



Cập Nhật VHC – MUA

Ngày 24/10/2019

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250
giaonbt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: VHC

Xuất khẩu thủy sản

Giá hiện tại (VND) **77.500**

Giá mục tiêu (VND) **106.600**

Tỷ lệ tăng giá **37,5%**

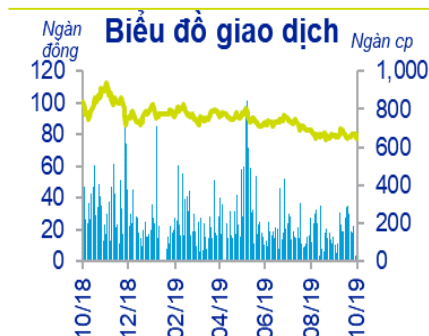
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng **5,2%**

Tổng tỷ suất lợi nhuận **42,7%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-16,6	-2,0	-13,9	-19,1
Tương đối	-28,9	-1,7	-15,0	-24,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh (Chủ tịch HĐQT)	42,9%
Mitsubishi Corp.	6,5%
Lâm Quang Thanh	4,6%

Thông kê Mã Bloomberg **23/10/19** **VHC VN**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	75.000 – 113.500
SL lưu hành (triệu cp)	92
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.161
Vốn hóa (triệu USD)	308
Room khối ngoại còn lại (%)	65,9
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	37,6
KLGD TB 3 tháng (cp)	150.419
VND/USD	23.265
Index: VNIndex / HNX	987,79/104,14

CTCP VĨNH HOÀN (VHC VN)

Khi thị trường khan hiếm nguyên liệu, tự cung là Vua

Mặc dù KQKD 3Q19 sụt giảm, chúng tôi vẫn tiếp tục khuyến nghị **MUA** đối với cp VHC với giá mục tiêu **106.600 đ/cp**, tương đương với tổng tỷ suất LN **42,7%**, bao gồm tỷ suất sinh lợi cổ tức 5,2%. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với chỉ số PE năm 2020 là 8,2x, thấp hơn nhiều so với mức P/E bình quân của các DN cùng ngành tại Indonesia, đặc biệt là Japfa (9,6x) và PT Dharma (18,8x) – 2 DN đại diện được chọn để so sánh với VN trong kỳ xét thuế chống phá giá POR 14. Chúng tôi tin rằng KQKD sụt giảm của VHC trong năm 2019 đã được phản ánh vào thị giá cổ phiếu với chỉ số PE năm 2020 là 5,9x, và tin rằng đây là cơ hội và thời điểm hấp dẫn để mua vào cổ phiếu này.

Chúng tôi cho rằng sự giảm sút XK cá tra vào thị trường Mỹ chỉ là tạm thời và sẽ phục hồi vào năm 2020 khi lượng hàng tồn kho được các nhà nhập khẩu Mỹ tích lũy trong năm 2018/2019 giảm dần. Nhu cầu nhập khẩu cá tra từ thị trường Trung Quốc tiếp tục xu hướng tăng và VHC dự phóng thị trường mới này có thể đóng góp lên đến 30% tổng KNXX của công ty. Do đó, chúng tôi tin rằng đà tăng trưởng doanh thu của VHC sẽ trở lại trong năm 2020, tăng 10,7% n/n đạt 8.499,5 tỷ đồng.

Chúng tôi dự đoán ngành cá tra VN sẽ thiếu hụt nguồn cung trong thời gian tới khi giá cá tra nguyên liệu đã đạt mức thấp nhất – bằng với thời điểm năm 2016 – khiến các hộ nông dân phải treo ao hoặc chuyển sang nuôi trồng các giống thủy sản khác để cắt lỗ. Thêm vào đó, thị trường hiện đang khan hiếm con giống. Kịch bản thiếu hụt nguồn cung sẽ là một lợi thế cho VHC khi 1) DN đạt tỷ lệ tự cung con giống và nguyên liệu với chất lượng cao trong quy trình khép kín bền vững và 2) VHC có vị thế đàm phán giá bán đối với các thị trường XK chính. Vì vậy, chúng tôi tin vào khả năng VHC có thể duy trì biên LN cao. Ngoài ra, kế hoạch mở rộng dây chuyền sx các mặt hàng giá trị gia tăng và collagen/gelatin sẽ giúp VHC tăng biên LN từ năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ đạt tỷ suất LN gộp trong năm 2020 là 21,3%. Các dự phóng của chúng tôi dựa trên giả định giá thị cá tra nguyên liệu trên thị trường sẽ tăng 25% trong năm 2020.

