

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN

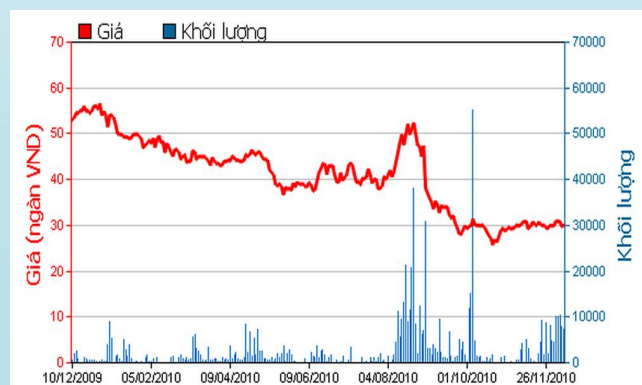
Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn là một trong ba doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản hàng đầu Việt Nam trên lĩnh vực cá tra và cá basa. Thương hiệu của công ty ngày càng được người tiêu dùng biết đến với chất lượng tốt và đáng tin cậy.

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	34,900

Thông tin cơ bản về cổ phiếu VHC

Ngày giao dịch đầu tiên	24/12/2007
Giá (VND) ngày 18/01/2011	27,500 VND
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	47,151,273
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1,390.96
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	43,700
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	25,000
KLGD khớp lệnh bình quân (90 phiên gần nhất)	37,343
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	15.55%
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước	0%

Biểu đồ giá 1 năm



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Trong ba năm từ 2007 đến 2009, VHC luôn duy trì vị thế đứng trong top 3 các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, cá basa của Việt Nam. Nhờ vậy, VHC từ vị trí thứ 6 năm 2007 đã vươn lên mạnh mẽ đứng thứ 3 toàn ngành thủy sản năm 2009 về giá trị xuất khẩu.
- Doanh thu và lợi nhuận của VHC tăng trưởng ở mức cao trong năm 2009 sau khi suy giảm mạnh trong năm 2008 do nguồn cầu tăng mạnh và mức độ đa dạng hóa thị trường cũng như sản phẩm của VHC khá cao.
- Công ty đã đạt được chứng chỉ AQUAGAP của tổ chức IMO của Thụy Sĩ về vùng nuôi thân thiện với môi trường và chứng chỉ ISO 17025 về chế biến thực phẩm, đó là những cột mốc tiêu biểu đưa công ty hướng tới phát triển bền vững theo các tiêu chuẩn quốc tế.
- 9 tháng đầu năm 2010, VHC đạt lợi nhuận sau thuế 178.5 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm trước và hoàn thành 89% kế hoạch doanh thu và 98% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.
- Dự án nhà máy chế biến Collagen, nguyên liệu đầu vào chủ yếu của ngành công nghiệp mỹ phẩm kỳ vọng sẽ mang đến cho VHC những khoản lợi nhuận đáng kể.
- Bên cạnh đó, công ty đã có kế hoạch đầu tư vào dự án tinh luyện dầu cá với tổng kinh phí dự kiến 20 tỷ đồng và nuôi cá chêm xuất khẩu hứa hẹn sẽ mang lại đóng góp không nhỏ vào doanh thu của công ty trong thời gian tới.

TỔNG QUAN NGÀNH CÁ DA TRƠN VIỆT NAM

Thủy sản là ngành có kim ngạch xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam.

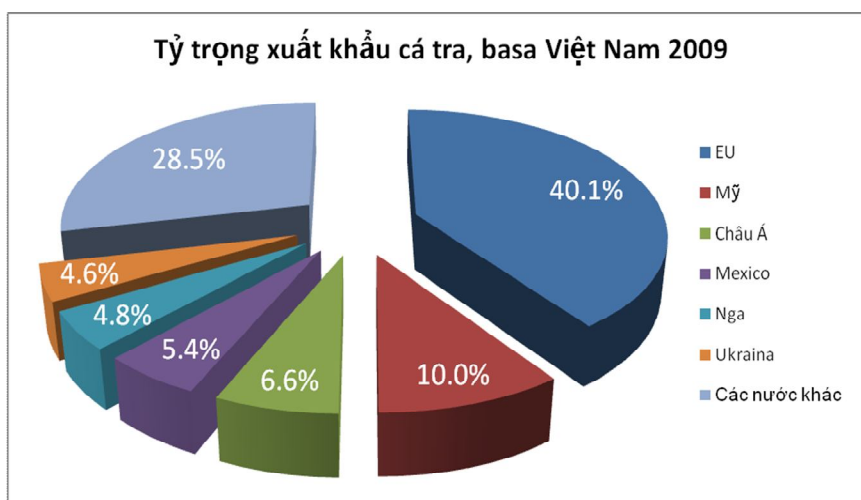
Điều kiện khí hậu và thổ nhưỡng của Việt Nam rất phù hợp với việc nuôi cá tra và cá basa thương phẩm.

Uy tín của mặt hàng cá da trơn Việt Nam đã được khẳng định ở nhiều quốc gia trên thế giới.

Trong ba năm từ 2007 đến 2009, ngành thủy sản luôn nằm trong top 4 ngành xuất khẩu mang lại cho nước ta nhiều ngoại tệ nhất cùng với dầu thô, hàng dệt may và giày dép. Đáng chú ý, trong 9 tháng đầu năm 2010, ngành thủy sản đã vươn lên dẫn đầu trong danh mục các loại hàng hóa có giá trị xuất khẩu cao nhất.

Khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, nơi có nhiều sông hồ và khí hậu nóng ẩm là nơi nuôi trồng cá tra và cá basa thích hợp hơn cả. Vì vậy, sản phẩm cá tra và cá basa nuôi tại khu vực này có chất lượng tốt và năng suất cao hơn nhiều quốc gia khác trên thế giới.

Nhiều năm qua, các quốc gia nhập khẩu cá tra, cá basa lớn nhất của Việt Nam luôn là khối EU, Mỹ, châu Á, Mexico, Nga, Đông Âu và một số nước khác. Thị phần cá da trơn của Việt Nam tính đến hết đầu tháng 9 năm 2010 chiếm tới 99.9% trên toàn thế giới. Mặt hàng cá tra và các basa của Việt Nam đã hiện diện trên 130 quốc gia và vùng lãnh thổ.



Nguồn: Báo cáo thường niên 2009 – VHC

Xu hướng giảm giá trong ngắn hạn và dài hạn của VND so với USD nhìn chung có lợi cho các doanh nghiệp trong ngành.

Do bản chất của nền kinh tế đang phát triển nên nhu cầu nhập khẩu nguồn nguyên liệu và máy móc để sản xuất trong nước khá cao, do đó nhập siêu là hiện tượng khó tránh khỏi của Việt Nam. Đồng thời, trong nhiều năm trở lại đây, chênh lệch lạm phát giữa Việt Nam và Hoa Kỳ luôn ở mức khá cao. Vì vậy, VND luôn ở trong xu thế giảm giá so với USD mặc dù FED đã bơm tiền vào nền kinh tế trong giai đoạn 2008-2009 và mới đây nhất là gói kích thích lần thứ

2 với tổng trị giá hai gói kích thích có thể lên tới hơn 2,600 tỷ USD.

