

ÁP LỰC TĂNG TRƯỞNG

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)
tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	108,552
Giá đóng cửa	94,500
Upside	14.8%

Đặng Quang (ptkt)
quangd@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	94,900
Giá đóng cửa	92,900

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành	92,403,946
Vốn hóa (VND. bil)	8,464
Giá cao nhất trong 52 tuần	112,300
KLGD trung bình 10 phiên	133,899
Sở hữu nước ngoài	36.54%

Cổ đông lớn (%)

Trương Thị Lệ Khanh	42.83%
Mitsubishi Corporation	6.49%
Red River Holding	4.92%
Quỹ Đầu tư Việt Nam	4.92%
Lâm Quang Thanh	4.57%

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 chẻm 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 25/2/2019, VHC đóng cửa ở mức giá 94,500 VND; tương đương với mức P/E trailing là 6.1, bằng với mức P/E trung vị của ngành.

Dự báo KQKD 2019

Năm 2019, chúng tôi giữ nguyên dự báo DT đạt mức 10,217 tỷ (+8% YoY) và tăng thêm 8% LNST so với dự báo trước, lên 1,315 tỷ (-9.4% YoY) do giảm chi phí bán hàng và QLDN. Biên LNG dự kiến đạt 19.8%. EPS dự phóng 2019 đạt 14,193 VND/cp.

Catalyst

- Tiềm năng tăng trưởng từ thị trường Trung Quốc
- Mở rộng vùng nuôi mới

Rủi ro đầu tư

- Biến động nguyên liệu đầu vào: cá giống, cá nguyên liệu, thức ăn
- Rủi ro biên lợi nhuận gộp giảm khi giá bán ở đỉnh
- Rủi ro từ thị trường xuất khẩu: Rủi ro từ thương mại tiểu ngạch và mức cạnh tranh ngày càng tăng tại Trung Quốc

Cập nhật kết quả kinh doanh 2018

Năm 2018, VHC ghi nhận DTT và LNST lần lượt là 9,323 tỷ (+14.4% YoY) và 1,452 tỷ (+140.2% YoY). Biên LNG đạt 21.9% tăng mạnh từ mức 14.4% năm 2017.

Cá tra fillet chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu xuất khẩu (~ 87% năm 2018), tăng trưởng 34% YoY. Sản phẩm Collagen và Gelatin đạt kim ngạch đạt 11.2 triệu USD, tăng gấp đôi so với năm 2017.

Kim ngạch xuất khẩu của VHC đạt 378 triệu USD (+26% YoY): kim ngạch vào Mỹ đạt 242 triệu USD (+63% YoY); kim ngạch vào Trung Quốc đạt 68 triệu (+171% YoY).

Cập nhật hoạt động kinh doanh 2019

Trong T1.2019, VHC xuất khẩu được 31.5 triệu USD, tăng trưởng 35% so với cùng kỳ: trong đó, sản lượng giảm 7%, giá bán tăng trưởng 45% (T1.2018 giá bán chưa tăng mạnh)

Công ty chưa công bố KH KQKD 2019, tuy nhiên, VHC kỳ vọng sản lượng tăng trưởng 20%, trong khi giá bán tăng trưởng 7%.

