

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC: HOSE)



PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG – Giá mục tiêu 1 năm: 33.550 đồng/cp

Giá hiện tại: 31.000 đồng/cp

Nguyễn Thu Thủy

thuyn4@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321

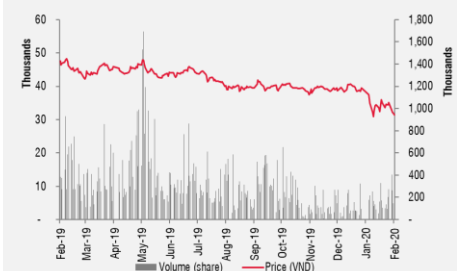
Ngày 02/03/2020

NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	246
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	5.722
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	182
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	49,75/30,9
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	140.951
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0,22
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	5,22
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	34,48
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	N.a

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

VHC là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Công ty đã tăng trưởng và trở thành nhà xuất khẩu hàng đầu Việt Nam từ năm 2010. Hoạt động kinh doanh chính của VHC là xuất khẩu cá tra phi lê đông lạnh và sản xuất các loại phụ phẩm và sản phẩm về cá. VHC là một trong số ít những công ty thủy sản Việt Nam có chuỗi cung ứng tích hợp sở hữu toàn bộ chuỗi giá trị từ nuôi trồng, sản xuất thức ăn thủy sản, chế biến, sản xuất cá đông lạnh và lưu trữ kho lạnh. Công ty tập trung mở rộng kinh doanh thủy sản bằng việc mua lại Công ty Xuất nhập khẩu Vạn Đức Tiền Giang.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Triển vọng ảm đạm trong năm 2020 phản ánh vào giá cổ phiếu

VHC đã công bố kết quả kinh doanh Q4/2019 trong đó doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 2.171 tỷ đồng (-19,7% YoY và +15,3% QoQ) và 199 tỷ đồng (-50,9% YoY và -21,5% QoQ). Lũy kế năm 2019 doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 7.867 tỷ đồng (-15,1% YoY) và 1.180 tỷ đồng (-18,2% YoY), hoàn thành lần lượt 78% và 94% kế hoạch của công ty và thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi là 1.254 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

Giá bán bình quân tiếp tục giảm trong Q4/2019, mặc dù sản lượng xuất khẩu được cải thiện trong quý

Như đã đề cập trong suốt cả năm, nhu cầu thấp cùng với giá bán bình quân giảm là những lý do chính cho một năm hoạt động kém hiệu quả như vậy. Đối với phân khúc thủy sản của VHC, doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp đều đạt đỉnh trong năm 2018 do bất ổn thị trường từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Tác động của chiến tranh thương mại tiếp tục diễn ra trong Q1/2019, nhưng bắt đầu giảm dần từ Q2/2019. Ban lãnh đạo của VHC tin rằng hàng tồn kho giá cao đã được bán hết từ Q3/2019, và nhu cầu từ thị trường Mỹ đã bắt đầu tăng nhẹ từ tháng 10/2019.

Giá bán bình quân trong năm 2020 dự kiến ổn định hơn và năng suất có thể cải thiện ở một số công đoạn sản xuất

Theo Ban lãnh đạo công ty, một số hợp đồng chính được ký kết trong năm 2020 và hiện tại công ty tin rằng sản lượng xuất khẩu sẽ được phục hồi trong năm 2020, và xu hướng giá bán bình quân sẽ ổn định hơn trong năm 2020. Tuy nhiên, do giá bán bình quân đã giảm sâu trong năm 2019 từ 4,76 USD/kg trong tháng 1/2019 xuống 2,98 USD/kg trong tháng 12/2019, việc ổn định giá ở mức thấp này có thể khiến tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn và do đó lợi nhuận của công ty trong năm 2020 vẫn giảm, mặc dù sản lượng xuất khẩu sang Mỹ tăng.

