

VHC: CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN

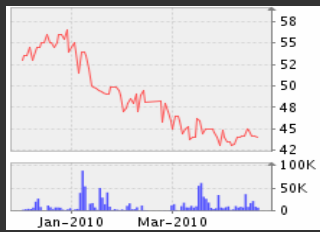
Giới thiệu chung

VHC chính thức đi vào hoạt động từ năm 1997 với vốn điều lệ ban đầu 300 triệu đồng, cổ phần hóa và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2007. Hiện nay vốn điều lệ của VHC đạt ~ 353 tỷ đồng.

Sản phẩm chính của VHC là fillet cá tra xuất khẩu sang các thị trường lớn như Mỹ, EU,...

Thông tin cổ phiếu

(19/04/10)



Giá cổ phiếu (VND)	44.000
Số CP đang lưu hành	35.328.000
Vốn hóa (tỷ đ)	1.558
% sở hữu BGD, HĐQT	51%
% sở hữu nhà ĐTN	23%
KL trung bình 3 tháng	11.572



Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: Quốc lộ 30, Phường 11, Tp. Cao Lãnh, Tỉnh Đồng Tháp
Điện thoại: 067 3891166
Fax: 0673 3891672
<http://www.vinhhoan.com.vn>

Người được phỏng vấn:

Bà: Trương Thị Lệ Khanh
Tổng Giám Đốc kiêm Chủ tịch Hội đồng Quản trị

Chuyên viên phân tích:

Hồng Nguyệt Minh
hong.nguyet@vndirect.com.vn

Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Độ
do.vu@vndirect.com.vn

Năm	2008A	2009A	2010E	Năm	2008A	2009A
Doanh thu (tỷ đ)	2.442	2.771	2.899	Tổng tài sản (tỷ đ)	1.215	1.516
Tỷ suất lợi nhuận gộp %	12%	16%	13%	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	415	686
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	82,2	207,9	214,1	Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	698	915
EPS (đ)	2.668	5.933	6.007	Vay ngắn hạn (tỷ đ)	465	399
Tăng trưởng EPS (%)	-17%	122%	1%	Hệ số nợ vay/Vốn CSH	1,93	1,21
P/E (lần)	8,40	7,42	7,26	Hệ số thanh toán tức thời	0,04	0,34
P/B (lần)	3,39	2,23	1,70	Hệ số thanh toán nhanh	0,58	0,90
Cổ tức/giá (%)	2,31%	4,18%	4,53	Số ngày tồn kho	57	53
ROA (%)	7%	14%	16%	Số ngày phải thu	48	44
ROE (%)	2%	30%	25%	Số ngày phải trả	16	26

Quan điểm đầu tư:

VHC là doanh nghiệp xuất khẩu đứng thứ 3 cả nước về kim ngạch xuất khẩu thủy sản và đứng thứ 2 về kim ngạch xuất khẩu cá tra. VHC nổi bật trong ngành sản xuất cá tra với hệ thống quản lý chặt chẽ chất lượng sản phẩm từ con giống, thức ăn đến nuôi trồng, chế biến, xuất khẩu; tối ưu hóa giá trị của phụ phẩm. Sản phẩm của VHC nhắm đến phân khúc hàng chất lượng cao tại thị trường Mỹ EU,...

Năm 2009 là năm đầu tiên sau nhiều năm kim ngạch xuất khẩu cá tra sụt giảm 10% do tác động của khủng hoảng và bản thân các vấn đề nội tại trong chuỗi giá trị của ngành bộc lộ rõ nét sau một quá trình tăng trưởng nóng. Song với thế mạnh của mình, VHC không những duy trì được tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu (9%), tăng trưởng doanh thu (13%) mà còn đạt được tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng (153%) trong năm 2009.

Bên cạnh đó, VHC đang đi đầu trong việc tối ưu hóa giá trị phụ phẩm từ cá tra, trong đó đáng kể nhất là dự án sản xuất collagen từ da cá tra với tỷ suất lợi nhuận ước tính ~ 30% đang trong giai đoạn sản xuất thử nghiệm, hứa hẹn sẽ mang lại lợi nhuận đột biến cho VHC từ năm 2011 trở đi.

Năm 2010 được dự báo tiếp tục là một năm khó khăn đối với xuất khẩu cá tra khi giá cả các yếu tố đầu vào (con giống, thức ăn thủy sản, cá nguyên liệu,...) trong khi giá đầu ra khó có khả năng tăng tương ứng. Tuy nhiên, VHC có thuận lợi từ việc tiếp tục hoàn thiện mô hình khép kín, nâng công suất nhà máy chế biến thức ăn thủy sản lên gấp đôi; được áp thuế suất 0% vào thị trường Mỹ và hưởng lợi từ xu hướng tăng tỷ giá.

