

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (VHC- HOSE)

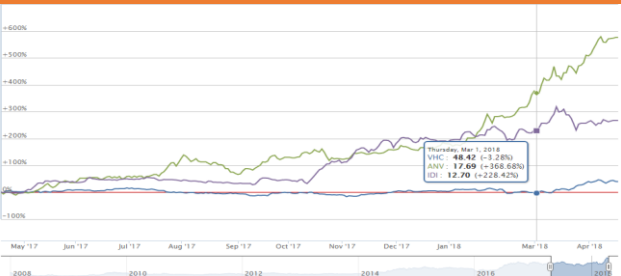
Khuyến nghị: MUA

Giá thị trường ngày 19/04/2018 (VND)	77.800
Giá mục tiêu (VND)	99.700
EPS 2017: (VND)	6.550
BV 2017 : (VND)	31.880
Cổ tức	20%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (18/04/2018)

Ngành thủy sản (cá tra)	
Số lượng CP lưu hành	92.301.883
KLGD bq 10 phiên	512.383
Tăng/giảm giá 7 ngày	+8%
Tăng/giảm giá 1 tháng	+33%
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,922

DIỄN BIẾN GIÁ CP VỚI NGÀNH CÁ TRA



CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Trương Thị Lệ Khanh	42,88%
Nhà đầu tư nước ngoài	37,34%
Cổ đông khác	19,78%

Chiến lược giao dịch

Giá ngày 19/04/2018	77,8
Giá mua	75 - 80
Giá mục tiêu ngắn hạn	85
Giá mục tiêu 6 đến 12 tháng	99,7
Giá cắt lỗ cho nhà đầu tư ngắn hạn	70

10,5	VHC	ABT	ANV	FMC	IDI	MPC	TB
ROE%	22,67%	6,89%	10,53%	21,41%	15,44%	26,66%	17,27%
ROA%	12,74%	4,40%	4,98%	7,43%	6,24%	7,23%	7,17%
EBIT	761,19	18,47	247,23	128,91	442,58	930,11	421,42
EBITDA	960,03	24,97	327,52	180,78	498,49	1.092,41	514,03
Tỷ suất EBITDA	11,78%	6,51%	11,11%	5,17%	9,36%	6,97%	8,48%
P/E	11,49	19,98	23,19	10,31	8,01	8,86	13,64
P/B	2,36	1,32	2,36	2,02	1,28	2,33	1,95

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng 2018 khả quan khi (a) Giá trị xuất khẩu cá tra toàn ngành thể hiện sự phục hồi và có thể lên mức 1,85 tỷ USD nhờ sự vươn lên của thị trường Trung Quốc **(b) Giá cá tra thương phẩm tăng mạnh** Trong 2 tháng đầu năm 2018, giá cá tra nguyên liệu trong nước thập chí lập đỉnh kỷ lục “khó tin” đạt hơn 31.500 đồng/kg. **(c) Hưởng lợi từ thuế quan** Vĩnh Hoàn là 1 trong 2 công ty của Việt Nam vẫn hưởng thuế suất 0% sau đợt POR13 của Bộ Thương Mại Mỹ. Vĩnh Hoàn luôn là nhà xuất khẩu đứng đầu vào thị trường này.

Năm 2017 “nữ hoàng cá tra” vượt đỉnh mọi thời đại Tổng kết năm tài khóa 2017, Vĩnh Hoàn đạt 8.173 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng trưởng 10,9% so với năm 2016. Lợi nhuận sau thuế đạt 593 tỷ đồng, tương ứng lợi nhuận trên mỗi cổ phần đạt 6.428 đồng/cổ phần; tổng giá trị xuất khẩu đạt 299 triệu USD. Trong khi đó giá cổ phiếu VHC của Vĩnh Hoàn đã phá đỉnh dài hạn xác lập năm 2016.

