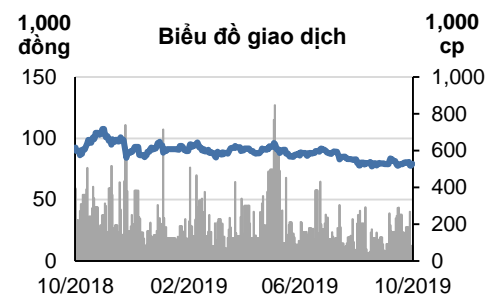


**VHC (HOSE) Thị trường Trung Quốc dẫn dắt tăng trưởng**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

**Thủy sản - Cá tra**

Giá thị trường (VND)	78,500
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	90,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	14.6%
Suất sinh lợi cổ tức	2.5%
Suất sinh lợi bình quân năm	17.1%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-15%	-1.4%	-10%	-12%
Tương đối	-25.9%	-1.8%	-11.7%	-25%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Thống kê 24-10-19**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	113.5-75k
SL lưu hành (triệu cp)	90.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,409
Vốn hóa (triệu USD)	320
% khối ngoại sở hữu	34.5%
SL cp tự do (triệu cp)	34
KLGD TB 3 tháng (cp)	145,000
VND/USD	23,231
Index: VNIndex/HNX	993.6/104.6

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, KIS

**Cơ cấu sở hữu 24-10-19**

Trương Thị Lệ Khanh	42.9%
Dragon Capital	9.0%
Mitsubishi Corporation	6.5%

Nguồn: Fiinpro, KIS

**Đào Phước Toàn**

(+84 36) 3597 550 - Ext: 1468

Toan.dp@kisvn.vn

www.kisvn.vn

**Quan điểm đầu tư:**

- **Xuất khẩu vào thị trường Mỹ hồi phục kể từ năm 2020** nhờ giá bán thấp và thương chiến Mỹ - Trung Quốc. Năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu vào Mỹ của VHC đạt 148 triệu USD, tăng trưởng 8% so với cùng kỳ.
- **Thị trường Trung Quốc dẫn dắt tăng trưởng** nhờ lợi thế quy mô dân số, ưu đãi thuế từ chính phủ và tiêu thụ đầu người đạt mức hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu vào Trung Quốc tăng trưởng kép hàng năm 18.4% cho giai đoạn 2019 - 2021.
- **Mở rộng chiều sâu chuỗi giá trị hỗ trợ VHC cải thiện khả năng sinh lời.** Vùng nuôi mới và mảng thượng nguồn được kỳ vọng giúp VHC kiểm soát tốt hơn chi phí nguyên liệu và cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn.

**Rủi ro:**

- **Thay đổi ngoài dự kiến của thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ.** Kết quả sơ bộ của kỳ đánh giá POR15 thể hiện khả năng nhiều nhà xuất khẩu cá tra khác sẽ được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% trong những năm tới.

**Khuyến nghị:**

- Năm 2020, chúng tôi ước tính VHC ghi nhận doanh thu 9,667 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 1,500 tỷ đồng. EPS năm 2020 đạt 16,372 đồng.
- Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHC trong năm 2020 đạt **90,000 đồng/cổ phiếu**. Với giá đóng cửa ngày 24/10/2019 là 78,500 đồng, tổng tỷ suất sinh lời 1 năm của VHC đạt **17.1%**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,151</b>	<b>9,271</b>	<b>8,384</b>	<b>9,667</b>	<b>10,661</b>
Tăng trưởng (%)	11.6%	13.7%	-9.6%	15.3%	10.3%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>605</b>	<b>1,442</b>	<b>1,330</b>	<b>1,500</b>	<b>1,687</b>
Tăng trưởng (%)	6.9%	138.5%	-7.8%	12.8%	12.5%
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>6,551</b>	<b>15,391</b>	<b>14,334</b>	<b>16,373</b>	<b>18,441</b>
Tăng trưởng (%)	14.8%	134.9%	-6.9%	14.2%	12.6%
ROE (%)	23%	41%	30%	27%	24%
Nợ ròng/VCSH (%)	34%	15%	-11%	-18%	-27%
PE (x)	8.0	3.3	5.5	4.8	4.3
PB (x)	1.64	1.18	1.39	1.13	0.92
EV/EBITDA (x)	6.8	3.5	4.9	3.8	3.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0%	7.8%	2.5%	2.5%	2.5%

## 1. Kỳ vọng 4Q2019 cải thiện nhẹ

Theo kết quả kinh doanh 3Q2019 được công bố, VHC ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 1,882 tỷ đồng, sụt giảm 25% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng, VHC đạt doanh thu hợp nhất 5,696 tỷ đồng, sụt giảm 13.3% so với cùng kỳ. Chúng tôi đánh giá đây là kết quả phù hợp với xu hướng giảm tốc của ngành cá tra Việt Nam kể từ đầu năm 2019. Theo VASEP ước tính, tổng giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam trong 9T2019 đạt 1.46 tỷ USD, sụt giảm 8.5% so với cùng kỳ. Trong đó, xuất khẩu vào thị trường Mỹ sụt giảm 43.6% và là nguyên nhân ảnh hưởng tiêu cực nhất lên doanh thu của VHC.