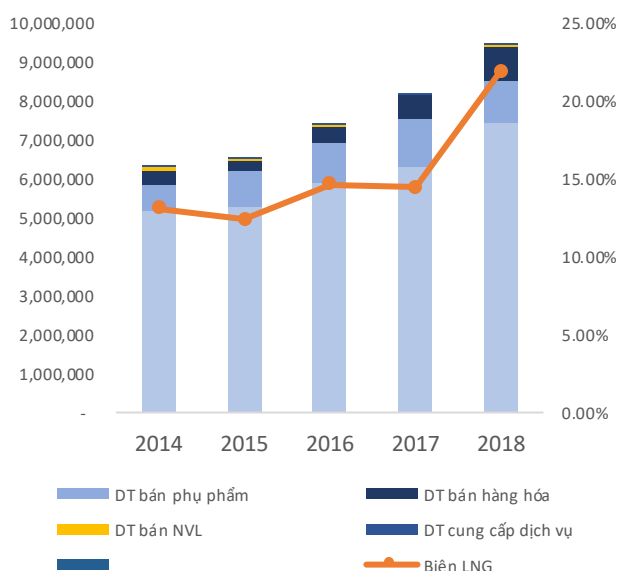
CTCP Vĩnh Hoàn

Kết thúc năm 2018, VHC ghi nhận DTT và LNST lần lượt là 9,323 tỷ (+14.4% YoY) và 1,452 tỷ (+140.2% YoY); tương ứng với việc hoàn thành 100.2% KH DT và 234.2% KH LN; BSC cho rằng do giá bán tăng mạnh 35% trong khi sản lượng giảm nhẹ. Kết quả kinh doanh như vậy cao hơn 4.9% và 11.0% so với dự báo DTT và LNST trong báo cáo gần nhất của BSC do (1) các chi phí quản lý và doanh nghiệp thấp hơn so với chúng tôi ước tính; (2) công ty hoàn lại 60 tỷ chi phí LTMM sau khi bán Vạn Đức Tiền Giang.

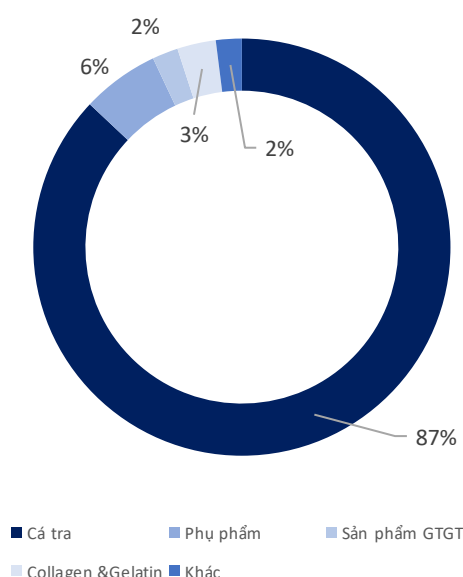
Biên LNG đạt 21.9%, mức cao nhất trong lịch sử công ty do giá bán tăng trưởng mạnh khoảng 35% so với 2017 (theo ước tính của BSC). Mức tăng trưởng ấn tượng do (1) Giá đầu vào tăng mạnh khi nguồn cung cá giống và cá nguyên liệu bị thiếu hụt; (2) Nhu cầu tiêu thụ tại hai thị trường chính (Mỹ, Trung Quốc) tăng khiến người mua sẵn sàng trả một mức giá cao hơn mức trung bình. Bên cạnh đó, mức thuế POR 13 chính thức cao hơn 62% so với mức POR 12 cũng là yếu tố tích cực đối với VHC khi các doanh nghiệp cá tra khác không xuất được sang Mỹ.

Tuy nhiên, năm 2019, chúng tôi cho rằng giá xuất khẩu sẽ khó tăng trưởng đột biến như năm 2018. BSC dự phóng mức giá bán tại thị trường Mỹ sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ, trong khi các thị trường khác (Trung Quốc) vẫn còn động lực để tăng giá dựa trên giả định (1) Nhu cầu tại các thị trường (Trung Quốc, Asean) vẫn ở mức cao (2) Nguồn cung vẫn chưa được cải thiện do thiếu hụt con giống. BSC dự báo biên LNG của VHC sẽ đạt 19.8%, giảm 2 điểm phần trăm so với biên LNG năm 2018.

Cơ cấu DT và biên LNG của VHC (đv: tỷ)



Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu năm 2018



Nguồn: VHC

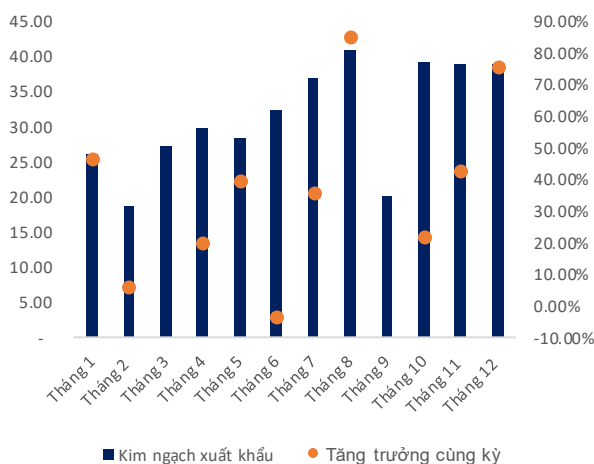
VHC cho biết động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ tăng trưởng sản lượng (kỳ vọng tăng 20%), trong khi giá bán tăng trưởng 7%. BSC cho rằng với diện tích nuôi mới là 220 ha (~ 29% diện tích nuôi hiện tại) và VHC cho biết công ty sẽ không sử dụng hết 220 ha trong năm 2019, mức tăng trưởng sản lượng chủ yếu đến từ việc thu mua cá ngoài. Điều này khiến độ tự chủ của VHC khó có thể tăng và càng phụ thuộc vào biến động giá nguyên liệu. Đối với trang trại nuôi của công ty, chi phí nuôi của VHC hiện tại quanh mức 21,000 – 22,000 VND/kg, phụ thuộc khá nhiều vào giá thu mua cá giống vào thời điểm thả. Dù giá cá

CTCP Vĩnh Hoàn

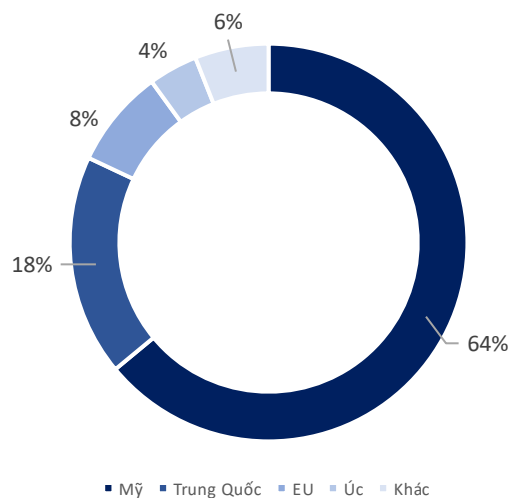
BSC

nguyên liệu đã hạ nhiệt, VHC cho biết việc tự nuôi vẫn có thể được 15-17% chi phí với mỗi một kilogram cá nguyên liệu.

Kim ngạch xuất khẩu 2018 theo tháng (mUSD)



Tỷ trọng thị trường xuất khẩu năm 2018



Nguồn: VHC

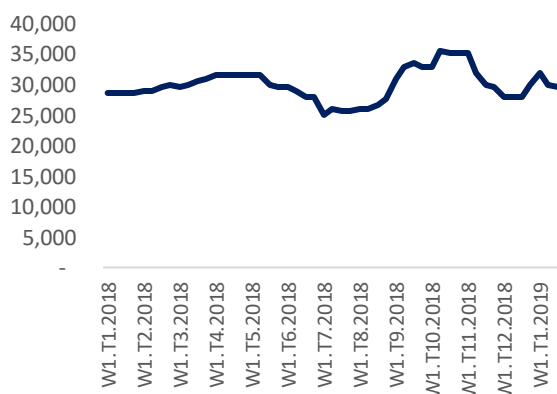
Biến động giá nguyên liệu đầu vào (cá giống và cá nguyên liệu) tiếp tục là những rủi ro chính đối với hoạt động kinh doanh của VHC. Cá giống và cá nguyên liệu trong năm 2018 đã trải qua một đợt biến động mạnh: cá giống tại mức đỉnh đạt 77,000 VND/kg trong khi mức đáy thấp nhất là 20,000 VND/kg, cá nguyên liệu tăng so với năm 2017, dao động quanh mức trung bình 30,000 VND/kg.

Sang năm 2019, VHC vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi hai nguyên liệu đầu vào này khi nguồn cung cá giống mới chỉ đáp ứng 10% nhu cầu công ty và nguồn cung cá nguyên liệu tự chủ được 55% - 60% nhu cầu. Công ty cũng cho biết thêm, giá cá nguyên liệu quanh mức 31,000 VND/kg là mức giá điều khiến doanh nghiệp và người dân hài lòng. Dù vậy, chúng tôi cho rằng có rủi ro khi giá bán nguyên liệu cao khiến người dân tiếp tục mở rộng vùng nuôi sẽ khiến giá nguyên liệu đầu vào biến động mạnh.