Cập nhật về tác động của dịch virus Covid-19 và EVFTA

Mặc dù thị trường Trung Quốc chỉ chiếm khoảng 20% doanh thu xuất khẩu của VHC (sau thị trường Mỹ với tỷ trọng hơn 50%), chúng tôi vẫn ước tính VHC có thể bị ảnh hưởng, đặc biệt trong Q1/2020 với những lý do sau: (1) Trung Quốc là động lực tăng trưởng sản lượng xuất khẩu cá tra cho Việt Nam nói chung và cho VHC nói riêng. (2) Nhu cầu của Trung Quốc giảm đột ngột có thể khiến nguồn cung dư thừa và làm suy giảm khả năng thương lượng giá của VHC, do đó hạn chế khả năng phục hồi giá bán.

Nghị viện Châu Âu đã phê chuẩn hiệp định EVFTA vào ngày 12/2/2020. Hiệp định này sẽ có hiệu lực sau 2 tháng kể từ khi Việt Nam phê chuẩn (có thể là vào tháng 5/2020). Hiện tại cá tra Việt Nam chịu mức thuế xuất khẩu sang thị trường EU là 5,5% theo GSP. Theo EVFTA, mức thuế quan sẽ được gỡ bỏ dần trong vòng 3 năm. Do thị trường EU chiếm chưa đến 15% doanh thu xuất khẩu của VHC và việc cắt giảm thuế quan không đáng kể, chúng tôi ước tính EVFTA sẽ có ít tác động đến triển vọng của VHC.

Ước tính lợi nhuận

Trong năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 8.476 tỷ đồng (+7,7% YoY) và 831,9 tỷ đồng (-29,5% YoY). Theo giả định của chúng tôi, giá bán bình quân sẽ tăng dần đến cuối năm cùng với nhu cầu tăng dần lên, và giá bán bình quân trong năm 2020 có thể ở mức 3,30 USD/kg (-18,1% YoY). Tổng sản lượng cá phi lê xuất khẩu phục hồi 25%, vì nhu cầu tại thị trường Mỹ có thể phục hồi lại mức bình thường. Doanh thu collagen & gelatin có thể tăng 40%, nhờ tăng công suất thiết kế từ 2.000 tấn lên 3.500 tấn trong nửa cuối năm 2020.

Định giá và quan điểm đầu tư

Tuy VHC đang có những nỗ lực giúp cải thiện năng suất, chúng tôi cho rằng việc giá bán duy trì ổn định ở mức thấp như hiện tại vẫn sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận. Hiện tại cổ phiếu VHC đang giao dịch với mức giá là 31.000 đồng/cp, tương đương với mức P/E 2020F là 7 lần, theo quan điểm của chúng tôi là khá hợp lý. Chúng tôi duy trì P/E mục tiêu cho VHC là 7,5 lần, do đó đưa ra mức giá mục tiêu là 33.550 đồng/cp (+8,2% so với mức giá hiện tại). Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho cổ phiếu VHC.

Rủi ro đối với khuyến nghị

Nhu cầu tại thị trường Mỹ có thể phục hồi mạnh hơn ước tính. Bất kỳ sự leo thang nào trong chiến tranh thương mại Mỹ-Trung có thể gây bất ngờ cho thị trường một lần nữa, và làm giảm đáng kể giá trị xuất khẩu cá rô phi của Trung Quốc sang thị trường Mỹ, đồng thời tăng nhu cầu sản phẩm thay thế ví dụ cá tra của Việt Nam.