Dự phóng của chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ thu được 1.312,6 tỷ đồng LNR vào năm 2020 (+9,0% n/n), tương ứng với 14.429 đồng EPS. Chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ tạo ra dòng tiền từ SXKD ổn định trung bình đạt 1.467,4 tỷ đồng trong vòng 3 năm tới.

Chúng tôi nhận thấy cp VHC hấp dẫn do mức nợ vay thấp, với chỉ số nợ trên vốn 19,4% tính tới 9T19 mặc dù DN đang có kế hoạch mở rộng quy mô sx và vùng nuôi. VHC chỉ có nợ ngắn hạn. DN tiếp tục duy trì vị thế hàng đầu ngành cá tra Việt Nam. Tính đến 9T19, KNXX của VHC sang Mỹ chiếm gần 67% tổng KNXX cá tra Việt Nam sang Mỹ. Năm 2020 có thể sẽ là một năm tốt đối với VHC nếu XK sang thị trường Mỹ hồi phục.

	2016	2017	2018	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	7.303,5	8.151,5	9.271,3	7.678,6	8.499,5
Tăng trưởng (%)	12,5	11,6	13,7	-17,2	10,7
EBITDA (tỷ đồng)	823,1	946,5	1.834,4	1.416,2	1.621,3
Tăng trưởng (%)	45,1	15,0	93,8	-22,8	14,5
LN ròng (tỷ đồng)	566,7	604,7	1.442,2	1.204,0	1.312,6
Tăng trưởng LN (%)	75,7	6,7	138,5	-16,5	9,0
EPS (hiệu chỉnh, VND)	6.139	6.551	15.607	13.063	14.429
Tăng trưởng (%)	75,9	6,7	138,2	-16,3	10,5
ROE (%)	25,4	22,7	41,5	27,2	24,7
ROA (%)	12,9	12,7	25,4	19,4	19,8
Nợ ròng/EBITDA (x)	1,3	1,0	0,3	-0,3	-0,3
EV/EBITDA (x)	10,1	9,0	4,2	5,2	4,4
PER (lần)	12,6	11,8	5,0	5,9	5,4
PBR (lần)	3,0	2,4	1,8	1,5	1,2
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	4.000	4.000	4.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,6	2,6	5,2	5,2	5,2

KQKD quý 3/2019 sụt giảm đã được dự đoán trước

VHC báo cáo KQKD 9T19 với doanh thu và LNR đạt 5.696,2 tỷ đồng và 981,1 tỷ đồng, lần lượt giảm 13,6% n/n và 5,3% n/n. Nhu cầu giảm từ thị trường Mỹ và giá bán bình quân ASP thấp là nguyên nhân chính cho sự sụt giảm trên. Biên LN gộp giảm 1,0 ptđ trong 9T19 so với cùng kỳ năm trước, đạt 21,6%.

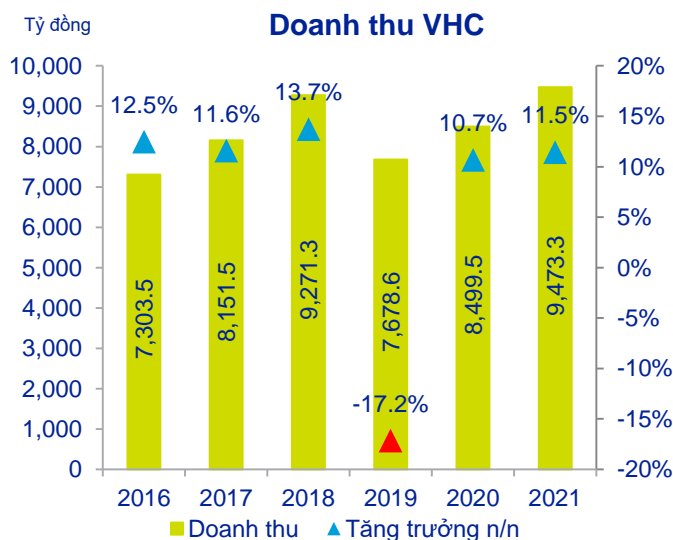
Tính riêng quý 3/2019, doanh thu VHC giảm 25,5% n/n, đạt 1.882,4 tỷ đồng. Biên LN gộp của công ty đã giảm đáng kể xuống 19,7%, từ mức cao 29,9% đạt được trong quý 3/2018. Doanh thu thấp đã đẩy chi phí bán hàng và QLDN tính trên % doanh thu ở mức cao, chiếm 5,2% doanh thu, cao hơn nhiều so với mức 2,9% đạt được cùng kỳ năm trước. LNR của VHC sụt giảm 58,3% n/n trong 3Q19, đạt 253,8 tỷ đồng.

