

Nguyet A. Vu

nguyetva@vietinbanksc.com.vn

**Mã CK** VHC  
**Tên công ty** Thủy sản Vĩnh Hoàn  
**Sở giao dịch** HOSE  
**Ngành** Nuôi trồng nông & hải sản  
**SLCPLH** 60.2062 triệu CP  
**GTVH (tỷ)** 1,903 tỷ VND

Giá hiện tại **31.6**  
 Giá mục tiêu **32.0** **GIỮ**



DTT 2014 VHC dự kiến tăng trưởng ở mức thấp ước đạt 5,268 tỷ đồng (+3.4% y-o-y), LNST đạt 213 tỷ đồng (+34% y-o-y) nhờ vào chi phí thuế chống phá giá giảm. Theo đó, EPS 2014 sẽ tăng 34% y-o-y, đạt mức 3,469 đồng.

Cuối năm 2013, tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản giảm xuống còn 38% so với 56% hồi đầu năm. Nguyên nhân chủ yếu do vay NH giảm gần 65% xuống còn 512.2 tỷ, đồng thời tăng vốn góp CSH từ 475.1 tỷ lên 614 tỷ.

Tổng nợ phải trả giảm đồng thời VCSH tăng đã khiến hệ số D/E giảm từ 1.26x cuối năm 2012 xuống còn 0.68x năm 2013. Hệ số P/B (1.3x) và P/E (12.0x) hiện khá gần so với mức trung bình ngành. EPS sẽ tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới nhờ vào triển vọng tăng trưởng doanh thu dài hạn.

Theo phương pháp định giá so sánh nhiều chỉ số, mức giá hợp lý của VHC là 32.000 đồng/CP, cao hơn 1.3% so với mức giá hiện tại, khuyến nghị "NẮM GIỮ" đối với CP VHC.

## ► VHC: Hưởng lợi từ phán quyết của DOC (POR9) với mức thuế chống bán phá giá giảm xuống còn 0 USD/kg

VHC là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản hàng đầu đồng thời là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam hiện nay. Chu trình sản xuất khép kín và ưu thế về thuế chống phá giá thấp hơn là lợi thế cạnh tranh quan trọng so với các doanh nghiệp cùng ngành. Năm 2013, VHC đứng thứ 2 trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản lớn nhất với KNXK đạt 166.3 triệu USD, chiếm 2.41% tổng KNXK ngành thủy sản Việt Nam.

Kết thúc năm 2013, DTT của VHC đạt 5,095 tỷ (+20.7% y-o-y), trong đó DT bán thành phẩm đạt 4,190 tỷ (+22% y-o-y), DT phế phẩm đạt 542 tỷ (+12% y-o-y). Với kết quả này, VHC đã vượt 6.1% DT kế hoạch, nhưng chỉ hoàn thành 75% LN kế hoạch, tương ứng đạt 158 tỷ đồng (-24.8% y-o-y). Theo BCTC, sự tăng mạnh của chi phí quản lý doanh nghiệp (gần 60% y-o-y) và chi phí bán hàng (hơn 12% y-o-y) là một trong những nguyên nhân chính của sự sụt giảm này.

Theo số liệu thống kê của Hải quan Việt Nam Q1/2014, trong khi xuất khẩu tôm tăng mạnh 88% thì cá tra chỉ tăng nhẹ 5.2%, VHC đã bị đẩy ra khỏi vị trí số 2 các DN xuất khẩu thủy sản lớn nhất, đứng vị trí thứ 6 với giá trị XK đạt 41.1 triệu USD, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2013 do chi phí nguyên liệu cao hơn, tương ứng chiếm 2.49% tổng KNXK. Theo đó, Q1/2014, LNST VHC ước đạt 44 tỷ đồng (-12% y-o-y). VHC kỳ vọng DT sẽ tiếp tục tăng trong các quý tiếp theo do thuế chống phá giá vào thị trường Mỹ giảm từ 0.19 USD/kg xuống còn 0 USD/kg.