Chính Phủ đã chỉ đạo đưa ngành thủy sản trở thành ngành xuất khẩu mũi nhọn của cả nước.

Nhận thấy lợi thế và tiềm năng phát triển trong tương lai, Thủ tướng Chính Phủ đã phê duyệt đề án sản xuất và tiêu thụ cá tra Đồng bằng sông Cửu Long với giá trị 1,340 tỷ đồng. Và để trợ giúp ngành thủy sản, Chính Phủ đã có nhiều ưu đãi về thuế, vốn vay... phần đầu đưa tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản đến năm 2020 đạt từ 8 đến 9 tỷ USD.

TỔNG QUAN CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN

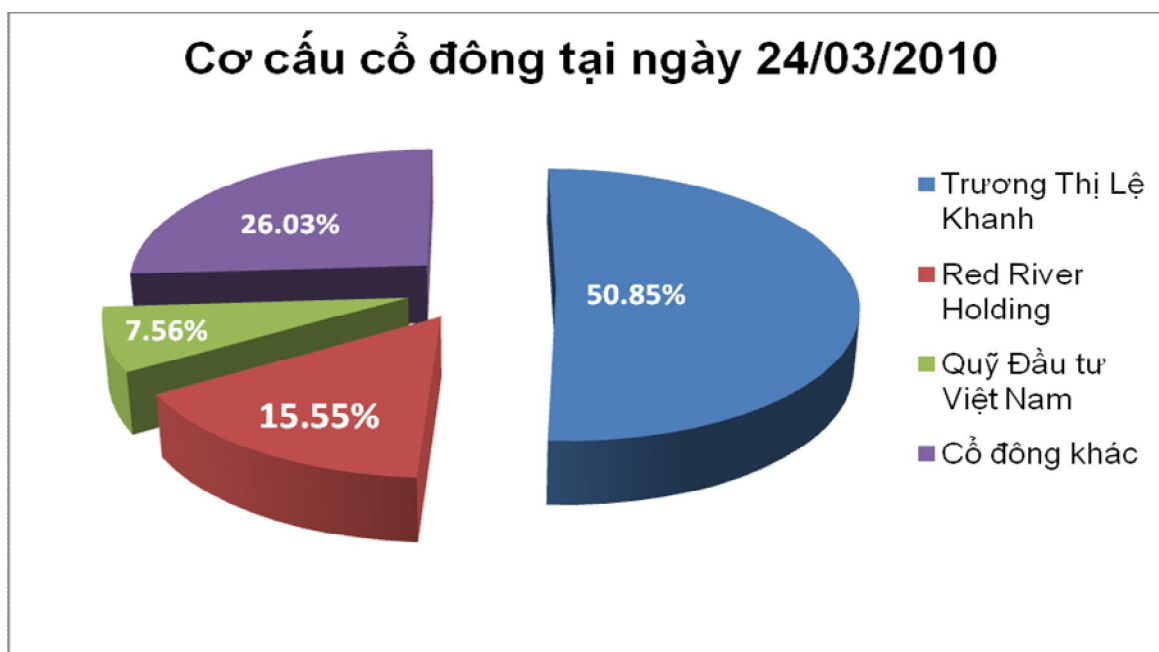
Thông tin chung:

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn tiền thân là Công ty TNHH Vĩnh Hoàn được thành lập và hoạt động theo giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 5103000069 do Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Đồng Tháp cấp. Ngày 24/12/2007, Công ty TNHH Vĩnh Hoàn chính thức chuyển đổi thành Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn.

Hoạt động kinh doanh chính:

- Nuôi trồng, đánh bắt và chế biến thủy hải sản.
- Sản xuất và mua bán thức ăn thủy sản gia súc, gia cầm và thuốc thú y thủy sản và các dịch vụ thú y thủy sản...

Cơ cấu cổ đông:



Nguồn: Báo cáo thường niên 2009 - VHC

Danh sách các công ty con

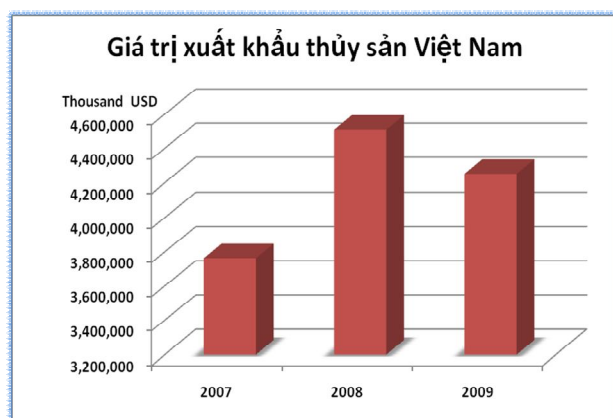
Tên công ty	Địa chỉ	Tỷ lệ lợi ích	Quyền biểu quyết
Công ty Cổ Phần thực ăn thủy sản Vinh Hoàn 1	Quốc lộ 30, cụm công nghiệp Thanh Bình, Huyện Thanh Bình, Tỉnh Đồng Tháp	69.8%	69.8%
Vinh Hoan (USA) Incorporated	2 Mahogany Dr, Irvine, CA 9260	100%	100%

Nguồn: Báo cáo thường niên 2009 - VHC

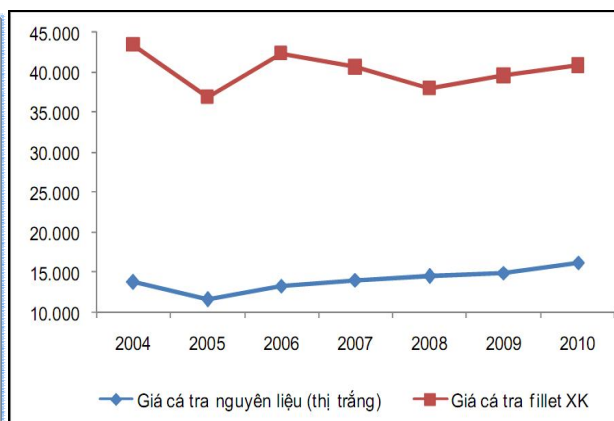
ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Đánh giá hoạt động kinh doanh trong năm 2009

Năm 2009 là một năm tương đối khó khăn đối với ngành thủy sản Việt Nam, lần đầu tiên kể từ năm 1997, xuất khẩu thủy sản đạt tăng trưởng âm so với năm 2008. Khủng hoảng kinh tế thế giới đã khiến nhu cầu ở các thị trường giảm sút, cộng với các rào cản về kỹ thuật và thuế quan ở các nước nhập khẩu khiến việc tiêu thụ sản phẩm của các doanh nghiệp thủy sản không mấy khả quan.



