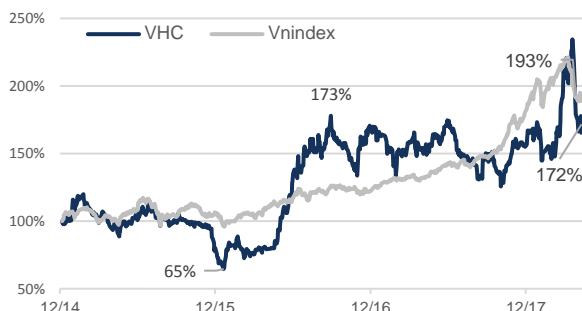


Nguyễn Trần Gia Hưng

Chuyên viên phân tích

Email: hungntg@fpts.com.vn

Tel: (84.28) - 6290 8686 - Ext: 7583

Diễn biến giá cổ phiếu VHC


Thông tin giao dịch		25/05/2018
Giá hiện tại (đ/CP)		52.300
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)		77.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)		41.700
Số lượng CP niêm yết (CP)		92.403.943
Số lượng CP lưu hành (CP)		92.301.883
KL GDBQ 3 tháng (CP/ngày)		390.485
% sở hữu nước ngoài		38,7%
P/E trailing (Q1/2018)		8,x
EPS trailing (đồng/CP)		6.436
Vốn hóa (tỷ đồng)		4.827

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ Phần Vĩnh Hoàn
Địa chỉ	Quốc lộ 30, Phường 11, Thành phố Cao Lãnh, Tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Xuất khẩu thủy hải sản
Chi phí chính	Chi phí thủy sản nguyên vật liệu
Lợi thế cạnh tranh	Chất lượng sản phẩm, Vị thế đầu ngành, Quy mô lớn
Rủi ro chính	Rủi ro biến động nguyên vật liệu đầu vào

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
Tăng trưởng DT	3,2%	12,5%	11,6%
Biên LNG	12,4%	14,6%	14,4%
Biên LNST	4,9%	7,7%	7,4%
Tỷ lệ đòn bẩy (A/E)	2,1	1,9	1,7
P/E trailing	7,6x	9,2x	7,9x

DUY TRÌ VỊ THẾ ĐẦU NGÀNH CÁ TRA XUẤT KHẨU

Kết quả kinh doanh 2017 tăng trưởng khả quan nhờ diễn biến tích cực từ các thị trường xuất khẩu. Theo báo cáo tài chính năm 2017, VHC ghi nhận mức doanh thu cao kỷ lục – 8.151 tỷ đồng, tăng 11,6% yoy. Theo chúng tôi, kết quả trên được hỗ trợ bởi các yếu tố:

- **Tiêu thụ tại Mỹ (thị trường nòng cốt) duy trì ổn định** và dự kiến tăng trưởng tốt nhờ VHC tiếp tục được hưởng thuế suất chống bán phá giá (CBPG) 0% từ kỳ xem xét hành chính lần thứ 13 (POR13).
- **Nhu cầu cá tra tăng mạnh tại thị trường châu Á**, đặc biệt tại Trung Quốc, là động lực thúc đẩy giá bán và doanh thu xuất khẩu của VHC tăng trưởng.

Lợi nhuận gộp tăng trưởng nhưng biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với năm trước. Cụ thể, năm 2017 lợi nhuận gộp của VHC đạt 1.172 tỷ đồng, tăng 10% yoy, trong khi biên lợi nhuận gộp lại giảm nhẹ do biến động giá cá tra đầu vào và sự gia tăng tỷ trọng doanh thu từ thị trường Trung Quốc (có BLNG thấp hơn các thị trường truyền thống). LNST năm 2017 đạt 605 tỷ đồng, tăng 6,9% yoy.

Năm 2018, VHC đặt kế hoạch doanh thu 9.300 tỷ đồng, tăng 14% yoy, với tham vọng tăng trưởng doanh thu ở mọi mặt hàng. Nhưng kế hoạch lợi nhuận sau thuế khá thận trọng với 620 tỷ đồng, chỉ tăng 3% yoy. **Theo chúng tôi, kế hoạch trên có tính khả thi cao vì:**

- Thị trường tiêu thụ của VHC vẫn còn dư địa tăng trưởng, mặt bằng giá cá tra tiếp tục được duy trì ở mức cao trong năm 2018, kết hợp việc tự chủ đầu vào khá tốt của VHC.
- **Trong Q1/2018, VHC ghi nhận 1.804 tỷ đồng doanh thu tăng 11,6%yoy, LNST đạt 98 tỷ đồng, tăng 1,5% yoy.** Mùa vụ khai thác cá tra từ tháng 4 đến giữa tháng 11, do đó doanh thu - lợi nhuận của VHC trong 2 quý tới sẽ khả quan hơn Q1.

Nhận định: chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu VHC tại thời điểm này, dựa trên những tác động trái chiều của các luận điểm sau:

- Tích cực:**
- Vị thế dẫn đầu ngành nuôi & chế biến cá tra xuất khẩu.
 - Dòng tiền CFO vẫn duy trì tốt và đủ đáp ứng vốn cho hoạt động đầu tư, chi trả cổ tức và trả dần nợ vay.
 - Nguồn vốn chuyển dịch theo hướng an toàn với tỷ trọng nợ vay trong cơ cấu vốn giảm dần.

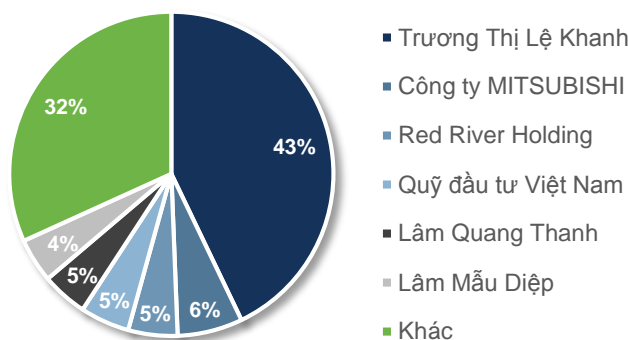
- Tiêu cực:**
- Khoản phải thu tăng cao và VHC bị chiếm dụng đáng kể bởi khách hàng.
 - Vị thế của VHC trong chuỗi giá trị có thể bị suy giảm do VHC đã/đang tiến hành thoái vốn khỏi các công ty thu mua đầu vào/phân phối đầu ra của mình.



SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC) được thành lập vào năm 1997, tại tỉnh Đồng Tháp – là một trong những công ty đầu ngành trong lĩnh vực xuất khẩu thủy hải sản tại Việt Nam. Địa bàn hoạt động của công ty tập trung tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long – nơi có điều kiện tự nhiên thuận lợi cho nuôi trồng và đánh bắt thủy hải sản. Về cơ cấu sở hữu của VHC, bà Trương Thị Lệ Khanh (chủ tịch Hội Đồng Quản Trị) giữ đến 42,9% số lượng cổ phiếu của công ty, cổ đông tổ chức nắm giữ 25,43%, còn lại là các cổ đông nhỏ lẻ.

BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu sở hữu của VHC tính đến ngày 07/05/2018

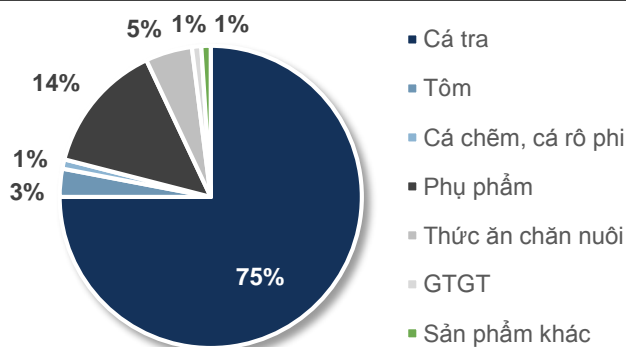


Nguồn: FPTs research

Mô hình kinh doanh

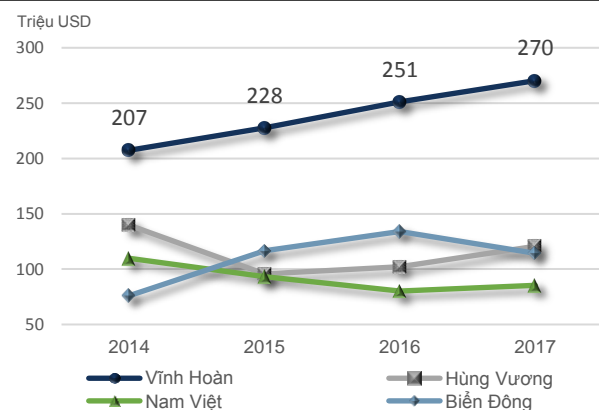
Công ty Vĩnh Hoàn nuôi và thu mua thủy sản các loại để lấy thịt đem đi chế biến. Sản phẩm đầu ra của VHC là thực phẩm cho người tiêu dùng, cơ cấu sản phẩm của VHC vì thế cũng rất đa dạng và đổi mới từng ngày để phù hợp với thị hiếu khách hàng. Trong đó, cá tra xuất khẩu là sản phẩm nòng cốt, chiếm 75% doanh thu thuần của VHC trong năm 2016, ngoài ra công ty còn khai thác một số loại thủy sản như tôm (3% doanh thu) và cá chẽm, cá rô phi (1% doanh thu) – hầu hết đều là thực phẩm tiêu dùng. Bên cạnh đó, công ty còn tận dụng phế phẩm từ quy trình sản xuất, như vây cá, da cá để chiết suất bột mỡ, phụ phẩm, collagen & gelatine hoặc dùng để chế biến thức ăn trong chăn nuôi.

