



Cập Nhật VHC – MUA

Ngày 24/10/2018

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250
giaonbt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: VHC

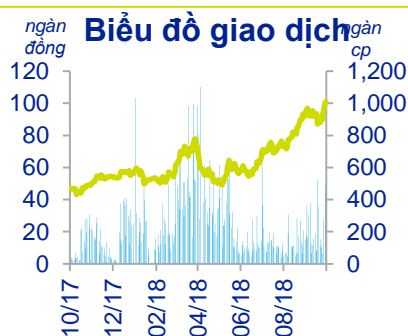
Xuất khẩu thủy sản

Giá hiện tại (VND)	99.000
Giá mục tiêu (VND)	127.800
Tỷ lệ tăng giá	29,1%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	2,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	31,1%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	92,4	8,0	53,0	122,5
Tương đối	95,8	14,2	52,1	105,6

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh (Chủ tịch HĐQT)	42,9%
Mitsubishi Corp.	6,5%
Lâm Quang Thanh	4,6%

Thông kê Mã Bloomberg

Thống kê	23/10/18
Mã Bloomberg	VHC VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	43.500-105.000
SL lưu hành (triệu cp)	92
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.138
Vốn hóa (triệu USD)	391
Room khối ngoại còn lại (%)	61,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	38,5
KLGD TB 3 tháng (cp)	168.347
VND/USD	23.390
Index: VNIndex / HNX	937,36/105,42

CTCP VĨNH HOÀN (VHC VN)

LN tăng gấp đôi bất chấp giá cá tra nguyên liệu tăng

Sự kiện: VHC báo cáo mức tăng trưởng doanh thu hợp lý trong 9T18 là 9,6% n/n (6.569,3 tỷ đồng) nhưng LNR đạt mức tăng trưởng ấn tượng 153,1% n/n (1.036,0 tỷ đồng), hoàn thành 70,6% dự phóng doanh thu cả năm và vượt 43% dự phóng cả năm về LNR của chúng tôi. Riêng trong 3Q18, LNR của VHC tăng 260,6% n/n và hoàn thành 98,2% kế hoạch cả năm do công ty để ra. LN tăng trưởng ấn tượng nhờ vào sự tăng trưởng của hoạt động XK, đặc biệt là trong tháng 7-8 với KNXK lần lượt đạt 41 và 37 triệu USD. Theo VHC, giá bán XK bình quân (ASP) đã tăng 37% n/n trong 3Q18. Chúng tôi ước tính ASP có thể đạt 2,9-3,0 USD/kg trong 3Q18. Mặc dù giá cá tra nguyên liệu tăng mạnh 19,8% n/n trong 3Q18 đạt mức 34.000đ/kg vào thời điểm cuối tháng 9/2018, giá vốn hàng bán của VHC trong 3Q18 chỉ tăng nhẹ 2,3% n/n do công ty đã tự chủ 65% nguyên liệu. Điều này dẫn đến biên LNG của VHC đạt mức cao 29,9% trong 3Q18. Công ty ghi nhận 35,0 tỷ đồng doanh thu từ công ty liên kết ĐĐT trong 3Q18 và đã hoàn tất các nghĩa vụ nợ dài hạn. VHC hiện là công ty với lượng tiền mặt rủng.

Tác động và triển vọng: Chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu năm 2018 không đổi ở mức 9.304,0 tỷ đồng (+14,1% n/n) và điều chỉnh biên LNG năm 2018 lên 19,5%. Với dự phóng mới, VHC dự kiến sẽ đạt 2.838,3 tỷ đồng doanh thu trong 4Q18 (+31,4% n/n) và 140,9 tỷ đồng LNR (-22,9% n/n). Sang năm 2019, chúng tôi kỳ vọng mảng XK cá tra đông lạnh sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng của VHC, chiếm 73,6% tổng doanh thu. Chúng tôi dự phóng VHC sẽ đạt 14,4% n/n tăng trưởng doanh thu (10.646,4 tỷ đồng) và biên LNG đạt 18,2%, giúp LNR đạt 1.262,8 tỷ đồng (+7,3% n/n). Chúng tôi kỳ vọng biên LNG sẽ giảm do giá cá tra nguyên liệu hiện đang ở mức cao, tăng 20,9% t/t trong tháng 10/2018 trong khi giá cá bột cả năm 2018 đều giữ ở mức cao 4 đ/con, tăng 87,6% n/n.