Giá cá giống 2018 (VND/kg)



Giá cá nguyên liệu (VND/kg)

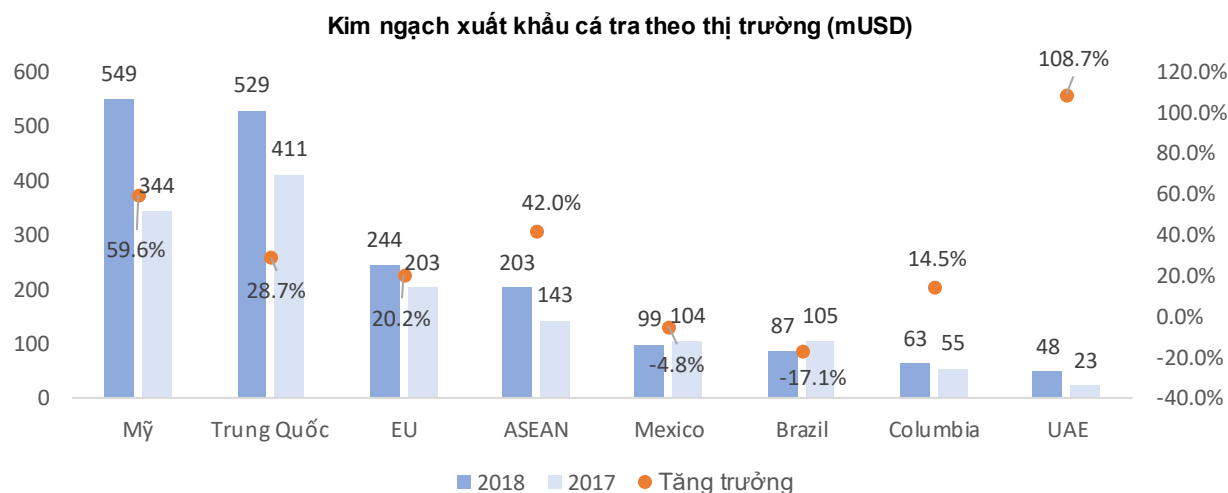


Mức thuế POR 14 giảm mạnh so với POR 13 Ngày 13/9/2018, Bộ Thương mại Hoa Kỳ thông báo kết quả sơ bộ kỳ POR14 đối với cá tra bình quân còn 0.41 USD/kg, thấp hơn rất nhiều so với mức 3.87 USD/kg kỳ trước. Mức thuế sơ bộ thấp như vậy sẽ khuyến khích các doanh nghiệp cá tra xuất trở lại vào Mỹ. Dự kiến ngày 14/4/2019, kết quả chính thức của POR 14 sẽ được công bố.

Cập nhật về ngành cá tra Trong năm 2018, ngành cá tra xuất khẩu được 2.26 tỷ USD, tăng trưởng 26.5% so với cùng kỳ. Sản lượng thu hoạch đạt 1.42 triệu tấn, tăng 15% so với cùng kỳ do diện tích nuôi trồng chỉ tăng nhẹ 3%, đạt 5,400 ha cả nước. Các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam (Mỹ, Trung Quốc, EU hay ASEAN) đều chứng kiến tốc độ tăng trưởng mạnh trên 2 chữ số: Mỹ tăng trưởng 60%, Trung Quốc tăng trưởng 29%,...

Đối với triển vọng năm 2019, Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn đặt kế hoạch sản lượng thu hoạch năm 2019 đạt 1.51 triệu tấn, tăng nhẹ 6.6% so với 2018. Đồng thời, Hiệp hội chế biến và Xuất khẩu thủy sản Việt Nam dự báo kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 2.3 tỷ USD, tăng 1.8% so với 2018.

Tuy nhiên, theo quan điểm của BSC, chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với ngành thủy sản ([Outlook 2019](#)). BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc vẫn sẽ giữ ở mức cao cùng với việc thủy sản Việt Nam đều được giảm thuế tại Mỹ và Trung Quốc. Dù vậy, năm 2019 đang hiện hữu nhiều rủi ro đối với ngành cá tra khi giá bán xuất khẩu đang ở mức đỉnh lịch sử và khó có thể chứng kiến mức tăng giá mạnh như năm 2018. Tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ đến từ tăng trưởng của sản lượng nhờ các dự án mở rộng năng lực sản xuất, thay vì tăng trưởng từ giá bán.