BIỂU ĐỒ 2: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của VHC năm 2016



Nguồn: VHC

VHC là một doanh nghiệp hàng đầu trong các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra tại Việt Nam. Trong năm 2017, công ty chiếm 15% giá trị xuất khẩu cá tra của cả ngành – đạt 270 triệu USD, bỏ xa các đối thủ khác như tập đoàn Hùng Vương (121 triệu USD) hay công ty thủy sản Biển Đông (114 triệu USD). Doanh thu thuần và quy mô tài sản mặc dù đứng thứ 2 – sau tập đoàn Hùng Vương – nhưng lợi nhuận sau thuế lại dẫn đầu ngành – đạt 605 tỷ đồng. Về vốn hóa, xét đến ngày 25/05/2018, tổng giá trị vốn hóa của VHC là 4.827 tỷ đồng – cao nhất trong số các doanh nghiệp thủy sản niêm yết.

BIỂU ĐỒ 3: Giá trị xuất khẩu thủy sản của một số công ty


Nguồn: VHC

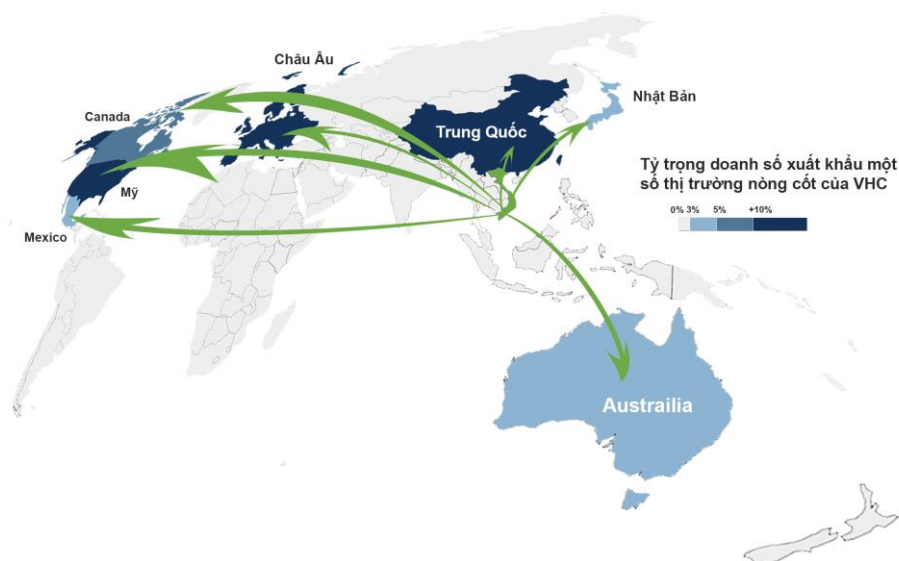
BẢNG 1: So sánh một số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn niêm yết

Công ty CP (đơn vị: tỷ đồng)	Vĩnh hoàn	Hùng Vương	Nam Việt	Đầu tư và phát triển IDI	XNK An Giang
Mã cổ phiếu	VHC	HVG	ANV	IDI	AGF
Thị phần XK cá tra (2017)	15%	7%	5%	5%	3%
Doanh thu thuần (2017)	8.151	12.427	2.949	5.328	3.321
LNST (2017)	605	-728	144	343	3
Quy mô tài sản (2017)	5.043	11.877	2.702	5.737	1.645
Vốn hóa (23/05/2018)	4.634	751	2.904	2.415	150

Nguồn: VHC, FPTs research

Phần lớn lượng thủy sản tiêu dùng mà VHC bán ra thuộc dòng sản phẩm phi lê đông lạnh – phù hợp cho việc vận chuyển dài ngày sang các thị trường xuất khẩu. Ngoài ra, công ty còn tập trung phát triển các mặt hàng có giá trị gia tăng cao – như dòng sản phẩm “Ready to Cook” (cá tra tẩm bột, tẩm gia vị) và “Ready to Eat” (cá nướng Kabayaki). Mặc dù đóng góp vào doanh thu còn khiêm tốn, nhưng đây sẽ là những mặt hàng mà VHC sẽ tập trung phát triển vì có biên lợi nhuận cao hơn so với sản phẩm thủy sản đông lạnh chủ lực của công ty.

Sản phẩm của VHC có mặt trên hơn 30 quốc gia. Châu Âu, Mỹ và Trung Quốc là 3 thị trường nòng cốt, ngoài ra công ty còn tập trung khai thác các thị trường như Canada, Úc, Mexico,...

BIỂU ĐỒ 5: Một số thị trường xuất khẩu chính của VHC


Nguồn: VHC, FPTs research

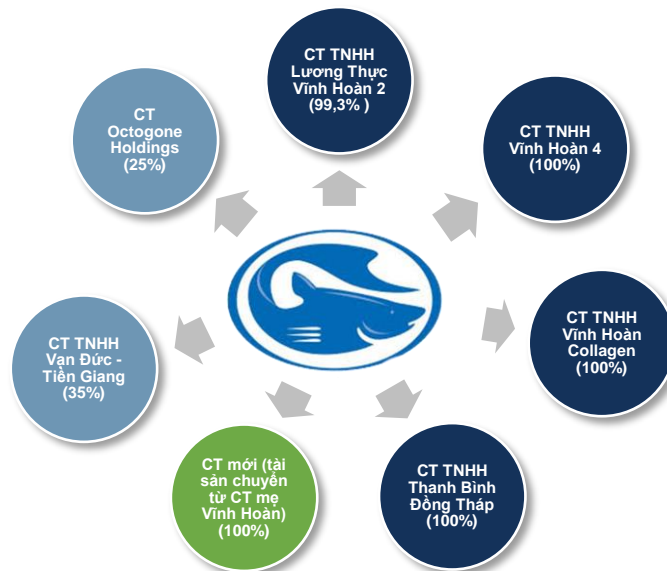
Yếu tố đầu vào. Trước đây VHC thuần mua thủy sản nguyên liệu về chế biến và xuất bán. Nhưng với tham vọng mở rộng chuỗi giá trị và gia tăng biên lợi nhuận, ban lãnh đạo (BLĐ) đã triển khai đầu tư các trang trại nuôi nhấm tự chủ và kiểm soát nguồn nguyên vật liệu đầu vào của mình. Hiện công ty có trại ương từ trứng cá lên cá giống, lượng cá giống còn thiếu công ty thu mua bên ngoài sau đó được thả nuôi trong các trang trại. Sau 6-8 tháng nuôi, công ty sẽ thu hoạch cá trưởng thành và đưa vào các cơ sở chế biến, nếu lượng cá nuôi vẫn không đủ công ty sẽ tiếp tục thu mua bên ngoài.

Bộ máy hoạt động của công ty

Sau ĐHCĐ 2018, VHC sẽ tái cấu trúc lại bộ máy của mình, cụ thể VHC sẽ sở hữu 5 công ty con và 2 công ty liên kết. Trong đó công ty con mới thành lập (chưa đặt tên) được hình thành dựa trên việc chuyển nhượng 3 xí nghiệp số 1,2,3 và vùng nuôi của công ty mẹ Vĩnh Hoàn.

Về bản chất, mô hình công ty vẫn không có gì thay đổi, công ty mới thành lập sẽ chuyên biệt hóa mảng hoạt động kinh doanh lõi của công ty mẹ, trong khi đó công ty mẹ Vĩnh Hoàn sẽ thuần về hoạt động đầu tư vào các công ty con và công ty liên doanh, liên kết.

BIỂU ĐỒ 6: Bộ máy hoạt động của VHC – sau khi tái cơ cấu



Nguồn: VHC

Mỗi công ty con hoặc công ty liên doanh, liên kết của VHC đều được chuyên biệt một mảng kinh doanh riêng trong chuỗi giá trị của doanh nghiệp này. Trong khâu chế biến, công ty mẹ và 2 công ty con Vạn Đức – Tiền Giang, Thanh Bình – Đồng Tháp sẽ thuần về mảng chăn nuôi và chế biến thủy sản. Công ty TNHH Vĩnh Hoàn Collagen phụ trách chiết suất và bán các sản phẩm Gelatine&Collagen. Ngoài ra VHC còn sở hữu công ty Vĩnh Hoàn 2 chuyên chế biến gạo xuất khẩu. Về khâu phân phối, VHC có công ty Octogone Holding (tại Singapore) – đảm nhận việc phân phối sản phẩm tại thị trường Châu Á. Trước đây, VHC còn sở hữu công ty con Vĩnh Hoàn Hoa Kỳ giúp bán hàng tại thị trường Mỹ, nhưng VHC đã thoái vốn hoàn toàn kể từ năm 2015.

