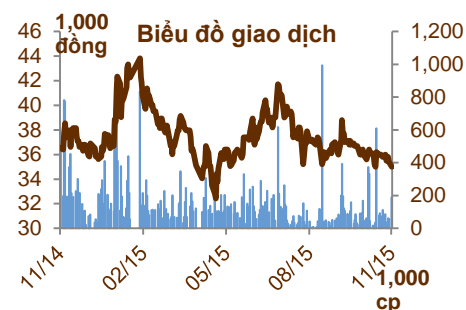


Khuyến nghị

NĂM GIỮ
HOSE: VHC

Thủy Sản

Giá mục tiêu (VND)	35,000
Giá thị trường (VND)	36,700
Tỷ lệ tăng giá	5%
Suất sinh lợi cổ tức	3%
Tỷ suất sinh lợi	8%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-4%	-3%	-8%	-4%
Tương đối	-9%	3%	-8%	-5%

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Tổng kê

01/12/15

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	32.4k-43.8k
SL lưu hành (triệu cp)	92
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,234
Vốn hóa (triệu USD)	144
% khối ngoại sở hữu	32.1%
Tỷ lệ cp tự do (%)	22
KLGD TB 3 tháng (cp)	98k
VND/USD	22,470
Index: VNIndex / HNX	572/80

Cơ cấu sở hữu

01/12/15

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) – Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới

Tập trung vào sản phẩm chất lượng cao và Mỹ, thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, CTCP Vĩnh Hoàn đã từng bước leo lên và trở thành doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu tại Việt Nam trong thập kỷ qua. Trong 9T2015, công ty đã xuất khẩu 168 triệu USD sản phẩm cá tra ra thế giới, đóng góp 14% tổng xuất khẩu Việt Nam, theo số liệu của Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam VASEP.

Mặc dù hiện nay có hơn 200 doanh nghiệp Việt Nam đang hoạt động trong lĩnh vực chế biến xuất khẩu cá tra, Vĩnh Hoàn có một lợi thế lớn khi sản phẩm fillet cá tra đông lạnh chỉ chịu mức thuế chống phá giá 0 USD/kg do Bộ Thương mại Mỹ quy định. Chúng tôi ước tính giá trị xuất khẩu của Vĩnh Hoàn sang thị trường này sẽ đạt 137 triệu USD trong năm 2015, tăng gần gấp đôi con số của năm 2012 và chiếm 57% tổng giá trị xuất khẩu của Vĩnh Hoàn. Bên cạnh việc kỳ vọng lợi thế này sẽ vẫn được duy trì, chúng tôi cũng kỳ vọng Trung Quốc và Hồng Kông sẽ cùng với Mỹ trở thành thị trường chính cho tăng trưởng của Vĩnh Hoàn trong thời gian tới.

Tuy nhiên, vị trí số 1 của Việt Nam trên thị trường nuôi và chế biến cá tra toàn cầu ngày càng bị lung lay do sự nổi lên của Ấn Độ, Indonesia và Bangladesh. Trong riêng quý 3/2015, cả về khối lượng và giá sản phẩm cá tra xuất khẩu sang Mỹ của Vĩnh Hoàn giảm 6% so với năm ngoái. Ngoài ra, trong khi sản phẩm thay thế khá phong phú, đạo luật Farm Bill 2014 mới được Quốc hội Mỹ thông qua sẽ áp đặt các tiêu chuẩn chăn nuôi và chế biến gắt gao hơn lên các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra của Việt Nam và có thể sẽ ngay lập tức chặn đường vào thị trường Mỹ của con cá này.

Do Vĩnh Hoàn hiện đang trong quá trình thoái vốn ngoài ngành, tập trung và mở rộng theo chiều ngang trong lĩnh vực kinh doanh cá tra, các chỉ số hoạt động và đòn bẩy tài chính đều xấu đi trong các quý vừa qua. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các chỉ số này sẽ sớm cải thiện trong những năm tới nhờ vào sự tăng trưởng của hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Trong năm 2016, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 9% so với cùng kỳ lên 6,746 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 382 tỷ đồng, tăng 8% so với năm 2015. Theo đó, mỗi cổ phần VHC có thể kiếm được 4,131 đồng lợi nhuận. Chúng tôi định giá VHC ở mức 36,700 đồng mỗi phần vào cuối năm 2016 dựa trên phương pháp so sánh, tạo ra tổng mức sinh lợi là 8% theo giá trị thị trường hiện tại 35,000 đồng mỗi cp. Xét tới tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ cá tra trên thế giới và những rủi ro liên quan đến thị trường Mỹ, chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ cổ phiếu này.