Chúng tôi dự phóng VHC sẽ đạt được 7.678,6 tỷ đồng doanh thu trong năm 2019, giảm 17,2% n/n, phản ánh mức giá bán bình quân thấp và sản lượng XK thấp. Chúng tôi cũng dự phóng biên LN gộp của VHC trong năm 2019 sẽ giảm, đạt 20,9%. Điều này tương đương với mức biên LN gộp trong quý 4/2019 sẽ là 18,9%. Năm 2019 kỳ vọng VHC sẽ đạt được 1.204,0 tỷ đồng LNR (-16,5% n/n). Các dự phóng mới của chúng tôi về doanh thu và LNR lần lượt bằng 76,4% và 95,9% chỉ tiêu do công ty đề ra cho cả năm 2019.

Năm 2020 mở ra những cơ hội mới cho VHC

Bước sang năm 2020, chúng tôi tin rằng tăng trưởng DT của VHC sẽ phục hồi dựa trên dự đoán về tình hình nhập khẩu cá tra từ thị trường Mỹ sẽ được hồi phục và ASP tốt hơn. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên LN gộp của VHC sẽ được cải thiện, đạt 21,3% (+0,4 ptđ). Dự phóng trên dựa vào dự đoán khan hiếm nguồn cung cá tra nguyên liệu trong thời gian tới sẽ đẩy giá nguyên liệu lên cao, giúp VHC có điều kiện đàm phán lại giá bán cao hơn; đồng thời duy trì giá đầu vào ổn định nhờ tỷ lệ tự cung cao. VHC cũng đang mở rộng dây chuyền sx mới đối với các mặt hàng giá trị gia tăng và sản phẩm collagen/gelatin. Điều này sẽ giúp biên LN của VHC ngày càng cải thiện từ năm 2020 trở đi.

Sự sụt giảm nhẹ về tỷ suất LNR trong năm 2020 so với năm 2019 đến từ việc ghi nhận doanh thu bất thường từ việc thoái vốn công ty liên kết trong năm 2019 (35% tại công ty Vạn Đức Tiền Giang và 25% tại Octogone). Loại trừ khoản doanh thu bất thường trên, dự phóng biên LNR của chúng tôi trong năm 2020 cao hơn 0,9 ptđ so với năm 2019.



Biên lợi nhuận

	2016	2017	2018	2019F	2020F
Biên LN gộp	14.6%	14.4%	22.0%	20.9%	21.3%
Biên LN từ SXKD	9.4%	9.3%	18.2%	16.0%	16.3%
Biên LNR	7.8%	7.4%	15.6%	15.7%	15.4%

Thu nhập

	2016	2017	2018	2019F	2020F
LN từ SXKD	685.7	761.2	1,685.4	1,227.2	1,384.8
LNR	566.7	604.7	1,442.2	1,204.0	1,312.6
EPS	6,139	6,551	15,607	13,063	14,429
Tăng trưởng	75.9%	6.7%	138.2%	-16.3%	9.0%