Kết quả kinh doanh Q4/2019

VHC đã công bố kết quả kinh doanh Q4/2019 trong đó doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 2.171 tỷ đồng (-19,7% YoY và +15,3% QoQ) và 199 tỷ đồng (-50,9% YoY và -21,5% QoQ). Lũy kế năm 2019 doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 7.867 tỷ đồng (-15,1% YoY) và 1.180 tỷ đồng (-18,2% YoY), hoàn thành lần lượt 78% và 94% kế hoạch của công ty và thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi là 1.254 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

(tỷ đồng)	4Q19	4Q18	YoY	3Q19	QoQ	% kế hoạch năm	TSLN			
							4Q19	4Q18	3Q19	2018
Doanh thu thuần	2.171	2.702	-19,7%	1.882	15,3%	78%				
Lợi nhuận gộp	305	570	-46,5%	370	-17,6%		14,1%	21,1%	19,7%	22,0%
Lợi nhuận từ HĐKD	211	478	-55,9%	279	-24,4%		9,7%	17,7%	14,8%	18,6%
EBIT	235	486	-51,6%	297	-20,9%		10,8%	18,0%	15,8%	18,8%
EBITDA	280	524	-46,6%	337	-16,8%		12,9%	19,4%	17,9%	20,5%
Lợi nhuận trước thuế	223	466	-52,3%	283	-21,4%		10,3%	17,3%	15,0%	18,2%
Lợi nhuận ròng	199	406	-50,9%	254	-21,5%	94%	9,2%	15,0%	13,5%	15,6%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	199	406	-50,9%	254	-21,5%		9,2%	15,0%	13,5%	15,6%

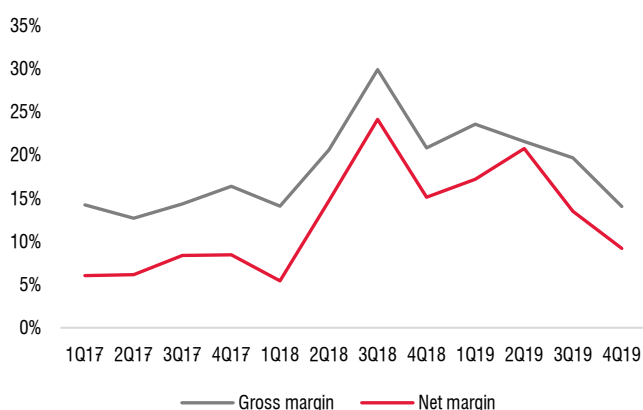
Nguồn: VHC, SSI Research

Giá bán bình quân tiếp tục giảm trong Q4/2019, mặc dù sản lượng xuất khẩu được cải thiện trong quý

Theo Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), tổng giá trị xuất khẩu cá tra giảm 11,4% YoY trong năm 2019, đạt 2 tỷ USD. Việc sụt giảm này là do giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ giảm 47,6%. Như đã đề cập trong suốt cả năm, nhu cầu thấp cùng với giá bán bình quân giảm là những lý do chính cho một năm hoạt động kém hơn so với năm trước. Giá bán bình quân tại thị trường Mỹ tiếp tục giảm còn 2,98 USD/kg vào tháng 12/2019, trong khi giá cá nguyên liệu vẫn không thay đổi từ giữa năm 2019. Điều này khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC trong Q4/2019 chỉ đạt 14,1% thấp hơn nhiều so với các quý trước.

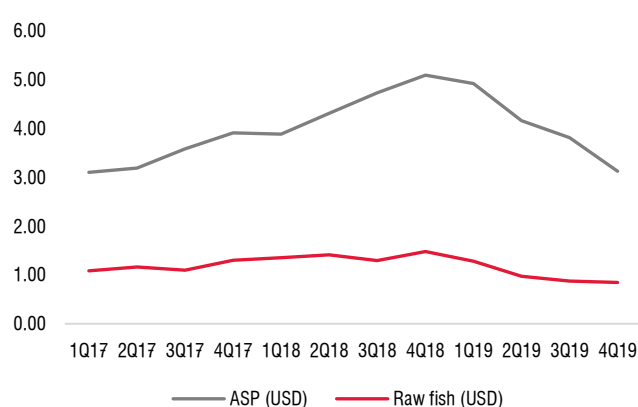
Theo báo cáo của VASEP, kim ngạch xuất khẩu của VHC trong năm 2019 đạt khoảng 286 triệu USD, giảm 18,1% YoY và chiếm 3,33% tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam. Vì dịp Tết Nguyên đán rơi vào tháng 1 năm nay, giá trị xuất khẩu của VHC trong tháng 1 đạt khoảng 21 triệu USD, giảm 33% YoY và tương đương với mức giảm 33% YoY tổng giá trị xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong cùng kỳ.

Tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý của VHC



Nguồn: VHC, SSI Research

Giá bán trung bình và giá cá nguyên liệu tại thị trường Mỹ

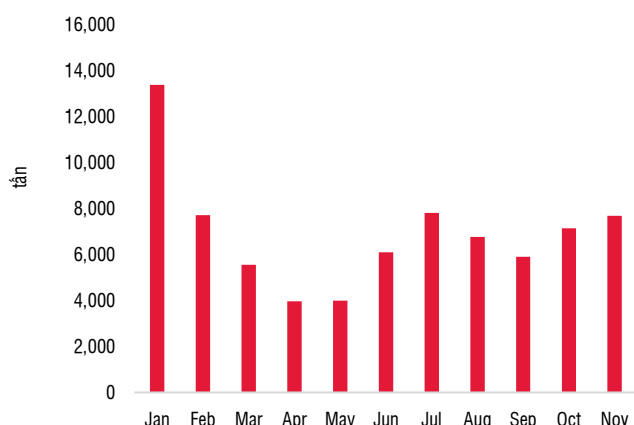


Nguồn: ITC, VASEP, SSI Research

Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC đều đạt đỉnh trong năm 2018 do bất ổn thị trường từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Tác động của chiến tranh thương mại tiếp tục diễn ra trong Q1/2019, nhưng bắt đầu giảm

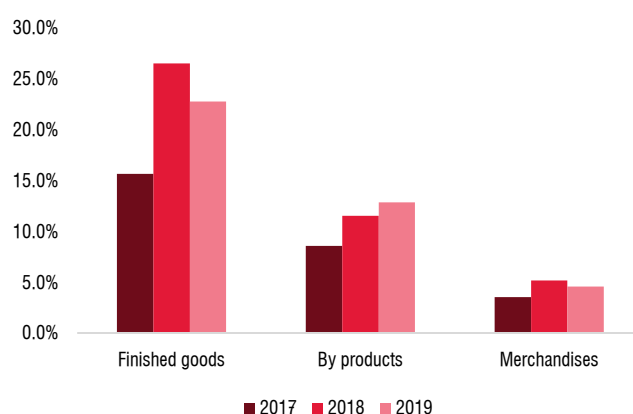
dẫn từ Q2/2019. Ban lãnh đạo của VHC tin rằng hàng tồn kho giá cao tại Mỹ đã được bán hết từ Q3/2019, và nhu cầu từ thị trường Mỹ đã bắt đầu tăng nhẹ từ tháng 10/2019.

Sản lượng nhập khẩu cá tra phi lê đông lạnh của thị trường Mỹ



Nguồn: ITC, SSI Research

Tỷ suất lợi nhuận gộp theo từng phân khúc của VHC



Nguồn: VHC, SSI Research

Theo công ty, giá bán bình quân trong năm 2020 dự kiến ổn định hơn và năng suất có thể cải thiện ở một số công đoạn sản xuất

Theo Ban lãnh đạo công ty, công ty đã ký kết dẫn một số hợp đồng chính cho năm 2020, và do đó tin rằng sản lượng xuất khẩu sẽ phục hồi trong năm 2020, với xu hướng giá bán bình quân ổn định hơn. Tuy nhiên, do giá bán bình quân đã giảm sâu trong năm 2019 từ 4,76 USD/kg trong tháng 1/2019 xuống 2,98 USD/kg trong tháng 12/2019, việc ổn định giá ở mức thấp như hiện nay có thể khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm và do đó lợi nhuận của công ty trong năm 2020 vẫn giảm, mặc dù sản lượng xuất khẩu sang Mỹ tăng.

