

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (HOSE: VHC)

GIÁ BÁN CAO GIÚP LỢI NHUẬN NỬA CUỐI NĂM TĂNG MẠNH

Giá trị xuất khẩu của VHC 8 tháng đầu năm tăng 24.67% so với cùng kỳ nhờ giá bán tăng mạnh. Giá trị xuất khẩu 2 tháng đầu tiên của quý 3/2018 tăng trưởng rất tốt so với cùng kỳ, tháng 7 đạt 37 triệu USD (+34% YoY) và tháng 8 đạt 41 triệu USD (+82% YoY). Doanh thu mảng cá tra cả năm 2018 ước đạt 6.926 tỷ đồng, tăng 13.8% so với năm 2017, tuy nhiên sản lượng tiêu thụ ước giảm 16.5% do không còn hợp nhất kết quả kinh doanh của Vạn Đức Tiền Giang.

Ngành cá tra Việt Nam được hưởng lợi trực tiếp từ trade war vì trong gói đánh thuế 200 tỷ hàng Trung Quốc mà Mỹ vừa áp có cá rô phi là loại cá cạnh tranh trực tiếp với cá tra Việt Nam và chiếm tới 37.5% thị phần cá thịt trắng nhập khẩu vào Mỹ. Để cân bằng lại nguồn cung cá thịt trắng, Mỹ đang xem xét giảm thuế và điều kiện xuất khẩu cho các doanh nghiệp cá tra Việt Nam, đáng kể nhất là kết quả đánh giá sơ bộ thuế chống bán phá giá POR14 giảm mạnh và có hiệu lực vào tháng 6/2019.

Dự kiến, lợi nhuận sau thuế năm 2018 của VHC đạt 1.207 tỷ đồng (+112.9% YoY), **EPS 2018 xấp xỉ 13.060 VND/Cp**, P/E Forward 2018 = 7.4 lần, thấp hơn mức P/E của chính VHC trong quá khứ. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VHC với mức **giá hợp lý là 109.492 VND/Cp**, tương đương tỷ lệ upside + 14.1% so với giá đóng cửa ngày 25/09/2018, thời hạn đầu tư 6 tháng.

Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	6,300	6,527	7,369	8,172
LN gộp	823	802	1066	1171
LN ròng	463	321	565	604
Tổng tài sản	4,491	4,356	4,451	5,042
Vốn CSH	1870	2,089	2,393	2,942
EPS cuối kỳ (VNĐ/cp)	4,810	3,270	5,920	6,500
Giá trị sổ sách (VNĐ/cp)	20,240	22,610	25,900	31,850

Chỉ số tài chính	2014	2015	2016	2017
% Doanh thu	23%	4%	13%	11%
% LNST	163%	-3%	33%	10%
Tỷ suất LN gộp	13%	12%	14%	14%
ROA	10%	7%	13%	12%
ROE	25%	15%	24%	21%



NGÀNH CẤP 4: Nuôi trồng nông & hải sản

Thông tin cổ phiếu (24/09/2018)

Số lượng CP niêm yết	92.403.943
Số lượng CP lưu hành	92.301.883
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	8.630,23
KLGDTB 3 tháng	131,661
KLGDTB 1 tháng	128,617
% sở hữu nước ngoài	39.23%
Room nước ngoài còn lại	60.77%
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	+3,39%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	+5,84%

Cổ đông lớn

Trương Thị Lệ Khanh	42.88%
MITSUBISHI CORP	6.5%
Red River Holding	4.92%
Quỹ đầu tư Việt Nam	4.92%
Lâm Quang Thanh	4.58%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng

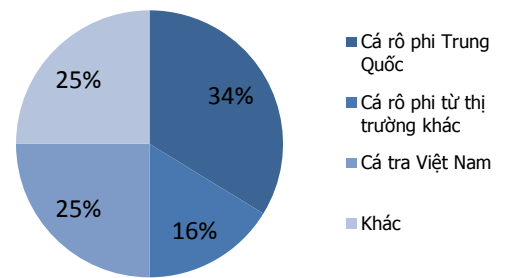


(Nguồn: FiinPro, Cafef, CTS tổng hợp)

Xuất khẩu cá tra vào Mỹ được hưởng lợi từ Trade War: Việc Mỹ chính thức áp thuế lên 200 tỷ hàng hóa của Trung Quốc trong đó có cá rô phi, loại cá thịt trắng mà người Mỹ đang tiêu thụ nhiều nhất sẽ có lợi lớn cho cá tra Việt Nam. Theo thống kê của Cục Nghề cá biển Quốc gia Mỹ (NMFS), cá rô phi đứng đầu cả về khối lượng (133,7 nghìn tấn) và giá trị (426,4 triệu USD) nhập khẩu vào Mỹ trong năm 2017 chiếm 45% tổng giá trị nhập khẩu cá thịt trắng. Trong đó, cá rô phi Trung Quốc chiếm 75% lượng cá rô phi nhập khẩu. Trong khi đó cá tra của Việt nam chỉ chiếm gần 25% lượng cá thịt trắng nhập khẩu của Mỹ. Giá cá tra xuất khẩu tới Mỹ vì thế cũng giữ được mức giá cao trong những tháng gần đây khi giá cá nguyên liệu đang giảm.