Nguồn: VHC, ACBS dự phóng

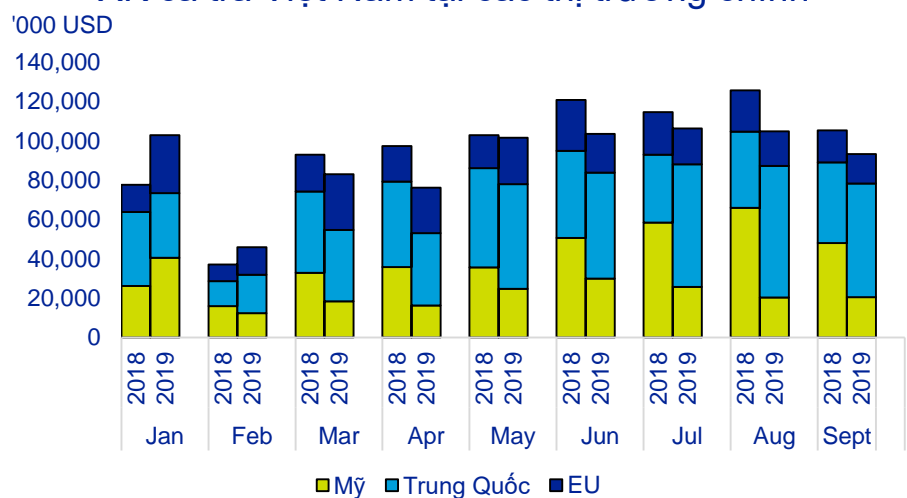
Nguồn: VHC, ACBS dự phóng

Thị trường Mỹ dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2020

Nhu cầu nhập khẩu cá tra tại thị trường Mỹ giảm tháng thứ 8 liên tiếp. Nguyên nhân chủ yếu do hàng còn tồn đọng tại Mỹ từ đợt tích lũy hàng trong năm 2018 do giá cao và do Chính phủ Mỹ đã chi 2,7 triệu USD để khuyến khích tiêu thụ cá da trơn nội địa. Theo tổ chức FAO, các đơn hàng cá da trơn Mỹ sẽ kết thúc vào tháng 12/2019. Sang năm 2020, khi lượng hàng tồn kho bắt đầu giảm và với mức giá cá tra Việt Nam hiện nay đã giảm, chúng tôi tin rằng nhu cầu nhập khẩu từ thị trường Mỹ sẽ tăng trở lại.

Theo ban điều hành VHC, tác động tích cực đối với Việt Nam từ chiến tranh thương mại Mỹ- Trung Quốc sẽ được ghi nhận trong năm 2020 đối với mặt hàng cá tra xuất khẩu khi các đơn hàng giữa Mỹ và Trung Quốc được kí kết hàng năm sắp kết thúc.

XK cá tra Việt Nam tại các thị trường chính



Nguồn: VASEP

Thị trường Trung Quốc, Nhật Bản thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

Năm 2019, Mỹ tiếp tục là thị trường XK lớn nhất của VHC, chiếm gần 60% tổng KNXK. VHC cũng tăng cường XK sang thị trường Trung Quốc, nhằm bù đắp cho nhu cầu giảm sút tạm thời từ thị trường Mỹ. Theo VHC, thị trường Trung Quốc có thể góp đến 30% tổng KNXK của công ty trong thời gian tới. Năm 2019 là cơ hội tốt để VHC mở rộng thị trường Trung Quốc khi thuế nhập khẩu một số loại thủy sản, bao gồm tôm và cá tra, được giảm về 0 từ tháng 5/2019 với Hiệp định ACFTA.

Đến năm 2020, VHC sẽ mở rộng sang thị trường Nhật Bản có giá trị gia tăng cao. Kết hợp với sự phục hồi từ thị trường Mỹ, sẽ bù đắp cho mức giá bán bình quân tương đối thấp tại thị trường Trung Quốc.

Sự phục hồi từ thị trường Mỹ và nhu cầu ngày càng tăng từ thị trường Trung Quốc sẽ thúc đẩy giá cá tra Việt Nam tăng cao. Điều này sẽ giúp VHC đàm phán lại giá bán tốt hơn.

Tăng công suất để đáp ứng nhu cầu ngày càng cao

VHC dự kiến chi khoảng 800 tỷ đồng để đầu tư dây chuyền SX và mở rộng vùng nuôi. VHC sẽ bổ sung 220ha diện tích vùng nuôi tại Tân Hưng, tỉnh Long An, nâng tổng diện tích nuôi trồng lên 660ha. Vùng nuôi này dự kiến sẽ hoạt động 30% công suất vào tháng 12/2019 và khoảng 50% công suất vào giữa năm 2020. Cùng với việc mở rộng vùng nuôi, VHC sẽ mở rộng công suất tại nhà máy Thanh Bình từ 150 tấn/ngày lên 200 tấn/ngày, tập trung vào các mặt hàng giá trị gia tăng. Công ty cũng sẽ tăng gấp đôi công suất SX collagen/gelatin lên 3.500 tấn/năm trong quý 3/2020. Ban điều hành VHC kỳ vọng doanh thu từ collagen/gelatin sẽ tăng 60%. Dây chuyền SX phụ phẩm cũng sẽ được thêm tại nhà máy Vĩnh Phước, nhằm tận dụng tuyệt đối giá trị thương mại.

