

CTCP HÙNG VƯƠNG - HVG

Ngành: 542-Chế biến thủy sản

HOSE

OCEAN SECURITIES
CHỨNG KHOÁN ĐẠI DƯƠNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá tại ngày 02.12.2009: **51.000VND**

Giá hợp lý: **72.000 VND**

Phân tích: **Đỗ Huyền Trang**

Email: **trangdh@ocs.com.vn**

❖ Thông tin cơ bản

Vốn điều lệ: **599.999.993.000 VND**

CP Phát hành: **59.999.993 CP**

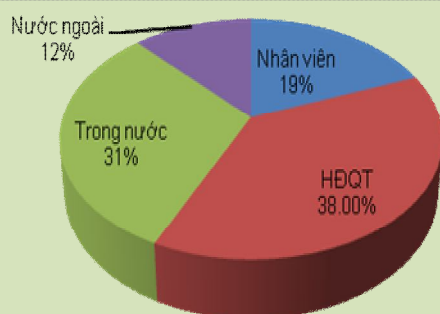
Số cổ phiếu đang lưu hành: **59.999.993 CP**

DEPS (3Q): **4.478 VND**

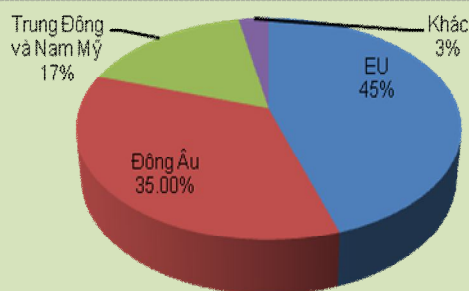
EPS (2009KH): **6.000 VND**

BV(Q3/2009): **29.386 VND**

❖ Cơ cấu cổ đông



❖ Thị trường



CTCP Hùng Vương là nhà sản xuất và xuất khẩu cá da trơn lớn nhất cả nước. Hoạt động kinh doanh của công ty xoay quanh chu trình của ngành sản xuất cá bao gồm:

- Nuôi trồng thủy sản với 150 ha diện tích mặt nước và cung ứng 50% nguyên liệu cho công ty
- Thức ăn thủy sản
- Chế biến : có 7 nhà máy chế biến thủy sản với công suất 190.000 tấn/năm
- Dịch vụ kho lạnh với sức chứa 42.000 tấn tại KCN Tân Tạo

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên mua cổ phiếu HVG vì:

- PE forward 2009 < 10. Mức này thấp hơn rất nhiều so với mức 20.2 của sàn HOSE và cả của ngành thủy sản năm 2009.
- Hoạt động kinh doanh thành chu trình khép kín. Do vậy, công ty giữ được thể chủ động trong hoạt động kinh doanh.
- Doanh thu của công ty năm 2010 còn tăng trưởng do chưa tiến hành hợp nhất hết các công ty con

Chỉ tiêu	2007	2008	3Q/2009	2009 KH
VĐL	N/A	599,999	599,999	599,999
EPS	N/A	3,608	4,478	6,000
LNST/DT	12%	6%	12%	0
DT/TTS	98%	110%	61%	N/A
ROA	12%	6%	7%	N/A
Nợ/VC	30%	77%	111%	N/A
ROE	16%	11%	16%	N/A
%DT	95%	95%	NA	6%
%LNST	349%	-10%	NA	110%
Doanh thu	1,527,542	2,984,865	2,278,241	3,150,000
LNTT	192,420	178,547	292,711	N/A
LNST	190,836	171,352	268,697	360,000
TTS	1,563,338	2,715,848	3,716,311	N/A
VCSH	1,200,971	1,535,750	1,763,139	N/A
Nợ phải trả	362,367	1,180,098	1,953,172	N/A

STT	Danh sách công ty con, liên kết	Vốn điều lệ	Tỷ lệ
	Công ty con		
01	Công ty TNHH An Lạc - Tiền Giang	42.000.000.000	90%
02	Công ty TNHH Châu Á	60.000.000.000	90%
03	Công ty TNHH Hùng Vương – Vĩnh Long	60.000.000.000	90%
04	Công ty TNHH Hùng Vương- Sa Đéc	60.000.000.000	70%
05	CTCP Châu Âu	160.000.000.000	70%
	Công ty Liên kết		
01	CTCP Thủy sản Hùng Vương – miền Tây	150.000.000.000	48%
02	CTCP Địa ốc An Lạc	229.500.000.000	48%

