

## CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN

Tăng trưởng bền vững trong dài hạn

**KHUYẾN NGHỊ: MUA** - Giá mục tiêu: VND 36.000

**Vũ Thị Trà Lý**  
(84 8) 3520-2050 - Ext: 8111  
ly.t.vu@mekongsecurities.com

**Quản Trọng Thành**  
(84 8) 3520-2050 - Ext: 8132  
thanh.t.quan@mekongsecurities.com

Chúng tôi cập nhật báo cáo phân tích cổ phiếu của Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (mã VHC niêm yết trên HOSE), tiếp tục giữ mức khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 12 tháng là VND36.000. Nếu định giá dựa trên chiết khấu dòng tiền (DCF), chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHC vào khoảng VND50.000. Tuy nhiên, xét đến mức độ thanh khoản của VHC và sự quan tâm của nhà đầu tư đối với ngành thủy sản nói chung hiện nay, thì chúng tôi cho rằng sẽ là hợp lý hơn nếu xác định giá mục tiêu trong 12 tháng dựa trên định giá thông qua PS, PE, PB.

VHC là công ty thủy sản hàng đầu Việt Nam, có uy tín và thương hiệu mạnh tại các thị trường thủy sản lớn như Mỹ và EU. Hoạt động của công ty hiện được đánh giá là hiện đại và chuyên nghiệp nhất ngành, đáp ứng được các yêu cầu của những thị trường khó tính nhất, và có nguồn khách hàng ổn định. Quy trình hoạt động đang ngày càng được khép kín cho phép công ty quản lý chất lượng thủy sản và chi phí hoạt động một cách tối ưu. Với các vùng nuôi và hệ thống chế biến đạt tiêu chuẩn quốc tế, VHC có một nền tảng vững vàng cho sự phát triển bền vững và dài hạn.

Trong giai đoạn 2007-2010, khi thị trường xuất khẩu thủy sản trải qua nhiều biến động, VHC đã thể hiện ưu thế của mình khi duy trì tốc độ tăng trưởng dương liên tục qua các năm. Năm 2010, kim ngạch xuất khẩu của VHC tiếp tục tăng trưởng 15% đạt USD132 triệu, trong khi toàn ngành chỉ tăng trưởng 6,5%. Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng tăng trưởng lần lượt 9% và 10% cho thấy khả năng kiểm soát tốt chi phí và duy trì biên lợi nhuận của VHC. Năm 2011, chúng tôi ước tính doanh thu của VHC sẽ tăng trưởng cao trên 26% nhờ yếu tố giá xuất khẩu bình quân tăng và hưởng lợi từ việc tỷ giá VND:USD tăng, cộng thêm việc dự án cá chẽm bắt đầu mang lại doanh thu từ năm 2011. Chúng tôi thận trọng dự đoán biên lợi nhuận gộp có thể giảm nhẹ và mức thuế thu nhập doanh nghiệp của công ty mẹ sẽ tăng lên 25% (2010: 14%), như vậy lợi nhuận ròng 2011 theo ước tính vẫn giữ đã tăng trưởng ít nhất là 9% đạt VND231 tỷ. Theo đó, ở mức giá hiện tại, VHC đang giao dịch tại PE dự phóng là 4,8x; PB khoảng 1,0x -- một định giá thực sự rẻ đối với doanh nghiệp đầu ngành và phát triển bền vững như VHC.

Hai dự án (cá chẽm và collagen) sẽ bổ sung đáng kể doanh thu và lợi nhuận cho VHC trong giai đoạn từ 2012 trở đi. Nếu đưa hai dự án này vào mô hình định giá, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHC phải là VND50.000, cao hơn giá thị trường hiện tại 110%. Trong giai đoạn ngành cá tra đang trải qua quá trình cải tổ, chúng tôi nhận thấy một triển vọng sáng sủa hơn cho những doanh nghiệp có nền tảng vững mạnh như VHC để vươn lên chiếm lĩnh thị phần.

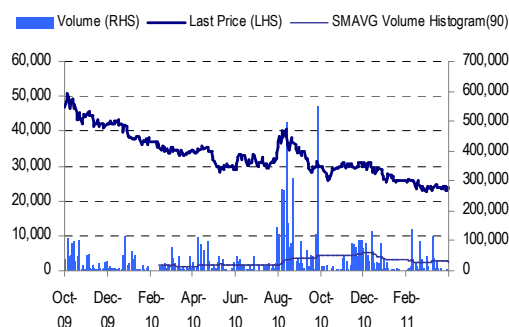
	2008	2009	2010	2011F	2012F
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	<b>2,442</b>	<b>2,771</b>	<b>3,019</b>	<b>3,816</b>	<b>4,491</b>
Tăng trưởng (%)	71%	13%	9%	26%	18%
<b>EBITDA (VND bn)</b>	<b>185</b>	<b>322</b>	<b>343</b>	<b>407</b>	<b>495</b>
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>80</b>	<b>193</b>	<b>212</b>	<b>231</b>	<b>283</b>
Tăng trưởng (%)	-17%	141%	10%	9%	22%
<b>EPS điều chỉnh (VND)</b>	<b>2,047</b>	<b>4,931</b>	<b>4,524</b>	<b>4,909</b>	<b>6,011</b>
Tăng trưởng EPS (%)	-41%	141%	-8%	9%	22%
<b>Cổ tức (VND)</b>	<b>2,700</b>	<b>1,500</b>	<b>0</b>	<b>2,500</b>	<b>2,700</b>
Lợi tức (%)	11.3%	6.3%	0.0%	10.5%	11.3%
<b>EV/Doanh thu (x)</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
<b>EV/EBITDA (x)</b>	<b>7.4</b>	<b>3.6</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>
<b>PE (x)</b>	<b>11.6</b>	<b>4.8</b>	<b>5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.0</b>
<b>PB (x)</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
<b>ROE (%)</b>	<b>20%</b>	<b>35%</b>	<b>26%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>

\* Cổ tức năm 2011-2012 là con số dự đoán của chúng tôi (dựa trên tỷ lệ trong quá khứ và con số thu nhập giữ lại của công ty). Năm 2010, VHC chỉ trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 30% mệnh giá. Cổ tức tiền mặt trả trong năm 2008 bao gồm VND1.500 cổ tức trả cho năm 2007 và VND1.200 cho năm 2008.

### Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị	MUA
HOSE:VHC	
Ngành Thủy sản	
<b>Giá hiện tại (VND)</b>	<b>23.800</b>
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>36.000</b>
Lợi nhuận kỳ vọng từ giá CP (%)	51.3%
Lợi tức kỳ vọng (%)	10.5%
<b>Tổng lợi nhuận kỳ vọng (%)</b>	<b>61.8%</b>

Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities



### Cơ cấu sở hữu

Nhà nước	0,00%
Ban Giám đốc	50,98%
NDT nước ngoài	22,80%
Sở hữu khác	26,22%

### Thông tin giao dịch 08.4.2011

Mã truy cập Bloomberg	VHC VN
Giá hiện tại (VND)	23.800
Khoảng giá 52 tuần (VND)	22.400-40.400
SLCP lưu hành (tr)	47,15
Vốn hoá TT (tỷ VND)	1.122
Vốn hoá TT (tr USD)	53
SLCP lưu hành tự do (tr)	13
KLGD trung bình ngày	12.500
Tỷ giá VND/USD	21.000
Chỉ số: VNIndex/HNX	464 / 90

Nguồn: Bloomberg

\* KLGD trung bình ngày được tính trong khoảng thời gian ba tháng gần đây.

**Xin mời xem các khuyến cáo quan trọng ở cuối báo cáo**

## Tổng quan doanh nghiệp

### Thông tin chung

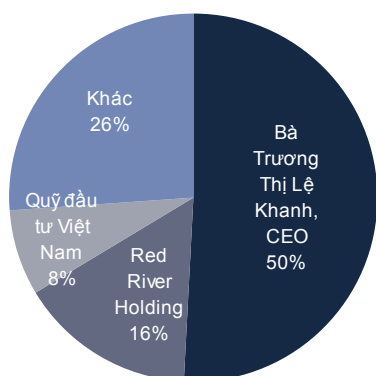
Được thành lập vào tháng 12/1997 và cổ phần hóa vào tháng 4/2007, VHC hiện đang là công ty đầu ngành về chế biến và xuất khẩu cá tra/basa của Việt Nam. Từ năm 2006 đến nay, VHC luôn nằm trong top 3 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam về cả sản lượng và giá trị xuất khẩu. Với công suất chế biến 500 tấn nguyên liệu/ngày, VHC là một trong ba doanh nghiệp có công suất lớn nhất ngành. Nhưng xét về thương hiệu và mức độ chuyên nghiệp, VHC được các nhà nhập khẩu trên thế giới và các doanh nghiệp cùng ngành đánh giá cao nhất.

