

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND)

Giá thị trường (08/04/2014) 33.400

Lợi nhuận kỳ vọng

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	20.000-33.400 VNĐ
Vốn hóa	2.011 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	60.206.163cp
KLGD bình quân 10 ngày	578.264 cp
% sở hữu nước ngoài	23,46%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,5%
Beta	0,24

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**


	YTD	1T	3T	6T
VHC	62,6%	33,6%	39,2%	51,8%
VN-Index	20,0%	2,2%	18,5%	22,0%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Thị Hải Yến**

(84 8) 3914 6888 ext: 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

# CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN

Mã giao dịch: VHC

Reuters: VHC.HM

Bloomberg: VHC VN

## Cơ hội đầu tư trong dài hạn

**VHC hoàn thành kế hoạch doanh thu 2013. Vùng nuôi đã có thể tự đáp ứng 60% nhu cầu nguyên liệu.**

Kết thúc năm 2013, VHC đạt doanh thu thuần 5.095 tỷ đồng, vượt 6,1% kế hoạch và tăng 20,5% so với năm trước. Mỹ và EU vẫn là hai thị trường mang lại giá trị cao nhất với tỷ lệ lần lượt chiếm 50% và 25% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản trong năm.

Lợi nhuận sau thuế đạt 158 tỷ đồng, 75% kế hoạch, giảm 24,8% so với kết quả đạt được trong năm 2012 chủ yếu do các khoản chi phí đầu vào và thuế tăng cao. Tính riêng khoản thuế chống bán phá giá phải đóng khi xuất khẩu sản phẩm vào thị trường Mỹ, VHC đã chi khoảng 150 tỷ đồng ứng với mức thuế suất 0,19 USD/kg.

Dự án phát triển vùng nuôi: Đến thời điểm cuối năm 2013, tổng diện tích trại giống và vùng nuôi của Vĩnh Hoàn là 259,3 ha trong đó 171 ha đạt các tiêu chuẩn quốc tế như ASC, Aqua Gap và Global Gap. Với năng lực vùng nuôi hiện tại, Vĩnh Hoàn có khả năng tự đáp ứng 60% nhu cầu nguyên liệu, phần còn lại được cung cấp từ các hộ dân bên ngoài.

**Thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ được điều chỉnh giảm và sẽ tác động tốt lên doanh thu của VHC trong quý 3 và quý 4.**

- Ngày 31/03/2014, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) chính thức công bố kết quả cuối cùng của đợt xem xét hành chính lần thứ 9 (POR9) vụ kiện chống bán phá giá tại thị trường Hoa Kỳ áp dụng cho các lô hàng xuất khẩu trong giai đoạn 01/08/2011 – 31/07/2012. Theo đó, mức thuế áp dụng đối với Vĩnh Hoàn giảm đáng kể từ 0,19 USD/kg (POR8) xuống còn 0,03 USD/kg, là mức thuế thấp nhất trong số các doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ. Đây thực sự là một ưu thế dành cho Vĩnh Hoàn khi giá trị xuất khẩu thủy sản sang Mỹ luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng giá trị xuất khẩu của doanh nghiệp và ưu thế này sẽ được duy trì trong hai năm liên tiếp 2014 và 2015.
- Quý I/2014, lợi nhuận sau thuế ước đạt 40 tỷ đồng, giảm 20% so với cùng kỳ. Do quý 2/2014 vẫn còn tồn những lượng hàng xuất khẩu sang Mỹ từ quý 1, cho nên dự kiến đến quý 3 và quý 4 với mức thuế xuất chống bán phá giá mới, doanh thu xuất khẩu sẽ tăng trưởng tốt hơn.
- Năm 2014, VHC đặt kế hoạch doanh thu của Công ty mẹ là 4.650 tỷ, và lợi nhuận sau thuế hợp nhất là 200 tỷ đồng, trong đó lợi nhuận đến từ Công ty Vĩnh Hoàn 1 (VHC sở hữu 68% và chuyên về thức ăn thủy sản) khoảng 57

tỷ đồng. Công ty sẽ tiếp tục duy trì xuất khẩu tại thị trường truyền thống EU và gia tăng giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ nhằm tận dụng mức thuế chống bán phá giá 0,03 USD/kg.

### **Công ty chưa có nhu cầu phát hành cổ phiếu tăng vốn cho các dự án đầu tư trong những năm tới.**

Trong năm 2014, VHC tiếp tục đầu tư vào dự án nhà máy Collagen và tăng năng lực chế biến thủy sản.

- Dự án nhà máy Collagen: dự kiến sẽ hoàn thành và chạy thử vào tháng 10/2014. Giá trị giải ngân cho dự án lũy kế đến năm 2014 ước đạt 430 tỷ đồng. Dự kiến trong năm 2015 nhà máy sẽ hoạt động 30% công suất, sang năm 2016 nhà máy sẽ nâng công suất hoạt động lên 50%. Khi nhà máy đi vào hoạt động, nguồn da cá từ quy trình chế biến cá tra – basa sẽ đáp ứng được 50% - 60% nhu cầu nguyên liệu đầu vào cho nhà máy Collagen. Đầu ra của nhà máy là sản phẩm Collagen và Gelatine phục vụ cho ngành thực phẩm và dược phẩm. Theo kế hoạch, 80% sản phẩm đầu ra sẽ được xuất khẩu sang thị trường các nước và 20% sản phẩm còn lại được sử dụng để phục vụ nhu cầu tiêu thụ trong nước.