Vì giá xuất khẩu cá tra vào thị trường Mỹ suy giảm với tốc độ cao hơn giá cá tra nguyên liệu, biên lợi nhuận gộp của VHC sụt giảm xuống mức 21.5% trong 9T2019, dẫn đến lợi nhuận gộp chỉ đạt 1,228 tỷ đồng, sụt giảm 16.4% so với cùng kỳ.

Trong 4Q2019, chúng tôi kỳ vọng một sự hồi phục nhẹ của sản lượng xuất khẩu vào thị trường Mỹ và sức nóng tiêu thụ duy trì tại thị trường Trung Quốc, được củng cố bởi mùa tiêu thụ cao điểm cuối năm. Tuy nhiên, vì giá bán thấp hơn cùng kỳ, giá trị xuất khẩu được dự báo sẽ tiếp tục duy trì thấp hơn so với 4Q2018. Vì vậy, chúng tôi dự phóng VHC sẽ ghi nhận doanh thu hợp nhất hơn 2,688 tỷ đồng trong 4Q2019, tương ứng mức sụt giảm 1% so với cùng kỳ.

Tổng kết năm 2019, chúng tôi ước tính VHC ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 8,384 tỷ đồng, giảm 10% so với cùng kỳ. EPS được dự phóng đạt 14,334 đồng, sụt giảm 7% so với năm 2018.

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,804</b>	<b>2,240</b>	<b>2526</b>	<b>2702</b>	<b>1,789</b>	<b>2,025</b>	<b>1882</b>	<b>2688</b>	<b>9,271</b>	<b>8384</b>
Tăng trưởng (%)	11.6%	-4.8%	24.9%	25.1%	-0.8%	-9.6%	-25.5%	-0.5%	13.7%	-9.6%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>254</b>	<b>461</b>	<b>755</b>	<b>570</b>	<b>421</b>	<b>428</b>	<b>370</b>	<b>566</b>	<b>2,039</b>	<b>1786</b>
Tăng trưởng (%)	14.1%	20.6%	29.9%	21.1%	23.5%	21.2%	19.7%	21.1%	22.0%	21.3%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>100</b>	<b>376</b>	<b>680</b>	<b>529</b>	<b>327</b>	<b>331</b>	<b>273</b>	<b>427</b>	<b>1,685</b>	<b>1358</b>
Tăng trưởng (%)	-23.7%	100.1%	229.7%	127.8%	226.4%	-11.9%	-59.8%	-19.3%	121.4%	-19.4%
Biên lợi nhuận (%)	5.6%	16.8%	26.9%	19.6%	18.3%	16.4%	14.5%	15.9%	18.2%	16.2%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>98</b>	<b>329</b>	<b>609</b>	<b>406</b>	<b>307</b>	<b>392</b>	<b>254</b>	<b>377</b>	<b>1,442</b>	<b>1,330</b>
Tăng trưởng (%)	1.5%	137.6%	260.5%	120.8%	213.9%	19.1%	-58.3%	-7.1%	138.5%	-7.8%
Biên lợi nhuận (%)	5.4%	14.7%	24.1%	15.0%	17.2%	19.4%	13.5%	14.0%	15.6%	15.9%
<b>EPS</b>									<b>15,489</b>	<b>14,334</b>
Tăng trưởng (%)									136%	-7%

Nguồn: KIS ước tính

## 2. Xuất khẩu vào Mỹ hồi phục kể từ năm 2020

Giai đoạn 2020 - 2021, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu vào thị trường Mỹ sẽ khả quan hơn nhờ vào các yếu tố:

### 2.1. Giá xuất khẩu thấp thúc đẩy sản lượng xuất khẩu

Giá xuất khẩu cá tra vào Mỹ đã sụt giảm 34% kể từ đầu năm. Chúng tôi ước tính giá xuất khẩu cá tra bình quân vào Mỹ năm 2019 sẽ thấp hơn 15% so với cùng kỳ và giảm đến 30% so với mức đỉnh của năm 2018. Giá xuất khẩu thấp hơn kỳ vọng sẽ cải thiện nhu cầu cá tra tại thị trường tiêu thụ lớn nhất của VHC (thị trường Mỹ đóng góp hơn 60% tổng doanh thu hàng năm của VHC – Hình 06). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng diễn biến tăng nóng của giá cá tra trong những năm qua sẽ không xuất hiện trở lại khi các vùng nuôi cá giống mới hoạt động trong năm 2020, nâng tỷ lệ tự chủ cá giống của VHC lên 50%.