Bên cạnh việc giải ngân phần còn lại trong ngân sách CAPEX 800 tỷ đồng (mức giải ngân năm 2019 đạt 377 tỷ đồng), VHC cũng lên kế hoạch mua máy móc để tăng năng suất ở một số công đoạn sản xuất như loại bỏ da cá, mức ngân sách cho kế hoạch này vẫn chưa được công bố. Dự án trại cá giống dự kiến sẽ tăng tỷ lệ sống của cá giống lên khoảng 10%, và sẽ mang lại kết quả tích cực từ năm 2021.

Cập nhật tác động của dịch virus Covid-19

Mặc dù thị trường Trung Quốc chỉ chiếm khoảng 20% doanh thu xuất khẩu của VHC (sau thị trường Mỹ với tỷ trọng hơn 50%), chúng tôi vẫn ước tính VHC có thể bị ảnh hưởng, đặc biệt trong Q1/2020 với những lý do sau:

1) Trung Quốc là động lực tăng trưởng sản lượng xuất khẩu cá tra cho Việt Nam nói chung và cho VHC nói riêng. Trung Quốc là thị trường nhập khẩu cá tra của Việt Nam lớn nhất trong năm 2019, cả về giá trị và sản lượng. Trước khi bùng nổ dịch Covid-19, VHC ước tính xuất khẩu sang Trung Quốc có thể tiếp tục đạt mức tăng trưởng 2 con số trong năm 2020. Tuy nhiên, kỳ nghỉ Tết kéo dài ở Trung Quốc đã gây ra một số chậm trễ trong khâu vận chuyển cho các công ty thủy sản. Việc người dân Trung Quốc cũng hạn chế hoạt động ăn uống bên ngoài trong suốt thời gian này cũng sẽ kéo nhu cầu cá tra giảm xuống.

(2) Nhu cầu của Trung Quốc giảm đột ngột có thể khiến nguồn cung dư thừa và làm suy giảm khả năng thương lượng giá của VHC, do đó hạn chế việc phục hồi giá bán.

Tác động của EVFTA là không đáng kể

Nghị viện Châu Âu đã phê chuẩn hiệp định EVFTA vào ngày 12/2/2020. Hiệp định này sẽ có hiệu lực sau 2 tháng kể từ khi Việt Nam phê chuẩn (có thể là vào tháng 5/2020). Hiện tại cá tra Việt Nam chịu mức thuế xuất khẩu sang thị trường EU là 5,5% theo GSP. Theo EVFTA, mức thuế quan sẽ được gỡ bỏ dần trong vòng 3 năm. Do thị trường EU chiếm chưa đến 15% doanh thu xuất khẩu của VHC và việc cắt giảm thuế quan như trên là không đáng kể, chúng tôi ước tính EVFTA sẽ có ít tác động đến triển vọng của VHC.

Ước tính lợi nhuận

Trong năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 8.476 tỷ đồng (+7,7% YoY) và 831,9 tỷ đồng (-29,5% YoY) với các giả định như sau:

- Giá bán bình quân sẽ tăng dần đến cuối năm cùng với nhu cầu tăng dần lên, và giá bán bình quân trong năm 2020 có thể giảm 18,1% YoY. Tổng sản lượng cá phi lê xuất khẩu phục hồi 25%, vì nhu cầu tại thị trường Mỹ có thể phục hồi trở lại mức bình thường. Doanh thu collagen & gelatin có thể tăng 40%, nhờ tăng công suất thiết kế từ 2.000 tấn lên 3.500 tấn trong nửa cuối năm 2020.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp có thể đạt mức 15,1% thấp hơn năm 2019 là 19,5% do giá bán bình quân thấp hơn.
- Nếu không có khoản thu nhập bất thường từ thanh lý các khoản đầu tư (năm 2019 là 121 tỷ đồng), thu nhập tài chính ròng vẫn có thể đạt 56,5 tỷ đồng, do hiện tại VHC có nhiều tiền mặt hơn nợ vay.
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý không thay đổi ở mức 254,3 tỷ đồng (+1% YoY) và 148,3 tỷ đồng (-0,3% YoY).
- Doanh thu và lợi nhuận trước thuế ước tính lần lượt đạt 8.476 tỷ đồng (+7,7% YoY) và 928,7 tỷ đồng (-29,1% YoY).

(Tỷ đồng)	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần	9.271	7.867	8.476
Tăng trưởng doanh thu thuần	13,7%	-15,1%	7,7%
Lợi nhuận gộp	2.039	1.533	1.279
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,0%	19,5%	15,1%
Thu nhập tài chính	137	254	132
Chi phí tài chính	-167	-93	-75
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-354	-401	-403
Thu nhập ròng khác	-46	1	-4
Lợi nhuận trước thuế	1.688	1.309	929
Lợi nhuận ròng	1.442	1.180	838
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	138,5%	-18,1%	-29,0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	15,6%	15,0%	9,9%
EPS (VND)	7.866	6.378	4.472

Nguồn: VHC, SSI ước tính

Định giá và quan điểm đầu tư

Hiện tại cổ phiếu VHC đang giao dịch với mức giá là 31.000 đồng/cp, tương đương với mức P/E 2020F là 7 lần so với mức bình quân ngành trong khu vực là 4,9 lần, theo quan điểm của chúng tôi là khá hợp lý. Chúng tôi duy trì P/E mục tiêu cho VHC là 7,5 lần, do đó đưa ra giá mục tiêu là 33.550 đồng/cp (+8,2% so với mức giá hiện tại). Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho cổ phiếu VHC.

Yếu tố hỗ trợ trong 3-6 tháng tới

Kết quả cuối cùng của POR 15 sẽ được công bố trong Q1/2020. Vì nhu cầu từ thị trường Mỹ trước POR thường thấp hơn và bắt đầu tăng sau đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận của VHC có thể giảm trong Q1/2020 và tăng dần tới cuối năm.

Rủi ro đối với khuyến nghị:

Nhu cầu tại thị trường Mỹ có thể phục hồi mạnh hơn so với ước tính của chúng tôi.

Bất kỳ sự leo thang nào trong chiến tranh thương mại Mỹ-Trung có thể gây bất ngờ cho thị trường một lần nữa, và làm giảm đáng kể giá trị xuất khẩu cá rô phi của Trung Quốc sang thị trường Mỹ, đồng thời tăng nhu cầu sản phẩm thay thế ví dụ cá tra của Việt Nam.