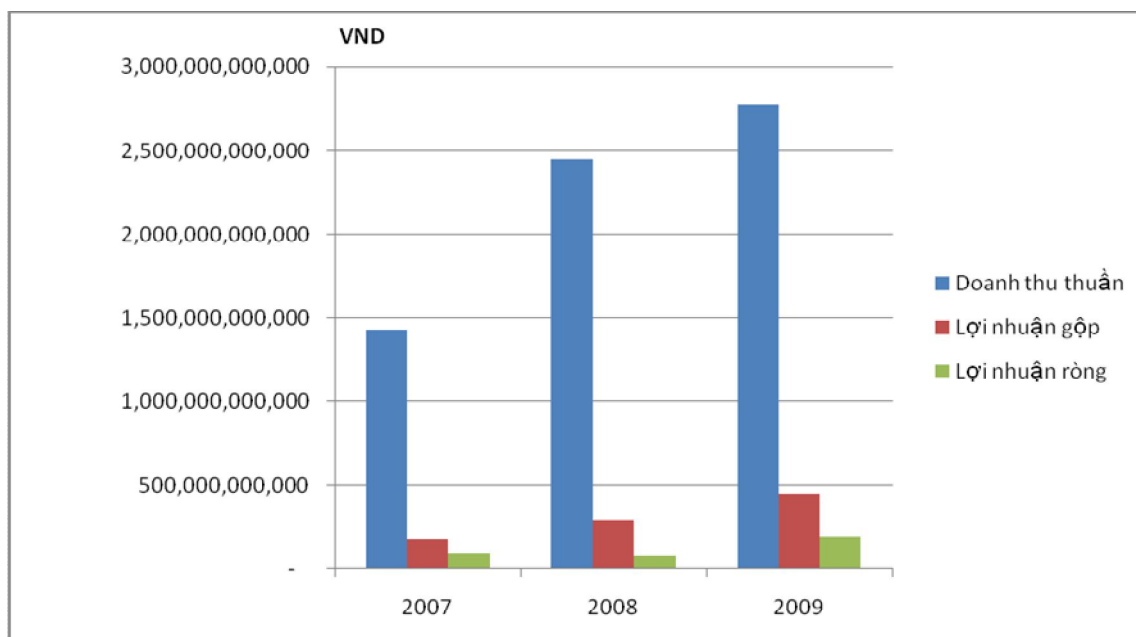
Nguồn: Tổng cục Thống kê



Nguồn: Báo cáo ngành thủy sản - ART

Tình hình khan hiếm nguồn nguyên liệu trong nước đã đẩy chi phí của các doanh nghiệp tăng cao. Trước những khó khăn đó, Vinh Hoàn vẫn phát triển vững mạnh và cán đích cuối năm 2009 với lợi nhuận sau thuế vượt kế hoạch. Cụ thể, doanh thu hợp nhất đạt 2771 tỷ đồng, tăng 13.5% so với năm 2008; lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2009 đạt 193 tỷ đồng, tăng 241% so với năm 2008 và hoàn thành 190% kế hoạch.

Kim ngạch xuất khẩu của VHC tăng 26% về lượng và 15% về giá trị so với năm 2008, đạt 109% so với kế hoạch, đóng góp tới 74.5% tổng doanh thu thuần của công ty.



Nguồn: VTS tổng hợp

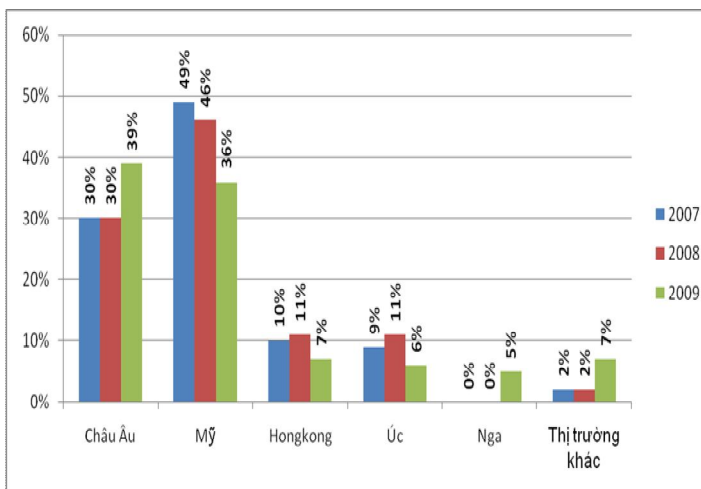
Có được thành tích ấn tượng đó là nhờ VHC đã có chiến lược mở rộng thị trường và tung ra các sản phẩm mới, thâm nhập vào sâu các hệ thống bán lẻ uy tín của nước ngoài. Kết hợp với quy trình sản xuất khép kín, chủ động từ khâu nuôi trồng đến khâu sản xuất thức ăn và chế biến nguyên vật liệu thành thành phẩm.

Tất cả các khâu trong quá trình sản xuất của công ty đều đã có chứng chỉ hoặc có được sự công nhận Quốc tế về đảm bảo chất lượng vệ sinh an toàn thực phẩm và thân thiện với môi trường.

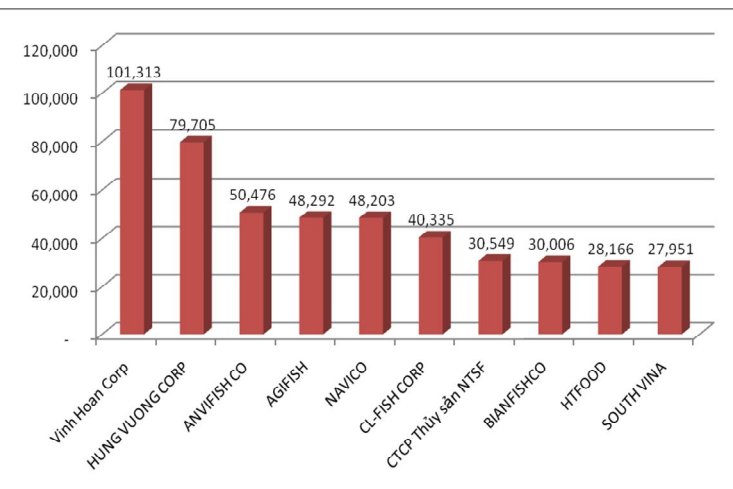
Với những nỗ lực nhằm có được sự công nhận của quốc tế đối với sản phẩm của công ty, VHC đã đạt được những thành quả xứng đáng. Sản phẩm của công ty đã có mặt ở nhiều quốc gia trên thế giới, từ các thị trường dễ tính như Đông Nam Á, Mỹ La-tinh đến những thị trường khó tính như Mỹ, Châu Âu.

Tháng 5 năm 2009, VHC đã khôi phục lại việc xuất khẩu sản phẩm sang thị trường Nga sau hơn 5 tháng thị trường này đóng cửa để kiểm tra chất lượng vệ sinh cá tra, basa nhập khẩu. Bên cạnh đó công ty đã gia tăng hoạt động xuất khẩu sang thị trường Châu Âu nâng tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu sang thị trường khó tính này lên 39%, đồng thời cơ cấu lại thị phần tại Mỹ, Úc và Hongkong, do đó tỷ trọng xuất khẩu sang 3 thị trường này đã giảm khá mạnh xuống còn 36%, 6% và 7%. Công ty cũng đã có chính sách mở rộng thị trường xuất khẩu sang thị trường Trung Đông đầy tiềm năng.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VHC



Top 10 DN XK cá tra, basa 10 tháng đầu năm 2010(ngàn USD)



Nguồn: VTS tổng hợp

Sản phẩm đa dạng và luôn đổi mới là một lợi thế cạnh tranh của công ty.