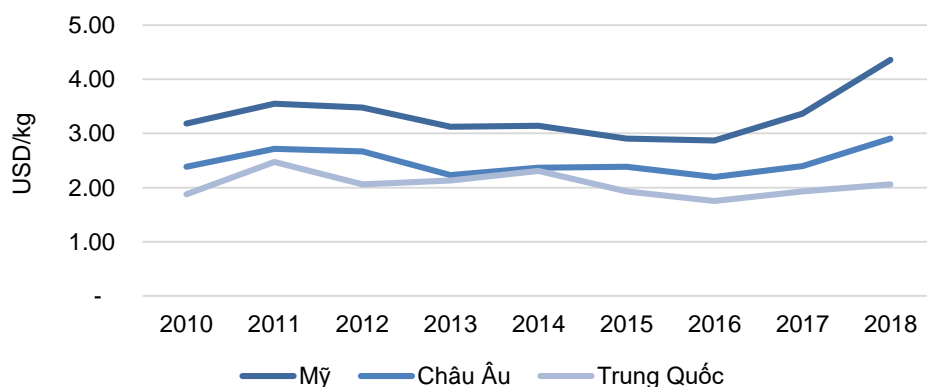
### 2.2. Cơ hội tăng trưởng từ chiến tranh thương mại

Thuế nhập khẩu cá rô phi từ Trung Quốc đã gia tăng từ 10% lên 25% vào ngày 10/05/2019. Hàng rào thuế quan cùng việc Mỹ công nhận quy trình tương đương đối với cá tra Việt Nam (hiệu lực kể từ tháng 09/2018) gia tăng tính cạnh tranh của sản phẩm cá tra Việt Nam tại thị trường Mỹ. Nắm giữ vị thế nhà xuất khẩu cá tra hàng đầu vào Mỹ, VHC có cơ hội thúc đẩy sản lượng xuất khẩu từ việc chiếm thị phần của cá rô phi Trung Quốc.

### 2.3. Thuế chống bán phá giá 0% duy trì lợi thế thị phần cho VHC

Nhờ quy định chất lượng nghiêm ngặt, giá xuất khẩu vào thị trường Mỹ cao hơn các thị trường tiêu thụ khác như EU, Trung Quốc. Kết hợp với thuế chống bán phá giá được xem xét thường niên từ Bộ Thương mại Mỹ (DOC), thị trường Mỹ được đánh giá là thị trường có rào cản nhập khẩu cá tra cao nhất trên thế giới. Những yếu tố này giúp các nhà xuất khẩu cá tra hiện hữu tại thị trường này tạo lập được vị thế cạnh tranh dài hạn và đạt được biên lãi hoạt động cao hơn.

**Hình 01. Giá xuất khẩu cá tra tại các thị trường trọng điểm**



Nguồn: VASEP, KIS ước tính

So sánh với mức thuế chống bán phá giá toàn quốc đạt 2-3 USD/kg, VHC nhận được mức thuế 0% ổn định hàng năm. Chiến lược kinh doanh dựa trên chất lượng sản phẩm và sự tuân thủ nghiêm ngặt quy định của DOC giúp VHC thường xuyên nhận được mức thuế chống bán phá giá ưu đãi. Chúng tôi kỳ vọng rằng VHC sẽ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh này trong những năm tới.

	Thuế chống bán phá giá của VHC	Thuế chống bán phá giá toàn quốc
POR 1	36.84%	63.88%
POR 2	6.81%	63.88%
POR 3	6.81%	63.88%
POR 4	6.81%	63.88%
POR 5	0	2.11 (USD/kg)
POR 6	0	2.11 (USD/kg)
POR 7	0	2.11 (USD/kg)
POR 8	0.19 (USD/kg)	2.11 (USD/kg)
POR 9	0.03 (USD/kg)	2.11 (USD/kg)
POR 10	0	2.39 (USD/kg)
POR 11	0	2.39 (USD/kg)
POR 12	0	2.39 (USD/kg)
POR 13	0	3.87 (USD/kg)
POR 14	0	2.39 (USD/kg)

Nguồn: Bộ Thương mại Mỹ, KIS

Giả định giá xuất khẩu cá tra sẽ duy trì ổn định trong những năm tới, chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu vào Mỹ của VHC sẽ đạt 148 triệu USD (trong năm 2020) và 160 triệu USD (trong năm 2021), tương ứng tốc độ tăng trưởng hàng năm 8%.