Với ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng VHC có khả năng đạt 2.899 tỷ đồng doanh thu và 212 tỷ đồng lợi nhuận, tương ứng với tăng trưởng 5% và 18%. Với mức giá 44.000 đồng, VHC đang được giao dịch với mức PE2010 ~ 7.26 - tương đương với trung bình ngành. Song nếu xét tới tiềm năng phát triển và tính bền vững của VHC thì chúng tôi đánh giá VHC xứng đáng với mức định giá cao hơn trung bình ngành và là cơ hội đầu tư dài hạn. Gần đây Red River Holdings và Quỹ Đầu tư Việt Nam tiếp tục mua cổ phiếu của VHC với tư cách là nhà đầu tư chiến lược.

Rủi ro đầu tư là (1) khả năng thị trường Mỹ bị ảnh hưởng do Đạo luật Farm Bill; (2) thanh khoản thấp.

Vừa qua chúng tôi đã có cuộc trao đổi với bà Trương Thị Lệ Khanh - Tổng Giám đốc kiêm Chủ tịch Hội đồng Quản trị VHC về kết quả kinh doanh năm 2009 và triển vọng trong năm 2010.

Hoạt động:

Sản phẩm chính của VHC là fillet cá tra và phụ phẩm từ cá tra (chiếm 83% doanh thu và 96% lợi nhuận).

VHC hiện có 3 nhà máy với tổng công suất là 500 tấn cá nguyên liệu/ngày. Trong đó, nhà máy 1 (công suất 120.000 tấn cá nguyên liệu/ngày) đã được đưa vào sử dụng từ năm 1997 & đã hết khấu hao. Từ quý 2/2009, nhà máy 1 ngừng hoạt động để sửa chữa lớn & dự kiến hoạt động trở lại từ cuối tháng 4/2010 với công suất không đổi. Nhà máy 2 (công suất 80.000 tấn cá nguyên liệu/ngày) và nhà máy 3 (công suất 300.000 tấn cá nguyên liệu/ngày) đều mới đi vào hoạt động từ tháng 2/2007 & tháng 8/2008.

Thị trường xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn nhất của VHC là EU (chiếm 39%), Mỹ (chiếm 36%), Hồng Kông (chiếm 7%), Úc (chiếm 6%), Nga (chiếm 5%),.... Thị trường Mỹ trước đây VHC có ưu thế nhờ mức thuế chống bán phá giá thấp nhất (6,81%). Tuy nhiên, từ năm 2009, đã có 2 doanh nghiệp được áp mức thuế suất 0% và 3 doanh nghiệp khác được áp thuế suất 0,52% nên mặc dù gần đây VHC đã được xét áp dụng thuế chống bán phá giá 0% song lợi thế về thuế của VHC tại thị trường Mỹ không còn. Vì vậy, định hướng của VHC là không còn tập trung quá nhiều vào thị trường Mỹ mà chuyển hướng sang phân khúc sản phẩm cao cấp tại thị trường EU & thực tế sự chuyển dịch này đã diễn ra trong năm 2009.

Để tối ưu hóa giá trị thành phẩm và đảm bảo quản lý chặt chẽ chất lượng, VHC đã từng bước xây dựng quy trình khép kín từ sản xuất thức ăn thủy sản đến nuôi trồng & chế biến xuất khẩu.

Về mảng thức ăn thủy sản, VHC hiện nắm giữ 69,8% sở hữu của Công ty Cổ phần Thức ăn Thủy sản Vĩnh Hoàn 1 có công suất 70.000 tấn/năm. Trong năm 2009, VHC đã đầu tư nâng công suất của nhà máy này lên gấp đôi (tức 140.000 tấn/năm) & đã đưa vào hoạt động trong tháng 1/2010, có khả năng cung cấp ~ 60% nhu cầu cho vùng nguyên liệu của VHC (gồm VHC tự nuôi & mua của nông dân nếu chạy 100% công suất).