Tỷ đồng	2013	2014	2015E	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	5,095	6,292	6,164	6,746	7,434
Tăng trưởng (%)	21%	24%	-2%	9%	10%
EBITDA (tỷ đồng)	331	537	578	624	692
Biên lợi nhuận (%)	6.5%	8.5%	9.4%	9.2%	9.3%
LNST (tỷ đồng)	176	463	344	382	435
Biên lợi nhuận (%)	3.5%	7.4%	5.6%	5.7%	5.9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,720	4,753	3,741	4,131	4,692
Tăng trưởng (%)	-24%	176%	-21%	10%	14%
ROE (%)	12%	27%	17%	17%	17%
Nợ ròng/VCSH (%)	36%	62%	76%	52%	43%
Nợ ròng/EBITDA (x)	1.6	2.1	2.8	2.0	1.7
PE (x)	20	7.4	9.4	8.5	7.5
PB (x)	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	12	8.2	8.4	7.2	6.4
Cổ tức (VND)	-	1,500	1,000	1,000	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	4.3%	2.9%	2.9%	2.9%

Thị trường sản xuất và tiêu thụ cá tra thế giới**Cá tra được gọi thế nào ở Mỹ?**

"Cá tra là một loài cá da trơn có nguồn gốc nước ngọt ở Nam và Đông Nam Á" - Wikipedia.org

Thực tế, cá tra Việt Nam đã từng được gọi là cá da trơn tại thị trường Mỹ cho đến khi một luật đặt nhãn được ban hành bởi Quốc hội Mỹ vào năm 2003 để tránh nhầm lẫn loại cá này với loại cá da trơn có nguồn gốc ở Mỹ. Sau đó, tên thương mại loài cá này được Việt Nam đổi thành cá basa hoặc cá tra.

Cá tra đến từ đâu?

Hiện nay, tất cả cá tra được nuôi (chủ yếu) hoặc đánh bắt ở khu vực Nam và Đông Nam Á. Theo Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp của Liên hợp quốc (FAO), sản lượng cá tra toàn cầu năm 2012 đạt 1.6 triệu tấn, chủ yếu đến từ Việt Nam, Indonesia, Bangladesh, Campuchia, Malaysia, Myanmar, Ấn Độ, vv. Đáng chú ý, Việt Nam đóng góp gần 75% sản lượng toàn cầu, tương đương với 1.2 triệu tấn.

Trong năm 2015, theo Tổng cục Thủy sản thuộc Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, do chi phí sản xuất gia tăng tại Việt Nam và cạnh tranh cao hơn từ các nước láng giềng, sản lượng cá tra Việt Nam sẽ ổn định ở mức khoảng 1.1 – 1.2 triệu tấn trên 5,000 – 6,000 ha diện tích chăn nuôi. Hầu hết khu vực chăn nuôi cá tra, basa Việt Nam đều nằm tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long như Đồng Tháp, Cần Thơ, An Giang, Bến Tre, vv

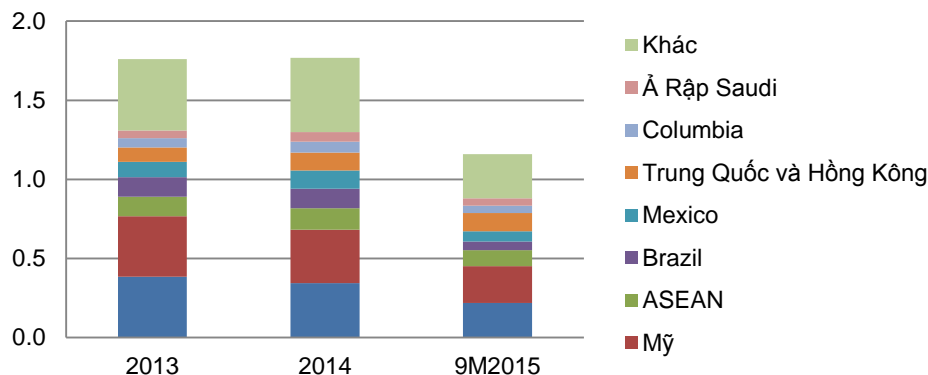
Trong khi đó, Indonesia tuyên bố sản lượng cá tra của mình đã đạt 400 ngàn tấn/năm và dự kiến sẽ đạt 1.1 triệu tấn/năm trong năm 2023. Nhờ có sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chính phủ, đầu ra của ngành công nghiệp cá tra của Indonesia hiện nay có thể thay thế các sản phẩm nhập khẩu từ Việt để đáp ứng tiêu dùng trong nước.

Cá tra đi đâu?

