

## Thực phẩm

Báo cáo cập nhật

Tháng 02, 2017

Mã giao dịch: VHC

Reuters: VHC.HM

Bloomberg: VHC VN

## Lo ngại trong ngắn hạn, tiềm năng trung và dài hạn vẫn tốt.

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **57.800**

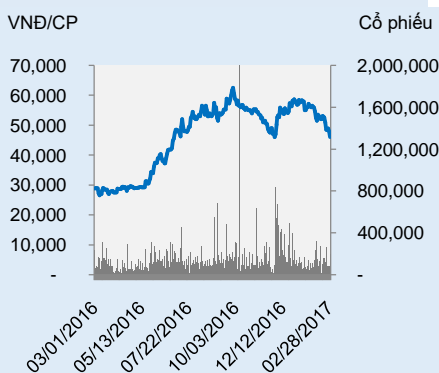
Giá thị trường (28/02/2016) 46.000

Lợi nhuận kỳ vọng 25,6%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	26.500-62.500
Vốn hóa	4.246 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	92.301.883
KLGD bình quân 10 ngày	124.470
% sở hữu nước ngoài	27,42%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,3%
Beta	0,7

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VHC	-19,2%	-18,6%	0,0%	-10,7%
VN-Index	5,8%	1,9%	8,0%	7,1%

Chuyên viên phân tích  
**Nguyễn Thị Hải Yến**

(84 8) 3914.6888 ext 279

Nguyenthihaiyenb@baoviet.com.vn

### Năng lực sản xuất tăng thêm 20% vào cuối năm 2017.

Việc Vĩnh Hoàn nhận chuyển nhượng 100% vốn tại thủy sản Thanh Bình là bước đi để hiện thực hóa kế hoạch tăng thêm 20% năng lực sản xuất cho năm 2017 và cũng là tiền đề cho các năm tiếp theo. Công ty Thanh Bình Đồng Tháp đang sở hữu nhà máy diện tích lớn với 2 nhà xưởng có thể đầu tư nâng công suất lên tới 400 tấn nguyên liệu/ngày và kho lạnh có thể chứa 5.000 tấn. Hiện tại công ty đang hoạt động 1 xưởng với công suất 50 tấn nguyên liệu/ngày. Theo kế hoạch, đến cuối năm 2017 nhà máy sẽ đạt công suất 150 tấn nguyên liệu/ngày và đến năm 2018 sau khi hoàn thiện đầu tư xưởng chế biến thứ 2 tại nhà máy Thanh Bình tổng công suất sẽ đạt 300 tấn nguyên liệu/ngày. Đến năm 2018, tổng năng lực sản xuất của VHC là 1.000 tấn nguyên liệu/ngày tăng thêm 11% so với cuối năm 2017.

### Doanh thu 2017 dự báo tăng 10% nhờ hoạt động xuất khẩu đi Mỹ sẽ không bị gián đoạn do chương trình thanh tra cá da trơn (Farm Bill) trong năm này, tăng trưởng kỳ vọng từ thị trường Bắc Á.

Doanh thu dự phóng cho năm 2017 là 8.078 tỷ tăng 10.6% so với 2016. Trong đó tăng trưởng sản lượng chủ yếu đến từ các thị trường mới, thị trường Mỹ sẽ giữ nguyên sản lượng.

### Nhưng lợi nhuận sau thuế ước tính chỉ tăng 5% do giá nguyên liệu tăng.

Tình trạng thiếu hụt nguyên liệu từ cuối năm 2016 được dự đoán sẽ kéo dài hết năm 2017 do đó giá nguyên liệu cũng sẽ giữ ở mức cao trong suốt năm. Dù việc một phần việc tăng giá nguyên liệu sẽ được chuyển sang giá bán và Vĩnh Hoàn có lợi thế tự chủ được 65% sản lượng nguyên liệu đầu vào nhưng chi phí nguyên liệu vẫn tăng so với 2016. Theo đó, lợi nhuận sau thuế dự phóng chỉ tăng 5.2% đạt 583 tỷ đồng, EPS 2017 là 6,311 đồng/cp.