Hiện nay VHC cung cấp 4 dòng sản phẩm chính là cá tra, basa fillet; hàng giá trị gia tăng là những loại thực phẩm ăn liền được chế biến từ cá; phụ phẩm gồm bong bóng cá, dầu cá, da cá, bột cá... và block, loin và portion từ thịt cá.

Trong đó, sản phẩm chủ lực của công ty là cá tra, cá basa fillet và phụ phẩm chiếm 83% doanh thu và 96% lợi nhuận. Công ty đã có kế hoạch sản xuất và đưa ra thị trường các sản phẩm mới như fillet cá chêm có thể mang lại lợi nhuận sau thuế cao hơn cá tra thông thường 20-25% và cao hơn so với cá tra đạt chứng nhận Global G.A.P từ 10-15% và Collagen chiết suất từ da cá có thể mang lại tỷ suất lợi nhuận 15% trên doanh thu.

Một số sản phẩm của công ty



Fillet thịt trắng



Cá tra cuộn nhồi sốt cà chua



Dầu cá



Tra cắt portion

Năng lực sản xuất.

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. 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) đã đi vào hoạt động từ tháng 2/2007 & tháng 8/2008. Hiện tại, công ty đã chủ động cung cấp hơn 30% nhu cầu cá nguyên liệu cho sản xuất, 70% còn lại được cung cấp bởi các nguồn nguyên liệu ổn định khác.

Cơ cấu doanh thu đã có sự chuyển dịch đáng kể nhưng doanh thu từ việc bán thành phẩm vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất.

Năm 2009, tỷ trọng đóng góp vào doanh thu thuần của doanh thu từ bán thành phẩm chiếm 74.12%, tuy có giảm nhẹ so với năm 2008, nhưng xét về giá trị lại gia tăng đáng kể (gần 11.1%) so với năm 2008. Thành phẩm từ thủy sản chiếm 84.15% mảng doanh thu này của VHC. Trong những năm tới, mảng doanh thu này được dự báo sẽ tiếp tục duy trì mức đóng góp lớn cho công ty do VHC tiếp tục định hướng phát triển sản phẩm hướng tới xuất khẩu và đây cũng là mục tiêu của ngành cá da trơn nói riêng và thủy sản nói chung, thị trường tiêu thụ trong nước vẫn có quy mô quá nhỏ bé cho các doanh nghiệp khai thác.

Doanh thu thuần cung cấp dịch vụ và doanh thu thuần phế phẩm vẫn tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ấn tượng kéo dài từ năm 2008. Trong năm 2009, hai mảng doanh thu này đã tăng lần lượt là 386.7% và 175.5% so với năm 2008. Các sản phẩm như dầu cá, bột cá, mỡ cá được chế biến từ phế phẩm có giá bán khá cao so với thành phẩm, cụ thể là 1kg collagen có giá từ 25-30 USD trong khi đó giá cá tra đông lạnh xuất khẩu chỉ từ 2-4USD/kg. Vì vậy, mảng doanh thu này hứa hẹn sẽ mang đến cho VHC những nguồn lợi không nhỏ trong tương lai. Bằng chứng là doanh thu thuần từ phế phẩm đã vươn lên chiếm tỷ trọng 8.61% trong năm 2009 với doanh thu đạt gần 238.5 tỷ đồng.

Cơ cấu doanh thu của VHC

	2007	Tỷ trọng	2008	Tỷ trọng	2009	Tỷ trọng
<i>Doanh thu thuần bán hàng hóa</i>	414,010,421,881	29.04%	491,865,274,501	20.14%	465,322,529,320	16.79%
<i>Doanh thu thuần bán thành phẩm</i>	947,369,796,654	66.46%	1,848,784,986,396	75.70%	2,053,948,182,787	74.12%
<i>Doanh thu thuần cung cấp dịch vụ</i>	109,919,744	0.01%	718,515,908	0.03%	3,497,138,240	0.13%
<i>Doanh thu thuần nguyên vật liệu</i>	38,339,551,885	2.69%	14,451,359,856	0.59%	9,784,270,756	0.35%
<i>Doanh thu thuần phế phẩm</i>	25,606,103,700	1.80%	86,539,391,434	3.54%	238,450,919,782	8.61%
Tổng	1,425,435,793,864	100%	2,442,359,528,095	100%	2,771,003,040,885	100 %

Nguồn: VTS tổng hợp



Chi phí hoạt động của VHC được kiểm soát khá tốt

Tổng chi phí trong năm 2009 tăng nhẹ 7.95% so với năm 2008, trong đó chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí khác tăng mạnh. Tuy nhiên, xét về giá trị, giá vốn hàng bán luôn chiếm tỷ trọng cao nhất và cũng là khoản mục có mức tăng tuyệt đối cao nhất. Tổng chi phí tăng đột biến trong năm 2008 là do chi phí nguyên vật liệu, chi phí trả lãi vay tăng mạnh do lạm phát trong ở mức cao trên 20% đẩy lãi suất phải trả của công ty lên cao.

Tổng chi phí được duy trì ở mức độ vừa phải trong năm 2009, trong đó giá vốn hàng bán chiếm 83.68% doanh thu, đây là mức thấp nhất trong 3 năm trở lại đây. Điều này lý giải tại sao VHC lại đạt được KQKD ấn tượng trong năm 2009.

Cơ cấu chi phí của VHC

	2007	% doanh thu	2008	% doanh thu	2009	% doanh thu
Giá vốn hàng bán	1,242,043,065,784	87.13%	2,153,442,679,853	88.17%	2,318,805,922,373	83.68%
Chi phí bán hàng	49,406,442,917	3.47%	113,828,183,961	4.66%	159,219,196,109	5.75%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	26,010,939,404	1.82%	18,856,633,111	0.77%	35,032,152,214	1.26%
Chi phí tài chính	1,964,424,808	0.14%	113,508,218,900	4.65%	71,729,956,746	2.59%
Chi phí khác	101,658,188	0.01%	234,247,730	0.01%	5,892,183,887	0.21%
Tổng	1,319,526,531,101	92.57%	2,399,869,963,555	98.26%	2,590,679,411,329	93.49%

Nguồn: VTS tổng hợp

Tỷ lệ lợi nhuận gộp cũng thay đổi theo cơ cấu doanh thu.

Lợi nhuận gộp từ bán hàng hóa đã giảm mạnh trong năm 2008 và tiếp tục giảm trong năm 2009 chỉ còn 3.04%. Trong khi đó, mảng phế phẩm đã đóng góp cho công ty 10.35% lợi nhuận gộp năm 2009 từ mức chỉ chiếm 1.19% lợi nhuận gộp cả năm 2008. Mặc dù vẫn mang lại tỷ trọng đóng góp lớn nhất song lợi nhuận gộp từ bán sản phẩm đang có xu hướng giảm dần, năm 2008, mảng kinh doanh này góp 99.84% vào lợi nhuận gộp tổng thể nhưng năm 2009 tỷ phần đóng góp của mảng này đã giảm xuống còn 86.07%.

