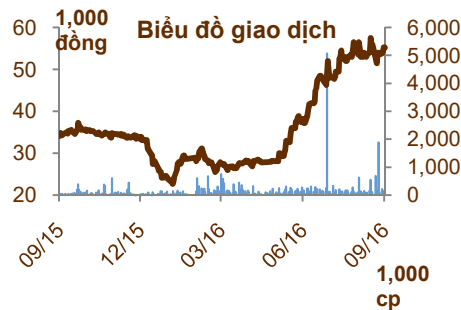


Khuyến nghị

**NĂM GIỮ
HOSE: VHC**

Thủy Sản

Giá thị trường (VND)	55,200
Giá mục tiêu (VND)	54,600
Tỷ lệ tăng giá	-1%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Tỷ suất sinh lợi	-1%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	97%	0%	32%	62%
Tương đối	84%	1%	27%	46%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Tổng kê

16/09/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	22.6k-57.5k
SL lưu hành (triệu cp)	92
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,110
Vốn hóa (triệu USD)	233
% khối ngoại sở hữu	31.8%
Tỷ lệ cp tự do (%)	33
KLGD TB 3 tháng (cp)	261k
VND/USD	21,958
Index: VNIndex / HNX	656/83

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu

16/09/16

Trương Thị Lệ Khanh – CT.HĐQT	49.3%
Red River	10.7%
VEIL	1.5%
Norges Bank	1.5%
Grinling International	1.5%

Nguồn: Stoxplus

Hoàng Huy, CFA

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1450

huy.hoang@kisvn.vn

www.kisvn.vn

CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC) tăng trưởng ấn tượng

Quan điểm đầu tư:

- Mỹ tiếp tục là điểm sáng của kinh tế thế giới, hỗ trợ tăng trưởng của Vĩnh Hoàn trong thời gian tới
- Lo ngại về chương trình giám sát cá tra mới của Bộ Nông nghiệp Mỹ đã giảm bớt.
- Khả năng sinh lợi cải thiện mạnh nhờ cung cấp nhiều hơn các sản phẩm giá trị gia tăng. Vĩnh Hoàn sẽ tham gia vào thị trường thức ăn nấu sẵn bằng sản phẩm cá tra nướng sốt teriyaki.
- Trung Quốc là một nguồn tăng trưởng khác của Vĩnh Hoàn nhờ vào công thức tăng trưởng kinh tế mới dựa vào tiêu dùng.

Rủi ro:

- Rủi ro liên quan đến nông nghiệp tăng lên do yếu tố thời tiết ngày càng khắc nghiệt ở đồng bằng sông Cửu Long.
- Tiềm năng trong ngắn hạn có thể đã phản ánh vào giá cổ phiếu Vĩnh Hoàn ở mức 55.2k đồng/cp, tăng gấp đôi so với đầu năm. Chúng tôi định giá lại cổ phiếu VHC ở mức 54.6k đồng/cp tại thời điểm cuối năm 2016 và duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	5,095	6,292	6,493	7,751	9,035
Tăng trưởng (%)	21%	24%	3%	19%	17%
EBITDA (tỷ đồng)	331	537	577	797	867
Biên lợi nhuận (%)	6.5%	8.5%	8.9%	10.3%	9.6%
LNST (tỷ đồng)	176	463	321	503	535
Biên lợi nhuận (%)	3.5%	7.4%	4.9%	6.5%	5.9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,720	4,753	3,492	5,444	5,766
Tăng trưởng (%)	-24%	176%	-27%	56%	6%
ROE (%)	11%	26%	16%	22%	20%
Nợ ròng/VCSH (%)	34%	61%	71%	62%	56%
Nợ ròng/ EBITDA (x)	1.6	2.1	2.6	1.9	1.8
PE (x)	32.1	11.6	15.8	10.1	9.6
PB (x)	2.3	2.7	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	17.3	11.7	11.4	8.3	7.7
Cổ tức (VND)	-	1,500	1,000	1,500	2,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	2.7%	1.8%	2.7%	3.6%