VHC nổi bật trong ngành sản xuất cá tra/basa với hệ thống quản lý chặt chẽ chất lượng sản phẩm từ con giống, thức ăn đến nuôi trồng, chế biến, xuất khẩu; tối ưu hóa giá trị của phụ phẩm. Sản phẩm của VHC nhắm đến phân khúc hàng chất lượng cao tại thị trường Mỹ và EU.

Tháng 12/2007, VHC niêm yết 30 triệu cổ phiếu trên sàn HOSE. Hiện tại, số lượng cổ phiếu đang lưu hành tăng lên 47,2 triệu CP (tương ứng với vốn điều lệ VND472 tỷ).

Hơn 50% cổ phần của VHC được sở hữu bởi bà Trương Thị Lệ Khanh - Tổng Giám đốc kiêm Chủ tịch HĐQT, người đã sáng lập và gắn bó với công ty từ ngày đầu, và là người có tiếng nói uy tín trong ngành. Các cổ đông lớn khác của VHC gồm có quỹ đầu tư Red River Holding (16%) và Quỹ Đầu tư Việt Nam (8%).

Biểu đồ 1: VHC: Cơ cấu cổ đông




Nguồn: VHC, Mekong Securities

### Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của VHC là chế biến và xuất khẩu cá tra/basa fillet đông lạnh chất lượng cao, các sản phẩm giá trị gia tăng từ cá tra/basa, ví dụ như: bánh kẹp cá tra/basa, cá tra cuộn khoai tây..., và các sản phẩm khác như cá tra/basa cắt khúc, đóng block.

Ngoài ra, VHC cũng sở hữu một nhà máy chế biến thức ăn thủy sản (Vĩnh Hoàn 1), chuyên sản xuất thức ăn viên sử dụng cho chính các vùng nuôi của mình, và bột cá/mỡ cá xuất khẩu sang các thị trường khác như Trung Quốc.

Biểu đồ 2: Các sản phẩm của VHC

a. Sản phẩm chính: cá tra/basa fillet			
b. Sản phẩm giá trị gia tăng			

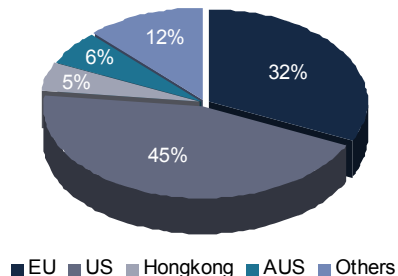
c. Các sản phẩm khác			
d. Phụ phẩm: Bột cá/dầu cá/da cá			

Nguồn: VHC

Sản phẩm chính (fillet cá tra và các sản phẩm khác từ cá tra) chiếm khoảng 83% doanh thu và 80% lợi nhuận của VHC. Toàn bộ các sản phẩm của VHC được xuất khẩu, với các thị trường chính gồm có: EU (32%), Mỹ (45%), Úc (6%), Hongkong (5%).

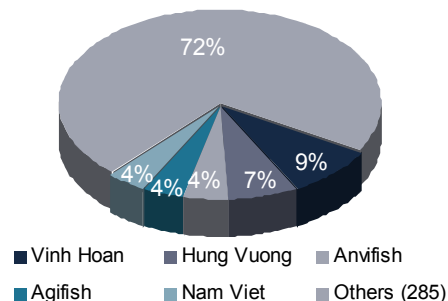
VHC luôn nằm top ba doanh nghiệp xuất khẩu cá tra/basa lớn nhất Việt Nam. Đặc biệt năm 2010, công ty đã vươn lên vị trí số 1 với tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra/basa fillet đạt USD126 triệu, chiếm 8,8% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra/basa cả nước.

Biểu đồ 3: Các thị trường xuất khẩu chính của VHC



Nguồn: VHC, Mekong Securities

Biểu đồ 4: Tỷ trọng của 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam (2009)



Nguồn: VASEP, Mekong Securities

Vị trí dẫn đầu của VHC được xây dựng trên những yếu tố nền tảng vững vàng sau:

i) Công suất chế biến 500 tấn/ngày, lớn thứ ba trong ngành sau ANV (1.200 tấn/ngày) và HVG (800 tấn/ngày);

ii) Quy trình sản xuất hiện đại và đang dần khép kín cho phép VHC phát triển ổn định. VHC là công ty đi tiên phong trong ngành về việc xây dựng mô hình phát triển bền vững. Công ty đã chú trọng từ rất sớm xây dựng quy trình sản xuất khép kín: vùng nguyên liệu liên tục được mở rộng và dự kiến đến năm 2011 có thể đáp ứng 100% nhu cầu nguyên liệu của công ty, trại giống sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2010, và nhà máy chế biến thức ăn thủy sản đã được mở rộng công suất từ 70.000 lên 140.000 tấn/năm kể từ đầu năm 2010. Điều này cho phép công ty quản lý chi phí và chất lượng sản phẩm một cách tối ưu nhất. Đồng thời, VHC có thể đăng ký lấy các chứng nhận quốc tế một cách toàn diện và

**Vị thế đầu ngành được đảm bảo bởi yếu tố nền tảng bền vững: quy mô, quy trình sản xuất khép kín và đạt các tiêu chuẩn quốc tế cao nhất, có thị phần ổn định tại các thị trường lớn như Mỹ và EU.**

thuận lợi. Dự kiến hết năm nay, công ty sẽ sở hữu vùng nuôi lớn nhất cả nước được cấp chứng nhận Global GAP -- một chứng chỉ kiểm định chất lượng vùng nuôi mà các khách hàng EU luôn yêu cầu.

iii) Nhờ quy trình sản xuất đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế cao nhất, VHC có lợi thế trong việc tiếp cận các thị trường xuất khẩu lớn và phát triển như Mỹ và EU. VHC hiện chiếm thị phần lớn nhất trong tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra/basa sang hai thị trường này. Với uy tín và phong cách làm ăn chuyên nghiệp, VHC đã xây dựng được một nguồn khách hàng ổn định, và có rủi ro thanh toán thấp hơn các doanh nghiệp khác. Nhìn vào số liệu thời gian thu tiền bình quân, có thể thấy trong giai đoạn 2008-2009, VHC vẫn duy trì được chỉ số này ở mức ổn định khoảng 43 ngày, trong khi những doanh nghiệp khác trong ngành như HVG hay ANV có chỉ số này tăng vọt: HVG: tăng từ 178 lên 232 ngày; ANV: tăng từ 106 lên 155 ngày.



**Dự án cá chẽm:** Fillet cá chẽm sẽ là một sản phẩm mới mà VHC đang phát triển để xuất khẩu đi Mỹ, Châu Âu và Úc. Giá xuất khẩu bình quân của fillet cá chẽm ở mức khoảng 8USD/kg cao hơn so với fillet cá tra/basa (khoảng 3USD/kg); và cá chẽm có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn, khoảng 20-25% (trong khi biên lợi nhuận gộp của cá tra/basa là 10%-17%). VHC đã bắt đầu nuôi cá chẽm từ tháng 9/2010 với diện tích 170ha. Công ty kỳ vọng sẽ thu hoạch được khoảng 700 tấn cá trong năm 2011 và sẽ thu về khoảng 44 tỷ VND doanh thu và 5,5 tỷ VND lợi nhuận trước thuế. VHC có kế hoạch sẽ mở rộng diện tích nuôi cá chẽm lên 300ha vào năm 2013 nhằm nâng sản lượng lên 6.100 tấn; doanh thu và lợi nhuận trước thuế sẽ tăng lên lần lượt là 359 tỷ VND và 43 tỷ VND.

Biểu đồ 5: Dự kiến doanh thu và lợi nhuận từ dự án cá chẽm

	2011	2012	2013
Nguyên liệu (tấn)	700	4.100	6.100
Doanh thu (tỷ VND)	44	245	359
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	5,5	30	43

Nguồn: VHC

**Dự án collagen:** VHC đã thử nghiệm thành công việc chiết xuất collagen từ da cá tra/basa. Collagen là sản phẩm được sử dụng làm nguyên liệu để sản xuất một số loại thực phẩm dinh dưỡng, dược phẩm, và mỹ phẩm (i.e. dưỡng chất chống nhăn). VHC cho biết sẽ tập trung vào sản xuất sản phẩm collagen trung cấp có giá bán vào khoảng từ 12-25 USD/kg.