Cơ cấu lợi nhuận gộp của VHC

	2007	Tỷ trọng	2008	Tỷ trọng	2009	Tỷ trọng
Lợi nhuận gộp bán hàng hóa	37,942,048,815	20.69%	20,214,400,710	7.00%	13,751,467,902	3.04%
Lợi nhuận gộp bán thành phẩm	196,750,280,729	107.28%	287,573,443,987	99.54%	389,195,291,630	86.07%
Lợi nhuận gộp nguyên vật liệu	1,356,936,535	0.74%	(398,584,332)	-0.14%	1,208,905,028	0.27%
Lợi nhuận gộp phế phẩm	(52,766,457,743)	-28.77%	3,440,583,954	1.19%	46,806,447,545	10.35%
Lợi nhuận gộp cung cấp dịch vụ	109,919,744	0.06%	-21,912,996,077	-7.58%	1,235,006,407	0.27%
Tổng	183,392,728,080	100%	288,916,848,242	100%	452,197,118,512	100%

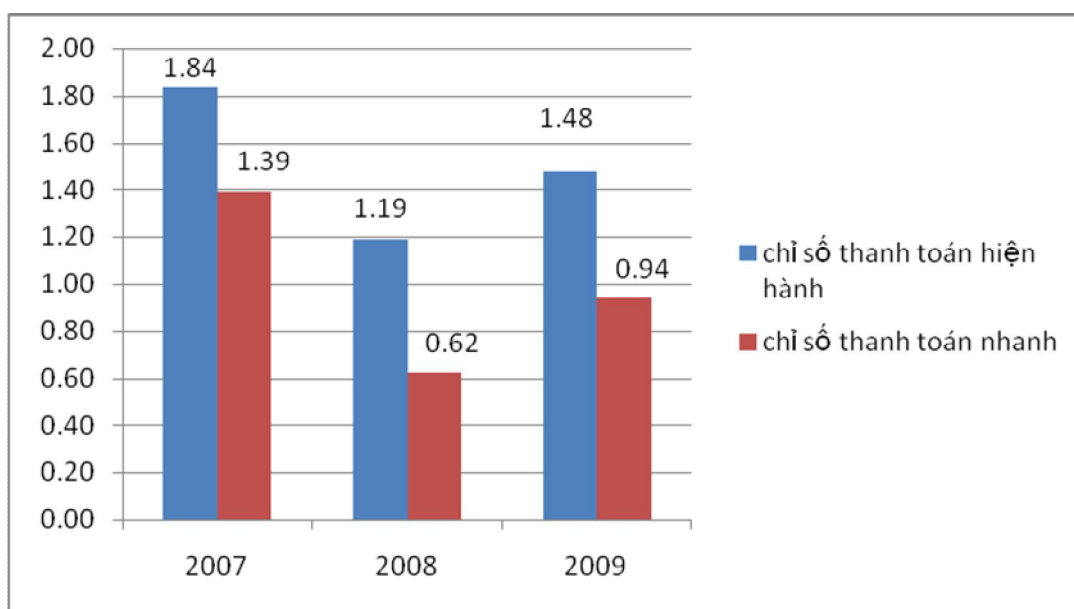
Nguồn: VTS tổng hợp

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Hệ số thanh toán hiện tại và hệ số thanh toán nhanh được duy trì ở mức độ khá an toàn.

Năm 2007, chỉ số thanh toán hiện tại của công ty khá cao, ở mức 1.8. Tuy nhiên, năm 2008, chỉ số này giảm mạnh xuống 1.2 do công ty gia tăng khoản vay ngắn hạn lên gần 4.75 lần. Bước sang năm 2009, chỉ số thanh toán hiện tại của VHC được cải thiện đáng kể lên 1.5 do tiền mặt của VHC tăng lên hơn 10 lần so với năm trước.

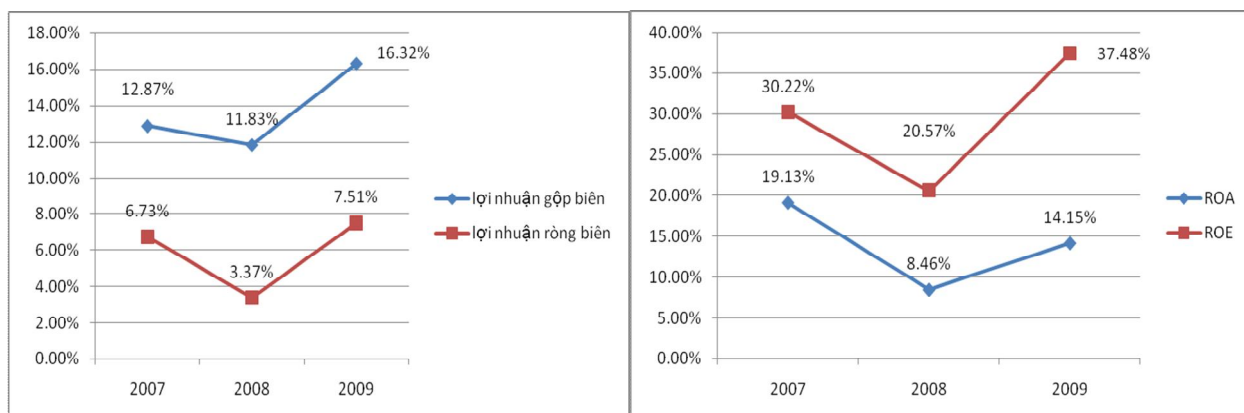
Mặc dù chỉ số thanh toán nhanh của VHC trong 2009 chỉ ở mức 0.9, tuy nhiên vay và nợ ngắn hạn của công ty chỉ có 399 tỷ đồng, chiếm 64.45% nợ ngắn hạn, do vậy, khả năng thanh toán của công ty vẫn ở mức an toàn.



Nguồn: VTS tổng hợp

Các chỉ tiêu sinh lợi của VHC được duy trì ở mức cao.