Nguồn: BSC Research

CTCP Vĩnh Hoàn

BSC

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	6,292	6,493	7,304	8,152	9,323
LN gộp	823	803	1,067	1,172	2,042
DT tài chính	238	166	87	58	148
CP tài chính	(65)	(210)	(93)	(89)	(178)
Lãi vay	(38)	(37)	(68)	(71)	(56)
CP bán hàng	(245)	(253)	(266)	(274)	(209)
CP QLDN	(162)	(118)	(115)	(142)	(143)
Lãi/lỗ HĐKD	590	389	680	725	1,747
TN nhập khác (ròng)	(3)	(2)	(7)	(9)	(39)
LN trước thuế	587	387	672	715	1,708
LN sau thuế	463	321	565	593	1,452
LN CĐ thiếu số	24	(2)	(1)	(0)	(0)
LN Cty mẹ	439	323	567	593	1,452
EPS	4,587	3,274	5,707	6,551	15,585

DTT trong Q4.2018 đạt 2,754 tỷ (+32.3% YoY); tương ứng với kim ngạch xuất khẩu đạt 117.3 triệu USD.

Biên LNG vẫn ở giữ mức cao, đạt 20.8%. Tuy nhiên, mức biên LNG giảm mạnh so với mức 29.9% so với quý trước. BSC cho rằng giá chỉ phí nguyên liệu tăng mạnh trong Q4 ảnh hưởng tiêu cực đến mức biên của doanh nghiệp.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp không đột biến so với cùng kỳ.

TS ngắn hạn	3,119	2,847	2,748	2,999	4,130
Tiền và ĐT ngắn hạn	892	296	334	418	651
Phải thu ngắn hạn	670	1,188	1,150	1,328	2,000
Tồn kho	1,455	1,299.75	1,214	1,198	1,377
TS ngắn hạn khác	102	63	50	54	103
TS dài hạn	1,373	1,510	1,702	2,032	2,169
Phải thu dài hạn	-	4	1	1	2
TSCĐ	1,170	1,067	1,323	1,515	1,407
TS dở dang dài hạn	-	246	177	224	259
TS dài hạn khác	110	181	184	290	105
Tổng TS	4,492	4,357	4,451	5,030	6,299
Nợ phải trả	2,605	2,268	2,058	2,109	2,275
Nợ ngắn hạn	2,534	1,819	1,517	1,683	2,242
Vay ngắn hạn	2,036	1,334	866	1,012	1,269
Nợ dài hạn	71	449	541	426	33
Vay dài hạn	8	438	518	399	-
Vốn chủ sở hữu	1,870	2,089	2,393	2,922	4,024
Vốn góp	924	924	924	924	924
LN chưa phân phối	725	936	1,250	1,785	2,876
Tổng nguồn vốn	4,492	4,357	4,451	5,030	6,299

Tại 31.12.2018, công ty đang có 651 tỷ tiền gửi ngân hàng, chiếm 15.7% TSNH.

Giá trị khoản phải thu ghi nhận 1,924 tỷ (+ 47.7% QoQ). Đáng chú ý, khoản phải thu của Coast Beacon ở mức 1,451 tỷ, tăng mạnh 63.2% so với quý trước.

HTK tiếp tục tăng trong quý cuối năm. Thành phẩm tăng 16.7% so với quý trước, chiếm 61.0% giá trị HTK.

VHC đang vay ngắn hạn 1,269 tỷ ngân hàng. Các khoản vay nợ chủ yếu nhằm bổ sung vốn lưu động. Công ty không có nợ vay dài hạn.

% yoy DT	23.5%	3.2%	12.5%	11.6%	14.4%
Biên ln gộp	13.1%	12.4%	14.6%	14.4%	21.9%
Lãi vay/DTT	0.6%	0.6%	0.9%	0.9%	0.6%
CP bán hàng/DTT	3.9%	3.9%	3.6%	3.3%	2.2%
CP QLDN/DTT	2.6%	1.8%	1.6%	1.7%	1.5%
Biên ln thuần	7.4%	4.9%	7.7%	7.4%	15.6%

CTCP Vĩnh Hoàn

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.23	1.57	1.81	1.78	1.84
Hsố TT nhanh	0.62	0.82	0.98	1.04	1.18
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.69	0.65	0.62	0.60	0.66
TSDH/ TTS	0.31	0.35	0.38	0.40	0.34
Hsố Nợ/ TTS	0.58	0.52	0.46	0.42	0.36
Hsố Nợ/ VCSH	1.39	1.09	0.86	0.72	0.57
Nợ ngắn hạn / TTS	0.56	0.42	0.34	0.33	0.36
Nợ DH / TTS	0.02	0.10	0.12	0.08	0.01
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	4.29	4.13	4.96	5.79	5.65
Vquay phải thu	14.04	8.53	7.62	7.58	5.96
Vquay phải trả	35.35	24.91	25.91	27.57	29.72
Số ngày HTK	85.2	88.3	73.6	63.1	64.5
Số ngày phải thu	26.0	42.8	47.9	48.1	61.2
Số ngày phải trả	10.3	14.7	14.1	13.2	12.3
CCC	100.8	116.5	107.4	98.0	113.5
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	7.4%	4.9%	7.7%	7.3%	15.6%
LNST/VCSH (%)	27.7%	16.2%	25.2%	22.3%	41.8%
LNST/TTS	13.1%	7.3%	12.8%	12.5%	25.6%
LN từ HĐKD/DTT	9.4%	6.0%	9.3%	8.9%	18.7%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	2.11	2.24	1.96	1.78	1.63
DT/TTS	1.79	1.47	1.66	1.72	1.65
EBIT/DT	9.9%	6.5%	10.1%	9.7%	18.9%
EBT/EBIT	93.9%	91.3%	90.8%	90.9%	96.8%
lãi ròng/LNTT	78.9%	83.0%	84.1%	82.9%	85.0%
6. Định giá					
PE	-	21.99	11.74	11.00	-
PB	-	3.20	2.79	2.26	-
EPS	-	1.02	0.91	0.82	-
BVPS	-	14.09	9.46	8.35	-
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	76.2%	-3.0%	2.2%	13.3%	24.9%
Nợ	162.3%	-12.9%	-9.3%	2.0%	8.3%
DTT	23.5%	3.2%	12.5%	11.6%	14.4%
LN gộp	36.4%	-2.5%	32.9%	9.9%	74.3%
LNST	177.3%	-26.5%	75.7%	6.7%	140.1%
EPS	164.1%	-28.6%	74.3%	14.8%	137.9%

Hệ số thanh toán tuy giảm nhưng vẫn ở mức an toàn.

Cơ cấu tài sản: TSDH chiếm tỉ trọng 34% trong tổng tài sản, chủ yếu tăng từ việc công ty cải tạo, khai thác các ao nuôi cá mới.

Số ngày phải thu trong 3 quý liên tiếp đang có xu hướng tăng, chủ yếu đến do khoản phải thu từ Coast Beacon ở Mỹ.

Các chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong Q4.2018 ảnh hưởng tiêu cực đến biên LN, giảm mạnh so với Q3.2018.