Nhà máy collagen với công suất 1.000 tấn/ năm sẽ được xây dựng và hoàn thiện trong năm 2012 với tổng chi phí đầu tư là 12 triệu USD. Dự án sẽ mang lại lợi nhuận cho cổ đông của VHC từ năm 2013 trở đi, với tỷ suất lợi nhuận gộp tiềm năng rất cao, khoảng 40%.



### Tổng kết 2010: VHC vững vàng vươn lên vị trí số 1 trong ngành

Năm 2010 tiếp tục là một năm đầy thách thức đối với ngành xuất khẩu cá tra/basa Việt Nam khi nhu cầu của thị trường thế giới chưa phục hồi lại. Ngành phải đối mặt với nhiều rào cản kỹ thuật của các nước, đặc biệt là thị trường Mỹ. Giá xuất khẩu cá tra bình quân năm 2010 vẫn giữ ở mức thấp như năm 2009 (khoảng 2,2 USD/kg). Tính đến cuối năm 2010, toàn ngành chỉ đạt khối lượng xuất khẩu khoảng 650 nghìn tấn (tăng 7% so với 2009) và kim ngạch xuất khẩu chỉ đạt 1,4 tỷ USD (tăng 6.5%).

Đứng vững trước những thách thức chung của toàn ngành, VHC tiếp tục vươn lên vững vàng và trở thành DN xuất khẩu cá tra/basa lớn nhất Việt Nam trong năm 2010.

Biểu đồ 6: Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra fillet hàng đầu Việt Nam (2008-2010) (triệu USD)

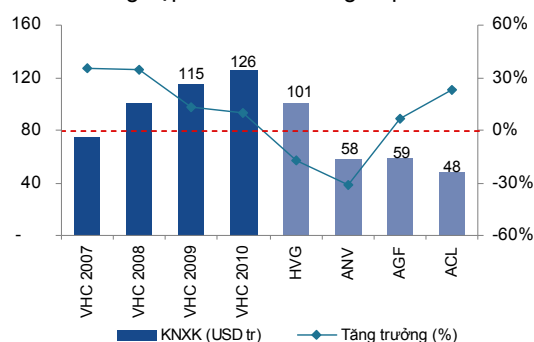
	2008		2009		2010
Navico (ANV)	187,7	Hung Vuong (HVG)	122	Vinh Hoan (VHC)	126
Hung Vuong (HVG)	169,4	Vinh Hoan (VHC)	115	Hung Vuong (HVG)	101
Vinh Hoan (VHC)	101,3	NamViet (ANV)	85	Anvifish (AVF)	62
Agifish (AGF)	89,9	Anvifish (AVF)	57	Agifish (AGF)	59
Thimaco	48,0	Agifish (AGF)	55	NamViet (ANV)	58
Bianfish	47,2	Bianfish	53	CL-Fish (ACL)	48
Anvifish (AVF)	45,0	Thimaco	43	Bianfish	44
HTFood	39,3	CL-Fish (ACL)	39	NTSF	37
Q.V.D Food	38,4	HTFood	33,9	South Vina	35
CL-Fish (ACL)	37,9	Caseamex	33,7	I.D.I Corp	35
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.450</b>	<b>Tổng cộng</b>	<b>1.340</b>	<b>Tổng cộng</b>	<b>1.427</b>

Source: VASEP, Mekong Securities

Trong giai đoạn kể từ khi niêm yết trên HOSE (2007-2010), VHC liên tục duy trì được tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu dương trong khi ngành gặp biến động khiến nhiều doanh nghiệp lớn khác như Nam Việt (ANV), Hùng Vương (HVG) bị tăng trưởng âm. Nổi tiếp đã tăng trưởng 13% năm 2009, kim ngạch xuất khẩu cá tra fillet của VHC tiếp tục tăng trưởng 10% trong năm 2010; và tỷ trọng của VHC trong tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra/basa đã tăng từ 8,6% (2009) lên 8,9% (2010) - lớn nhất toàn ngành

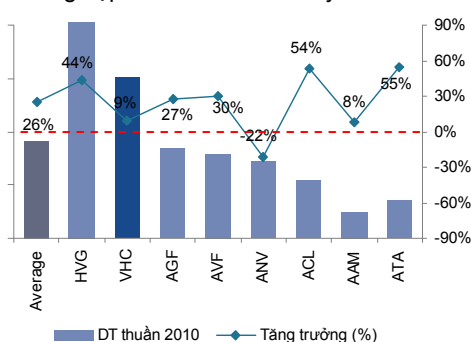
Doanh thu thuần năm 2010 của VHC tiếp tục tăng 9% (2009: 13,5%). Đây không phải là tốc độ tăng doanh thu cao nhất trong ngành. Nhưng cần lưu ý rằng, do năm 2009 nhiều doanh nghiệp tăng trưởng chậm (thậm chí âm), nên con số tăng trưởng năm 2010 của những doanh nghiệp này trông có vẻ cao. Nhưng xét về sự ổn định và chất lượng tăng trưởng (nhất là đặt trong bối cảnh những năm khó khăn như 2009-2010), thì VHC vẫn là doanh nghiệp tốt nhất. Xét về quy mô doanh thu, VHC chỉ đứng thứ 2 sau Hùng Vương với VND 3.019tỷ, và VHC liên tục vượt kế hoạch doanh thu 3 năm liền.

Biểu đồ 7: Kim ngạch xuất khẩu của VHC so với các doanh nghiệp khác năm trong Top 10



Nguồn: VASEP, Mekong Securities

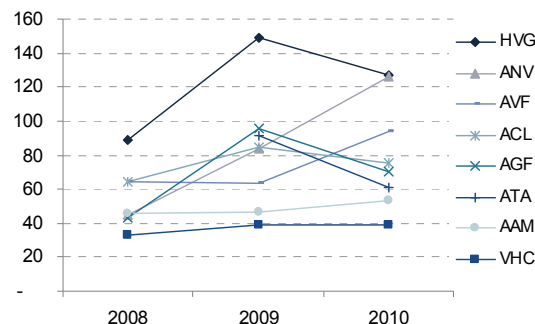
Biểu đồ 8: Doanh thu thuần 2010 của VHC so với các doanh nghiệp các tra/basa niêm yết khác



Nguồn: VASEP, Mekong Securities

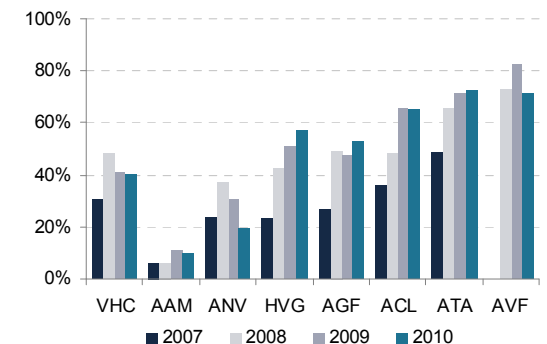
VHC cũng là doanh nghiệp quản lý hiệu quả nhất các khoản phải thu - một yếu tố rất quan trọng đối với một ngành có nhu cầu vốn lưu động cao như ngành chế biến thủy sản. Số ngày chờ thu hồi các khoản phải thu của VHC luôn được duy trì ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp khác, điều này phần nào phản ánh chất lượng nguồn khách hàng của VHC. Chính nhờ vậy, VHC có thể chủ động quản lý tốt dòng tiền và duy trì vốn vay ngắn hạn ổn định để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động của mình. Đây là một lợi thế rất quan trọng của VHC nhất là trong bối cảnh lãi suất vay ngân hàng ở Việt Nam đang ở mức rất cao như hiện nay.

Biểu đồ 9: Số ngày thu hồi các khoản phải thu



Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities

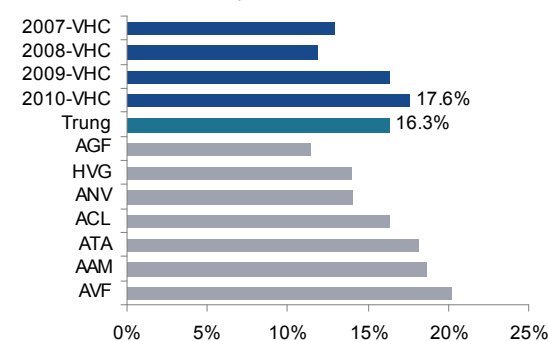
Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ ngắn hạn/ tổng tài sản



Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities

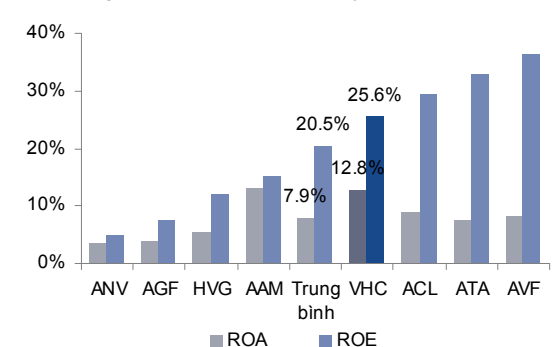
Xét về tỷ suất lợi nhuận, năm 2010 VHC có biên lợi nhuận gộp đạt 17,6%, cao hơn trung bình ngành 16,3%, nhưng thấp hơn so với một số doanh nghiệp niêm yết khác như Anfish, Mekong Fish (AAM), và NTACO (ATA). Tuy nhiên, phải ghi nhận rằng biên lợi nhuận gộp của VHC đang tốt lên qua từng năm, tăng từ 9,8% (2006) lên 16,3% (2009) và 17,6% (2010). Với mô hình sản xuất đang gần khép kín, VHC sẽ là doanh nghiệp có khả năng tốt nhất trong việc duy trì biên lợi nhuận xét về dài hạn.

