

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (VHC: HSX)

Định hướng phát triển đúng đắn

Lê Anh Tùng – Chuyên viên chiến lược thị trường
tungla@kbsec.com.vn

MUA

Giá hiện tại (05/6/2019) 89,100VND

Giá mục tiêu 115,000VND

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

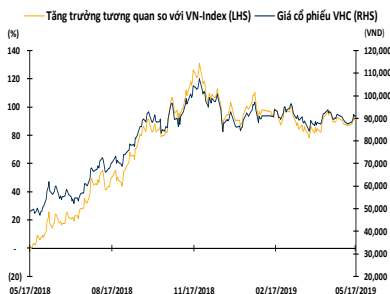
Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8,270.15
Số lượng CP (Triệu cp)	92,403
Giá cao nhất 52 tuần	108,850
Giá thấp nhất 52 tuần	51,692
KL GDBQ 10 ngày	481,473
Sở hữu nước ngoài	34.08%

Cổ đông lớn

Trương Thị Lệ Khanh	42.9%
Quỹ thuộc Dragon Capital	5.00%
Mitsubishi Corp.	6.50%
Phần còn lại	41.6%

Diễn biến giá



Nguồn: Finn Pro, KBSV

QUAN ĐIỂM & ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tin tưởng rằng Vĩnh Hoàn đang có những bước phát triển dài hạn đúng đắn bằng việc đầu tư vào dây chuyền sản xuất, mở rộng vùng nuôi và tự chủ nguồn cá giống. Bên cạnh đó, chúng tôi lạc quan vào khả năng phát triển của Vĩnh Hoàn ở thị trường Mỹ và EU trong thời gian tới. Các sản phẩm Collagen & Gelatin cũng sẽ là những bước đi mới đầy tiềm năng cho Vĩnh Hoàn.

Trong năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của Vĩnh Hoàn sẽ tăng 10% và 7%. Qua đó, EPS 2019 của Vĩnh Hoàn sẽ rơi vào khoảng 16,000 VNĐ. Dựa trên phương pháp định giá DCF và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu Vĩnh Hoàn với giá mục tiêu 115,000 VND, tương đương với mức P/E dự phóng 2019 ở 7x.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng tăng trưởng xuất khẩu tích cực tại thị trường Mỹ

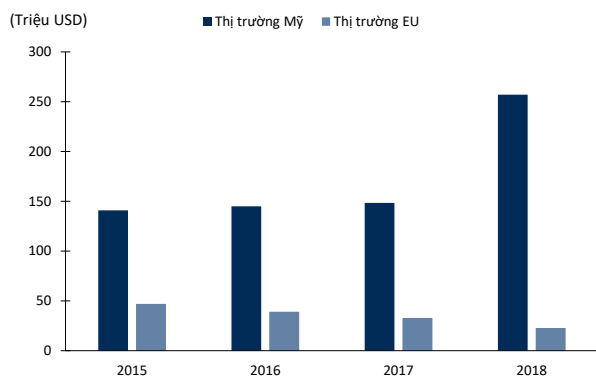
Thị trường Mỹ là thị trường xuất khẩu đặc biệt quan trọng với Vĩnh Hoàn, chiếm tỷ trọng chủ yếu (68%) trong tổng doanh thu. Trong năm 2018, Vĩnh Hoàn đã ghi nhận tăng trưởng vượt bậc tại thị trường này (+63% YoY) với tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 242 triệu USD. Bước sang năm 2019, chúng tôi vẫn lạc quan về việc Vĩnh Hoàn giữ vững được đà tăng trưởng tốt tại thị trường Mỹ nhờ điều kiện kinh doanh thuận lợi: (1) Kết quả từ POR14 cho thấy Vĩnh Hoàn vẫn được hưởng thuế suất xuất khẩu 0% trong khi các doanh nghiệp cùng ngành (trừ Biển Đông) bị áp thuế chống bán phá giá cá tra ở mức cao; (2) Các dòng cá cạnh tranh trực tiếp với cá tra gặp nhiều bất lợi lớn, điển hình như nguồn cung cá tuyết được dự báo sẽ giảm mạnh và giá cá rô phi nhập khẩu vào Mỹ từ Trung Quốc sẽ bị áp mức thuế mới 25%.