Về mảng nuôi trồng, VHC hiện có 6 vùng nuôi là Tân Hòa, Tân Thuận Tây, Tân Thuận Đông, Cồn Tân Thạnh, Mỹ Xương, Bình Thạnh với tổng diện tích 140 ha, phân bố tại các tỉnh Đồng Tháp và An Giang, có khả năng cung cấp 45.000 tấn cá nguyên liệu/năm, tương đương với ~33% nhu cầu nguyên liệu (tính trong trường hợp hoạt động với công suất tối đa). Trong đó, VHC có 4 vùng nuôi là Tân Hòa, Cồn Tân Thạnh, Tân Thuận Tây, Mỹ Xương đã được cấp chứng nhận đạt tiêu chuẩn Aqua Gap của Thủy Sản, giúp VHC tăng được giá xuất khẩu thêm 30 cents/kg vào 1 số thị trường thuộc EU như Đức, Anh,... Tuy nhiên, diện tích nuôi đạt tiêu chuẩn Aqua Gap mới chỉ chiếm ~ 63% sản lượng vùng nuôi của VHC, tương đương với ~ 20% nhu cầu nguyên liệu. Định hướng của VHC là sẽ mở rộng vùng nuôi, đồng thời hướng đến tiêu chuẩn Global Gap vào tháng 4/2010 đối với vùng nuôi Tân Hòa và Tân Thuận Tây và tháng 8/2010 đối với vùng nuôi Mỹ Xương, Cồn Tân Thạnh, Tân Thuận Đông để có được lợi thế cạnh tranh về giá, đặc biệt là tại các thị trường khó tính như Mỹ & 1 số nước EU.

Về mảng phụ phẩm, hiện nay phụ phẩm từ cá (phần còn lại của cá nguyên liệu sau khi đã lọc fillet) trở thành nguyên liệu của nhà máy thức ăn thủy sản với giá trị thấp. Để nâng cao giá trị của phụ phẩm, VHC đang triển khai xây dựng nhà máy sản xuất collagen từ da cá (ứng dụng trong lĩnh vực thực phẩm, dược phẩm mỹ phẩm). Dự kiến nhà máy sẽ được khởi công vào quý 2/2010 với quy mô thử nghiệm, sau đó mới mở rộng sản xuất ở quy mô công nghiệp.

Mặc dù chưa có trại giống riêng song VHC vẫn thực hiện tốt việc truy xuất nguồn gốc từ con giống, thức ăn, nuôi trồng đến chế biến thành phẩm, đảm bảo kiểm soát chất lượng. Đồng thời, xây dựng trại giống riêng là một phần trong kế hoạch thời gian tới của VHC để hoàn thiện mô hình khép kín, nâng cao chất lượng đầu ra.

Kết quả 2009

Theo công bố của VHC, năm 2009 VHC đạt 2.771 tỷ đồng doanh thu và 193 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với 125% kế hoạch doanh thu và & 175% kế hoạch lợi nhuận của năm, ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 13% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 153% so với năm 2008.

Trong một năm 2009 đầy khó khăn đối với sản xuất cá tra của cả nước nói chung thì tăng trưởng của VHC thực sự ấn tượng cả về mặt lượng và mặt chất. Trong năm này, kim ngạch xuất khẩu của VHC tăng trưởng 14%, cơ cấu thị trường có sự chuyển dịch theo hướng đa dạng hóa, giảm tỷ trọng vào thị trường Mỹ, tăng tỷ trọng vào thị trường EU và các thị trường khác. Năm 2009 cũng là năm đầu tiên VHC xuất khẩu vào thị trường Nga với tỷ trọng 5% kim ngạch xuất khẩu.

Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận của VHC có sự cải thiện đáng kể, từ 12% lên 16%. Sự vận hành 100% công suất thiết kế của nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi (70.000 tấn/năm) và việc đưa thêm vùng nuôi vào khai thác (tỷ lệ nguyên liệu tự nuôi tăng từ 5% lên 30%) là những yếu tố chủ yếu giúp VHC có được sự cải thiện này & phần nào khẳng định hiệu quả VHC có được từ định hướng phát triển theo mô hình khép kín. Thêm vào đó, nếu như năm 2008 VHC bị lỗ từ chênh lệch tỷ giá ~ 34 tỷ thì năm 2009 VHC hưởng lãi từ chênh lệch tỷ giá là 14 tỷ, chênh lệch ~ 48 tỷ này cũng góp phần vào tăng trưởng trong năm 2009 của VHC.

Phát huy lợi thế từ mô hình khép kín, trong năm 2009 VHC đã đầu tư ~ 40 tỷ đồng nâng công suất của nhà máy thức ăn thủy sản lên gấp đôi (140.000 tấn/năm), đảm bảo khả năng cung ứng thức ăn cho vùng nuôi tiếp tục được mở rộng. Dây chuyền mới đã đi vào hoạt động từ tháng 1/2010.