BẢNG 2: Lĩnh vực kinh doanh của các công ty con, công ty liên doanh, liên kết

Công ty	Hoạt động kinh doanh chính
CT mẹ Vĩnh Hoàn	Nuôi trồng và chế biến cá tra
CT TNHH Vĩnh Hoàn 2	Chế biến gạo xuất khẩu
CT TNHH Vĩnh Hoàn 4	Chưa đi vào vận hành, tạm ngưng hoạt động đến hết năm 2018
CT TNHH Vĩnh Hoàn Collagen	Chiết xuất và bán Collagen & Gelatine
CT TNHH Thanh Bình – Đồng Tháp	Mua bán, nuôi trồng và chế biến thủy sản các loại
CT mới	Nuôi trồng và chế biến cá tra
CT TNHH Vạn Đức – Tiền Giang	Mua bán, nuôi trồng và chế biến thủy sản các loại
CT Octogone Holding	Mua bán xuất nhập khẩu thủy sản – phân phối sản phẩm tại thị trường Châu Á

Nguồn: VHC

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG & KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2017

BẢNG 3: Kết quả hoạt động kinh doanh của VHC năm 2017

	Năm 2016	Năm 2017	%YoY	Các tỷ lệ biên	Năm 2016	Năm 2017
Doanh thu thuần	7.304	8.151	11,6%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,6%	14,4%
Giá vốn hàng bán	6.237	6.980	11,9%	Chi phí bán hàng/Doanh thu	3,6%	3,3%
Lợi nhuận gộp	1.067	1.172	9,9%	Chi phí QLDN/Doanh thu	1,6%	1,7%
Chi phí bán hàng	266	269	1,1%	Tỷ suất EBIT/Doanh thu	9,4%	9,3%
Chi phí quản lý	115	141	23,2%	Chi phí lãi vay/Doanh thu	0,9%	0,9%
EBIT	686	761	11%	Tỷ suất LNNT/Doanh thu	9,2%	8,9%
Doanh thu tài chính	87	58	-32,7%	Tỷ suất LNST/Doanh thu	7,7%	7,4%
Chi phí tài chính	93	89	-4,7%			
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>68</i>	<i>71</i>	<i>4,8%</i>			
Lợi nhuận khác	-7	-8	16%			
LNTT	672	723	7,5%	Đơn vị: tỷ đồng	Doanh thu	LNST
LNST	565	605	6,9%	TH 2017	8.172	605
EPS (VNĐ/CP) (*)	6.119	6.543	6,9%	KH 2017	9.200	600
				%TH/KH	112,6%	100,8%

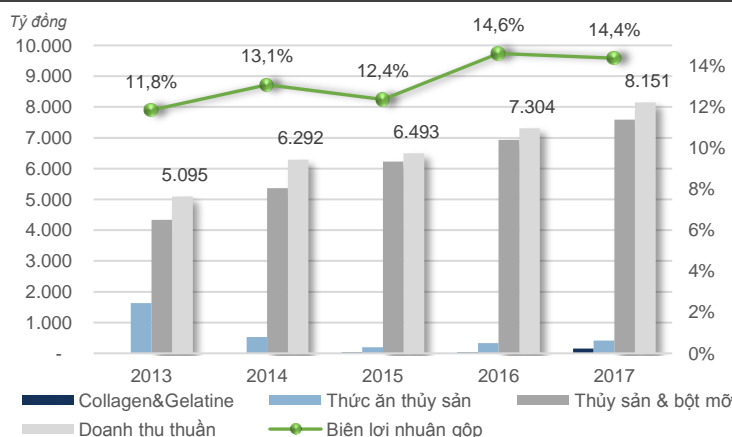
Nguồn: VHC, FPTS research

(*) EPS đã điều chỉnh quỹ khen thưởng, phúc lợi.

1. Doanh thu

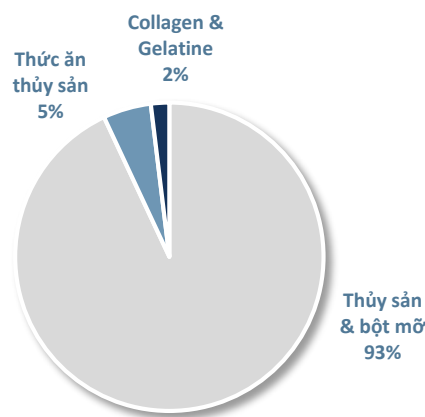
Doanh thu tăng trưởng ổn định và lành mạnh. Năm 2017, VHC ghi nhận mức doanh thu cao kỷ lục – 8.151 tỷ đồng, tăng 11,6%yoy. Động lực tăng trưởng ổn định được hỗ trợ bởi các yếu tố tích cực như: (1) thị trường tiêu thụ tại Mỹ duy trì tốt khi VHC vẫn được hưởng thuế suất chống bán phá giá (CBPG) 0% và (2) nhu cầu tiêu thụ cá tra (sản phẩm chủ lực của VHC) tại các nước Châu Á tăng cao, đặc biệt tại Trung Quốc, nhờ đó đầu ra của cả ngành nói chung được hấp thụ khá tốt. Cả lượng tiêu thụ lẫn giá bán của mặt hàng này đều cải thiện đã thúc đẩy tổng doanh thu của VHC tăng trưởng tốt trong năm qua.

BIỂU ĐỒ 7: Tổng doanh thu thuần theo sản phẩm giai đoạn 2013-2017 (trở lại)



Nguồn: VHC, FPTS research

BIỂU ĐỒ 8: Cơ cấu doanh thu thuần năm 2017

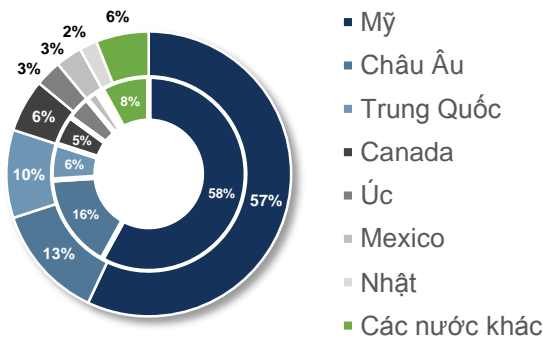


Nguồn: VHC

- **Thị trường Mỹ ổn định**, trong đợt xem xét hành chính lần thứ 13 (hay còn gọi là POR13), Bộ Thương Mại Hoa Kỳ (DOC) đã áp mức thuế CBPG mặt hàng cá phi lê đông lạnh khá cao đối với các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. Một số công ty như thủy sản Hùng Vương phải chịu mức thuế 3,87 USD/Kg, con số này của Công ty CP Cadovimex II lên tới 7,74 USD/Kg, việc này làm giảm đáng kể sức cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ. Riêng đối với Vĩnh Hoàn, công ty vẫn tiếp tục được hưởng mức thuế 0%, nhờ chất lượng sản phẩm đáp ứng đầy đủ các yêu cầu khắt khe của DOC.

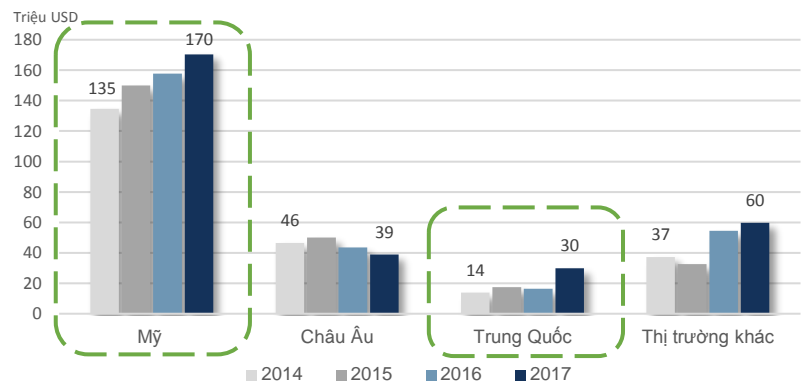
Mặc dù vậy, mức thuế này được đánh giá là rất cao và không công bằng cho các doanh nghiệp Việt, vì vậy một số công ty thủy sản đã không còn mẫn mà với thị trường Mỹ. Tuy nhiên đó lại là yếu tố tích cực cho VHC khi mà đối thủ cạnh tranh gặp bất lợi, doanh thu của VHC tại thị trường này nhờ thế mà được duy trì và thậm chí còn tăng trưởng tốt hơn.

BIỂU ĐỒ 9: Cơ cấu doanh số xuất khẩu của VHC theo thị trường năm 2016 (trong) và năm 2017 (ngoài)



Nguồn: VHC

BIỂU ĐỒ 10: Doanh số xuất khẩu của VHC sang một số thị trường nông cốt (trở lại)



Nguồn: VHC

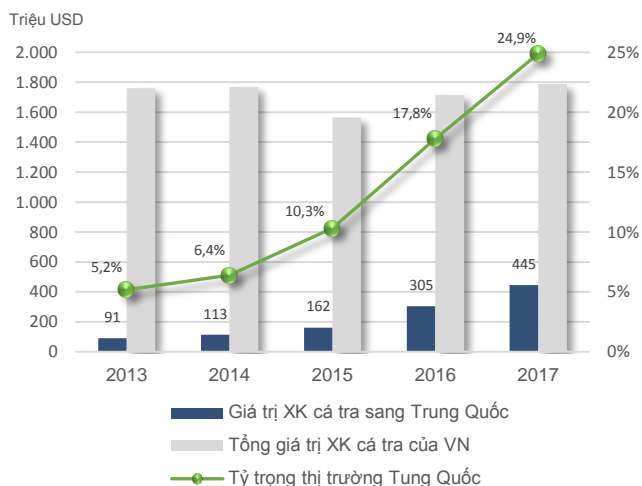
Sơ lược về POR – kỳ xem xét hành chính diễn ra thường niên của Bộ Thương Mại Hoa Kỳ (The US Department of Commerce). Hằng năm, DOC thanh tra và lấy kết quả tình hình xuất khẩu thủy sản từ Việt Nam sang Hoa Kỳ của 2 năm trước, từ đó có cơ sở để áp thuế suất CBPG lên các doanh nghiệp Việt. Ví dụ như, POR 13 là đợt xem xét hành chính cho giai đoạn từ tháng 8/2015 đến cuối tháng 8/2016, DOC công bố kết quả thanh tra chính thức vào cuối tháng 3 năm 2018, mức thuế suất sẽ có hiệu lực sau 90 ngày kể từ ngày công bố đầu tiên và được áp dụng cho đến khi có kết quả của kỳ xem xét tiếp theo. Thực tế trước đây, không có các kỳ rà soát như thế này, tuy nhiên tại thời điểm những năm 2000, đã xảy ra mâu thuẫn lợi ích giữa doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt và nhóm doanh nghiệp thủy sản Mỹ - cụ thể là các doanh nghiệp sản xuất cá nheo (loài cá cùng họ cá da trơn và có nhiều điểm tương đồng với cá tra). Không lâu sau đó, DOC triển khai POR01 nhằm áp thuế CBPG lên các công ty xuất khẩu Việt Nam như một lá chắn thương mại cho các doanh nghiệp Mỹ.