VASEP dự báo KNXK cá tra năm 2014 đạt trong khoảng 1.65-1,75 tỷ USD, giảm khoảng 5% y-o-y do thiếu nguyên liệu trong nước. Theo đó, VHC đặt kế hoạch DT 2014 là 4,650 tỷ đồng (-9% y-o-y), LNST đạt 200 tỷ đồng (+26% y-o-y). Từ năm 2015 trở đi, dự án Collagen bắt đầu đi vào hoạt động sẽ đóng góp đáng kể vào DT và LN cho VHC. Tuy nhiên, thông tin dự luật mới của Mỹ (Farm Bill 2014) có thể gây khó khăn trực tiếp lên sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam kể từ năm này.

### Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

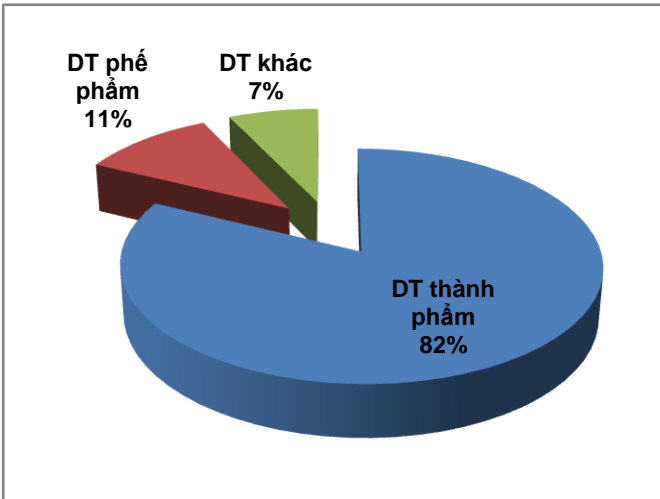
	10Y	11Y	12Y	13Y	14YE	14Q1E
Doanh thu	3,009	4,104	4,228	5,095	5,268	1,036
Lợi nhuận gộp	587	724	548	604	658	132
Lợi nhuận kinh doanh	289	547	243	220	252	53
Lợi nhuận trước thuế	273	480	270	228	247	63
<b>Lãi ròng</b>	<b>214</b>	<b>394</b>	<b>210</b>	<b>158</b>	<b>213</b>	<b>44</b>
Tiền và tương đương tiền	126	329	36	73	-	-
Tài sản khác	1,696	2,078	3,038	2,476	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,822</b>	<b>2,408</b>	<b>3,074</b>	<b>2,550</b>	-	-
Công nợ	837	1,101	1,669	993	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>936</b>	<b>1,243</b>	<b>1,329</b>	<b>1,468</b>	-	-

Mã CK	SLCPLH	Giá	Vốn hóa (tỷ)	EPS	P/E	P/B	D/E
<b>Một số công ty cùng lĩnh vực hoạt động</b>							
ABT	11.5	49.0	563.36	7,246	6.8	1.4	0.51
AGF	25.6	19.0	485.53	1,385	13.7	0.6	1.75
ANV	65.6	8.7	570.77	103	84.7	0.4	1.06
CMX	13.2	4.4	58.17	9,581	0.5	1.7	16.67
FMC	12.2	14.5	177.23	2,951	4.9	0.8	2.07
HVG	120.0	20.0	2,400.00	1,605	12.5	1.0	2.58
MPC	69.0	33.0	2,277.05	3,883	8.5	1.5	3.55
<b>VHC</b>	<b>60.2</b>	<b>31.6</b>	<b>1,902.51</b>	<b>2,631</b>	<b>12.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.68</b>