CTCP HÙNG VƯƠNG - HVG

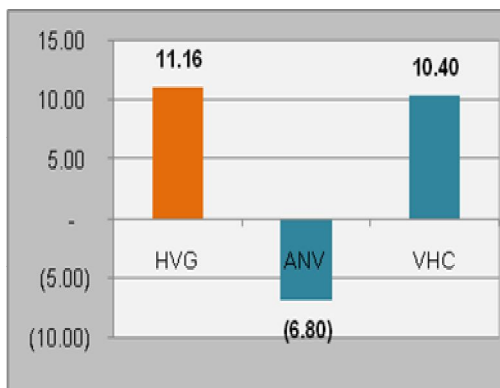
Ngành: 542-Chế biến thủy sản

HOSE

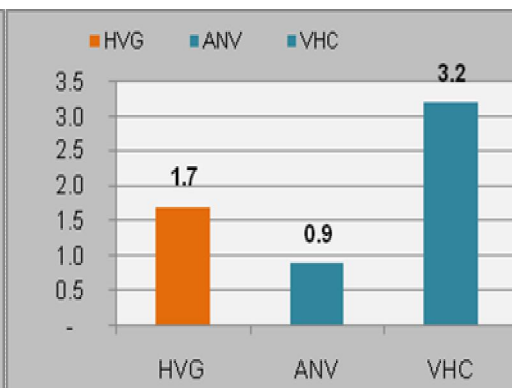
OCEAN SECURITIES
CHỨNG KHOÁN ĐẠI DƯƠNG

1. Một số chỉ số so sánh với ngành

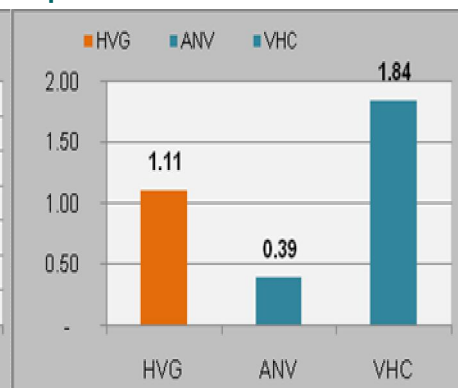
P/E



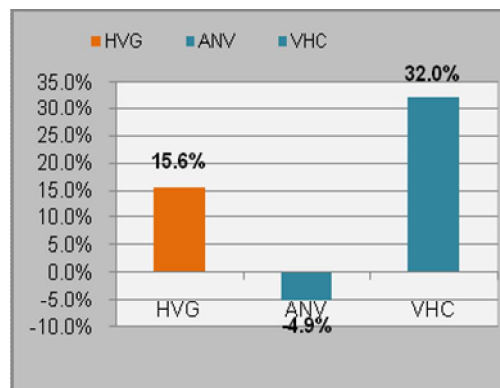
P/B



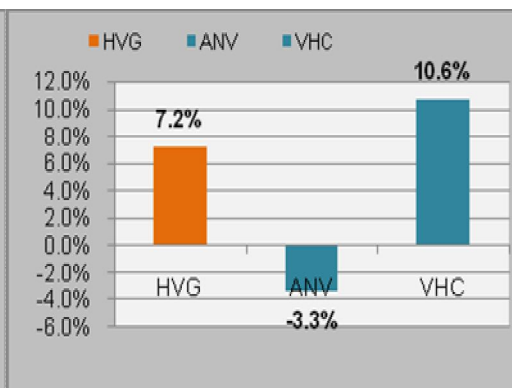
Nợ/VCSH



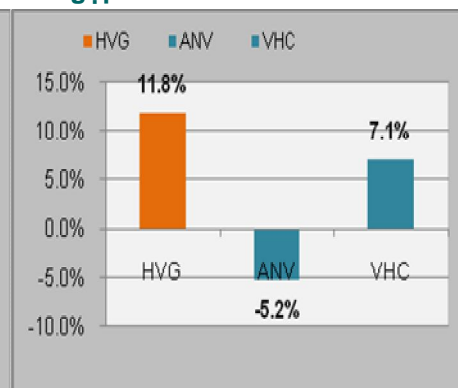
ROE



ROA



Lãi gộp/Doanh thu



Để đánh giá các tỷ số tài chính của HVG, chúng tôi đặt HVG cùng với Thủy sản Nam Việt (ANV) và CTCP Vĩnh Hoàn (VHC), hai doanh nghiệp có doanh thu tương đương HVG. Các chỉ số được tính dựa trên KQKD 3Q đầu năm 2009. Các chỉ số cơ bản của HVG khá tốt. Trong 9 tháng đầu năm 2009, công ty gia tăng sử dụng đòn bẩy. Tuy nhiên mức 1.1 vẫn thấp hơn khá nhiều so với mức 1.84 của VHC.

