

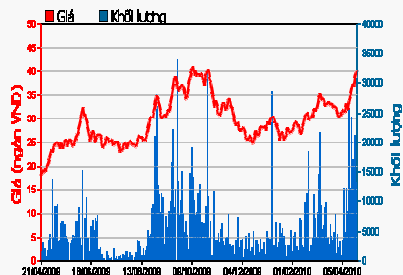
KHUYẾN NGHỊ - MUA

Số liệu chính

Giá @ 20/4/2010 (VNĐ)	40.000
Mức giá mục tiêu (VNĐ)	53.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	440,0
Sở hữu nước ngoài (%)	5,14

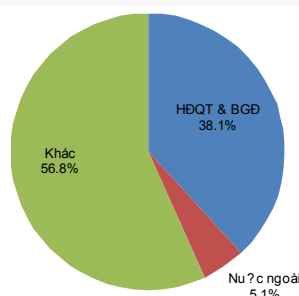
Chỉ số định giá	2009	2010	2011
EPS (VNĐ)	5.588	8.459	12.433
Tăng trưởng EPS	(30%)	51%	47%
P/E (x)	8,7x	4,7x	3,2x
P/B (x)	2,0x	2,5x	1,6x
EV/EBITDA (x)	9,2x	3,9x	2,9x
ROE	28%	34%	36%
ROA	8%	12%	15%
Sinh lợi cổ tức	6%	6%	6%

Biểu đồ giá



Nguồn: Hose

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Hose & BCB ACL

GIÁ MỤC TIÊU 53.000 VNĐ

Chúng tôi thực hiện báo cáo chi tiết lần đầu cho cổ phiếu ACL với khuyến nghị **MUA** cho mục đích đầu tư trung và dài hạn, mức giá mục tiêu là 53.000 VNĐ/cp, tương ứng với P/E 2010 là 6,3x lần. Ở mức giá thị trường hiện tại là 40.000 đồng/cp, ACL đang giao dịch dưới giá mục tiêu của chúng tôi là 32,5% và có mức P/E 2010 hấp dẫn là 4,7x lần – là một trong các mức P/E thấp nhất ngành. Chúng tôi đánh giá cao và có khuyến nghị đầu tư vào CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang dựa vào những điểm chính sau:

- (1) Duy trì được tính ổn định và hiệu quả hoạt động cao** – Mức tăng trưởng và sinh lợi hấp dẫn của hoạt động chế biến xuất khẩu cá tra lôi kéo ngày càng nhiều doanh nghiệp gia nhập ngành. Sự cạnh tranh ngày càng quyết liệt giữa các công ty trong ngành cùng các tác động khác làm cho việc duy trì được hoạt động kinh doanh ổn định và hiệu quả không phải là điều dễ dàng. ACL là một trong các công ty trong ngành đạt được tiêu chí này khi tỷ suất ROE và lợi nhuận thuần biên bình quân trong 3 năm gần nhất ở mức cao là 36,5% và 9,4%. Dưới tác động của cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2009, trong khi nhiều doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản gặp khó khăn thì ACL vẫn đạt được tỷ suất sinh lợi tốt ROE là 28,3% và tỷ suất lợi nhuận thuần biên là 7,0%.
- (2) Tăng trưởng mạnh trong năm 2010 cùng với mức P/E thấp nhất ngành** – Nhà máy mới chạy hết công suất từ đầu năm 2010. Tổng công suất chế biến được nâng lên cao gấp 2,5 lần công suất cũ – tăng từ 100 tấn lên 250 tấn cá nguyên liệu/ngày – đáp ứng được nhu cầu cao của các khách hàng truyền thống ở thị trường Trung Đông và Châu Âu mà trước đây công ty chưa có điều kiện đáp ứng do hạn chế về công suất chế biến. Doanh thu và lợi nhuận 2010 của ACL do đó được kỳ vọng tăng trưởng mạnh 50,4% và 85,03% so với năm trước. Với giá thị trường 40.000 đồng/cp, ACL giao dịch ở mức P/E 4 quý gần nhất là 5,7x – là mức P/E trailing hấp dẫn và thấp nhất ngành.
- (3) Tụy vốn hóa thị trường nhỏ, ACL là một trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam** – Dưới sự dẫn dắt của ban lãnh đạo có hơn 25 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực nuôi trồng và kinh doanh thủy sản, ACL dù tuổi đời còn khá trẻ với 7 năm thành lập và phát triển đã khẳng định được vị trí khi luôn nằm trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam nhiều năm liền. Trung Đông và Châu Âu là thị trường truyền thống chính chiếm lần lượt 65% và 20% doanh thu của ACL năm 2009. Với tổng công suất mới đã được cải thiện, ACL sẽ tiếp tục đẩy mạnh gia tăng tỷ trọng vào các thị trường này đồng thời cũng đang xúc tiến thực hiện các thủ tục xem xét thuế chống bán phá giá để tiến hành xâm nhập vào thị trường Mỹ từ năm 2011. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng ACL từ vị trí thứ 8 sẽ vươn lên vị trí thứ 6 trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam trong năm nay.
- (4) Chiến lược phát triển bền vững theo chuỗi liên kết dọc thông qua việc đầu tư vào vùng nuôi và nhà máy thức ăn thủy sản giúp ACL nâng cao hiệu quả hoạt động và kiểm soát tốt chất lượng sản phẩm** – Với nhiều năm kinh nghiệm nuôi trồng và kinh doanh thủy sản của ban lãnh đạo công ty, ACL thực hiện đầu tư vào vùng nuôi với tổng diện tích 45ha trong năm 2010, chủ động đáp ứng được 45% nhu cầu cá nguyên liệu cho công ty. Bên cạnh đó, ACL cũng có kế hoạch đầu tư vào nhà máy chế biến thức ăn thủy sản, giúp công ty kiểm soát tốt cả chi phí và chất lượng đầu vào cho sản phẩm. Chúng tôi tin tưởng vào khả năng ACL triển khai thành công các dự án này và sự đóng góp của các dự án vào doanh thu cũng như nâng cao tỷ suất lợi nhuận cho công ty trong các năm sau.

Sơ lược về công ty

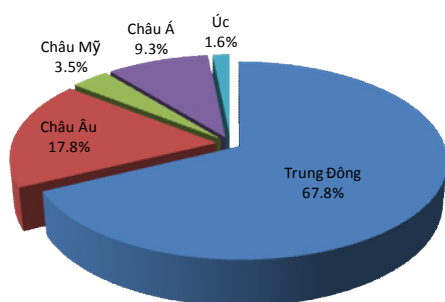
Lịch sử hình thành

- Công ty cổ phần xuất nhập khẩu thủy sản Cửu Long An Giang (ACL) tiền thân là Công ty TNHH xuất nhập khẩu thủy sản Cửu Long An Giang được thành lập vào năm 2003. Ban lãnh đạo công ty là các thành viên trong gia đình đã có hơn 25 năm kinh nghiệm nuôi trồng thủy sản từ những ngày đầu tiên của phong trào nuôi cá tra, basa theo mô hình công nghiệp tại An Giang năm 1986. Công suất chế biến hiện tại của Công ty đạt 250 tấn nguyên liệu/ngày. Nhà máy chế biến đầu tiên đi vào hoạt động từ tháng 3/2005 với công suất thiết kế 100 tấn nguyên liệu/ngày. Nhà máy chế biến thứ hai có công suất 150 tấn/ngày được đưa vào hoạt động từ tháng 6/2009. Sản phẩm cá tra fillet của công ty được xuất khẩu đi hơn 40 nước trên thế giới với các thị trường chủ yếu là Trung Đông, Châu Âu, Châu Á, Châu Mỹ và Úc.
- Tháng 5/2007, ACL chính thức chuyển đổi sang hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần với vốn điều lệ đăng ký là 90 tỷ đồng. Trong năm 2010 ACL tăng vốn điều lệ lên 110 tỷ đồng. ACL hiện là một trong các công ty đầu ngành và nằm trong top 10 công ty xuất khẩu cá da trơn lớn nhất Việt Nam. Doanh thu từ xuất khẩu cá tra, basa fillet chiếm phần lớn đến 90,5% tổng doanh thu toàn công ty. Còn lại 9,5% doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh phụ phẩm và các sản phẩm khác.

Ngành nghề kinh doanh

- Nuôi trồng, chế biến, bảo quản, mua bán thủy sản và sản phẩm từ thủy sản
- Chế biến thức ăn thủy sản, thức ăn gia súc
- Sản xuất bao bì, mua bán các loại nguyên vật tư trong ngành bao bì
- Mua bán nông sản, thực phẩm
- Mua bán nguyên liệu, vật tư phục vụ chăn nuôi thủy sản
- Cho thuê kho lạnh
- Đầu tư cơ sở hạ tầng khu công nghiệp, khu du lịch, khách sạn, cao ốc văn phòng
- Hoạt động đầu tư trực tiếp và gián tiếp, đầu tư thực hiện việc sáp nhập và mua lại doanh nghiệp

Cơ cấu doanh thu theo thị trường xuất khẩu năm 2009



Thông tin cơ bản

Trụ sở	90 Hùng Vương, P.Mỹ Quý, TP.Long Xuyên, Tỉnh An Giang
Tên quốc tế	Cuulong Fish Joint Stock Company
Viết tắt	CL-Fish Corp
Điện thoại	+ 84 763931000
Fax	+ 84 763932446
Website	http://www.clfish.com
Vốn điều lệ	90.000.000.000 đồng
Đơn vị Kiểm toán	CTTNHH Kiểm Toán & Tư vấn A&C

Ban lãnh đạo

Hội đồng quản trị

Trần Văn Nhân	Chủ tịch HĐQT
Trần Tuấn Nam	Thành viên HĐQT
Trần Thị Vân Loan	Thành viên HĐQT
Trần Minh Nhựt	Thành viên HĐQT
Trần Tuấn Khanh	Thành viên HĐQT

