

Khuyến nghị: THEO DÕI

Nguyễn Thị Cẩm Tú (PTCB)

tuntc@bsc.com.vn

Giá mục tiêu N/A

Giá đóng cửa 79,000

Upside N/A

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu N/A

Giá cut loss N/A

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (triệu cp) 92.00

Vốn hóa (tỷ đồng) 6,525

Giá cao nhất 52 tuần

KLGD T bình 10 ngày (cp) 129,181

Sở hữu NGTNN

Cổ đông lớn

Trương Thị Lệ Khanh 42.87%

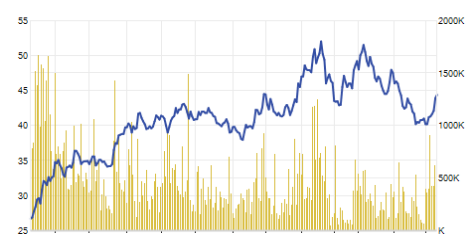
Quỹ thuộc Dragon Capital 6.89%

Mitsubishi Corp 6.50%

Red River Holding 4.92%

Quỹ đầu tư Việt Nam 4.92%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn được thành lập vào năm 1997 tại Đồng Tháp. Sản phẩm chính của công ty là cá tra fillet, đóng góp 76% DTT và 85% LNG. VHC chiếm 15% tổng giá trị kim ngạch xuất khẩu cá tra 2017. Thị trường xuất khẩu chủ đạo là Mỹ, Trung Quốc và EU.

Các báo cáo khác

[Link](#)

TIỀM NĂNG TỪ CÁ TRA

Định giá

Kết thúc phiên giao dịch 6/9/2018, VHC đóng cửa tại mức giá 82,000 VND/cp, tương ứng với P/E trailing là 12.5 và P/B là 2.57.

Dự báo KQKD

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế hợp nhất lần lượt đạt 9,567 tỷ VND (+17.1% yoy) và 844 tỷ VND (+40.1%). EPS 2018 dự kiến là 9,140 VND / cổ phiếu.

Catalyst

- (1) Ảnh hưởng của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.
- (2) Mở rộng thị trường đầu ra.
- (3) Tăng nguyên liệu xuất khẩu.

Rủi ro đầu tư

- (1) Biến động cá tra giống. Cá tra giống biến động mạnh, giao dịch ở 30,000 VND/kg, giảm mạnh từ mức đỉnh 70,000 VND/kg trong tháng 4. VHC hiện tại mới tự chủ được 30% nhu cầu cá giống tại vùng nuôi công ty.
- (2) Biến động cá tra nguyên liệu. Nguồn cung cá tra nguyên liệu đang thiếu hụt, khiến giá cá giao dịch ở mức đỉnh lịch sử. Trong 2 -3 năm, VHC vẫn phải phụ thuộc nhiều vào nguồn cung ngoài thị trường.
- (3) Rủi ro từ thị trường xuất khẩu. Với thị trường Mỹ, Farm Bill đang là rào cản lớn nhất. Việc kiểm tra thực địa đã tiến hành trong tháng 5 và sẽ có kết quả bước 5 trong T9.2018.

Cập nhật KQKD

Trong 1H2018, DTT đạt 3,940 tỷ (-1% yoy) nhưng LNST đạt 426 tỷ (+77% yoy). Biên LNG đạt mức 17.9%, tăng mạnh từ mức 14.1% so với quý trước

Các thị trường xuất khẩu chính đều chấp nhận mặt bằng giá mới, với giá bán chung tăng trưởng 30% so với cùng kỳ.

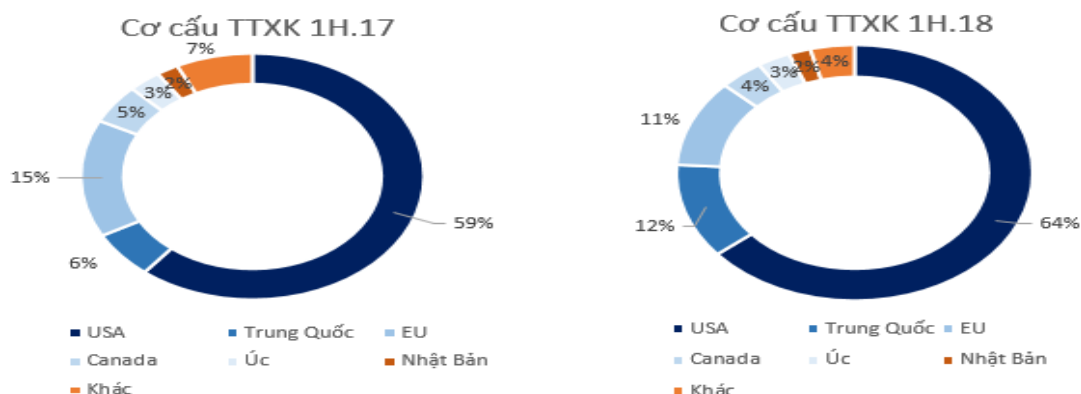
VHC kỳ vọng khả năng tự chủ đạt 80% cuối năm 2020, nhờ việc khai thác vùng nuôi Tân Hưng 220 ha (hiện tại đang khai thác 50ha cá giống).