Việt Nam là nước xuất khẩu cá tra lớn nhất trên toàn thế giới với giá trị xuất khẩu 9T2015 đạt 1.16 tỷ USD nhờ vào hơn 200 công ty xuất khẩu địa phương. Trong khi Hoa Kỳ đã vượt qua EU trở thành thị trường lớn nhất của Việt Nam, xuất khẩu sang Trung Quốc và Hồng Kông tăng trưởng mạnh nhất, đạt 115 triệu USD trong 9T2015, tăng 50% so với cùng kỳ năm ngoái.

Thị Trường Xuất Khẩu Cá Tra của Việt Nam (Triệu USD)

Nguồn: VASEP & Khác



Sản phẩm thay thế

Bất chấp cuộc chiến dai dẳng với cá da trơn Mỹ, cá tra Việt Nam đã dần được biết đến nhiều hơn ở Mỹ từ năm 2003 và đã chiếm lấy vị trí thứ 6 của đối thủ trong xếp hạng 10 loại thủy sản tiêu được thụ nhiều nhất ở Mỹ theo bình quân đầu người từ năm 2011.

Xếp hạng 2014	Loại	Tiêu thụ bq đầu người ở Mỹ (kg)
1	Tôm	1.81
2	Cá hồi	1.05
3	Cá ngừ đại dương	1.04
4	Cá rô phi	0.65
5	Cá minh thái	0.44
6	Cá tra Việt Nam	0.31
7	Cá tuyết	0.30
8	Cá da trơn Mỹ	0.23
9	Cua	0.23
10	Nghêu	0.16

Nguồn: National Fisheries Institute NGO

Nhưng vị trí thứ 6 này không được đảm bảo và cá tra Việt Nam, một trong những loại cá rẻ nhất, có thể dễ dàng được thay thế trong bữa ăn của người Mỹ bằng các loại cá khác như cá rô phi, cá minh thái, cá tuyết và cả cá da trơn Mỹ. Vì vậy, khả năng thương lượng của các nhà sản xuất cá tra với người tiêu dùng là thấp.

Sơ lược về CTCP Vĩnh Hoàn

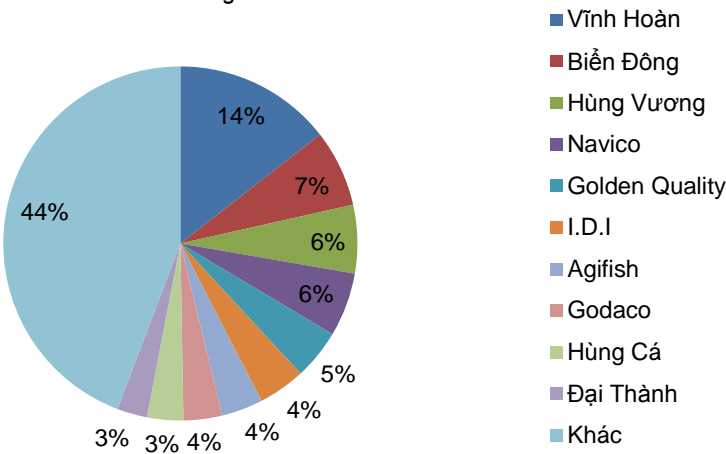
Cá tra được gọi thế nào?

Vị trí dẫn đầu trong xuất khẩu cá tra

Được thành lập vào năm 1997 với hoạt động kinh doanh cốt lõi là chế biến và xuất khẩu cá tra, Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn đã dần phát triển, trở thành doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu tại Việt Nam trong vòng 5 năm qua. Trong 9T2015, Vĩnh Hoàn xuất khẩu 168 triệu USD sản phẩm cá tra ra thế giới, chiếm 14% tổng xuất khẩu Việt Nam, theo số liệu của VASEP.

Thị Phần Xuất Khẩu Cá Tra Việt Nam 9T2015

Nguồn: VASEP



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – VHC – NĂM GIỮ

Thoái vốn ngoài ngành

Trong 9T2015, Vĩnh Hoàn sản xuất và kinh doanh nhiều mặt hàng trong đó có cá tra, gạo, collagen, bột cá, dầu cá, vv nhưng sản phẩm fillet cá tra đông lạnh vẫn là mặt hàng chính, đóng góp hơn 80% con số 4,567 tỷ đồng tổng doanh thu.

Doanh thu theo sản phẩm (Tỷ đồng)

STT	Sản phẩm	2013	2014	9T2015
1	Fillet cá, bột và mỡ cá	4,339	5,363	4,368 (*)
2	Thức ăn chăn nuôi và bán hàng hóa	1,627	527	215
3	Gạo	328	402	33
4	Collagen & gelatin	-	-	41
	Tổng	5,095	6,292	4,657

(*) bao gồm 3,744 tỷ đồng fillet cá và 624 tỷ đồng bột và mỡ cá.