Khuyến nghị: Chúng tôi duy trì phương pháp định giá trung bình cộng DCF và so sánh P/E và định giá cổ phiếu VHC cho năm 2019. Chúng tôi đặt mức P/E mục tiêu là 11,0x, là mức chiết khấu 20% so với trung bình các DN Thái Lan và Indonesia. Chúng tôi chọn Indonesia do nước này được so sánh với VN trong các kỳ xét thuế chống phá giá và Thái Lan do Thái Lan thuộc 3 nước được FSIS công nhận có sản phẩm cá tra tương đồng với cá da trơn tại Mỹ. Mức giá mục tiêu mới đạt được cho năm 2019 là **127.800đ/cp (31,1% TSR)**, tương đương với 9,3x EPS dự phóng năm 2019. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** đối với cp VHC do chúng tôi nhận thấy 2019 sẽ là một năm tốt đối với ngành thủy sản, đặc biệt khi Hiệp định EVFTA có hiệu lực dự kiến vào đầu năm 2019, sẽ giúp đẩy mạnh XK vào EU với mức thuế giảm trừ từ 14% xuống 0%. Điều này đặc biệt quan trọng với VHC khi EU hiện là thị trường XK lớn thứ 3 của VHC, chiếm 11% KNXK.

	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	6.493,4	7.303,5	8.151,9	9.304,0	10.646,4
Tăng trưởng (%)	3,2	12,5	11,6	14,1	14,4
EBITDA (tỷ đồng)	567,4	823,1	941,2	1.575,8	1.625,9
Tăng trưởng (%)	-6,6	45,1	14,3	67,4	3,2
LN ròng (tỷ đồng)	322,6	566,7	593,4	1.176,5	1.262,8
Tăng trưởng LN (%)	-26,5	75,7	4,7	98,2	7,3
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3.491	6.139	6.428	12.746	13.681
Tăng trưởng (%)	-27,4	75,9	4,7	98,2	7,3
ROE (%)	16,3	25,4	22,4	34,4	28,4
ROIC (%)	7,2	13,5	13,4	23,4	22,6
Nợ ròng/EBITDA (x)	2,6	1,3	1,1	0,0	-0,3
EV/EBITDA (x)	13,5	9,8	8,7	5,8	5,9
PER (lần)	28,4	16,1	15,4	7,8	6,8
PBR (lần)	4,4	3,8	3,1	2,3	1,8
Cổ tức (đồng)	1.500	2.000	-	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,5	2,0	0,0	2,0	2,0