### Nhận định – Khuyến nghị.

Năm 2017, giá bán và nhu cầu tại các thị trường Châu Á tăng là hai thuận lợi đối với ngành cá tra xuất khẩu tuy nhiên những thách thức ngành vẫn còn rất nhiều. Dự luật thanh tra cá da trơn vẫn có khả năng gây khó khăn cho hoạt động xuất khẩu cá sang Mỹ, hình ảnh cá tra lại bị bôi xấu tại thị trường Châu Âu và tình trạng thiếu nguyên liệu trong nước là các thách thức doanh nghiệp ngành cá đang phải đối mặt.

Là một doanh nghiệp đầu ngành, Vĩnh Hoàn với khả năng tự cung nguyên liệu có thể hạn chế được tình trạng thiếu nguyên liệu và thị trường Châu Á cũng đang là thị trường mà Công ty chú trọng. Nhưng Mỹ và Châu Âu vẫn là hai thị trường lớn của Công ty nên chắc chắn Vĩnh Hoàn sẽ gặp không ít khó khăn trong năm 2017.

Điều này đã và đang được phản ánh bởi chuỗi giảm giá cổ phiếu của VHC từ đầu năm đến nay.

Ở mức giá hiện tại, PE forward là 7,4x, khá hấp dẫn cho 1 cổ phiếu đầu ngành. Tuy nhiên trong ngắn hạn, do thiếu những thông tin hỗ trợ tích cực, nhà đầu tư cần kiên nhẫn và xem xét tích lũy cổ phiếu tại vùng giá 45.000 ~ 47.000 đồng/cp. Với mục tiêu PE 9x, giá VHC theo phương pháp so sánh PE là 56.500 đồng/cp, cùng với giá cổ phiếu theo phương pháp DCF là 57.800 đồng/cp, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VHC.

## **Năng lực sản xuất tăng thêm 20% vào cuối năm 2017**

Việc Vĩnh Hoàn nhận chuyển nhượng 100% vốn tại thủy sản Thanh Bình là bước đi để hiện thực hóa kế hoạch tăng thêm 20% năng lực sản xuất cho năm 2017 và cũng là tiền đề cho các năm tiếp theo. Công ty Thanh Bình Đồng Tháp đang sở hữu nhà máy diện tích lớn với 2 nhà xưởng có thể đầu tư nâng công suất lên tới 400 tấn nguyên liệu/ngày và kho lạnh có thể chứa 5,000 tấn. Hiện tại công ty đang hoạt động 1 xưởng với công suất 50 tấn nguyên liệu/ngày. Nhà máy Thủy sản Thanh Bình cùng nằm trong khu vực Đồng Tháp khá gần các nhà máy chế biến hiện hữu và vùng nuôi của Vĩnh Hoàn do đó rất thuận tiện trong việc xử lý phụ phẩm và vận chuyển nguyên liệu.

Giá trị chuyển nhượng 100% sở hữu tại Thanh Bình là 360 tỷ đồng trong đó Thanh Bình đang còn khoản nợ vay khoảng 160 tỷ đồng. Công suất tối đa của nhà máy Thanh Bình là 350 tấn nguyên liệu/ngày và để đạt công suất này Vĩnh Hoàn cần đầu tư thêm máy móc với mức chi phí khoảng 300 tỷ đồng. Theo kế hoạch, đến cuối năm 2017 nhà máy sẽ đạt công suất 150 tấn nguyên liệu/ngày và đến năm 2018 sau khi hoàn thiện đầu tư xưởng chế biến thứ 2 tại nhà máy Thanh Bình tổng công suất sẽ đạt 300 tấn nguyên liệu/ngày. Để năm 2018, tổng năng lực sản xuất của VHC là 1.000 tấn nguyên liệu/ngày tăng thêm 11% so với cuối năm 2017.