Sau khi thoái vốn khỏi lĩnh vực thức ăn chăn nuôi bằng cách bán cổ phần của CTCP Thức ăn Chăn nuôi Vĩnh Hoàn 1 trong năm 2014, Vĩnh Hoàn gần đây (chưa chính thức) cũng đã ra khỏi ngành kinh doanh gạo bằng cách bán dây chuyền sản xuất của Cty TNHH Lương thực Vĩnh Hoàn 2. Vĩnh Hoàn cũng vừa công bố chào mua công khai 32.72% cổ phần của CTCP Thủy sản Cửu Long, hiện đang được nắm giữ bởi SCIC, để mở rộng kinh doanh theo chiều ngang trong lĩnh vực cốt lõi là sản xuất và kinh doanh cá tra.

Tài sản

Tính đến 30/09/2015, VCSH và tổng tài sản hợp nhất của Vĩnh Hoàn đạt tương ứng 1,959 tỷ đồng và 4,813 tỷ đồng. Công ty hiện đang quản lý 6 công ty con, có hoạt động kinh doanh chính liên quan đến cá tra.

STT	Công ty	VĐL (Tỷ đồng)	Sở hữu của VHC (%)	Ghi chú
Công ty con				
1	TNNH Lương thực Vĩnh Hoàn 2	100	99.3%	Chế biến cá tra
2	TNNH Lương thực Vĩnh Hoàn 3	80	100%	Đang thành lập
3	TNNH Vĩnh Hoàn Hậu Giang	30	100%	Đang thành lập
4	CTCP Vĩnh Hoàn Collagen 5	100	85%	Sản xuất collagen
5	TNNH Thực phẩm Xuất khẩu Vạn Đức Tiền Giang	255	100%	Chế biến cá tra
6	Octogone Holdings Pte Ltd	n/a	100%	Kinh doanh collagen
Đầu tư dài hạn khác				
1	CTCP Vĩnh Hoàn USA	\$500k	15%	Kinh doanh cá tra

Vĩnh Hoàn hiện đã phát triển được 520 hectare diện tích nuôi trồng thủy sản (trong đó 400 hectare dành cho cá tra và 120 hectare dành cho cá chẽm, chủ yếu xuất khẩu sang Úc với đóng góp doanh thu không đáng kể), có khả năng cung cấp 100 ngàn tấn cá tra nguyên liệu, đáp ứng 60% nhu cầu đầu vào của công ty mỗi năm. Ngoài ra, Vĩnh Hoàn hiện cũng đang sở hữu 26 hectare nuôi cá giống, đáp ứng 40% nhu cầu cá thịt của 400 hectare diện tích ao thương phẩm của Vĩnh Hoàn.

Nhờ vào việc thu mua CTCP Thực phẩm Xuất khẩu Vạn Đức Tiền Giang, Vĩnh Hoàn đã nâng số lượng nhà máy chế biến cá tra của mình lên con số 5 với công

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – VHC – NĂM GIỮ

suất xử lý khoảng 460 tấn cá nguyên liệu để ra được khoảng 180 tấn fillet cá mỗi ngày. Vĩnh Hoàn cũng có kế hoạch xây dựng nhà máy thứ 2 cho CTCP Vạn Đức trong năm tới, nâng tổng công suất chế biến của Vĩnh Hoàn lên 600 tấn cá nguyên liệu/ngày.

Ngoài những nhà máy nói trên, Vĩnh Hoàn cũng sở hữu và vận hành một nhà máy chế biến bột và mỡ cá, một nhà máy collagen và gelatin với công suất 2,000 tấn sản phẩm/năm (1,000 tấn collagen và 1,000 tấn gelatin).

STT	Nhà máy	Địa điểm	Đầu vào (1)	Đầu ra (2)	Ghi chú
1	Vùng nuôi cá giống	n/a	n/a	n/a	26 hectare. 40% nhu cầu của Vĩnh Hoàn
2	Vùng nuôi cá thương phẩm	n/a	n/a	n/a	520 hectare. 60% nhu cầu Vĩnh Hoàn
1	Vĩnh Hoàn 1	Đồng Tháp	100	40	
2	Vĩnh Hoàn 2	Đồng Tháp	50	20	
3	Vĩnh Hoàn 3	Đồng Tháp	200	80	
4	Vạn Đức 1	Tiền Giang	114	45	
5	Vạn Đức 2	Tiền Giang	140	56	Đang thiết kế
6	Collagen 5	Đồng Tháp	n/a	2k tấn /năm	1k tấn collagen và 1k tấn gelatin mỗi năm
7	Bột và mỡ cá	Đồng Tháp	n/a	n/a	

(1) Nguyên liệu cá tra thịt. Tấn/ngày

(2) 2.4-2.5 kg cá thịt đầu vào có thể chế biến ra 1kg fillet thương phẩm. Tấn/ngày