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VHC	Giá hiện tại (đồng):	99.000	Giá mục tiêu (đồng):	127.800	Vốn hóa (tỷ đồng):	9.138
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	6.493,4	7.303,5	8.151,9	9.304,0	10.646,4	12.238,8
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>3,2%</i>	<i>12,5%</i>	<i>11,6%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,0%</i>
GVHB trừ khấu hao	5.558,5	6.101,9	6.798,1	7.286,9	8.500,3	9.902,5
Chi phí bán hàng và QLDN	370,1	381,1	416,0	441,4	520,2	598,1
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,9%</i>
EBITDA	567,4	823,1	941,2	1.575,8	1.625,9	1.738,3
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>8,7%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>16,9%</i>	<i>15,3%</i>	<i>14,2%</i>
Khấu hao	134,9	137,4	185,3	207,2	203,6	246,2
Lợi nhuận từ HĐKD	432,5	685,7	755,8	1.368,6	1.422,3	1.492,1
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>6,7%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,3%</i>	<i>14,7%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,2%</i>
Chi phí lãi vay ròng	-7,2	32,2	52,1	20,4	-9,5	-35,8
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>-0,5%</i>	<i>2,5%</i>	<i>5,1%</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,9%</i>
Thuế	65,8	107,0	122,0	249,6	277,2	294,9
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>
Lợi ích CĐTS	1,7	1,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Lợi nhuận ròng	322,6	566,7	593,4	1.176,5	1.262,8	1.343,5
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,3%</i>	<i>12,6%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,0%</i>
Tiền mặt đạt được	457,5	704,1	778,8	1.383,7	1.466,4	1.589,8
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	92,4	92,3	92,3	92,3	92,3	92,3
EPS (VND)	3.491	6.139	6.429	12.746	13.681	14.556
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)	3.491	6.139	6.429	12.746	13.681	14.556
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>-27,4%</i>	<i>75,9%</i>	<i>4,7%</i>	<i>98,2%</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,4%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-227,8	201,6	0,6	-441,8	-408,6	-454,4
Capex	348,2	356,4	635,9	426,7	449,7	494,5
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	754,4	-146,3	-187,6	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-129,2	-40,7	-284,4	793,7	-261,6	-253,4
Dòng tiền tự do	-115,2	575,1	396,2	467,8	511,6	520,8
Phát hành cp	-0,1	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	92,4	230,7	-	184,6	184,6	184,6
Thay đổi nợ ròng	268,3	-425,9	-57,6	-1.062,8	-429,7	-462,2
Nợ ròng cuối năm	1.475,8	1.050,0	992,3	-70,5	-500,2	-962,4
Giá trị doanh nghiệp	7.672,2	8.087,9	8.145,6	9.208,4	9.638,1	10.100,3
Vốn CSH	2.077,0	2.387,0	2.921,8	3.913,7	4.991,8	6.150,8
Giá trị sổ sách/cp (VND)	22.477	25.861	31.655	42.401	54.082	66.637
Nợ ròng / VCSH (%)	71,1%	44,0%	34,0%	-1,8%	-10,0%	-15,6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2,6	1,3	1,1	0,0	-0,3	-0,6
Tổng tài sản	4.357,0	4.450,9	5.030,4	5.184,5	5.928,5	6.977,2

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	16,3%	25,4%	22,4%	34,4%	28,4%	24,1%
ROA (%)	7,3%	12,9%	12,5%	23,0%	22,7%	20,8%
ROIC (%)	7,2%	13,5%	13,4%	23,4%	22,6%	20,4%
WACC (%)	9,6%	10,7%	10,8%	10,6%	10,9%	10,9%
EVA (%)	-2,4%	2,7%	2,6%	12,8%	11,7%	9,4%
PER (x)	28,4	16,1	15,4	7,8	7,2	6,8
EV/EBITDA (x)	13,5	9,8	8,7	5,8	5,9	5,8
EV/FCF (x)	-66,6	14,1	20,6	19,7	18,8	19,4
PBR (x)	4,4	3,8	3,1	2,3	1,8	1,5
PSR (x)	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/sales (x)	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,5%	2,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Ngân hàng, tài chính
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Xe
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 218)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trần Trí An Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
phuocld@acbs.com.vn

NVPT – Định lượng
Nguyễn Lê Hồng Ngọc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
ngocnlh@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Patrick Mitchell
(+84 28) 54 046 632
patrick@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Chuyên viên PTKH
Tống Thị Hồng Hà
(+84 28) 3823 4159 (ext: 306)
hatth@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 54046630
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Thị Thanh Nhà
(+84 28) 38234159 (ext: 311)
nhanntt.sgn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 54046626
thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cố tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cố tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cố tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.