Mỹ, Trung Quốc và Brazil là những động lực tăng trưởng chính

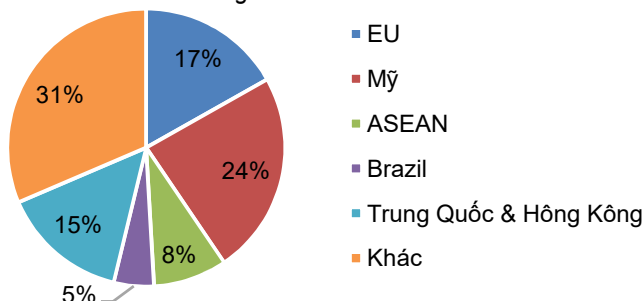
Trong nửa đầu 2016, Việt Nam xuất khẩu được 790 triệu USD sản phẩm cá tra ra thế giới, tăng 5.4% so với cùng kỳ và đạt 52% ước tính cả năm của Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP). Trong khi xuất khẩu sang hầu hết các thị trường đều giảm, xuất khẩu sang Mỹ, Trung Quốc và Brazil tăng trưởng mạnh tương ứng 18%, 67% và 41% so với cùng kỳ.

Mỹ vẫn là thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam với 24% thị phần trong 6T2016. Tăng trưởng sản lượng bù đắp cho giá giảm, giúp giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường này tăng 18% so với cùng kỳ, đạt 187 triệu USD.

Trong khi đó, hiện tượng Trung Quốc tiếp tục. Sau khi tăng vọt 43% năm 2015, xuất khẩu cá tra vào thị trường này tăng tốc 67% (so với cùng kỳ), đạt 117 triệu USD trong 6T2016, biến Trung Quốc và Hồng Kông thành thị trường nhập khẩu cá tra lớn thứ 3 của Việt Nam sau Mỹ và EU. Chúng tôi kỳ vọng mô hình tăng trưởng kinh tế mới dựa trên tiêu dùng của Trung Quốc sẽ tiếp tục thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam trong các năm tới.

Thị trường Xuất khẩu Việt Nam, 6T2016

Nguồn: VASEP

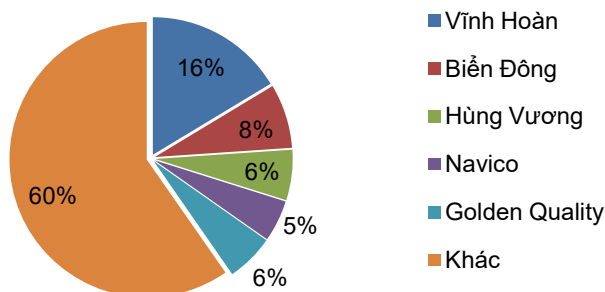


Lo ngại về Farm Bill 2008 nhạt dần

Nhờ vào tăng trưởng mạnh của thị trường Mỹ, tất cả các doanh nghiệp cá tra Việt Nam xuất khẩu vào đây như Vĩnh Hoàn, Biển Đông và Golden Quality có được mức tăng trưởng ấn tượng trong nửa đầu năm 2016 và gia tăng thị phần xuất khẩu của Việt Nam.

Thị phần xuất khẩu cá tra, 6T2016

Nguồn: VASEP



Lo ngại về chương trình giám sát cá tra nhập khẩu mới của cơ quan Giám sát An toàn Thực phẩm thuộc Bộ Nông nghiệp mới (theo Farm Bill 2008) đã giảm bớt khi các doanh nghiệp nói trên được tiếp tục bán sản phẩm trên thị trường Mỹ, ít nhất là cho đến tháng 09/2017. Trong khi đó, sau khi được Thượng viện Mỹ bỏ phiếu hủy bỏ trong tháng Năm, chương trình này đang tiếp tục được xem xét lại bởi Hạ viện