## **Doanh thu 2017 dự báo tăng 10% nhờ hoạt động đi XK Mỹ không bị gián đoạn, tăng XK sang thị trường Bắc Á.**

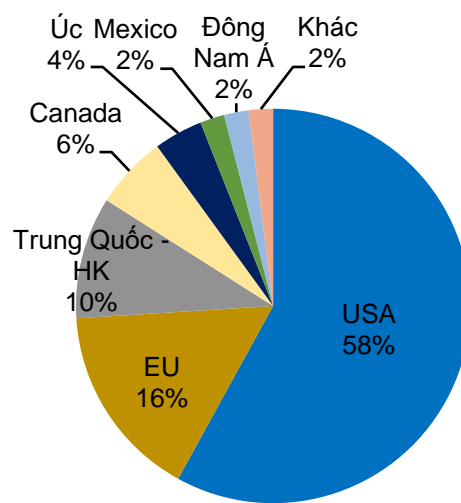
Doanh thu dự phóng cho năm 2017 là 8.078 tỷ tăng 10.6% so với 2016. Trong đó tăng trưởng sản lượng chủ yếu đến từ các thị trường mới, thị trường Mỹ sẽ giữ nguyên sản lượng.

Đến thời điểm tháng 9/2017 sẽ là hạn cuối cho việc công bố kết quả xem xét đánh giá của phía Mỹ về ngành sản xuất cá tra Việt Nam tuy nhiên phía Mỹ đã cam kết hỗ trợ Việt Nam để đáp ứng các tiêu chuẩn tương đương và không gián đoạn hoạt động xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Mỹ trong thời gian xem xét quy chuẩn tương đồng. Do đó, đối với chương trình thanh tra cá da trơn của Mỹ, mặc dù chưa rõ các quy chuẩn tương đồng sẽ khó khăn hơn như thế nào nhưng việc bị tạm dừng xuất khẩu sang thị trường này đã được loại bỏ. Chúng tôi cho rằng, VHC đã quá quen thuộc với hệ thống pháp luật Mỹ sau nhiều năm đấu tranh trong các vụ kiện chống bán phá giá nên Công ty sẽ có nhiều kinh nghiệm hơn trong việc giải quyết các vấn đề liên quan đến chương trình thanh tra cá da trơn. Thuế suất 0% vẫn sẽ là lợi thế của Vĩnh Hoàn để lấy tăng thêm thị phần tại Mỹ khi số lượng doanh nghiệp cá tra sang Mỹ hiện nay đang giảm xuống đặc biệt từ sau khi việc giám sát cá tra nhập khẩu vào Mỹ chuyển từ FDA sang USDA.

Dù năng suất đã được tăng thêm tuy nhiên do cần thời gian cho ổn định sản xuất nhà máy mới nên doanh thu của năm nay dự báo sẽ chỉ tăng khoảng 11%. Mức tăng này bao gồm cả việc tăng giá bán và tăng sản lượng đến các thị trường mới như Trung

Quốc, Nhật. Gần đây tín hiệu xuất khẩu đi thị trường các nước Châu Á tăng trưởng khả quan, đặc biệt là thị trường Trung Quốc – Hồng Kong. Theo dự báo, kim ngạch xuất đi thị trường này trong 2017 sẽ thay thế Mỹ trở thành thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam. Năm 2016, kim ngạch xuất khẩu đi Trung Quốc của Vĩnh Hoàn tăng 137%. Sản lượng xuất khẩu trực tiếp không qua các công ty thương mại tại thị trường Trung Quốc gần đây đang tăng và dần chiếm ưu thế so với lượng xuất cho các công ty thương mại cho thấy khả năng tiếp cận thị trường của VHC khá tốt. Dự kiến thị trường này tiếp tục sẽ tăng trưởng tích cực cho năm 2017.