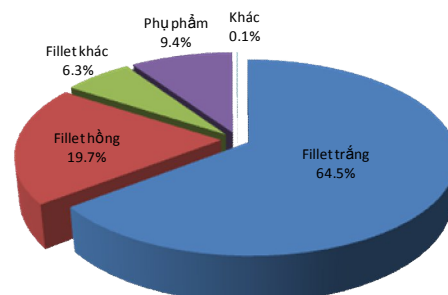
Ban Tổng Giám Đốc

Trần Thị Vân Loan	Tổng Giám Đốc
Nguyễn Xuân Hải	Phó Tổng Giám Đốc
Trần Tuấn Khanh	Phó Tổng Giám Đốc
Nguyễn Thị Bích Vân	Kế Toán Trưởng

Ban kiểm soát

Trần Chí Thiện	Trưởng ban
Nguyễn Văn Tới	Thành viên
Phạm Thị Hồng Ngọc	Thành viên

Cơ cấu doanh thu theo nhóm sản phẩm năm 2009



Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính quá khứ và dự phóng

KQKD (tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011
Doanh thu thuần	649	720	1,083	1,420
Giá vốn hàng bán	516	597	848	1,101
CP bán hàng & quản lý	56	61	92	125
EBITDA	96	75	176	236
Khấu hao	5	6	17	23
EBIT	91	69	160	213
Chi phí lãi vay	17	15	53	57
Thu nhập khác	(0)	(5)	-	5
LN trước thuế	74	54	106	156
Thuế TNDN	3	7	13	20
Lợi ích của CĐTS	-	(3)	-	-
LN sau thuế	71	50	93	137

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011
Tiền và CKĐT	19	64	54	58
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	36	-	-
Các khoản phải thu	202	232	335	400
Hàng tồn kho	62	113	139	181
TS ngắn hạn khác	3	7	11	14
Tổng TS ngắn hạn	286	451	539	653
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-
TSCĐ	94	148	246	259
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư tài chính	4	12	12	12
TS dài hạn khác	9	3	4	4
Tổng TS dài hạn	107	163	262	275
Tổng tài sản	392	614	801	928
Nợ ngắn hạn	188	404	439	489
Nợ dài hạn khác	40	32	84	57
Tổng nợ phải trả	228	436	523	546
Tổng vốn CSH	140	178	278	382
Vốn điều lệ	90	90	110	110
LN cổ đông thiểu số	24	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	392	614	801	928

LCTT (tỷ đồng)	2008	2009
Lợi nhuận trước thuế	74	53
Khấu hao TSCĐ	5	6
Các khoản dự phòng	0	0
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	(5)	(3)
Chi phí lãi vay	17	15
Lợi nhuận trước khi thay đổi vốn LĐ	91	72
Thay đổi vốn lưu động	96	48
Lưu chuyển tiền thuần HĐKD	(5)	24
Mua sắm TSCĐ, XDCBDD	(53)	(61)
Khác	1	(69)
Lưu chuyển tiền thuần HĐĐT	(52)	(130)
Tiền vay ngắn dài hạn	843	1,000
Tiền chi trả nợ gốc vay	(708)	(834)
Tiền chi trả cổ tức	(61)	(14)
Khác	(0)	-
Lưu chuyển tiền thuần HĐTC	74	152
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	17	46
Tiền đầu năm	1	19
Điều chỉnh tỷ giá ngoại tệ	1	(1)
Tiền cuối năm	19	64

Tăng trưởng	2008	2009	2010	2011
Doanh thu	69%	11%	50%	31%
EBITDA	92%	-22%	135%	34%
EBIT	95%	-24%	131%	34%
LN thuần	80%	-30%	85%	47%
EPS	80%	-30%	51%	47%
Tỷ suất LN gộp	21%	17%	22%	22%
Tỷ suất LN thuần	11%	7%	9%	10%
EBITDA/Doanh thu	15%	10%	16%	17%
EBIT/Doanh thu	14%	10%	15%	15%
EPS (VNĐ)	7,940	5,588	8,459	12,433
BPS (VNĐ)	15,607	19,750	25,255	34,688

Chỉ số tài chính	2008	2009	2010	2011
Khả năng thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1.52	1.12	1.23	1.34
Thanh toán nhanh	1.19	0.84	0.91	0.97

Chỉ số sinh lợi				
ROE	53%	32%	34%	36%
ROA	18%	8%	12%	15%
ROIC	21%	10%	13%	17%

Hiệu quả HĐKD				
Số ngày phải thu	74	103	100	90
Số ngày tồn kho	44	69	60	60
Số ngày phải trả	16	42	35	30

Đòn bẩy tài chính				
Nợ/VCSH	140%	196%	150%	111%
Nợ/Tổng vốn đầu tư	58%	66%	60%	53%
Khả năng trả lãi vay	5.4x	6.3x	2.6x	3.0x

Định giá	2008	2009	2010	2011
Tại giá thị trường (VNĐ)			40,000	
P/E	6.2x	8.8x	4.7x	3.2x
P/B	3.4x	3.1x	2.5x	1.6x
EV/EBITDA	7.2x	9.2x	3.9x	2.9x
Suất sinh lợi cổ tức	10.0%	7.5%	7.5%	7.5%
Tại giá mục tiêu (VNĐ)			53,000	
P/E	8.7x	11.6x	6.3x	4.3x
P/B	4.2x	3.3x	2.1x	1.5x
EV/EBITDA	8.7x	11.1x	4.7x	3.5x
Suất sinh lợi cổ tức	7.5%	5.7%	5.7%	5.7%

Nguồn: ACL BCTC 2009, VCSC ước tính

Cá da trơn – Cơ hội bật dậy sau khủng hoảng

Xuất khẩu thủy sản là một ngành kinh tế trọng yếu của Việt Nam

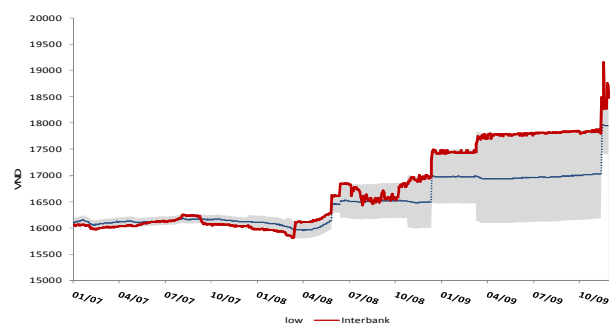
Thủy sản là một trong những ngành có đóng góp đáng kể vào tỷ trọng xuất khẩu của Việt Nam. Với kim ngạch xuất khẩu trên 4 tỷ USD, thủy sản là một trong 5 nhóm mặt hàng xuất khẩu chủ lực của nước ta chỉ sau dầu thô và hàng dệt may. Với vị thế này, ngành xuất khẩu thủy sản thường nhận được nhiều ưu ái từ chính phủ như các hỗ trợ về lãi vay và ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp. Mức thuế được áp dụng cho các doanh nghiệp thủy sản thường là 15-20% so với mức thuế bình quân là 25% áp dụng đối với các doanh nghiệp khác. Tốc độ tăng trưởng nhanh và hấp dẫn của ngành cùng với suất đầu tư thấp và các chính sách ưu đãi của chính phủ đã lôi kéo ngày càng nhiều doanh nghiệp gia nhập ngành. Xu hướng điều chỉnh tăng tỷ giá VND/USD trong các năm qua cũng là nhân tố tích cực có lợi cho ngành xuất khẩu nói chung và các doanh nghiệp thủy sản nói riêng.

Top 5 ngành xuất khẩu của Việt Nam

	Mặt hàng	Giá trị (triệu USD)	Tỷ trọng
1	Hàng dệt may	9.004	15,9%
2	Dầu thô	6.210	11,0%
3	Thủy sản	4.207	7,4%
4	Giày dép	4.015	7,1%
5	Gạo	2.662	4,7%
	Tổng 5 nhóm hàng chính	23.436	46,1%
	Tổng kim ngạch XK 2009	56.584	100%

Nguồn: Tổng cục thống kê

Biến động tỷ giá VND/USD



Nguồn: Reuters

...Trong đó cá da trơn là mặt hàng chủ lực và đang chiếm tỷ trọng ngày càng lớn nhờ vào lợi thế cạnh tranh cao

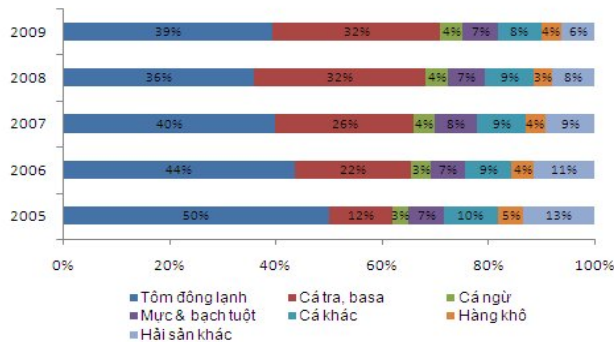
Vươn lên vị trí thứ 2 trong tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản với tỷ trọng tăng từ 12% lên 32% trong 5 năm qua

Mặt hàng cá tra, basa đông lạnh đã nhanh chóng vươn lên thành mặt hàng thủy sản xuất khẩu chủ lực thứ hai chỉ sau tôm của Việt Nam trong 5 năm qua khi được các thị trường trên thế giới đón nhận một cách tích cực nhờ vào chất lượng tốt và giá cả phải chăng của loại sản phẩm này. Tỷ trọng cá tra, basa đông lạnh trong cơ cấu tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam được cải thiện đáng kể từ 12% vào năm 2005 lên 31,6% trong năm 2009. Tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu cá tra, basa bình quân trong 10 năm qua đạt mức khá cao là 16%/năm so với mức tăng trưởng bình quân 10%/năm của ngành thủy sản nói chung.