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – TRUNG LẬP

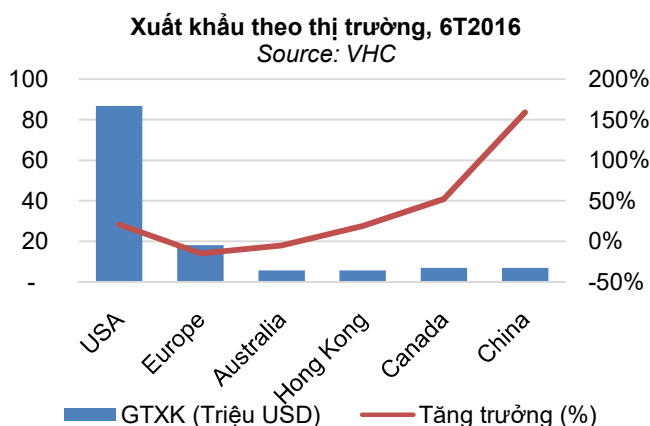
và sau đó là Tổng thống Mỹ. Điều này đã khuyến khích các nhà nhập khẩu Mỹ. Ngoài ra, đồng Việt Nam giảm giá so với USD trong 12 tháng qua cũng làm giá loại cá này giảm, kích thích tiêu dùng ở Mỹ.

Giá cao cho sản phẩm chất lượng cao

Trong 6T2016, Vĩnh Hoàn ghi nhận 3,681 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 15% so với cùng kỳ, và 325 tỷ đồng LNST, tăng 70% và hoàn thành 93% kế hoạch năm. Nhờ Vĩnh Hoàn tăng cường bán các sản phẩm giá trị gia tăng nhiều hơn, biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên mức 16.4% so với 12.4% cùng kỳ năm ngoái.

Trong tháng 9, Vĩnh Hoàn sẽ đưa vào vận hành dây chuyền cá tra nướng sốt teriyaki ở nhà máy mới Vạn Đức Tiền Giang, đi bước đi đầu tiên vào thị trường thức ăn nấu sẵn.

Về mặt địa lý, doanh thu vào thị trường Mỹ, Canada và Trung Quốc tăng trưởng tương ứng 21%, 52% và 159% so với cùng kỳ, đạt 87 triệu, 7 triệu và 7 triệu USD. Trong khi đó, doanh thu tại thị trường châu Âu và Úc giảm 15% và 5% còn 18 triệu và 6 triệu USD tương ứng. Do là thị trường lớn nhất, tăng trưởng của Mỹ đóng góp phần lớn tăng trưởng của Vĩnh Hoàn trong 6 tháng đầu năm.



Trong tháng 7 và 8, Vĩnh Hoàn tiếp tục ghi nhận tăng trưởng mạnh dù quy định mới của Cục Quản lý Chất lượng Nông lâm và thủy sản của Việt Nam, yêu cầu tất cả lô hàng xuất qua Mỹ trong thời gian từ 15/07 đến 15/10 phải được kiểm tra và cấp quyền, điều làm chậm lại quy trình xuất khẩu. Tính tới hết tháng 8, Vĩnh Hoàn xuất khẩu 185 triệu USD sản phẩm ra thế giới.

Định giá

Dựa trên khả năng sinh lợi ấn tượng của Vĩnh Hoàn trong nửa đầu 2016, chúng tôi ước tính lại doanh thu và LNST 2016 tại mức 7,751 tỷ đồng và 503 tỷ đồng, tương ứng tăng 3% và 36% so với ước tính trước đây của chúng tôi.

Chúng tôi định giá lại cổ phiếu VHC ở mức 54.6k đồng/cp tại thời điểm cuối 2016, dựa trên phương pháp so sánh. Mỹ nhiều khả năng tiếp tục là điểm sáng của kinh tế thế giới trong tương lai gần, giúp Vĩnh Hoàn tiếp tục nổi bật trong ngành thủy sản của Việt Nam. Tổng mức sinh lợi là -1% tại mức giá thị trường 55.2k đồng/cp. Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP.

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – TRUNG LẬP

Ngành thủy sản		Ước tính VHC năm 2016	Giá VHC năm 2016
PE	13.0x	EPS = VND5,444	70,800
PB	1.5x	BVPS = VND26,421	38,400
Trung bình			54,600

STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	12T PE (x)	PB (x)
1	ABT	XNK Thủy sản Bến Tre	551	10.13	1.30
2	ACL	XNK Thủy sản Cửu Long	205	6.01	0.60
3	AGF	XNK Thủy sản An Giang	259	n/a	0.33
4	ANV	Nam Việt	381	n/a	0.32
5	ASM	Tập đoàn Sao Mai	3,343	22.71	1.34
6	DAT	Phát triển Thủy sản và Du lịch	547	21.34	1.26
7	FMC	Thực phẩm Sao Ta	638	5.29	1.38
8	HVG	Hùng Vương	2,176	7.11	0.75
9	IDI	ĐT&PT Đa quốc gia I.D.I	863	5.60	0.43
10	SJ1	Nông nghiệp Hùng Hậu	189	10.34	0.98
11	TS4	Thủy sản số 4	151	14.09	0.55
12	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	5,095	11.18	2.27
PE trung bình theo vốn hóa				13.0x	
PB trung bình theo vốn hóa					1.5x

* Loại trừ dữ liệu âm hoặc bất thường. Nguồn: StoxPlus. Dữ liệu tại ngày 16/09/2016.