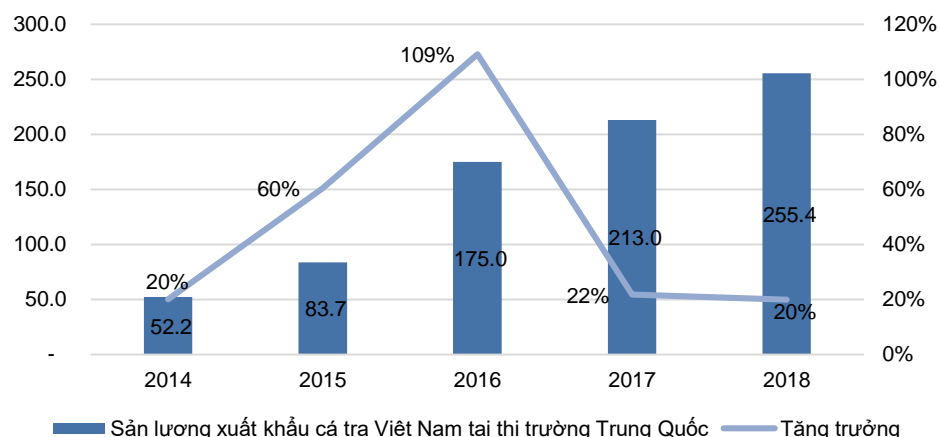
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Giá xuất khẩu cá tra vào Mỹ (USD/kg)</b>	<b>2.87</b>	<b>3.36</b>	<b>4.36</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>-1.3%</i>	<i>17.3%</i>	<i>29.5%</i>	<i>-15.3%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
<b>Sản lượng xuất khẩu cá tra vào Mỹ (Tấn)</b>	<b>51,412</b>	<b>43,759</b>	<b>62,941</b>	<b>37,187</b>	<b>40,162</b>	<b>43,375</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>6.1%</i>	<i>-14.9%</i>	<i>43.8%</i>	<i>-40.9%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.0%</i>
<b>Giá trị xuất khẩu cá tra vào Mỹ (triệu USD)</b>	<b>147.43</b>	<b>147.2</b>	<b>274</b>	<b>137</b>	<b>148</b>	<b>160</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>4.8%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>86.3%</i>	<i>-49.9%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.0%</i>

Nguồn: KIS ước tính

### 3. Thị trường Trung Quốc dẫn dắt tăng trưởng

Xuất khẩu cá tra vào Trung Quốc tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây. Khối lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam vào Trung Quốc đạt 255,400 tấn trong năm 2018, tăng trưởng kép 42.5% trong giai đoạn 2014-2018.

**Hình 02. Xuất khẩu cá tra Việt Nam tại thị trường Trung Quốc**



Nguồn: VASEP, KIS ước tính

Xuất khẩu cá tra vào Trung Quốc duy trì tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong 9T2019. Theo thống kê từ VASEP, bất chấp giá xuất khẩu sụt giảm 24.5% kể từ 4Q2018, giá trị xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc vẫn đạt gần 450.7 triệu USD trong 9T2019, tăng trưởng 19.6% so với cùng kỳ. Thị trường Trung Quốc cũng vươn lên trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhất của cá tra Việt Nam trong hiện tại.

Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ trở thành thị trường dẫn dắt tăng trưởng chính cho VHC trong những năm tới, dựa trên các quan điểm sau:

- **Quy mô dân số lớn.** Quy mô dân số cao nhất thế giới (gấp 4 lần dân số Mỹ) sẽ hỗ trợ cho ngành dịch vụ ăn uống nội địa, sự phát triển của hoạt động giao thương trực tiếp thông qua kênh thương mại điện tử với các nhà xuất khẩu cá tra từ Việt Nam.
- **Chính sách ưu đãi cho thủy sản nhập khẩu.** Kể từ tháng 04/2019, chính phủ Trung Quốc đã giảm thuế VAT đối với thủy sản nhập khẩu từ 10% xuống 9%. Bên cạnh đó, quyết định miễn thuế nhập khẩu đối với cá tra Việt Nam sẽ mang lại cơ hội tăng trưởng sản lượng cá tra Việt Nam tại thị trường Trung Quốc.
- **Tiêu thụ cá tra đầu người đạt mức hấp dẫn.** Dù tiêu thụ cá tra tại Trung Quốc đã gia tăng mạnh trong những năm qua, tiêu thụ cá tra đầu người tại thị trường này vẫn đang duy trì ở mức thấp, khoảng 0.14 kg so với mức tiêu thụ 0.32 kg của thị trường Mỹ.

