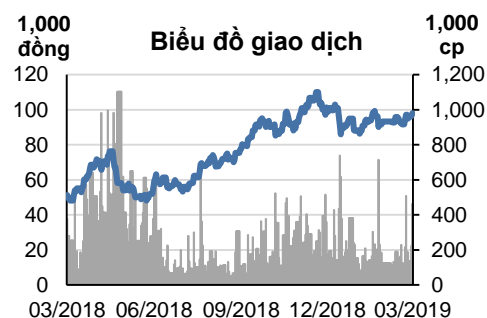


VHC (HOSE) Thị trường Trung Quốc tiềm năng

Đánh giá **TRUNG LẬP**

Thủy sản

Giá thị trường (VND)	98,100
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	106,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	8.1%
Suất sinh lợi cổ tức	4.1%
Suất sinh lợi bình quân năm	12.2%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	3%	5%	-2%	91%
Tương đối	-8%	-4%	-6%	98%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê **06/03/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	48.1k-110.1k
SL lưu hành (triệu cp)	92
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,065
Vốn hóa (triệu USD)	391
% khối ngoại sở hữu	37%
SL cp tự do (triệu cp)	35
KLGD TB 3 tháng (cp)	216,767
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	992/108

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu **06/03/2019**

Chủ tịch HĐQT	42.9%
Dragon Capital	9.0%
Tập đoàn Mitsubishi	6.5%
Cổ đông khác	41.6%

Nguồn: Stoxplus

Võ Thanh Hoài Duyên

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1470
duyen.vt@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh 2018:

Năm 2018, doanh thu thuần tăng trưởng 14% lên 9,323 tỷ đồng nhờ giá xuất khẩu cá tra tăng vọt từ 3.8 USD/kg lên 5.1 USD/kg (~40%). Hoa Kỳ trở thành thị trường xuất khẩu chính của VHC khi đóng góp đến 64% doanh thu thuần, tiếp theo là Trung Quốc với 18% và Úc với 4%. Biên lãi gộp tăng từ 14.4% lên 21.9%. EPS đạt mức cao nhất từ trước đến nay, từ 6,000 đồng lên đến 15,000 đồng.

Triển vọng năm 2019:

Mặc dù có kết quả kinh doanh khả quan trong 2018, tuy nhiên trong năm 2019, VHC sẽ phải đối mặt một số rào cản vĩ mô như sau:

- (1) Nhu cầu cá tra ở Mỹ có xu hướng ổn định, giá gần như đã chạm đỉnh và khó có thể tăng tiếp. Trên thực tế, dự báo từ Undercurrent cho thấy giá cá tra nhiều khả năng sẽ không đổi hoặc thậm chí giảm trong năm nay.
- (2) POR 14 sơ bộ giảm từ 3.87 USD/kg xuống 2.39 USD/kg. Nếu kết quả POR 14 cuối cùng khả quan, điều này sẽ khuyến khích các công ty thủy sản Việt Nam xuất khẩu nhiều hơn vào thị trường Hoa Kỳ. Khi đó, cuộc chiến giành thị phần sẽ khốc liệt hơn do có thêm nhiều đối thủ cạnh tranh vào cuộc.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng VHC vẫn có một vài điểm sáng như sau:

- (1) Thị trường Mỹ: Ngành công nghiệp cá tra Việt Nam đã được công nhận tuân thủ đầy đủ các quy định và tiêu chuẩn của USDA, giúp cải thiện uy tín thương hiệu cá tra Việt Nam, không chỉ ở Mỹ mà ở cả các thị trường khác. Hiện tại, VHC đã chiếm 42% tổng giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ, chúng tôi kỳ vọng rằng thị phần của VHC sẽ tiếp tục được giữ vững trong thời gian tới.
- (2) Thị trường Trung Quốc: Thuế nhập khẩu cá tra vào Trung Quốc đã được điều chỉnh giảm 3% - 5% kể từ ngày 01/07/2018, tạo cơ hội cho Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu. Ngoài ra, nguồn cung thủy sản nội địa tại Trung Quốc đã bị thắt chặt bởi các quy định bảo vệ môi trường trong nuôi trồng thủy sản trở nên nghiêm ngặt hơn. Chúng tôi dự phóng giá trị xuất khẩu của VHC tại thị trường này sẽ tăng 30%.
- (3) Đầu tư tự chủ nguồn nguyên liệu: Thủy sản Việt Nam đang phải đối mặt với vấn đề cá tra giống bị thoái hóa. Bằng cách thành lập Công ty TNHH Sản xuất Giống cá tra Vĩnh Hoàn, VHC sẽ nâng cao được chất lượng cá giống. Hơn nữa, với mức tăng 220 ha trang trại (+44%), chúng tôi tin rằng khả năng tự chủ nguồn cung của VHC sẽ tăng từ 40% lên 55%.
- (4) Nâng cao năng lực: Việc góp 300 tỷ đồng vốn điều lệ vào Công ty TNHH MTV Thực phẩm Vĩnh Phước sẽ thúc đẩy năng lực sản xuất của VHC và tận dụng được lợi thế từ vị trí thuận lợi.

Duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP**

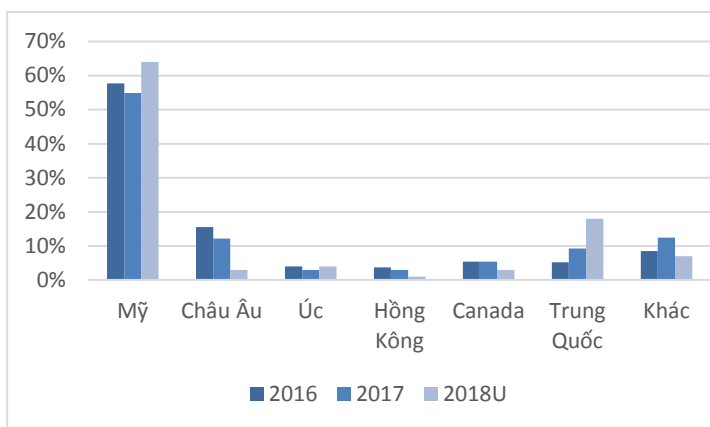
VHC là công ty dẫn đầu thị trường Việt Nam trong lĩnh vực xuất khẩu cá tra, với P/E trượt 12 tháng là 6.2x. Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu VHC. Sử dụng P/E ngành và P/E lịch sử 4 năm của VHC (Hình 04), chúng tôi định giá VHC là **106,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019.

Dự phóng

	2017	2018U	2019E
Doanh thu thuần	8,152	9,323	8,983
<i>Mỹ</i>	4,370	5,690	5,772
<i>Trung Quốc</i>	739	1,600	2,468
<i>Thị trường khác</i>	3,042	2,033	742
Tăng trưởng DT năm (%)	12%	14%	-4%
<i>Mỹ</i>	26%	30%	1%
<i>Trung Quốc</i>	137%	117%	54%
<i>Thị trường khác</i>	-13%	-33%	-63%
Lợi nhuận gộp	1,172	2,042	1,819
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	14%	22%	20%
Lợi nhuận hoạt động	761	1,690	1,480
<i>Tăng trưởng (%)</i>	11%	122%	-12%
<i>Biên LN (%)</i>	9%	18%	16%
Lợi nhuận sau thuế	643	1,434	1,248
<i>Tăng trưởng (%)</i>	12%	123%	-13%
<i>Biên LN (%)</i>	8%	15%	14%

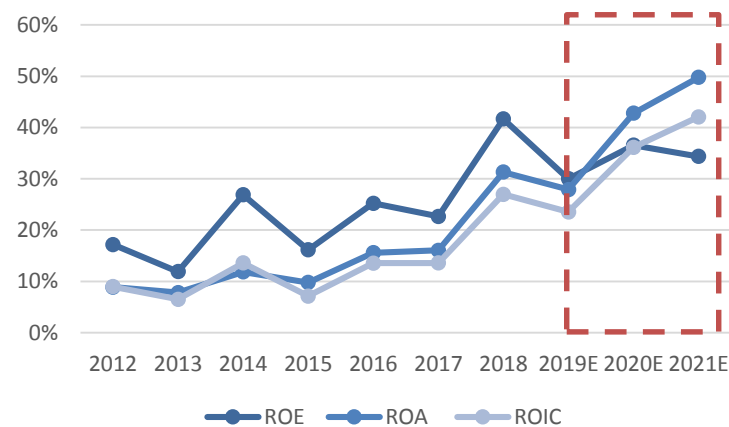
Nguồn: VHC, KIS ước tính

Hình 01. Cơ cấu doanh thu theo thị trường xuất khẩu



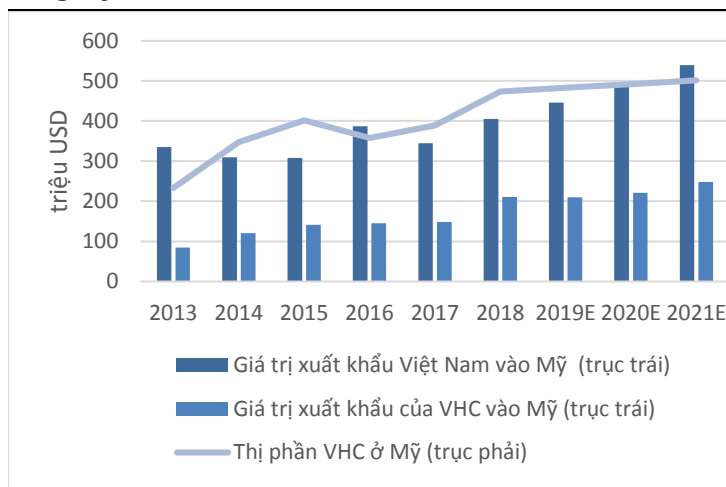
Nguồn: KIS, VHC

Hình 02. Các chỉ số sinh lời của VHC



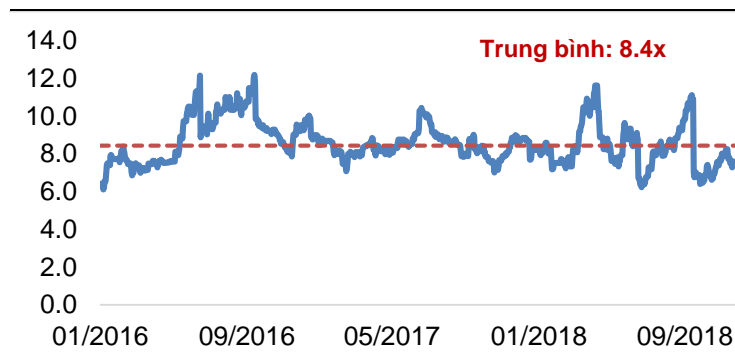
Nguồn: KIS

Hình 03. Giá trị xuất khẩu cá tra của VHC và Việt Nam sang Mỹ



Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, KIS

Hình 04. P/E lịch sử 4 năm của VHC



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 9,065 tỷ đồng					CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E	2016	2017	2018U	2019E	2020E	
Doanh thu thuần	7,304	8,152	9,323	9,556	11,502	Vòng quay phải thu (x)	6	7	6	6	
Tăng trưởng (%)	12.5%	11.6%	14.4%	2.5%	20.4%	Vòng quay HTK (x)	5	6	5	5	
Mỹ	3,482	4,370	5,690	6,141	6,970	Vòng quay phải trả (x)	11	10	9	9	
Trung Quốc	312	739	1,600	2,468	3,684	Thay đổi vốn lưu động	-317	156	577	-202	
Thị trường khác	3,510	3,042	2,033	947	848	Capex	0	0	0	-1	
GVHB	6,237	6,980	7,281	7,652	8,575	Dòng tiền khác	24	347	-459	-29	
Biên LN gộp (%)	14.6%	14.4%	21.9%	19.9%	25.4%	Dòng tiền tự do	657	58	743	1,426	
Chi phí BH & QLDN	381	411	352	361	434	Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	
EBITDA	833	960	1,841	1,798	2,769	Cổ tức	231	0	369	370	
Biên lợi nhuận (%)	11.4%	11.8%	19.7%	18.8%	24.1%	Thay đổi nợ rỗng	-426	-58	-374	-1,056	
Khấu hao	147	199	150	255	276	Nợ rỗng cuối năm	1,050	992	618	-438	
Lợi nhuận từ HĐKD	686	761	1,690	1,544	2,493	Giá trị doanh nghiệp	10,121	10,057	9,683	8,627	
Biên LN HĐKD (%)	9.4%	9.3%	18.1%	16.2%	21.7%	Tổng VCSH	2,393	2,943	4,025	4,980	
Chi phí lãi vay rỗng	40	51	4	-31	-81	Lợi ích cổ đông thiểu số	6	0	0	0	
% so với nợ rỗng	3.2%	5.0%	0.5%	-769%	6.2%	VCSH	2,387	2,943	4,025	4,980	
Khả năng trả lãi vay (x)	17	15	420	-50	-31	Giá trị sổ sách/cp (VND)	25,833	31,844	43,563	53,895	
Lãi/lỗ khác	27	12	22	-	-	Nợ rỗng / VCSH (%)	44%	34%	15%	-9%	
Thuế	107	118	256	247	404	Nợ rỗng / EBITDA (x)	1.3	1.0	0.3	-0.2	
Thuế suất hiệu dụng (%)	16%	16%	15%	16%	16%	Tổng tài sản	4,451	5,043	5,752	5,650	
Lợi nhuận rỗng	565	605	1,452	1,327	2,170	<i>Nợ rỗng = Nợ – tiền và tương đương tiền</i>					
Biên lợi nhuận (%)	8%	7%	16%	14%	19%	CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ					
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	0	0	0	0	ROE (%)	25%	23%	42%	29%	
LN cho công ty mẹ	567	605	1,452	1,327	2,170	(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	25%	23%	42%	29%	
Số lượng CP (triệu)	92	92	92	92	92	ROA (%)	16%	16%	31%	27%	
EPS hiệu chỉnh (VND)	5,620	6,043	15,277	13,927	23,042	ROIC (%)	14%	14%	27%	23%	
Tăng EPS (%)	91.5%	7.5%	153.6%	-8.8%	65.5%	WACC (%)	11%	12%	13%	10%	
Cổ tức (VND)	2,500	-	4,000	4,000	4,000	PER (x)	17.5	16.2	6.4	7.0	
<i>EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN</i>						PBR (x)	3.8	3.1	2.3	1.8	
<i>EBIT = EBITDA – Khấu hao</i>						PSR (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	
<i>Chi phí lãi vay rỗng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi</i>						EV/EBITDA (x)	12.2	10.5	5.3	4.7	
<i>Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác</i>						EV/Sales (x)	1.4	1.2	1.0	0.9	
<i>Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN rỗng cho công ty mẹ</i>						Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	2.6%	0.0%	4.1%	2.2%	

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.