 75% nhờ có được thuận lợi từ thuế chống bán phá giá đồng thời công suất chế biến tăng (sau khi mua lại nhà máy Vạn Đức Tiền Giang từ quý 3/2014). Hoạt động xuất khẩu vào thị trường EU tăng nhẹ 2%, so với các doanh nghiệp khác trong ngành, tăng trưởng xuất khẩu của VHC đến thị trường EU vẫn được xem là rất khả quan. Hai thị trường này (Mỹ và EU) đã đóng góp 80% tổng kim ngạch xuất khẩu cho VHC. Các thị trường còn lại đáng chú ý có thị trường Trung Quốc tăng gấp đôi so với cùng kỳ tuy nhiên mức độ đóng góp trong tổng kim ngạch xuất khẩu cá của VHC cũng chỉ khoảng trên 2%.

Lợi nhuận công ty mẹ trong 1H2015 tăng mạnh 89% đạt 192 tỷ đồng. Bước cải thiện mạnh về lợi nhuận đến từ: (1) doanh thu tăng trưởng 22% đạt 3.208 tỷ đồng và (2) cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức 12.8% (1H2014 là 11.6%) nhờ chi phí đầu vào giảm.

Ước tính 2015 và triển vọng 2016

Tỷ giá tăng tạo lợi thế cạnh tranh cho hoạt động xuất khẩu cá tra vào Mỹ, EU nhưng sẽ suy giảm nhu cầu tại thị trường Trung Quốc. Mỹ và EU là hai thị trường có ảnh hưởng tích cực từ động thái tăng tỷ giá của Việt Nam trong thời gian gần đây. Cá tra hiện nay là sản phẩm đặc trưng của Việt Nam, do đó cạnh tranh với sản phẩm cá tra với nước khác hầu như không có mà chỉ có sự cạnh tranh giữa cá tra và các sản phẩm cá nuôi thịt trắng như cá rô phi, một sản phẩm thế mạnh của Trung Quốc

□ Thị trường Mỹ: So về tiêu thụ, cá rô phi đứng thứ 4 về sản lượng tiêu thụ tại Mỹ nhiều hơn sản lượng tiêu thụ cá tra (đứng vị trí thứ 6). So về giá bán giá cá rô phi, có mức giá chênh lệch khoảng 30% - 40% nên mức điều chỉnh tỷ giá của Trung Quốc nhiều hơn Việt Nam khoảng 1~2% là không đáng kể để có thể tạo thêm lợi thế cạnh tranh cho sản phẩm cá rô phi Trung Quốc.

□ Thị trường EU: Cá tra không gặp sự cạnh tranh với cá rô phi nên có thể nói đây là thị trường mà cá tra có thuận lợi từ tỷ giá nhất trong số các thị trường xuất khẩu cá của Việt Nam. Thời gian gần đây kinh tế Châu Âu bắt đầu có sự khởi sắc, do đó kỳ vọng xuất khẩu cuối năm đến thị trường này sẽ có sự cải thiện.

□ Thị trường Trung Quốc: VND mất giá ít hơn Trung Quốc chỉ khoảng 1~2% nên mức độ tác động cũng sẽ không nhiều, ngoài ra tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường này còn khá nhỏ nên sẽ không tác động nhiều đến doanh thu chung của Vĩnh Hoàn.

VHC có thể hoàn tất việc chào mua công khai CTCP Thủy sản Cửu Long (CLP) trong quý 3/2015. CLP là một doanh nghiệp chuyên về xuất khẩu tôm có quy mô vốn là 80 tỷ đồng. Hoạt động trong các năm qua của CLP không mấy khả quan do đó đến cuối năm 2014 Công ty có một khoản lỗ lũy kế là 56 tỷ đồng. Với tình hình khó khăn chung của ngành tôm năm nay, có thể CLP sẽ tiếp tục ghi nhận một kết quả kinh doanh không khả quan. Năm 2014, CLP đạt doanh thu 866 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 10 tỷ đồng. Thị trường xuất khẩu chính của Công ty là Châu Âu (45%), Nhật (14%), Mỹ và Canada (27%). Hiện nay, CLP đang có 3 cổ đông nắm trên 5% là Tổng Công ty kinh doanh vốn Nhà nước SCIC (33%); Quỹ đầu tư Việt Nam (20%) và Công ty TNHH Công nghệ Vĩnh Thanh (11%).

