

19/12/2018

VỀ MỨC ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	108,552
Giá đóng cửa	85,900
Upside	26%

Lê Quốc Trung (ptkt)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	95,000
Giá cutloss	80,000

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (mil)	92
Vốn hóa (VND. bil)	8,417
Giá cao nhất trong 52 tuần	110,080
KLGD trung bình 10 phiên	278,794
Sở hữu nước ngoài	36.9%

Cổ đông lớn (%)

Trương Thị Lệ Khanh	42.8%
Mitsubishi Corporation	6.5%
Red River Holding	4.9%
Quý Đầu tư Việt Nam	4.9%
Norges Bank	2.6%

Chart (1 year)



Tổng quan công ty: VHC là công ty hoạt động trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu thủy sản, chủ yếu là mặt hàng cá tra, cá chẽm cùng với các sản phẩm giá trị gia tăng. Đối tác xuất khẩu chính là thị trường Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc.

Định giá

Kết thúc phiên giao dịch ngày 19/12/2018, VHC đóng cửa ở mức giá 85,900 VND; tương đương với mức P/E fw là 6.1.

BSC cho rằng năm 2019 VHC sẽ đối mặt với nhiều thách thức hơn do (1) áp lực tăng trưởng từ năm 2018, (2) dư địa tăng giá xuất khẩu năm 2019 không còn nhiều (3) xu hướng giá bán giảm do nguồn cung tăng. Tuy nhiên xét về mặt định giá, VHC đang giao dịch ở mức p/e fw là 6.1 lần, thấp hơn trung bình ngành 7.8 lần.

Dự báo kết quả kinh doanh

So với báo cáo trước ([Link](#)), chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo DT và tăng LNST năm 2018 của VHC là 8,882 tỷ (giảm 8%) và 1,308 tỷ (tăng 54.9%), tương ứng với EPS 2018 là 14,120 VND/cổ phiếu do thay đổi các giả định (1) sản lượng giảm 10% thay vì tăng nhẹ 3% (2) giá bán trung bình 2018 tăng 33% thay vì tăng 25% (3) biên LNG tăng lên mức 23.8% thay vì mức 19%. BSC nhận thấy giá bán tiếp tục tăng mạnh trong 2H.2018 do nhu cầu vẫn tiếp tục ở mức cao trong khi nguồn cung thiếu hụt.

Chúng tôi dự báo doanh thu của VHC trong năm 2019 đạt mức 10,217 tỷ (+14% yoy), LNST năm 2019 đạt mức 1,218 tỷ (-7% yoy), tương ứng với EPS khoảng 13,148 VND/cổ phiếu (-7% yoy).

Catalyst

- Ảnh hưởng của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung
- Tăng sản lượng xuất khẩu nhờ vùng nuôi mới

Rủi ro đầu tư

- Giá xuất khẩu vào thị trường Mỹ giảm
- Mức thuế POR 14 thấp sẽ làm tăng nguồn cung
- Rủi ro biến động cá nguyên liệu

Cập nhật kết quả kinh doanh

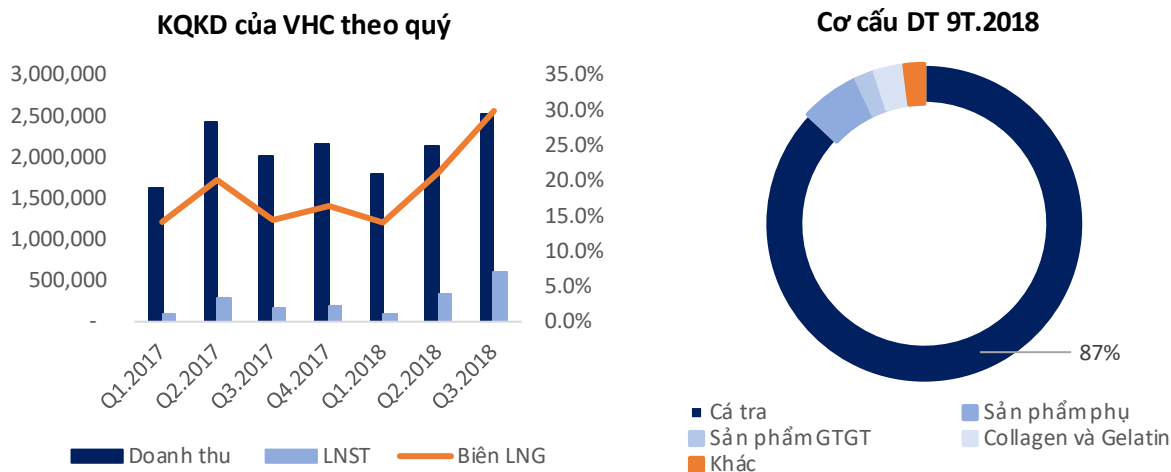
Trong 3Q.2018, VHC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 6,465 tỷ (+6.6% yoy) và 1,036 tỷ (+73.8 % yoy).