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC năm 2016**



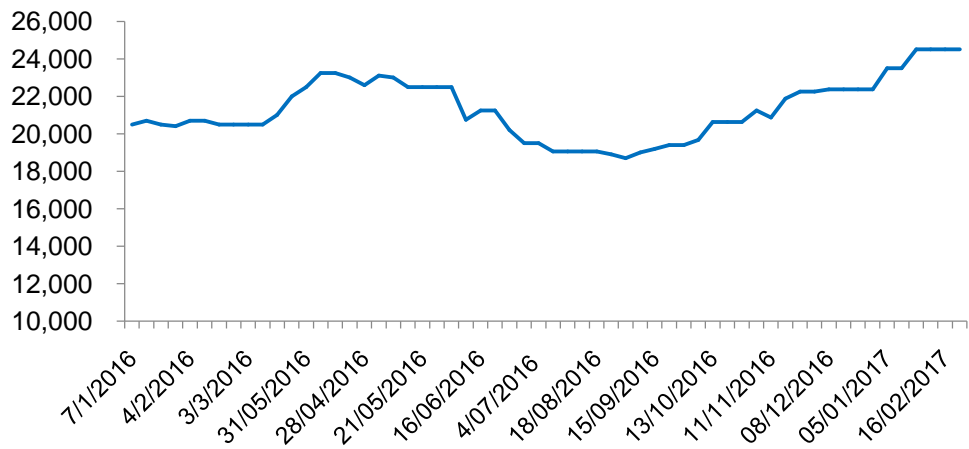
*Nguồn: VHC*

Trong quý 3/2016, Vĩnh Hoàn cũng đưa hai dây chuyền sản xuất hàng GTGT tại nhà máy Vạn Đức Tiền Giang vào hoạt động, có công suất 2.000 tấn thành phẩm/năm. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh số cho nhóm hàng này sẽ đạt 5 triệu USD tăng 47%yoy đúng như kế hoạch của Công ty. Với mức doanh thu này, tỷ trọng đóng góp của hàng GTGT trong tổng doanh thu chưa đang kể, nhưng với lợi nhuận biên của hàng GTGT đạt trên 20% và nếu doanh số nhóm hàng này tăng trưởng cao trong các năm tới sẽ giúp cải thiện lợi nhuận khá tốt

**Nhưng lợi nhuận sau thuế ước tính chỉ tăng 5% do giá nguyên liệu tăng**

Tình trạng thiếu hụt nguyên liệu từ cuối năm 2016 được dự đoán sẽ kéo dài hết năm 2017 do đó giá nguyên liệu cũng sẽ giữ ở mức cao trong suốt năm. Dù việc một phần việc tăng giá nguyên liệu đã được chuyển sang giá bán và Vĩnh Hoàn có lợi thế tự chủ được 65% sản lượng nguyên liệu đầu vào nhưng chi phí nguyên liệu vẫn tăng so với 2016. Lợi nhuận gộp biên dự báo cho năm 2017 là 14.4% thấp hơn mức 14.7% năm 2016. Lợi nhuận sau thuế dự phóng là 583 tỷ đồng, tăng 5.2% so với 2016, EPS forward 2017 là 6,311.

**Diễn biến giá cá tra nguyên liệu loại 1 (VND/kg)**



*Nguồn: Vasep*

## Khuyến nghị

Năm 2017, giá bán và nhu cầu tại các thị trường Châu Á tăng là hai thuận lợi đối với ngành cá tra xuất khẩu tuy nhiên những thách thức ngành vẫn còn rất nhiều. Dự luật thanh tra cá da trơn vẫn có khả năng gây khó khăn cho hoạt động xuất khẩu cá sang Mỹ, hình ảnh cá tra lại bị bôi xấu tại thị trường Châu Âu và tình trạng thiếu nguyên liệu trong nước là các thách thức doanh nghiệp ngành cá đang phải đối mặt.

Là một doanh nghiệp đầu ngành, Vĩnh Hoàn với khả năng tự cung nguyên liệu có thể hạn chế được tình trạng thiếu nguyên liệu và thị trường Châu Á cũng đang là thị trường mà Công ty chú trọng. Nhưng Mỹ và Châu Âu vẫn là hai thị trường lớn của Công ty nên chắc chắn Vĩnh Hoàn sẽ gặp không ít khó khăn trong năm 2017. Điều này đã và đang được phản ánh bởi chuỗi giảm giá cổ phiếu của VHC từ đầu năm đến nay.