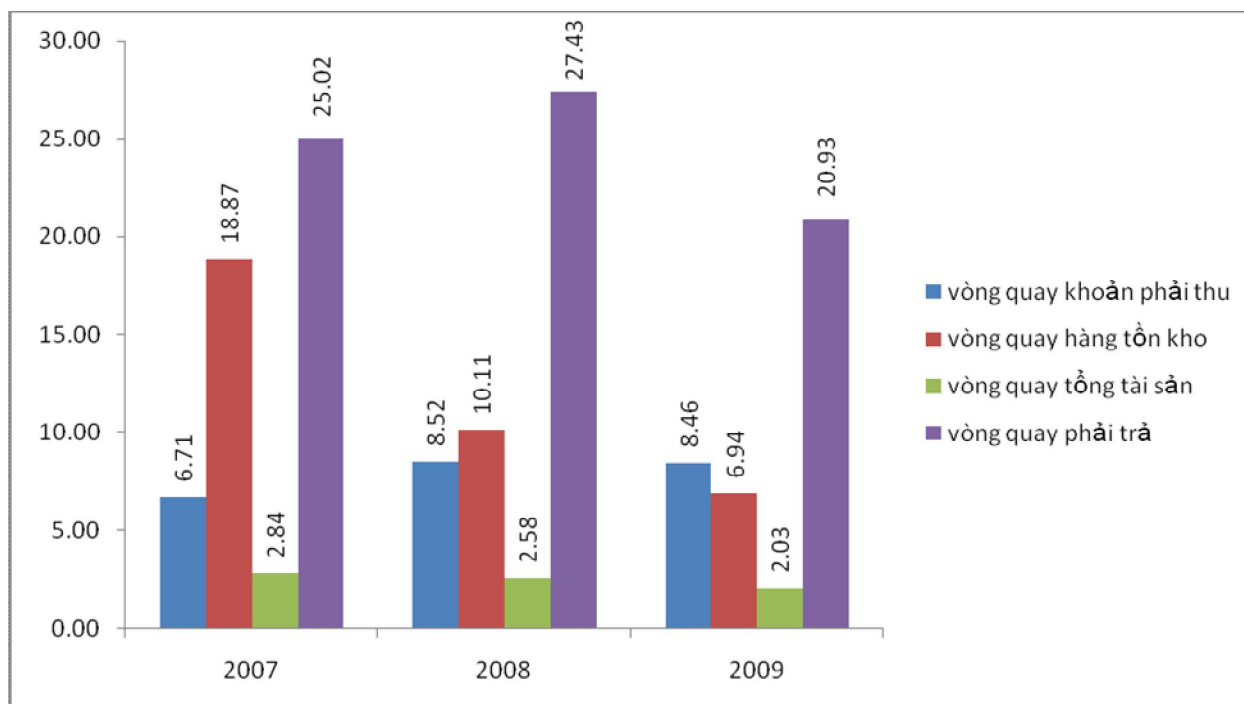
Nhờ kiểm soát chi phí tốt, cộng với việc sử dụng hiệu quả tài sản và đòn bẩy tài chính đã góp phần đẩy ROA và ROE của VHC năm 2009 tăng khá cao so với năm trước. Xem xét kỹ chỉ số ROE thông qua phân tích dupont thì chỉ số vòng quay tổng tài sản (thước đo hiệu quả sử dụng tài sản) VHC đang có xu hướng giảm dần, mặc dù chỉ số này vẫn duy trì ở mức khá cao (trên 2.0); năm 2007, vòng quay tổng tài sản của VHC là 2.84, đến năm 2009 giảm xuống chỉ còn 2.03 do tốc độ tăng trưởng doanh thu không theo kịp tăng trưởng tổng tài sản.



Nguồn: VTS tổng hợp

Các chỉ số đánh giá hiệu quả hoạt động

Vòng quay khoản phải thu của VHC tăng mạnh trong năm 2008 lên 8.52 từ mức 6.71, nhưng lại giảm nhẹ trong năm 2009 xuống 8.46. Chỉ tiêu vòng quay hàng tồn kho đang có xu hướng giảm, năm 2009 chỉ số này chỉ đạt 6.94 sau khi ở mức cao 18.87 trong năm 2007 và 10.11 năm 2008. Chỉ số này thấp trong năm 2009 là do năm 2008 công ty đã gia tăng mạnh hàng tồn kho lên gấp 2.6 lần so với năm 2007 và duy trì hàng tồn kho ở mức cao trong năm 2009.



Nguồn: VTS tổng hợp

Đòn bẩy tài chính được sử dụng ở mức độ vừa phải

Năm 2009, nợ chỉ chiếm 55% tổng tài sản, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn chiếm gần 2/3 tổng nợ phải trả với giá trị 619.7 tỷ đồng, vay và nợ ngắn hạn chiếm tới 64.5% nợ ngắn hạn, còn lại là phải trả người bán chiếm 27.1%, thuế và phải trả người lao động lần lượt chiếm 3.5% và 3.9%.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

9 tháng đầu năm 2010, VHC đạt gần 2,147 tỷ đồng doanh thu và 405 tỷ đồng lợi nhuận gộp, lần lượt tăng 3% và 11% so với cùng kỳ năm trước. Chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong kỳ tăng 34% và 35%, lần lượt đạt 156 tỷ đồng và gần 36.7 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế đạt gần 175.8 tỷ đồng, tăng 10%, trong đó lợi nhuận công ty mẹ là 169.3 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ năm ngoái. EPS 9 tháng đạt 3,619 đồng. Kết thúc 3 quý đầu năm, VHC hoàn thành 89% kế hoạch doanh thu và 98% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

Ước tính kim ngạch xuất khẩu cả năm 2010 là 125 triệu USD, bằng 108.7% kế hoạch năm (115 triệu USD) và lợi nhuận sau thuế đạt 220 tỷ đồng, vượt 22.2% kế hoạch năm (180 tỷ đồng).

Nhờ chủ động nguồn nguyên liệu và tăng lượng cá tự nuôi, tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần 9 tháng năm 2010 của Công ty đạt 8.2%, cao hơn 7.7% cùng kỳ 2009. Với sản lượng nguyên liệu tự nuôi cung cấp hơn 60% nhu cầu của Công ty và nguồn cung nguyên liệu ổn định, Rõ ràng đây là một lợi thế lớn của VHC trong tình hình nguyên liệu cá tra thiếu hụt trầm trọng và giá cả nguyên liệu leo thang.

So sánh với một số doanh nghiệp trong ngành

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010	VHC	HVG	ANV	AGF
Vốn điều lệ	471,512,730,000	659,980,730,000	660,000,000,000	128,592,880,000
Doanh thu thuần bán hàng hóa và dịch vụ	2,146,938,306,810	3,061,034,251,172	1,053,779,777,441	1,234,211,389,642
Giá vốn hàng bán	1,741,537,098,987	2,614,962,322,813	912,843,343,032	1,073,418,222,686
Lợi nhuận gộp bán hàng hóa và dịch vụ	405,401,207,823	446,071,928,359	140,936,434,409	160,793,166,956
Lợi nhuận ròng	169,279,609,397	207,007,018,679	57,249,811,082	36,317,306,423
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.88%	14.57%	13.37%	13.03%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7.88%	6.76%	5.43%	2.94%
ROA	10.00%	3.50%	2.70%	3.50%
ROE	18.44%	8.80%	3.80%	7.00%

Nguồn: VTS tổng hợp

PHÂN TÍCH RỦI RO

Hoạt động kinh doanh của VHC tuy khá tốt nhưng vẫn tiềm ẩn một số rủi ro sau:

- Tình trạng thiếu nguyên vật liệu đầu vào, hiện công ty chỉ chủ động khoảng 30% nguyên liệu cá tra, cá basa đầu vào cho hoạt động của các nhà máy có công suất lên tới 500000

tấn/năm. Lạm phát trong nước những năm qua đang có xu hướng tăng cao và khó kiểm soát, vì vậy, chi phí thu mua nguyên vật liệu nhiều khả năng tăng cao trong thời gian tới.