BẢNG 4: Các kỳ xem xét hành chính của Bộ Thương Mại Hòa Kỳ

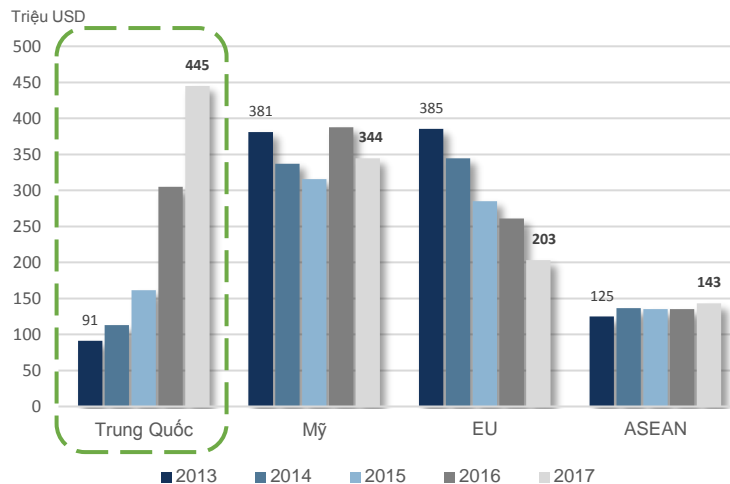
Đơn vị: USD/Kg	POR8	POR9	POR10	POR11	POR12	POR13
Ngày công bố	14/03/2013	13/05/2014	9/01/2015	29/03/2016	27/03/2017	30/03/2018
Mức thuế áp dụng cho các doanh nghiệp xuất khẩu						
CT CP Vĩnh Hoàn	0,19	0,03	0	0	0	0
CT TNHH Biển Đông		N/a	0	0	0	0
CT CP Hùng Vương		1,2	0,97	0,41	N/a	3,87
CT CP thủy sản Nha Trang (NTSF)		1,2	0,97	0,69	0,69	3,87
CT CP thủy sản Vĩnh Quang		1,2	0,97	0,69	N/a	3,87
CT CP Gò Đăng (GODACO)	1,81	N/a	0,97	0,69	0,69	3,87
CT CP XNK TS Cửu Long An Giang			0,97	0,69	0,69	3,87
CT CP Hải sản Trang Trại Xanh				0,69	0,69	3,87
CT CP XNK thủy sản Cadovimex II		1,2	0,97	0,69	0,69	7,74
CT TNHH MTV CB TS Hoàng Long			0,97	0,69	0,69	7,74
Mức thuế toàn quốc	1,29	2,11	2,39	2,39	2,39	2,39

Nguồn: FPTs research

- **Nhu cầu cá tra tại Châu Á tăng cao, đặc biệt là thị trường Trung Quốc.** Nhu cầu tiêu thụ lớn tại quốc gia này đã thúc đẩy lượng cá tra xuất khẩu từ Việt Nam sang. Theo VASEP, kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc tăng rất nhanh với mức tăng trưởng kép đạt 48,7% giai đoạn 2013-2017. Trong năm 2017, Trung Quốc chính thức vượt Mỹ, trở thành nước nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam, với tổng giá trị nhập khẩu 445 tỷ đồng – chiếm gần 25% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam.

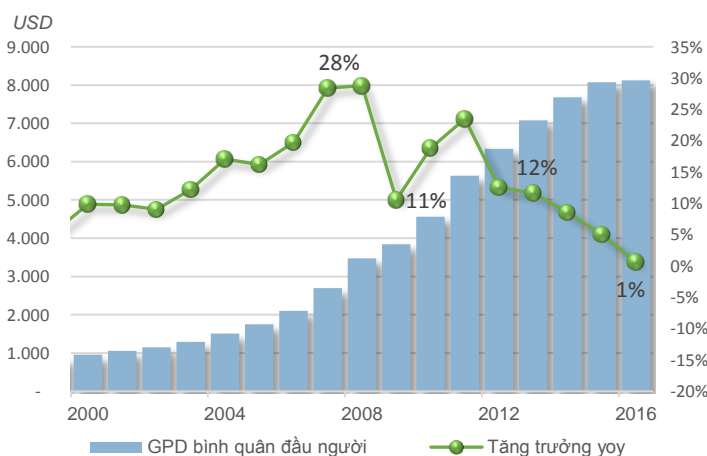
BIỂU ĐỒ 11: Giá trị xuất khẩu cá tra từ Việt Nam sang Trung Quốc


Nguồn: VASEP

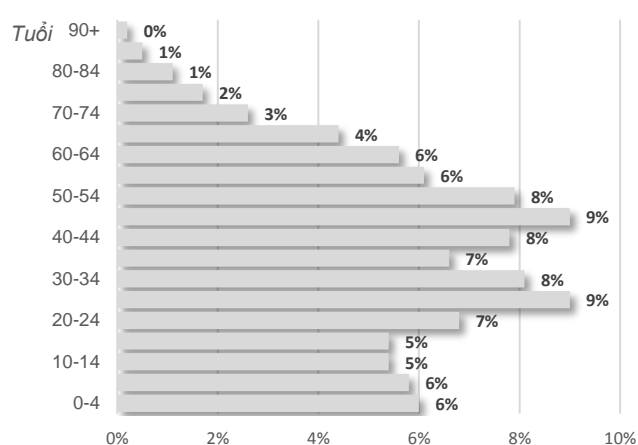
BIỂU ĐỒ 12: Giá trị xuất khẩu cá tra từ Việt Nam sang một số thị trường


Nguồn: VASEP

Nhu cầu cá tra tại Trung Quốc tăng nhanh, một phần nguyên nhân do thu nhập bình quân đầu người tại đây đang tăng cùng với cơ cấu dân số khá trẻ, với 67% dân số nằm trong độ tuổi lao động (từ 15 đến 60 tuổi), khiến nhu cầu tiêu thụ rất lớn, đặc biệt là tiêu thụ thủy sản. Một phần khác liên quan đến vấn đề ô nhiễm môi trường, tại thị trường Trung Quốc hiện rất nhạy cảm với các vấn đề an toàn vệ sinh thực phẩm. Tình trạng ô nhiễm nguồn nước, nhất là ô nhiễm sông hồ tại đây đã lên mức báo động khiến người dân đã không còn mấy tin tưởng vào thủy sản đánh bắt nội địa, đặc biệt là thủy sản nước ngọt – vốn được nuôi và đánh bắt chủ yếu trên sông, hồ. Trong bối cảnh nhu cầu thủy sản lớn thì nhập khẩu là giải pháp cứu cánh cho người tiêu dùng Trung Quốc. Do vậy, các công ty xuất khẩu thủy sản Việt Nam đã tập trung khai thác thị trường này và VHC cũng không phải là ngoại lệ.

BIỂU ĐỒ 13: GDP bình quân đầu người tại Trung Quốc


Nguồn: World Bank

BIỂU ĐỒ 14: Cơ cấu dân số Trung Quốc năm 2017


Nguồn: Bloomberg

Theo báo cáo thường niên 2017, nhóm 3 thị trường xuất khẩu lớn nhất của VHC có sự thay đổi đáng kể, khi Trung Quốc đóng góp lên tới 10% vào tổng doanh thu của VHC (trong năm


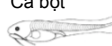

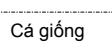

2016 con số này chỉ 6%). Thị trường EU tiếp tục gặp khó khăn do các kênh truyền thông các nước này đưa thông tin xấu về sản phẩm thủy sản Việt Nam trong mắt người tiêu dùng – đóng góp 13% doanh thu, giảm 3% so với năm trước. Riêng với thị trường Mỹ, tỷ trọng giảm nhẹ còn 57%, tuy nhiên mức giảm không đáng kể và tình hình xuất khẩu sang Mỹ vẫn ổn định và chủ yếu do doanh thu xuất khẩu sang Trung Quốc tăng đột biến khiến tỷ trọng đóng góp bị ảnh hưởng.

2. Lợi nhuận gộp

Lợi nhuận gộp tăng trưởng tốt nhưng biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với năm trước. Cụ thể, năm 2017 lợi nhuận gộp của VHC đạt 1.172 tỷ đồng ứng với mức tăng trưởng 10% yoy, trong khi biên lợi nhuận gộp lại giảm từ 14,6% năm 2016 xuống 14,4% trong năm 2017 ([biểu đồ 7: Biên lợi nhuận gộp](#)).