Ở mức giá hiện tại, PE forward là 7,4x, khá hấp dẫn cho 1 cổ phiếu đầu ngành. Tuy nhiên trong ngắn hạn, do thiếu những thông tin hỗ trợ tích cực, nhà đầu tư cần kiên nhẫn và xem xét tích lũy cổ phiếu tại vùng giá 45.000 ~ 47.000 đồng/cp. Với mục tiêu PE 9x, giá VHC theo phương pháp so sánh PE là 56.500 đồng/cp, cùng với giá cổ phiếu theo phương pháp DCF là 57.800 đồng/cp, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VHC.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Doanh thu	6.292	6.493	7.304	8.079	8.706
Giá vốn	5.469	5.691	6.233	6.910	7.382
Lợi nhuận gộp	823	803	1.071	1.168	1.323
Doanh thu tài chính	238	166	87	49	59
Chi phí tài chính	65	210	93	61	65
Lợi nhuận sau thuế	463	321	553	583	669

<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	89	296	165	157	186
Các khoản phải thu ngắn hạn	670	1.188	1.152	1.274	1.373
Hàng tồn kho	1.455	1.300	1.215	1.537	1.642
Tài sản cố định hữu hình	1.036	1.313	1.500	1.364	1.427
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2	13	17	17	17
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.492</b>	<b>4.357</b>	<b>4.454</b>	<b>4.734</b>	<b>5.155</b>
Nợ ngắn hạn	2.605	2.268	2.066	1.933	1.974
Nợ dài hạn	71	449	542	461	389
Vốn chủ sở hữu	1.870	2.089	2.388	2.790	3.182
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4.492</b>	<b>4.357</b>	<b>4.454</b>	<b>4.734</b>	<b>5.155</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>					
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	24%	3%	12%	11%	8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	163%	-31%	72%	5%	15%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	13%	12%	15%	14%	15%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7%	5%	8%	7%	8%
ROA (%)	13%	7%	13%	13%	14%
ROE (%)	28%	16%	25%	23%	22%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	58%	52%	46%	41%	38%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	139%	109%	86%	69%	62%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	4.753	3.491	6.002	6.311	7.239
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.236	22.611	25.848	30.073	34.312

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thị Hải Yến**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

[luuvanluong@baoviet.com.vn](mailto:luuvanluong@baoviet.com.vn)**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

[nguyenthuha@baoviet.com.vn](mailto:nguyenthuha@baoviet.com.vn)**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

[chethimaitrang@baoviet.com.vn](mailto:chethimaitrang@baoviet.com.vn)**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường

[phanthuytrang@baoviet.com.vn](mailto:phanthuytrang@baoviet.com.vn)**Đinh Thị Thu Thảo**

Cảng biển &amp; Logistics

[dinhthithuthao@baoviet.com.vn](mailto:dinhthithuthao@baoviet.com.vn)**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

[nguyentientung@baoviet.com.vn](mailto:nguyentientung@baoviet.com.vn)**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

[ledangphuong@baoviet.com.vn](mailto:ledangphuong@baoviet.com.vn)**Nguyễn Thị Hải Yến**

Hàng hóa tiêu dùng

[nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn](mailto:nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn)**Lê Duy Khánh**

Dầu khí

[leduykhanh@baoviet.com.vn](mailto:leduykhanh@baoviet.com.vn)**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

[nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn](mailto:nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn)**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

[truongsyphu@baoviet.com.vn](mailto:truongsyphu@baoviet.com.vn)**Hà Thị Thu Hằng**

Dệt may

[hathithuhang@baoviet.com.vn](mailto:hathithuhang@baoviet.com.vn)**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

[thaianhhao@baoviet.com.vn](mailto:thaianhhao@baoviet.com.vn)

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**

Phó Giám đốc khối

[nguyentuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyentuanbinh@baoviet.com.vn)**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trường

[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

[tranxuanbach@baoviet.com.vn](mailto:tranxuanbach@baoviet.com.vn)





## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888