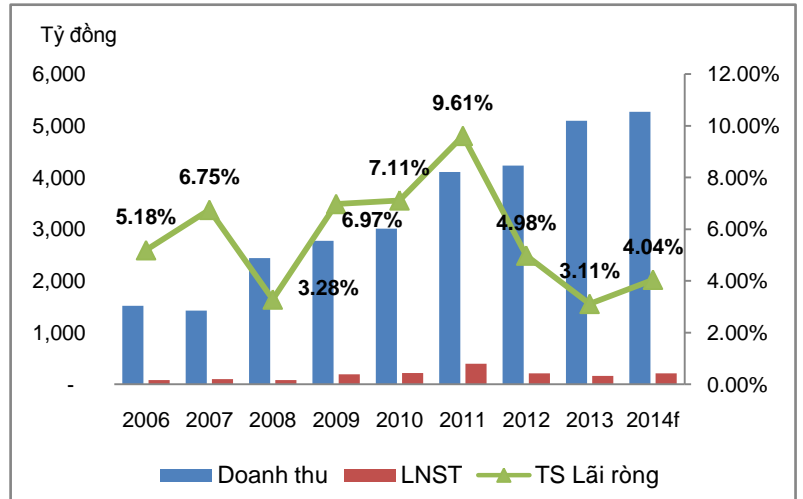
### Chỉ số bình quân ngành

Nuôi trồng nông & hải sản	13,034.00	1,377	13.0	1.2	1.95
---------------------------	-----------	-------	------	-----	------