Trong cơ cấu thị trường xuất khẩu 9T.2018, Mỹ chiếm 66% thị phần xuất khẩu. Trung Quốc và EU lần lượt chiếm 12% và 11%.

Cuối T11.2018, kim ngạch xuất khẩu của VHC đạt 348 triệu USD (+27% yoy).

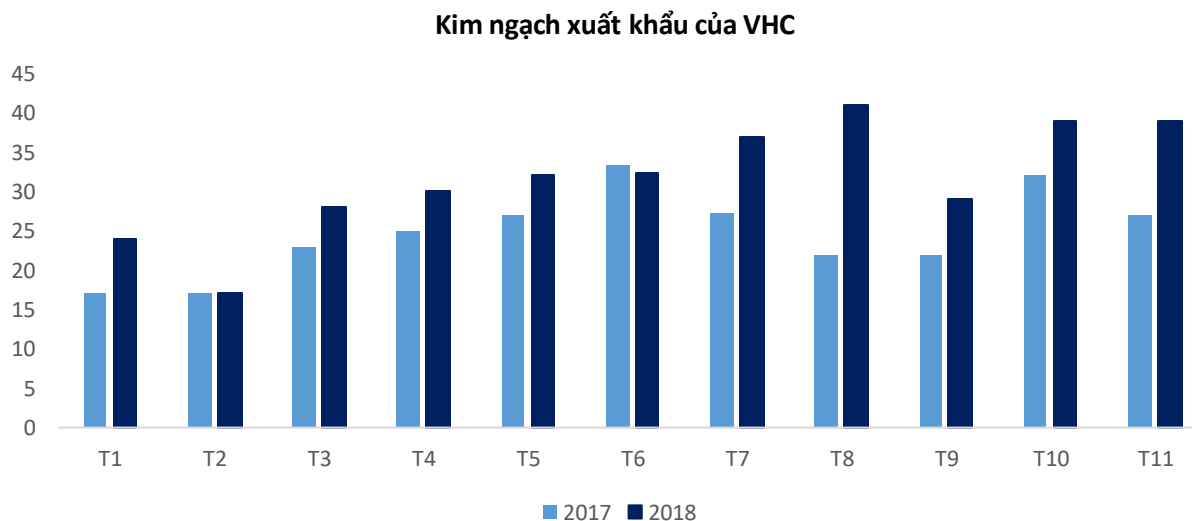
CTCP Vĩnh Hoàn

KQKD Q3.2018 ghi nhận mức tăng trưởng đột biến với LNST đạt 609 tỷ (+260.5% yoy). Lũy kế 9T.2018, VHC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 6,465 tỷ (+6.6% yoy) và 1,036 tỷ (+73.8% yoy). Biên LNG của VHC đạt 22.6%, tăng từ mức 16.6% so với cùng kỳ. Trong đó, sản phẩm cá fillet và các sản phẩm phụ tăng trưởng lần lượt 21% và 63%.



Nguồn: VHC

Về kim ngạch, trong 11T.2018, công ty đã xuất khẩu 348 triệu USD, tăng trưởng 27% so với cùng kỳ. Trong đó, riêng tháng 11 có kim ngạch đạt 39 triệu USD, tăng 43% so với cùng kỳ.



