

**NGÀNH: HÀNG TIÊU DÙNG****Lĩnh vực: Chế biến thực phẩm**

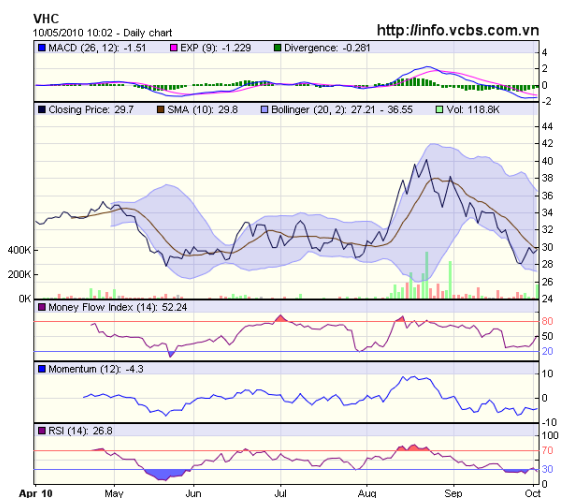
Mã ngành ICB: 3577

Bloomberg Ticker: VHC VN

Ngày cập nhật: 29/10/2010

Chỉ tiêu thị trường (29/10/2010)

Giá ngày 29/10/2010 (VND)	29.000
Khoảng giá 52 tuần	26.200-47.100
+/- giá 01 tuần qua	+10,7%
+/- giá 01 tháng qua	0%
+/- giá 03 tháng qua	-1%
+/- giá 06 tháng qua	-22,9%
+/- từ đầu năm	-31,5%
KL GD TB 10 ngày (cp)	5.472
KL GD TB 01 tháng	45.688
KLGD TB 03 tháng	61.823
KL CP đang LH (triệu)	46,2
Vốn hoá (tỷ VND)	1.340,1
Beta	0,48
Cơ cấu cổ đông (24/03/2010)	
Nhà nước	0%
Nước ngoài	23,13%
Khác	76,87%

Biến động giá cổ phiếu**Thông tin cơ bản về Công ty**

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn là một trong những công ty chế biến và xuất khẩu cá tra, basa hàng đầu của Việt Nam. Công ty chính là lựa chọn ưu tiên của nhiều nhà nhập khẩu nước ngoài cho mặt hàng cá tra, basa fillet và hàng giá trị gia tăng từ cá tra và basa. Chất lượng sản phẩm và hệ thống truy xuất là cơ sở mà

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (VHC)**Đánh giá chung**

- Sáu tháng đầu năm 2010, doanh thu của VHC đạt 1.347,7 tỷ đồng, tăng 14,3% so với cùng kỳ, hoàn thành 55,9% kế hoạch. VHC là doanh nghiệp đứng thứ 3 về quy mô doanh thu đạt được nửa đầu năm nay và đứng thứ 2 về mức độ hoàn thành kế hoạch trong tổng số 18 doanh nghiệp cùng ngành niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.
- Giá trị kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 55,527 triệu USD, tiếp tục là nguồn chủ lực trong tổng doanh thu của doanh nghiệp này. Mặc dù giá trị kim ngạch xuất khẩu cá tra của VHC có giảm 4,3% so với cùng kỳ nhưng VHC đã giữ vị trí số 2 về khối lượng lẫn giá trị xuất khẩu cá tra trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam trong nửa đầu năm 2010.
- VHC kiểm soát chặt chẽ chi phí sản xuất như giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Cụ thể, tỷ suất giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần 6 tháng đầu năm là 83,8% gần như ổn định so với cùng kỳ (83,6%).
- Mỹ là một trong những thị trường xuất khẩu cá tra lớn của VHC nên mức thuế chống bán phá giá của Bộ Thương mại Mỹ áp lên mặt hàng cá tra Việt Nam sẽ tác động không nhỏ đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của VHC. Tuy nhiên, VHC đang triển khai 2 dự án tiềm năng là dự án collagen và dự án cá chêm nhằm đa dạng hóa sản phẩm, giảm thiểu sự phụ thuộc vào thị trường Mỹ. Theo kế hoạch, dự án collagen và dự án cá chêm sẽ lần lượt chiếm 24,9% và 13% trong tổng lợi nhuận trước thuế của VHC vào năm 2013.

Ngành thủy sản và kinh doanh chế biến cá tra Việt Nam

Trong giai đoạn 2003-2009, sản lượng ngành thủy sản Việt Nam nhìn chung tăng trưởng khá, mức tăng trưởng trung bình trong giai đoạn này là 9,3%/năm (phụ lục 1); tỷ trọng trung bình giá trị thủy sản trong tổng giá trị nông – lâm – thủy sản là 18,4% (phụ lục 3). Thủy sản cũng là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của quốc gia, hiện đang giữ vị trí thứ 4 về giá trị kim ngạch xuất khẩu đứng sau dệt may, dầu thô và giày dép. Giá trị kim ngạch xuất khẩu thủy sản trung bình tăng 12,1%/năm trong giai đoạn 2003-2009 (phụ lục 2); riêng 9 tháng đầu năm 2010 giá trị kim ngạch xuất khẩu thủy sản đạt 3,4 tỷ và có nhiều khả năng sẽ đạt kế hoạch 4,5 tỷ đề ra. Điều đáng chú ý là trong ngành thủy sản, sản lượng nuôi trồng thủy sản có sự tăng trưởng mạnh, đạt mức tăng trưởng trung bình là 17,3% trong khi sản lượng khai thác thủy sản chỉ tăng trưởng trung bình 3,5% trong giai đoạn 2003-2009. Sự phát triển nuôi trồng cá tra là một trong những yếu tố tích cực thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh mẽ sản lượng nuôi trồng thủy sản nói riêng và cho ngành thủy sản nói chung. Giá trị kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt được sự tăng trưởng cao trong giai đoạn 2006-2009, mức tăng trung bình mỗi năm là 24,5%/năm (phụ lục 4).