Chuỗi giá trị dài với khả năng tự chủ nguyên liệu cao tạo lợi thế cạnh tranh kép Chuỗi giá trị dài, đặc biệt là khả năng tự chủ vùng nguyên liệu lên tới 65% đã giúp VHC có lợi thế cạnh tranh kép. Công ty hiện đang hoạt động với 32 ao nuôi trên tổng diện tích 530 ha và 55 ha vùng ương cá tra giống

Cơ cấu cổ đông cô đặc Chủ yếu được nắm giữ bởi cổ đông cá nhân sáng lập và các tổ chức uy tín như: MITSUBISHI CORP, Red River Holding, Quỹ đầu tư Việt Nam, Dragon Capital...

RỦI RO

(1) Ô ạt nuôi cá tra giống, rủi ro khó lường Việc giá cá tra tăng lên mức kỷ lục cùng cơn sốt thu mua đang khiến người nuôi đặc biệt là các hộ nông dân chuyển từ trồng lúa sang đào ao nuôi cá tra. Việc này nếu không được kiểm soát có thể gây nên hiện tượng sụt giảm nhanh giá cá tra thương phẩm cuối năm 2018 và năm 2019.

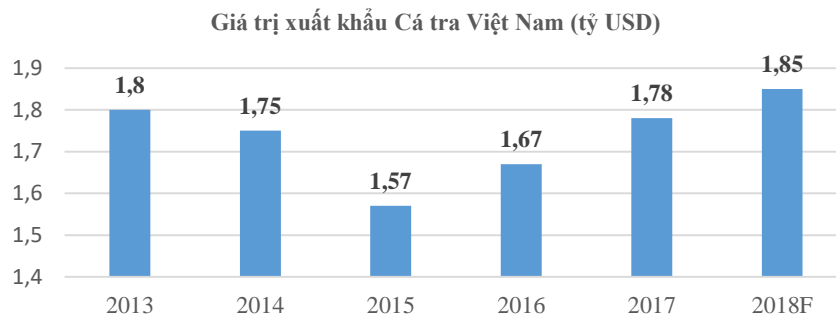
(2) Thương lái Trung Quốc làm giá Sản phẩm cá tra Việt Nam hiện có đến 70% vẫn xuất khẩu sang thị trường này theo đường uỷ thác hoặc tiêu ngạch.

Phương pháp	Định giá	Trọng số	Giá trị
WACC	99.600	60%	59.760
P/E	111.439	20%	22.288
P/B	78.098	20%	15.620
Tổng hợp			97.667

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá trị xuất khẩu phục hồi

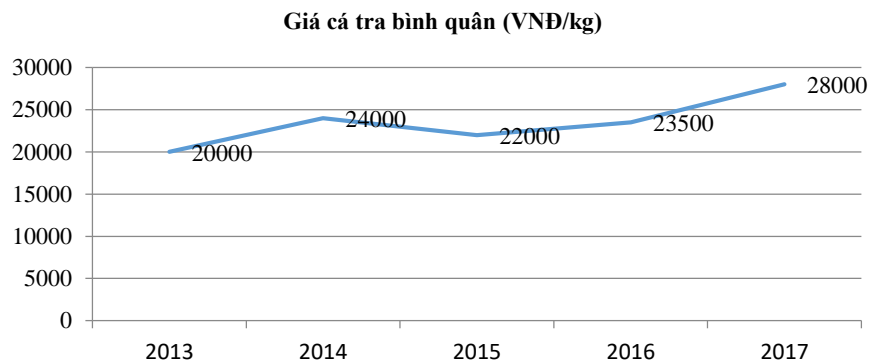
Sau giai đoạn sụt giảm liên tục thì ngành cá tra đã có sự phục hồi giá trị xuất khẩu từ 2016. Theo VASEP, năm 2017, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 1,78 tỷ USD, tăng 4,3% so với năm 2016. Dù mức tăng này thua xa các sản phẩm thủy sản xuất khẩu khác, nhưng đây được xem là “kỳ tích” khi con cá tra liên tục bị “mắc cạn” ở hai thị trường chính và truyền thống là Mỹ và EU. Dự báo, năm 2018, xuất khẩu cá tra của Việt Nam có thể đạt khoảng 1,85 tỷ USD nhờ sự vươn lên của thị trường Trung Quốc.