Nhờ chất lượng sản phẩm đã được khẳng định thông qua thị phần 45% tại thị trường Mỹ, VHC không gặp rào cản lớn khi thâm nhập vào thị trường Trung Quốc. Tuy nhiên, tiêu chuẩn chất lượng và quy định thấp hơn khiến rào cản thâm nhập vào thị trường Trung Quốc không cao. Vì vậy, xuất khẩu cá tra vào thị trường Trung Quốc sẽ xuất hiện áp lực cạnh tranh giá cao hơn. Điều này mang lại rủi ro cạnh tranh cho VHC trong dài hạn.

Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2019 - 2021. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu đạt 50% trong năm 2019 và 25% hàng năm cho giai đoạn 2020-2021. Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu vào Trung Quốc của VHC sẽ ghi nhận 37.7 triệu USD (năm 2019), 47 triệu USD (năm 2020) và 58.6 triệu USD (năm 2021). Tỷ trọng đóng góp doanh thu của thị trường này trong tổng doanh thu của VHC sẽ gia tăng từ 8.8% trong năm 2018 lên 12.7% trong năm 2021.

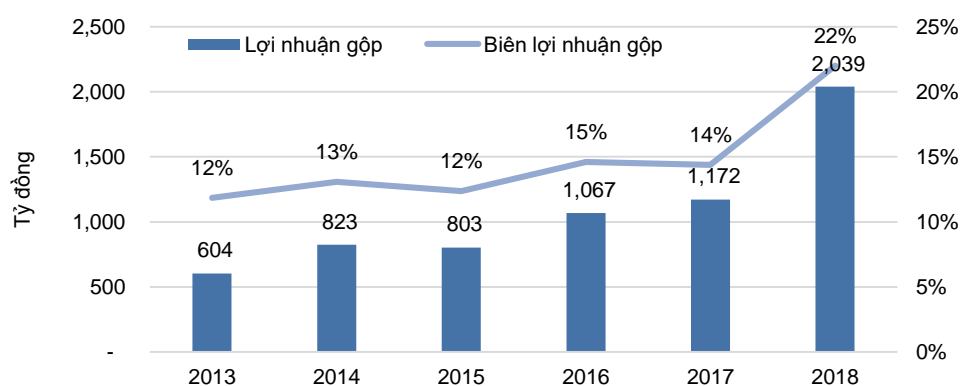
Đơn vị: Triệu USD	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Giá trị xuất khẩu của VHC vào Trung Quốc</b>	<b>35.3</b>	<b>37.7</b>	<b>47.0</b>	<b>58.6</b>
Tăng trưởng sản lượng xuất khẩu	12.9%	50%	25%	25%
Tăng trưởng giá xuất khẩu	6.5%	-28.8%	0%	0%
Tăng trưởng giá trị xuất khẩu	20.3%	6.8%	25%	25%

Nguồn: KIS ước tính

#### 4. Chuỗi giá trị tích hợp cải thiện biên lợi nhuận

Bên cạnh tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của VHC còn được hỗ trợ từ khả năng kiểm soát biến động chi phí cá nguyên liệu. Xu hướng gia tăng biên lợi nhuận gộp hàng năm thể hiện tính hiệu quả trong công tác quản trị chi phí của VHC.

**Hình 03. Lợi nhuận gộp và Biên lợi nhuận gộp của VHC**



Nguồn: VHC, KIS

Trong giai đoạn 2019 - 2021, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ cải thiện khả năng sinh lời nhờ:

#### 4.1. Vùng tự nuôi mới cải thiện biên lợi nhuận gộp

Trong giai đoạn 2013 - 2018, VHC đã gia tăng diện tích vùng tự nuôi từ 300ha lên 725ha, góp phần cải thiện tính ổn định của nguồn cung cá nguyên liệu đầu vào. Trong năm 2019, VHC đã đầu tư 220 tỷ đồng nhằm phát triển vùng tự nuôi mới có diện tích 220ha để thay thế cho sự sụt giảm 200ha vùng nuôi từ thương vụ thoái vốn khỏi Vạn Đức Tiền Giang.

Trong khi đó, chiến lược duy trì chất lượng sản phẩm ở mức cao giúp giá bán của VHC ổn định hơn. Những yếu tố này hỗ trợ cho biên giá xuất khẩu (chênh lệch giữa giá cá tra xuất khẩu và giá cá tra nguyên liệu) và sự cải thiện biên lợi nhuận gộp.

#### 4.2. Mở rộng mảng thượng nguồn cá tra

Trong năm 2019, VHC đã có những bước thâm nhập đầu tiên vào thượng nguồn ngành cá tra. Cụ thể, VHC thành lập công ty con Cá giống Vĩnh Hoàn với mục tiêu nâng tỷ lệ tự chủ cá giống lên 50%. Bên cạnh đó, nhằm kiểm soát tỷ lệ chuyển đổi thành công cá giống - cá nguyên liệu, VHC đã ký kết hợp đồng chiến lược với Pharmag, công ty thành viên của Zoetis - nhà sản xuất thuốc và tiêm chủng lớn nhất thế giới cho vật nuôi và gia súc, nhằm xúc tiến chương trình vắc xin cho tất cả vùng tự nuôi của VHC.