Ngoài ra, VHC có kế hoạch phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược để giảm tỷ trọng vay và bổ sung vốn lưu động. Trong năm 2009, VHC đã phát hành được 2.568.000 cổ phiếu cho cổ đông chiến lược ở mức giá 46.000 đồng/cổ phiếu, thu về 118 tỷ đồng.

Dự báo 2010

Năm 2010 được dự báo tiếp tục là một năm khó khăn đối với xuất khẩu cá tra nói chung và VHC nói riêng. Mặc dù nhu cầu kinh tế phục hồi & hưởng lợi từ xu hướng tỷ giá tăng song VHC đứng trước áp lực cạnh tranh gay gắt tại những thị trường truyền thống như Mỹ, EU,... nên giá bán khó tăng trong khi các yếu tố đầu vào (thức ăn thủy sản, cá giống, lãi vay,...) từ đầu năm đến nay đã tăng đáng kể.

Tuy nhiên trong năm 2010, VHC có thuận lợi lớn từ việc áp dụng thuế suất chống bán phá giá 0% vào thị trường Mỹ thay vì mức 6.81% trước đây, giá vốn hàng bán vào thị trường Mỹ nhờ vậy có khả năng giảm khoảng 20 cents/kg đồng thời VHC sẽ được hoàn lại số thuế chống bán phá giá đã nộp cho các lô hàng xuất vào Mỹ trong giai đoạn xem xét hành chính (2007 - 2008). Trên cơ sở này, chúng tôi nhận định tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC có khả năng giảm nhẹ từ 16% xuống 15%.

Bên cạnh đó, nhà máy thức ăn thủy sản nâng công suất gấp đôi mang lại cho VHC thêm ~ 250 tỷ doanh thu và ~ 40 tỷ lợi nhuận. Nhà máy collagen dự kiến khởi công trong quý 2 năm 2010, chưa xác định thời điểm hoàn thành và mới chỉ sản xuất ở quy mô thử nghiệm nên chưa đóng góp nhiều vào doanh thu & lợi nhuận của VHC trong năm 2010.

Năm 2010 VHC dự kiến đầu tư dự án tinh luyện dầu cá (20 tỷ đồng); dự án chiết xuất collagen giai đoạn 1 (3 triệu USD); dự án nuôi cá chẽm với diện tích 68 ha tại Bến Tre (20 tỷ đồng); đầu tư trại cá giống 20 ha (15 tỷ đồng); mở rộng vùng nuôi thêm 50 - 70 ha (75 - 100 tỷ đồng).

Đồng thời, trong năm này, VHC tiếp tục phát hành thêm 2.760.000 cổ phiếu cho cổ đông chiến lược, dự kiến thu về ~ 127 tỷ. Số tiền này sẽ giảm bớt một phần áp lực trả lãi vay của VHC.

Với nhận định ở trên, theo ước tính thận trọng của chúng tôi, VHC có khả năng đạt 2.899 tỷ doanh thu và 214 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức tăng trưởng 5% và 18%.

Rủi ro đầu tư

(1) Rủi ro thị trường Mỹ: Hiện nay tại Mỹ vẫn đang diễn ra tranh cãi về Đạo luật Farm Bill xoay quanh việc cá tra Việt Nam có bị định nghĩa là „catfish“ hay không. Nếu việc này được thông qua, cá tra của Việt Nam sẽ phải chịu sự kiểm soát chặt chẽ hơn từ Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) thay vì Cục Thực phẩm và Dược phẩm Mỹ (FDA). Đây là một rủi ro đối với VHC vì thị trường Mỹ hiện chiếm 36% tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu của VHC. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá VHC đã có sự chuẩn bị cho tình huống này nên ảnh hưởng sẽ không nghiêm trọng.

(2) Thanh khoản thấp: Khối lượng giao dịch trung bình trong vòng 3 tháng gần đây chỉ ~ 11.572 cổ phiếu/phiên. Lý do một phần bởi 3 cổ đông lớn là Bà Trương Thị Lệ Khanh, Red River Holdings, Quỹ Đầu tư Việt Nam đã nắm tới 74% số lượng cổ phiếu lưu hành.

Định giá

Với giá đóng cửa ngày 19/04/2010 là 44.000 đồng/cp, EPS 2010 là 6.007 đồng/cp, VHC đang giao dịch với mức P/E 2010 ~ 7,26 và P/B là 1,70 (so với trung bình ngành là P/E2010~7,32).

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:**Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh

51 Bến Chương Dương, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922