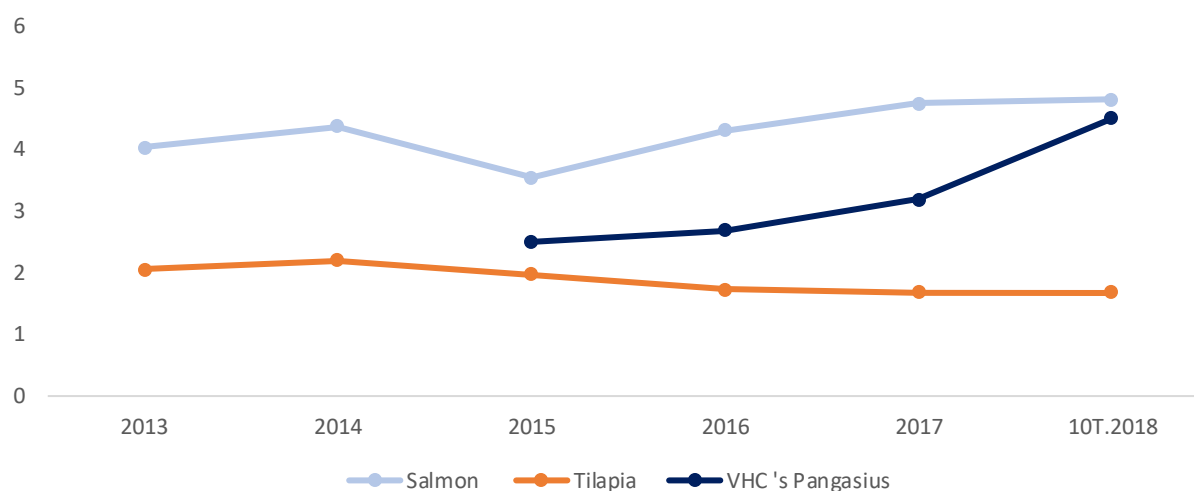
Nguồn: VHC

Năm 2018 chứng kiến kết quả kinh doanh đột biến của Vĩnh Hoàn với mức LNST và biên LNG đạt đỉnh lịch sử, biên LNG lũy kế 3Q.2018 đạt 22.6%, với LNST dự kiến đạt 1,308 tỷ (+116% yoy). Nhu cầu các thị trường cao trong khi nguồn cung khan hiếm, cùng với hưởng lợi từ chiến tranh thương mại cũng như mức thuế POR13 cao giúp VHC nhanh chóng tăng được giá bán và mở rộng thị phần tại thị trường Mỹ.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng năm 2019 đang hiện hữu nhiều rủi ro tại thị trường Mỹ đối với hoạt động kinh doanh của Vĩnh Hoàn.

(1) Mức giá bán khó tại Mỹ có thể tăng tiếp tục tăng trưởng: Năm 2018, mức giá bán cá tra của VHC vào các thị trường đều tăng trưởng 25 – 30%, đây là mức tăng cao nhất trong 3 năm trở lại đây, vượt cả dự báo của chính công ty (VHC kỳ vọng mỗi năm tăng giá bán khoảng 7.5%/năm). Với mức giá này, cá tra đang tiệm cận với mức giá xuất khẩu vào Mỹ của cá hồi – sản phẩm ở phân khúc cao cấp hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng giá xuất khẩu trung bình năm 2019 sẽ khó có đà tăng trưởng tiếp, thậm chí có thể giảm khi nguồn cung tăng.

So sánh giá xuất khẩu giữa các loại cá vào Mỹ



Nguồn: USDA, BSC Research

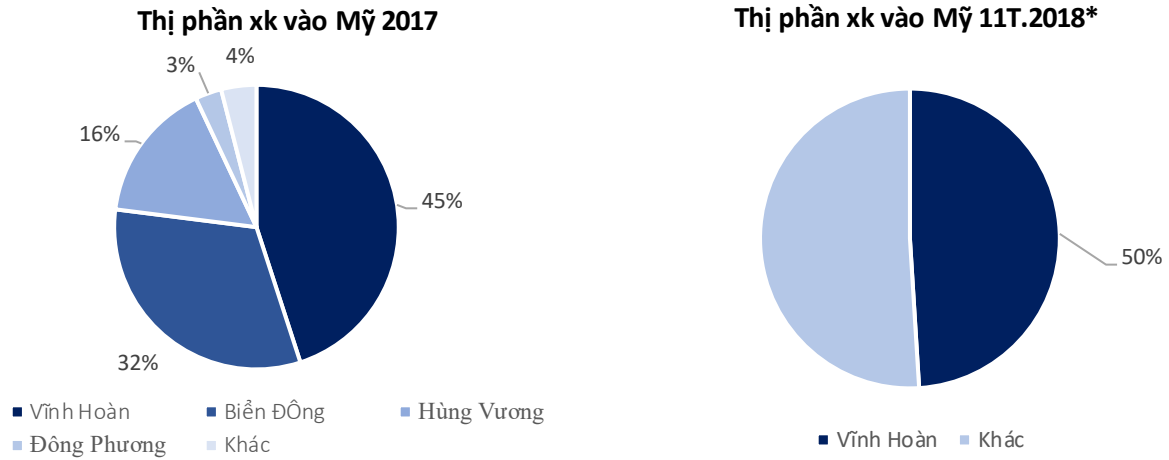
(2) Chúng tôi cho rằng với nếu mức thuế chính thức của POR 14 tương đương với mức sơ bộ, việc các doanh nghiệp xuất khẩu trở lại Mỹ sẽ khiến thị phần của VHC sụt giảm. Đối với sản phẩm cá tra, ngày 13/9/2018, Bộ Thương mại Hoa Kỳ thông báo kết quả sơ bộ kỳ POR14 đối với cá tra bình quân còn 0.41 USD/kg, thấp hơn rất nhiều so với mức 3.87 USD/kg kỳ trước. Mức thuế sơ bộ thấp như vậy sẽ khuyến khích các doanh nghiệp cá tra xuất trở lại vào Mỹ.

