

Công ty Cổ phần Hùng Vương

Mã chứng khoán: HVG / Sàn: HOSE

Ngành:

Thủy sản

Giá hiện tại (31.05.2011):

VND16,700/CP

Cổ tức kỳ vọng cao với mức tăng trưởng giá khả quan, giữ nguyên kiến nghị MUA

Kết thúc năm tài chính 2010, HVG ghi nhận tốc độ tăng doanh thu 44% nhưng LNR giảm 32%. Dự phóng LNR năm 2011 đạt VND264 tỷ (+ 21% yoy), ~ EPS ở mức VND4,072/CP (+ 23% yoy). Q1/2011, công ty đã báo cáo VND106 tỷ LNR (+49% yoy). HVG dự kiến chia cổ tức tiền mặt không thấp hơn 30% năm 2011 ~ lợi suất 18%/ giá thị trường (VND16,700/CP). Dựa trên triển vọng ngành, các thể mạnh nội tại, đặc biệt là quy trình khép kín với vùng nguyên liệu ngày càng mở rộng tạo ra khả năng tăng trưởng lợi nhuận và cổ tức hấp dẫn, chúng tôi giữ nguyên kiến nghị MUA với cổ phiếu HVG. Giá mục tiêu 12M là VND20,300/CP ~ cao hơn 22% so với mức hiện tại, được xác định theo P/E forward 5x.

Những điểm nổi bật trong ĐHCĐ 2011

LNR giảm 32% năm 2010

HVG báo cáo sự tăng trưởng mạnh về doanh thu nhưng LNR sụt giảm trong năm 2010. Cụ thể, doanh thu đạt VND4,432 tỷ (+ 44% yoy) và LNR đạt VND219 tỷ (- 32% yoy) do những nguyên nhân sau:

- **Doanh thu tăng 44%**, chủ yếu đến từ gia tăng sản lượng xuất khẩu ~ 21% (từ xấp xỉ 71,047 tấn lên 85,853 tấn) và giá bán cải thiện nhẹ 6% (từ USD1.91/kg lên USD2.03/kg). Kết quả khả quan này có sự đóng góp nhiều từ việc hợp nhất AGF. Bên cạnh quy mô hoạt động gia tăng, việc sở hữu AGF còn giúp HVG cải thiện cơ cấu sản phẩm và thị trường xuất khẩu theo hướng tăng tỷ lệ mặt hàng fillet thịt trắng (giá cao hơn 50% so với fillet thịt đỏ) và đa dạng hóa thị trường, từ đó nâng cao mức giá bình quân.
- i) Năm 2010, HVG ghi nhận thêm 27,782 tấn sản lượng xuất khẩu từ AGF với mức giá USD2.19/kg (cao hơn so với giá USD1.79 – 1.98/kg của công ty mẹ và Hùng Vương Vĩnh Long).
- ii) Cơ cấu xuất khẩu có sự đóng góp của 2 thị trường Australia (5.3% kim ngạch) và Mỹ (4.4% kim ngạch). Đây là những khách hàng có đơn giá nhập khẩu tốt nhất hiện nay (~ USD3.03 -3.24/kg, cao hơn 23% - 32% giá xuất khẩu bình quân ngành). Tương ứng là sự giảm tỷ trọng tại EU và Mexico – các thị trường có đơn giá thấp hơn.

Ngoài ra, kết quả hoạt động bán cá nội địa ~ VND384 tỷ (+ 627% yoy) và phụ phẩm ~ VND378 tỷ (+ 104% yoy) cũng góp phần vào tăng trưởng doanh thu năm vừa qua.

- **Biên LNHĐKD chính giảm từ 8.8% xuống 4.4%** do: i) Giá cá tra nguyên liệu bình quân tăng 11% (từ VND15,200/kg lên VND16,900/kg), cao hơn so với mức tăng trưởng giá xuất khẩu ~ 6%. Do vậy, tỷ suất LNG giảm còn 13.7% (2009 ~ 16.7%). Đây là mức LNG biên thấp nhất từ trước đến nay. ii) Tỷ lệ chi phí bán hàng/DT tăng từ 6.5% lên 7.8% (từ VND201 tỷ lên VND347 tỷ).