- **Nguyên nhân phần nhiều do đà tăng giá của nguyên vật liệu đầu vào.** Tại tỉnh Đồng Tháp, hoạt động thu mua cá tra diễn ra rất nhộn nhịp trong suốt hơn 1 năm qua, khiến giá bán tăng ở mọi giai đoạn trong vòng đời của cá, đặc biệt là giá cá tra nguyên liệu (cá trưởng thành có thể lấy thịt) và cá giống (cá mua về để nuôi). Theo Hiệp Hội Thủy Sản Việt Nam (VASEP), giá cá tra trưởng thành loại I và cá tra giống tại ngày 03/05/2018 đã tăng lần lượt 38% và 90% so với đầu năm 2017. Ngay cả cá tra hương (cá con rất nhỏ và có giá trị kinh tế không cao) vốn có giá thu mua rất ổn định ở mức 50-100đ/con nay đã tăng lên 200đ/con. Giá nguyên vật liệu tăng là điều tất yếu, bởi lẽ một khoản thời gian dài trước năm 2017 ngành cá tra rất ảm đạm vì giá đầu ra thấp. So với những rủi ro phải chịu, lợi nhuận nuôi cá tra lúc bấy giờ không mấy hấp dẫn khiến nhiều hộ dân không còn mặn mà với nghề này, đã chuyển hướng đầu tư sang lĩnh vực khác. Khi nhu cầu tăng đột ngột trong năm 2017, lượng cung không đủ đáp ứng đã đẩy mặt bằng giá lên cao. Thêm vào đó, thời gian ương và nuôi cá tra từ trứng đến lúc trưởng thành phải mất ít nhất 8 tháng, đối với cá xuất khẩu yêu cầu chất lượng cao có khi cần hơn 1 năm, nên nhu cầu không thể ngay lập tức được đáp ứng – vì vậy càng khiến lượng cung thêm khan hiếm.

BẢNG 5: Vòng đời của cá tra

Giai đoạn	Tuổi	Vòng đời và đặc điểm
	12-24 giờ	Trứng cá tra thuộc loại trứng dính, đục có màu vàng nhẹ.
	1-2 ngày	Sau 12-24h trứng cá sẽ nở (tùy vào nhiệt độ của nước) lúc này cá có cấu tạo chưa hoàn chỉnh, sống chủ yếu nhờ dinh dưỡng có trong noãn hoàng
	1 tuần	Giai đoạn phát triển trung gian từ cá bột lên cá giống, cấu tạo chưa hoàn chỉnh nhưng ngoại hình đã thể hiện đặc điểm của loài, chưa có khả năng sản bắt. Cá sống nhờ ăn sinh vật phù du
	3-4 tuần	Cá tra giống có chiều dài từ 2-2,5 cm có thể đem đi nuôi lấy thịt. Hình thái rõ ràng, cấu tạo hoàn chỉnh, cá tra giống có thể tự mình sinh sống trong môi trường tự nhiên
	Trên 8 tháng	Cá trưởng thành có khối lượng trên 1Kg, sau khoảng 7-8 tháng nuôi có thể đem đi lấy thịt. Cá trên 1 năm tăng trưởng rất nhanh, trọng lượng có khi đạt 3kg trên một con.

Nguồn: FPTs research

BIỂU ĐỒ 15: Giá cá tra nguyên liệu tại Đồng Tháp

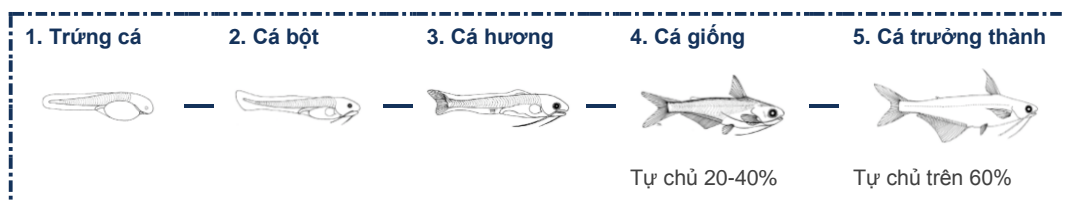


Nguồn: VASEP

Theo chia sẻ của BLĐ, đà tăng giá cá tra xuất khẩu không theo kịp tốc độ tăng của giá nguyên liệu đầu vào nên biên lợi nhuận của VHC bị ảnh hưởng. Hiện nay, VHC có thể nuôi và ương cá tra từ trứng cá, cá bột cho đến cá trưởng thành, các nhà ương giống và trang trại nuôi cá của công ty có thể cung ứng một phần không nhỏ lượng cá nguyên liệu mà các cơ sở chế biến cần. Đối với cá giống, VHC có thể tự chủ 20-40%, phần còn lại công ty thu mua từ các hộ dân khác. Tất cả số cá giống được công ty nuôi trong vòng 8-10 tháng thì

có thể thu hoạch – góp phần giúp công ty tự chủ trên 60% lượng cá tra trưởng thành để lấy thịt.

BIỂU ĐỒ 16: Mức độ tự chủ cá tra nguyên vật liệu của VHC



Nguồn: VHC, FPTs research

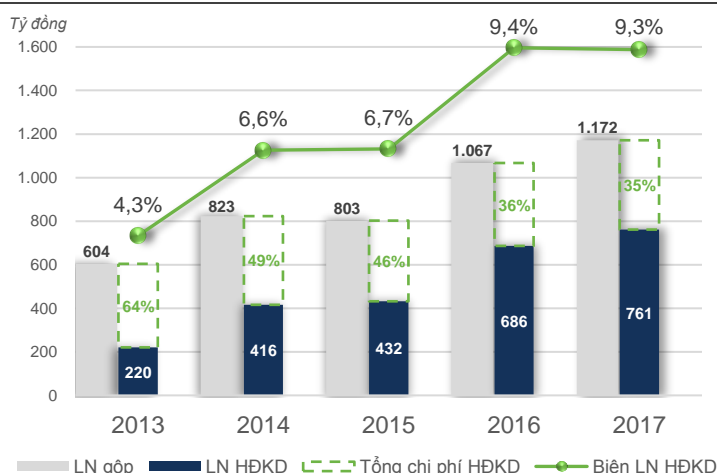
Vì một phần nguyên liệu đầu vào công ty buộc phải mua từ các hộ dân nên đã tăng giá cá tra cũng sẽ tác động phần nào lên biên lợi nhuận. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng theo chúng tôi là không cao và công ty hiện vẫn làm chủ rất tốt biên lợi nhuận của mình.

- **Một phần nguyên nhân khác khiến BLNG sụt giảm là do xuất khẩu sang Trung Quốc tăng mạnh**, mà giá cá tra bình quân tại thị trường này lại thấp hơn so với các nước khác. Bởi cá tra nhập khẩu tại đây chủ yếu được thu mua bởi nhà hàng, khách sạn để chế biến. Do nhu cầu chế biến nên cá tra được nhập nguyên con – vốn có giá trị gia tăng thấp so với sản phẩm cá tra phi lê mà VHC xuất khẩu. Theo chia sẻ của BLĐ, ngoài mặt hàng chủ lực như cá tra phi lê, VHC còn bán cá tra nguyên con sang Trung Quốc, do vậy biên lợi nhuận của công ty sẽ ít nhiều bị ảnh hưởng bởi yếu tố này ([biểu đồ 10: Doanh thu xuất khẩu một số thị trường nông cốt của VHC](#)).

3. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (HĐKD) – Lợi nhuận trước thuế (LNTT)

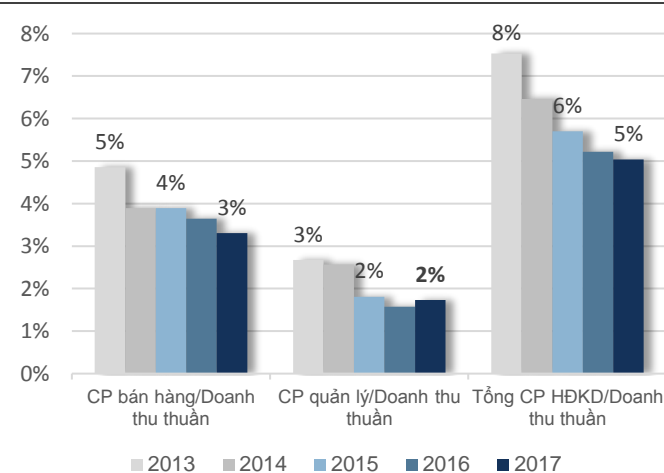
Các tỷ số chỉ phí hoạt động/doanh thu giảm nhờ mô hình kinh doanh ổn định khiến biên lợi nhuận HĐKD được duy trì. Theo báo cáo tài chính, tỷ trọng chi phí bán hàng, chi phí quản lý của VHC chiếm lần lượt 3% và 2% trên doanh thu thuần và đang trong xu hướng giảm – cho thấy hiệu quả quản lý chi phí hoạt động của công ty ngày một cải thiện. Tính đến cuối năm 2017, lợi nhuận HĐKD đạt mức 761 tỷ đồng, tăng 11% yoy, biên lợi nhuận HĐKD/Doanh thu thuần đạt mức 9,3% trong năm 2017, tăng dần từ mức 4,3% năm 2013.