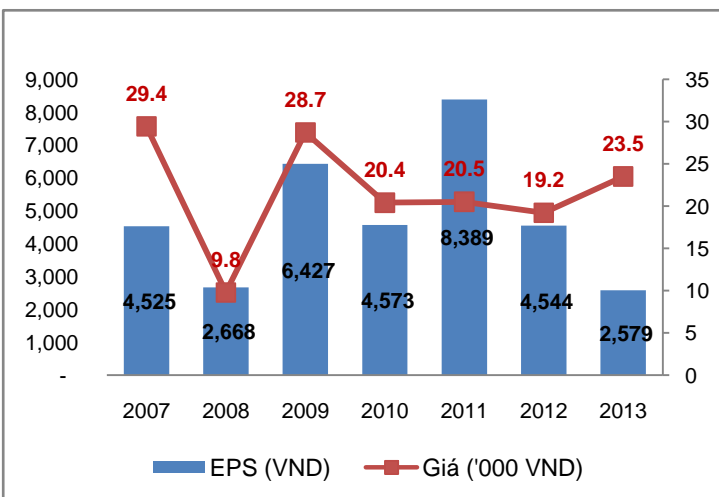
## ► Cơ cấu doanh thu 2013



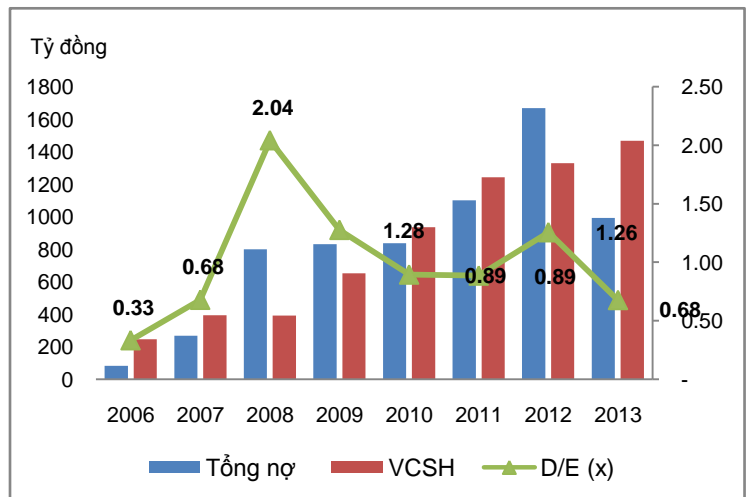
## ► Tăng trưởng DT/LNST



## ► Tăng trưởng EPS/Giá



## ► Cơ cấu Nợ phải trả/VCSH



KQKD	2010	2011	2012	2013
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,009</b>	<b>4,104</b>	<b>4,228</b>	<b>5,095</b>
Giá vốn hàng bán	(2,422)	(3,380)	(3,680)	(4,491)
<b>Lãi gộp</b>	<b>587</b>	<b>724</b>	<b>548</b>	<b>604</b>
Chi phí bán hàng	(211)	(177)	(219)	(248)
Chi phí quản lý	(87)	(56)	(85)	(136)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>289</b>	<b>492</b>	<b>243</b>	<b>220</b>
Chi phí khác (ròng)	4	0	7	5
- Thu nhập khác	4	16	10	15
- Chi phí khác	(1)	(16)	(3)	(10)
<b>EBIT</b>	<b>293</b>	<b>492</b>	<b>250</b>	<b>225</b>
Chi phí tài chính (ròng)	(20)	(12)	19	3
- Thu nhập tài chính	68	101	86	93
- Chi phí tài chính	(88)	(112)	(67)	(91)
+ Chi phí lãi vay	(45)	(70)	(60)	(78)
<b>LNR trước thuế</b>	<b>273</b>	<b>480</b>	<b>270</b>	<b>228</b>
Thuế TNDN	(44)	(67)	(37)	(52)
<b>LNR sau thuế</b>	<b>229</b>	<b>413</b>	<b>233</b>	<b>176</b>
<b>Lợi ích thiểu số</b>	<b>(15)</b>	<b>(19)</b>	<b>(22)</b>	<b>(18)</b>
<b>LNR sau lợi ích thiểu số</b>	<b>214</b>	<b>394</b>	<b>210</b>	<b>158</b>

<b>BÁO CÁO DÒNG TIỀN</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>LNR sau lợi ích thiểu số</b>	<b>21</b>	<b>39</b>	<b>21</b>	<b>16</b>
<b>Điều chỉnh</b>				
+ Khấu hao	197	82	96	107
+ Dự phòng	41	41	38	7
+ Lợi ích thiểu số	49	15	12	12
+ Đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
+ Chi phí tài chính ròng	24	13	(22)	(3)
<b>Tiền từ hoạt động k.doanh</b>	<b>(161)</b>	<b>92</b>	<b>245</b>	<b>175</b>
- Tăng đầu tư máy móc	(786)	(59)	(242)	(202)
- Tăng đầu tư TCSĐ	0	0	0	0
- Tăng đầu tư TC ng.hạn	(38)	37	(738)	738
- Tăng đầu tư TC d.hạn	0	0	(9)	2
- Tăng khác	(52)	(31)	13	(3)
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(876)</b>	<b>(53)</b>	<b>(976)</b>	<b>534</b>
<b>Tiền tự do</b>	<b>(1037)</b>	<b>39</b>	<b>(732)</b>	<b>709</b>
- Cổ tức đã trả	90	(84)	(128)	(159)
<b>Tiền sau trả cổ tức</b>	<b>(947)</b>	<b>(45)</b>	<b>(860)</b>	<b>550</b>
+ Tăng góp vốn cổ phần	472	0	4	139
+ Tăng góp vốn khác	192	(1)	0	0
+ Tăng khác	0	0	0	0
- Tăng cổ phiếu quỹ	(33)	(4)	0	0
+ Tăng nợ	441	251	562	(651)
<b>Tiền từ hoạt động t.chính</b>	<b>1161</b>	<b>162</b>	<b>438</b>	<b>(671)</b>
<b>Tiền trước ch.lịch t.giá</b>	<b>125</b>	<b>201</b>	<b>(294)</b>	<b>38</b>
+ Chênh lệch tỷ giá	2	2	0	0
<b>Dòng tiền mặt ròng</b>	<b>126</b>	<b>203</b>	<b>(294)</b>	<b>38</b>
Tiền mặt đầu kỳ	0	126	329	36
Tiền mặt cuối kỳ	126	329	36	73