LNR Q1/2011 tăng 49%

ĐHCĐ 2011 thông qua kế hoạch doanh thu VND6,000 tỷ (+35% yoy), trong đó kim ngạch xuất khẩu đạt USD200 triệu (+15% yoy) và LNTT ~ VND450 tỷ (+62% yoy). Chỉ tiêu doanh thu tăng do kỳ vọng tăng trưởng giá bán tại hầu hết các thị trường tiêu thụ và biên LN dự kiến được cải thiện theo khả năng tự chủ 70% nguyên liệu (2009 ~ 50%).

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá

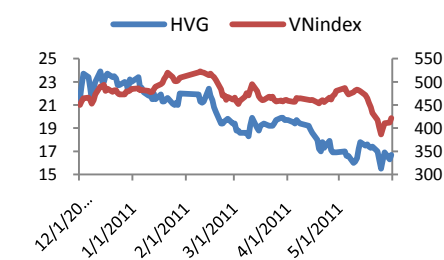
| | |
|---------------------|-----------|
| Cao nhất (52 tuần) | VND34,900 |
| Thấp nhất (52 tuần) | VND15,500 |

Cổ Phần

| | |
|------------------------------|-------------|
| Cổ phiếu đang lưu hành | 64,811,543 |
| Mệnh Giá | VND10,000 |
| Vốn hóa | VND1,102 tỷ |
| Tỷ lệ nước ngoài đang sở hữu | 9.73% |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước | 0% |

Nguồn: Công ty, SBS

GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: SBS

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (VND'tỷ)

| Năm | 2009 | 2010 | 2011F |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (VND'tỷ) | 3,087 | 4,432 | 5,484 |
| Lợi nhuận gộp | 514 | 609 | 795 |
| LNR | 323 | 219 | 264 |
| Tổng tài sản | 3,783 | 5,388 | |
| ROE (%) | 20% | 12% | |
| EPS (VND/CP) | 4,933 | 3,321 | 4,072 |

Nguồn: SBS

Ngô Thị Minh Huyền

Trưởng nhóm ngành thực phẩm

Email: huyen.ntm@sbsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

Nhân viên phân tích

Email: ngoc.nhb@sbsc.com.vn

Q1/2011, HVG đạt USD58 triệu kim ngạch xuất khẩu, đem lại VND1,761 tỷ doanh thu (+ 127% yoy) và VND119 tỷ LNTT ~ VND106 tỷ LNR (+ 49% yoy). Như vậy, công ty đã hoàn thành 29% kế hoạch doanh thu và 26% chỉ tiêu LNTT. Tương tự như tình hình tài chính năm 2010, đây là kết quả từ việc hợp nhất AGF do đến tháng 4/2010 HVG mới hoàn tất việc chào mua công khai 3.75 triệu CP AGF ~ nâng tỷ lệ sở hữu lên 51.08%. Tuy nhiên, 3 tháng đầu năm 2011 cũng ghi nhận sự gia tăng năng lực xuất khẩu của từng thành viên (đặc biệt về đơn giá).

Xuất khẩu Q1/2011

| | Q1/2011 | | % +/- yoy | |
|------------|-----------------|------------------|-----------|---------|
| | Sản lượng (tấn) | Giá bán (USD/kg) | Sản lượng | Giá bán |
| Công ty mẹ | 11,925 | | 2.39 | -6% |
| AGF | 8,823 | | 2.64 | 43% |

Nguồn: VASEP

LNR tăng thấp hơn do tỷ lệ chi phí bán hàng/DT tăng (từ 4.5% lên 5.8%) và thu tài chính ròng giảm (từ VND-2 tỷ xuống VND-16 tỷ). Chi phí bán hàng tăng chủ yếu từ chi phí cước tàu; lợi nhuận tài chính giảm từ khoản lỗ tỷ giá ~ VND12 tỷ (Q1/2010 ~ VND1.4 tỷ) và dự phòng giảm giá đầu tư 10 triệu chứng chỉ quỹ SSIVF ~ VND9 tỷ. Q1/2011, HVG là một trong số ít doanh nghiệp xuất khẩu cá tra có mức tăng trưởng lợi nhuận dương (đã loại trừ tăng trưởng từ hợp nhất).

Tập trung vào lĩnh vực sản xuất chính, đặc biệt phát huy thế mạnh từ khâu nuôi trồng
Lợi thế cạnh tranh của vùng nguyên liệu

Từ năm 2004, HVG đã tiến hành đầu tư theo quy trình khép kín. Đến nay, vùng nguyên liệu công ty đạt 250ha (trong đó 80ha được chứng nhận GlobalGAP) và thêm 100ha liên kết với người nông dân. HVG còn sở hữu 43% nhà máy thức ăn thủy sản Hùng Vương Tây Nam và 15% nhà máy Việt Thắng – 2 trong 3 nhà máy thức ăn thủy sản đạt tiêu chuẩn GlobalGAP tại Việt Nam. Đây là thế mạnh lớn trong tình hình thiếu nguyên liệu và giá cá thương phẩm tăng liên tục thời gian gần đây.