Nguồn: VFS tổng hợp, Bộ nông nghiệp & phát triển nông thôn

Giá cá tra thương phẩm tăng mạnh

Năm 2017 do thời tiết diễn biến thất thường, cá nuôi bị hao hụt lớn, thời gian nuôi kéo dài nên sản lượng cá nuôi không đạt yêu cầu, không đủ cung ứng cho các nhà máy sản xuất chế biến. Nhu cầu từ thị trường Trung Quốc tăng mạnh (thương lái Trung Quốc tranh mua) làm giá cá tra tăng vọt lên mức 28.000 – 28.500 đồng/kg trong năm 2017. Trong 2 tháng đầu năm 2018, giá cá tra nguyên liệu trong nước thập chí lập đỉnh kỷ lục “khó tin” đạt hơn 31.500 đồng/kg. Với mức giá này người nuôi và doanh nghiệp có vùng nuôi có lãi đậm khoảng 5.000 – 7.000 đồng/kg.



Nguồn: VFS tổng hợp

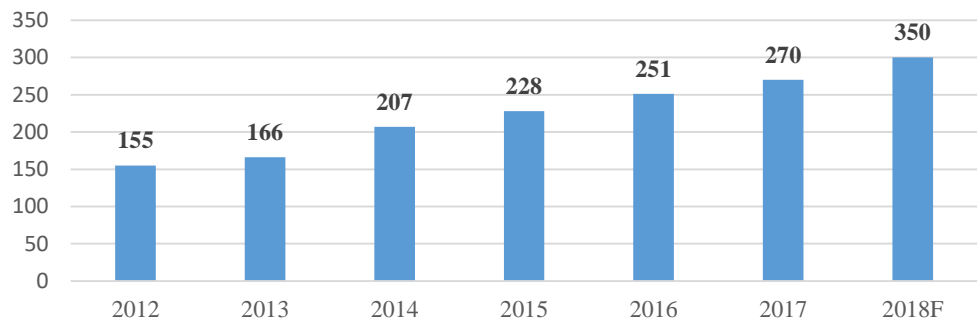
ĐIỂM NHẤN

Năm 2017 Vĩnh Hoàn đạt 8.173 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng trưởng 10,9% so với năm 2016. Lợi nhuận sau thuế đạt 593 tỷ đồng, tương ứng lợi nhuận trên mỗi cổ phần đạt 6.428 đồng/cổ phần; tổng giá trị xuất khẩu đạt 299 triệu USD. Trong khi đó giá cổ phiếu VHC của Vĩnh Hoàn đã phá đỉnh dài hạn xác lập năm 2016.

Năm 2017 “nữ hoàng cá tra” vượt đỉnh mọi thời đại

Tổng kết năm tài khóa 2017, Vĩnh Hoàn đạt 8.173 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng trưởng 10,9% so với năm 2016. Lợi nhuận sau thuế đạt 593 tỷ đồng, tương ứng lợi nhuận trên mỗi cổ phần đạt 6.428 đồng/cổ phần; tổng giá trị xuất khẩu đạt 299 triệu USD. Trong khi đó giá cổ phiếu VHC của Vĩnh Hoàn đã phá đỉnh dài hạn xác lập năm 2016.