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	45	43	86	62
+ Đầu tư ngắn hạn	373	608	1.492	1.650
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.329	2.002	1.516	1.566
+ Hàng tồn kho	1.202	1.386	1.414	1.431
+ Tài sản ngắn hạn khác	54	102	103	79
Tổng tài sản ngắn hạn	3.004	4.140	4.612	4.788
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	2	6	0
+ GTCL Tài sản cố định	1.566	1.397	1.504	1.931
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	224	259	335	335
+ Lợi thế thương mại	1	389	1	0
+ Tài sản dài hạn khác	246	111	155	145
Tổng tài sản dài hạn	2.038	2.158	2.001	2.411
Tổng tài sản	5.043	6.299	6.613	7.200
+ Nợ ngắn hạn	1.671	2.251	1.714	1.493
Trong đó: vay ngắn hạn	1.008	1.269	866	720
+ Nợ dài hạn	429	33	20	15
Trong đó: vay dài hạn	402	0	0	0
Tổng nợ phải trả	2.100	2.283	1.734	1.507
+ Vốn góp	924	924	1.834	1.834
+ Thặng dư vốn cổ phần	216	224	224	224
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.805	2.867	2.933	3.747
+ Quý khác	-3	0	-112	-112
Vốn chủ sở hữu	2.943	4.015	4.879	5.692
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	5.043	6.299	6.613	7.200
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	447	680	1.489	901
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-593	-702	-743	-779
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	27	20	-703	-146
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-119	-2	43	-24
Tiền đầu kỳ	165	45	43	86
Tiền cuối kỳ	45	43	86	62
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,8	1,84	2,69	3,21
Hệ số thanh toán nhanh	1,05	1,18	1,8	2,2
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,25	0,29	0,92	1,15
Nợ ròng / EBITDA	1,03	0,42	-0,03	-0,73
Khả năng thanh toán lãi vay	11,12	31,14	22,99	24,46
Ngày phải thu	48,3	61,7	77,6	60,9
Ngày phải trả	13,3	12,8	16	14,2
Ngày tồn kho	63,2	65,3	80,7	72,1
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,58	0,64	0,74	0,79
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,42	0,36	0,26	0,21
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,71	0,57	0,36	0,26
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,48	0,32	0,18	0,13
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,34	0,32	0,18	0,13

Nguồn: VHC, SSI Research

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F
Báo cáo Kết quả Kinh doanh				
Doanh thu thuần	8.151	9.271	7.867	8.476
Giá vốn hàng bán	-6.980	-7.232	-6.334	-7.197
Lợi nhuận gộp	1.172	2.039	1.533	1.279
Doanh thu hoạt động tài chính	58	137	254	132
Chi phí tài chính	-89	-167	-93	-75
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-269	-210	-252	-254
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-141	-144	-149	-148
Thu nhập khác	731	1.734	1.308	933
Thu nhập từ các công ty liên kết	-8	-46	1	-4
Lợi nhuận trước thuế	723	1.688	1.309	929
Lợi nhuận ròng	605	1.442	1.180	838
Lợi ích của cổ đông thiểu số	605	1.442	1.180	838
Lợi nhuận chia cho cổ đông	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	6.544	15.607	8.560	4.568
Giá trị sổ sách (VND)	30.617	42.959	26.386	30.855
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.000	4.000	0	0
EBIT	794	1.744	1.369	968
EBITDA	993	1.900	1.534	1.164
Tăng trưởng				
Doanh thu	11,6%	13,7%	-15,1%	7,7%
EBITDA	11,9%	91,3%	-19,3%	-24,1%
EBIT	7,2%	119,5%	-21,5%	-29,3%
Lợi nhuận ròng	6,9%	138,5%	-18,1%	-29,0%
Vốn chủ sở hữu	23,0%	36,4%	21,5%	16,7%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	98,5%	0,0%
Tổng tài sản	13,3%	24,9%	5,0%	8,9%
Định giá				
PE	8,1	6	6,2	7
PB	1,7	2,2	1,5	1
Giá/Doanh thu	6	9,3	9,2	6,8
Tỷ suất cổ tức	3,80%	4,30%	0,00%	0,00%
EV/EBITDA	6	4,8	4,3	4,1
EV/Doanh thu	0,7	1	0,8	0,6
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,4%	22,0%	19,5%	15,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	9,6%	18,6%	16,4%	10,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7,4%	15,6%	15,0%	9,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,3%	2,3%	3,2%	3,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,7%	1,5%	1,9%	1,8%
ROE	22,7%	41,5%	26,5%	15,8%
ROA	12,7%	25,4%	18,3%	12,1%
ROIC	16,3%	30,9%	22,4%	14,4%