Theo HVG, do kiểm soát được quy trình nuôi trồng (bao gồm cả thức ăn), giá vốn cá tra nguyên liệu hiện tại của công ty chỉ ở mức VND20,000/kg, thấp hơn 26% so với giá thu mua thị trường (~ VND27,000/kg) và tỷ lệ tiêu hao cũng giảm đáng kể (từ 3.1kg cá/1kg fillet xuống 2.8kg cá/1kg fillet). Dựa trên mức độ tự chủ 70% nguyên liệu (trong đó 23% sản lượng đạt GlobalGAP), chi phí nuôi trồng, thu mua và tỷ lệ hao hụt như trên, ước tính chi phí nguyên liệu/1kg fillet thịt trắng của công ty thấp hơn 26% so với các doanh nghiệp mua ngoài nguyên liệu. Dự kiến năm 2011, công ty sẽ đầu tư thêm 40ha vùng nuôi theo chứng nhận GlobalGAP.

Đăng ký mua 2.72 triệu CP FBT – tiếp tục mở rộng quy mô nguyên liệu

Tháng 5/2010, HVG và CTCP Nông thủy sản Việt Phú đã đăng ký mua toàn bộ 4.92 triệu CP FBT của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà Nước – SCIC. Trong đó, HVG dự kiến sở hữu 2.72 triệu CP ~ 18.1% VDL FBT và Việt Phú mua 2.2 triệu CP ~ 14.7% VDL FBT. Đại diện vốn sở hữu FBT của Việt Phú là ông Nguyễn Văn Kỳ – Tổng giám đốc AGF kiêm Chủ tịch HĐQT Việt Phú. Như vậy, tổng tỷ lệ chi phối của HVG và Việt Phú trên lượng CP FBT đang lưu hành lên đến 43.7%. Việc chuyển nhượng được thực hiện theo phương thức thỏa thuận trên HOSE.

Đây là bước đi nhằm mục tiêu chủ động 100% nguyên liệu của HVG. Tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, FBT sở hữu diện tích vùng nuôi khá lớn ~ xấp xỉ 900ha mặt nước (khoảng 637ha nuôi tôm và 264ha nuôi cá tra), 1 trại tôm sú giống ~ 100 triệu giống/năm và 2 trại cá tra giống ~ 2.5 triệu giống/năm. Tuy nhiên, FBT đã lỗ liên tiếp trong 2 năm gần đây. Với giá mua công bố trong ĐHCĐ ~ VND12,000/CP (cao hơn 74% so với giá thị trường ~ VND6,900/CP) và chi phí cải tạo dự kiến VND380 triệu/ha, ước tính HVG vẫn tiết kiệm được VND170 – 670 triệu/ha so với vốn cố định bỏ ra nếu phát triển từ đầu (VND700 – 1,200 triệu/ha - bao gồm quyền sử dụng đất, chi phí đào ao...). Trong giai đoạn đầu, HVG dự kiến khai thác ngay 100ha nuôi cá và 500ha nuôi tôm.

Sau khi chứng minh được hiệu quả đầu tư, công ty có thể tiến hành sở hữu chi phối FBT vào năm 2012. Hiện tại, HVG cũng đăng ký mua thêm 1.15 triệu CP AGF, nâng tỷ lệ nắm giữ từ 51.08% lên 60.1%.

Việt Nam | Thị Trường Chứng Khoán

Khả năng triển khai quỹ đất của CTCP Địa ốc An Lạc – HVG nắm giữ 48%

Công ty An Lạc hiện có 2 miếng đất sạch với tổng diện tích 8,700m² tại khu người Hoa (Hồng Bàng và Phạm Đình Hổ, Q6). Vốn đầu tư ban đầu là VND237 tỷ và giá trị thị trường của 2 khu đất trên xấp xỉ VND420 tỷ.