Trong năm 2009, Hùng Vương và Vĩnh Hoàn (VHC) đều giữ được thị trường Đông Âu nên có tỷ số tài chính khá tốt. Trong khi đó, Thủy sản Nam Việt (ANV), do bị cấm xuất khẩu cá vào Nga một thời gian dài (từ tháng 8 năm 2008) đã làm cho doanh số giảm đáng kể (vì đây là 01 thị trường lớn trong cơ cấu thị trường của ANV) và dẫn đến công ty bị lỗ.

Vĩnh Hoàn có tỷ số ROA và ROE đẹp hơn so với Hùng Vương nhưng cần phải lưu ý là tỷ lệ đòn bẩy của Vĩnh Hoàn cao hơn rất nhiều. Tuy nhiên, tỷ suất lãi gộp/doanh thu lại vượt trội lên tới 11.8% trong khi Vĩnh Hoàn chỉ có 7.1% cho thấy việc kiểm soát chi phí của Hùng Vương tốt hơn. Điều này đến từ ưu thế qui mô sản xuất của Hùng Vương và mô hình vòng tròn sản xuất khép kín từ nuôi trồng đến chế biến thành phẩm.

2. Phân tích thị trường xuất khẩu và thị phần

Doanh thu của công ty chủ yếu đến từ việc xuất khẩu cá tra và cá basa. Thị trường chủ yếu của công ty là khu vực Đông Âu và EU (chiếm 80% doanh thu). Khác với đa phần công ty sản xuất cá basa xuất khẩu, Hoa Kỳ không phải là thị trường xuất khẩu chính của Hùng Vương.

Trong năm 2009, thị trường thủy sản Đông Âu thực sự gặp khó khăn. Kim ngạch xuất khẩu sang Nga và Đông Âu giảm lần lượt 65.5% và 56.3% so với cùng kỳ do Nga ngừng nhập khẩu cá tra, cá basa của bốn doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, Hùng Vương lại không nằm trong danh sách này. Do vậy, kim ngạch xuất khẩu thủy sản vào Nga của Hùng Vương vẫn được duy trì. Điều này giải thích tại sao doanh thu của hầu hết các công ty thủy sản khác gặp khó khăn thì doanh thu Hùng Vương vẫn giữ mức ổn định và có khả năng tăng trưởng cao hơn so với năm 2008.

Về thị phần, CTCP Hùng Vương đang là công ty đứng đầu ngành về xuất khẩu cá tra và cá basa. Theo sát là Vĩnh Hoàn và Nam Việt. Hiện nay, đối thủ lớn nhất của công ty là CTCP Vĩnh Hoàn. Tuy nhiên, Vĩnh Hoàn dành sự quan tâm khá lớn đến thị trường Mỹ. Mặt khác, Hùng Vương có lợi thế lớn là công ty có thể chủ động được nguồn nguyên liệu do hệ thống sản xuất khép kín từ nuôi trồng, sản xuất thức ăn cho đến chế biến. Đây là điểm mạnh mà Vĩnh Hoàn chưa có được. Do vậy, trong tương lai gần, thị phần của Hùng Vương khó có thể bị vượt qua.

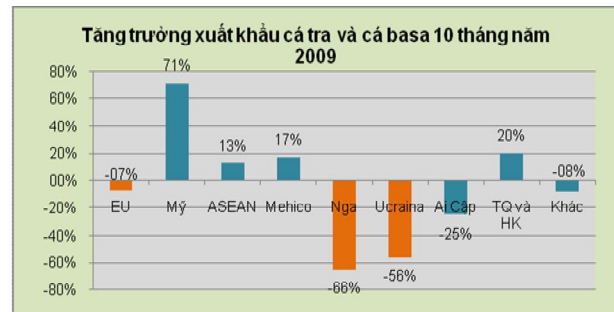


Figure 1: Tăng trưởng xuất khẩu cá da trơn tại các thị trường 10 tháng năm 2009 (VASEP)



Figure 2: Thị phần xuất khẩu cá da trơn 10 tháng 2009 (VASEP)

3. Phân tích tình hình tài chính 3Q/2009

Trong năm 2009, công ty gia tăng sử dụng đòn bẩy. Tỷ lệ nợ đang ở mức 1.1 so với 0.77 năm 2008. Nợ phải trả gia tăng chủ yếu từ nguồn vay ngắn hạn khi tăng từ 927 tỷ năm 2008 lên 1.570 tỷ.