Vừa qua, VHC đã công bố chào mua công khai 33% cổ phần của CLP do SCIC sở hữu. Mục đích đầu tư vào CLP là để đa dạng hóa danh mục sản phẩm của VHC đồng thời kiểm soát được chất lượng sản phẩm đầu ra. Do đó, VHC sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ sở hữu lên mức chi phối.

Tiếp tục tăng thị phần tại hai thị trường truyền thống Mỹ và EU trong thời gian tới. Thị trường Mỹ vẫn là nhân tố chính đóng góp vào tăng trưởng của VHC. Theo công bố sơ bộ về mức thuế chống bán phá giá cho đợt xem xét hành chính lần thứ 11 (cho thời gian từ 01/08/2013 – 31/07/2014), các doanh nghiệp thủy sản khác vẫn phải chịu mức thuế từ 0,36 usd/kg đến 0.84 USD/kg. Do đó, lợi thế về thuế 0% cho năm 2016 sẽ tiếp tục giúp cho Vĩnh Hoàn tăng thị phần xuất khẩu đến Mỹ. Ngoài ra, thị trường EU cũng kỳ vọng sẽ phục hồi tốt và khả năng giảm thuế nhờ hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) sẽ tăng sức cạnh tranh cho sản phẩm cá tra tại thị trường này.

Nhà máy mới dự kiến đi vào hoạt động vào cuối quý 2/2016, được xây dựng trong khuôn viên của nhà máy Vạn Đức Tiền Giang kỳ vọng sẽ giúp tăng công suất của VHC thêm 120 tấn nguyên liệu/ngày, tăng khoảng 22% so với năm 2015.

Dầu cá và Collagen sẽ đóng góp doanh thu tích cực hơn từ 2016. Gần đây VHC cũng đã hoàn thành việc đầu tư vào nhà máy dầu tinh luyện và cho ra đời sản phẩm mới dầu tinh luyện từ mỡ cá để xuất khẩu cho các khách hàng công nghiệp. Cả hai sản phẩm dầu cá và Collagen đều là những sản phẩm có giá trị cao sản xuất từ nguồn phụ phẩm cá tra do đó biên lợi nhuận hứa hẹn sẽ tốt hơn biên lợi nhuận từ các hoạt động hiện có của VHC. Trong năm 2015, doanh thu từ sản phẩm dầu vẫn chưa đáng kể còn doanh thu từ dự án Collagen khá chậm so với kỳ vọng nhưng từ 2016 doanh thu từ cả hai sản phẩm sẽ tăng dần và sẽ có lợi nhuận tuy nhiên vẫn sẽ khá khiêm tốn do sản lượng tiêu thụ còn thấp.

Doanh thu năm 2015 ước tính là 7.168 tỷ đồng, tăng 13.9% so với năm 2014. Lợi nhuận sau thuế là 406 tỷ đồng giảm 7.4%yoy, tính riêng hoạt động kinh doanh chính năm 2015 ước tính tăng trưởng 41% so với năm 2014. So với kế hoạch năm, Công ty có khả năng hoàn thành về doanh thu và vượt lợi nhuận sau thuế 27%. Năm 2016, doanh thu ước đạt 8.054 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 461 tỷ đồng.

Khuyến nghị đầu tư

Năng lực sản xuất thủy sản tăng, tiếp tục được hỗ trợ từ lợi thế thuế CBPG 0% cũng như tăng khả năng cạnh tranh nhờ biến động tỷ giá, chúng tôi cho rằng doanh thu từ hoạt động chế biến và xuất khẩu thủy sản năm nay của VHC vẫn sẽ tăng trưởng và vượt kế hoạch kinh doanh của năm. Bên cạnh đó, dự báo doanh thu và lợi nhuận của Vĩnh Hoàn trong những năm tiếp theo sẽ vẫn tích cực nhờ có thêm sự đóng góp từ sản phẩm Collagen và sản phẩm dầu tinh luyện. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VHC với mức giá mục tiêu 46.800 đồng/cổ phiếu, cao hơn 31% so với giá giao dịch hiện tại.

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, khuyên 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