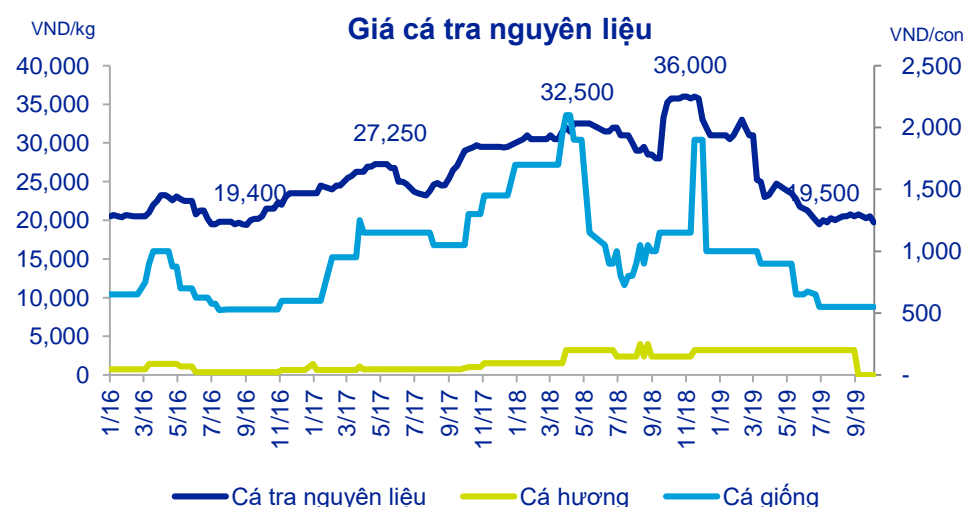
Chúng tôi tin rằng sự đóng góp nhiều hơn từ mặt hàng giá trị gia tăng có biên LN cao và từ mặt hàng collagen/gelatin sẽ giúp VHC duy trì LN cao trong năm 2020. Ngoài ra, việc mở rộng diện tích vùng nuôi sẽ giúp VHC duy trì tỷ lệ tự cung cao với giá đầu vào ổn định, tránh các tác động tiêu cực từ giá nguyên liệu trên thị trường dự kiến sẽ tăng.

Ngành cá tra dự kiến sẽ thiếu hụt nguồn cung

Giá cá tra nguyên liệu trong 10 tháng qua đã biến động mạnh, dao động từ mức cao nhất 33.000 đ/kg xuống mức thấp nhất 19.000 đ/jkg, giảm 36,3% YTD. Sự sụt giảm mạnh đến từ tình trạng dư thừa nguồn cung do XK cá tra Việt Nam đã giảm 8,5% n/n tính đến 9T19, đạt 1.596,3 triệu USD. Điều này chủ yếu đến từ sự sụt giảm tại thị trường Mỹ (-43,6% n/n tính đến 9T19).

Chúng tôi dự đoán kịch bản khan hiếm nguồn cung tương tự như năm 2017-2018 sẽ tái diễn trong vài tháng tới khi giá cá tra nguyên liệu hiện nay đã đạt mức thấp nhất, bằng với năm 2016. Điều này sẽ khiến các hộ nông dân chịu thua lỗ nặng nề, dẫn đến phải treo ao. Ngoài ra, diện tích nuôi trồng và diện tích thu hoạch cá tra tại Việt Nam tăng mạnh tính đến 9T19 (lần lượt là 5.703ha, +37,4% n/n và 3.449ha, +30,9% n/n) nhưng sản lượng thu hoạch gần như không tăng (891.597 tấn, +2,9% n/n) cho thấy các hộ dân đang chịu thiệt hại lớn do tỷ lệ sống thấp hoặc do người dân phải thu hoạch trước hạn nhằm tiết kiệm chi phí thức ăn và cắt lỗ.

Giá cá tra giống liên tục ở mức cao từ đầu năm 2019 và hiện đang khan hiếm từ giữa tháng 9/2019 cho thấy dự đoán thiếu hụt nguyên liệu của chúng tôi là có cơ sở.

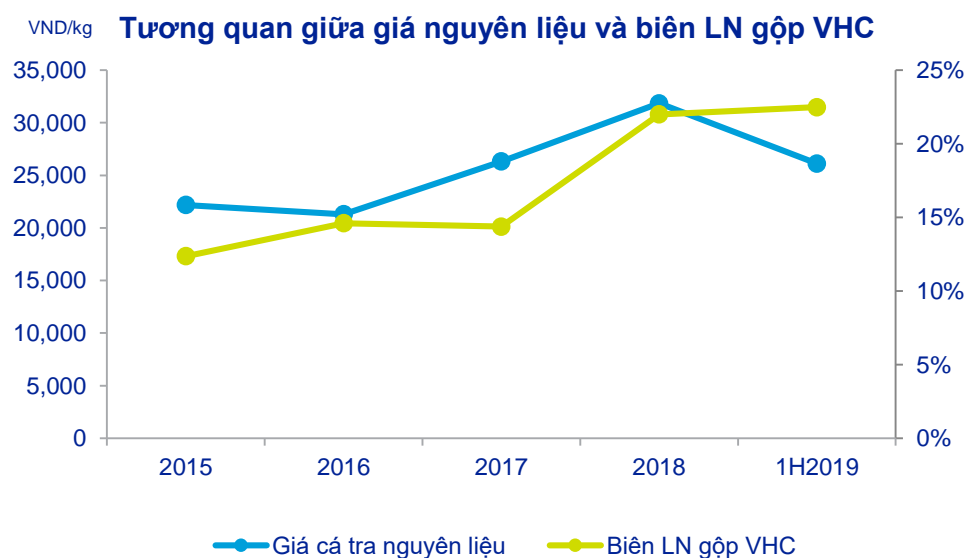


Nguồn: VASEP

Khi thị trường thiếu hụt nguyên liệu, tự cung sẽ là Vua

Với dự đoán về tình hình khan hiếm nguồn cung cá tra nguyên liệu, sự phục hồi nhập khẩu cá tra từ thị trường Mỹ và nhu cầu ngày càng tăng tại các thị trường khác như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia, Philippines... tất cả các yếu tố trên dự kiến sẽ đẩy giá cá tra nguyên liệu tăng cao vào 2020.

Khác với các DN XK cá tra khác khi giá đầu vào cao sẽ ăn mòn vào lợi nhuận, VHC ngược lại ghi nhận mức lợi nhuận cao hơn khi giá nguyên liệu tăng. Điều này nhờ vào VHC có tỷ lệ tự cung cao giúp giảm các tác động xấu từ giá thị trường tăng cao và vị thế đàm phán giá giúp VHC có thể tăng giá bán hợp lý khi giá nguyên liệu tăng. Mối tương quan này thậm chí còn rõ nét hơn trong năm 2018 khi đa số các DN XK cá tra Việt Nam đều ghi nhận lợi nhuận âm trong khi biên LN gộp của VHC đạt mức cao nhất kể từ năm 2007. Do đó, mặc dù biên LN gộp của VHC giảm trong 2 quý vừa qua, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ đạt mức biên LN gộp cao hơn trong năm 2020 khi giá nguyên liệu dự kiến sẽ tăng.



Nguồn: VASEP, VHC

Định giá

Giá cp VHC đã đạt mức cao nhất trong quý 1/2018 với tín hiệu khả quan từ KQKD. Kể từ đó, giá cp đã giảm 21,0% xuống 77.500 đ/cp (giá ngày 23/10/2019). Chúng tôi tin rằng thị giá này đã phản ánh KQKD sụt giảm được dự đoán trước trong năm 2019.