Nuôi trồng cá tra ở Việt Nam phát triển mạnh mẽ do tận dụng được những thuận lợi như sau:

- Khu vực ĐBSCL có môi trường thích hợp cho nuôi trồng cá tra quy mô lớn; bên cạnh đó, nguồn lao động dồi dào và rẻ giúp giá thành cá tra Việt Nam cạnh tranh trên thị trường thế giới.
- Châu Âu, một thị trường lớn tiêu thụ cá tra Việt Nam do có khí hậu ôn đới nên không thuận lợi cho sự phát triển nuôi trồng cá tra.
- Khai thác cá biển luôn phải đối mặt với bão lớn ngoài đại dương, giá cả xăng dầu hay biến động và các quy định của EU về nguồn gốc cá đánh bắt ảnh hưởng nhiều đến hiệu quả khai thác.
- Dịch cúm gia cầm và lở mồm, long móng trên gia súc trong thời gian gần



công ty đã và đang xây dựng, củng cố, phát triển để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm tốt nhất. Ngành nghề kinh doanh của công ty gồm: Nuôi trồng, chế biến, bảo quản thủy sản và các sản phẩm từ thủy sản; Sản xuất và mua bán thức ăn gia súc, gia cầm, thủy sản; Xây dựng nhà các loại, kinh doanh bất động sản.v.v. Công ty chính thức niêm yết trên Hose từ ngày 24/12/2007 với mức vốn chủ sở hữu ban đầu là 389,5 tỷ. Đến nay vốn chủ sở hữu hiện tại của VHC là 817,9 tỷ

Chỉ tiêu tài chính cơ bản 2007-2009

	2007	2008	2009
DTT (tỷ VND)	1.425	2.442	2.771
YoY %		71,37	13,47
LG (tỷ VND)	183	289	452
YoY %		57,92	56,40
LNTT (tỷ VND)	111	85	240
YoY %		-23,42	182,35
LNST (tỷ VND)	96	82	208
YoY %		-14,58	153,66
TTS (tỷ VND)	676	1.215	1.516
YoY %		79,73	24,77
VCSH (tỷ VND)	394	392	651
YoY %		-0,5	66,07
BV (VND)	12.983	12.961	19.722
YoY %		-0,17	52,16
EPS ^{basic} (VND)	4.525	2.668	6.427
YoY %		-41,04	140,89

(Nguồn: VCBS)

Nhóm chỉ số tài chính của công ty 2007-2009:

Nhóm Chỉ Số	2007	2008	2009
Hiệu quả lợi nhuận			
Tỷ lệ lãi gộp %	12,87	11,83	16,32
Tỷ lệ lãi EBITDA %	8,54	6,58	12,77
Tỷ lệ lãi EBIT %	7,82	5,41	10,44
Tỷ lệ lãi trước thuế %	7,80	3,47	8,67
Tỷ lệ lãi thuần %	6,73	3,37	7,51
Hiệu quả quản lý			
ROE %	24,40	20,42	29,68
ROA %	14,21	6,59	12,74
Vòng quay phải thu khách hàng	8,15	8,96	8,83
Vòng quay hàng tồn kho	13,45	6,45	6,94
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	15,28	22,24	13,80
Vòng quay tài sản (lần)	2,11	2,01	1,83
Vòng quay vốn CSH (lần)	3,62	6,23	4,26
Sức khỏe tài chính			
Thanh toán nhanh	0,10	0,04	0,36
Thanh toán hiện thời	1,84	1,19	1,48
Vốn vay DH/VCSH	0,15	0,54	0,32

đây khiến người tiêu dùng có xu hướng chuyển sang sử dụng thủy sản ngày càng nhiều.

- Cá tra có hàm lượng dinh dưỡng cao (như protein, vitamin, khoáng chất, omega 3) có lợi cho sức khỏe mặc dù có giá bán cao nhưng vẫn được sự ưa chuộng của người tiêu dùng.

Tuy nhiên, hiện nay việc nuôi trồng cá tra vẫn tồn tại một số khó khăn khiến ngành chưa phát huy hết được tiềm năng thực sự:

- Nguồn nguyên liệu không ổn định: mặc dù một số doanh nghiệp đang xây dựng vùng cá nguyên liệu phục vụ nhu cầu sản xuất xuất khẩu nhưng 60-70% cá nguyên liệu vẫn phải thu mua từ các hộ nuôi cá. Do đó, không tránh khỏi việc cạnh tranh giá mua cá nguyên liệu phục vụ sản xuất.
- Nguồn cá từ các hộ nuôi chủ yếu nuôi hằm nên nguồn nước thường ô nhiễm ảnh hưởng sắc tố da của cá. Màu da cá thể hiện chất lượng thịt cá: màu trắng thịt ngon nhất trong khi màu vàng chất lượng thấp nhất.
- Các vụ kiện chống bán phá giá từ Mỹ khó lường trước gây nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam muốn mở rộng thị phần ở Mỹ nói riêng và ảnh hưởng mạnh mẽ đến kết quả xuất khẩu thủy sản Việt Nam nói chung.
- Các quy định về an toàn vệ sinh thực phẩm gắt gao của châu Âu đòi hỏi các doanh nghiệp kinh doanh chế biến thủy sản phải kiểm soát chặt chẽ quá trình sản xuất. Điều này yêu cầu các doanh nghiệp phải đầu tư một nguồn chi phí lớn trong quá trình kiểm soát chất lượng sản phẩm, chưa tính đến các lô hàng xuất khẩu sang châu Âu bị trả về do không đáp ứng được yêu cầu về chất lượng cũng là một khoản chi phí không nhỏ đối với nhiều doanh nghiệp.

Kết quả hoạt động SXKD 6 tháng đầu năm 2010

Chỉ tiêu (ĐVT: đồng)	6T2009	6T2010	YoY %
Doanh thu	1.179.076.515.452	1.347.739.421.029	14,3
DTT	1.169.524.982.448	1.346.808.008.816	15,2
Giá vốn hàng bán	977.503.104.637	1.129.046.625.305	15,5
LN gộp	192.021.877.811	217.761.383.511	13,4
DT hoạt động tài chính	29.349.422.059	27.990.521.844	-4,6
Chi phí tài chính	53.856.581.489	23.465.478.555	-56,4
CPBH&CPQLDN	81.367.385.514	107.424.180.576	32,0
LN thuần từ HĐKD	86.147.332.867	114.862.246.224	33,3
Lợi nhuận khác	-3.583.480.792	506.695.552	-114,1
LNTT	82.563.852.075	115.368.941.776	39,7
LNST	70.870.248.729	96.326.694.110	35,9
TTS	1.362.128.706.081	1.246.266.682.908	-8,5
VCSH	493.716.304.702	839.087.270.852	70,0
VĐL	300.000.000.000	353.280.000.000	17,8
SLCPLHBQ 4 quý liên tiếp	30.000.000	31.617.813	5,4
EPS bốn quý liên tiếp	4.664	6.105	30,9

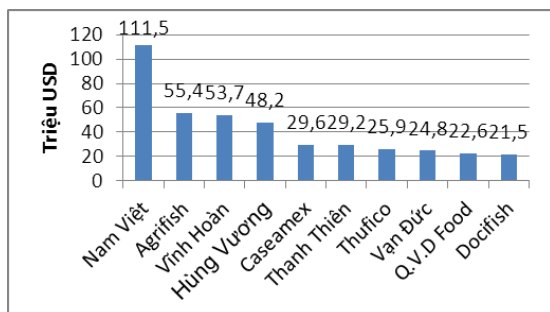
Trong 6 tháng đầu năm nay, công ty đạt mức doanh thu 1.347,7 tỷ đồng, tăng 14,3% so với cùng kỳ và đạt 55,9% kế hoạch. Kết quả này so với các doanh nghiệp kinh doanh thủy sản hàng đầu và đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam thì VHC xếp thứ 3 về doanh thu; và xếp thứ 2 về mức độ hoàn thành kế hoạch (phụ lục 5 và 6). Doanh thu từ xuất khẩu cá tra tiếp tục là nguồn thu chính trong tổng doanh thu của VHC. Kim ngạch xuất khẩu sản phẩm cá tra nửa đầu năm 2010 của VHC đạt 55,527 triệu USD, chiếm xấp xỉ 80% trong tổng