Sau khi thoát khỏi Vạn Đức Tiền Giang, hoạt động của hai bên là độc lập, với chiến lược phát triển các thị trường khác nhau.

KQKD 1H2018. Trong nửa đầu năm, doanh thu thuần đạt 3,940 tỷ (-1% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 426 tỷ (+77% yoy). Đáng chú ý, biên LNG đạt 17.9%, tăng mạnh từ mức 14.1% so với quý trước. Lý do biên LNG đạt 17.9% trong quý 2 do chi phí giá đầu vào giảm mạnh: giá cá giống dao động khoảng 25,000 – 26,000 VND/kg (- 50% qoq), giá cá nguyên liệu dao động 25,000 – 26,000 VND/kg (- 10% yoy) trong khi đó, giá bán tại thị trường Mỹ vẫn tiếp tục tăng nhẹ (+14% qoq) dao động quanh 4.4 – 4.6 USD/kg; giá bán tại thị trường Trung Quốc Tuy nhiên, BSC cho rằng đây là mức biên đột biến, biên gộp sẽ giảm dần trong các quý còn lại, dao động quanh mức biên 16 – 17% trong năm 2018.

Giá xuất khẩu tại các thị trường chính tăng mạnh. Công ty kỳ vọng trong các năm tiếp theo, giá xuất khẩu sẽ tăng 7.5% /năm.

Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Vĩnh Hoàn, chiếm 64% tổng kim ngạch. Trong 1H.18, tổng kim ngạch xuất sang Mỹ đạt 94.7 triệu USD (+44% yoy) với giá bán dao động quanh 4 – 4.5 USD/kg (+30% yoy).



Tại thị trường Mỹ, Vĩnh Hoàn và Biển Đông là hai doanh nghiệp chịu mức thuế thấp trong Kỳ xem xét hành chính lần thứ 13 của Mỹ. BSC nhận định rằng với sản phẩm ở phân khúc cấp cao, giá bán tốt; Vĩnh Hoàn sẽ chiếm 60% thị phần thị trường Mỹ trong năm 2018. Trong đó, BSC dự báo kim ngạch xuất sang Mỹ của VHC trong năm 2018 tương ứng với 213.48 triệu USD, với sản lượng 52 nghìn tấn.

Bảng tổng hợp mức áp thuế của Mỹ qua các kỳ POR

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

Trung Quốc là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai, chiếm 12% tổng kim ngạch. Trong 1H.18, tổng kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 177 triệu USD (+110% yoy) với giá bán dao động quanh 2 – 2.5 USD/kg. Trong tháng Sáu, công ty đã ký biên bản ghi nhớ của 20 nhà cung cấp thực phẩm tươi sống với Alibaba và Win – Chain. Bắt tay với Alibaba, VHC đang dần chuyển từ phương pháp B2B sang B2C để có thể cung cấp sản phẩm đến tận tay khách hàng. Đồng thời, công ty cũng đang chuẩn bị mở văn phòng đại diện tại Thượng Hải nhằm tiếp tục mở rộng thị trường Trung Quốc. BSC cho rằng Trung Quốc sẽ là động lực tăng trưởng của VHC trong dài hạn.

Cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung là cơ hội cho cá tra Việt Nam. Tại thị trường Trung Quốc, sau khi áp thuế hàng thủy sản từ Mỹ, ngày 31/5, Bộ Tài chính Trung Quốc đã công bố giảm thuế nhập khẩu đối với 221 mặt hàng thủy, hải sản: thuế cá tra fillet giảm từ 10% xuống 7%, thuế cá tra tươi/ướp lạnh giảm từ 12% đến 7%. Tại thị trường Mỹ, trong 200 tỷ USD Mỹ dọa sẽ áp lên Trung Quốc bao gồm nhiều mặt hàng thủy hải sản: cá rô phi, cá da trơn,...đặc biệt, tuy Trung Quốc chỉ chiếm 10% thị phần cá da trơn xuất vào Mỹ nhưng giá bán gấp đôi sản phẩm Việt Nam.