BIỂU ĐỒ 17: Lợi nhuận HĐKD và biên lợi nhuận HĐKD



Nguồn: VHC, FPTs research

BIỂU ĐỒ 18: Chi phí bán hàng và chi phí quản lý

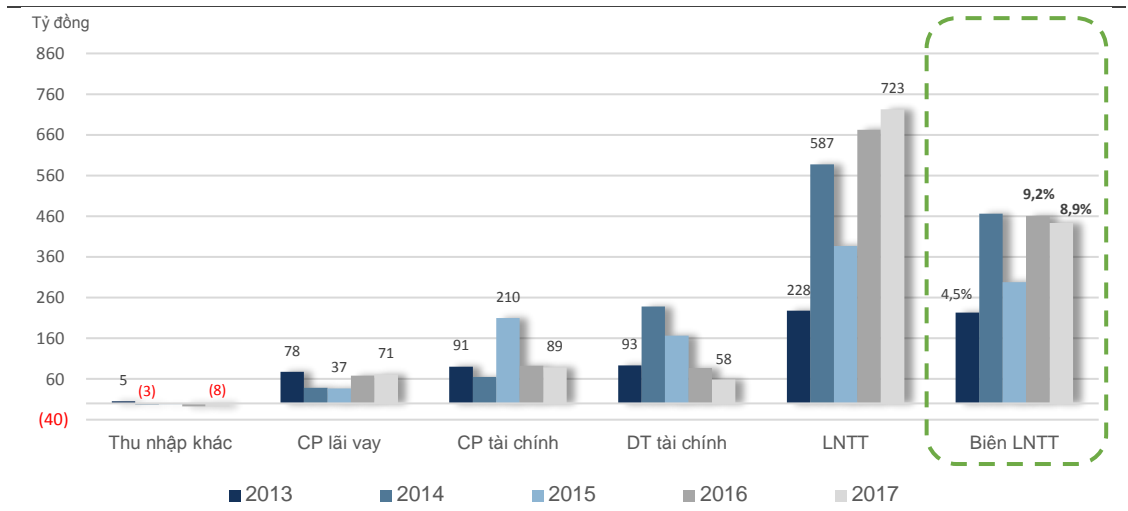


Nguồn: VHC FPTs research

Biên LNTT giảm nhẹ do khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá giảm. Cụ thể trong năm 2017, biên LNTT của VHC giảm nhẹ từ mức 9,2% năm 2016 xuống 8,9%. Nguyên nhân chủ yếu do khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá giảm khiến doanh thu tài chính giảm 33% yoy (do mức tăng tỷ giá VND/USD năm 2017

nhẹ hơn so với năm 2016 và doanh thu bán hàng chính của VHC nhận bằng đồng USD) trong khi các khoản mục còn lại như chi phí tài chính, thu nhập khác thay đổi không đáng kể.

BIỂU ĐỒ 19: Lợi nhuận trước thuế và biên LNTT của VHC giai đoạn 2013 -2017



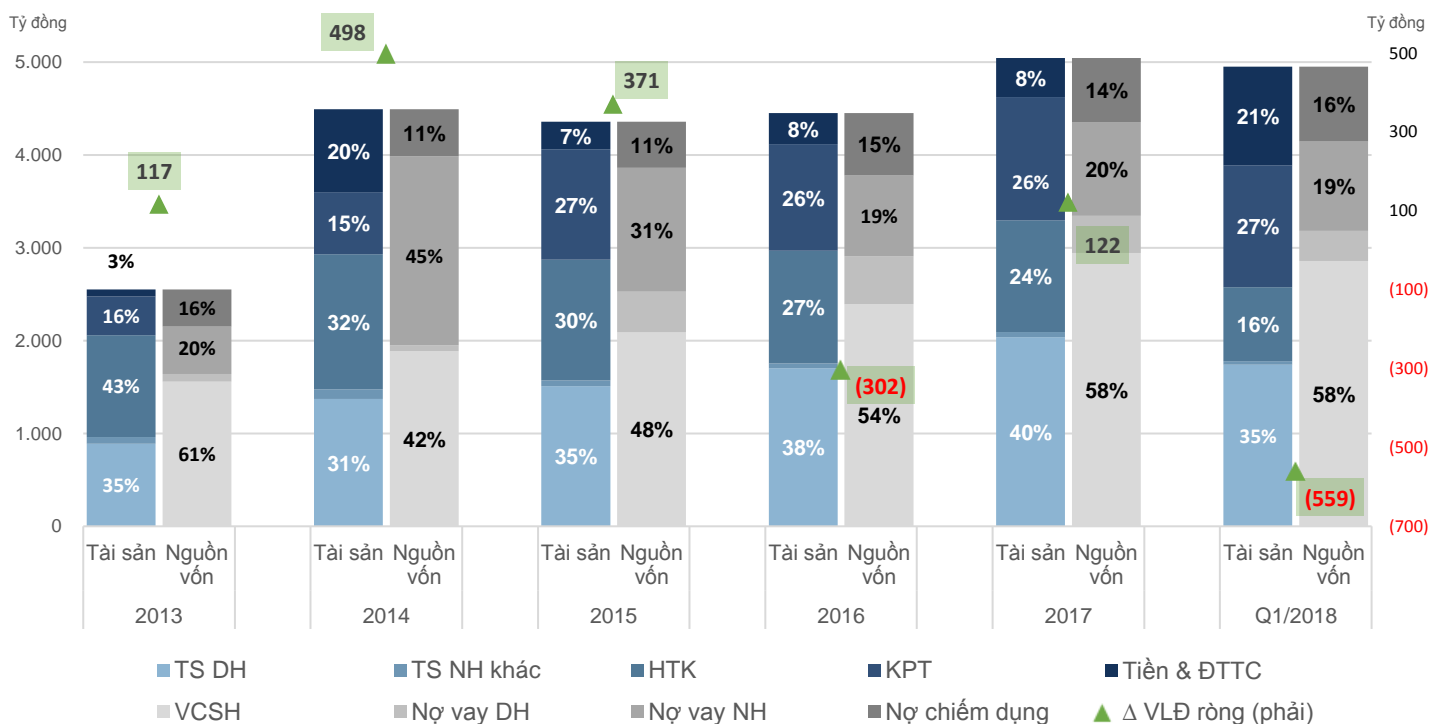
Nguồn: VHC, FPTS research

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

1. Cơ cấu tài sản – nguồn vốn

Quy mô tài sản tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 19% trong giai đoạn 2013-2017. Tính đến ngày 31/12/2018, tổng tài sản của VHC đạt 4.952 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng lớn, khoảng gần 65%.

BIỂU ĐỒ 20: Cơ cấu tài sản, nguồn vốn của VHC giai đoạn 2013 đến nay

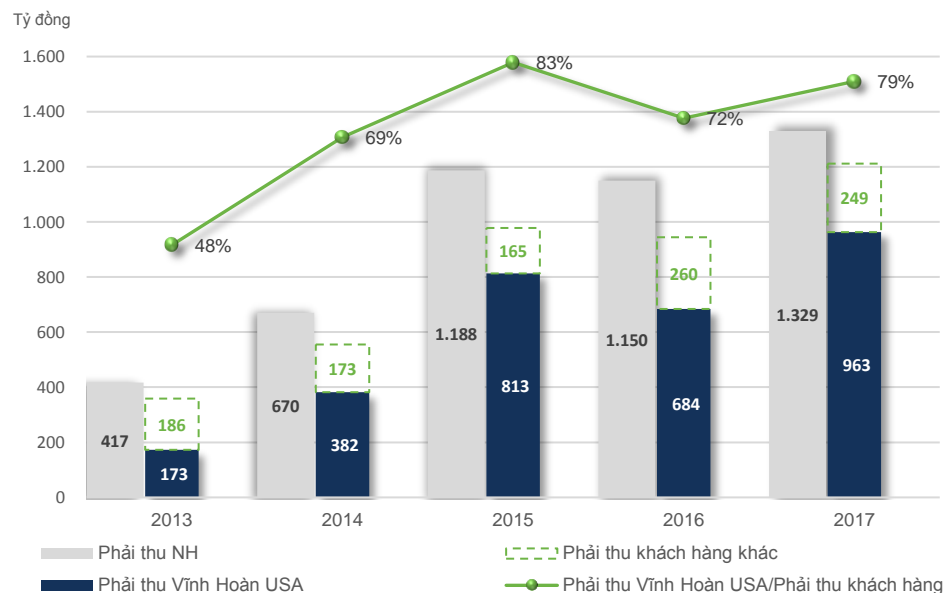


Nguồn: VHC, FPTS research

Lượng tiền nhàn rỗi khá nhiều. Tính đến cuối Q1/2018, lượng tiền nhàn rỗi của VHC lên đến 1.063 tỷ đồng – chiếm đến 21,5% tổng tài sản của công ty. Trong đó gồm 50 tỷ đồng tiền mặt và hơn 1.000 tỷ đồng tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn trên 3 tháng và dưới 1 năm.

VHC đang bị chiếm dụng khá nhiều với sự gia tăng ở khoản phải thu khách hàng. Cụ thể, cuối năm 2017, công ty Cổ Phần Vĩnh Hoàn USA (Hoa Kỳ) đang chiếm gần 80% khoản phải thu khách hàng ngắn hạn của VHC - tương ứng với khoản bị chiếm dụng vốn 19% trên tổng tài sản của công ty.