Vốn điều lệ hiện tại gần 600 tỷ. Công ty cũng nhiều lần tăng vốn nhưng thặng dư vẫn còn khá lớn. Tính đến ngày 30/09, thặng dư vốn của công ty ở mức 706.7 tỷ đồng.

Doanh thu 3Q/2009 của công ty đạt 72% kế hoạch, lợi nhuận sau thuế đạt 75%. Đặc biệt LNST 3Q2009 gấp 1.6 lần LNST của cả năm 2008. Mặc thị trường xuất khẩu của ngành thủy sản trong năm 2009 gặp khó khăn nhưng do công ty có lợi thế ở thị trường Đông Âu (các công ty xuất khẩu cá da trơn lớn: Nam Việt, Agifish,... không được xuất khẩu vào thị trường Nga) nên doanh thu vẫn ổn định. Trong khi đó, giá cá nguyên liệu lại giảm mạnh đẩy giá vốn giảm xuống. Do vậy, lợi nhuận tăng mạnh. Ngoài ra, LNST 2009 tăng so với 2008 là do năm 2008 công ty phải trích lập khoản dự phòng đầu tư ngắn hạn lên tới 235 tỷ, đẩy LNST 2008 xuống thấp.

Hùng Vương có lợi thế rất lớn về thuế. HVG được miễn thuế TNDN trong năm 2004-2006 và giảm 50% thuế trong vòng 7 năm kể từ năm 2007. Ngoài ra các công ty con và công ty liên kết cũng được hưởng mức thuế suất thấp và nhiều ưu đãi khác.

4. Dự báo KQKD cuối năm

Theo tính toán của OCS, trong quý IV, Hùng Vương sẽ không tạo được doanh thu đột biến so với quý III cho dù tỷ giá hạch toán có tăng tới 3.5%. Theo thống kê từ Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu cá da trơn tháng 10 đạt 127.3 triệu USD, giảm tới 20% so với cùng kì. Trong khi, trị giá xuất khẩu tính chung 10 tháng chỉ giảm 10.3%. Như vậy, tình hình ngành cá vẫn chưa hết khó khăn. Khối lượng và giá xuất khẩu sẽ không có đột biến trong quý IV. Dự báo doanh thu quý IV khoảng 750 tỷ, thấp hơn một chút so với kế hoạch.

Lợi nhuận sau thuế của công ty có thể vẫn đạt kế hoạch mặc dù doanh số có thể không đạt do công ty được hưởng lợi từ thay đổi tỷ giá. Theo phát biểu của ông Dương Ngọc Minh, tính toán sơ bộ dựa trên kế hoạch xuất khẩu trong tháng cuối năm và phần thu hồi nợ từ khách hàng nước ngoài, chênh lệch tỷ giá dự kiến mang lại khoảng 150 tỷ đồng lợi nhuận đột biến. Đến đầu tháng 12, lợi nhuận sau thuế đạt 350 tỷ, gần đạt kế hoạch năm.

5. Đánh giá kế hoạch kinh của công ty

Kế hoạch kinh doanh đến năm 2011 đã được công ty đưa ra trong bản cáo bạch niêm yết như sau:

Quý	VĐL (tr.đ)	EPS	%DT	%LNST	Doanh thu (tr.đ)	LNST (tr.đ)
2009	599.999	6.000	5,5%	110,1%	3.150.000	360.000
2010	660.000	7.937	90,5%	38,9%	6.000.000	500.000
2011	800.000	9.589	33,3%	40,0%	8.000.000	700.000

Về việc tăng vốn điều lệ:

Theo kế hoạch trên, năm 2010 công ty sẽ tăng vốn điều lệ 10% rồi tăng thêm 20% trong năm 2011. Tiến trình tăng vốn này khá hợp lý vì nguồn thặng dư vốn còn rất lớn. Mặt khác, lợi nhuận của công ty cũng đủ đảm bảo để cổ phiếu không quá loãng.