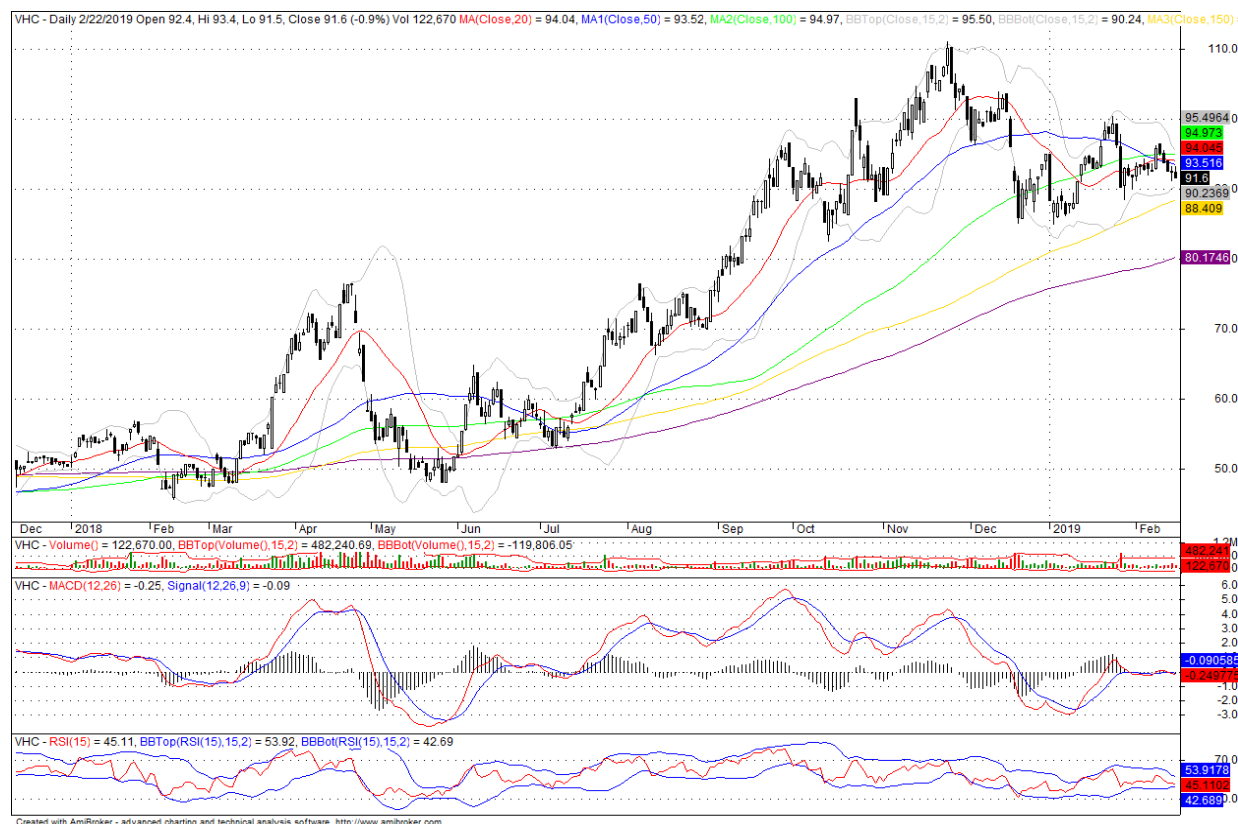
CTCP Vĩnh Hoàn

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: điều chỉnh ngắn hạn và có thể phục hồi trong trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ âm, MACD tiếp tục di chuyển đi xuống và ở dưới đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Vùng bán, xu hướng vận động tiến về vùng quá bán.
- Đường MA: MA 150 và MA 200 tiếp tục tăng trong khi MA20, MA 50 tiếp tục giảm và MA 100 bắt đầu đảo chiều giảm.

Nhận định: VHC đang trong xu hướng điều chỉnh về vùng hỗ trợ 90.2. Thanh khoản cổ phiếu trong trạng thái yếu. Chỉ báo RSI cho thấy VHC sẽ tiếp tục trong vùng điều chỉnh trong ngắn hạn và chỉ báo MACD cho thấy dấu hiệu VHC đang trong vùng đấu tranh. Vận động các đường MA tiếp tục cho thấy VHC sẽ tiếp tục bị điều chỉnh trong ngắn hạn và có thể phục hồi trong trung hạn. Nếu cổ phiếu mất mốc 90.2, VHC sẽ vận động điều chỉnh về vùng giá 85.5. Nếu cổ phiếu vượt ngưỡng giá 94.89 với thanh khoản lớn, cổ phiếu có thể hồi phục về mốc 97.76 (tương ứng với Fibonacci 50%).

Khuyến nghị: vận động hiện tại của VHC đang trong vùng rủi ro và không thích hợp cho đầu tư ngắn hạn. Nếu vùng giá vượt ngưỡng cản 94.89 thành công, nhà đầu tư có thể mua tại vùng 94.9 – 96.5 và chốt lãi tại vùng giá 97 – 100.63. Nếu không vượt được, nhà đầu tư có thể mở vị thế khi cổ phiếu trở về ngưỡng 85.5 và chốt lại tại mức giá 90, chốt lỗ nếu cổ phiếu về gần mốc 80.37.



Nguồn: Amibroker, BSC

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>