Các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra được cắt giảm thuế xuất khẩu vào Mỹ: Bộ thương mại Mỹ (DOC) ban hành kết luận sơ bộ của đợt rà soát trống bán phá giá đối với cá tra Việt Nam lần thứ 14 (POR14) áp dụng từ tháng 6/2019, theo đó VHC, HVG được hưởng thuế suất 0%/Kg, Biển Đông vẫn hưởng mức lãi suất cũ là 0.19 USD/Kg. Các đơn vị tự nguyện khác bị áp thuế 0.41 USD/Kg. Đây là mức cắt giảm thuế mạnh và bất ngờ, lý do vì phía Mỹ cần có nguồn cung cấp cá thay thế cá rô phi của Trung Quốc. Kết quả mới của POR14 có lợi cho hầu hết các doanh nghiệp sản xuất cá tra đông lạnh của Việt Nam tuy nhiên **VHC sẽ bị mất đi lợi thuế độc quyền tại thị trường này.**

Thị phần cá thịt trắng nhập khẩu vào Mỹ 2017



Nguồn: NMFS

Thuế chống bán phá giá cá tra theo DN (USD/Kg)

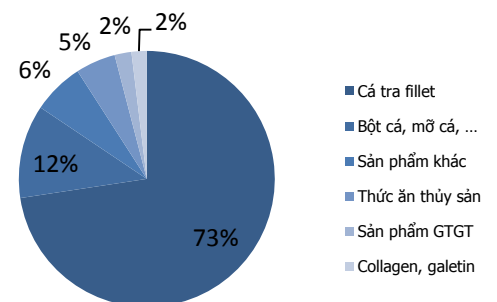
Doanh nghiệp	POR11	POR12	POR13	POR14 (sơ bộ)
VHC	0	0	0	0
Biển Đông	0.19	0.19	0.19	0.19
HVG	0.69	0.69	3.87	0
Bị đơn tự nguyện khác	0.69	0.69	3.87	0.41
Cả nước	2.39	2.39	3.87	2.39

Nguồn: CTS tổng hợp

Về kết quả hoạt động kinh doanh 8 tháng đầu năm: Với tình hình môi trường kinh doanh thuận lợi, giá xuất khẩu cá tra tăng cao do tình trạng thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu, VHC ghi nhận khoản lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh vào quý 2/2018 đạt 328 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp mảng cá tra đạt 25.6% so với mức 14.7% của quý 1 và 16% của năm 2017.

- Giá trị xuất khẩu của VHC 8 tháng đầu năm tăng 24.67% so với cùng kỳ nhờ giá bán tăng mạnh. Giá trị xuất khẩu 2 tháng đầu tiên của quý 3/2018 tăng trưởng rất tốt so với cùng kỳ, tháng 7 đạt 37 triệu USD (34% YoY) và tháng 8 đạt 41 triệu USD (82% YoY). Doanh thu mảng cá tra cả năm 2018 ước đạt 6.926 tỷ đồng, tăng 13.8% so với năm

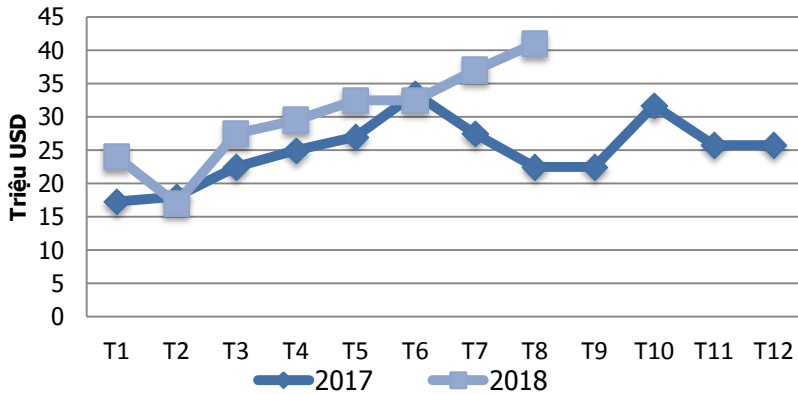
Cơ cấu doanh thu VHC 2017



Nguồn: VHC, CTS tổng hợp

2017, tuy nhiên sản lượng tiêu thụ ước giảm 16.5% do không còn hợp nhất kết quả kinh doanh của Vạn Đức Tiền Giang.