- Mặc dù giá cá tra, cá basa thời gian thường tăng khá mạnh, tuy nhiên, nhiều hộ gia đình nông dân nuôi cá vẫn không thể có lời. Vì vậy, hiện tượng “treo ao” thường xuyên diễn ra, gây khó khăn cho hoạt động thu mua của công ty.
- Lãi suất cho trong nước đang được duy trì ở mức cao, có thể làm gia tăng chi phí lãi vay của công ty, bởi vì phần lớn nợ ngắn hạn của công ty là vay từ ngân hàng.
- Ngày 08/09/2010, Bộ Thương Mại Mỹ đã quyết định sơ bộ về mức thuế chống bán phá giá đối với những công ty Việt Nam trong đợt xem xét hành chính lần thứ 6. VHC cùng với AGIFISH (AGF) và Cửu Long Fish (ACL) là những doanh nghiệp phải chịu thuế chống bán phá giá của Bộ Thương Mại Mỹ, trong đó VHC và AGF phải chịu mức thuế cao nhất lên đến 4.22 USD/kg. Quyết định này sẽ ảnh hưởng khá lớn đối với sự cạnh tranh của VHC trên thị trường Mỹ - thị trường đứng thứ 2 trong nhóm các thị trường xuất khẩu của công ty.
- Mới đây, ngày 7/12/2010, cá tra của Việt Nam bị các thành viên của Quỹ bảo vệ động vật thế giới (WWF) ở 6 nước EU (Đức, Áo, Thụy Sĩ, Bỉ, Na Uy và Đan Mạch) chuyển từ “danh sách cam” (sản phẩm có thể cân nhắc sử dụng) sang “danh sách đỏ” (sản phẩm không thể sử dụng) trong các bản hướng dẫn người tiêu dùng năm 2010 – 2011 ở các nước đó. Điều này có thể khiến VHC mất khoảng 39% thị phần tại thị trường châu Âu.

TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN

Con cá tra Việt Nam mặc dù đang chịu nhiều thử thách trên thị trường quốc tế nhưng nhu cầu đối với cá tra, cá basa làm thực phẩm của các quốc gia trên thế giới vẫn rất lớn.

Chính phủ đã có chỉ thị về chiến lược phát triển sản xuất và tiêu thụ cá tra Đồng bằng sông Cửu Long với giá trị 1340 tỷ đồng. Với mục tiêu đưa ngành thủy sản trở thành ngành xuất khẩu mũi nhọn của cả nước, Chính Phủ đã có kế hoạch phân đấu đưa tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản đến năm 2020 đạt từ 8 đến 9 tỷ USD.

VHC là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi từ chiến lược phát triển ngành thủy sản của Chính Phủ. Đối với hoạt động mở rộng quy mô và nâng cao năng lực sản xuất, VHC được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 1 năm kể từ năm bắt đầu kinh doanh có lãi và giảm 50% trong những năm tiếp theo, đồng thời việc chủ động được 30% nguyên liệu đã mang đến cho công ty một lợi thế lớn, giúp công ty tránh được nhiều diễn biến bất lợi và thất thường của giá cá nguyên liệu.

Công ty đã tích cực nghiên cứu và phát triển các phụ phẩm từ cá tra, cá basa như dầu cá, dầu diesel sinh học, collagen từ da cá nhằm đa dạng hóa sản phẩm và duy trì tăng trưởng bền vững. Các sản phẩm này cho giá trị kinh tế khá cao so với sản phẩm cá tra fillet truyền thống.



Theo dự báo ngay trong năm đầu hoạt động - năm 2012, lợi nhuận sau thuế của nhà máy chế biến Collagen có thể đạt xấp xỉ 1.1 triệu USD, hay tỉ suất lợi nhuận trên doanh thu là khoảng 15%. Tổng sản lượng trong năm 2012 dự kiến đạt khoảng 1.000 tấn thành phẩm Collagen, chủ yếu sẽ xuất khẩu sang các thị trường trọng điểm là Mỹ và các nước EU.

Công ty đã có kế hoạch sản xuất và đưa ra thị trường các sản phẩm mới như fillet cá chẻm có thể mang lại lợi nhuận sau thuế cao hơn cá tra thông thường 20-25% và cao hơn so với cá tra đạt chứng nhận Global G.A.P từ 10-15% và Collagen chiết suất từ da cá có thể mang lại tỷ suất lợi nhuận 15% trên doanh thu.

Tỷ giá USD/VND đang có xu hướng tăng càng có lợi cho hoạt động xuất khẩu vốn chiếm tới 74.5% doanh thu của VHC.

Các dự án dự kiến thực hiện

Nhà máy chế biến Collagen	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (triệu USD)	7.2	12	12	12	12
LNST (triệu USD)	1.1	4.1	3.5	3.7	3.1

Nuôi cá chẻm XK	2011	2012	2013
Sản lượng cá chẻm (tấn)	700	4,100	6,100
Doanh thu (tỉ đồng)	44	245	359
LNST (tỉ đồng)	4	23	32

ĐỊNH GIÁ

Giá định

- Giai đoạn tăng trưởng nhanh 2011 – 2015
- Giai đoạn tăng trưởng đều: từ 2016 trở đi
- Tốc độ tăng trưởng dòng tiền đều từ 2016: 6%
- Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần: 22.5%
- Tỷ suất sinh lợi của nợ: 15%
- WACC: 18% (với cấu trúc vốn 40% nợ và 60% vốn chủ sở hữu)



Các giả định đầu vào	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	19%	20%	23%	23%	22%	20%
Giá vốn hàng bán/doanh thu	85%					
Chi phí bán hàng/doanh thu	6%					
Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu	2%					
Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp	25%					

Kết quả định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phần	Giá trị cổ phần theo tỷ trọng
FCFE	25%	39,437	9,859
FCFF	25%	30,586	7,647
P/E	25%	30,951	7,738
P/B	25%	38,476	9,619
TỔNG			34,862

Với mức giá dự phóng vào khoảng **34,900 đồng**, chúng tôi cho rằng VHC là cổ phiếu rất đáng để đầu tư thích hợp với mục tiêu trung và dài hạn trên cơ sở là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, cá basa hàng đầu Việt Nam. Tiềm năng tăng trưởng to lớn từ những dự án mới sản xuất các sản phẩm từ phụ phẩm của cá tra, cá basa và nuôi cá chẽm xuất khẩu với giá trị sản phẩm cao gấp nhiều lần so với xuất khẩu cá tra fillet truyền thống.