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – TRUNG LẬP

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH VHC	Giá TT: 55.2k	Giá MT: 54.6k	Vốn hóa: 5,100 tỷ VND	
Đvị: Tỷ đồng	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	6,292	6,493	7,751	9,035
Tăng trưởng (%)	24%	3%	19%	17%
Fillet, dầu và mỡ cá	5,363	6,229	7,360	8,565
Collagen & Gelatin	-	26	138	207
Thương mại	527	201	331	355
GVHB	5,469	5,691	6,672	7,813
Biên LN gộp (%)	13.1%	12.4%	13.9%	13.5%
Chi phí BH& QLDN	407	370	442	542
EBITDA	537	577	797	867
Biên lợi nhuận (%)	8.5%	8.9%	10.3%	9.6%
Khấu hao	121	144	160	188
Lợi nhuận từ HĐKD	417	432	637	680
Biên LN HĐKD (%)	6.6%	6.7%	8.2%	7.5%
Chi phí lãi vay ròng	21	-7	48	51
% so với nợ ròng	2.5%	-0.5%	3.2%	3.3%
Khả năng trả lãi vay(x)	20	-62	13	13
Lãi/lỗ khác	191	-53	3	0
Chênh lệch tỷ giá	3	-51	-12	0
Đầu tư tài chính	183	-	-	-
Thuế	124	66	89	94
Thuế suất hiệu dụng (%)	21%	17%	15%	15%
Lợi nhuận ròng	463	321	503	535
Biên lợi nhuận (%)	7.4%	4.9%	6.5%	5.9%
Lợi ích CĐ thiểu số	24	-2	0	2
LN cho công ty mẹ	439	323	503	533
Số lượng CP (triệu)	92	92	92	92
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,753	3,492	5,444	5,766
Tăng EPS (%)	176%	-27%	56%	6%
Cổ tức (VND)	1,500	1,000	1,500	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	32%	29%	28%	35%

- EBITDA = DT thuần – GVHB– Chi phí BH & QLDN + Khấu hao
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016E	2017E
Thay đổi vốn lưu động	532	337	205	382
Capex	358	192	358	200
Dòng tiền khác	-290	-168	0	0
Dòng tiền tự do	-596	-232	100	140
Phát hành cp	136	-	-	-
Cổ tức	168	92	139	185
Thay đổi nợ ròng	629	324	39	44
Nợ ròng cuối năm	1,152	1,476	1,514	1,559
Giá trị doanh nghiệp (EV)	6,269	6,589	6,627	6,674
Tổng VCSH	1,887	2,089	2,454	2,804
Lợi ích cổ đông thiểu số	17	12	12	14
VCSH	1,870	2,077	2,441	2,789
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,236	22,477	26,421	30,188
Nợ ròng / VCSH (%)	61%	71%	62%	56%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2.1	2.6	1.9	1.8
Tổng tài sản	4,492	4,357	4,760	5,154

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	26%	16%	22%	20%
ROA (%)	12%	10%	14%	14%
ROIC (%)	13.6%	7.1%	11.9%	11.6%
WACC (%)	10.0%	8.6%	10.3%	10.6%
PER (x)	11.6	15.8	10.1	9.6
PBR (x)	2.7	2.5	2.1	1.8
PSR (x)	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	11.7	11.4	8.3	7.7
EV/sales (x)	1.0	1.0	0.9	0.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.7%	1.8%	2.7%	3.6%

BÁO CÁO CẬP NHẬT – VHC – TRUNG LẬP

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, CFA
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Bất động sản, Nông nghiệp

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

Chuyên viên Phân tích – Bất động sản

Hoàng Thế Trung
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@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

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 – TRUNG LẬP

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.