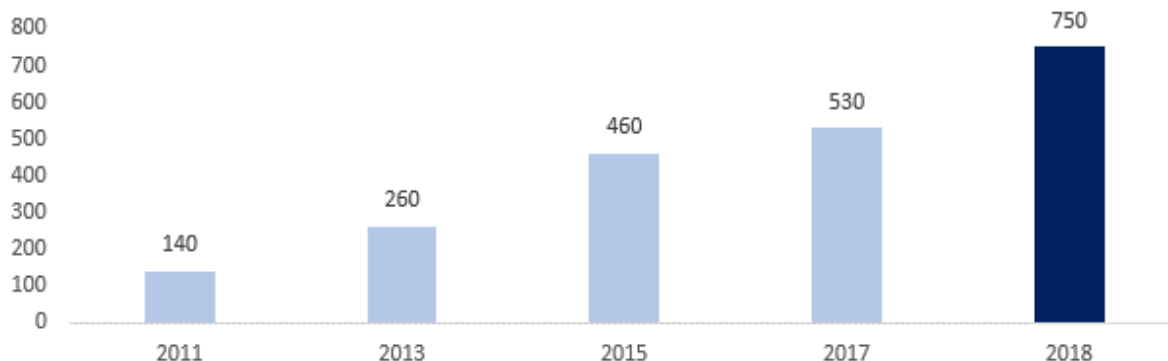
Lượng và kim ngạch nhập khẩu cá da trơn vào Mỹ trong 5T đầu năm 2018

Nước XK	5T/2018		5T/2017		% thay đổi	
	Lượng(tấn)	Kim ngạch (USD)	Lượng(tấn)	Kim ngạch (USD)	Lượng	Kim ngạch
Việt Nam	34,363	133,972,032	40,664	120,665,884	-15.5	11.03
Trung Quốc	2,100	11,797,429	2,731	18,165,452	-23.09	-36.22
Guyana	17	73,715	5	33,906	257.63	117.41
Thái Lan	3	21,225	6	31,406	-39.49	-32.42
Tây Ban Nha		2,141				
Burma			16	122,839		
Brazil			5	21,067		
Tổng	36,484	145,866,542	43,426	139,373,554	-15.99	4.66

Nguồn: BSC tổng hợp

Tăng khả năng tự chủ vùng nguyên liệu. Công ty bắt đầu khai thác vùng nuôi Tân Hưng 220 ha trong năm nay, nâng tổng diện tích vùng nuôi của VHC lên 750 ha (+42%) (loại bỏ Vạn Đức Tiền Giang). Công ty không có kế hoạch mở rộng thêm vùng nuôi mới trong 2 – 3 năm tới. Mở rộng vùng nuôi sẽ bù đắp sản lượng thiếu hụt từ việc thoái Vạn Đức Tiền Giang, giảm ảnh hưởng của việc biến động của giá cá tra nguyên liệu. BSC kỳ vọng rằng cuối năm 2019, khả năng tự chủ của VHC đạt 70%.

Diện tích vùng nuôi của VHC



Nguồn: BSC tổng hợp

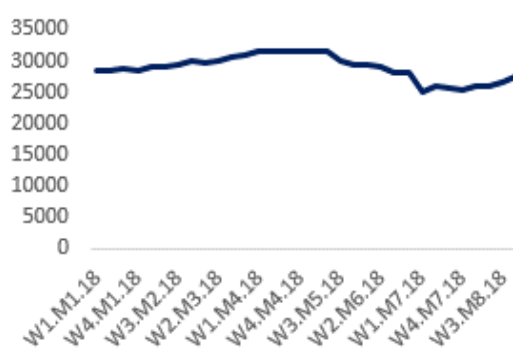
Các sản phẩm giá trị gia tăng VHC sẽ không tập trung vào sản phẩm cá tra nướng, do dây chuyền cá nướng ở nhà máy của Vạn Đức Tiền Giang. Trong 1H.2018, có sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm giá trị gia tăng: xuất khẩu cá tẩm bột sang Mỹ thay vì cá tẩm gia vị sang Trung Quốc. Sản phẩm Collagen và Genlatin đạt kim ngạch 4.5 triệu USD (+134% yoy) với giá bán tăng 20% so với cùng kỳ.