Vốn vay DH/TTS	0,09	0,17	0,14
Vốn vay/VCSH	0,40	1,73	0,94
Vốn vay/TTS	0,23	0,56	0,40
Nợ ngắn hạn/VCSH	0,53	1,50	0,95
Nợ ngắn hạn/TTS	0,31	0,48	0,41
Nợ phải trả/VCSH	0,68	2,04	1,28
Nợ phải trả/TTS	0,40	0,66	0,55

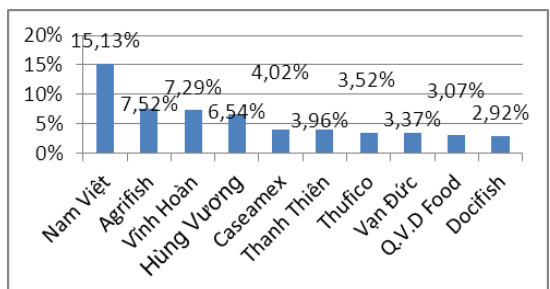
(Nguồn: VCBS)

Biểu đồ: Top 10 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra năm 2006



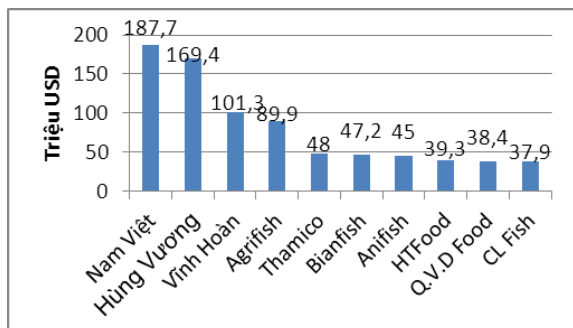
(Nguồn: VASEP)

Biểu đồ: Tỷ trọng giá trị xuất khẩu top 10 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra trong toàn ngành năm 2006



(Nguồn: VASEP)

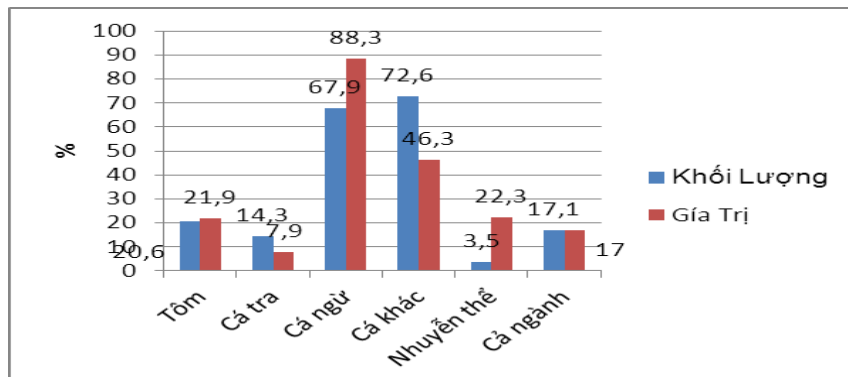
Biểu đồ: Top 10 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra năm 2008



(Nguồn: VASEP)

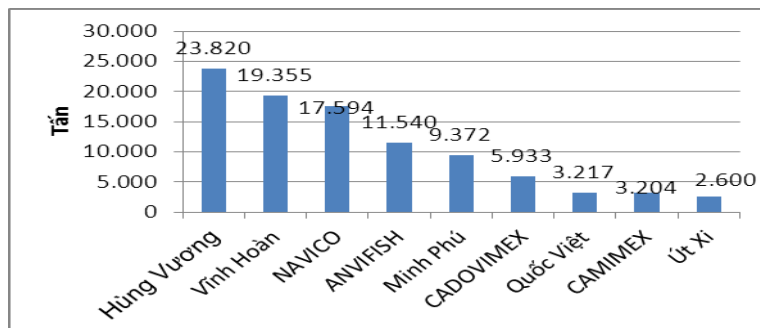
doanh thu 6 tháng qua nhưng giảm 4,3% so với cùng kỳ. Có 2 nguyên nhân chính cho việc giá trị kim ngạch xuất khẩu cá tra của VHC giảm nhẹ. Một là, khối lượng xuất khẩu của VHC nửa đầu năm 2010 đạt 19.355 tấn, giảm 6,5% so với cùng kỳ. Hai là, giá trung bình xuất khẩu cá tra của cả ngành 6 tháng đầu năm 2010 ở những thị trường lớn giảm so với cùng: giá trung bình xuất khẩu cho vào thị trường EU là 2,24 USD/kg, giảm 1,8%; thị trường Mỹ là 3,16 USD/kg, giảm 5,7%. Chính vì vậy, mặc dù khối lượng xuất khẩu cá tra toàn ngành tăng 14,3% nhưng giá trị kim ngạch xuất khẩu chỉ tăng 7,9%.

Biểu đồ: Mức tăng trưởng về khối lượng và giá trị của một số nhóm sản phẩm thủy sản xuất khẩu và cả ngành



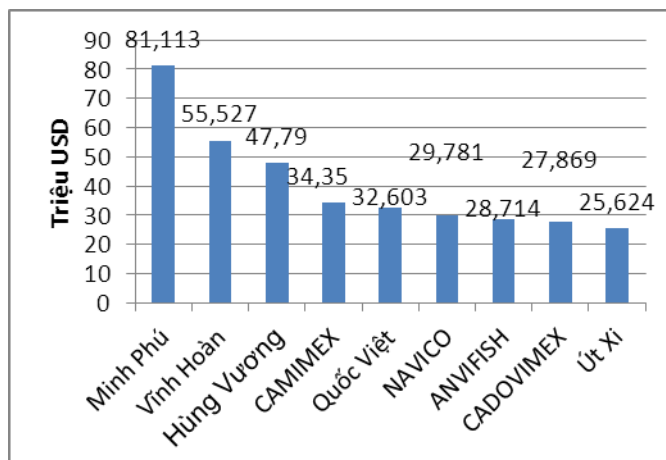
(Nguồn: Tổng cục Hải quan)

Biểu đồ: Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản 6 tháng đầu năm 2010 theo khối lượng



(Nguồn: Tổng cục Hải quan)

Biểu đồ: Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản 6 tháng đầu năm 2010 theo giá trị