BIỂU ĐỒ 21: Khoản phải thu ngắn hạn và khoản phải thu khách hàng giai đoạn 2013-2017



Nguồn: VHC, FPTs research

Về Công ty Cổ Phần Vĩnh Hoàn USA (Hoa Kỳ) – công ty con của VHC từ trước năm 2015. VHC thành lập công ty này tại Mỹ trong năm 2007 với mục đích phân phối sản phẩm đầu ra cho Vĩnh Hoàn tại thị trường nông cốt này. Do đó, 2 công ty thường có giá trị giao dịch kinh tế lớn, vì vậy phải thu của VHC với công ty Vĩnh Hoàn Hoa Kỳ luôn cao và chiếm tỷ trọng lớn trong tổng khoản phải thu. Tuy nhiên, sau khi thoái vốn hoàn toàn khỏi Vĩnh Hoàn Hoa Kỳ - kể từ năm 2015, tỷ trọng phải thu giữa 2 công ty này luôn trên dưới 80% trên tổng khoản phải thu ngắn hạn từ khách hàng, trong khi đó, con số này cuối năm 2014 (trước khi thoái) vốn chỉ là 68%. Do đó VHC đang bị chiếm dụng vốn khá nhiều bởi “khách hàng” này.

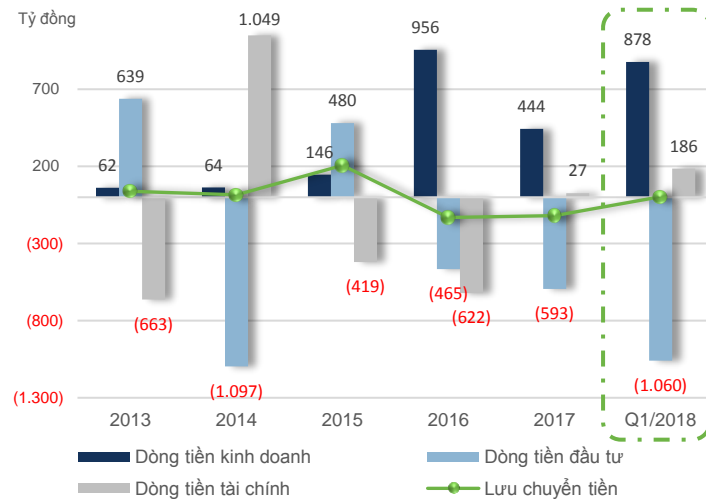
Cơ cấu nguồn vốn đang dần chuyển dịch theo hướng an toàn. Tính đến cuối năm 2017, tỷ trọng nợ vay chỉ chiếm 28% tổng nguồn vốn giảm từ mức 47% năm 2014. Đây là kết quả của việc công ty tích cực giải quyết dư nợ trong thời gian qua. Đối với vốn chủ sở hữu, từ năm 2014 đến nay VHC không phát hành cổ phiếu để tăng vốn chủ sở hữu, cùng với khoản lợi nhuận giữ lại tăng dần qua các năm nên tỷ trọng vốn chủ sở hữu vì thế ngày một tăng. Vào cuối năm 2017, vốn chủ chiếm 58% trên tổng nguồn vốn. Từ 2 yếu tố trên, chúng tôi đánh giá cơ cấu nguồn vốn khá an toàn, ảnh hưởng của lãi vay lên biên lợi nhuận vì vậy cũng giảm đáng kể.

Về nợ chiếm dụng, tính đến cuối năm 2017 công ty đang chiếm dụng khoảng 690 tỷ đồng từ các đối tác kinh doanh. Nhờ vị thế của VHC ngày một tăng, trong khi nhà cung cấp nhỏ lẻ và phân tán nên khả năng chiếm dụng vốn gia tăng (tỷ trọng vốn chiếm dụng trên tổng nguồn vốn tăng từ 11% năm 2014 lên 14% năm 2017), trong đó phần lớn là khoản phải trả cho người bán – là các hộ dân nuôi bán thủy sản nguyên liệu tại các tỉnh Đông Nam Bộ và các nhà cung cấp thức ăn chăn nuôi.

2. Dòng tiền

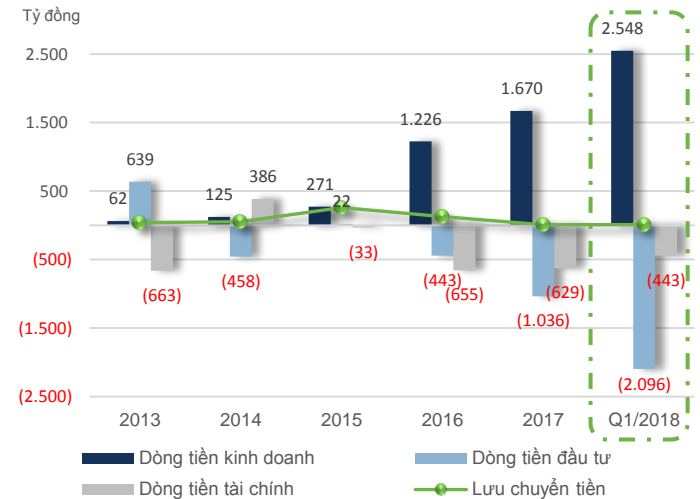
Kết quả hoạt động kinh doanh lõi ổn định giúp dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO) luôn dương trong giai đoạn 2013 – nay. Tính riêng trong Q1/2018, CFO công ty đạt 878 tỷ đồng, dòng tiền tài chính (CFF) dương 186 tỷ đồng từ vay nợ ròng. Dòng tiền đầu tư Q1/2018 của VHC đạt 1.060 tỷ đồng, trong đó chỉ có 59 tỷ đồng mua tài sản cố định và hơn 1.000 tỷ đồng tiền gửi ngân hàng với kỳ hạn dưới 1 năm.

BIỂU ĐỒ 22: Dòng tiền của VHC giai đoạn 2013 đến nay



Nguồn: VHC, FPTs research

BIỂU ĐỒ 23: Dòng tiền lũy kế VHC từ năm 2013 đến nay



Nguồn: VHC, FPTs research

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2018

BẢNG 6: Kết quả hoạt động kinh doanh của VHC Q1/2018

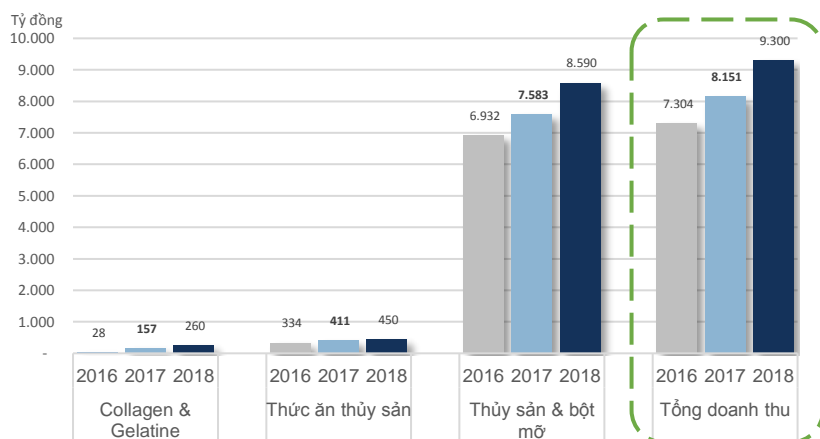
	Q1/2017	Q1/2018	%YoY
Doanh thu thuần	1.617	1.804	11,6%
Giá vốn hàng bán	1.387	1.550	11,8%
Lợi nhuận gộp	230	254	10,3%
Chi phí bán hàng	64	54	-14,3%
Chi phí quản lý	35	99	181,3%
EBIT	131	100	-23,7%
Doanh thu tài chính	16	23	40,3%
Chi phí tài chính	24	15	-37,6%
Chi phí lãi vay	14	13	-10,5%
Lợi nhuận khác	-2	-3	37,2%
LNTT	121	113	-6,6%
LNST	96	98	1,5%

Nguồn: VHC, FPTs research

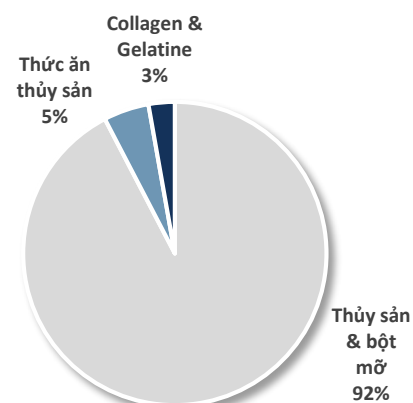
Các tỷ lệ biên	Q1/2017	Q2/2018
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,2%	14,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu	3,9%	3,0%
Chi phí QLDN/Doanh thu	2,2%	5,5%
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	8,1%	5,6%
Chi phí lãi vay/Doanh thu	0,9%	0,7%
Tỷ suất LNTT/Doanh thu	7,5%	6,3%
Tỷ suất LNST/Doanh thu	6,0%	5,4%

Đơn vị: tỷ đồng	Doanh thu	LNST
TH Q1/2018	1.804	98
KH 2018	9.300	620
%TH/KH	19,4%	15,8%

Năm 2018, VHC đặt kế hoạch doanh thu 9.300 tỷ đồng tăng 14% yoy và LNST 620 tỷ đồng tăng 3% yoy. VHC đặt tham vọng tăng trưởng doanh thu ở mọi mặt hàng, đặc biệt là mặt hàng chủ lực – thủy sản và bột mỡ. Xét về cơ cấu, thủy sản sẽ vẫn là mặt hàng chủ lực của VHC trong năm 2018 – đóng góp khoảng 92% vào doanh thu mục tiêu của VHC, theo sau là thức ăn thủy sản (5%) và Collagen/Gelatine (3%).