Biến động nguyên liệu đầu vào. Giá cá tra giống và cá tra nguyên liệu trong thời gian gần đây biến động mạnh, ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất. Cá tra nguyên liệu hiện giao dịch quanh 24,000– 26,000 VND/kg, giảm nhẹ so với cùng kỳ 27,000 – 28,000 VND/kg. Cá tra giống hiện biến động mạnh, hiện dao động quanh mức 53,000 – 55,000 VND/kg, gấp 2 lần kể từ đáy. BSC kỳ vọng rằng giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ tăng trở lại trong 1 năm tới, khiến biên gộp sẽ không đạt mức đột biến như trong Q2.2018.

Giá cá giống 1H.2018



Giá cá nguyên liệu 1H.2018



Cập nhật về Vạn Đức Tiền Giang. Sau khi thoái vốn khỏi Vạn Đức Tiền Giang, hoạt động của VĐTĐ và VHC độc lập, không liên quan đến nhau. Hiện tại, Vạn Đức Tiền Giang tập trung nhiều vào thị trường ASEAN (Malaysia, Singapore) trong khi VHC tập trung vào Mỹ, EU với Trung Quốc.

Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

VHC - CTCP VĨNH HOÀN

10/09/2018

BSC

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
Doanh thu thuần	2,353	2,021	2,160	1,804	2,136
LN gộp	298	290	354	254	452
DT tài chính	7	22	13	23	35
CP tài chính	(23)	(21)	(21)	(15)	(26)
Lãi vay	(19)	(20)	(18)	(13)	(13)
CP bán hàng	(75)	(59)	(76)	(54)	(53)
CP QLDN	(37)	(24)	(46)	(99)	(30)
Lãi/lỗ HĐKD	170	207	224	116	402
TN nhập khác (ròng)	(1)	(1)	(5)	(3)	(3)
LN trước thuế	169	206	220	113	399
LN sau thuế	144	169	184	98	329
LN CĐ thiếu số	(1)	-	1	(0)	(0)
LN Cty mẹ	145	169	183	98	329
EPS	1,566	1,829	1,977	1,060	3,557

TS ngắn hạn	3,279	2,826	2,999	3,209	3,471
Tiền và TĐ Tiền	66	77	45	50	36
Phải thu ngắn hạn	1,473	916	1,328	1,314	1,449
Tồn kho	1,277	1,181	1,198	796	854
TS ngắn hạn khác	53	51	54	36	44
TS dài hạn	2,036	2,017	2,032	1,742	1,759
Phải thu dài hạn	1	1	1	2	2
TSCĐ	1,514	1,515	1,515	1,122	1,114
TSCĐ hữu hình	1,383	1,384	1,384	997	989
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	131	130	131	125	125
TS dở dang dài hạn	200	201	224	186	191
TS dài hạn khác	303	299	290	114	109
Tổng TS	5,315	4,843	5,030	4,952	5,229
Nợ phải trả	2,682	2,043	2,109	2,095	2,055
Nợ ngắn hạn	2,175	1,554	1,683	1,741	1,983
Vay ngắn hạn	1,680	935	1,012	960	1,186
Nợ dài hạn	507	489	426	355	73
Vay dài hạn	482	463	399	327	46
Vốn chủ sở hữu	2,633	2,800	2,922	2,856	3,174
Vốn góp	924	924	924	924	924
LN chưa phân phối	1,492	1,660	1,785	1,719	2,037
Tổng nguồn vốn	5,315	4,843	5,030	4,952	5,229

% yoy DT	11%	8%	23%	13%	-10%
Biên ln gộp	12.7%	14.3%	16.4%	14.1%	21.2%
Lãi vay/DTT	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
CP bán hàng/DTT	3.2%	2.9%	3.5%	3.0%	2.5%
CP QLDN/DTT	1.6%	1.2%	2.1%	5.5%	1.4%
Biên ln thuần	6.2%	8.4%	8.5%	5.4%	15.4%

Doanh thu Q2.2018 giảm 10%, phần lớn đến từ doanh thu phụ phẩm (-54% yoy). Đáng chú ý, biên LNG của Quý 2.2018 đạt 21%, cao nhất trong lịch sử công ty. BSC cho rằng giá dầu ra vẫn đang tăng trong khi các chi phí đầu vào đều sụt giảm mạnh đã tác động lớn đến biên gộp trong Quý 2.