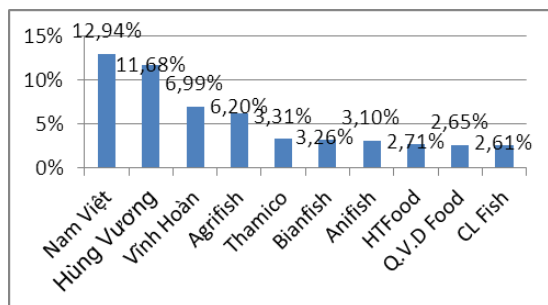


(Nguồn: Tổng cục Hải quan)

Mặc dù vậy, VHC đã giữ vị trí số 2 về khối lượng lẫn kim ngạch xuất khẩu trong

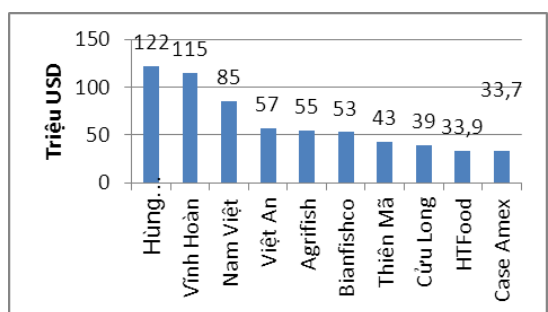


Biểu đồ: Tỷ trọng giá trị xuất khẩu top 10 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra trong toàn ngành năm 2008



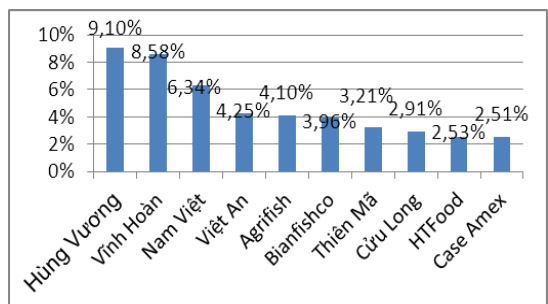
(Nguồn: VASEP)

Biểu đồ: Top 10 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra năm 2009



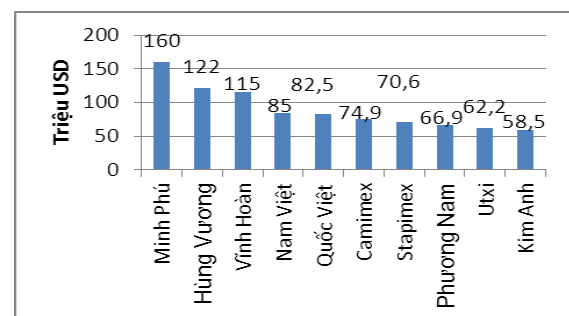
(Nguồn: VASEP)

Biểu đồ: Tỷ trọng giá trị xuất khẩu top 10 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu cá tra trong toàn ngành năm 2009



(Nguồn: VASEP)

Biểu đồ: Top 10 doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu thủy sản năm 2009



(Nguồn: VASEP)

top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2010. Đặc biệt, VHC chiếm 20% về khối lượng xuất khẩu, 15% về giá trị xuất khẩu trong tổng khối lượng và giá trị xuất khẩu cá tra của top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam. VHC tiếp tục giữ vững vị trí là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt là nhờ vào dựa việc mở rộng thị trường; tập trung vào các nhóm sản phẩm như fillet chất lượng cao có kiểm soát tốt về vi sinh kháng sinh, sản phẩm đóng khối công nghiệp, sản phẩm có chứng nhận nuôi quốc tế đảm bảo sự phát triển bền vững và thân thiện với môi trường; thâm nhập vào các hệ thống bán lẻ uy tín; có được sự tin nhiệm của khách hàng trong việc quản lý nghiêm ngặt về chất lượng, được truy suất 100% đến từng ao nuôi, quản lý chặt chẽ từ khâu nuôi trồng, thức ăn, chế biến và vận chuyển.

Chỉ tiêu (ĐVT: đồng)	6T2009	6T2010	YoY %
GVHB/DTT %	83,6	83,8	0,3
LN gộp/DTT %	16,4	16,2	-1,5
CPTC/DT HDTTC %	183,5	8 ,8	-54,3
Chi phí bán hàng	71.639.392.186	93.641.514.673	30,7
CPBH/DTT	6,1	7,0	13,5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	9.727.933.328	13.782.665.903	41,7
CPPQLDN/DTT	0,8	1,0	23,0
CPBH&CPQLDN/DTT	7,0	8,0	14,6
Thu nhập khác	127.902.458	576.151.196	350,5
Chi hí khác	3.711.383.250	69.455.644	-98,1

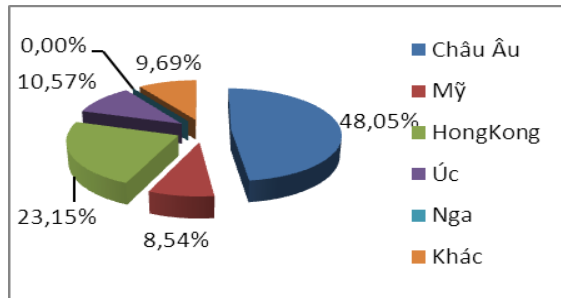
Tỷ suất giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần của VHC 6 tháng đầu năm nay ở mức 83,8%. Tỷ suất này gần như ổn định so với cùng kỳ năm ngoái (83,6%) và cả năm 2009 (84,8%). Sự chênh lệch cũng không đáng kể khi so với với tỷ suất giá vốn hàng bán trên doanh thu của ngành (83,4%). Đây là một nỗ lực rất lớn của VHC trong 6 tháng qua khi có 2 sự kiện quan trọng gây sức ép lên giá cá nguyên liệu diễn ra trong khoảng thời gian này:

- Giá cá nguyên liệu thiếu ổn định do thiếu hụt nguồn cung so với nhu cầu của các doanh nghiệp sản xuất chế biến cá tra trong những tháng đầu năm 2010. Nguyên nhân thiếu hụt là do đến nay cá nguyên liệu phục vụ sản xuất chế biến của ngành chủ yếu được thu mua từ các hộ nuôi cá (ở VHC cá nguyên liệu từ các hộ nuôi cá chiếm khoảng 68% tổng cung cá nguyên liệu phục vụ sản xuất cho công ty). Do đó để đảm bảo đủ cá nguyên liệu phục vụ sản xuất các doanh nghiệp không tránh khỏi cạnh tranh về giá thu mua cá từ các hộ nuôi.
- Mặt khác, 32% nhu cầu cá nguyên liệu được cung cấp từ các ao nuôi của VHC và thức ăn cho các ao nuôi này phần lớn được nhập khẩu. Việc điều chỉnh tỷ giá VND/USD tăng thêm 3,36% thời gian gần đây đã tác động lên giá thức ăn cho cá tra theo chiều tăng.