BIỂU ĐỒ 24: Kế hoạch doanh thu của VHC năm 2018


Nguồn: VHC

BIỂU ĐỒ 25: Cơ cấu doanh thu theo kế hoạch 2018


Nguồn: VHC FPTs research

Tính đến Q1/2018, VHC ghi nhận 1.804 tỷ đồng doanh thu tăng 11,6%yoy, LNST đạt 98 tỷ đồng, tăng 1,5% yoy. Giá vốn tăng mạnh hơn (11,8% yoy) nên biên lợi nhuận gộp có giảm nhẹ, những nguyên nhân giảm giống như trong năm 2017 mà chúng tôi đã đề cập ở phần trên.

So với kế hoạch năm 2018, hiện VHC đã hoàn thành 19,4% doanh thu đề ra còn về lợi nhuận sau thuế cũng đã hoàn thành 15,8% kế hoạch. Mặc dù khoảng cách đến chỉ tiêu năm còn cách khá xa, tuy nhiên VHC khả năng cao sẽ hoàn thành vì doanh thu của công ty có khuynh hướng tập trung vào 2 quý giữa năm – là thời điểm ngành cá tra hái trái ngọt do thời tiết ẩm áp thuận lợi cho cá sinh trưởng và phát triển. Bên cạnh đó, tình trạng thiếu hụt nguồn cung sẽ tiếp tục giữ mặt bằng giá cá tra ở mức cao và áp lực của sự giảm giá bán đầu ra sẽ không hiện hữu trong ngắn hạn. Do đó lợi nhuận của VHC trong năm 2018 sẽ không bị tác động nhiều bởi biến động giá cá tra đầu vào và kế hoạch LNST là hoàn toàn khả thi, nhất là khi VHC đề ra kế hoạch năm khá an toàn, với 620 tỷ đồng LNST- chỉ tăng 2,5% so với năm trước.

Theo kết quả ĐHCĐ, công ty dự kiến sẽ tiếp tục trả cổ tức năm 2018 là 20% bằng tiền mặt (2.000 đồng/cổ phần). Nhận thấy suốt thời gian 3 năm qua, VHC chi trả cổ tức hoàn toàn bằng tiền mặt, thay vì cổ phiếu. Do công ty không có nhu cầu tăng vốn vì dư địa vay nợ vẫn còn cao và lượng tiền mặt còn nhiều.

BẢNG 8: Lịch chi trả cổ tức giai đoạn 2015-2018

Năm	Ngày	Sự kiện
Kế hoạch 2018	N/a	Trả cổ tức tiền mặt 20%
Thực hiện 2017	15/03/2018	Trả cổ tức tiền mặt 20%
Thực hiện 2016	18/11/2016	Trả cổ tức tiền mặt 10%
	14/06/2016	Trả cổ tức tiền mặt 15%
Thực hiện 2015	02/07/2015	Trả cổ tức tiền mặt 10%

Nguồn: VHC

Tình hình thoái vốn khỏi các công ty con. Kể từ đầu năm 2018, VHC đã thoái 65% cổ phần tại CT TNHH Vạn Đức – Tiền Giang và 75% cổ phần tại CT Octogone Holding Singapore. Các chi tiết về đối tác chuyển nhượng và giá trị chuyển nhượng hiện vẫn chưa rõ – điều này có phần giống với thương vụ bán CT Vĩnh Hoàn Hoa Kỳ (USA) trong giai đoạn 2014-2015.

Theo BLĐ chia sẻ, việc thoái vốn khỏi CT Octogone Holding (đảm nhận mảng bán hàng tại thị trường Châu Á) nhằm chuyên biệt hóa khâu phân phối cho một “đơn vị độc lập” có chuyên môn hơn. Tuy nhiên, điều này phần nào sẽ ảnh hưởng đến giá bán của công ty, vì đầu ra sẽ bị kiểm soát bởi một pháp nhân khác. Nhất là khi hoạt động lõi của công ty chủ yếu là xuất khẩu – địa điểm bán hàng và cơ sở chế biến vốn rất cách biệt về mặt địa lý. Do đó kiểm soát tốt khâu đầu ra dù khó nhưng rất

quan trọng bởi nó quyết định hình ảnh và giá bán sản phẩm của VHC. Thương vụ bán CT Octogone Holding (Singapore) cũng như Vĩnh Hoàn Hoa Kỳ (USA) khiến VHC sẽ phải bán sản phẩm của mình thông qua một “đối tác thứ 3” – có thể làm giảm vị thế và năng lực của VHC trong khâu phân phối đầu ra.

Đối với công ty Vạn Đức – Tiền Giang (VĐTĐ) – hoạt động kinh doanh thuần về mảng chăn nuôi và chế biến thủy sản – thực chất VHC không thoái vốn mà là do VĐTĐ tăng vốn điều lệ từ 305 lên 873 tỷ đồng (VĐTĐ phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược), khiến tỷ lệ sở hữu của VHC giảm từ 100% xuống còn 35% - tương ứng với 305 tỷ đồng vốn góp của VHC. Theo nghị quyết của công ty, phần vốn tăng thêm sẽ bằng nguồn huy động vốn của một đơn vị độc lập đến từ Singapore, hình thức góp vốn bằng tiền mặt. VĐTĐ nằm trong chuỗi thu mua-chế biến thủy sản của VHC, đã huy động 500 tỷ đồng sau đợt phát hành riêng lẻ vừa qua cho đối tác chiến lược (trong khi VHC có khoản tiền nhàn rỗi trên 1.000 tỷ đồng). Nguyên nhân của việc VHC chấp nhận giảm tỷ lệ sở hữu tại VĐTĐ cũng chưa được làm rõ. Việc VHC giảm sở hữu tại các công ty thành viên ở cả khâu đầu vào và phân phối đầu ra khiến chúng ta đặt dấu hỏi về vị thế của doanh nghiệp trong chuỗi giá trị có thể bị ảnh hưởng trong thời gian tới hay không?

BẢNG 9: Tỷ lệ sở hữu tại các công ty trực thuộc

Tỷ lệ sở hữu tại	31/12/2017	31/03/2018
CT TNHH Vĩnh Hoàn 2	99,3%	99,3%
CT TNHH Vĩnh Hoàn 4	100%	Tạm ngưng hoạt động
CT TNHH Vĩnh Hoàn Collagen	100%	100%
CT TNHH Thanh Bình – Đồng Tháp	100%	100%
CT TNHH Vạn Đức – Tiền Giang	100%	35%
CT Octogone Holding	100%	25%

Nguồn: VHC

Theo chia sẻ của BLĐ, năm 2018 công ty đang tìm đối tác để bán CT TNHH Vĩnh Hoàn 2 (CT chế biến gạo xuất khẩu) do mảng kinh doanh gạo không hiệu quả. Đồng thời tái cấu trúc công ty, bằng việc thành lập công ty mới như chúng tôi đã đề cập ở phần trên. Đối với CT TNHH Vĩnh Hoàn 4, vào đầu năm nay đã có nghị quyết tạm ngưng hoạt động đến ngày 31/12/2018 sau nhiều năm chưa đầu tư xây dựng và chưa đi vào hoạt động.

Một số rủi ro cần lưu ý có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VHC:

- **Rủi ro giá bán đầu ra.** Như chúng tôi đã trình bày ở trên, việc thoái vốn khỏi các công ty phân phối sẽ khiến VHC phụ thuộc vào đối tác thứ ba trong việc kiểm soát giá bán và hình ảnh sản phẩm của mình tại quốc gia xuất khẩu. Do đó, vị thế và năng lực cạnh tranh của VHC sẽ có thể bị ảnh hưởng.
- **Rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào.** Mặt bằng giá cá tra nguyên vật liệu đang ở mức cao do thiếu hụt nguồn cung, khiến chi phí đầu vào của VHC tăng. Trong ngắn hạn, cá tra sẽ vẫn duy trì ở mức giá này. Mặc dù VHC có thể tự chủ trên 60% nguyên vật liệu đầu vào, tuy nhiên vì một lượng cá tra nguyên liệu vẫn phải thu mua bên ngoài, nên giá nguyên liệu cao sẽ phần nào ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VHC.
- **Rủi ro bảo hộ.** Các quốc gia trên thế giới (dẫn đầu là Mỹ) đang đặt nhiều quy định ngặt nghèo để bảo vệ doanh nghiệp nội địa khỏi các sản phẩm nhập khẩu từ nước ngoài. Kỳ xem xét hành chính lần thứ 13 (POR13), Vĩnh Hoàn vẫn an toàn với mức thuế CBPG 0%. Nhưng không có gì đảm bảo công ty sẽ tiếp tục hưởng thuế suất này trong tương lai, đặc biệt trong bối cảnh, Mỹ đã và đang bảo hộ nền kinh tế của mình.
- **Rủi ro tỷ giá.** Đây là một rủi ro đặc thù và rất khó lường đối với các doanh nghiệp xuất khẩu. Tuy nhiên nhờ lượng dự trữ ngoại tệ lớn của nhà nước hiện nay, chúng tôi dự đoán biến động của tỷ giá sẽ không đáng kể trong ngắn hạn, nên rủi ro này với VHC sẽ không đáng quan ngại trong thời gian tới, tuy nhiên vẫn hiện hữu.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu VHC nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi,
quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax: (84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang,
Quận Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax: (84.236) 3553888