Cá da trơn là một trong số ít các sản phẩm xuất khẩu Việt Nam chiếm lĩnh thị phần chi phối của thế giới nhờ vào điều kiện tự nhiên thuận lợi cho hoạt động nuôi trồng và chế biến

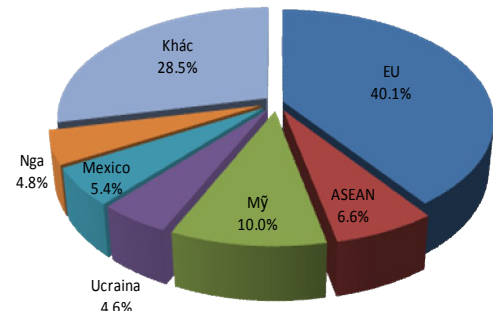
Việt Nam hiện là một trong những nhà cung cấp cá tra, basa lớn nhất, chiếm lĩnh hơn 60% thị phần xuất khẩu cá da trơn của thế giới nhờ vào những thế mạnh vượt trội về điều kiện tự nhiên và con người. Với những lợi thế sẵn có về điều kiện môi trường nước, khí hậu, và nguồn nhân lực dồi dào có chi phí thấp, khu vực Đồng Bằng Sông Cửu Long (ĐBSCL) là nơi lý tưởng và đem lại hiệu quả cao trong việc nuôi trồng cá tra, basa ở Việt Nam. Tổng sản lượng cá tra, basa thu hoạch trung bình hàng năm ở khu vực này đạt mức trên dưới 1 triệu tấn. Đặc biệt các tỉnh An Giang, Cần Thơ, và Đồng Tháp là nơi có năng suất nuôi trồng cá tra, basa lớn và hiệu quả nhất với khoảng 300-400 tấn cá nguyên liệu thu hoạch được trên mỗi hecta nuôi trồng mỗi vụ cho chất lượng thịt cá thơm ngon hơn các loại cá da trơn khác trên thế giới.

Cơ cấu thủy sản Việt Nam xuất khẩu



Nguồn: VASEP

Thị trường xuất khẩu cá tra, basa năm 2009



Nguồn: VASEP

Thị trường nhập khẩu đa dạng và giàu tiềm năng

Cơ cấu thị trường xuất khẩu cá da trơn nước ta hiện nay cũng khá đa dạng, do đó rủi ro về thị trường xuất khẩu của các doanh nghiệp cũng được giảm bớt do không còn phụ thuộc quá nhiều vào một vài thị trường truyền thống như trước đây. Trong năm 2009, cá tra, basa Việt nam đã được xuất khẩu sang 133 nước, trong đó, khối Châu Âu và Mỹ là hai thị trường nhập khẩu quan trọng và chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu kim ngạch xuất khẩu cá tra, basa.

Xuất khẩu cá da trơn 2009 – năm đầu tiên ghi nhận mức tăng trưởng âm với giá xuất khẩu thấp nhất trong vòng 5 năm qua...

Năm 2009, do tác động của suy thoái kinh tế trên toàn thế giới, xuất khẩu cá da trơn Việt nam đã gặp nhiều khó khăn. Kim ngạch xuất khẩu cá tra, basa Việt nam tăng trưởng âm lần đầu tiên trong năm 2009 sau nhiều năm tăng trưởng ở mức cao. Theo VASEP, Việt Nam đã xuất khẩu gần 607,7 nghìn tấn cá tra, đạt kim ngạch 1,342 tỷ USD, giảm 5,2% về sản lượng và 7,6% về giá trị so với cùng kỳ năm 2008. Cùng với lượng tiêu thụ duy trì ở mức thấp, giá xuất khẩu cá tra cũng giảm, đạt bình quân 2,21 USD/kg trong năm 2009, tương ứng giảm 2,7% so với năm 2008 và là mức giá xuất khẩu thấp nhất trong vòng 5 năm qua.

Mỹ, Tây Ban Nha và Đức là 3 thị trường nhập khẩu lớn đạt giá trị từ 100 triệu USD trở lên, chiếm tỷ trọng tương ứng 9,98%, 9,02% và 8,11%. So với cùng kỳ năm ngoái, giá trị xuất khẩu cá tra, basa sang các thị trường lớn thuộc nhóm EU trong năm 2009 đều giảm (từ 0,6% - 39,6%), trong khi đó XK sang Luxembourg, Hungary, Estonia và Slovenia lại đạt mức tăng trưởng khá cao, tương ứng 41.707,7%, 182,9%, 136,5% và 100,9%. Ngoài ra, cũng phải kể đến một số thị trường nhỏ có dấu hiệu tăng trưởng khả quan trong năm như Brazil và Ấn Độ.

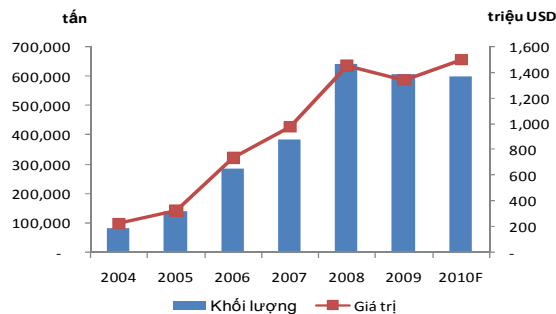
...Nhưng đang trên đà phục hồi với kỳ vọng giá tăng giá bán và sản lượng

Triển vọng kinh tế toàn cầu sáng sủa hơn trong năm 2010 kéo theo sự hồi phục của nhu cầu tiêu dùng và giá cả hàng hóa, sẽ là yếu tố kích thích tích cực cho tăng trưởng xuất khẩu cá da trơn Việt Nam. Đồng thời, việc Nga, một trong những thị trường tiêu thụ lớn nhất của cá da trơn Việt Nam mở cửa lại từ tháng 4/2009 cũng mở ra nhiều cơ hội tăng trưởng ấn tượng trong năm 2010 cho ngành và các doanh nghiệp được phép xuất khẩu vào Nga.

Xuất khẩu cá da trơn Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng khả quan trong năm 2010. Mục tiêu kim ngạch xuất khẩu năm 2010 cho cá tra, basa là 1,5 tỷ USD, tăng khoảng 12% so với năm 2009. Trong đó, kế hoạch sản lượng xuất khẩu được đưa ra khá thận trọng ở mức 600.000 tấn, tương ứng giảm nhẹ 1,3% so với sản lượng xuất khẩu của năm trước. Tuy nhiên kỳ vọng giá xuất khẩu bình quân có khả năng đạt 2,5 USD/kg, tăng 13,2% so với giá xuất khẩu bình quân năm 2009 sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu cá tra, basa năm 2010. Thực tế trong các tháng đầu năm 2010, sản lượng xuất khẩu cá da trơn Việt Nam phần nào đã được củng

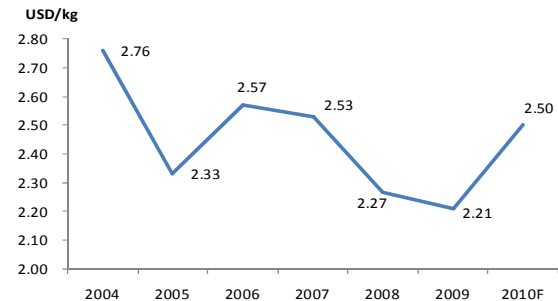
cổ bởi xu hướng hồi phục tốt về nhu cầu tiêu dùng thủy sản tại các thị trường lớn như EU, Mỹ và Nga trong khi giá xuất khẩu chỉ mới được cải thiện nhẹ. Dự kiến trong thời gian tới, với xu hướng tăng giá cá nguyên liệu cao như hiện nay và nhu cầu tiêu dùng tăng trở lại, các doanh nghiệp chế biến cá tra, basa sẽ có khả năng đàm phán nâng cao giá xuất khẩu.

Xuất khẩu cá tra, basa Việt Nam 2004-2010



Nguồn: VASEP

Giá xuất khẩu cá tra, basa bình quân 2004-2010



Nguồn: VASEP & VCSC Tổng hợp

ACL – Doanh nghiệp quy mô trung bình nhưng có hoạt động kinh doanh được duy trì ổn định với hiệu quả cao

Tuy có vốn hóa thị trường nhỏ, ACL là một trong các công ty đầu ngành thuộc top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, basa lớn nhất Việt Nam

Mức tăng trưởng hấp dẫn của hoạt động xuất khẩu cá tra, basa đã lôi cuốn khá nhiều doanh nghiệp mới gia nhập ngành, dẫn đến sự cạnh tranh khá quyết liệt giữa các doanh nghiệp trong ngành. Theo thống kê của trung tâm thông tin công nghiệp và thương mại, hiện tại có khoảng hơn 260 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực chế biến và xuất khẩu cá tra, basa tại Việt Nam. Tuy vậy, dưới sự dẫn dắt của ban lãnh đạo có hơn 25 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực nuôi trồng và kinh doanh thủy sản, ACL dù có tuổi đời còn khá trẻ với 7 năm thành lập và phát triển, đã khẳng định được vị trí nhất định và chắc chắn trong ngành. Công ty luôn là một trong các doanh nghiệp đầu ngành và nằm trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, basa lớn nhất Việt Nam trong các năm qua. Kết thúc năm 2009, với tổng sản lượng cá tra, basa đông lạnh xuất khẩu đạt 18.447 tấn và tổng kim ngạch xuất khẩu đạt hơn 39 triệu USD, ACL đứng thứ 8 trong top 10 doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu cao nhất ngành. Với tổng công suất mới đã được cải thiện, ACL sẽ tiếp tục đẩy mạnh gia tăng tỷ trọng vào các thị trường này đồng thời cũng đang xúc tiến thực hiện các thủ tục xem xét thuế chống bán phá giá để tiến hành xâm nhập vào thị trường Mỹ từ năm 2011. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng ACL từ vị trí thứ 8 sẽ vươn lên vị trí thứ 6 trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam trong năm nay.

Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, basa đạt kim ngạch cao nhất năm 2009

STT	Doanh nghiệp	Khối lượng (tấn)	Kim ngạch (triệu USD)
1	CTCP Hùng Vương	63.702	121.713
2	CTCP Vĩnh Hoàn	38.873	110.151
3	CTCP Nam Việt	46.073	84.829
4	CTCP Việt An	23.911	57.295
5	CTCP XNK Thủy Sản An Giang	23.129	55.142
6	CTCP Bình An	19.313	53.316

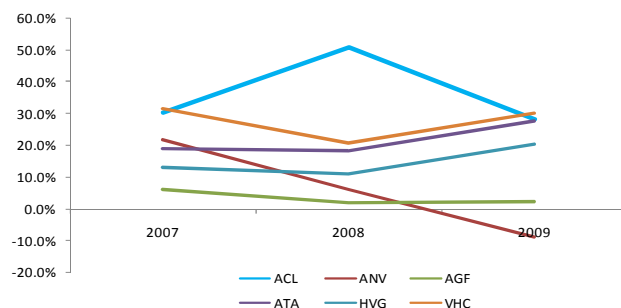
7	Công ty TNHH XNK Thủy Sản Thiên Mã	22.709	43.315
8	CTCP XNK Thủy Sản Cửu Long An Giang	18.447	39.097
9	CTCP Chế biến Thủy Hải Sản Hiệp Thanh	15.285	33.946
10	CTCP XNK Thủy Sản Cần Thơ	13.330	33.791

Nguồn: Bản tin Thương mại thủy sản

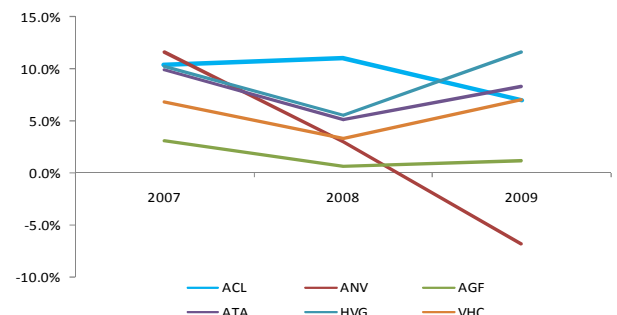
Hiệu quả hoạt động cao và được duy trì khá ổn định qua các năm

Mức tăng trưởng và sinh lợi hấp dẫn của hoạt động chế biến xuất khẩu cá tra, basa lôi kéo ngày càng nhiều doanh nghiệp gia nhập ngành. Với tính cạnh tranh khá quyết liệt giữa các doanh nghiệp trong ngành, việc duy trì được hoạt động kinh doanh ổn định và có hiệu quả tốt không phải là điều dễ dàng, nhất là khi hoạt động của ngành dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác như rào cản từ các nước nhập khẩu hay khó khăn do khủng hoảng kinh tế trong năm vừa qua.

Tỷ suất ROE của một số doanh nghiệp trong ngành



Tỷ suất lợi nhuận thuần biên của một số doanh nghiệp



Nguồn: VCSC tổng hợp

Có thể nói tuy quy mô về vốn và công suất chế biến còn khá khiêm tốn so với một số công ty khác trong ngành, ACL là một trong các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh được duy trì khá ổn định với các tỷ suất sinh lợi cao so với trung bình ngành. Tỷ suất sinh lợi ROE bình quân của công ty đạt 36,5% và tỷ suất lợi nhuận thuần biên bình quân đạt 9,4% trong 3 năm gần đây. Dưới tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2009, trong khi nhiều doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản gặp khó khăn thì ACL vẫn đạt được tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu ROE ở mức cao là 28,3% so với mức 16% của trung bình ngành và tỷ suất lợi nhuận thuần biên là 7,0% so với trung bình ngành là 4,3%. Như vậy, việc vững vàng vượt qua năm 2009 là một năm với nhiều khó khăn và thử thách đã minh chứng cho vị thế của công ty trong ngành, cho hiệu quả hoạt động, ổn định, cũng như cho uy tín và thương hiệu của cá tra, basa ACL trên các thị trường nhập khẩu thế giới, đặc biệt khi là thương hiệu dẫn đầu ở thị trường Trung Đông.

Tăng trưởng sản lượng và kim ngạch xuất khẩu cá tra, basa trong năm 2009 so với xu hướng giảm chung của toàn ngành

Năm 2009 ngành xuất khẩu cá tra, basa có mức tăng trưởng âm lần đầu tiên từ 2004 đến nay nhưng ACL vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng sản lượng và kim ngạch xuất khẩu.

Kết thúc năm 2009, tổng sản lượng cá tra, basa xuất khẩu của ACL đạt 18.447 tấn, với tổng kim ngạch xuất khẩu đạt gần 39,1 triệu USD, tương ứng tăng 12% về sản lượng và tăng nhẹ 3,2% về kim ngạch so với năm 2008. Giá xuất khẩu cá tra, basa Việt Nam năm 2009 nhìn chung đều giảm ở nhiều thị trường trên thế giới do tác động của suy thoái kinh tế. Tương tự, ACL cũng chịu ảnh hưởng khi giá xuất khẩu bình quân giảm 7,8% từ mức 2.3 USD/tấn trong năm 2008 xuống còn 2.12 USD/tấn năm 2009. Tuy nhiên, được hỗ trợ bởi mức tăng của tổng sản lượng xuất khẩu,

ACL tiếp tục duy trì được sự cải thiện về kim ngạch xuất khẩu, là nhân tố chính đóng góp cho tăng trưởng doanh thu năm 2009 của công ty.

Việc đưa nhà máy mới vào hoạt động từ tháng 06/2009 giúp ACL nâng cao công suất chế biến là nhân tố hỗ trợ mạnh mẽ nhất cho tăng trưởng tổng khối lượng xuất khẩu trong năm. Với các mối quan hệ giữa doanh nghiệp và đối tác ngày càng được mở rộng, hợp đồng ngày càng nhiều, nhà máy cũ tuy hoạt động với 120-130% công suất/năm trong 2 năm qua vẫn chưa đáp ứng hết các nhu cầu của khách hàng. Việc đưa nhà máy mới vào hoạt động đã kịp thời giúp ACL tăng năng suất và chất lượng sản phẩm, đáp ứng tốt hơn nhu cầu của khách hàng, giúp công ty đạt được mức tăng trưởng sản lượng xuất khẩu nói riêng và tăng trưởng doanh thu nói chung trong năm 2009 còn nhiều khó khăn.

Lợi nhuận sau thuế 2009 tăng trưởng âm do tỷ suất lợi nhuận gộp biên giảm

Năm 2009, ACL ghi nhận 720,1 tỷ doanh thu thuần, tăng 10,9% so với cùng kỳ năm 2008. Tuy nhiên, do giá thu mua cá nguyên liệu tăng dẫn đến chi phí nguyên vật liệu trực tiếp dùng trong sản xuất tăng đến 13,2% so với năm trước. Bên cạnh đó, chi phí nhân công, chi phí khấu hao và các chi phí khác cũng tăng mạnh gần 30% làm cho chi phí sản xuất năm 2009 tăng hơn 15% so với năm 2008. Trong khi đó, doanh thu của công ty chỉ tăng trưởng 10,9% dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp biên của ACL năm 2009 là 17,1%, giảm 3,5% so với mức đạt được của năm trước.

Cơ cấu chi phí sản xuất năm 2007-2009

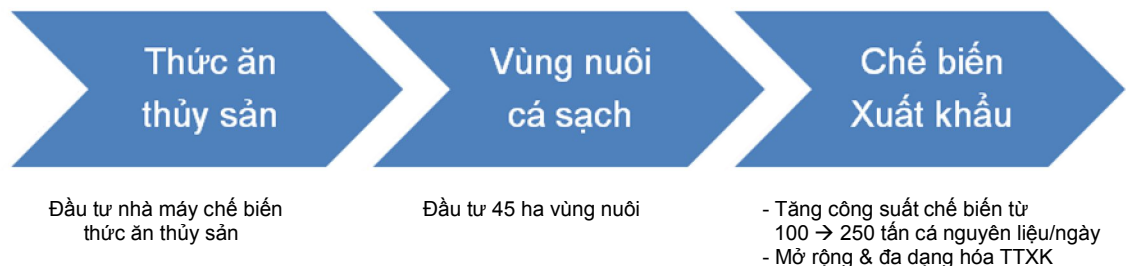
Tỷ đồng	2007	2008	2009
Chi phí nguyên vật liệu	258,2	495,1	560,6
Chi phí nhân công	13,8	33,8	43,9
Chi phí khấu hao	3,0	4,7	5,9
Chi phí khác	6,9	10,5	15,7
Tổng chi phí sản xuất	282,0	544,0	626,0
% tăng chi phí sản xuất	-	92,9	15,1

Nguồn: Thuyết minh BCTC năm 2009 ACL

Tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu 2009 giảm là nguyên nhân chính làm cho lợi nhuận trong năm của ACL tăng trưởng âm so với năm 2008 mặc dù doanh thu tăng trưởng hơn 10%. Bên cạnh đó, các chi phí khác cũng tăng khá cao như chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí phạt vi phạm hợp đồng kinh tế gây thiệt hại cho công ty hơn 5 tỷ đồng làm cho ACL kết thúc năm 2009 với 50,3 tỷ lợi nhuận sau thuế, giảm đến 29,6% so với lợi nhuận sau thuế năm 2008. Tỷ suất lợi nhuận thuần biên năm 2009 tương ứng đạt 7,0% so với mức 11,0% năm trước.