Doanh nghiệp xuất khẩu	POR 10	POR 10	POR 11	POR 11	POR 12	POR 13	POR 13	POR 14
	sơ bộ	chính thức	sơ bộ	chính thức	chính thức	sơ bộ	chính thức	sơ bộ
CTCP Vĩnh Hoàn	0	0	0	0	0	0	0	0
CT TNHH TS Biển Đông	n.a	0	0	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
CTCP Hùng Vương	0.58	0.97	0.36	0.41	0.41	2.39	3.87	0
CTCP NXX TS Cần Thơ	n.a	n.a	0.6	0.69	2.39	2.39	3.87	n.a
CTCP NXX TS Cửu Long An Giang	0.58	0.97	0.6	0.69	0.69	2.39	3.87	0.41
Mức thuế toàn quốc	2.39	2.39	n.a	n.a	2.39	2.39	3.87	n.a

Nguồn: BSC Research

CTCP Vĩnh Hoàn

Tuy chưa có số liệu ước tính cụ thể, chúng tôi cho rằng có khả năng thị phần VHC giảm về 45% như năm 2017 – năm có mức thuế CBPG tương đương với mức thuế sơ bộ POR 14.



Nguồn: VHC, TCHQ

*: Số thị phần 2017 và 11T.2018 bao gồm thị phần của Vĩnh Hoàn và Vạn Đức Tiền Giang