## 5. Dự phóng thu nhập và Định giá

### 5.1. Dự phóng thu nhập

	2018	2019E	2020E	2021E	Giả định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,271</b>	<b>8,384</b>	<b>9,667</b>	<b>10,661</b>	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	13.7%	-9.6%	15.3%	10.3%	Sản lượng xuất khẩu vào Mỹ hồi phục trong giai đoạn 2020-2021. Thị trường Trung Quốc dẫn dắt tăng trưởng nhờ vào nhu cầu tiêu thụ ở mức cao.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,039</b>	<b>1,786</b>	<b>2,059</b>	<b>2,271</b>	
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	22.0%	21.3%	21.3%	21.3%	Chuỗi giá trị tích hợp hỗ trợ tính ổn định của biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2020-2021
<b>EBIT</b>	<b>1,685</b>	<b>1,358</b>	<b>1,605</b>	<b>1,770</b>	
Chi phí lãi vay ròng	-9	-16	-62	-104	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1,442</b>	<b>1,330</b>	<b>1,500</b>	<b>1,687</b>	
EPS (hiệu chỉnh, VND)	15,391	14,334	16,373	18,441	

Nguồn: KIS dự phóng

## 5.2. Định giá

Dựa trên phương pháp so sánh hệ số nhân, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu VHC đạt **90,000 đồng** cho kỳ định giá 2020. Dựa trên giá đóng cửa ngày 24/10/2019 đang dừng tại 78,500 đồng, tổng tỷ suất sinh lời 1 năm đạt **17.1%** với cổ tức tiền kỳ vọng đạt 2,000 đồng/cổ phiếu. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VHC với kỳ đầu tư 1 năm.

Đơn vị: Tỷ đồng	2019E	2020E	Ghi chú
Hệ số nhân PER (lần)	4.24	5.5	PER 1 năm của VHC đạt 5.5 lần
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,330	1,500	
Số lượng cổ phần đang lưu hành (triệu cp)	90.4	90.4	
EPS cơ bản	14,334	16,373	
Giá thị trường		78,500	
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>90,000</b>	
<i>Tỷ suất sinh lợi trên giá kỳ vọng</i>		14.6%	
<i>Tỷ suất cổ tức tiền kỳ vọng</i>		2.5%	
<b>Tổng tỷ suất sinh lợi</b>		<b>17.1%</b>	

Nguồn: KIS dự phóng

## 6. Rủi ro

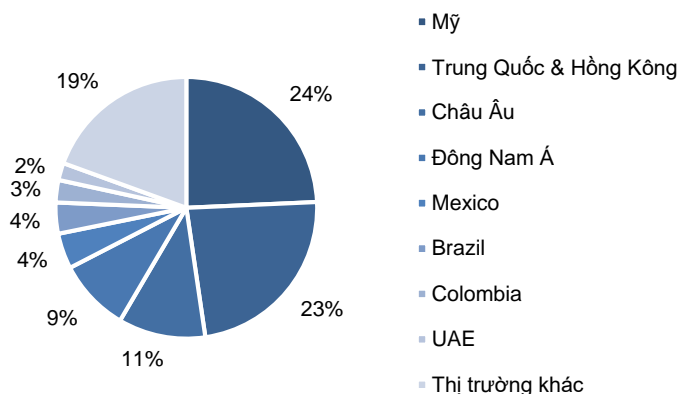
### Quy định chất lượng và thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, thuế chống bán phá giá 0% là yếu tố trọng yếu giúp VHC thiết lập vị thế độc quyền đối với Biển Đông tại thị trường Mỹ. Bất kỳ một sự thay đổi theo chiều hướng bất lợi ngoài dự kiến của thuế chống bán phá giá và quy định xuất khẩu của Mỹ sẽ tạo ảnh hưởng tiêu cực lên hoạt động kinh doanh của VHC và mô hình dự báo của chúng tôi. Hai kỳ đánh giá sơ bộ POR14 và POR15 vừa qua thể hiện xác suất cao hơn sẽ có nhiều nhà xuất khẩu cá tra khác có thể được hưởng mức thuế chống bán phá giá ưu đãi trong những năm tới.