Biểu đồ 11: Biên lợi nhuận gộp của VHC so với các DN cá tra/basa niêm yết khác



Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities

Biểu đồ 12: Tỷ suất sinh lời của VHC so với các doanh nghiệp cá tra/basa niêm yết khác



Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities

Nếu xét theo khả năng sinh lời trên tài sản (ROA) và vốn chủ sở hữu (ROE), VHC hiện đang dẫn đầu trong số các doanh nghiệp cá tra/basa đang niêm yết trên thị trường với tỷ lệ ROA và ROE 2010 lần lượt là 13% và 25.6% so với trung bình của 8 doanh nghiệp niêm yết là 8% và 20.5%. Theo tính toán của chúng tôi, EPS 2010 của VHC đạt VND4.916, cao thứ ba sau AVF (VND6.227) và ACL (VND5.730). Tại mức giá đóng cửa ngày 8/4/2010 (VND23.800), VHC đang được giao dịch tại mức PE bằng 4,8x -- thấp hơn 8% so với trung bình ngành (5,3x).

Với VND471 tỷ, VHC là doanh nghiệp có quy mô vốn điều lệ lớn thứ ba trong số các doanh nghiệp cá tra/basa niêm yết, sau Hùng Vương (HVG) và Nam Việt (ANV), nhưng

lại có mức vốn hoá thị trường lớn thứ hai chỉ sau HVG, và đang được nước ngoài sở hữu nhiều nhất với tỷ lệ 23%.

Bảng 13: Thống kê các chỉ số tài chính và thị trường của các doanh nghiệp cá tra/basa niêm yết trên HOSE

	Trung bình	VHC	HVG	ANV	AVF	ACL	AGF	AAM	ATA
Giá ngày 8/4/2011 (VND)		23.800	19.400	11.200	16.300	24.000	20.900	20.500	22.000
Số lượng CP lưu hành (triệu)		47,15	66,00	65,61	22,50	11,00	12,86	11,34	10,00
Sở hữu nước ngoài (%)	7,9%	22,8%	9,7%	4,2%	15,4%	4,2%	4,3%	1,4%	1,5%
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	561	1.122	1.280	735	367	264	269	232	220
Khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng	52,663	29,500	51,300	204,000	72,000	14,700	12,700	20,900	16,200
P/E (lần)	5,3	4,8	5,2	9,8	2,6	4,2	5,6	5,1	4,7
P/B (lần)	0,9	1,1	0,6	0,5	1,0	1,2	0,4	0,8	1,4
P/S (lần)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,5	0,3
EPS (VND)	4.269	4.916	3.739	1.141	6.227	5.703	3.765	4.028	4.634
BVPS (VND)	25.779	20.750	34.253	24.094	16.778	20.756	48.544	25.720	15.337
ROA (%)	7,9%	12,8%	5,4%	3,6%	8,2%	9,0%	3,8%	13,1%	7,5%
ROE (%)	20,5%	25,6%	12,1%	4,9%	36,4%	29,4%	7,7%	15,3%	32,9%

Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities

### Triển vọng 2011: VHC có đủ các yếu tố để tiếp tục tăng trưởng ổn định trong giai đoạn ngành cần trải qua một cuộc cải tổ

Bước vào năm 2011, ngành cá tra/basa sẽ bắt đầu chứng kiến những nỗ lực đầu tiên của các cơ quan quản lý trong việc giải quyết những tồn tại về quy hoạch nguyên liệu và đảm bảo thị trường xuất khẩu. Biện pháp đầu tiên là áp giá sàn xuất khẩu cá tra fillet ở mức 3USD/kg nhằm ngăn chặn sự cạnh tranh không lành mạnh của nhiều công ty chủ yếu làm thương mại (không có năng lực chế biến) cố hạ giá xuất khẩu xuống thấp. Với giá sàn xuất khẩu cao, các công ty thương mại sẽ khó cạnh tranh và bị loại bỏ khỏi sân chơi, trong khi những nhà xuất khẩu còn lại trong ngành sẽ phải cố gắng duy trì và nâng cao chất lượng sản phẩm. Chúng tôi chưa thể kết luận ngay phương pháp này sẽ hiệu quả đến mức nào nhưng ghi nhận đây là những nỗ lực ban đầu của các nhà quản lý muốn cải tổ lại ngành cá tra/basa (hiện có khoảng 290 doanh nghiệp xuất khẩu, nhưng trong đó có tới 200 doanh nghiệp đơn thuần chỉ là công ty thương mại không có năng lực chế biến). Giá xuất khẩu cao sẽ có lợi cho những công ty xuất khẩu lớn như VHC và giúp ngành tránh được các vụ kiện bán phá giá.

Vấn đề về thiếu hụt nguyên liệu và thiếu điện cho sản xuất sẽ là thách thức đối với toàn ngành nói chung trong năm nay, khiến khối lượng xuất khẩu giảm và làm tăng giá vốn bán hàng. Theo dự báo của VASEP, sản lượng xuất khẩu cá tra/basa năm 2011 sẽ giảm một nửa còn 360.000 tấn, nhưng nhờ giá xuất khẩu bình quân cao (thấp nhất là 3USD/kg, cao hơn 36% so với giá năm 2010), nên giá trị xuất khẩu chỉ giảm 14% so với cùng kỳ năm ngoái, ước đạt 1,2 tỷ USD.

Trong giai đoạn ngành phải đối mặt với các thách thức và cần một cuộc cải tổ, chúng tôi nhận thấy một triển vọng tích cực đối với VHC -- một doanh nghiệp đầu ngành có mô hình sản xuất khép kín và bền vững. VHC đã và đang đi đúng hướng, và có đủ các điều kiện để vươn lên chiếm lĩnh thị phần xuất khẩu trong ngành. VHC đã tự chủ được 80% nhu cầu nguyên liệu, nên sẽ giảm thiểu được ảnh hưởng của việc thiếu hụt và giá

nguyên liệu tăng cao (như từ đầu năm 2011 đến nay). Đồng thời, quyết định mới đây của Bộ Thương mại Mỹ không áp thuế chống bán phá giá đối với VHC là một tin rất tích cực, khiến chúng tôi lạc quan hơn về triển vọng tăng trưởng xuất khẩu và doanh thu của công ty trong năm 2011.

Theo VASEP, từ ngày 1/1 đến ngày 15/1 năm 2011 Việt Nam đã xuất khẩu 66.000 tấn cá tra/basa mang lại gần 160 triệu USD, giảm 13,5% khối lượng và 1,4% giá trị so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, thị trường Mỹ. VHC tiếp tục là một công ty xuất khẩu lớn nhất với 15 triệu USD (giá xuất khẩu trung bình là 3,4 USD/kg), tiếp đến là Hùng Vương (HVG: 13 triệu USD, giá trung bình là 2,4USD/kg), Agifish (AGF:8,5 triệu USD), South Vina (5,3 triệu USD), và CL-fish (ACL:4,5 triệu USD).

- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2011 của VHC sẽ tăng trên 26% so với cùng kỳ năm ngoái, nhờ vào việc giá xuất khẩu bình quân cao hơn (khoảng 15%), VND tiếp tục giảm giá (khoảng 10%), và doanh thu đóng góp từ dự án cá chêm (khoảng 44 tỷ VND, tương đương 1,5% của doanh thu năm 2010). Dự án collagen được hoãn lại sang năm 2012, và sẽ mang lại doanh thu kể năm 2013.
- Chúng tôi thận trọng dự phóng biên lợi nhuận gộp có thể sẽ giảm nhẹ từ 17,6% xuống còn 17,3% trong năm 2011 do giá nguyên liệu tăng (giá thức ăn tăng và nguyên liệu mua ngoài cũng tăng giá do thiếu hụt) và nguy cơ cắt điện có thể trầm trọng hơn năm 2010 trong khi chi phí cho các nguồn phát điện thay thế (cụ thể là xăng dầu) đang tăng cao. Nhưng so với toàn ngành, VHC sẽ vẫn là doanh nghiệp có khả năng kiểm soát chi phí sản xuất tốt nhất nhờ vào khả năng tự cung cấp 80% nguyên liệu.
- Đối với chi phí bán hàng và quản lý chung, chúng tôi dự phóng tỷ trọng của các loại chi phí này so với doanh thu 2011 sẽ được giữ ở mức như năm 2010, trước khi sẽ tăng cao hơn trong năm 2012-2013 khi VHC cần tiến hành quảng bá cho các sản phẩm mới được phát triển như Collagen.
- Chi phí lãi suất có thể tăng trong năm 2011 và 2012 khi VHC phải tăng các khoản nợ dài hạn cho các dự án mở rộng diện tích nuôi (cho cá tra/basa và cá chêm), xây dựng nhà máy xay xát gạo (để cung cấp nguyên liệu sản xuất cho nhà máy thức ăn thủy sản Vĩnh Hoàn 1), và xây dựng nhà máy collagen (dự kiến được khởi công và hoàn thành trong năm 2012). Đối với nợ ngắn hạn, chúng tôi cho rằng công ty sẽ duy trì ổn định nhu cầu vay nợ ngắn hạn nhờ vào khả năng quản lý tốt tài sản và dòng tiền. Tựu chung lại, chúng tôi ước tính với các chi phí tài chính (trong đó có lãi vay) còn tăng, hoạt động tài chính sẽ vẫn có khả năng ghi nhận lợi nhuận âm trong giai đoạn 2011-2012.
- Từ những dự phóng doanh thu và chi phí như trên, chúng tôi ước tính VHC có thể đạt 322 tỷ VND LNTT trong năm 2011, tăng 22% so với cùng kỳ năm ngoái; lợi nhuận ròng (sau khi trừ lợi ích của cổ đông thiểu số và thuế thu nhập doanh nghiệp) sẽ đạt 232 tỷ VND, tăng 9,3%. Chúng tôi sử dụng mức thuế doanh nghiệp 25% cho công ty mẹ (thay vì các mức thuế ưu đãi 0%-14% mà công ty đã được hưởng trong 4 năm đầu sau cổ phần hóa). Dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại (VHC cho biết không có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu trong năm 2011), chúng tôi ước tính EPS năm 2011 có thể đạt được 4.909 VND, tăng 8,5% so với cùng kỳ năm ngoái.



Bảng 14: VHC: Tổng hợp dự phóng doanh thu - lợi nhuận (2007-2012F)

(Đơn vị: tỷ VND, trừ khi được ghi rõ)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.425</b>	<b>2.442</b>	<b>2.771</b>	<b>3.019</b>	<b>3.816</b>	<b>4.491</b>
Tăng trưởng (%)		71,3%	13,5%	9,0%	26,4%	17,7%
Giá vốn hàng bán	1.242	2.153	2.319	2.487	3.155	3.690
Tăng trưởng (%)		73,4%	7,7%	7,2%	26,9%	17,0%
Lợi nhuận gộp (%)	12,9%	11,8%	16,3%	17,6%	17,3%	17,8%
Chi phí bán hàng	49	114	159	214	270	331
% doanh thu	3,5%	4,7%	5,7%	7,1%	7,1%	7,4%
Chi phí quản lý	26	19	35	49	59	72
% doanh thu	1,8%	0,8%	1,3%	1,6%	1,5%	1,6%
<b>LN từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>108</b>	<b>156</b>	<b>258</b>	<b>270</b>	<b>332</b>	<b>397</b>
<b>LN từ hoạt động tài chính</b>	<b>3</b>	<b>(71)</b>	<b>(17)</b>	<b>(12)</b>	<b>(10)</b>	<b>(13)</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế (LNTT)</b>	<b>111</b>	<b>85</b>	<b>240</b>	<b>263</b>	<b>322</b>	<b>385</b>
Tăng trưởng (%)	27%	-24%	184%	9%	22%	20%
Thuế doanh nghiệp	15	2	32	38	76	85
Mức thuế (%)	13,7%	2,9%	13,5%	14,4%	23,5%	22,1%
<b>Lợi nhuận sau thuế (LNST)</b>	<b>96</b>	<b>82</b>	<b>208</b>	<b>225</b>	<b>246</b>	<b>300</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.2)	2	15	13	14	16
<b>LN ròng thuộc về công ty mẹ (tỷ VND)</b>	<b>96</b>	<b>80</b>	<b>193</b>	<b>212</b>	<b>231</b>	<b>283</b>
Tăng trưởng (%)		-16,8%	141,4%	9,6%	9,3%	22,4%
ROE (%)	30,0%	19,8%	35,1%	25,6%	22,6%	24,9%
Số lượng cổ phiếu lưu hành (m)	30	30	32,6	47,2	47,2	47,2
Basic EPS (VND)	4.525	2.668	6.427	4.524	4.909	6.011
<b>EPS_adjusted (VND)</b>	<b>3.472</b>	<b>2.047</b>	<b>4.931</b>	<b>4.524</b>	<b>4.909</b>	<b>6.011</b>
Tăng trưởng EPS (%)		-41%	141%	-8%	9%	22%
<b>Giá trị sổ sách/cp (VND)</b>	<b>12.988</b>	<b>13.740</b>	<b>20.784</b>	<b>20.750</b>	<b>22.782</b>	<b>25.552</b>
<b>Doanh thu/cp (VND)</b>	<b>52.144</b>	<b>81.412</b>	<b>88.576</b>	<b>75.742</b>	<b>80.941</b>	<b>95.237</b>

Nguồn: VHC, Mekong Securities

### Định giá cổ phiếu

Để xác định giá mục tiêu 12 tháng của VHC, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chính dựa trên các chỉ số thị trường (PS, PE, PB). Theo chúng tôi, phương pháp này có thể phản ánh yếu tố tâm lý thị trường một cách nhanh chóng và kịp thời hơn, phù hợp với đặc điểm hiện nay của thị trường Việt Nam và cho khoảng đầu tư từ trung hạn đến 1 năm. Tuy nhiên, chúng tôi cũng trình bày phần định giá DCF ở bên dưới để các nhà đầu tư đối chiếu, tham khảo.

- Mức giá mục tiêu theo phương pháp định giá dựa trên các chỉ số thị trường là VND 36.000/CP;
- Giá trị hợp lý theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là VND 50.000/CP.

#### 1. Định giá dựa trên các chỉ số thị trường (PS, PE, PB)

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu của các doanh nghiệp chế biến-xuất khẩu cá tra hàng đầu khác đang niêm yết trên sàn HOSE để so sánh với VHC.

Biểu đồ 15: So sánh VHC và các cổ phiếu thủy sản khác (ngày 8.4.2011)

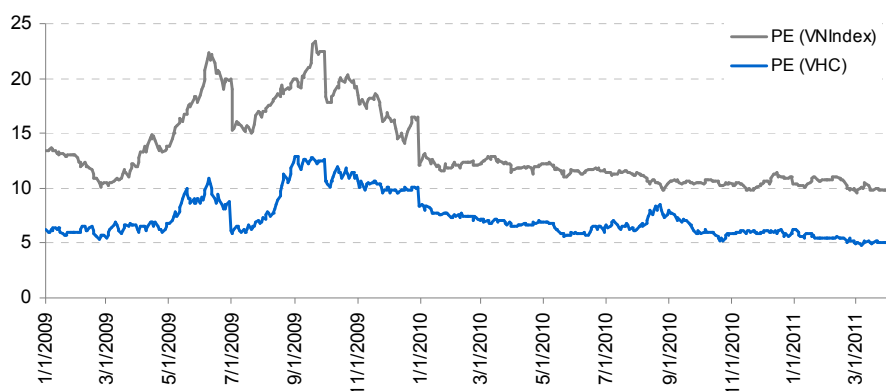
Doanh nghiệp	Mã CP	Vốn hoá (tỷ VND)	ROA (%)		ROE (%)		P/S (x)	P/E (x)	P/B (x)	PB trung bình 5 năm (x)
			2009	2010	2009	2010				
HUNG VUONG CORP	HVG	1,280	11.0	5.4	21.3	12.1	0.3	5.2	0.6	1.2
NAM VIET CORP	ANV	735	(5.3)	3.6	(8.3)	4.9	0.5	9.8	0.5	0.8
ANVIFISH	AVF	367	8.4	8.2	51.3	36.4	0.2	2.6	1.0	
AN GIANG FISHERIES JSC	AGF	269	1.2	3.8	2.3	7.7	0.2	5.6	0.4	0.6
CUULONG FISH JSC	ACL	264	10.0	9.0	29.4	29.4	0.2	4.2	1.2	1.5
MEKONG FISHERIES JSC	AAM	232	15.8	13.1	17.9	15.3	0.5	5.1	0.8	1.1
NTACO JSC	ATA	220	8.4	7.5	28.2	32.9	0.3	4.7	1.4	1.9
<b>Trung bình</b>		<b>481</b>	<b>7.1</b>	<b>7.2</b>	<b>20.3</b>	<b>19.8</b>	<b>0.3</b>	<b>5.3</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>
VINH HOAN CORP.	VHC	1,122	14.2	12.8	35.1	25.6	0.3	4.8	1.1	1.8

Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities

**PS:** Xét về quy mô vốn hoá và các chỉ số lợi nhuận, VHC nằm trong top 3 công ty hàng đầu. Với thương hiệu uy tín, hàng hoá được xuất khẩu sang các thị trường lớn và phát triển như Mỹ và EU, triển vọng doanh thu của VHC theo chúng tôi sẽ tốt hơn các doanh nghiệp khác cùng ngành (vốn tập trung vào các thị trường nhiều rủi ro về pháp luật và thanh toán). Do đó, VHC xứng đáng được định giá với mức PS (Thị giá/Doanh thu) cao hơn trung bình ngành. Mức PS **khoảng 0.5x** sẽ không phải là quá đắt đối với VHC.

**PE:** Xét về tỷ suất sinh lợi, VHC là một trong ba doanh nghiệp cá tra/basa niêm yết có tỷ suất sinh lợi tốt nhất hiện nay. Do đó, chúng tôi cho rằng mức PE (phản ánh sự kỳ vọng của thị trường đối với lợi nhuận của doanh nghiệp) phù hợp với VHC phải ít nhất ngang bằng với PE của ngành và cao hơn. Theo quan sát của chúng tôi, mức PE trung bình của VHC kể từ cuối năm 2008 đến nay là khoảng 8 lần. Dựa trên mức độ quan tâm của thị trường trong năm nay đối với ngành thủy sản nói chung và kỳ vọng VNIndex sẽ phục hồi vào cuối năm nay, chúng tôi tin rằng mức PE dự phóng **khoảng 7 lần** là phù hợp với VHC.

Biểu đồ 16: Thống kê mức PE của VHC và thị trường (2009 – 4/2011)



PE (VHC) thấp nhất : 4,8x (ngày 07.03.2011, VNIndex: 468 điểm)  
 PE (VHC) cao nhất : 12,8x (ngày 03.9.2009, VNIndex: 541 điểm)  
 PE (VHC) trung bình : 7,3x (giai đoạn 2009 – 4/2011)  
 PE (VHC) hiện tại : 4,8x (ngày 08.4.2011, VNIndex: 464 điểm)

Nguồn: Bloomberg, Mekong Securities

**PB:** Hiện tại VHC đang được giao dịch tại mức PB là 1,1 lần, cao hơn so với trung bình ngành (0,8x). Mức PB trung bình ba năm qua của VHC là 1,8-2 lần. Chúng tôi cho rằng

VHC xứng đáng với mức PB cao hơn trung bình ngành, vào **khoảng 1.5-2x**, do xét thấy rằng danh mục tài sản của công ty lành mạnh bao gồm những tài sản có giá trị và khả năng sinh lợi tốt như: nhà xưởng, dây chuyền chế biến hiện đại; hàng tồn kho được quản lý tốt, có chất lượng cao (đủ điều kiện xuất khẩu sang Mỹ, EU), các khoản phải thu của những khách hàng có uy tín ở những thị trường phát triển.

Dựa trên các chỉ số định giá PS, PE và PB được xác định phù hợp với VHC, và các dự phóng về Doanh thu, EPS, BVPS như trên, mức giá mục tiêu 12 tháng đối với VHC ước tính khoảng VND 36.335 -- là mức trung bình của ba phương pháp định giá:

- VND 40.470 -- định giá dựa trên doanh thu trên cổ phiếu dự phóng 2010 (VND80.941) và mức PS 0,5 lần;
- VND 34.363 -- định giá dựa trên EPS dự phóng 2010 (VND 4.909) và mức PE 7 lần;
- VND 34.173 -- định giá dựa trên BVPS dự phóng 2010 (VND 22.782) và mức PB 1,5 lần.

## 2. Định giá dựa trên chiết khấu dòng tiền (DCF)

Các yếu tố xác định WACC		Ghi chú				
Lợi suất phi rủi ro (RFR)	11,5%	Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm				
Phản bù rủi ro thị trường (MRP)	8%					
Chỉ số Beta	1					
Chi phí vốn chủ sở hữu	19,5%					
Thuế suất	20%-25%					
Chi phí vốn vay	14%-11%					
Tỷ lệ vốn vay/VCSH	40%-20%					
<b>Chi phí vốn bình quân (WACC)</b>	<b>17,4%-17,9%</b>					
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	4%					
<b>Định giá</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	
<i>Đơn vị: triệu VND, trừ khi ghi khác</i>						
<b>FCFF (Dòng tiền thuần thuộc về DN)</b>	<b>(45,102)</b>	<b>54,122</b>	<b>232,283</b>	<b>372,192</b>	<b>445,331</b>	
Giá trị còn lại vào cuối kỳ dự báo (TV)					<b>3,262,850</b>	
Hệ số chiết khấu (lần)	0.85	0.73	0.63	0.53	0.44	
Giá trị hiện tại (FCFF)	(38,428)	39,773	146,510	196,775	1,626,987	
<b>Tổng giá trị hiện tại (FCFF)</b>	<b>1,971,618</b>					
Tổng nợ vay	436,921					
<b>FCFE (Tổng giá trị dòng tiền thuần thuộc về các cổ đông)</b>	<b>2,408,539</b>					
SLCP lưu hành hiện tại (triệu)	47.15					
<b>Giá trị trên mỗi CP (VND)</b>	<b>51,081</b>					

Nguồn: Mekong Securities

## Rủi ro định giá

Rủi ro chính đối với định giá của chúng tôi nằm ở việc hoạt động xuất khẩu cá tra/basa của ngành và VHC có thể bị giảm do những rào cản thị trường có động cơ chính trị không thể dự đoán được ở thị trường Mỹ và Châu Âu. Cũng cần lưu ý rằng trong giai đoạn tháng 9 đến tháng 3 năm kế tiếp, chính quyền Mỹ sẽ xem xét lại mức thuế chống bán phá giá của một năm trước đó. Nếu không có bất kỳ sự can thiệp chính trị nào thì VHC có khả năng cao sẽ đạt được mức thuế chống bán phá giá 0% thêm một lần nữa và đánh dấu 3 năm liên tiếp đạt được mức thuế 0%. Tuy nhiên, nếu chủ nghĩa bảo hộ thắng thế, mọi thứ đều có thể xảy ra, và mức thuế cao sẽ ảnh hưởng đến xuất khẩu của VHC vào thị trường Mỹ. Mặc dù VHC có thể hạn chế rủi ro này bằng cách mở rộng thị trường ở châu Âu và phát triển các sản phẩm giá trị gia tăng khác, nhưng trong

ngắn và trung hạn, thuế chống bán phá giá cao (nếu xảy ra) sẽ ảnh hưởng không tốt đến triển vọng xuất khẩu và doanh thu của VHC.

Rủi ro thứ hai liên quan trực tiếp đến cổ phiếu VHC. Tính thanh khoản của VHC trên thị trường hiện đang khá thấp. Số lượng cổ phiếu lưu hành tự do (loại trừ phần nắm giữ của Ban lãnh đạo công ty và cổ đông chiến lược nước ngoài) ước tính vào khoảng 13 triệu cổ phiếu, và khối lượng giao dịch bình quân theo ngày trong 3 tháng gần đây chỉ khoảng 30.000 cổ phiếu. Tính thanh khoản thấp sẽ không thu hút được sự chú ý và hạn chế khả năng đầu tư của các nhà đầu tư lớn. Trong khi đó, các nhà đầu tư cá nhân sẽ chỉ chú ý đến VHC khi có những tin tức đột biến về hoạt động của riêng công ty và của ngành nói chung; còn trong giai đoạn thị trường đi ngang và hoạt động của ngành thủy sản vẫn còn những thông tin không thuận lợi, thì những công ty (dù hoạt động ổn định và có tiềm năng như VHC) sẽ không nhận được sự quan tâm và lực cầu đủ mạnh để giúp cổ phiếu VHC bật mạnh lên trong ngắn hạn. Vì vậy, đầu tư vào VHC cần xác định là đầu tư trung và dài hạn.