So sánh với một số doanh nghiệp cùng ngành

2009	VHC	HVG	ANV	AVF	AGF	ACL
Tăng trưởng doanh thu thuần	13.5%	3.3%	-43.5%	36.9%	-35.9%	11.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.32%	17.0%	-2.2%	18.9%	7.9%	17.1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7.51%	11.6%	-6.9%	6.1%	1.1%	7.0%
ROA	14.15%	9.4%	-5.8%	6.9%	1.2%	8.2%
ROE	37.48%	20.3%	-8.8%	42.0%	2.3%	29.4%
Nợ/Tổng tài sản	54.8%	52.0%	30.7%	83.6%	50.4%	46.2%
P/E	8.74	8.02	n/a	n/a	29.56	4.96
P/B	2.63	1.78	0.76	n/a	0.69	1.63

9 tháng 2010 (tỷ VND)	VHC	HVG	ANV	AGF	ACL
Vốn điều lệ	471.51	659.98	660.00	128.59	110.00
Doanh thu thuần bán hàng hóa và dịch vụ	2146.9	3061.03	1053.78	1234.21	781.44
Giá vốn hàng bán	1741.5	2614.96	912.84	1073.42	648.83
Lợi nhuận gộp	405.4	446.07	140.94	160.79	132.61
Lợi nhuận ròng	169.3	207.01	57.25	36.32	48.12
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.88%	14.57%	13.37%	13.03%	16.97%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7.88%	6.76%	5.43%	2.94%	6.16%
ROA	10.00%	3.50%	2.70%	3.50%	6.99%
ROE	18.44%	8.80%	3.80%	7.00%	19.75%
P/E	5.13	5.7	n/a	7.19	4.54
P/B	1.23	0.87	0.76	0.56	1.28



BẢNG CÂN ĐỐI KÊ TOÁN

Triệu VND	2007	2008	2009	3Q/2010
Tài sản	676,476	1,215,170	1,516,257	1,692,742
Tài sản ngắn hạn	380,449	697,635	914,828	1,052,484
Tiền và tương đương tiền	20,898	20,826	209,968	169,005
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	410	15,300	70,394
Phải thu ngắn hạn	251,892	321,161	333,781	292,646
Hàng tồn kho	92,350	333,750	334,240	494,751
Tài sản ngắn hạn khác	15,309	21,487	21,540	25,687
Tài sản dài hạn	296,028	517,535	601,428	640,258
Phải thu dài hạn	-	-	-	-
Tài sản cố định	290,746	499,579	569,140	595,026
Bất động sản đầu tư	1,778	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	10	10	10	10
Lợi thế thương mại	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	3,493	17,946	32,278	45,222
Nguồn vốn	676,476	1,215,170	1,516,257	1,692,742
Nợ phải trả	267,508	799,898	830,556	733,434
Nợ ngắn hạn	206,969	586,911	619,706	512,589
Nợ dài hạn	60,539	212,988	210,851	220,844
Nguồn vốn chủ sở hữu	394,093	391,905	651,128	918,177
Vốn chủ sở hữu	389,489	388,819	642,319	918,177
Vốn điều lệ	300,000	300,000	325,680	471,513
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	92,448	446,664
Nguồn kinh phí và quỹ khác	4,604	3,086	8,808	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	14,875	23,366	34,573	41,131

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Triệu VND	2007	2008	2009	3Q/2010
Doanh thu thuần	1,425,436	2,442,360	2,771,003	2,146,938
Giá vốn hàng bán	1,242,043	2,153,443	2,318,806	1,741,537
Lợi nhuận gộp	183,393	288,917	452,197	405,401
Thu nhập hoạt động tài chính	3012	(71477)	(16779)	(7433)
Doanh thu hoạt động tài chính	4,977	42,031	54,951	47,960
Chi phí tài chính	1,964	113,508	71,730	55,394
Trong đó: chi phí lãi vay	213	47,400	49,058	34,533
Chi phí bán hàng	49,406	113,828	159,219	156,372
Chi phí QLDN	26,011	18,857	35,032	36,676
Lợi nhuận thuần HĐKD	110,988	84,755	241,167	204,920
Thu nhập khác	309	137	5,048	2,655
Chi phí khác	102	234	5,892	175
Lợi nhuận khác	208	(97)	(844)	2,479
Lợi nhuận trước thuế	111,196	84,658	240,323	207,400
Thuế TNDN hiện hành	15,398	9,617	27,571	35,797
Thuế TNDN hoãn lại	(181)	(7,204)	4,771	(4,235)
Lợi nhuận sau thuế TNDN	95,978	82,245	207,981	175,838
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(171)	2,203	14,752	6,558
Lợi nhuận ròng	96,149	80,043	193,229	169,280

Chỉ số tài chính	2007	2008	2009	3Q/2010
Chỉ số thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hành	1.84	1.19	1.48	2.05
Chỉ số thanh toán nhanh	1.39	0.62	0.94	1.09
Khả năng thanh toán lãi vay	523.66	2.79	5.90	7.01
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	6.71	8.52	8.46	6.85
Số ngày thu tiền bình quân	54.38	42.82	43.13	53.25
Vòng quay hàng tồn kho	18.87	10.11	6.94	4.20
Số ngày tồn kho bình quân	19.34	36.11	52.57	86.87
Vòng quay tổng tài sản	2.84	2.58	2.03	1.34
Vòng quay tài sản cố định	7.46	6.18	5.19	3.69
Vòng quay phải trả	25.02	27.43	20.93	25.56
Số ngày phải trả bình quân	14.59	13.31	17.44	14.28
Chu kỳ tiền mặt	(20.45)	6.60	26.88	47.90
Chỉ số lợi nhuận				
ROA	19.13%	8.46%	14.15%	10.55%
ROE	30.22%	20.57%	37.48%	21.70%
Lợi nhuận gộp biên	12.87%	11.83%	16.32%	18.88%
Lợi nhuận ròng biên	6.73%	3.37%	7.51%	8.19%
Sức mạnh tài chính/hệ số đòn bẩy				
Nợ /tổng tài sản	0.40	0.66	0.55	0.43
Nợ /vốn CSH	0.68	2.04	1.28	0.80
Tổng tài sản/vốn CSH	1.72	3.10	2.33	1.84
Nợ dài hạn/Vốn CSH	0.15	0.54	0.32	0.24
Nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.53	1.50	0.95	0.56
Chỉ số thị trường				
EPS cơ bản	3.205	2.668	6.177	4.247
Cổ tức tiền mặt	15%	12%	15%	-
Book value	12.983	12.961	20.532	23.035
Số CP lưu hành (triệu CP)	30	30	32.57	47.15
Phân tích dupont				
Lợi nhuận ròng biên	6.73%	3.37%	7.51%	7.88%
Vòng quay tổng tài sản	2.84	2.58	2.03	1.34
Tổng tài sản/vốn CSH	1.72	3.10	2.33	1.84
Tốc độ tăng trưởng				
Doanh thu thuần	-	71.34%	13.46%	-
Lợi nhuận gộp	-	57.54%	56.51%	-
Lợi nhuận ròng	-	-16.8%	141.4%	-
Tổng tài sản	-	79.63%	24.78%	-
Vốn chủ sở hữu	-	-0.17%	65.20%	-



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VIỆT THÀNH VIETTHANH SECURITIES COMPANY – VTS

Địa chỉ : 82-84 Calmette, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại : (84-8) 3821 8686 - (84-8) 3914 7799 FAX: (84-8) 39144511

Website : www.vts.com.vn Email: vts@vts.com.vn

Người thực hiện: **Lê Đăng Quang**
quang.le@vts.com.vn

Bản quyền: Báo cáo này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Báo cáo này cần được sự đồng thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành..

Tuyên bố trách nhiệm: Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản tin này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của Báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem Báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VTS tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của Báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong Báo cáo này được VTS thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính của chúng tôi có giá trị đến ngày phát hành Báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo trước.