Tuy lợi nhuận năm 2009 tăng trưởng âm, kết quả ACL đã đạt được trong năm là một kết quả khả quan và đáng khích lệ khi so sánh với trung bình ngành và một số công ty khác trong ngành. Theo đó, ACL đã hoàn thành vượt 25,7% kế hoạch lợi nhuận năm 2009. Kết quả này ít nhiều cũng được hỗ trợ bởi doanh thu từ hoạt động tài chính mà chủ yếu là khoản lợi nhuận 10,15 tỷ từ chênh lệch tỷ giá đã được thực hiện trong năm.

ACL đang từng bước lớn mạnh với chiến lược đầu tư bền vững thông qua chuỗi liên kết dọc nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm và hiệu quả kinh doanh



Nâng cao công suất chế biến phục vụ cho nhu cầu thị trường ngày càng lớn

ACL bắt đầu hoạt động với duy nhất một nhà máy chế biến cá tra, được đưa vào khai thác từ năm 2005 có công suất khá khiêm tốn là 100 tấn cá nguyên liệu/ngày, tương đương với 10.000 tấn cá thành phẩm/năm. Tuy nhiên, trước tiềm năng phát triển của ngành chế biến cá tra xuất khẩu nói chung và tốc độ tăng trưởng khả quan của công ty nói riêng, trong các năm gần đây mặc dù nhà máy chế biến luôn được khai thác tối đa 120-130% công suất thiết kế nhưng vẫn chưa đáp ứng hết nhu cầu của khách hàng, phần nào hạn chế khả năng mở rộng thị trường xuất khẩu, nâng cao thị phần, cũng như tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

Trước tình hình đó ACL đã đầu tư mở rộng thêm nhà máy chế biến mới có công suất thiết kế là 150 tấn cá nguyên liệu/ngày, nâng tổng công suất chế biến của công ty lên 250 tấn cá nguyên liệu/ngày hay 25.000 tấn cá thành phẩm/năm. Nhà máy mới đã chính thức đi vào hoạt động từ tháng 6/2009. Việc đưa nhà máy mới vào khai thác là một thách thức không nhỏ cho nhiều doanh nghiệp của ngành do gặp khó khăn trong việc tìm kiếm thị trường tiêu thụ và nguyên liệu đầu vào, cũng như phải gánh chịu các khoản chi phí khấu hao và lãi vay đội lên cao. Tuy nhiên, với quy mô còn khá nhỏ, tổng công suất chế biến mới 250 tấn cá nguyên liệu/ngày còn khá khiêm tốn so với nhiều doanh nghiệp lớn khác trong ngành như ANV, VHC và HVG thì khả năng ACL khai thác triệt để công suất của cả hai nhà máy là hoàn toàn khả thi. Hiện nhà máy mới đã hoạt động hết 100% công suất từ những tháng đầu năm 2010 và đang từng bước đi vào ổn định. Điều này không chỉ nâng cao lợi thế cạnh tranh cho ACL khi công ty có khả năng cung ứng tốt hơn nhu cầu ngày càng cao của khách hàng mà còn hứa hẹn đóng góp quan trọng vào sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của ACL từ năm 2010 trở đi.

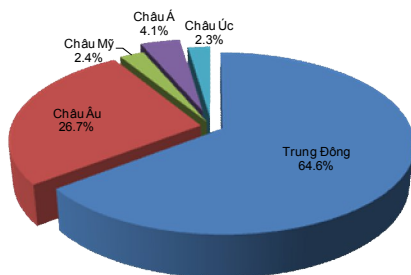
Gia tăng tỷ trọng ở thị trường truyền thống Trung Đông, đồng thời phát triển thị trường EU và mở rộng sang các thị trường khác nhằm đa dạng hóa và giảm thiểu rủi ro ở các thị trường xuất khẩu

Sản phẩm của ACL được tiêu thụ ở hơn 40 quốc gia trên thế giới, trong đó thị trường xuất khẩu chính gồm khu vực Trung Đông, Châu Âu, Châu Á, Châu Mỹ và Úc.

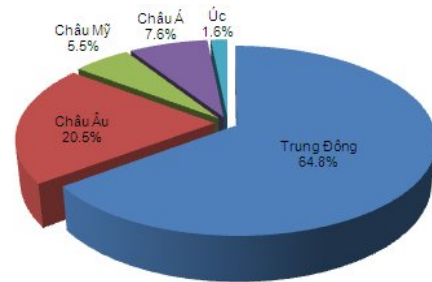
Trung Đông là thị trường truyền thống và chiếm tỷ trọng lớn nhất gần 65% trong cơ cấu doanh thu năm 2009 của công ty. Ba năm trở lại đây, khối thị trường Trung Đông – Bắc Phi trở thành một điểm sáng và có sự tăng trưởng đáng kể về sản lượng nhập khẩu và tiêu thụ mặt hàng cá tra đông lạnh của Việt Nam. Trong đó phải kể đến 3 thị trường chủ lực Ai Cập, UAE và Ả Rập Xê út chiếm đến 66% tổng sản lượng và 60,5% tổng giá trị nhập khẩu vào khu vực này. Với lợi thế là doanh nghiệp tiên phong tham gia khai thác thị trường Trung Đông, ACL hiện đang chiếm lĩnh thị phần chi phối và là doanh nghiệp xuất khẩu cá da trơn Việt Nam hàng đầu ở thị trường này, với nhiều mối quan hệ kinh doanh tốt đẹp và bền vững đã được thiết lập. Với những ưu thế sẵn có và tiềm năng mang lại nguồn thu, lợi nhuận tốt và ổn định, ACL chủ trương vừa tiếp tục duy trì vị thế của mình vừa củng cố tăng cường tỷ trọng xuất khẩu vào thị trường này khi công suất chế biến đã được cải thiện.

Sau Trung Đông, các nước thuộc khối Châu Âu là thị trường chủ lực thứ hai của ACL, chiếm 20,5% tỷ trọng doanh thu của công ty trong năm 2009. Tỷ lệ này giảm khá nhiều so với mức 28,7% của năm 2008 một phần do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, một phần do những hạn chế về năng lực chế biến. Tuy nhiên dự kiến từ năm 2010 với tổng công suất mới đã được cải thiện, chất lượng sản phẩm được đầu tư nâng cao, chuỗi nuôi trồng chế biến khép kín dần dần được hoàn thiện, ACL sẽ tiếp tục đẩy mạnh gia tăng tỷ trọng vào thị trường Châu Âu đồng thời cũng đang xúc tiến việc thực hiện các thủ tục xem xét thuế chống bán phá giá để tiến hành xâm nhập vào thị trường Mỹ từ năm 2011. Chúng tôi do đó kỳ vọng tỷ trọng xuất khẩu vào thị trường Châu Âu của ACL trong năm 2010 sẽ đạt ít nhất là 25% trong tổng kim ngạch xuất khẩu của công ty.

Doanh thu theo thị trường xuất khẩu năm 2008



Doanh thu theo thị trường xuất khẩu năm 2009



Nguồn: ACL

Đầu tư vùng nuôi nhằm đảm bảo nguồn cung nguyên liệu ổn định và chất lượng cho hoạt động sản xuất kinh doanh

Với tốc độ phát triển nhanh và mạnh của các nhà máy chế biến cá tra, basa trong vùng nhằm đáp ứng cho hoạt động xuất khẩu, việc có được nguồn cung cấp cá nguyên liệu ổn định và đảm bảo chất lượng cho hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp là hết sức quan trọng và cần thiết.

Nguồn cá nguyên liệu chính được ACL thu mua từ những hộ gia đình nuôi cá tra có mối quan hệ làm ăn truyền thống với Công ty tại các tỉnh ĐBSCL nói chung và tỉnh An Giang nói riêng. Việc nhà máy công ty nằm trong vùng nguyên liệu cá tra dồi dào cùng với các mối quan hệ đã được thiết lập là một lợi thế lớn mang lại cho ACL nguồn cung ứng cá tra nguyên liệu có tính ổn định khá cao. Trong đó phải kể đến nguồn cung nguyên liệu từ vùng nuôi 34 ha của các thành viên ban lãnh đạo ACL, có khả năng cung cấp đến 33% nhu cầu cá nguyên liệu cho công ty.

Với việc mở rộng dây chuyền sản xuất, tăng cường tính minh bạch và chủ động trong việc thu mua cá nguyên liệu, ACL đã quyết định đầu tư mua lại toàn bộ vùng nuôi của các thành viên ban lãnh đạo ở Đồng Tháp rộng 34 ha, có khả năng cung ứng khoảng 21.000 tấn cá nguyên liệu hàng năm. Bên cạnh đó, công ty cũng chủ động đầu tư vào vùng nuôi rộng 12 ha ở An Giang có khả năng cung ứng khoảng 7.500 tấn cá tra nguyên liệu/năm. Hiện nay ACL đã hoàn tất việc chuyển nhượng 12 ha vùng nuôi ở An Giang, trong Q2/2010 sẽ tiến hành đào ao thả cá và dự kiến đến Q4/2010 sẽ thu hoạch lứa cá nguyên liệu đầu tiên. Việc đầu tư vào 34 ha cũng đang được xúc tiến, dự kiến sẽ hoàn tất trong năm nay và đi vào hoạt động ổn định từ năm 2011. Tổng vốn đầu tư vào 45 ha vùng nuôi này ước tính vào khoảng 55 tỷ đồng. Như vậy, tổng diện tích vùng nuôi được đầu tư là 45 ha với công suất khoảng 28.500 tấn cá nguyên liệu/năm sẽ đảm bảo đáp ứng được 45% nhu cầu nguyên liệu của cả 2 nhà máy cho ACL từ năm 2011 trở đi. Việc chủ động một phần lớn nguồn nguyên liệu không chỉ giúp cho hoạt động sản xuất của ACL được ổn định hơn trước tình trạng bất ổn nguồn cung nguyên liệu thường xuyên diễn ra trong ngành mà còn đem lại lợi thế cho công ty trong việc kiểm soát tốt chi phí đầu vào và đảm bảo quản lý tốt hơn chu trình nuôi trồng cá sạch nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn và rào cản ngày càng khắt khe của các nước nhập khẩu. Dự kiến 45 ha vùng nuôi khi đi vào hoạt động ổn định cũng làm tăng giá trị lợi nhuận cho ACL khoảng 5 tỷ hàng năm.