Hiện tại, vùng nuôi mới chưa đóng góp vào kết quả kinh doanh của công ty, dự kiến đến cuối năm nay, vùng nuôi mới mới cho ra sản phẩm. Doanh thu tài chính tăng mạnh, chủ yếu từ lãi từ khoản tiền gửi (28 tỷ), do công ty có hơn 1,000 tỷ tiền gửi tại ngân hàng.

Đầu tư NH gồm 1,087 tỷ tiền gửi ngân hàng, trong đó có 500 tỷ tiền cổ tức từ Vạn Đức Tiền Giang. Công ty cho biết chưa có ý định sử dụng khoản đầu tư này trong năm nay.

Hàng tồn kho tăng trở lại so với quý trước, với thành phẩm đạt 411 tỷ (+39% qoq). Công ty cho biết sản lượng đủ để cung cấp cho các đơn hàng đến hết quý 3.

So với cùng kỳ, hàng tồn kho giảm mạnh do không còn hợp nhất với Vạn Đức Tiền Giang

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

Nợ vay dài hạn giảm mạnh, do không phải hợp nhất nợ vay của VDTG sau khi thoái vốn.

Biên LN gộp và biên LN thuần tăng mạnh trong Q2.2018, do công ty được hưởng lợi thế khi giá đầu vào giảm trong khi giá bán vẫn tăng nhẹ. BSC cho rằng, trong Q3 - Q4.2018, mức biên lợi nhuận vẫn sẽ ở mức cao 17% - 18%.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	1.51	1.82	1.78	1.84	1.75
Hsố TT nhanh	0.90	1.03	1.04	1.37	1.30

Hệ số thanh toán giảm, do nợ vay ngắn hạn tăng 226 tỷ

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.62	0.58	0.60	0.65	0.66
TSDH/ TTS	0.38	0.42	0.40	0.35	0.34
Hsố Nợ/ TTS	0.50	0.42	0.42	0.42	0.39
Hsố Nợ/ VCSH	1.02	0.73	0.72	0.73	0.65
Nợ ngắn hạn / TTS	0.41	0.32	0.33	0.35	0.38
Nợ DH / TTS	0.10	0.10	0.08	0.07	0.01

Cơ cấu tài sản: TSNH chiếm tỷ trọng lớn, đáng chú ý là khoản tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn 1,087 tỷ (~31% TSNH)

Nợ DH giảm mạnh do không còn hợp nhất với VĐTG

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	5.4	5.6	5.1	6.9	6.7
Vquay phải thu	6.7	9.0	8.4	6.5	7.7
Vquay phải trả	28.8	23.9	32.0	29.4	24.1
Số ngày HTK	67.7	65	71	53	55
Số ngày phải thu	55	41	44	57	48
Số ngày phải trả	13	15	11	12	15
CCC	110	90	103	97	87

Số ngày hàng tồn kho giảm dần, do nhu cầu đặt hàng lớn khiến vòng quay nhanh.

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	6.1%	8.4%	8.5%	5.4%	15.4%
LNST/VCSH (%)	19.2%	19.5%	22.3%	22.3%	26.8%
LNST/TTS	9.3%	10.9%	11.9%	11.6%	15.5%
LN từ HĐKD/DTT	7.2%	10.2%	10.4%	6.4%	18.8%

Khả năng sinh lời tăng trưởng đột biến trong quý này, và ở mức cao nhất trong lịch sử công ty. BSC cho rằng mức sinh lời sẽ giảm dần và quay về mức trung bình trong thời gian tới.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	2.14	1.85	1.79	1.84	1.82
DT/TTS	1.51	1.66	1.64	1.62	1.61
EBIT/DT	0.08	0.09	0.10	0.09	0.12
EBT/EBIT	0.90	0.90	0.91	0.91	0.94
lãi ròng/LNTT	0.81	0.81	0.83	0.84	0.83

6. Định giá

PE	9.2	10.1	11.6	11.5	9.0
PB	1.7	1.8	2.4	2.4	2.2
EPS	1,566	1,829	1,977	1,060	3,557
BVPS	28,444	30,265	31,620	30,910	34,349

EPS trong Quý 2.2018 tăng mạnh lên 3,557 VND/cp (+127.13% yoy).

7. Tăng trưởng (%)

TTS	-6%	-10%	9%	12%	6%
Nợ	-7%	-14.4%	2.1%	-13.2%	-23.4%
DTT	11%	7.9%	23.2%	13.0%	-9.5%
LN gộp	-19%	14.0%	70.0%	10.0%	51.0%
LNST	-36%	28.0%	68.0%	1.5%	128.0%
EPS	-35.5%	28.1%	161.6%	0.7%	127.1%

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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