Ổn định giá cá nguyên liệu trước 2 sự kiện trên cho thấy ngoài thiết lập được mối quan hệ tốt với các nhà cung cấp để có được nguồn cá nguyên liệu phục vụ sản xuất đủ về số lượng và giá cả hợp lý nhất, VHC còn tổ chức tồn kho hợp lý thức ăn cho các ao nuôi của công ty phòng ngừa biến động tỷ giá. Ngoài ra, Công ty cũng có chính sách khoán năng suất và định mức cho các xí nghiệp làm động lực cho các ban quản lý xí nghiệp cố gắng tăng năng suất và giảm định mức; thành lập ban kiểm soát nội bộ giúp giám sát việc thực hiện các hoạt động quản lý sản xuất kịp thời và hiệu quả. VHC cũng cho biết công ty vừa hoàn thành mục tiêu phát triển vùng nuôi trồng đáp ứng 50% nhu cầu sản xuất của công ty, đảm bảo chủ động nguồn nguyên liệu, giảm thiểu biến động giá cá nguyên liệu do cung cầu, kiểm soát hiệu quả hơn chi phí đầu vào.

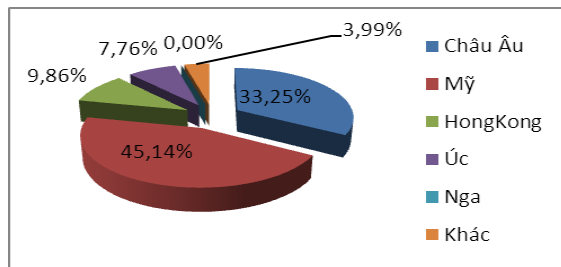


Biểu đồ: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC năm 2005



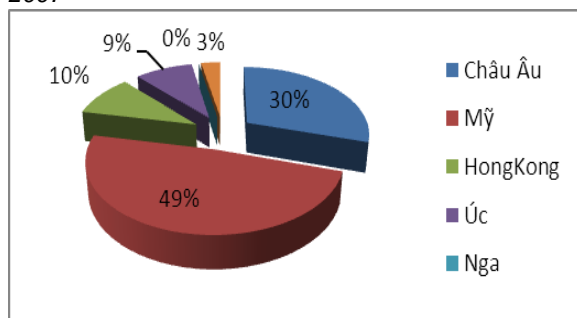
(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC năm 2006



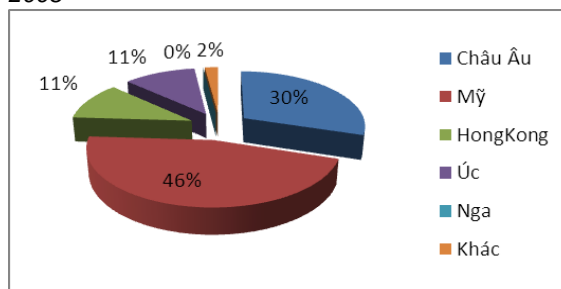
(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC năm 2007



(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC năm 2008

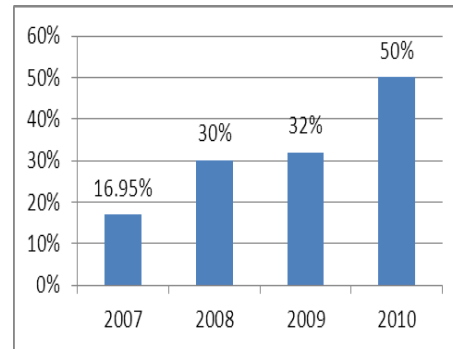


(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC năm 2009



Biểu đồ: Khả năng tự cung cấp nguyên liệu phục vụ sản xuất của VHC giai đoạn 2007-2010



(Nguồn: BCTN 2010)

Về tỷ suất chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu thuần, VHC đạt mức 8%, tăng 14,6% so với cùng kỳ. Tuy tổng 2 mức phí này có tăng so với 6 tháng đầu năm trước nhưng nếu so với toàn ngành (8,7%), tỷ suất này của VHC vẫn thấp hơn 9,4% và giữ vị trí thứ 6 trong 18 doanh nghiệp kinh doanh thủy sản hàng đầu và đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Khoản chi phí này tăng so với cùng kỳ là do VHC đẩy mạnh giới thiệu và bán các sản phẩm mới và có sự khác biệt như cá có chứng nhận, sản phẩm đóng khối công nghiệp, bao gói lẻ.v.v ở các thị trường lớn như Mỹ và EU nhằm gia tăng doanh số bán hàng.

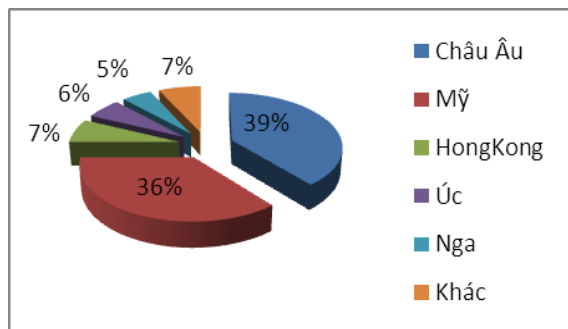
Lợi nhuận sau thuế nửa đầu năm nay của VHC đạt 96,3 tỷ đồng, tăng xấp xỉ 35,9% so với cùng kỳ, bằng 53,51% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần của VHC kỳ này đạt 7,15%, giữ vị trí thứ 9 trong tổng số 18 doanh nghiệp kinh doanh thủy sản đã niêm yết. Nếu không tính khoản lợi nhuận khác và nghĩa vụ thuế thì tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trên doanh thu thuần là 8,5%, giữ vị trí thứ 8 trong tổng số 18 doanh nghiệp trên. Mặc dù, VHC có sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận sau thuế (xấp xỉ 35,9%) và tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần cũng tăng (xấp xỉ 18%) so với kỳ trước nhưng vẫn còn khoảng cách nhỏ so với toàn ngành (7,91%). Tuy nhiên, với khả năng tự cung 50% nhu cầu nguyên liệu phục vụ sản xuất vừa đạt được khoảng giữa năm nay; chiến lược bán các sản phẩm mới và mở rộng thị trường mới mà VHC đang thực hiện, chúng tôi hy vọng hiệu quả lợi nhuận của VHC sẽ cao hơn thời gian tới.