Ngoài ra, để đảm bảo sản phẩm sản xuất ra luôn đạt tiêu chuẩn tốt về vệ sinh và chất lượng đồng nhất theo đúng tiêu chuẩn của thị trường tiêu thụ và yêu cầu của khách hàng, ACL luôn chú trọng công tác kiểm tra chất lượng sản phẩm từ công đoạn tiếp nhận nguồn nguyên liệu đầu vào cho đến thành phẩm cuối cùng. Nhờ đó, ACL có khả năng đáp ứng được yêu cầu của các thị trường khó tính như thị trường EU, giảm thiểu rủi ro mất thị trường, đồng thời cũng hướng đến việc mở rộng hoạt động xuất khẩu sang một trong những thị trường khó tính nhất đối với cá tra, basa Việt Nam là thị trường Mỹ.

Đầu tư nhà máy chế biến thức ăn thủy sản – hoàn thiện chuỗi sản xuất khép kín và nâng cao lợi thế cạnh tranh

Bên cạnh việc đầu tư vào vùng nuôi cá sạch, ACL còn đầu tư xây dựng nhà máy chế biến thức ăn thủy sản với hệ thống thiết bị hiện đại có công suất thiết kế là 76.800 tấn thức ăn viên/năm. Nhà máy thức ăn của ACL được đặt ở vị trí khá tốt giữa 2 trung tâm lớn của tỉnh An Giang là Long Xuyên và Châu Đốc, tiếp giáp với trục đường giao thông thủy và bộ thuận tiện cho việc tiếp nhận và lưu chuyển hàng hóa. Hơn nữa, vị trí xây dựng của nhà máy cũng không nằm trong mặt bằng khu dân cư đông đúc và các công trình gây ô nhiễm môi trường.

Nhà máy chế biến thức ăn thủy sản được đầu tư với tổng chi phí hơn 210 tỷ đồng gồm 97,3 tỷ vốn cố định và gần 113 tỷ vốn lưu động, dự kiến sẽ được khởi động vào tháng 6/2010 với thời gian thực hiện khoảng 1 năm. Như vậy, nhà máy thức ăn đi vào hoạt động hứa hẹn không chỉ đáp ứng cho nhu cầu tiêu thụ của công ty và các hộ dân nuôi trồng cá tra trong vùng, dần dần hoàn chỉnh chuỗi nuôi trồng và khép kín giúp ACL đảm bảo chất lượng cá nguyên liệu mà còn có đóng góp tích cực cho doanh thu và lợi nhuận của công ty trong các năm sau.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận từ nhà máy chế biến thức ăn thủy sản

	Đơn vị	2011F	2012F	2013F	2014F
Công suất thiết kế	Tấn/năm	76.800			
Hiệu quả sử dụng công suất	%	70%	75%	80%	85%
Sản lượng sản xuất & tiêu thụ	Tấn/năm	26.880	57.600	61.440	65.280
Đơn giá bán	Đồng/kg	6.700	6.700	6.700	6.700
Doanh thu	Tỷ đồng	180,1	385,9	411,6	437,4
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	20,0%	20,2%	20,4%	20,5%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	5,6	14,2	17,2	18,1

Năm 2010 – Là một trong các công ty có tốc độ tăng trưởng cao nhất ngành nhờ khả năng khai thác hết công suất mới

Tận dụng thời điểm khủng hoảng, ACL đã hoàn tất việc xây dựng nhà máy chế biến thứ 2 có công suất 150 tấn cá nguyên liệu/ngày, nâng tổng công suất lên 250 tấn cá nguyên liệu/ngày, cao gấp 2,5 lần công suất cũ. Đây chính là tiền đề và nền tảng cho sự phát triển khả quan của ACL trong năm 2010 và các năm sau. Bên cạnh đó, sự hồi phục của thị trường kinh tế thế giới, của hoạt động xuất khẩu Việt Nam cũng như sự trượt giá của đồng Việt Nam so với USD sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực giúp công ty bù đắp lại các yếu tố bất lợi về việc tăng chi phí như tăng giá cá nguyên liệu, chi phí vận chuyển và chi phí lãi vay.

Ngoại trừ những công ty có kết quả kinh doanh thấp hoặc bị lỗ trong năm vừa qua như AGF, ANV và FBT dự kiến sẽ có mức tăng trưởng vượt bậc khi so sánh kế hoạch lợi nhuận 2010 với năm 2009, phần lớn các công ty trong ngành đều khá thận trọng khi đưa ra kế hoạch kinh doanh cho năm nay trước những lo ngại về việc tăng giá cá nguyên liệu, chi phí lãi vay, tính cạnh tranh gay gắt của ngành, và sự chưa ổn định ở các thị trường nhập khẩu với các rào cản kỹ thuật ngày càng cao. Trước tình hình đó, ACL là một trong số ít các doanh nghiệp tự tin đưa ra kế hoạch tăng trưởng khả quan cho năm 2010 với 1.110 tỷ doanh thu và 70,4 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng mạnh 54,1% về doanh thu và 40% về lợi nhuận so với năm 2009.

Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận 2010 của một số doanh nghiệp trong ngành:

Chỉ tiêu năm 2010	ABT	ACL	AGF	ANV	ATA	HVG	VHC
Doanh thu (tỷ đồng)	550	1.110	1.500	2.300	570	6.000	3.000
LNST (tỷ đồng)	90	70,4	80*	90	46	500	180
Tăng trưởng doanh thu y-o-y %	1,1	54,1	12,4	23,7	30,6	94,5	8,3
Tăng trưởng lợi nhuận y-o-y %	12,1	40,0	344,4	n/a	28,0	39,8	(6,8)

Nguồn: VCSC tổng hợp

(*) Kế hoạch lợi nhuận của AGF là lợi nhuận trước thuế

Kết quả kinh doanh khả quan trong Q1/2010 củng cố khả năng hoàn thành và vượt kế hoạch năm

Kết thúc Q1/2010, ACL đạt 252 tỷ doanh thu thuần, tăng mạnh 75,8% so với Q1/2009. Tăng trưởng doanh thu trong kỳ được hỗ trợ bởi cả yếu tố tăng giá và lượng. Tổng sản lượng cá tra đông lạnh của ACL xuất khẩu trong Q1/2010 đạt 4.741 tấn với tổng kim ngạch xuất khẩu là 11,8 triệu USD, tương ứng tăng 45,2% về sản lượng và 71,9% về giá trị so với cùng kỳ năm trước. Giá xuất khẩu bình quân Q1/2010 đạt khoảng 2,48 USD/tấn, tăng 18,4% so với mức 2,10 USD/tấn của Q1/2009.

Lợi nhuận gộp 3 tháng đầu năm 2010 của công ty đạt 47,6 tỷ đồng. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu là 18,9% - được cải thiện đáng kể so với mức 13,1% trong Q1/2009. Sự phục hồi về nhu cầu tiêu thụ ở các thị trường thế giới và sự khan hiếm về nguồn cung cá nguyên liệu đã đẩy giá cá nguyên liệu tăng mạnh lên 17.000 đồng/kg trong quý 1 năm 2010 so với mặt bằng giá chung vào khoảng 15.000 – 15.500 đồng/kg của năm 2009. Nhìn chung, giá cá đầu vào Q1/2010 tăng gần 12% so với Q1/2009, nhưng hơn 18% cải thiện về giá xuất khẩu đã giúp cho tỷ suất lợi nhuận gộp biên trong 3 tháng đầu năm nay của ACL tăng mạnh.

Hoạt động sản xuất kinh doanh Q1/2010 đã đem lại cho công ty 23,4 tỷ lợi nhuận sau thuế, mức tăng trưởng vượt bậc so với kết quả 1,9 tỷ của cùng kỳ năm trước. Như vậy, ACL đã hoàn thành được 22,7% kế hoạch doanh thu và 33,2% kế hoạch lợi nhuận của năm 2010. Cùng với những kỳ vọng sáng sủa hơn về hoạt động của ngành cá tra nói chung trong năm 2010, chúng tôi đánh giá kết quả này là bước khởi đầu thuận lợi củng cố cho khả năng không chỉ hoàn thành mà còn vượt kế hoạch năm nay của ACL.

Dự phóng năm 2010

Từ những tháng đầu năm 2010, nhà máy chế biến mới đã hoạt động hết 100% công suất; trong khi đó, nhà máy cũ chỉ hoạt động khoảng 70% công suất thiết kế do công ty còn gặp khó khăn trong việc thiếu hụt nguồn nhân công. Tuy nhiên vấn đề này đã được ACL khắc phục với tổng số công nhân hiện tại là 2.500 người, đủ để đảm bảo cho cả 2 nhà máy chạy 100% công suất. Chúng tôi do đó dự phóng năng suất hoạt động bình quân của cả hai nhà máy trong năm 2010 là 90%, tương ứng với tổng sản lượng chế biến và xuất khẩu hơn 22.100 tấn, tăng 20% so với năm 2009. Giá xuất khẩu bình quân của ACL trong năm 2010 được dự phóng khá thận trọng với mức tăng là 10% - đạt 2.33 USD/tấn so với năm trước. Trên cơ sở này, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng kinh doanh cá tra, basa fillet của ACL trong năm 2010 đạt 985,7 tỷ đồng. Doanh thu từ phụ phẩm và các sản phẩm khác ước chiếm khoảng 9% tổng doanh thu ACL, tương ứng đạt 97,5 tỷ đồng. Như vậy, dự phóng tổng doanh thu thuần của công ty trong năm 2010 là 1.083,2 tỷ đồng, tăng 40,4% so với năm 2009.