HVG cho biết đang xem xét phương án xây dựng trường đào tạo anh ngữ cho các du học sinh Việt Nam. Tháng 6/2011, ban lãnh đạo sẽ sang Mỹ để đàm phán khả năng hợp tác cũng như những thủ tục liên quan. Nếu thành công, kế hoạch này sẽ được tài trợ một phần từ Bộ Ngoại Giao Mỹ. Tuy nhiên, ban giám đốc khẳng định công ty chỉ tiến hành dự án khi xét thấy mức sinh lời lâu dài cũng như những thuận lợi về vấn đề pháp lý ở cả 2 phía Mỹ và Việt Nam. Bên cạnh kế hoạch trên, công ty cũng chưa có ý định thanh lý tài sản. Vì vậy, theo định hướng phát triển, kết hợp với tình hình thị trường bất động sản chưa khả quan, dự kiến trong 2 – 3 năm tới HVG sẽ không ghi nhận lợi nhuận từ nguồn này.

Triển vọng thị trường và dự phóng 2011**Năng lực đàm phán đang nghiêng về phía doanh nghiệp xuất khẩu**

Đây là nhận định của ông Dương Ngọc Minh – Chủ tịch HĐQT HVG, kiêm Chủ tịch VASEP. 3M2011, sản lượng xuất khẩu cá tra đạt 153 nghìn tấn (+ 5.2% yoy), đem lại kim ngạch USD376 triệu (+ 21.6% yoy). Kết quả này cho thấy nhu cầu tiêu thụ được cải thiện khi nguồn cung có khả năng giảm, đẩy giá xuất khẩu tăng đáng kể. Theo Chủ tịch VASEP, sản lượng cá nguyên liệu năm 2011 đạt khoảng 800 – 1,000 nghìn tấn (~ giảm xấp xỉ 33% so với 1.35 triệu tấn năm 2010), đem lại kim ngạch USD1.5 tỷ (+ 5% yoy).

Đánh giá về quan hệ với WWF và triển vọng thị trường EU (~ 34% tỷ trọng xuất khẩu HVG), ông Minh cho biết các doanh nghiệp Việt Nam không quá khó khăn khi xuất khẩu vào khu vực này và việc áp dụng tiêu chuẩn ASC theo đề nghị của WWF hoàn toàn dựa trên tinh thần tự nguyện. Thực tế, phần lớn nhà nhập khẩu EU chỉ chú trọng vào chứng nhận GlobalGAP. Hiện đã có 49 công ty chế biến cá tra Việt Nam đạt chứng nhận hoặc đang áp dụng nuôi theo tiêu chuẩn GlobalGAP, các doanh nghiệp còn lại cũng dần hướng đến chứng chỉ này. Việc sụt giảm sản lượng xuất khẩu vào EU 3M2011 (- 7.8% yoy) một phần do các công ty tập trung tiêu thụ tại thị trường Mỹ với mức giá tốt hơn (cao hơn 25% so với đơn giá xuất khẩu sang EU). Tỷ trọng sản lượng xuất khẩu vào EU hiện giảm từ 34% xuống 32%, tương ứng là sự gia tăng tại Mỹ (từ 8.5% lên 11%) và các khu vực khác.

LNTT dự phóng đạt VND320 tỷ, thấp hơn 29% so với mục tiêu 2011 ~ LNR đạt VND264 tỷ (+21% yoy)**Lợi nhuận HDKD chính**

Dự kiến đến cuối năm 2011, vùng nguyên liệu HVG đầu tư tại FBT mới bắt đầu thu hoạch, vì vậy trong năm nay công ty vẫn chịu ảnh hưởng chung của tình hình nguyên liệu. Sản lượng xuất khẩu ước đạt 90,000 tấn, chỉ tăng nhẹ 5%. Dựa trên đơn giá dự phóng không thấp hơn mức bình quân 1/1 – 15/04/2011 ~ USD2.55/kg (tăng 26% so với đơn giá trung bình 2010 - nguồn: VASEP), kim ngạch xuất khẩu đạt USD230 triệu (+ 32% yoy). Kết hợp với xấp xỉ VND777 tỷ doanh thu các hoạt động khác (chủ yếu từ doanh thu bán cá nội địa và phụ phẩm), tổng doanh thu dự kiến ~ VND5,484 tỷ (+ 24% yoy).