<b>BẢNG CÂN ĐỐI</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Tài sản lưu động</b>	<b>1,181</b>	<b>1,758</b>	<b>2,282</b>	<b>1,661</b>
Tiền và tương đương	126	329	36	73
Đầu tư t.chính ng.hạn	38	0	738	0
Các khoản phải thu	345	564	448	417
Tồn kho	642	823	982	1,097
Tài sản lưu động khác	29	42	78	73
<b>Tài sản cố định / dài hạn</b>	<b>641</b>	<b>649</b>	<b>792</b>	<b>889</b>
Phải thu dài hạn	-	-	-	-
Đầu tư t.chính dài hạn	-	-	9	8
Máy móc, thiết bị (ròng)	576	551	604	691
Máy móc, thiết bị (d.dang)	13	15	107	116
Đầu tư BĐS dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	52	83	71	74
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1,822</b>	<b>2,408</b>	<b>3,074</b>	<b>2,550</b>
<b>Công nợ</b>	<b>837</b>	<b>1,101</b>	<b>1,669</b>	<b>993</b>
Nợ ngắn hạn	746	1,039	1,669	902
Nợ dài hạn	91	62	-	91
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>936</b>	<b>1,243</b>	<b>1,329</b>	<b>1,468</b>
Vốn góp CSH	472	472	475	614
Các quỹ	2	4	4	4
Lợi nhuận chưa p.phối	303	614	696	696
Khác	159	154	154	154
<b>Lợi tích cổ đông thiểu số</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>76</b>	<b>88</b>
<b>TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>1,822</b>	<b>2,408</b>	<b>3,074</b>	<b>2,550</b>

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu thuần		36.4%	3.0%	20.5%
Lợi nhuận gộp		23.3%	-24.4%	10.2%
Lợi nhuận ròng		80.7%	-43.6%	-24.4%
Tổng tài sản		32.1%	27.7%	-17.0%
Vốn chủ sở hữu		32.8%	6.9%	10.5%
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Nợ ngắn hạn	1.58	1.69	1.37	1.84
Thanh toán nhanh	0.72	0.90	0.78	0.62
Tiền mặt	0.22	0.32	0.46	0.08
<b>Hoạt động</b>				
Vòng quay tiền mặt	23.80	12.46	118.95	69.48
Vòng quay khoản p.thu	9.03	8.46	11.58	14.20
Vòng quay tồn kho	3.77	4.11		
<b>Đòn bẩy tài chính</b>				
Nợ/Tổng tài sản	45.9%	45.7%	54.3%	39.0%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.89	0.89	1.26	0.68
Hệ số trả chi phí lãi vay	4.10	5.27	5.03	3.51
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
Tỷ suất lãi gộp	19.5%	17.6%	13.0%	11.8%
Tỷ suất lãi hoạt động	9.6%	12.0%	5.7%	4.3%
Tỷ suất lãi ròng	7.1%	9.6%	5.0%	3.1%
Lợi nhuận/Tổng tài sản	11.7%	16.4%	6.8%	6.2%
Lợi nhuận/Vốn CSH	22.9%	31.7%	15.8%	10.8%
Tiền HKKD/Tổng TS	-8.8%	3.8%	8.0%	6.9%
<b>Chỉ số khác</b>				
Lợi nhuận/Cổ phiếu	4.57	8.39	4.54	2.58
Giá trị sổ sách/CP	20.00	26.44	28.70	23.91

- |                           |  |                          |  |
|---------------------------|--|--------------------------|--|
| ▶ <b>Nguyễn Hữu Quang</b> | <b>Giám đốc Tư vấn Đầu tư</b><br>quangnh@vietinbanksc.com.vn   |                          |  |
| ▶ <b>Nguyễn Quang Sắc</b> | sacnq@vietinbanksc.com.vn<br>- Tổng hợp thông tin vĩ mô<br>- Phân tích kỹ thuật<br>- Nhận định, bình luận thị trường | ▶ <b>Nguyễn Thu Hằng</b> | hangntt@vietinbanksc.com.vn<br>- Ngân hàng<br>- Thép và sản phẩm thép<br>- Dược phẩm               |
| ▶ <b>Nguyễn Hoài Nam</b>  | namnh@vietinbanksc.com.vn<br>- Sản phẩm hóa dầu<br>- Phân phối xăng dầu, khí đốt<br>- Thiết bị và dịch vụ dầu khí    | ▶ <b>Vũ Ánh Nguyệt</b>   | nguyetva@vietinbanksc.com.vn<br>- Nhựa, cao su, sợi<br>- Thực phẩm<br>- Nuôi trồng nông và hải sản |

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VietinBankSc tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VietinBankSc thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VietinBankSc. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VietinBankSc đều trái luật.

Bản quyền thuộc VietinBankSc, 2013. Vui lòng trích nguồn khi sử dụng các thông tin trong bản báo cáo này.