Chúng tôi giả định giá cá nguyên liệu bình quân năm 2010 duy trì ở mức cao 17.000 đồng/kg, tương ứng tăng gần 12% so với mức giá năm trước. Chi phí cá nguyên liệu cùng với sản lượng tăng cao là nhân tố chính làm chi phí sản xuất năm 2010 tăng mạnh gần 42% so với năm 2009. Tuy nhiên, nhờ vào 50,4% tăng trưởng doanh thu dự kiến đạt được trong năm mà tỷ suất lợi nhuận gộp của ACL sẽ được cải thiện tăng từ mức 17,1% năm 2009 lên 21,7% năm 2010. Trong năm 2010, chi phí khấu hao và chi phí lãi vay của ACL sẽ tăng khá nhiều so với năm trước do (1) ghi nhận khấu hao toàn phần cho nhà máy chế biến cá tra mới (2) chi phí lãi vay dự kiến ở mức

14% cho các khoản vay ngắn hạn (3) vay dài hạn cũng tăng đáng kể so với năm trước do công ty thực hiện giải ngân đầu tư vào vùng nuôi nguyên liệu và nhà máy thức ăn cá, sẽ ảnh hưởng làm hạn chế tăng trưởng lợi nhuận sau cùng của ACL.

Với các giả định chính trên, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của ACL trong năm 2010 đạt 93 tỷ đồng, tương ứng tăng mạnh 85,03% so với năm 2009. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận ròng/doanh thu năm 2010 đạt 8,6% và thu nhập bình quân trên mỗi cổ phiếu (tính trên vốn điều lệ mới là 110 tỷ) đạt mức khá cao là 8.459 đồng/cp.

Cũng trong năm 2010, ACL thực hiện phát hành thêm 2 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 9:2 quyền mua giá 20.000 đồng/cp nhằm huy động vốn để đầu tư vùng nuôi cá tra sạch 34 ha theo quy trình SQF 1000 CM. Như vậy, vốn điều lệ mới của công ty sau khi phát hành thêm sẽ là 110 tỷ đồng, tương ứng tăng 22,2% so với vốn điều lệ cũ.

Mức giá mục tiêu 53.000 VNĐ

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với WACC 17,7%, chúng tôi định giá cổ phiếu ACL là 53.027 VNĐ. Chi tiết về một số giả định quan trọng như sau:

Tăng trưởng doanh thu

Chúng tôi dự phóng sản lượng sản xuất và tiêu thụ của ACL tăng trưởng mạnh 20% trong năm 2010, tương ứng 90% công suất sản xuất của cả 2 nhà máy. Sang năm 2011, giả định các nhà máy hoạt động 97% công suất, sản lượng cá tra chế biến và xuất khẩu sẽ tăng 10% so với năm 2010. Sản lượng này sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong các năm 2012-2014 với tốc độ tăng trưởng tương ứng giảm dần là 5%, 3% và 2%. Như vậy chúng tôi giả định đến năm 2012, ACL sẽ hoạt động tối đa 100% tổng công suất chế biến mới và vượt công suất thiết kế khoảng 5-10% trong các năm sau. Đồng thời, hiện ACL chưa có thông tin hay kế hoạch đầu tư mở rộng nâng cao công suất chế biến cá tra, basa đông lạnh cho hoạt động xuất khẩu trong tương lai nên chúng tôi giả định sau khi ACL đã đạt được tối đa công suất, sản lượng và doanh thu của công ty sẽ tăng trưởng khá thấp trong xu hướng ổn định. Giá bán dự kiến tăng 10% trong năm 2010, 2% trong năm 2011 và duy trì không đổi trong các năm sau đó. Bên cạnh đó, từ năm 2011 khi nhà máy chế biến thức ăn thủy sản đi vào hoạt động sẽ có đóng góp một phần vào doanh thu hàng năm cho công ty.

Chi tiêu	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Sản lượng xuất khẩu (tấn/năm)	22.136	24.350	25.568	26.335	26.861
<i>Tăng trưởng sản lượng</i>	<i>20,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,0%</i>
Giá xuất khẩu (USD/kg)	2,33	2,38	2,38	2,38	2,38
<i>Tăng trưởng giá xuất khẩu</i>	<i>10,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Doanh thu xuất khẩu (triệu USD)	51,6	57,9	60,8	62,6	63,9
Tỷ giá USD/VND	19.100	19.482	19.872	20.259	20.674
<i>Thay đổi tỷ giá</i>	<i>6,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>
Doanh thu xuất khẩu (tỷ đồng)	985,7	1.128,1	1.208,2	1.269,3	1.320,6
Doanh thu từ phụ phẩm (tỷ đồng)	97,5	111,6	119,5	125,5	130,6
Doanh thu nhà máy thức ăn (tỷ đồng)	-	180,1	385,9	411,7	437,4
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	1.083,2	1.419,8	1.713,6	1.806,5	1.888,6
<i>Tăng trưởng tổng doanh thu</i>	<i>50,4%</i>	<i>31,1%</i>	<i>20,7%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,5%</i>

Chi phí sản xuất và tỷ suất lợi nhuận gộp

Chúng tôi dự phóng giá cá nguyên liệu bình quân năm 2010 tăng 12% so với năm 2009 đạt mức 17.000 đồng/kg và sẽ giữ ở mức cao này trong các năm kế tiếp. Do tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn tăng trưởng chi phí giá vốn hàng bán nhờ vào công suất mới và giá bán cải thiện nên tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu năm 2010 được đạt 21,7%. Từ năm 2011, sẽ có thêm sự đóng góp của nhà máy chế biến thức ăn với tỷ suất lợi nhuận gộp biên tốt ở mức 20% giúp tổng tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu của công ty tiếp tục được duy trì ở mức trên 20%/năm trong các năm tiếp theo.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Giá cá nguyên liệu (VND/kg)	17.000	17.000	17.000	17.000	17.000
Tăng trưởng giá nguyên liệu	11,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí nguyên liệu sx cá tra, basa	754,7	830,2	871,7	897,8	915,8
Chi phí nguyên liệu nhà máy thức ăn	-	132,0	282,8	301,7	320,5
Chi phí nhân công	54,5	72,9	89,2	106,4	127,0
Chi phí khấu hao	16,1	26,9	37,4	38,8	40,3
Chi phí khác	22,5	38,9	61,8	72,6	85,5
Tổng chi phí sản xuất	847,8	1.100,8	1.342,9	1.417,3	1.489,1
Tổng doanh thu thuần	1.083,2	1.419,8	1.713,6	1.806,5	1.888,6
Lợi nhuận gộp	235,5	318,9	370,7	389,2	399,5
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21,7%	22,2%	21,6%	21,5%	21,2%

Chuyển dịch cơ cấu lợi nhuận

Các khoản đầu tư mới vào vùng nuôi và nhà máy chế biến thức ăn thủy sản hứa hẹn sẽ đóng góp một phần vào lợi nhuận của ACL từ năm 2011 trở đi. Như vậy, cơ cấu lợi nhuận của công ty không chỉ đơn thuần là lợi nhuận đến từ hoạt động chế biến xuất khẩu mà còn được mở rộng ra từ các hoạt động có liên quan khác.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Lợi nhuận từ chế biến xuất khẩu	93,0	126,2	151,9	152,2	165,8
Tỷ trọng %	100%	92,3%	88,8%	87,3%	87,8%
Lợi nhuận từ vùng nuôi	-	5,0	5,0	5,0	5,0
Tỷ trọng %	-	3,7%	2,9%	2,9%	2,6%
Lợi nhuận từ nhà máy chế biến thức ăn	-	5,6	14,2	17,2	18,1
Tỷ trọng %	-	4,1%	8,3%	9,9%	9,6%
Tổng lợi nhuận sau thuế	93,0	136,8	171,1	174,4	188,9

Đầu tư tài sản cố định và cơ cấu sử dụng vốn

Sau khi thực hiện xây dựng nhà máy chế biến thứ 2 trong năm 2009, ACL hiện tập trung đầu tư chủ yếu vào 2 dự án chính là dự án vùng nuôi cá nguyên liệu sạch, dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2010 và dự án nhà máy chế biến thức ăn thủy sản sẽ hoàn tất trong năm 2011.

- (1) Vùng nuôi cá nguyên liệu sạch 45 ha – có tổng chi phí đầu tư cố định vào khoảng 55 tỷ đồng. Hiện ACL đang tiến hành phát hành thêm 2 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá là 20.000 đồng/cp nhằm huy động 40 tỷ nguồn vốn cho dự án này. Phần vốn cần có còn lại cũng sẽ được sử dụng từ nguồn vốn tự có của công ty.
- (2) Nhà máy chế biến thức ăn thủy sản – dự kiến chi phí đầu tư cố định cho dự án này là 97,3 tỷ, trong đó ACL sẽ sử dụng 30% vốn tự có (29,2 tỷ) và 70% vốn vay trung và dài hạn (68,1 tỷ) để tài trợ cho dự án.

