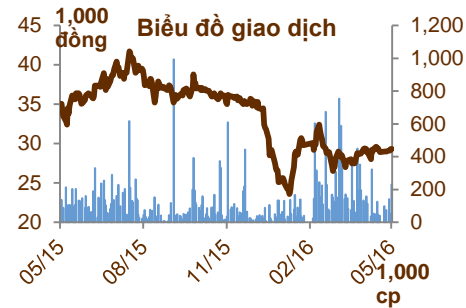


Khuyến nghị

NĂM GIỮ
HOSE: VHC

Thủy Sản

Giá thị trường (VND)	29,300
Giá mục tiêu (VND)	33,400
Tỷ lệ tăng giá	14%
Suất sinh lợi cổ tức	5%
Tỷ suất sinh lợi	19%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	0%	0%	-3%	-16%
Tương đối	-6%	-6%	-16%	-28%

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Thông kê

12/05/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	23.6k-41.7k
SL lưu hành (triệu cp)	92
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,707
Vốn hóa (triệu USD)	120
% khối ngoại sở hữu	31.5%
Tỷ lệ cp tự do (%)	18
KLGD TB 3 tháng (cp)	172k
VND/USD	22,470
Index: VNIndex / HNX	612/81

Cơ cấu sở hữu

12/05/16

Trương Thị Lệ Khanh – CT.HĐQT	49.3%
Red River Holding	15.1%
Quý ĐT Việt Nam	4.9%
Võ Phú Đức – TV.HĐQT và người liên quan	5.9%
TV khác Ban lãnh đạo	~1%

Hoàng Huy

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1450
huy.hoang@kisvn.vn
www.kisvn.vn

CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC) lạc quan cho năm 2016

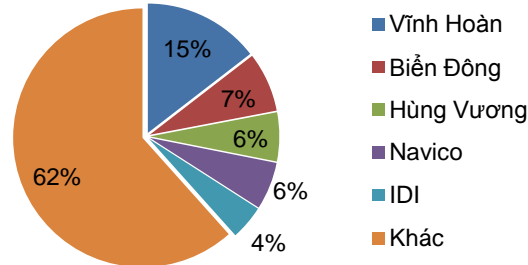
2015 thực tế là năm thành công

Trong năm 2015, Vĩnh Hoàn ghi nhận 6,493 tỷ đồng doanh thu hợp nhất, tăng 3% so với 2014 nhưng chỉ hoàn thành 90% kế hoạch năm. Mặc dù biên lợi nhuận gộp giảm một chút do giá bán giảm, chi phí hoạt động được quản lý tốt hơn giúp biên lợi nhuận hoạt động cải thiện nhẹ lên mức 6.66% từ mức 6.62% năm 2014. Lãi tiền gửi lớn bị bù trừ bởi lỗ tỷ giá. Kết quả, LNST đạt 321 tỷ đồng, vượt một chút so với mục tiêu.

Mặc dù giảm tốc, Vĩnh Hoàn thực tế vẫn tăng trưởng nhanh hơn các công ty xuất khẩu cá tra khác. Công ty tiếp tục gia tăng thị phần trên thị trường Mỹ, nước nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam, và do đó gia tăng thị phần xuất khẩu nói chung lên 15% trong năm 2015 so với mức 12% của 2014.

Thị phần xuất khẩu cá tra, 2015

Nguồn: VASEP



Vĩnh Hoàn hiện đang tích cực đẩy mạnh đưa sản phẩm vào thị trường châu Âu và Trung Quốc để giảm rủi ro từ việc quá tập trung vào thị trường Mỹ.

Farm Bill 2014

Cũng như các quốc gia xuất khẩu cá tra vào Mỹ, Việt Nam đang trong giai đoạn chuyển giao 18 tháng từ 01/03/2016 đến 01/09/2017, trong đó FSIS sẽ tiến hành kiểm và sự tương đồng giữa hệ thống quản lý nuôi trồng và chế biến thủy hải sản của Việt Nam so với Mỹ. Thị trường Mỹ vẫn mở cửa cho các nhà xuất khẩu Việt Nam cho đến tháng 09/2017 và tiếp tục sau đó nếu FSIS xác nhận sự tương đồng.

Là nước nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam, thị trường Mỹ mang lại sự tăng trưởng ổn định cùng với vị thế số 1 tại Việt Nam của Vĩnh Hoàn. Nhưng Mỹ giờ trở thành rủi ro lớn nhất của Vĩnh Hoàn mặc dù công ty rất tự tin sẽ đáp ứng được các yêu cầu của FSIS.

Xâm nhập mặn ở đồng bằng sông Cửu Long

Hiện tượng El-nino và hạn hán nặng nề ở đồng bằng sông Cửu Long dẫn tới tình trạng xâm nhập mặn sớm và sâu vào trong đất liền hơn trong năm nay. Theo Viện Khoa học Thủy lợi miền Nam, tình trạng xâm nhập mặn sẽ tiếp tục trong các tuần tới do hạn hán kéo dài. Tuy nhiên, Vĩnh Hoàn dự đoán sẽ không có ảnh hưởng xấu tới vùng nuôi trồng của công ty.