Về kế hoạch doanh thu, lợi nhuận:

Theo kế hoạch đưa ra, thì có thể thấy Hùng Vương khá tham vọng khi đưa doanh thu năm 2010 tăng gần gấp đôi so với năm 2009. Tuy nhiên, tìm hiểu kế hoạch đầu tư của doanh nghiệp năm 2010 thì kế hoạch này hoàn toàn hợp lý. Vì:

- ✓ CTCP Nuôi trồng và thức ăn Tây Nam: Dự kiến nâng vốn điều lệ lên 200 tỷ và Hùng Vương sẽ chiếm 55%. BCTC được hợp nhất báo cáo vào Quý 3/2010.
- ✓ Hợp nhất CTCP Chế biến thủy sản Vĩnh Lợi và CTCP Thủy sản xuất khẩu Tắc Vân vào năm 2010 (dự kiến doanh thu 2000 tỷ).
- ✓ Khai thác dự án BĐS của CTCP Bất động sản An Lạc và Hùng Vương sẽ nâng tỷ lệ lên 51% tại công ty này.
- ✓ Đưa vào sử dụng kho lạnh Hiệp Phước Nhà Bè. Doanh thu dự kiến là 180 tỷ với 50% công suất

Sang năm 2011, doanh thu tăng 33% và lợi nhuận tăng tới 40%. Một trong những cơ sở này là nâng tỷ lệ sở hữu của Hùng Vương- Miền tây vào Việt Thắng lên 51% và hợp nhất doanh thu của Việt Thắng vào Hùng Vương, dự kiến khoảng 3000 tỷ đồng.

Như vậy, doanh thu và lợi nhuận trong các năm sau được đẩy mạnh từ việc thu tóm các doanh nghiệp mà công ty đang nắm giữ một lượng lớn cổ phần. Việc thu tóm này không tốn nhiều chi phí do tỷ lệ sở hữu hiện tại của Hùng Vương tại các công ty này đều ở mức cao. Đây chỉ là biện pháp tái cấu trúc lại.

Hiện tại PE của ngành thủy sản ước khoảng 12, thấp hơn rất nhiều so với mức 20 của HOSE. Với khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận rất cao, EPS dự tính cuối năm sẽ là 6.000 VND. Như vậy mức giá hợp lý của công ty là 72.000 VND/CP.

Xa hơn, với lợi nhuận năm 2010 là 500 tỷ (theo kế hoạch) thì EPS tính khối lượng lưu hành hiện tại vào khoảng 8.333 VND. Như vậy nếu nhà đầu tư thỏa mãn với PE forward cho năm 2010 là 12 thì giá hợp lý của công ty là 100.000VND/CP.

Với một cái nhìn xa hơn cho dài hạn, chúng tôi cho rằng HVG có thể đạt mức giá 100.000VND/CP trong năm 2010. Vì vậy, đầu tư vào HVG tại mức giá từ 50.000VND - 60.000VND là khá hợp lý. Tuy nhiên nhà đầu tư cần lưu ý những rủi ro bất khả kháng của ngành thủy sản như rủi ro về thị trường xuất khẩu, rủi ro về nguồn *nguyên liệu*.

OCEAN SECURITIES
CHỨNG KHOÁN ĐẠI DƯƠNGWebsite: www.ocs.com.vn

Địa chỉ: Tầng 2, số 4 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội

Khuyến cáo : Những thông tin và nhận định được cung cấp trong báo cáo này là dựa trên quan điểm của Phòng phân tích, Công ty chứng khoán Đại Dương tại ngày đưa ra bản tin. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Những phân tích được thực hiện trên những nguồn tin đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác không được đảm bảo. Báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin để đưa ra quyết định đầu tư

©Bản quyền. Công ty Chứng khoán Đại Dương, **TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ, sao chép hoặc phân phát dưới bất kì hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty chứng khoán Đại Dương

Các mức khuyến nghị:

Mua mạnh: Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại cho nhà đầu tư từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị có thể lớn hơn 20% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mua: Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại cho nhà đầu tư từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị có thể từ 10% đến 20% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo.

Nắm giữ: Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại cho nhà đầu tư từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị có thể dao động trong khoảng 0% đến 10% với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo.

Bán: Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại cho nhà đầu tư từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị có thể dao động trong khoảng -15% đến 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo.

Bán mạnh : Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại cho nhà đầu tư từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị có thể nhỏ hơn -15% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo.

Tác giả:**Đỗ Huyền Trang**Email: trangdh@ocs.com.vn**PHÒNG PHÂN TÍCH**

Trưởng phòng phân tích	Trần Trọng Thắng	thangtt@ocs.com.vn
Chuyên viên phân tích	Đỗ Huyền Trang	trangdh@ocs.com.vn
Chuyên viên phân tích	Lê Minh Hải	hailm@ocs.com.vn
Chuyên viên phân tích	Nguyễn Mạnh Tiến	tiennm@ocs.com.vn
Chuyên viên phân tích	Trần Thanh Cam	camtt@ocs.com.vn