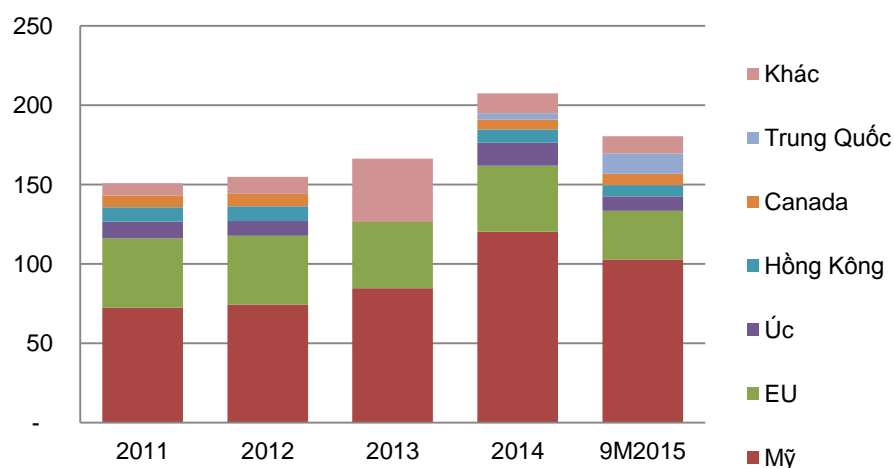
Tất cả nhà máy và vùng nuôi thủy sản đều tập trung ở Đồng Tháp, Tiền Giang và Bến Tre. Sản phẩm cá tra của Vĩnh Hoàn sẽ được vận chuyển lên TP. Hồ Chí Minh thông qua hạ nguồn sông Mê Kông trước khi đi ra nước ngoài.

Sản phẩm cá tra Vĩnh Hoàn ở nước ngoài

Trong 9T2015, Vĩnh Hoàn xuất khẩu 180 triệu USD hàng hóa, trong đó 93% là cá tra. Mỹ và EU là hai thị trường chính của cá tra Vĩnh Hoàn, đóng góp 57% và 17% doanh thu từ xuất khẩu cá của công ty. Tính chung các công ty xuất khẩu cá tra khác của Việt Nam, Vĩnh Hoàn nắm 44% thị phần ở Mỹ và 9% thị phần ở EU trong 9T2015. Nhìn chung, Mỹ, Trung Quốc và Hồng Kông là những thị trường đóng góp chính cho tăng trưởng xuất khẩu của Vĩnh Hoàn trong những năm qua.

Xuất Khẩu Vĩnh Hoàn theo Thị Trường (Triệu USD)

Nguồn: Vĩnh Hoàn



* Không có dữ liệu cho thị trường Úc, Hồng Kông, Canada và Trung Quốc cho năm 2013

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – VHC – NĂM GIỮ

Mỹ

Mỹ là thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam và Vĩnh Hoàn. Trong 9T2015, Việt Nam xuất khẩu 233 triệu USD sản phẩm cá tra sang Mỹ (trong tổng số 1.16 tỷ USD ra toàn thế giới), trong đó Vĩnh Hoàn đóng góp 44%.

Kể từ khi Hiệp định Thương mại Song phương Việt Nam – Mỹ được ký vào năm 2001, cá tra dần dần đã vượt qua cá da trơn được nuôi ở Mỹ để lên đứng thứ 6 trong top 10 loại thủy sản được ưa thích ở Mỹ trong năm 2011 tính theo tiêu thụ đầu người. Để bảo vệ ngành cá da trơn nội địa, Chính phủ Mỹ đã ban hành nhiều hàng rào kỹ thuật để chống lại xu hướng cá tra nhập khẩu như luật đặt tên, luật yêu cầu nhãn hàng có nguồn gốc xuất xứ và thuế chống bán phá giá.

Lịch sử chống bán phá giá của Việt Nam và Vĩnh Hoàn

Kỳ xem xét	Ngày công bố		Giai đoạn áp dụng	Thuế suất Vĩnh Hoàn (USD/kg)		Thuế suất chung Việt Nam (USD/kg)	
	Sơ bộ	Cuối cùng		Sơ bộ	Cuối cùng	Sơ bộ	Cuối cùng
POR 1	n/a	23/06/2003	01/08/2003 - 31/07/2004	n/a	36.84%	n/a	63.88%
POR 2	n/a	21/03/2007	01/08/2004 - 31/07/2005	n/a	n/a	n/a	63.88%
POR 3	n/a	24/03/2008	01/08/2005 - 31/07/2006	n/a	n/a	n/a	63.88%
POR 4	n/a	17/03/2009	01/08/2006 - 31/07/2007	n/a	36.84%	n/a	63.88%
POR 5	n/a	17/03/2010	01/08/2007 - 31/07/2008	n/a	0	n/a	2.11
POR 6	n/a	22/03/2011	01/08/2008 - 31/07/2009	n/a	0	n/a	n/a
POR 7	n/a	14/03/2012	01/08/2009 - 31/07/2010	n/a	0	n/a	2.11
POR 8	n/a	21/03/2013	01/08/2010 - 31/07/2011	n/a	0.19	n/a	2.11
POR 9	11/09/2013	31/03/2014	01/08/2011 - 31/07/2012	0.42	0.03	2.11	2.11
POR 10	11/07/2014	09/01/2015	01/08/2012 - 31/07/2013	0	0	2.39	2.39
POR 11	04/09/2015		01/08/2013 - 31/07/2014	0		n/a	

Nguồn: Bộ Thương mại Mỹ

Với mức giá FOB sản phẩm fillet xuất khẩu của Vĩnh Hoàn là 3.0 USD/kg (cao hơn phần lớn sản phẩm các công ty xuất khẩu khác của Việt Nam), mức thuế chống bán phá giá 0 USD/kg là một lợi thế rất lớn của Vĩnh Hoàn so với mức thuế chung của Việt Nam là 2.39 USD/kg. Lợi thế này sẽ kéo dài đến cuối 2016 khi Bộ Thương mại Mỹ bắt đầu kỳ xem xét mới POR12. Nhìn vào lịch sử, chúng tôi kỳ vọng mức thuế chống bán phá giá áp cho sản phẩm cá tra của Vĩnh Hoàn sẽ tiếp tục ở mức rất thấp so với các công ty khác ở Việt Nam.

Đạo luật Farm Bill 2014, vừa được thông qua đầu năm ngoái, sẽ cho phép Bộ Nông nghiệp Mỹ, cơ quan sẽ nhận trách nhiệm quản lý cá tra nhập khẩu từ Cục Quản lý Thực phẩm và Dược phẩm Mỹ, áp đặt các tiêu chuẩn giám sát, kiểm tra chặt chẽ hơn đối với cả các công ty sản xuất cá da trơn ở Mỹ và các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra Việt Nam. Đây được coi là một công cụ chính sách khác nhằm bảo vệ ngành cá da trơn ở Mỹ và có thể ngăn cá tra Việt Nam đi vào thị trường Mỹ ngay

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – VHC – NĂM GIỮ

lập tức. Theo Vĩnh Hoàn, công ty cần một giai đoạn chuyển giao 1 năm để đáp ứng được các yêu cầu mới trong đạo luật Farm Bill 2014.

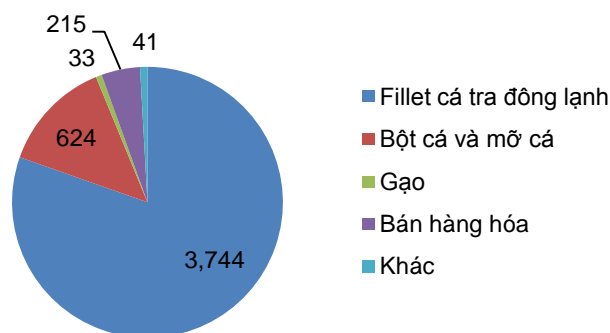
Định giá

Thị trường xuất khẩu chính suy yếu, ảnh hưởng đến KQKD quý 3/2015

Do cả khối lượng xuất khẩu và giá bán đều giảm 6% so với cùng kỳ, doanh thu quý 3 giảm 14% so với cùng kỳ năm ngoái còn 1,449 tỷ đồng. Không có doanh thu từ gạo cũng góp phần vào mức giảm doanh thu của Vĩnh Hoàn. Như vậy, cá tra và các sản phẩm liên quan đang đóng góp gần 100% doanh thu của công ty. Tuy nhiên, nhờ mức tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2015, tổng doanh thu 9T2015 vẫn tăng 8% so với cùng kỳ lên 4,657 tỷ đồng.

Doanh Thu 9T2015 Vĩnh Hoàn (Tỷ đồng)

Nguồn: Vĩnh Hoàn



Trong khi biên lợi nhuận EBITDA giảm còn 9.3% trong 9T2015, không có doanh thu tài chính từ bán công ty con như năm 2014 cũng góp phần làm lợi nhuận sau thuế giảm 37% so với cùng kỳ còn 251 tỷ đồng. Cho cả năm 2015, chúng tôi ước tính doanh thu giảm 2% so với năm ngoái còn 6,164 tỷ đồng và LNST giảm 24% còn 344 tỷ đồng, tương đương 3,741 đồng mỗi cp.