## Thông tin tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
<i>(Đơn vị: triệu VND)</i>							
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,516,245</b>	<b>1,425,436</b>	<b>2,442,360</b>	<b>2,771,003</b>	<b>3,019,065</b>	<b>3,816,458</b>	<b>4,490,559</b>
Giá vốn hàng bán	1,367,578	1,242,043	2,153,443	2,318,806	2,486,595	3,155,159	3,690,262
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>148,667</b>	<b>183,393</b>	<b>288,917</b>	<b>452,197</b>	<b>532,470</b>	<b>661,299</b>	<b>800,296</b>
Chi phí bán hàng	39,990	49,406	113,828	159,219	213,517	270,452	330,537
Chi phí quản lý doanh nghiệp	10,098	26,011	18,857	35,032	48,719	58,942	72,444
Tổng chi phí hoạt động	50,088	75,417	132,685	194,251	262,236	329,395	402,981
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>98,579</b>	<b>107,975</b>	<b>156,232</b>	<b>257,946</b>	<b>270,234</b>	<b>331,905</b>	<b>397,316</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	1,561	4,977	42,031	54,951	63,891	70,280	75,200
Chi phí hoạt động tài chính	9,272	1,964	113,508	71,730	75,404	80,682	87,944
Trong đó: chi phí lãi vay	-	213	47,400	49,058	44,772	62,631	76,661
<b>Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động tài chính</b>	<b>(7,711)</b>	<b>3,012</b>	<b>(71,477)</b>	<b>(16,779)</b>	<b>(11,513)</b>	<b>(10,402)</b>	<b>(12,744)</b>
Thu nhập khác	645	309	137	5,048	4,563	-	-
Chi phí khác	3,976	102	234	5,892	384	-	-
<b>Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động khác</b>	<b>(3,331)</b>	<b>208</b>	<b>(97)</b>	<b>(844)</b>	<b>4,179</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Phân lợi nhuận (lỗ) trong công ty liên kết liên doanh</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>87,537</b>	<b>111,196</b>	<b>84,658</b>	<b>240,323</b>	<b>262,900</b>	<b>321,502</b>	<b>384,572</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	8,921	15,218	2,413	32,342	37,765	75,663	84,997
<b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>78,616</b>	<b>95,978</b>	<b>82,245</b>	<b>207,981</b>	<b>225,135</b>	<b>245,839</b>	<b>299,575</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	(171)	2,203	14,752	13,382	14,376	16,194
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ</b>	<b>78,616</b>	<b>96,149</b>	<b>80,043</b>	<b>193,229</b>	<b>211,753</b>	<b>231,436</b>	<b>283,425</b>

Nguồn: Vinh Hoan Corp., Mekong Securities

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
<i>(Đơn vị: triệu VND)</i>							
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>237,294</b>	<b>359,704</b>	<b>697,635</b>	<b>914,828</b>	<b>1,157,715</b>	<b>1,186,909</b>	<b>1,433,250</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	24,320	13,016	20,826	209,968	126,803	114,451	171,523
Đầu tư ngắn hạn	-	-	410	15,300	37,563	15,000	20,000
Các khoản phải thu ngắn hạn	172,876	242,958	321,161	333,781	339,914	449,610	529,025
Hàng tồn kho	39,292	91,442	333,750	334,240	623,648	575,083	676,660
Tài sản ngắn hạn khác	806	12,289	21,487	21,540	29,787	32,766	36,043
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>91,692</b>	<b>262,810</b>	<b>517,535</b>	<b>601,428</b>	<b>638,027</b>	<b>745,210</b>	<b>850,261</b>
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	91,580	230,883	499,579	569,140	591,662	696,527	799,145
Bất động sản đầu tư	-	1,778	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	10	30,047	10	10	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	101	102	17,946	32,278	46,364	48,683	51,117
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>328,986</b>	<b>622,514</b>	<b>1,215,170</b>	<b>1,516,257</b>	<b>1,795,742</b>	<b>1,932,119</b>	<b>2,283,511</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>82,255</b>	<b>228,280</b>	<b>799,898</b>	<b>830,556</b>	<b>817,362</b>	<b>857,932</b>	<b>1,078,706</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>70,328</b>	<b>191,436</b>	<b>586,911</b>	<b>619,706</b>	<b>726,693</b>	<b>716,772</b>	<b>807,142</b>
Vay và nợ ngắn hạn	24,136	97,955	465,237	399,402	348,051	468,051	518,051
Phải trả người bán	33,319	72,478	97,204	169,209	96,981	155,597	181,986
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	7,450	8,717	2,047	21,900	22,747	26,797	28,332
Phải trả người lao động	4,209	11,467	18,121	24,042	30,768	37,862	44,283
Các khoản phải trả, phải nộp khác	1,215	819	4,301	5,153	208,406	7,633	8,981



	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>11,926</b>	<b>36,844</b>	<b>212,988</b>	<b>210,851</b>	<b>90,669</b>	<b>141,160</b>	<b>271,564</b>
Vay và nợ dài hạn	11,870	36,487	212,251	209,822	88,870	138,870	268,870
Phải trả dài hạn khác	57	356	737	1,028	1,799	2,290	2,694
<b>NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>246,731</b>	<b>394,234</b>	<b>415,271</b>	<b>685,700</b>	<b>978,380</b>	<b>1,074,188</b>	<b>1,204,805</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>246,731</b>	<b>389,629</b>	<b>388,819</b>	<b>642,319</b>	<b>930,425</b>	<b>1,026,233</b>	<b>1,156,850</b>
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	246,731	300,000	300,000	325,680	471,513	471,513	471,513
Thặng dư vốn	-	-	-	92,448	191,808	191,808	191,808
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	(32,725)	(32,725)	(32,725)
Các quỹ của doanh nghiệp	-	-	596	998	(2,942)	600	1,167
Lợi nhuận giữ lại	-	89,629	88,223	223,193	302,772	395,071	525,121
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>23,366</b>	<b>34,573</b>	<b>47,955</b>	<b>47,955</b>	<b>47,955</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>328,986</b>	<b>622,514</b>	<b>1,215,170</b>	<b>1,516,257</b>	<b>1,795,742</b>	<b>1,932,119</b>	<b>2,283,511</b>

Nguồn: Vinh Hoan Corp., Mekong Securities

<b>CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
<b>Tốc độ Tăng trưởng (%)</b>							
Tổng tài sản	94.1%	89.2%	95.2%	24.8%	18.4%	7.6%	18.2%
Vốn chủ sở hữu	651.5%	59.8%	5.3%	65.1%	44.5%	9.8%	12.2%
Doanh thu thuần	199.1%	-6.0%	71.3%	13.5%	9.0%	26.4%	17.7%
Lợi nhuận gộp	259.1%	23.4%	57.5%	56.5%	17.8%	24.2%	21.0%
EBITDA (Lợi nhuận trước lãi suất, thuế và chi phí khấu hao)	na	na	56.3%	74.3%	6.4%	18.6%	21.5%
EBIT (Lợi nhuận trước lãi suất và thuế)	1328.1%	9.5%	44.7%	65.1%	4.8%	22.8%	19.7%
Lợi nhuận ròng	18618%	22.3%	-16.8%	141.4%	9.6%	9.3%	22.4%
<b>Tỷ suất sinh lợi (%)</b>							
Biên lợi nhuận gộp	9.8%	12.9%	11.8%	16.3%	17.6%	17.3%	17.8%
EBITDA/Doanh thu thuần	na	8.3%	7.6%	11.6%	11.4%	10.7%	11.0%
EBIT/Doanh thu thuần	6.5%	7.6%	6.4%	9.3%	9.0%	8.7%	8.8%
Biên lợi nhuận trước thuế	5.8%	7.8%	3.5%	8.7%	8.7%	8.4%	8.6%
Biên lợi nhuận ròng	5.2%	6.7%	3.3%	7.0%	7.0%	6.1%	6.3%
ROA	31.5%	20.2%	8.7%	14.1%	12.8%	12.4%	13.4%
ROE	56.2%	30.0%	19.8%	35.1%	25.6%	22.6%	24.9%
<b>Phân tích Dupont (%)</b>							
Biên lợi nhuận ròng (1)	5.2%	6.7%	3.3%	7.0%	7.0%	6.1%	6.3%
Vòng quay tài sản (2)	608.4%	299.6%	265.8%	202.9%	182.3%	204.8%	213.0%
Tỷ lệ đòn bẩy (Tổng TS/VCSH) (3)	178.3%	148.4%	227.0%	248.1%	200.1%	181.6%	185.0%
ROE (= 1x2x3)	56.2%	30.0%	19.8%	35.1%	25.6%	22.6%	24.9%
<b>Chỉ số hiệu quả quản lý</b>							
Vòng quay các khoản phải thu (x)	na	6.9	8.7	8.5	9.0	9.7	9.2
Vòng quay hàng tồn kho (x)	na	19.0	10.1	6.9	5.2	5.3	5.9
Vòng quay các khoản phải trả (x)	na	23.5	25.4	17.4	18.7	25.0	21.9
Thời gian thu tiền bình quân	na	53.2	42.2	43.1	40.7	37.8	39.8
Thời gian tồn kho bình quân	na	19.2	36.0	52.6	70.3	69.3	61.9
Thời gian phải trả bình quân	na	15.5	14.4	21.0	19.5	14.6	16.7