Với thị trường đầu ra tiềm năng cộng với các ưu đãi về thuế và lãi vay, Vĩnh Hoàn lạc quan đặt ra mục tiêu có lợi nhuận ngay trong năm đầu tiên hoạt động của dự án. Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của dự án Collagen:

Đơn vị: tỷ đồng	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	N/A	234	343
Lợi nhuận	28	64	100

Nguồn: VHC

- Đầu tư tăng năng lực chế biến thủy sản: Vĩnh Hoàn sẽ tiếp tục đầu tư trang bị thêm máy móc tại các nhà máy hiện hữu nhằm tăng quy mô sản xuất và nâng cao khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường. Kế hoạch trong năm 2014, doanh nghiệp sẽ nâng công suất nhà máy chế biến thêm khoảng 10-20% so với 2013.

*Hiện tại, với nguồn lợi nhuận giữ lại khoảng 696 tỷ đồng và khả năng tiếp cận được với những nguồn vốn vay ưu đãi, Công ty không có nhu cầu phát hành thêm để đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển trong năm 2014 và để ngỏ về khả năng chia thưởng cổ phiếu trong năm nay.*

### **Nhận định của BVSC**

Các yếu tố về đầu ra năm nay của Vĩnh Hoàn được đánh giá khá thuận lợi như thuế chống bán phá giá giảm, giá bán và sản lượng đầu ra đang có xu hướng tăng, do đó mục tiêu kế hoạch 200 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế mặc dù tăng 26% so với năm 2013 nhưng chúng tôi đánh giá đây là mức kế hoạch thận

trọng so với khả năng của doanh nghiệp. Nếu Công ty vẫn giữ nguyên giá bán, sản lượng như năm 2013, chỉ tính riêng phần thuế do giảm thuế chống bán phá giá từ 0,19 USD/kg xuống còn 0,03 USD/kg, Vĩnh Hoàn đã có thể tiết kiệm được khoảng hơn 120 tỷ đồng chi phí thuế.

Tương ứng với lợi nhuận kế hoạch 200 tỷ đồng, PE forward của VHC khoảng 10 lần cộng với tính thanh khoản của cổ phiếu thấp, nên VHC không hấp dẫn cho đầu tư ngắn hạn. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá cao triển vọng của VHC trong dài hạn. Vấn đề về chất lượng sản phẩm và tính ổn định nguồn nguyên liệu là hai vấn đề trọng tâm của các doanh nghiệp chế biến thủy sản. Đối với Vĩnh Hoàn, với một quy trình sản xuất khép kín, thương hiệu có uy tín và ưu thế về thuế chống bán phá giá luôn thấp nhất trong các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra của Việt Nam vào thị trường Mỹ đã tạo cho Vĩnh Hoàn một lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp trong ngành. Ngoài ra từ 2015 trở đi, dự án Collagen sẽ bắt đầu đi vào hoạt động và triển vọng đầu ra cũng khá khả quan, dự kiến đóng góp tích cực vào doanh thu và lợi nhuận của VHC. Do đó, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VHC trong dài hạn.

**Báo cáo thẩm doanh nghiệp**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	13,24%
Sở hữu khác	86,76%

**CÔNG ĐỒNG LỚN**

Bà Trương Thị Lệ Khanh	38,82%
Red River Holding	15,48%
Quý Đầu tư Việt Nam (VIF)	8,41%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2010	2011	2012	2013
Doanh thu	3.009	4.104	4.228	5.095
Giá vốn	2.422	3.380	3.680	4.491
Lợi nhuận gộp	587	724	548	604
Doanh thu tài chính	68	101	86	93
Chi phí tài chính	88	112	67	91
Lợi nhuận sau thuế	214	394	210	158

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2010	2011	2012	2013
Tiền & khoản tương đương tiền	126	329	36	73
Các khoản phải thu ngắn hạn	345	564	448	417
Hàng tồn kho	642	823	982	1.097
Tài sản cố định hữu hình	589	566	712	807
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	9	8
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.822</b>	<b>2.408</b>	<b>3.074</b>	<b>2.550</b>
Nợ ngắn hạn	352	634	1.255	512
Nợ dài hạn	89	59	-	84
Vốn chủ sở hữu	936	1.243	1.329	1.468
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.822</b>	<b>2.408</b>	<b>3.074</b>	<b>2.550</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	8,6%	36,4%	3,0%	20,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	10,8%	84,2%	-46,6%	-24,7%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	19,5%	17,6%	13,0%	11,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,1%	9,6%	5,0%	3,1%
ROA (%)	12,8%	18,6%	7,7%	5,6%
ROE (%)	27,0%	36,2%	16,4%	11,3%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,46	0,46	0,54	0,39
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,89	0,89	1,26	0,68
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	4.539	8.363	4.429	2.579
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	19.851	26.363	27.972	23.905

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999