Tỷ đồng	9T2014	9T2015	%n/n	2015E	%n/n
Doanh thu	4,304	4,657	8%	6,164	-2%
EBITDA	419	431	3%	578	8%
Biên lợi nhuận (%)	9.7%	9.3%		9.4%	
Chi phí lãi vay ròng	19	-21		-24	
Lợi nhuận khác	187	-43		-49	
LNST	398	251	-37%	344	-26%
Biên lợi nhuận (%)	9.2%	5.4%		5.6%	
EPS điều chỉnh (VND)	4,043	2,739	-32%	3,741	-21%

Mỹ, Trung Quốc và Hồng Kông là các thị trường chính

Trong các năm tới, chúng tôi kỳ vọng Mỹ, Trung Quốc và Hồng Kông sẽ là các thị trường chính đóng góp vào tăng trưởng xuất khẩu của Vĩnh Hoàn. Trong khi đó, collagen và gelatin sẽ đóng góp nhiều hơn vào tổng doanh thu.

	2015E	2016E	2017E
Doanh thu hợp nhất (Tỷ đồng)	6,164	6,746	7,434
Fillet cá, bột và mỡ cá	5,803	6,345	6,924
Bán hàng hóa	273	301	331
Gạo	33	-	-
Collagen & gelatin	55	100	180

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – VHC – NĂM GIỮ

Xuất khẩu cá tra (triệu USD)	240	263	287
Mỹ	137	151	166
EU	41	41	41
Úc	12	12	12
Hồng Kông	10	11	13
Canada	10	14	19
Trung Quốc	17	19	22
Khác	14	14	14

Đòn bẩy tài chính xấu đi nhưng sẽ sớm cải thiện

Vốn lưu động ròng tăng đáng kể thêm 500 tỷ đồng năm ngoái và một con số tương tự như vậy trong năm nay, khiến dòng tiền tự do đang trở thành vấn lớn của Vĩnh Hoàn. Công ty đã phải vay thêm 1,500 tỷ đồng để bổ sung vốn lưu động năm ngoái và chúng tôi ước tính công ty sẽ cần vay thêm khoảng 400 tỷ đồng trong năm nay, tăng tỷ lệ nợ ròng/VCSH lên 75% từ mức 36% của năm 2013. Chúng tôi ước tính nợ ròng/ EBITDA sẽ tăng vọt lên 2.8 lần vào cuối năm nay nhưng sẽ giảm trở lại còn 2.0 lần trong năm tới, cho thấy đòn bẩy tài chính của công ty vẫn ổn.

Đáng chú ý, lãi suất vay thấp hơn lãi suất tiền gửi (ngay cả khi tính luôn phần lãi vay vốn hóa), giúp Vĩnh Hoàn ghi nhận 21 tỷ lãi tiền gửi ròng trong 9T2015 dù nợ ròng là 1,459 tỷ đồng tại thời điểm 30/09/2015.

Định giá

Chúng tôi định giá cp VHC ở mức 36,700 đồng tại thời điểm cuối 2016 dựa trên phương pháp so sánh.

Ngành thủy sản	Ước tính VHC năm 2016	Giá VHC năm 2016
PE	11.8x EPS = VND4,131	47,500
PB	1.0x BVPS = VND26,037	25,900
Trung bình		36,700

STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	12T PE (x)	PB (x)
1	AAM	Thủy sản Mê Kông	109	n/a	0.44
2	ABT	XNK Thủy sản Bến Tre	598	8.43	1.44
3	ACL	XNK Thủy sản Cửu Long	177	6.68	0.60
4	AGF	XNK Thủy sản An Giang	478	n/a	0.56
5	ANV	Nam Việt	571	12.58	0.43
6	ATA	NTACO	34	n/a	0.37
7	BLF	Thủy sản Bạc Liêu	30	12.36	0.36
8	CMX	Chế biến và XNK Thủy sản Cà Mau	70	2.24	1.06
9	FMC	Thực phẩm Sao Ta	480	4.59	1.22
10	HVG	Hùng Vương	2,497	16.65	0.92
11	ICF	Đầu tư và Thương mại Thủy sản	47	n/a	0.26
12	IDI	ĐT&PT Đa quốc gia I.D.I	747	7.21	0.67
13	NGC	Chế biến Thủy sản Xuất khẩu Ngô Quyền	17	24.35	0.80
14	DAT	Đầu tư Du lịch và Phát triển Thủy sản	873	n/a	1.95
15	SJ1	Nông nghiệp Hùng Hậu	139	9.15	1.04
16	TS4	Thủy sản số 4	133	12.33	0.48
17	VNH	Thủy hải sản Việt Nhật	10	n/a	0.26
18	VTF	Thức ăn Chăn nuôi Việt Thắng	1,338	8.92	1.26
PE trung bình theo vốn hóa				11.5x	
PB trung bình theo vốn hóa					1.0x