Dự báo kết quả hoạt động SXKD cả năm 2010

Sáu tháng đầu năm, DTT tăng trưởng 15,2%. Dựa trên tính mùa vụ của nhu cầu cá tra ở thị trường nước ngoài 6 tháng cuối năm đặc biệt cao hơn 6 tháng đầu năm do có những ngày lễ lớn Giáng Sinh về Tết Dương lịch, chúng tôi giả định tỷ lệ tăng trưởng DTT 6 tháng cuối năm so với cả năm 2010 bằng với tỷ lệ trong năm 2009. Tỷ suất LNST trên DTT 6 tháng đầu năm 2010 là 7,2% và như thông thường tỷ suất này trong cả năm sẽ cao hơn do yếu tố mùa vụ nhưng do thận trọng chúng tôi vẫn duy trì tỷ suất 7,5% tương đương với năm 2009 để dự báo lợi nhuận sau thuế cả năm 2010. Kết quả dự báo như sau:

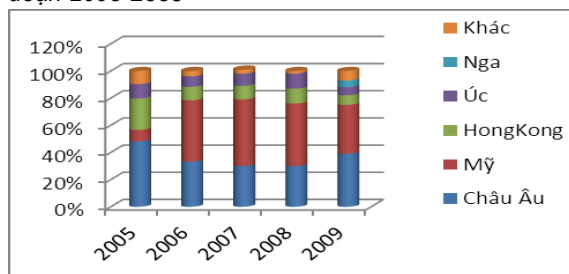
Chỉ tiêu	ĐVT	Giá trị
Doanh thu thuần	Tỷ	3.191
LNST	Tỷ	239,6
SLCPLHQB	Cp	38.871.379
EPS	Đồng	6.164
PE ^{forward}	Lần	4,7

Khó khăn và thách thức



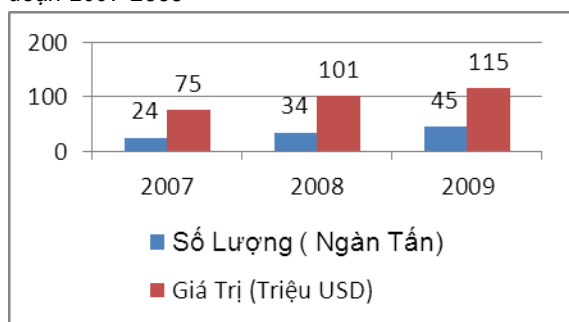
(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC giai đoạn 2005-2009



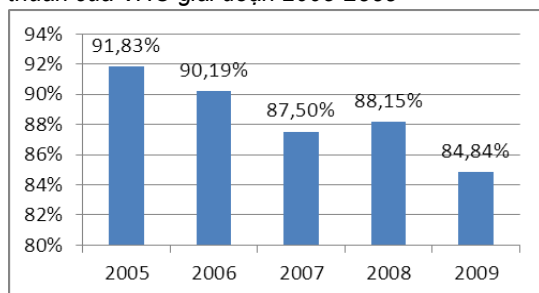
(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Sản lượng và giá trị xuất khẩu của VHC giai đoạn 2007-2009



(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Tỷ suất giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần của VHC giai đoạn 2005-2009



(Nguồn: VHC)

Ngày 15 tháng 9 vừa qua, trong đợt xem xét hành chính lần 6 (review 6), Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã đưa ra quyết định sơ bộ áp mức thuế chống bán phá cá tra được nhập khẩu từ Việt Nam là 130%. Nếu quyết định sơ bộ này được chính quyền Mỹ thông qua thông qua vào tháng 3 năm 2011 thì sẽ có ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam nói chung và của VHC nói riêng khi khoảng 30,4% doanh thu của VHC đến từ thị trường Mỹ. Giá bán cá tra của VHC trên thị trường Mỹ hiện nay là 3,16-3,3 USD/kg trong khi giá bán cá nheo (mặt hàng cạnh tranh chính của cá tra Việt Nam) của Mỹ là 4,5 USD/kg. Do đó, chúng tôi tính toán được, sản phẩm cá tra của VHC chỉ có thể tiếp tục cạnh tranh trên thị trường Mỹ khi mức thuế chống bán phá giá áp cho sản phẩm cá tra nhập khẩu từ Việt Nam vào Mỹ không vượt hơn 10%. Việc VHC chính thức có bị áp mức thuế chống bán phá giá cao hơn hoặc thấp hơn 10% vào tháng 3 năm 2011 hay không tùy thuộc vào khả năng VHC có chứng minh được không bán phá giá như VHC đã từng làm khi thuyết phục chính phủ Mỹ hạ mức thuế chống bán phá giá từ 6,81% (review 4) xuống 0% (review 5).

Triển vọng ngành

Xác định cá tra là một trong những loại cá chủ lực được nuôi ở ĐBSCL do những lợi ích kinh tế mà giống cá này mang lại, một đề án phát triển sản xuất và tiêu thụ cá tra vùng ĐBSCL năm 2020 được phê duyệt bởi chính phủ trong đó đề ra những mục tiêu:

Chỉ tiêu	2009	KH 2020
Diện tích nuôi trồng (ha)	6.100	13.000
Sản lượng thu hoạch (tấn)	1.006.000	2.000.000
Giá trị xuất khẩu (triệu USD)	1.340	3.000

(Nguồn: VCBS tổng hợp)

Gần đây, Tổng cục Thủy sản Việt Nam cho biết sẽ triển khai 10 dự án trị giá hơn 57.000 tỷ đồng nhằm công nghiệp hóa hiện đại hóa ngành thủy sản Việt Nam nói chung và ngành cá tra nói riêng theo hướng bền vững. Trong đó, ngành cá tra sẽ được tập trung giải quyết những tồn tại bằng những giải pháp tổ chức lại hoạt động sản xuất theo mô hình đảm bảo hài hòa lợi ích giữa các khâu nuôi, thu mua và chế biến xuất khẩu; đến năm 2015 thay thế toàn bộ giống cá tra hiện giờ bằng giống cá mới chất lượng cao và sạch bệnh; tăng cường các hoạt động xúc tiến thương mại, quảng bá thương hiệu, mở rộng thị trường xuất khẩu. Với những chủ trương này của chính phủ, chúng tôi tin tưởng sau 10 năm nữa, ngành cá tra Việt Nam có cơ hội tăng trưởng gấp đôi so với hiện tại.

Triển vọng của công ty

Dự án Collagen

Mục tiêu của dự án là tối ưu hóa giá trị từ nguồn phụ phẩm da cá có giá trị kinh tế cao; gia tăng doanh thu và lợi nhuận có được từ một sản phẩm mới.

Phạm vi ứng dụng: Collagen được ứng dụng rất rộng rãi như trong thực phẩm và sản phẩm dinh dưỡng; dược phẩm và mỹ phẩm.