Kim ngạch xuất khẩu của VHC (triệu USD)



Nguồn: VFS tổng hợp

Chuỗi giá trị dài với khả năng tự chủ nguyên liệu cao tạo lợi thế cạnh tranh kép

Trong ngành thủy sản, doanh nghiệp nào có khả năng khép kín quy trình sản xuất càng cao càng có lợi thế cạnh tranh lớn. Doanh nghiệp có hoạt động sản xuất khép kín thì khả năng tự chủ nguyên liệu và hiệu quả hoạt động, khả năng sinh lời càng cao. VHC là một trong số ít những doanh nghiệp có quy trình sản xuất kinh doanh khép kín nên hiệu quả kinh doanh luôn nằm top đầu ngành. Chuỗi giá trị dài, đặc biệt là khả năng tự chủ vùng nguyên liệu lên tới 65% đã giúp VHC có lợi thế cạnh tranh kép. Công ty hiện đang hoạt động với 32 ao nuôi trên tổng diện tích 530 ha và 55 ha vùng ương cá tra giống. Một nửa diện tích vùng nuôi của VHC đã có các chứng nhận Global GAP, ASC hoặc BAP. Vĩnh Hoàn hiện đang vận hành 6 nhà máy chế biến với tổng công suất 850 tấn nguyên liệu/ngày, nhà máy GTGT và nhà máy chế biến phụ phẩm với công suất lần lượt là 2.000 tấn/năm và 18.000 tấn/năm.

ĐIỂM NHẤN

Triển vọng khả quan 2018 do hưởng lợi thuế quan từ thị trường chủ lực Mỹ và sự vươn lên của thị trường Trung Quốc và hưởng lợi thuế quan thị trường Mỹ.

Triển vọng khả quan 2018

- **Kế hoạch kinh doanh tăng trưởng** Năm 2018, Vĩnh Hoàn cũng đặt kế hoạch SXKD năm 2018 với mục tiêu doanh thu thuần đạt 9.300 tỷ đồng, tăng 14% so với năm 2017; trong đó giá trị XK đạt 350 triệu USD, tăng 17% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 650 tỷ đồng, tăng 10% so với lợi nhuận thực hiện năm 2017. EPS dự phóng đạt 7.034 đồng/cổ phiếu.
- **Hưởng lợi từ thuế quan** Vĩnh Hoàn là 1 trong 2 công ty của Việt Nam vẫn hưởng thuế suất 0% sau đợt POR13 của Bộ Thương Mại Mỹ (trong khi các công ty khác chịu mức thuế

rất cao) có thể giúp tăng doanh thu và lợi nhuận 2018 của công ty (Do Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu chính với 51% doanh thu 2017 của VHC).

➤ **Đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc** Vĩnh Hoàn cho biết năm 2018, Trung Quốc, Nhật Bản và Mexico sẽ là các thị trường xuất khẩu chiến lược của Công ty. Trong đó Trung Quốc đang là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Công ty sau Mỹ, chiếm 17% tổng doanh thu xuất khẩu năm 2017. Trong quý I/2018, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc tăng 42% và thị trường này đã vượt Mỹ trở thành nhà nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam.

➤ **Giá cá tra nguyên liệu giữ ở mức cao** Đầu năm 2018 giá cá tra đã tăng lên mức cao kỷ lục 10 năm là 31.500 đồng/kg. Trong khi tình trạng thiếu nguyên liệu cá tra được dự báo kéo dài đến tháng 6/2018 nên giá cá tra vẫn sẽ duy trì mức cao. Điều này tạo lợi thế lớn cho doanh nghiệp có vùng nuôi lớn nhất như Vĩnh Hoàn.

➤ **Quý 1/2018 bứt phá** Giá bán tăng mạnh 34% nên dù sản lượng giảm nhẹ 3%, Vĩnh Hoàn (VHC) xuất khẩu gần 76 triệu USD trong quý 1/2018 - tăng 30% so với cùng kỳ. Nhóm Collagen và Gelatine ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ lên tới 241%. Tỷ trọng cá tra phi lê, Collagen và Gelatine trong tổng doanh thu đều tăng. Ngược lại, các sản phẩm khác như bột cá, dầu cá... suy giảm so với cùng kỳ tới 45%.