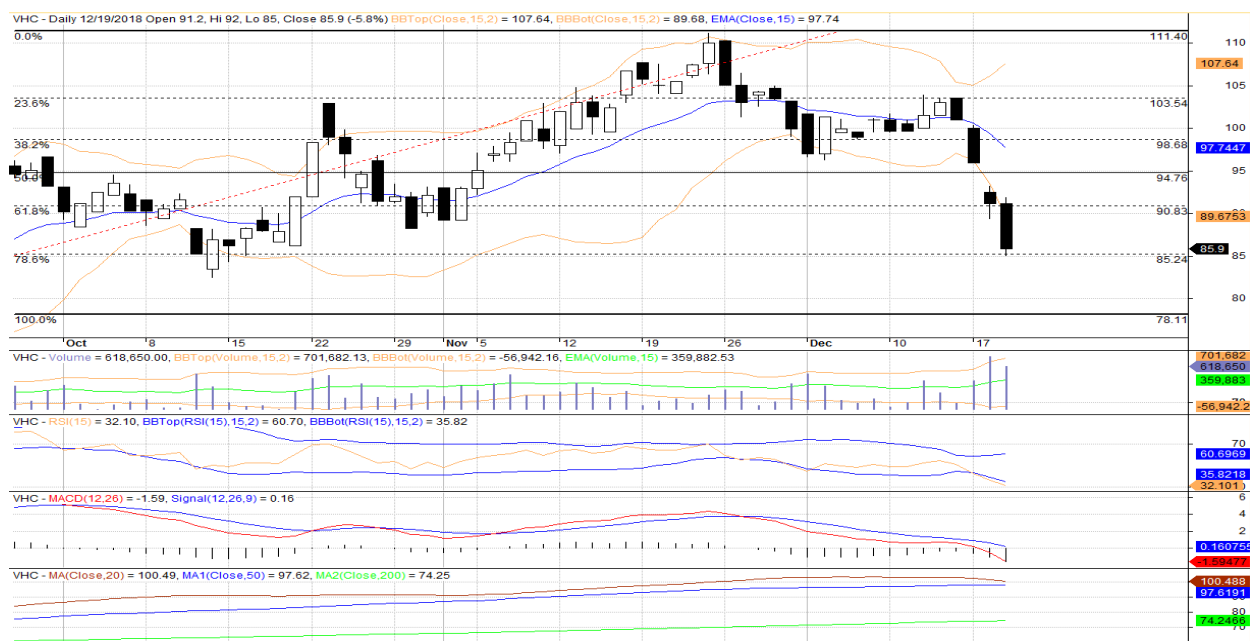
CTCP Vĩnh Hoàn

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Điều chỉnh
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, MACD hướng xuống
- Chỉ báo RSI: Vùng trung lập, chạm kênh Bollinger dưới.
- Đường MA: Đường MA20 đang hướng xuốngng đường MA50 và MA200.

Nhận định: VHC đang nằm trong giai đoạn điều chỉnh sau khi chạm ngưỡng kháng cự 110. Thanh khoản trong 2 phiên gần đây đã tăng trở lại và vượt mức trung bình, cho thấy động lực bắt đáy ở cổ phiếu khá mạnh. Chỉ báo RSI đã chạm kênh Bollinger dưới nhưng vẫn chưa chạm vùng quá bán cho thấy đà giảm vẫn có thể sẽ tiếp tục. MACD cũng báo hiệu cổ phiếu đang trong xu hướng giảm khi đường tín hiệu vẫn tạo gap khá lớn đường MACD. Vận động 3 đường MA cũng cho thấy cổ phiếu đang trong nhịp điều chỉnh ngắn hạn. Như vậy, cổ phiếu VHC có thể sẽ điều chỉnh về ngưỡng hỗ trợ mạnh 85 điểm trong các phiên tới và sẽ tích lũy ngắn hạn trong vùng giá 85-95.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư nên mua cổ phiếu tại vùng giá 85, chốt lãi tại vùng giá 95-100 và chốt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng giá 80.



Nguồn: Amibroker, BSC

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Doanh thu thuần	2,021	2,160	1,804	2,240	2,526
LN gộp	290	354	254	461	755
DT tài chính	22	13	23	32	60
CP tài chính	(21)	(21)	(15)	(94)	(34)
Lãi vay	(20)	(18)	(13)	(13)	(10)
CP bán hàng	(59)	(76)	(54)	(54)	(46)
CP QLDN	(24)	(46)	(99)	31	(29)
Lãi/lỗ HĐKD	207	224	116	401	741
TN nhập khác (ròng)	(1)	(5)	(3)	(3)	(31)
LN trước thuế	206	220	113	398	710
LN sau thuế	169	184	98	329	609
LN CĐ thiếu số	-	1	(0)	(0)	-
LN Cty mẹ	169	183	98	329	609
EPS	805	642	912	811	

DTT trong 3Q.2018 tăng 6.6% nhưng LNST tăng mạnh đến 74%. Biên LNG đạt mức cao kỷ lục, đạt 22.6%, tăng mạnh từ mức 16.6% so với cùng kỳ. BSC cho rằng giá bán tại thị trường Mỹ vẫn trong xu hướng tăng trong Q3.2018 khiến biên gộp được mở rộng.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm do công ty không sử dụng nhiều dịch vụ mua ngoài.

TS ngắn hạn	2,826	2,999	3,209	3,487	4,316
Tiền và ĐT ngắn hạn	678	418	1,063	1,124	1,571
Phải thu ngắn hạn	916	1,328	1,314	1,467	1,667
Tồn kho	1,181	1,198.38	796	854	1,008
TS ngắn hạn khác	51	54	36	42	70
TS dài hạn	2,017	2,032	1,742	1,741	1,682
Phải thu dài hạn	1	1	2	2	2
TSCĐ	1,515	1,515	1,122	1,113	948
TS dở dang dài hạn	201	224	186	175	248
TS dài hạn khác	299	290	114	108	105
Tổng TS	4,843	5,030	4,952	5,229	5,998
Nợ phải trả	2,043	2,109	2,095	2,055	2,214
Nợ ngắn hạn	1,554	1,683	1,741	1,986	2,191
Vay ngắn hạn	935	1,012	960	1,192	1,366
Nợ dài hạn	489	426	355	69	23
Vay dài hạn	463	399	327	42	-
Vốn chủ sở hữu	2,800	2,922	2,856	3,174	3,783
Vốn góp	924	924	924	924	924
LN chưa phân phối	1,660	1,785	1,719	2,037	2,646
Tổng nguồn vốn	4,843	5,030	4,952	5,229	5,998

Tại 30.9.2018, công ty đang có 482 tỷ tiền gửi ngân hàng, chiếm 11% TSNH

Tại 30.9.2018, công ty đang có khoản phải thu trị giá 889 tỷ từ Coast Beacon – công ty logistics của VHC, chiếm 68% giá trị tổng các khoản phải thu.