Tiến độ dự án:

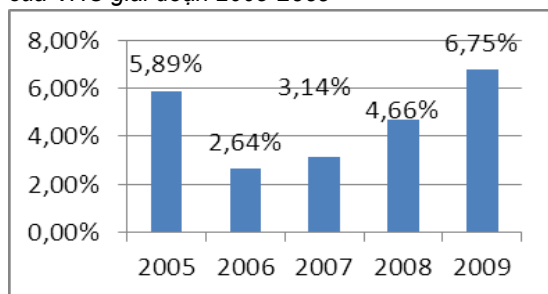
Tháng 10/2010	Sản xuất mẫu tại phòng thí nghiệm
Tháng 2/2011	Khởi công xây dựng nhà máy
Tháng 9/2011	Sản xuất thử và kiểm tra tính đồng bộ của hệ thống
Tháng 12/2011	Sản xuất đủ công suất và đẩy mạnh việc bán sản phẩm

Dự tính kết quả kinh của nhà máy Collagen:

Sau khi tiếp cận và đàm phán hợp tác với các đối tác là những công ty có kinh nghiệm và tiêu thụ Collagen với sản lượng lớn ở các thị trường khác nhau bao

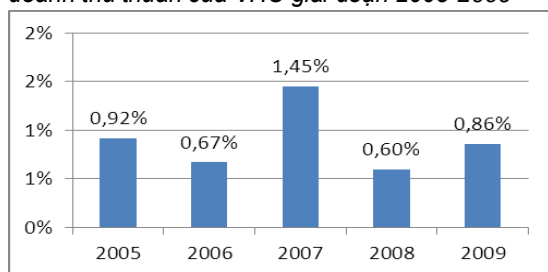


Biểu đồ: Tỷ suất chi phí bán hàng trên doanh thu thuần của VHC giai đoạn 2005-2009



(Nguồn: VHC)

Biểu đồ: Tỷ suất chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần của VHC giai đoạn 2005-2009



(Nguồn: VHC)

Bảng: P/E tại ngày 29/10/2010 của các công ty thủy sản đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam

Doanh nghiệp	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	P/E
AAM	277,8	5,7
ABT	597,4	5,7
ACL	319	3,5
AGF	333,1	7,9
ATA	230	4,2
BLF	54	19,1
FMC	98,9	5,7
ICF	121,7	6,7
MPC	2.156	8,9
NGC	15,4	5,2
SJ1	76,8	6,4
TS4	241,5	6,8

gồm Mỹ, châu Âu, Đài Loan và Trung Quốc, VHC dự tính kết quả kinh doanh như sau:

ĐVT: USD	2012	2013
Doanh thu	7.200.000	12.000.000
CP cố định	1.526.400	1.640.640
CP biến đổi	3.290.386	4.871.065
CP lãi vay	780.000	540.000
CP nghiên cứu phát triển	360.000	600.000
CP bán hàng	144.000	240.000
LNTT	1.099.214	4.108.295
LNST	1.099.214	4.108.295
Tỷ suất lợi nhuận	15%	34%

(Nguồn: VHC)

Đánh giá dự án collagen

VHC sẽ tận dụng phụ phẩm da cá trong chế biến cá tra để sản xuất collagen. Một mặt, VHC nâng cao tính khép kín trong quy trình sản xuất của công ty, làm giảm giá thành sản xuất chung của công ty; mặt khác giá collagen trên thị trường thế giới là 25-30 USD/kg cao hơn gấp 8-10 lần giá cá tra đông lạnh xuất khẩu (2-4 USD/kg) sẽ ảnh hưởng tích cực đến doanh thu và lợi nhuận của VHC. Ngoài ra, phạm vi ứng dụng của collagen trong nhiều lĩnh vực cũng là một lợi thế cho đầu ra của sản phẩm này. Collagen sẽ đóng góp khoảng 25% trong tổng lợi nhuận của VHC khi nhà máy collagen hoạt động ổn định vào năm 2013.

Dự án nuôi cá chẽm

Mục đích dự án: đa dạng hóa sản phẩm cá và tối ưu hóa lợi nhuận từ mặt hàng có giá trị bán cao hơn.

Kế hoạch phát triển nguồn cá chẽm

	2010	2011	2012	2013
Diện tích (ha)	68		300	
Sản lượng (tấn)		700	4.100	6.100

(Nguồn: VHC)

Dự tính kết quả doanh thu và lợi nhuận:

ĐVT: Triệu đồng	2011	2012	2013
Doanh thu	44.000	245.000	359.000
LNTT	5.500	30.000	43.000
Thuế TNDN	1.375	7.500	10.750
LNST	4.125	22.500	32.250

(Nguồn: VHC)

Đánh giá dự án cá chẽm:

Dự án cá chẽm cũng sẽ gia tăng tính khép kín trong quy trình sản xuất của VHC khi nguồn thức ăn cho cá chẽm sẽ được cung cấp từ công ty Vĩnh Hoàn 1 (một công ty con của VHC), giúp giá thành chung của VHC giảm. Ngoài ra giá cá chẽm trên thị trường thế giới cao khoảng 2,5 lần cá tra đông lạnh sẽ giúp VHC đẩy mạnh doanh số; mặt khác mặt hàng cá chẽm ít gặp phải sự cạnh tranh gay gắt như mặt hàng cá tra cũng là một yếu tố tích cực cho sức tiêu thụ sản phẩm cá chẽm của VHC.

Sau khi 2 dự án triển vọng đi vào hoạt động, VHC ước tính sẽ thu được kết quả kinh doanh của toàn công ty như sau:



Bảng: P/B tại ngày 29/10/2010 của các công ty thủy sản đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

Doanh nghiệp	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	P/B
AAM	277,8	0,9
ABT	597,4	1,2
ACL	319	1,3
AGF	333,1	0,5
ATA	230	1,7
BLF	54	0,7
FMC	98,9	0,7
ICF	121,7	0,7
MPC	2.156	1,9
NGC	15,4	1,1
SJ1	76,8	0,9
TS4	241,5	1

ĐVT: Tỷ đồng	2011	2012	2013
Doanh thu	3.569	4.119	4.394
Chế biến cá tra	2.245	2.335	2.335
Chế biến cá chẽm	44	245	359
Thức ăn thủy sản	1.280	1.395	1.460
LNTT	242,5	287	330
Chế biến cá tra	185	175	140
%LNTT	76,3%	60,9%	42,4%
Chế biến cá chẽm	5,5	30	43
%LNTT	2,3%	10,5%	13%
Thức ăn thủy sản	52	60	65
	21,4%	20,9%	19,7%
Collagen		22	82
		7,7%	24,9%
LNST	205	246	293

Đánh giá chung các dự án tiềm năng của VHC

Chúng ta dễ dàng nhận thấy trong những năm sắp tới VHC sẽ gia tăng sự đóng góp từ chế biến cá chẽm, thức ăn thủy sản và Collagen, giảm tỷ trọng nguồn thu từ chế biến cá tra trong cơ cấu lợi nhuận trước thuế. Đây là một chiến lược phát triển bền vững khi xu hướng cạnh tranh về sản phẩm cá tra gia tăng ở thị trường xuất khẩu; thêm vào đó mức thuế chống bán giá được áp bởi DOC khó dự báo trước càng làm lợi nhuận của doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam nói chung và VHC nói riêng không ổn định.

Phụ lục 1: Sản lượng thủy sản Việt Nam giai đoạn 2003-2009. ĐVT: Ngàn tấn.

Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009(E)	9T2010(E)	9T2009	9T2010/ 9T2009 %
Tổng số	2.854,8	3.142,5	3.465,9	3.720,5	4.197,8	4.602,0	4.847,6	3.794,0	3.622,1	4,7
Cá	1.975,2	2.229,5	2.469,0	2.689,8	3.096,8	3.469,0	3.654,1	2.871,0	2.748,0	4,5
Tôm	340,6	388,9	435,1	463,2	495,9	501,7	537,7	412,0	387,3	6,4
Thủy sản khác	538,0	524,1	561,8	567,5	605,1	631,3	655,8	511,0	486,8	5,0
Nuôi trồng	998,3	1.202,5	1.478,0	1.693,9	2.123,3	2.465,6	2.569,9	2.013,0	1.920,7	4,8
Cá	599,8	761,6	971,2	1.157,1	1.530,3	1.863,3	1.951,1	1.526,0	1.460,3	4,5
Tôm	237,7	281,8	327,2	354,5	384,5	388,4	413,1	320,0	299,7	6,8
Thủy sản khác	160,8	159,1	179,6	182,3	208,5	213,9	205,7	167,0	160,7	3,9
Khai thác	1.856,5	1.940,0	1.987,9	2.026,6	2.074,5	2.136,4	2.277,7	1.781,0	1.701,4	4,7
Cá	1.376,4	1.467,9	1.497,9	1.532,7	1.566,5	1.605,7	1.703,1	1.345,0	1.287,7	4,4
Tôm	102,9	107,1	107,9	108,7	111,4	113,4	124,6	92,0	87,6	5,0
Thủy sản khác	377,2	365,0	382,1	385,2	396,6	417,3	450,1	344,0	326,1	5,5
Tăng trưởng về tổng SL %		10,1	10,3	7,3	12,8	9,6	5,3			
Tăng trưởng về SL nuôi trồng %		20,5	22,9	14,6	25,3	16,1	4,2			
Tăng trưởng về SL khai thác %		4,5	2,5	1,9	2,4	3,0	6,6			



Tăng trưởng trung bình của tổng sản lượng thủy sản giai đoạn 2003-2009 %	9,3			
Tăng trưởng trung bình của sản lượng nuôi trồng thủy sản giai đoạn 2003-2009 %	17,3			
Tăng trưởng trung bình của sản lượng khai thác thủy sản giai đoạn 2003-2009 %	3,5			

Phụ lục 2: Giá trị kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam giai đoạn 2003-2009. ĐVT: Triệu USD.

Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	9T2010(E)	KH 2010	%KH 2010
Giá Trị	2.199	2.400	2.733	3.359	3.792	4.562	4.261	3.428	4.500	76,2
Tăng trưởng qua các năm		9,1	13,9	22,9	12,9	20,3	-6,6			
Tăng trưởng trung bình của giá trị kim ngạch XK thủy sản VN giai đoạn 2003-2009 %							12,1			

Phụ lục 3: Tổng sản phẩm nông – lâm – thủy sản (theo giá thực tế) giai đoạn 2003-2009. ĐVT: Tỷ đồng

Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009(E)	9T2010(E)
Nông nghiệp	106.385	119.107	133.986	149.234	174.076	257.251	265.534	225.013
Lâm nghiệp	7.775	9.412	10.052	10.780	12.067	10.845	12.699	10.083
Thủy sản	24.125	27.474	32.363	38.252	46.045	58.409	61.757	52.633
Thủy sản/Tổng %	17,4	17,6	18,3	19,3	19,8	17,9	18,2	18,3
Tổng	138.285	155.993	176.401	198.266	232.188	326.505	339.990	287.729
Tỷ trọng trung bình thủy sản trong cơ cấu nông lâm thủy sản giai đoạn 2003-2009 %							18,4	

Phụ lục 4: Giá trị kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam giai đoạn 2006-2009. ĐVT: Triệu USD.

Nguồn: VCBS tổng hợp.

	2006	2007	2008	2009	6T2010
Giá trị	736,8	974,1	1450	1340	652,8
Tăng trưởng qua các năm %		32,2	48,9	-7,6	
Tăng trưởng trung bình trong giai đoạn 2006-2009 %			24,5		

Phụ lục 5: Bảng thứ tự về doanh thu thực hiện 6 tháng đầu năm của các công ty kinh chế biến thủy sản đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. ĐVT: Tỷ đồng.

Nguồn: VCBS tổng hợp.

STT	Công ty	KH 2010	TH 6T2010	% TH/KH
1	HVG	6.000	1.830	30,5
2	MPC	3.500	1.657	47,3
3	VHC	2.410	1.348	55,9
4	AGF	1.500	804	53,6
5	ANV	2.286	741	32,4
6	ACL	1.100	520	47,3
7	FMC	1.050	388	37,0
8	ABT	550	307	55,8
9	AGD	660	253	38,3
10	AAM	540	241	44,6



11	ATA	570	230	40,4
12	BLF	416	201	48,3
13	TS4	450	175	38,9
14	ICF	530	101	19,1
15	SJ1	150	84	56,0
16	NGC	222	61	27,5
17	BAS	222	31	14,0

Phụ lục 6: Bảng thứ tự về mức độ hoàn thành kế hoạch doanh thu năm 2010 của các công ty kinh doanh chế biến thủy sản đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

Nguồn: VCBS tổng hợp.

STT	Công ty	KH 2010	TH 6T2010	% TH/KH
1	SJ1	150	84	56,0
2	VHC	2.410	1.348	55,9
3	ABT	550	307	55,8
4	AGF	1.500	804	53,6
5	BLF	416	201	48,3
6	MPC	3.500	1.657	47,3
7	ACL	1.100	520	47,3
8	AAM	540	241	44,6
9	ATA	570	230	40,4
10	TS4	450	175	38,9
11	AGD	660	253	38,3
12	FMC	1.050	388	37,0
13	ANV	2.286	741	32,4
14	HVG	6.000	1.830	30,5
15	NGC	222	61	27,5
16	ICF	530	101	19,1
17	BAS	222	31	14,0



KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo cũng không phải là sản phẩm và/hoặc ý kiến tư vấn đầu tư hay lời chào mua /bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của người viết và không được xem là quan điểm của VCBS. Do đó, VCBS và hoặc các bộ phận của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vCBS.com.vn> – <http://info.vCBS.com.vn>

Trưởng phòng:

Nguyễn Đức Hải

(ndhai@vCBS.com.vn)

Nhóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Ngọc Anh
(ltnanh@vCBS.com.vn)

Bùi Ngọc Hà
(bnha@vCBS.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga
(nttnga-hcm@vCBS.com.vn)

Lê Thị Lệ Dung
(ltldung@vCBS.com.vn)

Trần Minh Hoàng
(tmhoang@vCBS.com.vn)

Trần Gia Bảo
(tgbao@vCBS.com.vn)

Quách Thùy Linh
(qtlinh@vCBS.com.vn)

Ngô Mạnh Duy
(nmduy@vCBS.com.vn)