Rủi ro

➤ **Ô ạt nuôi cá tra giống, rủi ro khó lường** Việc giá cá tra tăng lên mức kỷ lục cùng cơn sốt thu mua đang khiến người nuôi đặc biệt là các hộ nông dân chuyển từ trồng lúa sang đào ao nuôi cá tra. Việc này nếu không được kiểm soát có thể gây nên hiện tượng sụt giảm nhanh giá cá tra thương phẩm cuối năm **2018 và năm 2019**.

➤ **Thương lái Trung Quốc làm giá** Sản phẩm cá tra Việt Nam hiện có đến 70% vẫn xuất khẩu sang thị trường này theo đường uỷ thác hoặc tiểu ngạch, DN Trung Quốc đề nghị chỉ đặt cọc khoảng 30% tổng tiền lô hàng cá tra, cộng với giá vận chuyển trung bình một lô hàng cá tra tới cửa khẩu khoảng 45 - 47 triệu đồng. Năm bắt được kẽ hở này, thương lái Trung Quốc càng dễ ép giá, kéo dài thời gian thanh toán tiền mua cá, gây thiệt hại cho cả doanh nghiệp và người nuôi.

RỦI RO

Với thương hiệu và tình hình tài chính lành mạnh, thì những rủi ro đến từ nội tại doanh nghiệp không lớn. Rủi ro của công ty chủ yếu đến từ ngành với biến động sản lượng và giá nguyên liệu cá tra, cùng thị trường xuất khẩu.

DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Trên cơ sở phân tích trên chúng tôi dự phóng LNST của VHC năm 2018 có thể đạt 755 tỷ đồng (+25% yoy), tương ứng EPS dự phóng là 8.170 đồng/cp. Giá kỳ vọng của cổ phiếu là 97.700 đồng/cp, cao hơn 26% so với mức giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu ở vùng giá hiện tại với tầm nhìn 6 tháng – 1 năm.

Phương pháp	Định giá	Trọng số	Giá trị
WACC	99.600	60%	59.760
P/E	111.439	20%	22.288
P/B	78.098	20%	15.620
Tổng hợp			97.667

Chiến lược giao dịch	
Giá ngày 19/04/2018	77,8
Giá mua	75 - 80
Giá mục tiêu ngắn hạn	85
Giá mục tiêu 6 đến 12 tháng	99,7
Giá cắt lỗ cho nhà đầu tư ngắn hạn	70

Nguồn: VFS tổng hợp

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Cổ phiếu này đã có quá trình giao dịch tích lũy đi ngang từ tháng 7/2016 đến tháng 3/2018 dưới ngưỡng 60. Quá trình tăng giá mới được hình thành chính thức phá vỡ vùng đi ngang và chinh phục các đỉnh cao mới cùng khối lượng giao dịch tăng vọt cho thấy sự chú ý của dòng tiền. Cổ phiếu này tạo lập mô hình tăng giá dạng “bậc thang” với giai đoạn 1 từ 11 lên 35, giai đoạn 2 từ 35 lên 60. Và giai đoạn hiện tại từ 60 với giá hướng đến có thể là 120.



Nguồn: VFS tổng hợp

GIỚI THIỆU CHUNG

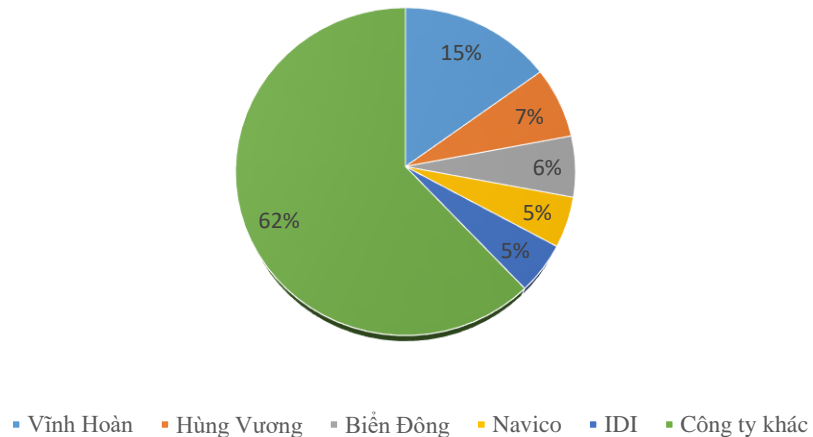
Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu (XK) cá tra/basa đứng đầu tại Việt Nam với thị phần đạt ~15%, và đứng thứ 2 ngành thủy sản sau Minh Phú. Công ty hiện đang XK sang 40 quốc gia trên thế giới.