Giá trị xuất khẩu theo tháng của VHC

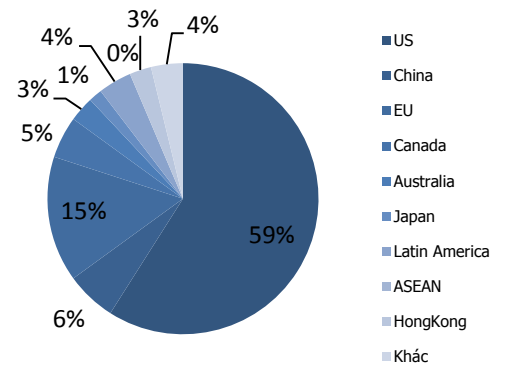


Nguồn: VHC

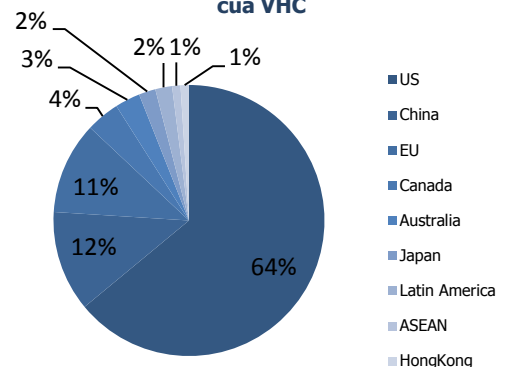
Thị trường xuất khẩu của VHC: Thị trường Trung Quốc đã tăng trưởng mạnh mẽ và vượt qua EU trở thành thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của VHC.

- VHC tiếp tục khẳng định vị thế số 1 về xuất khẩu cá tra vào thị trường khó tính bậc nhất là Mỹ với giá trị xuất khẩu 6 tháng đầu năm đạt 91.6 triệu USD, chiếm 64% giá trị xuất khẩu của công ty. Nhờ chiến lược phát triển đúng đắn chú trọng chất lượng sản phẩm, đến nay VHC đã phát triển được 140 ha vùng nuôi đạt tiêu chuẩn ASC, 155 ha đạt tiêu chuẩn BAP và 180 ha đạt tiêu chuẩn GlobalGap, nhờ đó năm trong diện doanh nghiệp không bị xem xét áp thuế chống bán phá giá của Mỹ.
- Xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc 6 tháng đầu năm đạt 17.2 triệu USD, tăng 143.9% so với cùng kỳ năm 2017. Thị trường Trung Quốc được cho là khá rủi ro vì thường thiếu ổn định, tuy nhiên VHC đã cố gắng xây dựng chuỗi liên kết bán hàng với các đối tác lớn và uy tín như Alibaba, các nhà hàng và trường học để giảm thiểu rủi ro từ thị trường này.
- Xuất khẩu vào thị trường châu Âu tiếp tục gặp phải nhiều khó khăn và chỉ đạt 15.7 triệu USD, giảm 15.8 % so với năm 2017. Lý do cho sự sụt giảm này là vì cá tra Việt Nam tiếp tục bị truyền thông sai sự thật về vấn đề chất lượng và bảo vệ môi trường.