Bảng 1. Kết quả POR14

Doanh nghiệp xuất khẩu	Port 14
CTCP Vĩnh Hoàn	\$0.00
CT TNHH TS Biển Đông	\$0.19
CTCP Hùng Vương	\$3.87
CTCP NXK TS Vĩnh Quang	\$1.37
CTCP NXK TS Cừu Long An Giang	\$1.37

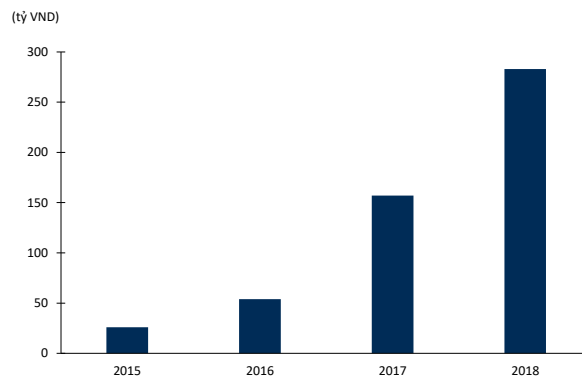
Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 1. Doanh số sang thị trường Mỹ & EU



Nguồn: VHC, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 2. Doanh thu của Collagen và Gelatin



Nguồn: VHC, KBSV tổng hợp

Động lực tăng trưởng mới cho thị trường EU đến từ EVFTA

Khi hiệp định EVFTA được ký kết (dự kiến vào cuối năm nay), thuế nhập khẩu cá tra vào Liên minh châu Âu sẽ được giảm từ mức 5,5% về 0% trong 3 năm (với cá tra thô), từ mức 7% về 0% trong 7 năm (với cá tra chế biến). Đây sẽ là cú huých lớn cho các sản phẩm giá trị tăng (cá tra chế biến) của Vĩnh Hoàn – hiện chiếm hơn 50% doanh số tại thị trường EU. Để đón đầu cơ hội đó, Vĩnh Hoàn trong năm nay đã quy hoạch riêng nhà máy Thanh Bình để chuyên sản xuất các sản phẩm GTGT và hợp tác với các đối tác Anh để phát triển các sản phẩm bột chiên.

Hướng đi giàu tiềm năng cho dòng sản phẩm Collagen & Gelatin

Vĩnh Hoàn bắt đầu sản xuất và cho ra mắt dòng sản phẩm Collagen & Gelatin từ giữa năm 2015, để tối ưu hóa da cá, vốn là một phụ phẩm trong quy trình sản xuất cá fillet. Dự án này cho thấy định hướng táo bạo của ban lãnh đạo trong việc gia tăng hàm lượng công nghệ cao để sản xuất những mặt hàng chất lượng với biên lợi nhuận tốt (22-24%). Chỉ trong thời gian ngắn, doanh thu ở nhóm sản phẩm này đã có những bước bứt phá mạnh mẽ, đạt gần 300 tỷ đồng trong năm 2018 (+181% YoY) và chiếm 3% trong tổng doanh thu. Với những kết quả khả quan như vậy, chúng tôi đánh giá dòng sản phẩm Collagen & Gelatin sẽ trở thành động lực tăng trưởng quan trọng cho Vĩnh Hoàn trong thời gian tới.

Tự chủ được nguồn cá giống

Đầu năm 2019, công ty khởi động giai đoạn 1 dự án nuôi giống cá tra công nghệ cao trên diện tích có sẵn 48 ha tại An Giang và sau đó sẽ mở rộng ra với với diện tích tổng cộng hơn 200 ha trong giai đoạn 2. Dự án nuôi cá giống đóng vai trò then chốt cho việc nâng cao tính cạnh tranh và hiệu quả sản xuất của Vĩnh Hoàn. Tự chủ về con giống giúp Vĩnh Hoàn giải quyết được nhiều thách thức kỹ thuật trên thị trường, đặc biệt là vấn đề kiểm soát dự lượng kháng sinh, thuốc cấm trên sản phẩm. Cùng với đó, Vĩnh Hoàn sẽ có thể hạn chế rủi ro về biến động của giá cá giống trên thị trường. Trong 2 năm trở lại đây, nguồn cung cá giống bị thiếu hụt trầm trọng đã đẩy chi phí sản xuất của các doanh nghiệp cá tra, trong đó có Vĩnh Hoàn, lên cao.