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2020 đối với cp VHC là **106.600 đ/cp (+42,7% TSR** bao gồm 5,2% tỷ suất sinh lợi cổ tức). Chúng tôi duy trì phương pháp định giá dựa trên trung bình phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp PE. Chỉ số PE mục tiêu của chúng tôi là 6,7x, tương ứng với mức chiết khấu 30% so với DN cùng ngành Japfa Comfeed Indonesia (9,6x) là công ty đại diện được chọn để so sánh với ngành cá tra Việt Nam trong kỳ xét thuế chống phá giá POR 14. Chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cp VHC và tin rằng đây là cơ hội tốt vì giá thị trường đang ở mức hấp dẫn với mức PE năm 2020 là 5,9x.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VHC	Giá hiện tại (đồng):	77.500	Giá mục tiêu (đồng):	106.600	Vốn hóa (tỷ đồng):	7.161,3
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	7.303,5	8.151,5	9.271,3	7.678,6	8.499,5	9.473,3
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>12,5%</i>	<i>11,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>-17,2%</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,5%</i>
GVHB trừ khấu hao	6.099,4	6.794,3	7.082,9	5.887,1	6.452,9	7.126,2
Chi phí bán hàng và QLDN	381,1	410,7	354,0	375,3	425,3	464,5
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,9%</i>
EBITDA	823,1	946,5	1.834,4	1.416,2	1.621,3	1.882,6
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,6%</i>	<i>19,8%</i>	<i>18,4%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,9%</i>
Khấu hao	137,4	185,3	149,0	189,1	236,5	290,4
Lợi nhuận từ HĐKD	685,7	761,2	1.685,4	1.227,2	1.384,8	1.592,2
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,3%</i>	<i>18,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,3%</i>	<i>16,8%</i>
Chi phí lãi vay ròng	32,2	50,8	-8,9	8,8	-28,0	-31,8
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>2,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>9,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>
Thuế	107,0	118,2	245,5	148,8	162,2	202,6
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,0%</i>
Lợi ích CĐTS	1,3	0,1	0,1	-	-	-
Lợi nhuận ròng	566,7	604,7	1.442,2	1.204,0	1.312,6	1.485,8
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,4%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,4%</i>	<i>15,7%</i>
Tiền mặt đạt được	704,1	790,0	1.591,2	1.393,0	1.549,1	1.776,2
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	92,3	92,3	92,4	91,0	91,0	91,0
EPS (VND)	6.139	6.551	15.607	13.063	14.429	16.332
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)	6.139	6.551	15.607	13.063	14.429	16.332
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>75,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>138,2%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>10,5%</i>	<i>13,2%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Thay đổi vốn lưu động	-201,6	199,5	1.114,6	-483,9	231,0	292,0
Capex	356,4	242,6	714,8	820,3	900,2	988,5
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	28,5	19,2	6,1	105,7	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	215,6	686,6	40,2	-222,9	85,0	121,7
Dòng tiền tự do	575,1	148,3	-123,1	944,9	337,7	411,0
Phát hành cp	-	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	230,7	-	363,4	366,8	363,9	363,9
Thay đổi nợ ròng	-425,9	-57,6	-373,9	-1.042,0	-56,8	-134,5
Nợ ròng cuối năm	1.050,0	992,3	618,5	-423,5	-480,3	-614,9
Giá trị doanh nghiệp	6.103,4	6.161,1	6.542,8	7.473,9	7.530,8	7.665,3
Vốn CSH	2.387,0	2.942,5	4.015,2	4.838,1	5.786,8	6.908,7
Giá trị sổ sách/cp (VND)	25.861	31.879	43.452	53.181	63.610	75.942
Nợ ròng / VCSH (%)	44,0%	33,7%	15,4%	-8,8%	-8,3%	-8,9%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1,3	1,0	0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Tổng tài sản	4.450,9	5.042,6	6.298,5	6.111,8	7.121,5	8.215,6

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE (%)	25,4%	22,7%	41,5%	27,2%	24,7%	23,4%
ROA (%)	12,9%	12,7%	25,4%	19,4%	19,8%	19,4%
ROIC (%)	13,5%	13,6%	25,3%	19,5%	19,5%	19,0%
WACC (%)	11,1%	11,2%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%
EVA (%)	2,3%	2,4%	14,4%	8,5%	8,5%	7,8%
PER (x)	12,6	11,8	5,0	5,9	5,4	4,7
EV/EBITDA (x)	10,1	9,0	4,2	5,2	4,4	3,7
EV/FCF (x)	10,6	41,6	-53,2	7,9	22,3	18,7
PBR (x)	3,0	2,4	1,8	1,5	1,2	1,0
PSR (x)	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7
EV/sales (x)	0,8	0,8	0,7	1,0	0,9	0,8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,6%	2,6%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Ngân hàng, tài chính
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trần Trí An Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

NV Quan hệ doanh nghiệp
Lê Thị Mai Như
(+84 28) 3823 3667 (ext: 307)
nhultm@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận - GDKHĐC
Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 5404 6630 (ext:308)
huongctk@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng
Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 3823 4798
thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 5404 6427
dungln.hso@acbs.com.vn

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Patrick Mitchell
(+84 28) 54 046 632
patrick@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng
Nguyễn Ngọc Tuyển
(+84 28) 3823 4798
tuyennn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Thị Thanh Nhà
(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)
nhanntt.sgn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 5404 6626
thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cố tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cố tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cố tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2019). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.