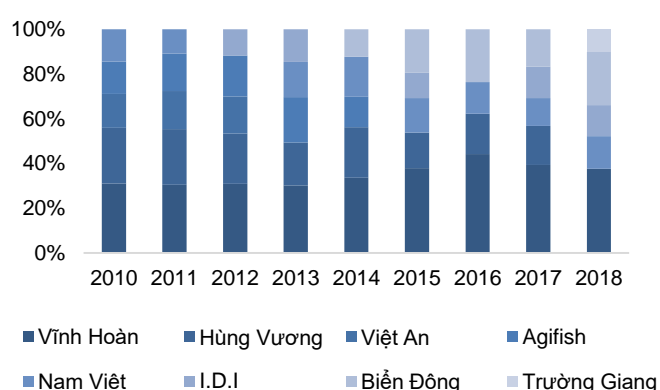
## Phụ lục

**Hình 04. Thị phần cá tra Việt Nam theo thị trường**



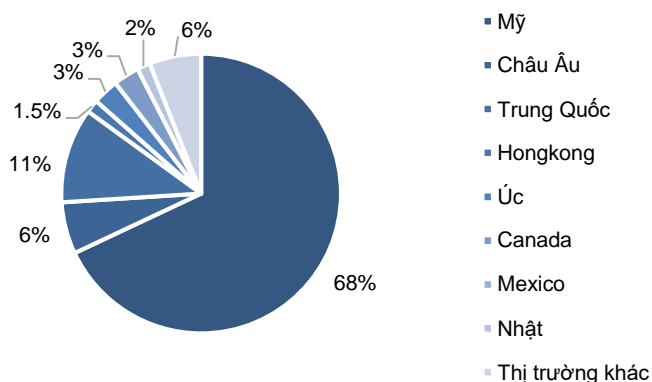
Nguồn: VASEP, VHC

**Hình 05. Thị phần xuất khẩu theo doanh nghiệp**



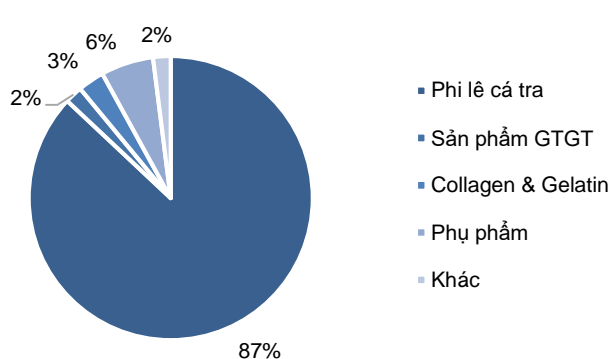
Nguồn: VASEP

**Hình 06. Thị trường xuất khẩu của VHC năm 2018**



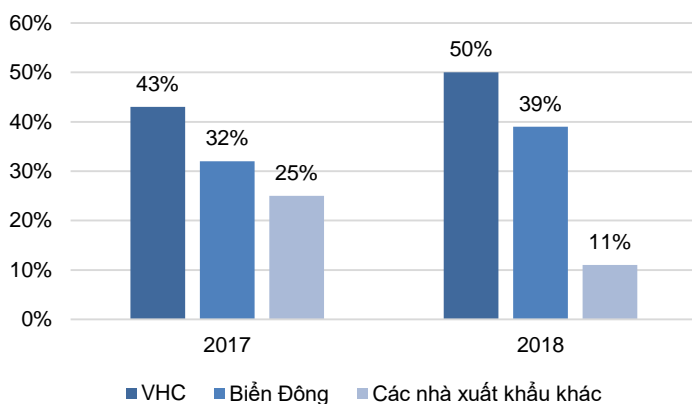
Nguồn: VHC

**Hình 07. Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu của VHC, 2018**



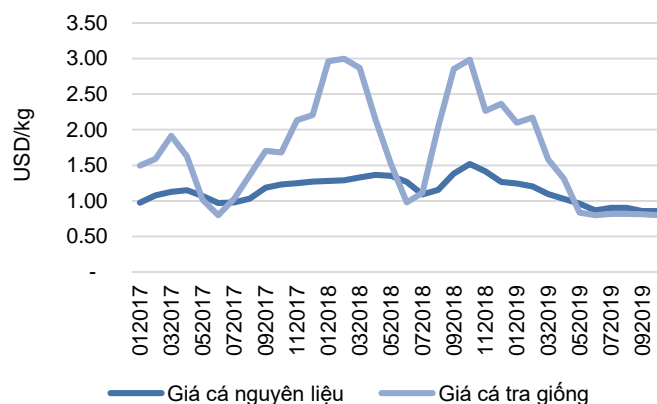
Nguồn: VHC

**Hình 08. Thị phần xuất khẩu cá tra Việt Nam tại Mỹ**



Nguồn: VASEP, Agromonitor

**Hình 09. Giá nguyên liệu cá tra giai đoạn 2017-2019**



Nguồn: VASEP, Agromonitor

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,151</b>	<b>9,271</b>	<b>8,384</b>	<b>9,667</b>	<b>10,661</b>
Tăng trưởng (%)	11.6%	13.7%	-9.6%	15.3%	10.3%
<b>GVHB</b>	<b>6,980</b>	<b>7,232</b>	<b>6,598</b>	<b>7,607</b>	<b>8,390</b>
Biên LN gộp (%)	14.4%	22.0%	21.3%	21.3%	21.3%
Chi phí BH & QLDN	411	354	428	454	501
<b>EBITDA</b>	<b>960</b>	<b>1,842</b>	<b>1,477</b>	<b>1,772</b>	<b>1,981</b>
Biên lợi nhuận (%)	11.8%	19.9%	17.6%	18.3%	18.6%
Khấu hao	199	156	119	167	211
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>761</b>	<b>1,685</b>	<b>1,358</b>	<b>1,605</b>	<b>1,770</b>
Biên LN HĐKD (%)	9.3%	18.2%	16.2%	16.6%	16.6%
Chi phí lãi vay ròng	51	-9	-16	-62	-104
% so với nợ ròng	5.0%	-1.1%	-40.9%	7.5%	6.6%
Khả năng trả lãi vay (x)	15.0	-189	-87.6	-26	-17
Lãi/lỗ khác	12	-7	104	-	-
Thuế	118	245	148	167	187
Thuế suất hiệu dụng (%)	16.4%	14.5%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>605</b>	<b>1,442</b>	<b>1,330</b>	<b>1,500</b>	<b>1,687</b>
Biên lợi nhuận (%)	7.4%	15.6%	15.9%	15.5%	15.8%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>605</b>	<b>1,442</b>	<b>1,330</b>	<b>1,500</b>	<b>1,687</b>
Số lượng CP (triệu)	92.4	92.4	90.4	90.4	90.4
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>6,551</b>	<b>15,391</b>	<b>14,334</b>	<b>16,373</b>	<b>18,441</b>
Tăng EPS (%)	15%	135%	-6.9%	14.2%	12.6%
Cổ tức (VND)	-	4,000	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	-	26%	14%	12%	11%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Vòng quay phải thu (x)	7.6	5.9	4.6	5.2	5.1
Vòng quay HTK (x)	5.8	5.6	5.0	5.6	5.5
Vòng quay phải trả (x)	27.5	27.8	24.7	28.9	28.1
Thay đổi vốn lưu động	299	854	-282	421	327