Biên LNG năm 2011 ước đạt 14.5% do:

- Tỷ suất LNG hoạt động xuất khẩu (~ 82% doanh thu) dự phóng ở mức 12.5%, dựa trên giá vốn (VND45,800/kg thành phẩm) và giá bán (USD2.55/kg) dự kiến. Giá thành ước tính trên cơ sở chi phí nguyên liệu bình quân ~ VND22,300/kg (+ 32% yoy), cơ cấu sản phẩm (33% fillet thịt trắng, 67% fillet thịt đỏ và sản phẩm cắt khúc) và tỷ lệ tiêu hao của các mặt hàng. Trong đó, giá cá tra bình quân dự phóng thấp hơn 17% so với giá thị trường hiện tại (VND27,000/kg) do khả năng chủ động nguyên liệu tốt (tham khảo *Lợi thế cạnh tranh của vùng nguyên liệu* trang 2).
- Biên LNG tiêu thụ cá nội địa (~ 9% doanh thu) xấp xỉ 30% và mảng phụ phẩm (~ 9% doanh thu) dự kiến 25% (bình quân quá khứ).
- Các hoạt động khác như cho thuê kho lạnh, xuất khẩu ủy thác có tỷ suất LNG tốt nhưng mức đóng góp không cao.

Lợi nhuận tài chính

Doanh thu tài chính dự kiến giảm do loại trừ khoản bất lợi thương mại từ hợp nhất AGF (2010 ~ VND97 tỷ). Chi phí tài chính tăng (chủ yếu từ lãi vay và lỗ tỷ giá) kéo thu tài chính ròng giảm còn VND-13 tỷ (2010 ~ VND65 tỷ).

Dự phóng hoạt động kinh doanh 2011

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2011P |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sản lượng xuất khẩu (tấn) | | 71,047 | 85,853 | 90,000 | |
| Kim ngạch xuất khẩu (USD'triệu) | | 136 | 174 | 230 | 200 |
| Doanh thu | 2,985 | 3,087 | 4,432 | 5,484 | 6,000 |
| Giá vốn hàng bán | 2,265 | 2,573 | 3,823 | 4,688 | |
| Lợi nhuận gộp | 720 | 514 | 609 | 795 | |
| Chi phí bán hàng | 259 | 201 | 347 | 429 | |
| Chi phí quản lý DN | 39 | 42 | 67 | 82 | |
| Lợi nhuận từ HĐKD chính | 423 | 271 | 195 | 284 | |
| Thu ròng từ tài chính | (269) | 59 | 65 | (13) | |
| Lợi nhuận từ công ty liên kết | 14 | 24 | 15 | 18 | |
| Lợi nhuận khác | 11 | 6 | 2 | *32 | |
| Thu nhập trước thuế | 179 | 360 | 277 | 320 | 450 |
| Thuế | 7 | 35 | 26 | 30 | |
| Lợi nhuận sau thuế | 171 | 325 | 251 | 290 | |
| Phần hùn thiểu số | 7 | 2 | 32 | 26 | |
| Lợi nhuận ròng | 165 | 323 | 219 | 264 | |
| EPS | 3,334 | 4,933 | 3,321 | 4,072 | |

Nguồn: HVG, SBS dự phóng

* Lợi nhuận khác chủ yếu từ thanh lý tòa nhà Q1 của AGF

CTCP CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN**Trụ sở chính****278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3****TP HCM****Việt Nam**

Tel: +84 (8) 6268 6868

Fax: +84 (8) 6255 5957

www.sbsec.com.vn

Singapore

SBS Global Investment Pte Ltd.
No 3 Shenton Way, #24-03 Shenton House,
Singapore 068805
Tel: +65-6592-5709
Fax: +65-6592-5700
www.sbsglobalinvest.com

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette
Phường Nguyễn Thái Bình Ward, Quận 1,
TP HCM
Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt
Quận Hoàn Kiếm
Hà Nội
Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsec.com.vn

Chi nhánh Hoa Việt

36-38 Đường Phùng Hưng
Quận 5
TP HCM
Việt Nam
Tel: +84 (8) 3854 7858
Fax: +84 (8) 3854 7856

Chi nhánh Tây Đô

212A Đường Ba Tháng Hai
Quận Ninh Kiều
TP Cần Thơ
Việt Nam
Tel: +84 (710) 378 3434
Fax: +84 (710) 378 3436

Chi nhánh Đà Nẵng

62 Đường Nguyễn Thị Minh Khai
Quận Hải Châu
TP Đà Nẵng
Việt Nam
Tel: +84 (5113) 81 86 86
Fax: +84 (5113) 81 88 86

Chi nhánh Vũng Tàu

Tầng 3, 67A Đường Lê Hồng Phong
TP Vũng Tàu
Việt Nam
Tel: +84 (64) 3553 398
Fax: +84 (64) 3553 390

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.