	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
<b>Chỉ số thanh khoản</b>							
Chỉ số thanh toán hiện tại (x)	3.37	1.88	1.19	1.46	1.59	1.66	1.78
Chỉ số thanh toán nhanh (x)	2.80	1.34	0.58	0.90	0.69	0.81	0.89
Chỉ số thanh toán bằng tiền mặt (x)	0.35	0.07	0.04	0.34	0.17	0.16	0.21
<b>Cơ cấu nguồn vốn và khả năng trả nợ</b>							
Tỷ lệ nợ/VCSH (x)	0.15	0.34	1.63	0.89	0.45	0.57	0.65
Tỷ lệ nợ/ tổng tài sản (x)	0.11	0.22	0.56	0.40	0.24	0.31	0.34
Tỷ lệ nợ/ EBITDA (x)	na	1.14	3.66	1.89	1.27	1.49	1.59
Tỷ lệ tổng tài sản/VCSH (x)	1.33	1.58	2.93	2.21	1.84	1.80	1.90
EBIT/Chi phí lãi vay (x)	na	507.52	3.30	5.26	6.04	5.30	5.18

Nguồn: Vinh Hoan Corp., Mekong Securities

## Cơ sở khuyến nghị của Mekong Securities

Hiện tại, chúng tôi đưa ra khuyến nghị cổ phiếu dựa trên 3 cấp độ: MUA, NẮM GIỮ, và BÁN.

Khuyến nghị **MUA** đối với những cổ phiếu có tổng mức lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới ít nhất là 10%.

Khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với những cổ phiếu có tổng mức lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới nằm trong khoảng -10% đến 10%

Khuyến nghị **BÁN** đối với những cổ phiếu có tổng mức lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới dưới -10%.

Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng (12 tháng) = [(Giá mục tiêu – Giá hiện tại)/Giá hiện tại] + Lợi tức kỳ vọng.

Các tỷ lệ về tổng mức lợi nhuận kỳ vọng sử dụng để đưa ra khuyến nghị nói trên có thể thay đổi.

### Phương pháp định giá

#### Giá mục tiêu và tổng mức lợi nhuận kỳ vọng

Trước hết, chuyên viên phân tích sẽ xác định mức giá mục tiêu kỳ vọng trong 12 tháng dựa trên các phương pháp định giá khác nhau, bao gồm (không giới hạn) các phương pháp như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh. Việc lựa chọn sử dụng các phương pháp định giá tùy thuộc vào đặc điểm từng ngành, công ty và bối cảnh thị trường chứng khoán. Các phương pháp định giá có thể được sử dụng độc lập hoặc kết hợp với nhau, gồm có: 1) **Định giá dựa trên các chỉ số** (P/E, P/Dòng tiền, Giá trị doanh nghiệp/doanh thu (EV/S), EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA) so sánh với các công ty đồng cấp và thống kê quá khứ; 2) **Định giá dựa trên chiết khấu dòng tiền** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Định giá dựa trên tổng hợp giá trị từng bộ phận tài sản**; và 4) **Định giá dựa trên lợi nhuận kinh tế** (Dòng thu nhập còn lại -- Residual Income, EVA).

Các mô hình định giá cũng tính đến các yếu tố về kinh tế vĩ mô, ví dụ như tốc độ tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, chi phí nguyên liệu, và các giả định khác về triển vọng kinh tế, cũng như các rủi ro tiềm tàng của doanh nghiệp đang được phân tích. Ngoài ra, tâm lý thị trường chứng khoán cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá các công ty. Định giá dựa trên các chỉ số thị trường có thể thay đổi nhanh và chúng tôi không bắt buộc phải thông báo.

Sau khi chuyên viên xác định mức giá mục tiêu hợp lý đối với công ty đang được phân tích, mức giá mục tiêu này sẽ được so sánh với giá hiện tại để tính toán mức lợi nhuận (hoặc lỗ) kỳ vọng. Và mức lợi tức dự phóng trong năm, nếu có, sẽ được cộng vào mức lợi nhuận trước đó để tính tổng mức lợi nhuận kỳ vọng.

## Khuyến cáo

© 2010 Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Mekong (MSC). Mọi quyền lợi được bảo vệ. Bản báo cáo này được xây dựng dựa trên các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tại thời điểm phát hành. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn toàn chính xác.

Bản báo cáo này được xây dựng 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 báo cáo 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 cần lưu ý có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản 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 mình. Công ty cổ phần Chứng khoán Mekong (MSC) tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại xuất phát từ việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Công ty cổ phần Chứng khoán Mekong (MSC). Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Công ty cổ phần Chứng khoán Mekong (MSC) đều bị coi là trái luật.

## THÔNG TIN LIÊN LẠC

**Văn phòng TPHCM**

Tầng 9, 9 Đinh Tiên Hoàng,  
Q.1, TP Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 39111 276  
Fax: +84 8 3822 8014

**Văn phòng giao dịch TPHCM**

Tầng 3, 26-28 Hàm Nghi,  
Q.1, TP Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 4041  
Fax: +84 8 3921 2322

**Văn phòng Hà Nội**

Tầng 21, 191 Bà Triệu,  
Hai Bà Trưng, Hà Nội  
Tel: +84 4 3974 8318  
Fax: +84 4 3974 8317

**Văn phòng giao dịch Hà Nội**

Tầng 2, 39A Ngô Quyền,  
Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3938 6622  
Fax: +84 4 3939 3150

**Phòng Phân tích**
**Trưởng phòng Phân tích**

David Kadarauch  
+84 8 3520 2050 (ext 8142)  
davidkadarauch@mekongsecurities.com

**Trưởng bộ phận tư vấn KHCN**

Lương Biện Nhân Quyền  
+84 8 3520 2050 (ext 8137)  
quyen.n.luong@mekongsecurities.com

**Chuyên viên phân tích cao cấp**

Quản Trọng Thành  
+84 8 3520 2050 (ext 8132)  
thanhtrung@mekongsecurities.com

**Chuyên viên phân tích**

Võ Bạch Ngọc Anh Thư  
+84 8 3520 2050 (ext 8158)  
thua.vo@mekongsecurities.com

**Chuyên viên phân tích**

Phạm Thùy Dương  
+84 8 3520 2050 (ext 8125)  
duong.t.pham@mekongsecurities.com

**Chuyên viên phân tích**

Lý Thị Trà Vũ  
+84 8 3520 2050 (ext 8111)  
ly.tvu@mekongsecurities.com

**Kinh doanh & Giao dịch**
**Giám đốc Điều hành**

Esmond Baring  
+84 8 3520 2050 (ext 8169)  
esmond.baring@mekongsecurities.com

**Dịch vụ khách hàng tổ chức**

Đặng Trần Minh  
+84 8 3520 2050 (ext 8126)  
minh.t.dang@mekongsecurities.com

**Giao dịch CK niêm yết**

Trương Hoa Minh  
+84 8 3520 2050 (ext 8170)  
minh.h.truong@mekongsecurities.com

**Giao dịch OTC**

Trịnh Hải Linh  
+84 4 3974 8318 (ext 4130)  
linh.h.trinh@mekongsecurities.com

### Disclaimer

Copyright 2010 Mekong Securities. All rights reserved.

Mekong Securities does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

This research document is prepared on the basis of information believed to be reliable at the time of publication. Mekong Securities makes no representation or warranty regarding the completeness or accuracy of such information. Opinions, estimates and projections expressed in this document are subject to change without notice. Investors must make their investment decisions based upon independent advice subject to their particular financial situation and investment objectives. Neither the information nor any opinion expressed in this research constitutes an offer or solicitation to purchase or sell any securities or derivative instruments in any jurisdiction. Directors, associates, employees and affiliates of Mekong Securities may have a financial interest in securities mentioned in this research or in related instruments and also undertake brokerage, investment banking and advisory services for companies described herein.

This document may not be copied, reproduced, published or redistributed by any person for any purpose without the express consent of an authorized representative of Mekong Securities. Please cite sources when quoting.