Nâng cao công suất sản xuất

Trọng tâm của chiến lược tăng trưởng 3 năm từ 2018 – 2020 của Vĩnh Hoàn là đẩy mạnh đầu tư mở rộng sản xuất. Trong năm 2018, công ty đã xây dựng vùng nuôi 220 ha ở Long An và mở rộng nhà máy của Thành Bình giúp tăng công suất lên 200 tấn nguyên liệu/ngày. Công ty cũng mua lại hai vùng nuôi hiện hữu với diện tích gần 70 ha và nhà máy hiện hữu ở tỉnh Đồng Tháp. Năm 2019, công ty tiếp tục gia tăng đầu tư thêm 800 tỷ VND. Nổi bật trong đó là 120 tỷ đầu tư nâng cấp thêm trên vùng nuôi hiện hữu và mở rộng thêm vùng nuôi mới và 115 tỷ đầu tư hệ thống đóng gói tự động và đầu tư thêm dây chuyền Gelatin. Bởi vậy, chúng tôi kì vọng công suất sản xuất của Vĩnh Hoàn sẽ có thể tăng 18-20% trong năm nay.

Bảng 2. Hoạt động đầu tư dự kiến năm 2019

Đầu tư	Chi phí đầu tư (tỷ VND)	Tăng trưởng công suất thiết kế
Tăng công suất nhà máy Vĩnh Phước	477	Tăng thêm 150 tấn/ngày & nâng tổng công suất dự kiến 750 tấn nguyên liệu thô/ngày
Nâng cấp vùng nuôi hiện tại & mở rộng vùng nuôi mới	120	N/A
Nâng cấp dây chuyền Collagen & Gelatin	115	Dự kiến tăng công suất 75% YoY công suất
Tăng công suất nhà máy Vĩnh Hoàn & Thanh Bình	88	Dự kiến tăng 50% YoY công suất
Tổng	800	

Nguồn: VHC, KBSV tổng hợp

RỦI RO

- Rào cản thương mại tăng lên trên toàn cầu và rủi ro đánh giá lại chính sách nhập khẩu thủy sản hàng năm của Mỹ.
- Điều kiện thời tiết bất lợi ảnh hưởng lên con giống.
- Sự cạnh tranh mạnh mẽ hơn từ các đối thủ ở các nước Trung Quốc, Ấn Độ và Indonesia.