Thị trường xuất khẩu 6 tháng 2017 của VHC

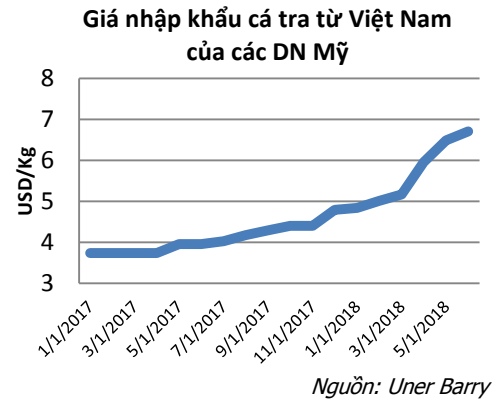


Thị trường xuất khẩu 6 tháng 2018 của VHC



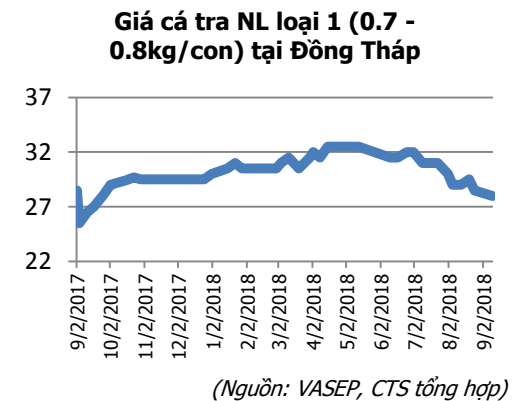
Nguồn: VHC, CTS tổng hợp

Giá bán tăng mạnh nhờ các yếu tố thuận lợi: Do nguồn cung nguyên liệu không đủ cung cấp cho nhu cầu tăng lên của thị trường Trung Quốc và tác động tích cực từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, giá bán cá tra tăng cao từ đầu năm 2018. Giá bán trung bình cả năm của VHC ước đạt 3.55 USD/Kg, tăng 33.7% so với giá bán trung bình năm 2017. Giá bán đến thị trường Mỹ trung bình quý 3/2018 ước đạt 4.5 USD/Kg, tăng 65% so với năm 2016. Biên lợi nhuận gộp mảng cá tra cả năm 2018 ước đạt 24.2%, cao nhất so với các năm trở lại đây.



Giá nguyên liệu cá tra giảm do đã đến mùa thu hoạch, tình trạng thiếu hụt được cải thiện. Giá cá tra nguyên liệu tại Đồng Tháp (địa bàn hoạt động chính của VHC) ghi nhận ngày 02/09/2018 giao động từ 27.000 – 28.000 VND/Kg, giảm mạnh so với thời điểm tháng 5 là 31.500 – 33.500 VND/Kg. Giá cá tra nguyên liệu trên thị trường trung bình năm 2018 ước tính vào khoảng 30.000 VND/Kg, tăng 27% so với giá thị trường trung bình năm 2017. Với tỷ lệ tự cung cao đạt 60%, giá thành cá tra nguyên liệu tự nuôi của doanh nghiệp ở mức 22.000 VND/Kg, VHC duy trì được mức giá vốn thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành.

Rủi ro biến động giá bán cá: Các mặt hàng thủy sản nói chung và cá tra nói riêng có giá bán diễn biến thất thường do chịu nhiều yếu tố tác động như thời tiết, mùa vụ, giá bán mặt hàng thay thế. Việc quy hoạch vùng nuôi cá tra không thống nhất, nông dân nuôi cá có tính tự phát cao và thường xuyên phá vỡ hợp đồng nuôi liên kết cũng tạo ra sự thiếu ổn định trong việc nuôi trồng cá tra nguyên liệu. Chính vì vậy nhà đầu tư cần cập nhật tình hình giá bán và giá nguyên liệu cá tra thường xuyên để có các quyết định đầu tư hợp lý.

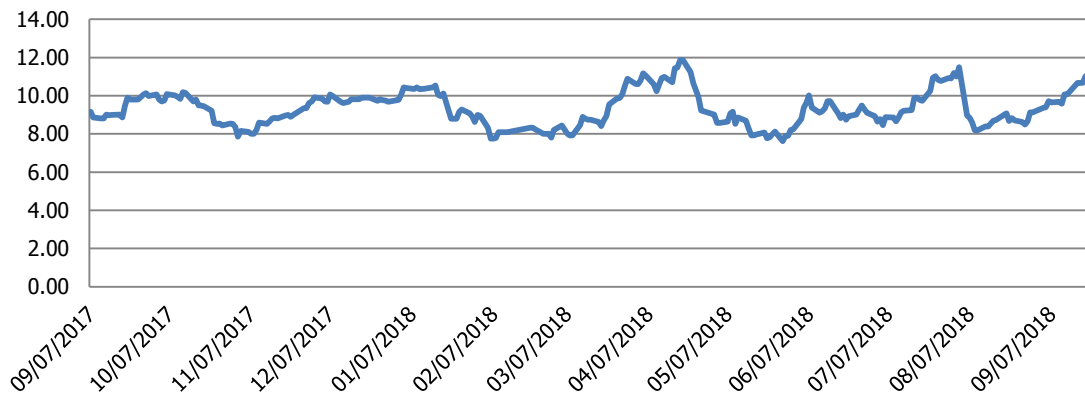


QUAN ĐIỂM ĐÁNH GIÁ

Dự kiến, lợi nhuận sau thuế năm 2018 của VHC đạt 1.207 tỷ đồng (+112.9% Yoy), **EPS 2018 xấp xỉ 13.060 VND/Cp**, P/E Forward 2018 = 7.4 lần, thấp hơn mức P/E của chính VHC trong quá khứ. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VHC với mức **giá hợp lý là 109.492 VND/Cp**, tương đương tỷ lệ upside + 14.1%, **thời hạn đầu tư 6 tháng**.

Tuy nhiên chúng tôi cũng khuyến cáo nhà đầu tư nên cân nhắc thời điểm mua bán hợp lý, lý do vì cổ phiếu VHC đã tăng mạnh trong thời gian vừa qua và có thể sẽ có những bước điều chỉnh trước khi tăng trở lại.

Biểu đồ P/E cơ bản của VHC giai đoạn 09/2017 - 09/2018



HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của VietinBankSc được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3– 5%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.