Công ty có kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định và tình hình tài chính lành mạnh, cơ cấu cổ đông cô đặc...



Doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản có kim ngạch xuất khẩu lớn thứ 2 ngành Khi ngành cá tra Việt Nam phát triển nhanh cả về quy mô lẫn số lượng doanh nghiệp sản xuất cá tra, thị phần của Vĩnh Hoàn vẫn tăng trưởng ổn định. Năm 2016, trong một thị trường với hơn 200 doanh nghiệp, Vĩnh Hoàn chiếm đến 15% thị phần, đứng đầu ngành cá tra. Còn trong toàn ngành doanh thu của VHC chỉ đứng sau MPC, trong khi lợi nhuận và vốn hóa đều vượt trội.

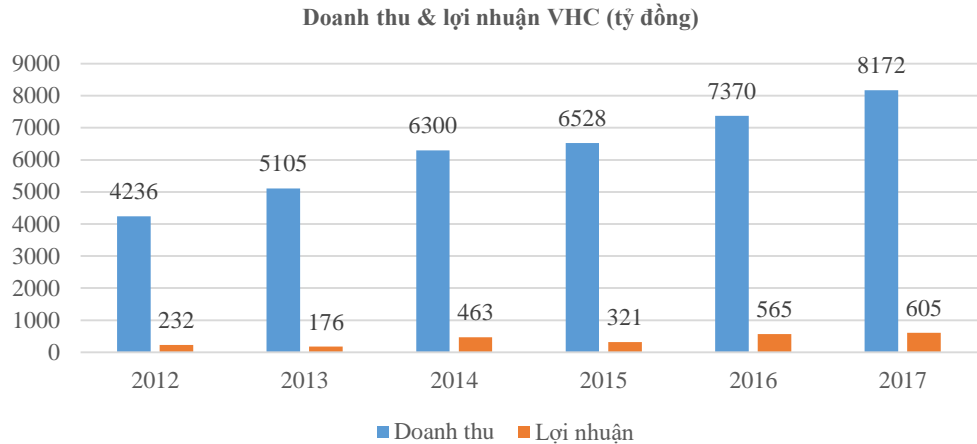
Thị phần xuất khẩu cá tra Việt Nam 2017



Nguồn: VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định

Doanh thu liên tục tăng trưởng. Trong khi về dài hạn quy mô lợi nhuận vẫn tăng tốt dù đã tăng trưởng bị gián đoạn trong một số năm 2013 và 2015.



Nguồn: VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh phụ thuộc nhiều vào xu hướng giá cá tra nguyên liệu Cá nguyên liệu chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu giá thành của công ty, vì vậy mỗi biến động về giá cá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận. Mặc dù doanh thu liên tục tăng trưởng liên tục trong 10 năm gần nhất nhưng lợi nhuận không duy trì được đà tăng trưởng bền vững mà biến động theo xu hướng cá nguyên liệu. Điểm tích cực là về dài hạn quy mô lợi nhuận vẫn tăng tốt dù đà tăng trưởng bị gián đoạn trong một số năm.

Phát triển sản phẩm có giá trị gia tăng cao

Những mặt hàng giá trị gia tăng và Collagen có biên lợi nhuận cao (22-24%) cũng được công ty đẩy mạnh sản xuất. Trong năm 2018, dự kiến doanh thu từ mảng collagen, galentin và cá mặt hàng giá trị gia tăng đạt 30 triệu USD (tăng 230% so với cùng kì), chiếm 7,5% doanh thu tập đoàn.

Các chỉ số cơ bản nổi bật

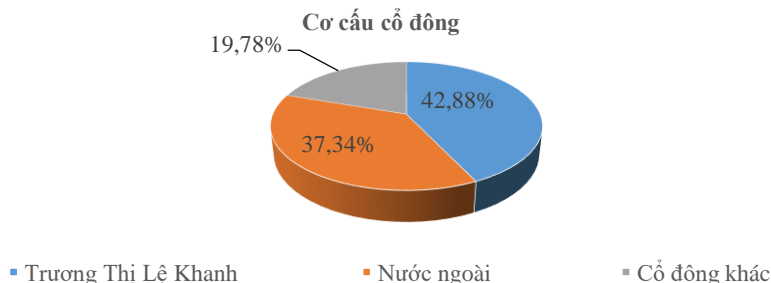
VHC có tỷ suất ROA và ROE cao hơn doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực. Năm 2017, ROE và ROA của VHC lần lượt đạt 22,4% và 12,5%, cao hơn 34,1% và 76,7% so với TB ngành. PE hiện tại của VHC là 10,8 thấp hơn rất nhiều so với mức TB ngành (20,1x), hay so với Thái Lan (14,1x), Indonesia (13,1x).

Chỉ số	2013	2014	2015	2016	2017
Giá trị sổ sách/CP	23.905	20.236	22.477	25.833	31.844
EPS cơ bản	2.579	4.753	3.274	6.133	6.544
Tỷ suất thanh toán nhanh	0,54	0,62	0,82	0,87	0,82
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1,84	1,23	1,57	1,81	1,80
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0,06	0,00	0,21	0,22	0,14
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0,03	0,00	0,10	0,12	0,08
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0,61	1,36	0,87	0,63	0,57
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0,35	0,56	0,42	0,34	0,33
Tổng công nợ/Vốn CSH	0,68	1,39	1,09	0,86	0,71
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0,39	0,58	0,52	0,46	0,42
EBIT	219,81	416,49	432,45	685,71	761,19
EBITDA	330,64	537,32	576,82	832,55	960,03
Tỷ suất EBITDA	6,49%	8,54%	8,88%	11,40%	11,78%
ROE%	11,33%	26,31%	16,29%	25,29%	22,67%
ROCE%	14,40%	23,10%	19,24%	25,06%	24,14%
ROA%	5,63%	12,47%	7,29%	12,87%	12,74%
ROIC%	10,65%	10,64%	11,20%	18,15%	17,49%
Tỷ suất cổ tức	2,08%	0,00	2,08%	2,78%	2,78%
P/E pha loãng	27,91	15,15	20,63	11,74	11,00
P/B	3,01	3,56	3,20	2,79	2,26

Nguồn: VFS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông cô đặc

Chủ yếu được nắm giữ bởi cổ đông cá nhân sáng lập và các tổ chức uy tín như: MITSUBISHI CORP, Red River Holding, Quỹ đầu tư Việt Nam, Dragon Capital.... Trong đó Nhóm Dragon liên tục mua vào hơn 1 triệu cp VHC trong thời gian gần đây, khiến cho room nước ngoài tại VHC cũng không còn nhiều



Nguồn: VFS tổng hợp

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETFIRST

Hệ thống khuyến nghị của VFS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Tòa nhà Central Park, lầu 2, 117 – 119 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: **(84-8) 62556586** Fax: **(84-8) 62556580**

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 10, Tòa nhà Sentinel Place, 41A Lý Thái Tổ, P. Lý Thái Tổ, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: **(84-4) 39288222** – Ext: **117** Fax: **(84-4) 39338222**

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.