* Loại trừ dữ liệu âm hoặc bất thường. Nguồn: StockPlus. Dữ liệu tại ngày 30/11/2015.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – 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)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Doanh thu thuần	4,228	5,095	6,292	6,164	6,746	7,434
Tăng trưởng (%)	3%	21%	24%	-2%	9%	10%
Fillet cá, bột và mỡ cá	-	4,339	5,363	5,803	6,345	6,924
Thức ăn chăn nuôi và hàng hóa	-	1,627	527	273	301	331
Gạo	-	328	402	33	-	-
Collagen & gelatin	-	-	-	55	100	180
GVHB (trừ khấu hao)	3,590	4,381	5,348	5,235	5,738	6,319
Chi phí bán hàng và QLDN	305	384	407	351	384	423
EBITDA	333	331	537	578	624	692
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	7.9%	6.5%	8.5%	9.4%	9.2%	9.3%
Khấu hao	90	111	121	135	154	170
Lợi nhuận từ HĐKD	243	220	417	443	470	522
Biên LN HĐKD (%)	5.7%	4.3%	6.6%	7.2%	7.0%	7.0%
Chi phí lãi vay ròng	17	9	21	-24	6	-2
% so với nợ ròng	4.0%	1.8%	2.5%	-1.7%	0.4%	-0.2%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	14	25	20	-19	75	-245
Lãi/lỗ khác	44	17	191	-49	13	20
Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá	27	1	3	-49	13	20
Lãi /lỗ đầu tư tài chính	-	-	183	-	-	-
Thuế	37	52	124	74	95	109
Thuế suất hiệu dụng (%)	14%	23%	21%	18%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	233	176	463	352	382	435
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.5%	3.5%	7.4%	5.6%	5.7%	5.9%
Lợi ích cổ đông thiểu số	22	18	24	-2	0	1
LN dành cho công ty mẹ	210	158	439	346	382	434
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	48	61	92	92	92	92
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,272	1,720	4,753	3,741	4,131	4,692
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	-47%	-24%	176%	-21%	10%	14%
Cổ tức (VND)	2,000	-	1,500	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	45%	0%	32%	27%	24%	21%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Vòng quay khoản phải thu (x)	8.4	12	12	5.3	8.5	8.5
Vòng quay hàng tồn kho (x)	4.0	4.2	4.2	2.8	2.8	2.8
Vòng quay khoản phải trả (x)	8.8	11	12	7.8	7.8	7.8
Thay đổi vốn lưu động	61	99	511	629	-236	221
Capex	221	197	358	300	300	200
Các khoản mục dòng tiền khác	-56	-28	-310	86	-20	-20
Dòng tiền tự do	-16	-37	-596	-356	451	165
Phát hành cp	0	0	136	0	0	0
Cổ tức	102	5	168	92	92	92
Thay đổi nợ ròng	118	42	629	457	-359	-73

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – VHC – NĂM GIỮ

Nợ ròng cuối năm	481	523	1,152	1,609	1,250	1,177
Giá trị doanh nghiệp (EV)	3,791	3,845	4,403	4,856	4,497	4,426
Tổng VCSH	1,329	1,468	1,870	2,121	2,410	2,753
Lợi ích cổ đông thiểu số	76	88	17	13	13	15
VCSH	1,253	1,380	1,853	2,108	2,397	2,738
Giá trị sổ sách/cp (VND)	26,372	22,466	20,054	22,814	25,944	29,634
Nợ ròng / VCSH (%)	36%	36%	62%	76%	52%	43%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.4	1.6	2.1	2.8	2.0	1.7
Tổng tài sản	3,074	2,550	4,492	5,200	5,130	5,400

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE (%)	17%	12%	27%	17%	17%	17%
ROA (%)	9%	8%	12%	9%	9%	10%
ROIC (%)	9.0%	6.5%	14%	6.7%	7.5%	8.2%
WACC (%)	12%	11%	10%	7.9%	10%	11%
EVA (%)	-2.9%	-4.9%	3.6%	-1.2%	-2.5%	-2.2%
PER (x)	15	20	7.4	9.4	8.5	7.5
EV/EBITDA (x)	11	12	8.2	8.4	7.2	6.4
EV/FCF (x)	-239	-104	-7.4	-13	10	27
PBR (x)	1.3	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2
PSR (x)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/sales (x)	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.9%	0.0%	4.3%	2.9%	2.9%	2.9%

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – 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

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

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

Trưởng phòng Phân tích Thị trường

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.tvi@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

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lê Đình Minh Phương
(+84 8) 3914 8585 (x1116)
phuong.ld@kisvn.vn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – 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.