PHỤ LỤC 2: BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÝ

Tỷ đồng	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	48	73	74	86
+ Đầu tư ngắn hạn	1.024	1.109	1.266	1.492
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.226	1.286	1.451	1.516
+ Hàng tồn kho	1.711	1.905	1.779	1.414
+ Tài sản ngắn hạn khác	103	99	94	103
Tổng tài sản ngắn hạn	4.111	4.472	4.664	4.612
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	1	6	6
+ GTCL Tài sản cố định	1.396	1.422	1.431	1.504
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	281	239	245	335
+ Lợi thế thương mại	362	5	1	1
+ Tài sản dài hạn khác	106	111	153	155
Tổng tài sản dài hạn	2.147	1.778	1.836	2.001
Tổng tài sản	6.258	6.250	6.500	6.613
+ Nợ ngắn hạn	1.906	1.691	1.687	1.714
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>1.208</i>	<i>994</i>	<i>1.007</i>	<i>866</i>
+ Nợ dài hạn	30	21	21	20
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Tổng nợ phải trả	1.935	1.712	1.708	1.734
+ Vốn góp	0	0	0	0
+ Thặng dư vốn cổ phần	224	224	224	224
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.867	2.663	2.663	1.753
+ Quỹ khác	1.231	1.651	1.905	2.902
Vốn chủ sở hữu	4.323	4.538	4.791	4.879
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	6.258	6.250	6.500	6.613
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	532	124	173	1.044
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-466	294	-185	-613
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-61	-393	13	22
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	5	25	1	453
Tiền đầu kỳ	43	48	73	-531
Tiền cuối kỳ	48	73	74	-78
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,16	2,64	2,76	2,69
Hệ số thanh toán nhanh	1,21	1,46	1,65	1,8
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,56	0,7	0,79	0,92
Nợ ròng / EBITDA	0,34	-0,37	-0,99	-2,54
Khả năng thanh toán lãi vay	20,6	30,72	21,24	18,82

Tỷ đồng	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
Doanh thu thuần	1.789	2.025	1.882	2.171
Giá vốn hàng bán	-1.368	-1.588	-1.512	-1.866
Lợi nhuận gộp	421	436	370	305
Doanh thu hoạt động tài chính	31	135	35	54
Chi phí tài chính	-24	-23	-22	-24
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-49	-62	-65	-76
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-45	-34	-32	-38
Thu nhập khác	346	454	286	222
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	4	-2	0
Lợi nhuận trước thuế	346	457	283	223
Lợi nhuận ròng	307	420	254	199
Lợi nhuận chia cho cổ đông	307	420	254	199
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	3.326	4.437	2.692	2.118
Giá trị sổ sách (VND)	46.779	49.107	51.854	26.593
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	364	473	297	235
EBIT	404	515	337	280
Tăng trưởng				
Doanh thu	-0,8%	-9,6%	-25,5%	-19,7%
EBITDA	79,5%	29,4%	-54,9%	-46,6%
EBIT	188,6%	15,0%	-58,7%	-51,6%
Lợi nhuận ròng	213,9%	27,7%	-58,3%	-50,9%
Vốn chủ sở hữu	51,3%	43,0%	26,6%	21,2%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	98,5%
Tổng tài sản	26,4%	19,5%	8,4%	5,0%
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,5%	21,6%	19,7%	14,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	19,6%	22,2%	14,8%	9,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	17,2%	20,7%	13,5%	9,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,7%	3,1%	3,5%	3,5%
Chi phí quản lý./Doanh thu thuần	2,5%	1,7%	1,7%	1,7%
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,69	0,73	0,74	0,74
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,31	0,27	0,26	0,26
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,45	0,38	0,36	0,36
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,28	0,22	0,21	0,18
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,28	0,22	0,21	0,18

Nguồn: VHC, SSI Research

1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	phuonghv@ssi.com.vn
Phạm Lưu Hưng	Phó GD Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	hungpl@ssi.com.vn
Nguyễn Thu Thủy	Chuyên viên phân tích	thuynt4@ssi.com.vn