Do đầu tư vào các dự án mới nên bên cạnh nguồn vốn đòi hỏi cho đầu tư cố định ban đầu, nguồn vốn lưu động cần thiết khi các dự án này đi vào hoạt động cũng khá lớn, làm tăng các khoản vay ngắn hạn cũng như chi phí lãi vay cho công ty, phần nào ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và kết quả kinh doanh của ACL trong các năm tới. Tuy nhiên cơ cấu nợ/vốn cao của ACL sẽ được điều chỉnh dần trong các năm tới theo xu hướng tích cực khi các dự án hoàn tất đi vào hoạt động và đem lại nguồn thu ổn định cho công ty.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Nợ vay ngắn hạn	315,7	331,9	365,8	335,6	235,9	124,9
Lãi vay ngắn hạn phải trả	-	46,5	51,2	40,3	28,3	15,0
Nợ vay dài hạn	32,1	84,2	56,8	45,4	34,1	22,7
Lãi vay dài hạn phải trả	-	6,8	5,7	4,5	3,4	2,3
Tổng nợ vay	347,8	416,1	422,6	381,0	270,0	147,6
Tổng lãi vay phải trả	15,0	53,3	56,9	44,8	31,7	17,3
Tổng nợ vay/Vốn CSH	196%	150%	111%	73%	41%	18%
Tổng nợ vay/Tổng vốn đầu tư	66%	60%	53%	42%	29%	15%

Các giả định trong yếu tố trong mô hình định giá và giá mục tiêu của cổ phiếu ACL

Định giá bằng phương pháp DCF	DCF
Giai đoạn tăng trưởng nhanh	5 năm
Tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn tăng trưởng nhanh	22,4%
Tăng trưởng dòng tiền bình quân giai đoạn tăng trưởng nhanh	12,4%
Tăng trưởng dòng tiền hàng năm giai đoạn tăng trưởng dài hạn	2%
Tỷ suất chiết khấu (WACC)	17,7%
Tổng giá trị của chủ sở hữu (tỷ đồng)	583,3
Số cổ phiếu (sau khi phát hành thêm)	11.000.000
Giá mục tiêu theo mô hình DCF (VNĐ)	53.027

Chúng tôi cũng kiểm chứng mức giá mục tiêu của mình bằng phương pháp so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành và xác định kết quả trên khá hợp lý

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng xem xét mức giá hợp lý cho cổ phiếu ACL dựa trên phương pháp tính P/E bình quân của các doanh nghiệp trong ngành. Theo phương pháp này, P/E 2010 bình quân của các doanh nghiệp cá tra, basa đang niêm yết là 7,1x (dựa trên kết quả kinh doanh 2010 do công ty đặt ra). Với mức P/E bình quân này, mức giá mục tiêu của ACL là 60.059 đồng/cp dựa trên EPS 2010 của công ty là 8.459 đồng/cp (được tính trên vốn điều lệ mới là 110 tỷ đồng).

Định giá bằng phương pháp P/E	Giá @ 20/04/2010	EPS (2010) *	P/E (2010)
AGF – CTCP XNK Thủy sản An Giang	37.500	4.977	7,5
ATA – CTCP NTACO	30.300	4.600	6,6
HVG – CTCP Hùng Vương	47.200	8.333	5,7
VHC – CTCP Vĩnh Hoàn	44.200	5.095	8,7
Bình quân		5.751	7,1
EPS 2010 của ACL (VCSC dự phóng)		8.459	
Giá mục tiêu theo phương pháp P/E (VNĐ)		60.059	

(*) EPS 2010 được tính dựa trên kế hoạch kinh doanh do các công ty đề ra

Như vậy, với mức giá mục tiêu của chúng tôi ước tính cho cổ phiếu ACL theo phương pháp DCF là 53.000 VNĐ/CP, P/E 2010 của công ty là 6,3x lần và cao hơn giá thị trường hiện tại là 32,5% đã tính đến yếu tố pha loãng giá sau khi phát hành thêm.

Các rủi ro có thể ảnh hưởng đến kết quả định giá

Nguồn cung nguyên liệu không ổn định dẫn đến tình trạng thừa thiếu và biến động giá nguyên liệu thường xuyên xảy ra, gây khó khăn cho cả người nuôi trồng và doanh nghiệp sản xuất

Những biến động của nền kinh tế và ngành cùng với mức lợi nhuận thấp và độ rủi ro lớn làm cho người nuôi trồng cá tra, cá basa gặp khá nhiều khó khăn, dẫn đến tình trạng không ổn định về nguồn cung cũng như giá cả nguyên liệu, trực tiếp ảnh hưởng đến lợi ích của người nuôi và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.

Sự phát triển nhanh chóng của hoạt động xuất khẩu cá tra, basa trong giai đoạn 2004-2007 dẫn đến việc nuôi trồng cá tra đại trà nhằm đáp ứng kịp thời tốc độ tăng trưởng của hoạt động chế biến và xuất khẩu. Cuộc khủng hoảng thừa nguyên liệu ngay sau đó được hình thành cùng với

những khó khăn về tín dụng, chi phí lãi vay, chi phí nuôi trồng cao và việc Nga cấm nhập khẩu cá tra Việt Nam từ tháng 7 năm 2008 tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu, làm cho số người dân nuôi trồng cá tra, basa bỏ ao tăng dần.

Sang năm 2009 dưới tác động của suy thoái, xuất khẩu cá tra cả nước sụt giảm, nhiều nhà máy giảm công suất nên lượng thu mua cá nguyên liệu cũng thấp. Người nuôi tiếp tục gặp nhiều khó khăn do chi phí nuôi, nhất là chi phí thức ăn cá khá cao trong khi sản lượng và giá thu mua của doanh nghiệp lại thấp. Tình trạng vừa thiếu vốn đầu tư, vừa lỗ khi thả nuôi làm tỷ lệ bỏ ao ngày càng cao. Diện tích nuôi trồng cá tra, basa tại các tỉnh thuộc khu vực ĐBSCL năm 2009 giảm gần 30% so với năm trước đó.

Từ đầu năm 2010 đến nay, tiêu thụ ở các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam đang tốt dần lên trong khi cuối năm vừa qua người nuôi cá treo ao dẫn đến việc thiếu nguyên liệu tạm thời là nguyên nhân chính làm tăng giá cá nguyên liệu từ mức 15.000 – 15.500 đồng/kg vào cuối năm 2009 lên 17.000 – 17.500 đồng/kg hiện nay. Dự kiến hoạt động xuất khẩu cá tra, basa sẽ hồi phục tốt trong năm nay nhưng tình trạng thiếu nguyên liệu sẽ không quá gay gắt do nhiều người dân hiện đã thả nuôi cá tra, basa trở lại. Tuy nhiên, giá cá nguyên liệu sẽ duy trì ở mức khá cao dự kiến khoảng 17.000 đ/kg so với giá bình quân năm trước. Mức giá này ít nhiều sinh lợi cho người nuôi trồng nhưng ngược lại sẽ ảnh hưởng làm giảm tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất khi chi phí đầu vào tăng cao nhưng giá xuất khẩu chưa thể tăng với tốc độ tương ứng. Do vậy, nếu doanh nghiệp chủ động và có sẵn nguồn nguyên liệu thì sẽ giảm bớt rủi ro từ biến động giá cá nguyên liệu. Nhà nước và VASEP cũng đang nỗ lực để điều phối và giảm bớt tình trạng này nhằm tạo sự phát triển ổn định hơn cho ngành.

Rào cản từ các thị trường nhập khẩu ngày càng cao

Các quy định nói chung của thị trường nhập khẩu về tiêu chuẩn chất lượng và truy xuất nguồn gốc sản phẩm là những điều mà các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, basa Việt Nam không nên xem nhẹ. Việc thị trường Nga ban lệnh cấm nhập khẩu cá tra Việt Nam từ tháng 7/2008 đến tháng 4/2009 mới mở cửa trở lại và chỉ giới hạn cho duy nhất 10 công ty trong ngành được phép xuất khẩu vào Nga là một bài học cũng như là kinh nghiệm mà các doanh nghiệp Việt Nam cần phải chú ý, từ đó không nên quá chủ quan trước sự dễ tính của thị trường nhập khẩu.

Thị trường nhập khẩu, đặc biệt là các thị trường lớn như Mỹ và EU ngày càng khắt khe hơn khi đặt ra các quy định và yêu cầu đối với sản phẩm cá da trơn của Việt Nam. Cá tra, basa Việt Nam đã từng bị Mỹ khởi kiện và đưa vào danh mục bị áp thuế chống bán phá giá, gần đây lại có nguy cơ bị Mỹ đưa vào nhóm hàng “catfish” để loại cá này phải chịu sự kiểm soát của các cơ quan quản lý chất lượng Mỹ từ khâu nuôi trồng, chế biến, vận tải và bảo quản. Nếu được thông qua, đây sẽ là những rào cản kỹ thuật, là trở ngại lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, basa nói chung của Việt Nam trong tiến trình xâm nhập thị trường Mỹ. Bên cạnh đó, luật IUU của EU được áp dụng cho thủy sản Việt nam từ ngày 1/1/2010 cũng có tác động đáng kể đến các doanh nghiệp không có sự chuẩn bị tốt và đẩy thủy sản Việt nam đến rủi ro thu hẹp thị trường, bị từ chối đơn hàng, và chi phí quản lý chất lượng gia tăng.

Cạnh tranh thiếu lành mạnh giữa các doanh nghiệp trong ngành

Mức tăng trưởng hấp dẫn của hoạt động xuất khẩu cá tra, basa thời gian qua đã lôi cuốn khá nhiều doanh nghiệp mới gia nhập ngành, dẫn đến sự cạnh tranh khá quyết liệt giữa các doanh nghiệp trong ngành. Các doanh nghiệp nhỏ lẻ cạnh tranh chủ yếu bằng cách bán phá giá hoặc bán các sản phẩm không đạt chuẩn. Chính sự cạnh tranh thiếu lành mạnh này đã gây tổn hại trực tiếp đến hiệu quả và lợi ích của những doanh nghiệp làm ăn chân chính cũng như uy tín của cá tra Việt Nam trên thị trường thế giới. Đây là cái cớ cho việc đưa ra những thông tin sai lệch làm tổn hại đến hình ảnh và chất lượng chung của cá tra, basa Việt Nam trên thị trường thế giới, dẫn đến nguy cơ mất thị trường tiêu thụ.

ĐỊNH NGHĨA CÁC KHUYẾN NGHỊ

MUA	<ul style="list-style-type: none">Cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt 20%/năm hoặc hơn, với ít rủi ro giảm giá.
NẮM GIỮ	<ul style="list-style-type: none">Cổ phiếu theo chúng tôi đã được định giá hợp lý. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt dưới 20%/năm nhưng rủi ro giảm giá không cao.
BÁN	<ul style="list-style-type: none">Cổ phiếu không được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư thấp với nhiều rủi ro giảm giá.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.