HTK chủ yếu là thành phẩm, gồm 786 tỷ, tăng 90% so với cuối Q2.2018

Nợ vay ngắn hạn tiếp tục tăng nhằm phục vụ nhu cầu vốn lưu động.

% yoy DT	52.75%	33.26%	32.27%	17.28%
Biên ln gộp	16%	13%	18%	16%
Lãi vay/DTT	3.2%	27.9%	3.2%	3.0%
CP bán hàng/DTT	3.3%	3.1%	2.7%	2.7%
CP QLDN/DTT	0.6%	0.6%	0.9%	0.8%
Biên ln thuần	9.9%	8.4%	13.3%	9.4%

Biên LN gộp và biên LN thuần tiếp tục tăng mạnh trong Q3.2018. BSC cho rằng giá bán trung bình của VHC tăng nhanh hơn so với mức tăng của chi phí đầu vào. BSC cho rằng trong Q4.2018, mức biên vẫn sẽ giữ được ở mức cao.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.82	1.78	1.84	1.76	1.97
Hsố TT nhanh	1.03	1.04	1.37	1.30	1.48
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.58	0.60	0.65	0.67	0.72
TSDH/ TTS	0.42	0.40	0.35	0.33	0.28
Hsố Nợ/ TTS	0.42	0.42	0.42	0.39	0.37
Hsố Nợ/ VCSH	0.73	0.72	0.73	0.65	0.59
Nợ ngắn hạn / TTS	0.32	0.33	0.35	0.38	0.37
Nợ DH / TTS	0.10	0.08	0.07	0.01	0.00
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	5.60	5.14	6.89	6.75	6.26
Vquay phải thu	9.01	8.38	6.46	7.78	6.96
Vquay phải trả	23.90	32.02	29.37	24.49	30.20
Số ngày HTK	65.2	71.0	53.0	54.1	58.3
Số ngày phải thu	40.5	43.5	56.5	46.9	52.4
Số ngày phải trả	15.3	11.4	12.4	14.9	12.1
CCC	90.5	103.1	97.0	86.1	98.6
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	8.4%	8.5%	5.4%	14.7%	24.1%
LNST/VCSH (%)	19.5%	22.3%	22.3%	26.9%	37.1%
LNST/TTS	10.9%	11.9%	11.6%	15.5%	22.1%
LN từ HĐKD/DTT	10.2%	10.4%	6.4%	17.9%	29.4%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.85	1.79	1.84	1.82	1.65
DT/TTS	1.66	1.64	1.62	1.63	1.58
EBIT/DT	9.0%	9.7%	9.3%	12.2%	17.1%
EBT/EBIT	90.3%	90.9%	91.0%	93.6%	96.4%
lãi ròng/LNTT	80.8%	82.9%	84.1%	83.2%	84.7%
6. Định giá					
PE	10.12	11.00	11.49	8.54	
PB	1.84	2.26	2.39	2.10	
EPS	0.66	0.82	0.82	0.82	
BVPS	7.79	8.35	8.24	7.06	
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	18%	13%	11%	12%	
Nợ	10.7%	3.2%	9.7%	13.9%	
DTT	52.7%	33.3%	32.3%	17.3%	
LN gộp	226.1%	162.0%	185.2%	90.9%	
LNST	694.0%	693.2%	554.4%	188.6%	
EPS	738.5%	815.6%	780.6%	227.0%	

Hệ số thanh toán tăng nhẹ trở lại

Cơ cấu tài sản: TSDH chiếm tỉ trọng 28% trong tổng tài sản và đang có xu hướng tăng do DN đang đầu tư nhà máy mới và một số dự án khác Nợ ngắn hạn đang có xu hướng tăng, làm tăng áp lực lãi vay.

Khả năng sinh lời tăng trưởng tốt do giá xuất khẩu cá tra tăng nhanh hơn giá nguyên liệu đầu vào.

EPS trong 3Q.2018 tăng mạnh lên 11,209 VND/cp (+84.3% yoy).

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