Capex	243	545	371	586	520
Dòng tiền khác	220	-528	16	-98	-76
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>42</b>	<b>727</b>	<b>1,343</b>	<b>758</b>	<b>1,127</b>
Phát hành cổ phiếu	-	10	-	-	-
Cổ tức	-	363	185	181	181
Thay đổi nợ ròng	-42	-374	-1,158	-577	-947
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>991</b>	<b>617</b>	<b>-541</b>	<b>-1,118</b>	<b>-2,065</b>
Giá trị doanh nghiệp	6,510	6,375	7,164	6,754	5,948
<b>Tổng VCSH</b>	<b>2,943</b>	<b>4,015</b>	<b>4,981</b>	<b>6,269</b>	<b>7,741</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>VCSH</b>	<b>2,943</b>	<b>4,015</b>	<b>4,981</b>	<b>6,270</b>	<b>7,741</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	31,844	43,452	56,345	69,305	85,628
Nợ ròng / VCSH (%)	34%	15%	-11%	-18%	-27%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.0	0.3	-0.4	-0.6	-1.0
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5,043</b>	<b>6,299</b>	<b>6,403</b>	<b>7,478</b>	<b>8,814</b>

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE (%)	22.7%	41.5%	29.6%	26.7%	24.1%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	12.7%	25.4%	20.9%	21.6%	20.7%
ROIC (%)	14.6%	28.0%	22.5%	25.6%	24.8%
WACC (%)	11.3%	11.0%	10.5%	10.8%	11.1%
PER (x)	8.0	3.3	5.5	4.8	4.3
PBR (x)	1.64	1.18	1.39	1.13	0.92
PSR (x)	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	6.8	3.5	4.9	3.8	3.0
EV/Sales (x)	0.8	0.7	0.9	0.7	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0%	7.8%	2.5%	2.5%	2.5%

## Liên hệ

### Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.  
ĐT: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6899

### PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,  
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188  
Fax: (+84 28) 3820 9229

### Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,  
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448  
Fax : (+84 24) 3974 4501

### PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555  
Fax: (+84 24) 3632 0809

### PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,  
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188  
Fax : (+84 24) 3244 4150

## Phòng Phân tích

### Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

## Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

**KIS** có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.