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – NĂM GIỮ

Kế hoạch 2016-2018

Trong năm 2016, Vĩnh Hoàn hướng tới mức doanh thu 7.7 nghìn tỷ đồng và LNST 350 tỷ đồng, tương ứng tăng 20% và 9% so với cùng kỳ năm ngoái. Tới năm 2018, công ty kỳ vọng doanh thu sẽ đạt 10 nghìn tỷ đồng và LNST sẽ đạt ít nhất là 500 tỷ đồng.

Năm 2016 cũng sẽ thuận lợi

Trong 1Q2016, Vĩnh Hoàn ghi nhận 1,601 tỷ đồng doanh thu và 101 tỷ đồng LNST, hoàn thành 21% và 29% kế hoạch năm.

Dựa vào kế hoạch của Vĩnh Hoàn đưa ra, chúng tôi điều chỉnh tăng mức tăng trưởng ở thị trường Mỹ và châu Âu, và do đó tăng ước tính doanh thu của công ty so với báo cáo gần nhất của chúng tôi. Nhưng chúng tôi cho rằng Vĩnh Hoàn sẽ khó hoàn thành mục tiêu doanh thu.

Vĩnh Hoàn sẽ tiếp tục tập trung vào phân khúc cao cấp, bán các sản phẩm chất lượng cao với giá cao hơn so với đối thủ. Công ty gần đây vừa đưa ra thị trường sản phẩm cá tra “không xử lý”, tiếp tục khẳng định sự khác biệt và vị thế dẫn đầu của công ty. Tuy nhiên, tương tự Farm Bill 2014, các sản phẩm mới nhìn chung sẽ làm tăng chi phí QL&BH. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính chi phí hoạt động (so với doanh thu) của công ty trong năm nay, dẫn tới làm giảm biên lợi nhuận hoạt động.

Trong năm 2015, Vĩnh Hoàn ghi nhận 53 tỷ đồng lỗ tỷ giá. Tuy nhiên, tại thời điểm cuối năm, chúng tôi ước tính giá trị ròng tài sản và nợ có gốc ngoại tệ giảm còn khoảng -10 triệu USD từ mức -77 triệu đô đầu năm, qua đó giảm rủi ro tỷ giá cho năm nay. Nếu tỷ giá không biến động quá lớn, Vĩnh Hoàn sẽ được lợi nhiều từ lãi vay đồng USD thấp.

Kết quả cuối cùng, chúng tôi ước tính LNST vào khoản 371 tỷ đồng, vượt 6% so với kế hoạch. Mỗi cổ phiếu VHC kiếm được 4k đồng, tương ứng với mức PE dự phóng 2016 là 7.3x tại mức giá thị trường 29.3k đồng/cp.

Định giá

Chúng tôi định giá cp VHC ở mức 33.4k đồng tại thời điểm cuối 2016, thấp hơn mức 36.7k đồng/cp trong báo cáo gần nhất, dựa trên phương pháp so sánh. Ngành thủy hải sản Việt Nam đang chịu ảnh hưởng xấu bởi tăng trưởng chậm lại của kinh tế thế giới cũng như tình trạng hạn hán và xâm nhập mặn nặng nề trong nước, điều đã kéo giảm các chỉ số định giá.

Tổng mức sinh lời vào khoảng 19%, bao gồm suất sinh lợi cổ tức 5%. Tuy nhiên, do các rủi ro nói trên vẫn dai dẳng, chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP.

Ngành thủy sản		Ước tính VHC năm 2016	Giá VHC năm 2016
PE	11.0x	EPS = VND4,018	44,200
PB	0.9x	BVPS = VND24,995	22,600
Trung bình			33,400

STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	12T PE (x)	PB (x)
1	AAM	Thủy sản Mê Kông	109		0.45
2	ABT	XNK Thủy sản Bến Tre	547	9.45	1.33
3	ACL	XNK Thủy sản Cửu Long	173	5.84	0.60

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – NĂM GIỮ

4	AGF	XNK Thủy sản An Giang	273	-	0.35
5	ANV	Nam Việt	479	-	0.37
6	ATA	NTACO	53	1.41	0.33
7	BLF	Thủy sản Bạc Liêu	21	25.58	0.24
8	CMX	Chế biến và XNK Thủy sản Cà Mau	65	2.88	0.92
9	FMC	Thực phẩm Sao Ta	621	4.65	1.37
10	HVG	Hùng Vương	2,293	18.46	0.71
11	ICF	Đầu tư và Thương mại Thủy sản	41	-	0.23
12	IDI	ĐT&PT Đa quốc gia I.D.I	1,326	8.44	0.63
13	NGC	Chế biến Thủy sản Xuất khẩu Ngô Quyền	16	7.87	0.71
14	SJ1	Nông nghiệp Hùng Hậu	152	7.52	1.09
15	TS4	Thủy sản số 4	132	13.02	0.47
16	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	2,704	8.44	1.24
PE trung bình theo vốn hóa				11.0x	
PB trung bình theo vốn hóa					0.9x

* Loại trừ dữ liệu âm hoặc bất thường. Nguồn: StockPlus. Dữ liệu tại ngày 13/05/2016.

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – NĂM GIỮ

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH VHC	Giá hiện tại (VND):	19.700	Giá mục tiêu (VND):	17.400	Vốn hóa (tỷ đồng):	1.970
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Doanh thu thuần	5,095	6,292	6,493	7,537	8,650	10,017
Tăng trưởng (%)	21%	24%	3%	16%	15%	16%
Fillet cá, bột và mỡ cá	4,339	5,363	6,229	7,071	8,082	9,297
Thức ăn chăn nuôi và hàng hóa	1,627	527	201	328	350	375
Gạo	328	402	37	-	-	-
Collagen & gelatin	-	-	26	138	218	345
GVHB	4,491	5,469	5,691	6,581	7,555	8,755
Biên lợi nhuận gộp (%)	11.8%	13.1%	12.4%	12.7%	12.7%	12.6%
Chi phí bán hàng và QLDN	384	407	370	490	562	651
% so với doanh thu	7.5%	6.5%	5.7%	6.5%	6.5%	6.5%
EBITDA	331	537	577	625	715	821
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	6.5%	8.5%	8.9%	8.3%	8.3%	8.2%
Khấu hao	111	121	144	158	181	210
Lợi nhuận từ HĐKD	220	417	432	467	533	611
Biên LN HĐKD (%)	4.3%	6.6%	6.7%	6.2%	6.2%	6.1%
Chi phí lãi vay ròng	9	21	-7	18	16	13
% so với nợ ròng	1.8%	2.5%	-0.5%	1.2%	1.0%	0.8%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	25	20	-62	26	33	47
Lãi/lỗ khác	17	191	-53	-12	10	10
Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá	1	3	-51	-12	10	10
Lãi /lỗ đầu tư tài chính	-	183	-	-	-	-
Thuế	52	124	66	66	79	91
Thuế suất hiệu dụng (%)	23%	21%	17%	15%	15%	15%
Lợi nhuận ròng	176	463	321	371	448	517
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.5%	7.4%	4.9%	4.9%	5.2%	5.2%
Lợi ích cổ đông thiểu số	18	24	-2	0	2	3
LN dành cho công ty mẹ	158	439	323	371	446	514
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	61	92	92	92	92	92
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,720	4,753	3,492	4,018	4,831	5,564
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	-24%	176%	-27%	15%	20%	15%
Cổ tức (VND)	-	1,500	1,000	1,500	1,500	1,500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	32%	29%	37%	31%	27%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018
Vòng quay khoản phải thu (x)	10	13	6.4	6.4	6.4	6.4
Vòng quay hàng tồn kho (x)	4.3	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1
Vòng quay khoản phải trả (x)	11.2	12.3	11.6	11.6	11.6	11.6
Thay đổi vốn lưu động	103	532	337	157	329	404
Capex	197	358	192	358	200	200
Các khoản mục dòng tiền khác	-24	-290	-168	-	-	-
Dòng tiền tự do	-37	-596	-232	14	101	123
Phát hành cp	0	136	0	0	0	0

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – NĂM GIỮ

Cổ tức	5	168	92	139	139	139
Thay đổi nợ ròng	42	629	324	125	38	16
Nợ ròng cuối năm	523	1,152	1,476	1,601	1,638	1,654
Giá trị doanh nghiệp (EV)	3,319	3,876	4,196	4,320	4,360	4,378
Tổng VCSH	1,556	1,887	2,089	2,322	2,631	3,010
Lợi ích cổ đông thiểu số	88	17	12	12	14	17
VCSH	1,468	1,870	2,077	2,310	2,617	2,993
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23,905	20,236	22,477	24,995	28,326	32,390
Nợ ròng / VCSH (%)	34%	61%	71%	69%	62%	55%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.6	2.1	2.6	2.6	2.3	2.0
Tổng tài sản	2,550	4,492	4,357	4,714	5,062	5,456

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE (%)	11%	26%	16%	17%	18%	18%
ROA (%)	8%	12%	10%	10%	11%	12%
ROIC (%)	6.5%	14%	7.1%	8.5%	9.4%	10%
WACC (%)	12%	10%	8.6%	9.3%	9.6%	9.9%
EVA (%)	-5.1%	3.5%	-1.5%	-0.8%	-0.1%	0.1%
PER (x)	17	6.2	8.4	7.3	6.1	5.3
EV/EBITDA (x)	10	7.2	7.3	6.9	6.1	5.3
EV/FCF (x)	-89	-6.5	-18	312	43	36
PBR (x)	1.2	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9
PSR (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/sales (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	5.1%	3.4%	5.1%	5.1%	5.1%

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – NĂM GIỮ

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Năng lượng, hàng hóa, logistics

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Tiêu dùng

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tv@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – NĂM GIỮ

Nguyên tắc khuyến nghị

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

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

BÁN: 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.