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2015	2016	2017	2018	(Tỷ VNĐ)	2015	2016	2017	2018
Doanh số thuần	6,493.39	7,303.55	8,151.50	9,271.33	TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,847.04	2,748.39	3,004.11	4,140.35
Giá vốn hàng bán	5,690.82	6,236.78	6,979.61	7,231.97	Tiền và tương đương tiền	296.09	164.64	45.34	43.24
Lãi gộp	802.57	1,066.76	1,171.89	2,039.36	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0.25	169.28	372.82	607.75
Thu nhập tài chính	166.25	86.74	58.40	137.00	Các khoản phải thu	1,187.50	1,150.33	1,329.42	2,001.76
Chi phí tài chính	210.04	92.88	88.52	167.12	Hàng tồn kho, ròng	1,299.75	1,213.76	1,202.37	1,385.65
Trong đó: Chi phí lãi vay	36.84	68.15	71.44	55.99	TÀI SẢN DÀI HẠN	1,509.92	1,702.48	2,038.48	2,158.17
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	0.00	0.00	78.75	Phải thu dài hạn	3.51	1.17	1.46	1.56
Chi phí bán hàng	252.58	266.38	269.40	210.45	Tài sản cố định	1,067.28	1,323.14	1,565.83	1,397.24
Chi phí quản lý doanh nghiệp	117.54	114.68	141.30	143.57	Giá trị ròng tài sản đầu tư	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	388.67	679.57	731.06	1,733.99	Tài sản dở dang dài hạn	245.63	176.73	224.29	258.75
Thu nhập khác	4.26	12.42	11.52	3.16	Đầu tư dài hạn	12.64	17.28	1.30	389.36
Chi phí khác	6.26	19.55	19.80	49.59	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4,356.96	4,450.87	5,042.59	6,298.51
Thu nhập khác, ròng	2.00	-7.14	-8.28	-46.43	NỢ PHẢI TRẢ	2,267.63	2,057.76	2,099.97	2,283.33
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00	Nợ ngắn hạn	1,818.70	1,517.03	1,670.51	2,250.75
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	386.67	672.43	722.78	1,687.56	Phải trả người bán	198.97	275.90	233.08	274.39
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	65.84	107.00	118.21	245.46	Người mua trả tiền trước	12.75	19.19	65.54	11.43
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	320.83	565.44	604.57	1,442.10	Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-1.73	-1.30	-0.13	-0.08	Vay ngắn hạn	1,333.67	865.66	1,008.18	1,269.45
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	322.56	566.74	604.71	1,442.18	Nợ dài hạn	448.94	540.73	429.46	32.58
Tỷ suất lợi nhuận					Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
	2015	2016	2017	2018	Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ suất lợi nhuận gộp	0.00%	13.08%	12.36%	14.61%	Doanh thu chưa thực hiện	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ suất EBITDA	0.00%	8.54%	8.88%	11.40%	Vay dài hạn	438.49	518.22	402.30	0.00
Tỷ suất EBIT	0.00%	6.62%	6.66%	9.39%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,089.33	2,393.11	2,942.62	4,015.18
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	0.00%	9.33%	5.95%	9.21%	Vốn góp	924.04	924.04	924.04	924.04
Tỷ suất lợi hoạt động KD	0.00%	9.38%	5.99%	9.30%	Thặng dư vốn cổ phần	216.41	216.41	216.41	223.77
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.00%	7.36%	4.94%	7.74%	Lãi chưa phân phối	936.41	1,249.89	1,805.46	2,867.37
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	12.37	6.07	0.08	0.00
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ					Chỉ số chính				
Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2015	2016	2017	2018		2015	2016	2017	2018
Lãi trước thuế	386.67	672.43	722.78	1,687.56	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	144.36	146.84	198.85	156.30	P/E	27.79	14.84	13.91	5.83
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-50.89	-32.86	-30.06	-42.37	P/E pha loãng	26.07	14.84	13.91	5.83
Chi phí lãi vay	36.84	68.15	71.44	55.99	P/B	4.05	3.52	2.86	2.09
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	537.96	886.15	873.62	1,961.69	P/S	1.29	1.15	1.03	0.91
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-74.60	50.60	-176.14	-1,293.52	P/Tangible Book	4.28	3.68	3.02	2.26
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-213.58	39.04	74.35	-652.64	P/Cash Flow	57.78	8.80	18.94	12.36
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	44.61	113.41	-108.95	843.75	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.14	11.56	10.18	5.23
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	15.74	-1.46	11.25	-12.22	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	22.86	14.04	12.84	5.72
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	145.53	955.58	443.91	680.23	Khả năng sinh lời				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-348.18	-356.42	-242.64	-714.77	ROE%	16.29	25.29	22.67	41.46
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	12.99	7.35	0.09	169.49	ROA%	7.29	12.87	12.74	25.43
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-180.00	-980.12	-600.01	-1,777.72	ROIC%	11.20	18.15	17.49	31.89
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	982.20	813.29	396.46	1,542.79	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-47.81	-8.01	-182.09	-0.12	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.16	0.11	0.03	0.02
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp	0.00	28.50	19.17	6.09	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.82	0.87	0.82	0.91
Cổ tức và tiền lãi nhận được	61.26	30.46	15.58	72.16	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.57	1.81	1.80	1.84
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	480.47	-464.95	-593.43	-702.08	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.21	0.22	0.14	0.00
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	0.00	0.00	10.38	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.10	0.12	0.08	0.00
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0.00	-3.02	0.00	0.00	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.85	0.58	0.48	0.32
Tiền thu được các khoản đi vay	8,772.90	4,760.99	4,760.65	4,932.84	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.41	0.31	0.28	0.20
Tiền trả các khoản đi vay	-9,100.00	-5,149.28	-4,734.04	-4,559.90	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.87	0.63	0.57	0.56
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0.00	0.00	0.00	0.00	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.42	0.34	0.33	0.36
Cổ tức đã trả	-92.37	-230.66	0.00	-363.38	Tổng công nợ/Vốn CSH	1.09	0.86	0.71	0.57
Tiền lãi đã nhận	0.00	0.00	0.00	0.00	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.52	0.46	0.42	0.36
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-419.47	-621.96	26.61	19.94	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	206.54	-131.33	-122.92	-1.91	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	8.47	7.60	7.56	5.91
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	89.24	296.09	164.64	45.34	Hệ số quay vòng HTK	3.96	4.64	5.42	5.26
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	296.09	164.64	45.34	43.24	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	25.60	26.27	27.43	28.50

Source: Fiinpro

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn