

Kết quả kinh doanh năm 2011

03/05/2012

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC)

Kết quả lợi nhuận 2012 không tương ứng với sự cải thiện doanh thu

Lợi nhuận năm 2011 vượt 58% mục tiêu năm. Trong quý 4/2011, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng của VHC tương ứng đạt 1,135 tỷ đồng (+30% y-o-y hoặc tương đương quý trước) và 76 tỷ đồng (+79% y-o-y hoặc -9% q-o-q). Lũy kế cả năm, doanh thu thuần của công ty đạt 4,104 tỷ đồng (+36% y-o-y) và lợi nhuận ròng đạt 394 tỷ đồng (+84% y-o-y). So với mục tiêu năm 2011, lợi nhuận ròng (LNR) của VHC vượt 58%, đồng thời cao hơn 19% so với dự phóng của chúng tôi.

Ban lãnh đạo công ty dự kiến lợi nhuận sẽ thấp hơn 39% trong năm 2012. VHC đã đặt kế hoạch doanh thu đạt 5,095 tỷ đồng (+24% y-o-y) và LNST ước đạt 250 tỷ đồng (-39% y-o-y). Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch năm 2012 của VHC khá thận trọng và chủ yếu phản ánh tình hình khó khăn của thị trường trong quý 1/2012. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh khả quan hơn từ quý 2/2012, dựa trên cơ sở chi phí nguyên liệu thấp hơn và nhu cầu tiêu thụ cao tại thị trường Mỹ (với lợi thế từ mức thuế chống bán phá giá 0%).

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận năm 2012 đạt 398 tỷ đồng, tương đương với kết quả năm 2011. Với tốc độ tăng trưởng dự phóng 12%, VHC dự kiến đạt kim ngạch xuất khẩu 169 triệu USD, đem lại tổng doanh thu khoảng 5,075 tỷ đồng (+24% y-o-y). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn và ở mức 17% do VHC khó có khả năng chuyển hoàn toàn sự gia tăng chi phí nguyên liệu cho khách hàng. Ngoài ra, với xu hướng ổn định hơn của VND trong năm nay và nhu cầu vốn lưu động và đầu tư tăng cao, lợi nhuận tài chính dự phóng âm 42 tỷ đồng. Do vậy, lợi nhuận ròng ước đạt khoảng 398 tỷ đồng, cao hơn 67% so với mục tiêu của VHC.

Duy trì khuyến nghị MUA, với mức giá mục tiêu được điều chỉnh nâng lên 43,300 đồng. Mặc dù VHC có lợi thế hơn so với các đối thủ cạnh tranh khác, chúng tôi chỉ kỳ vọng VHC giao dịch ở mức P/E là 5 lần do thanh khoản khá thấp. Dựa trên EPS dự phóng năm 2012 là 8,665 đồng, giá mục tiêu được thiết lập tại mức 43,300 đồng, cao hơn 20% so với giá hiện hành. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHC.

Thông tin tài chính

Tỷ đồng	FY10	FY11	FY12F	Kế hoạch 2012	FY13F
Tổng doanh thu	3,009	4,104	5,075	5,095	5,404
Lợi nhuận trước thuế	273	480	482	350	512
Lợi nhuận ròng	214	394	398	250	367
Tỷ lệ tăng trưởng	11%	84%	1%		-8%
EPS (VND)	4,878	8,582	8,665		7,775
Cổ tức	-	2,500	2,500		2,500
Tỷ suất cổ tức	0%	9%	7%		7%
Giá trị sổ sách	21,781	27,707	33,873		39,069
ROA	13%	19%	15%		12%
ROE	27%	35%	28%		22%
P/E (x)	5.8	3.3	4.2		4.6
P/BV (x)	1.3	1.0	1.1		0.9

Nguồn: VHC, SBS dự phóng

MUA

Giá hiện hành	VND 36,000
Giá mục tiêu cũ	VND 39,000
Giá mục tiêu	VND 43,300

Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	VHC
SLCP đang lưu hành (tỷ đồng)	45.9
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,654
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	37.9 22.5
KLGD trung bình trong 3 tháng ('000)	7,939
Beta (x)	0.55
Giá trị sổ sách (VND)	26,363

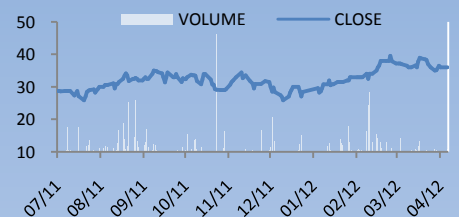
Cổ đông lớn

Truong Thi Le Khanh	49.6
Red River Holding	15.2
Vietnam Investment Fund	8.3

Biến động giá cổ phiếu

Tháng	Giá trị	(%)
1 tháng	(3.5)	-9%
3 tháng	8.9	33%
6 tháng	3.5	11%
12 tháng	13.1	57%

Biến động giá cổ phiếu trong 6 tháng


Lương Thị Thảo, CFA

thao.lt@sbsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

ngoc.nhb@sbsc.com.vn

Kết quả kinh doanh ấn tượng năm 2011

Năm 2011, doanh thu tăng 36% y-o-y đạt 4,104 tỷ đồng, LNR tăng đột biến 84% y-o-y đạt 394 tỷ. Kết quả kinh doanh ấn tượng trên dựa trên các yếu tố sau :

- Tăng trưởng doanh thu:** (i) Doanh thu bán thành phẩm (chiếm 75% và 78% tỷ trọng trên tổng doanh thu năm 2010 và năm 2011) tăng 41% chủ yếu do giá bán bình quân được cải thiện (ước tính, +22% y-o-y), cộng với sự mất giá 10% của VND so với USD; (ii) doanh thu bán nguyên liệu cũng tăng gần 10 lần từ 25 tỷ đồng tăng lên 262 tỷ đồng; và (iii) doanh thu phế phẩm tăng trưởng 48% (từ 306 tỷ đồng tăng lên 454 tỷ đồng – ước tính nhờ vào giá bán bình quân tăng tương ứng với sự gia tăng của giá cá nguyên liệu).
- Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính tăng từ 10% (năm 2010) lên 12% (năm 2011),** chủ yếu do tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu thấp hơn (từ 10% giảm xuống còn 6%), trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 20% (năm 2010) xuống còn 18% (năm 2011). Sự sụt giảm của tỷ suất lợi nhuận gộp do: (i) tỷ suất lợi nhuận gộp của thành phẩm giảm còn 16% (so với mức 20% năm 2010) do giá vốn nguyên liệu gia tăng đã triệt tiêu mức tăng trưởng tích cực của giá bán trung bình. Giá thị trường cá tra thịt trắng ước tăng 45% trong năm 2011 (từ 16,900 đồng tăng lên 24,500 đồng/kg); (ii) tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động bán nguyên vật liệu và phế phẩm cũng giảm tương ứng từ 6% xuống còn 4% và từ 69% xuống còn 25%. Sự sụt giảm trên được bù đắp một phần bởi sự đảo chiều mạnh của tỷ suất lợi nhuận gộp mảng thương mại từ âm 28% lên mức 41%.
- Lỗ tài chính thấp hơn, từ mức âm 20 tỷ đồng giảm xuống còn âm 12 tỷ đồng,** nhờ vào khoản lãi tỷ giá đáng kể ~ 37 tỷ đồng (năm 2010 ~ 3 tỷ đồng), phần nào bù đắp chi phí lãi vay tăng cao 57% (từ 45 tỷ đồng tăng lên 70 tỷ đồng).

Kết quả kinh doanh thực tế năm 2011 so với dự phóng của chúng tôi cao hơn 3% về doanh thu và 19% về lợi nhuận, chủ yếu do: (i) biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh chính cao hơn (so với mức 11% dự phóng của chúng tôi) và (ii) thuế suất thu nhập doanh nghiệp là 14% (thấp hơn so với ước tính của chúng tôi là 17%).

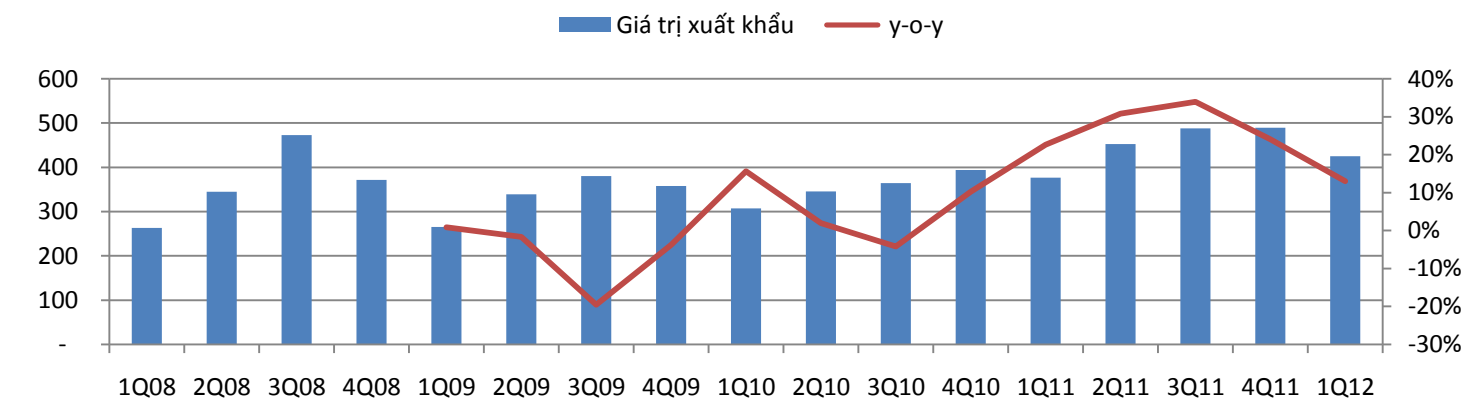
Triển vọng 2012

Ngành xuất khẩu cá tra của Việt Nam

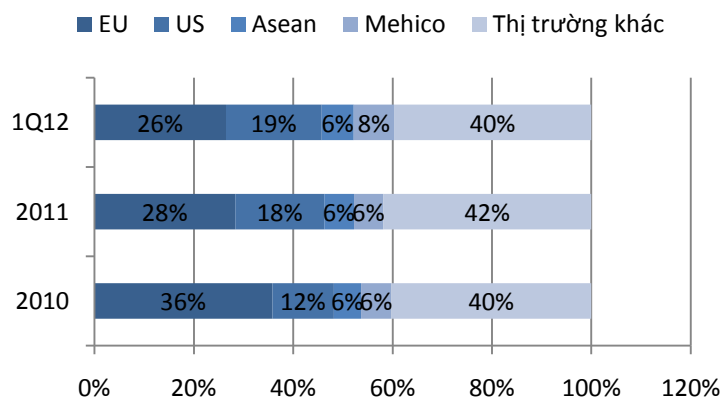
EU vẫn là thị trường trọng điểm nhưng tăng trưởng mạnh chủ yếu từ các nhà nhập khẩu Mỹ

Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam đạt 425 triệu USD (+13% y-o-y) và sản lượng sản xuất đạt 161,000 tấn (+5% y-o-y) trong quý đầu tiên của năm nay với sự gia tăng tại hầu hết các thị trường, ngoại trừ EU. Trong khi thị trường Mỹ và Mexico tăng trưởng mạnh tương ứng đạt 49% và 16%, thị trường EU vẫn tiếp tục giảm 12%. Do vậy, cơ cấu xuất khẩu tiếp tục dịch chuyển theo hướng giảm tỷ trọng tại thị trường EU và ngược lại ghi nhận sự đóng góp gia tăng từ thị trường Mỹ. VHC và HVG tiếp tục là 2 công ty lớn nhất trong ngành với tốc độ tăng trưởng tương ứng với tăng trưởng ngành ~ 12% - 14%.

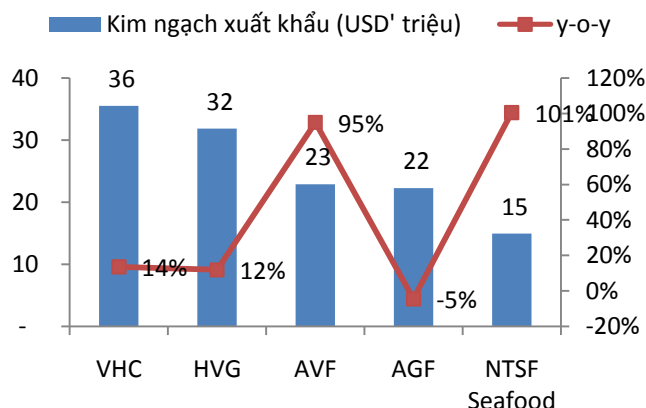
Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam (triệu USD)



Nguồn: VASEP, SBS



Nguồn: VASEP, SBS

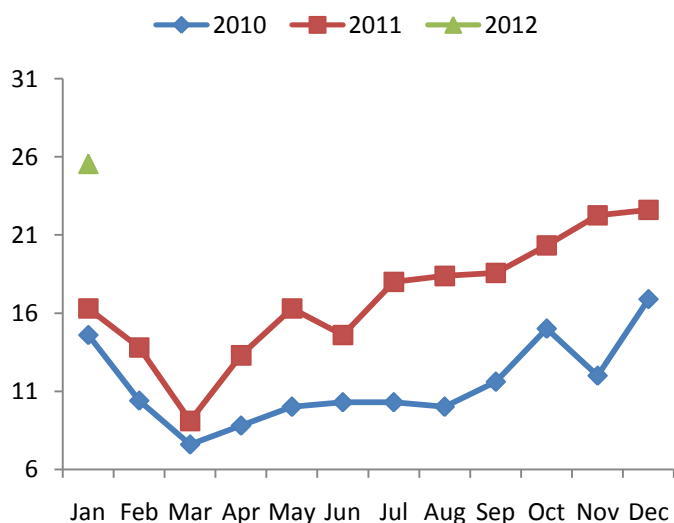


Nguồn: VASEP, SBS

- Thị trường EU – chưa khả quan trong ngắn hạn:** Sự sụt giảm trên thị trường này chủ yếu đến từ Hà Lan (chiếm 16% tỷ trọng xuất khẩu vào EU, -18% y-o-y) và Đức (chiếm 13% tỷ trọng xuất khẩu vào EU, -37% y-o-y). Nguyên nhân đến từ cả hai phía nhà xuất khẩu và nhà nhập khẩu. Cụ thể, nhà nhập khẩu gặp khó khăn trong việc trữ hàng tồn kho như mọi năm do các ngân hàng siết chặt tín dụng, trong khi đó các doanh nghiệp Việt Nam hạn chế hơn trong việc bán hàng đối với những đối tác yêu cầu thanh toán chậm. Theo nhận định của ban lãnh đạo các công ty mà chúng tôi đã có dịp trao đổi, hoạt động xuất khẩu cá tra sang thị trường EU vẫn chưa thể phục hồi như kỳ vọng trong thời gian sắp tới.
- Thị trường Mỹ – cạnh tranh gay gắt hơn:** tính đến tháng 1/2012, sản lượng nhập khẩu cá da trơn vào thị trường này tiếp tục tăng 57% nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước trong khi nguồn cung nội địa tiếp tục giảm 16% (theo số liệu thống kê 2 tháng đầu năm 2012). Theo nhận định của một số công ty, lượng doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam chào bán sản phẩm vào thị trường Mỹ đã tăng gấp đôi, đồng thời giá bán có xu hướng giảm trong thời gian gần đây. Đây là tình trạng cạnh tranh bảo trong khi thuế chống phá giá vẫn là rủi ro chính tại thị trường này. Ngày 8/3/2012, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã công bố kết quả khả quan của đợt xem xét hành chính thuế chống bán phá giá lần thứ bảy (POR 7), đặc biệt đối với 13 bị đơn bắt buộc khi không có sự thay đổi đột ngột theo hướng tiêu cực như các kỳ xem xét trước. Theo đó, áp dụng mức thuế 0% cho Công ty Vĩnh Hoàn, 0,03 USD/kg cho 12 bị đơn bắt buộc còn lại (~ thuế suất 0.9%, so với 0.02 USD/kg của POR 6) và các công ty khác ngoài 13 công ty này sẽ chịu mức thuế 2,11 USD/kg. Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt sẽ gây khó khăn trong việc duy trì mức thuế ổn định.

Nhập khẩu cá da trơn tại Mỹ (triệu pound)

Mức thuế áp dụng theo POR7



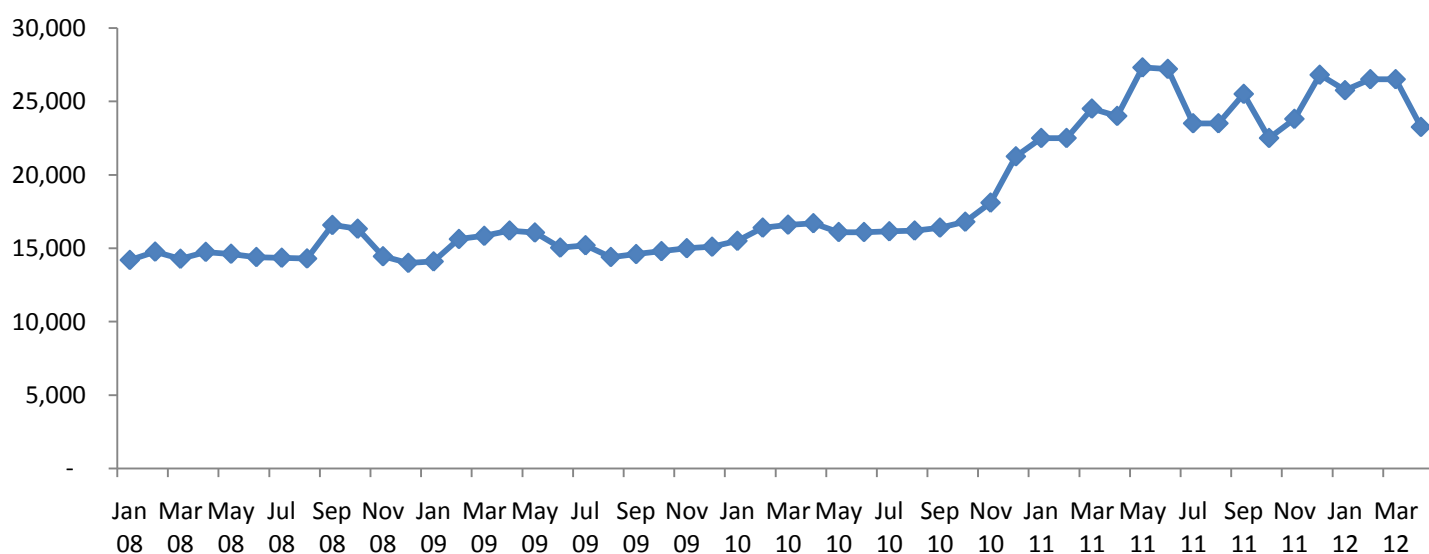
Nguồn: VASEP, SBS

Công ty	Mức thuế bình quân (USD/kg)	Thuế suất tương ứng (%)
CTCP Vĩnh Hoàn	\$0	0.0%
Cty TNHH Thực phẩm QVD	0.03	0.9%
Anvifish Co., Ltd	0.03	0.9%
CTCP Việt An	0.03	0.9%
CTCP TM Thủy sản Á Châu	0.03	0.9%
Cty TNHH Thủy sản Biển Đông	0.03	0.9%
CTCP Thủy sản Bình An	0.03	0.9%
CTCP XNK Thủy sản Cần Thơ	0.03	0.9%
ESS LLC	0.03	0.9%
East Sea Seafoods JVC, Ltd.	0.03	0.9%
CTCP CB thủy sản Hiệp Thành	0.03	0.9%
Cty TNHH CN TS Miền Nam	0.03	0.9%
Vĩnh Quang	0.03	0.9%
Thuế suất toàn quốc	2.11	63.9%

Các ngân hàng thận trọng trong việc cho vay đối với các doanh nghiệp thủy sản sau sự kiện mất khả năng trả nợ của Bianfishco. Theo đại diện của ACL, ANV..., mặc dù lãi suất đã giảm xuống còn 14% - 17% góp phần giảm áp lực chi trả lãi vay, các doanh nghiệp đang gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn vay của ngân hàng. Các doanh nghiệp phải tăng tài sản thế chấp cho các khoản vay tương đương năm 2011 hoặc phải chịu các tiêu chuẩn khắt khe hơn đối với các khoản vay mới.

Tình hình tương tự cũng diễn ra trong lĩnh vực nuôi trồng. Để đầu tư thả nuôi 1ha cá tra phải mất khoảng 8 tỷ đồng, trong đó nhiều người nuôi chỉ có khoảng 5% vốn, còn lại 95% là vốn vay ngân hàng. Bên cạnh khó khăn về vốn, giá cá tra đầu ra không ổn định như hiện nay có thể dẫn đến tình trạng thiếu nguyên liệu do người nuôi tiếp tục thu hẹp diện tích nuôi trồng. Giá cá tra nguyên liệu sau khi đạt đỉnh 27,300 đồng/kg vào tháng 5/2011, đã có xu hướng đi ngang với biên độ dao động khá lớn 21% (từ 22,500 đồng tăng lên 27,300 đồng/kg).

Giá cá tra thịt trắng (đồng/kg)



Nguồn: VASEP, SBS

Mặc dù phải đối mặt với những thách thức trên, theo nhận định của chúng tôi, sẽ không quá khó khăn để ngành xuất khẩu cá tra đạt mục tiêu 2 tỷ USD trong năm nay. Chúng tôi vẫn kỳ vọng mức tăng trưởng 11% - 17%, tương ứng với kim ngạch đạt khoảng 2 - 2.1 tỷ USD cho hoạt động xuất khẩu cá tra dựa trên (i) bất kể sự thu hẹp của thị trường EU, các thị trường khác như Mỹ, Mexico, Canada, Trung Đông, Châu Phi... vẫn đang được mở rộng và (ii) các vấn đề về mức thuế chống phá giá, tình trạng thiếu vốn và thiếu nguyên vật liệu gần như là “một căn bệnh cố hữu” đã diễn ra trong nhiều năm. Theo quan điểm của chúng tôi, tình hình này sẽ đem lại cơ hội tốt cho những doanh nghiệp lớn với thế mạnh tài chính tốt nhằm phát triển và mở rộng thị phần của họ, cụ thể là HVG, VHC.

Kế hoạch kinh doanh của VHC

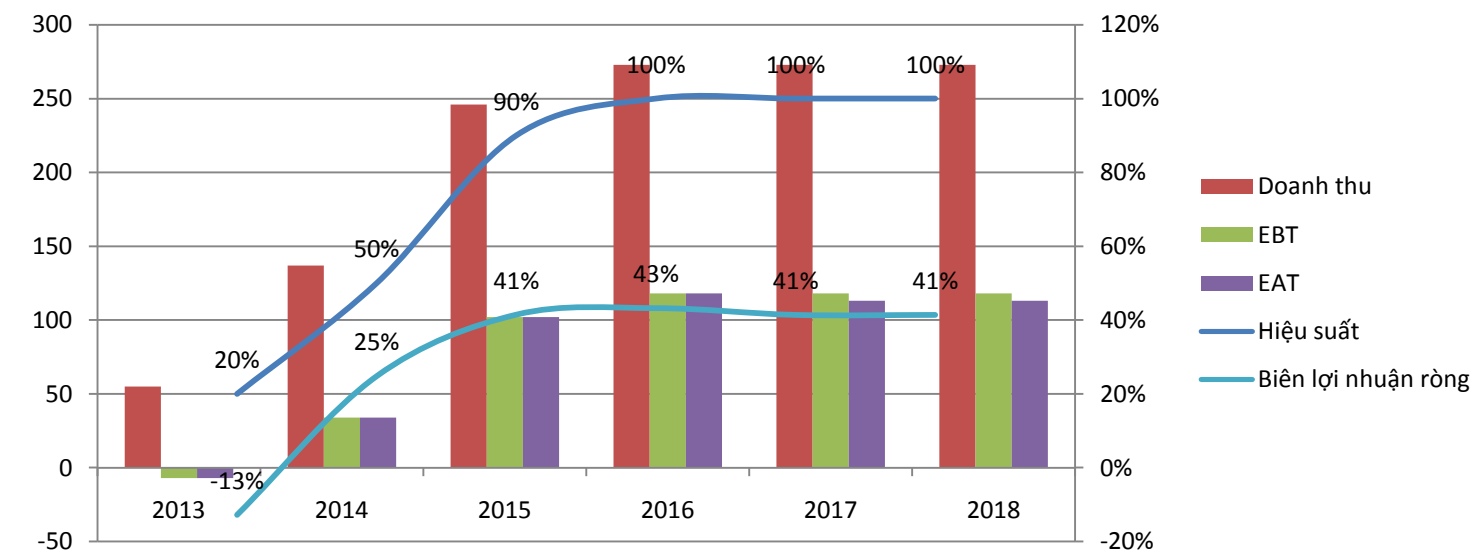
Nhu cầu vốn đầu tư tăng cao trong giai đoạn 2012 – 2014

Dựa vào chiến lược dưới đây của VHC, công ty dự kiến sẽ cần khoảng 300 – 350 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2012 – 2014. Ngoài trừ kế hoạch sản xuất gạo của Nhà máy gạo Vĩnh Hoàn 2, chúng tôi nhận thấy độ trì hoãn nhất định trong việc thực hiện các dự án khác, so với kế hoạch ban đầu. Chúng tôi cho rằng VHC nhiều khả năng tiếp tục kéo giãn tiến độ thực hiện dự án, dựa trên giả định các dự án này được tài trợ chủ yếu bởi lợi nhuận được giữ lại nhằm duy trì tỷ lệ nợ vay an toàn. Từ năm 2010, VHC đã duy trì tỷ lệ nợ dao động trong khoảng 44% - 45%.

Chiến lược phát triển					
Dự án	Tiến độ thực hiện				Vốn đầu tư (Tỷ đồng)
	2012	2013	2014	2015	
Nuôi trồng	Đạt được chứng nhận ASC vào cuối quý 3/2012				
	Mở rộng 300ha				200
	Tự cung cấp 100% nhu cầu giống và nguyên liệu				
Sản xuất			Nâng công suất 100 tấn nguyên liệu/ngày		200
Nhà máy gạo					
* VH2	Đưa nhà máy VH2 vào hoạt động với công suất 100,000 tấn/năm trong quý 2/2012.				150
* VH3	Được chuyển giao 27ha để xây dựng nhà máy trong tháng 1/2012.		Xây dựng	Hoạt động	200
Nhà máy Collagen	Phân xưởng sản xuất Collagen thử nghiệm với công suất 10 tấn bột phẩm/năm đã chính thức đi vào hoạt động từ tháng 3/2012. Dự kiến nhà máy chiết xuất collagen với công suất 1.000 tấn thành phẩm/năm sẽ được khởi công xây dựng vào quý 3/2012.				200

Nguồn: VHC

Dự án Collagen



Nguồn: VHC

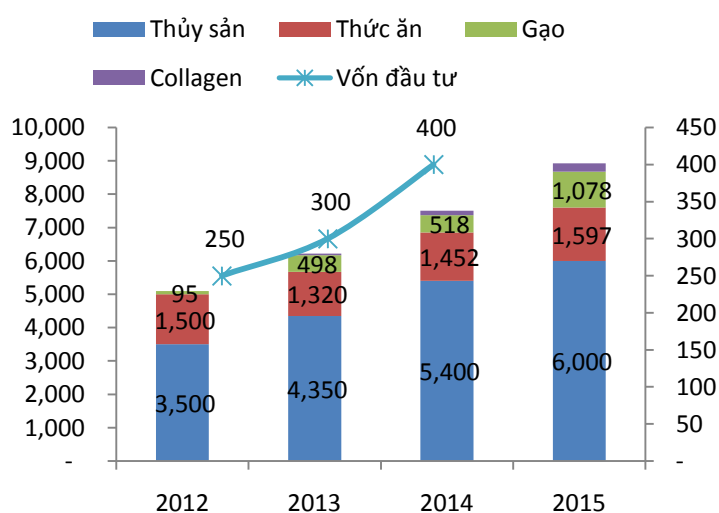
Đặt mục tiêu thận trọng trong năm 2012 với LNST giảm 39%

VHC đã đạt kế hoạch doanh thu đạt 5,095 tỷ đồng (+24% y-o-y) và LNST ước đạt 250 tỷ đồng (-39% y-o-y), ~ kế hoạch lợi nhuận FY11. Tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu dự kiến là 21% và 41% cho LNST trong giai đoạn 2012-2015. Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch năm 2012 của VHC được đặt ra khá thận trọng và chủ yếu phản ánh tình hình thị trường trong quý 1/2012. Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 33 tỷ đồng (-54% y-o-y) mặc dù kim ngạch xuất khẩu tăng 14% (từ 31 triệu USD tăng lên 36 triệu USD – theo số liệu của VASEP) đem lại tăng trưởng 10% trên doanh thu (từ 801 tỷ đồng tăng lên 882 tỷ đồng) trong quý 1/2012. Theo công ty, kết quả kinh doanh sụt giảm do các yếu tố sau:

- i) Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 15% (Quý 1/2011) xuống còn 11% (Quý 1/2012), do (i) giá bán bình quân giảm cũng như (ii) chi phí nguyên liệu có xu hướng gia tăng. Giá thị trường cá tra tăng khoảng 13% y-o-y trong quý 1/2012 (ước tính, từ 23,200 đồng tăng lên 26,300 đồng/kg).
- ii) Tỷ giá VND so với USD không có sự biến động lớn trong Q1/2012.

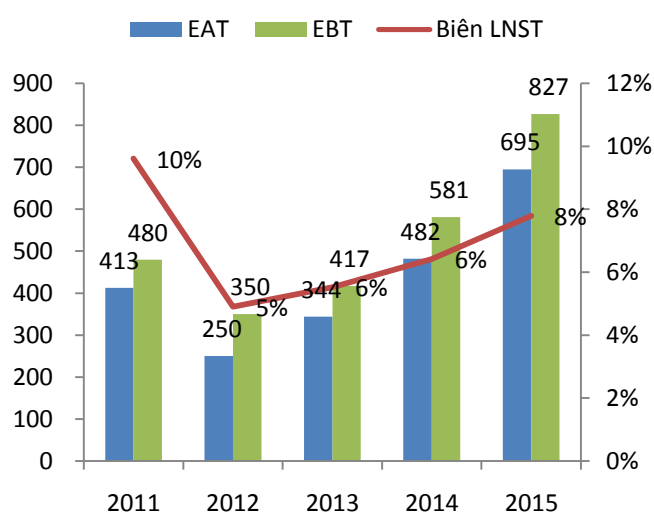
Chúng tôi cho rằng công ty chịu sự cạnh tranh gay gắt hơn, dẫn đến giá bán bình quân bị sụt giảm. Giá bán của VHC đã duy trì ở mức cao so với các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sẽ có chuyển biến khả quan hơn từ quý 2/2012, dựa trên cơ sở chi phí nguyên liệu thấp hơn và nhu cầu tiêu thụ cao đối với dòng sản phẩm cá tra, cá basa tại thị trường Mỹ (với lợi thế là mức thuế chống bán phá giá 0%).

Mục tiêu doanh thu & vốn đầu tư giai đoạn 2012 – 2015



Nguồn: VHC

Mục tiêu lợi nhuận giai đoạn 2012 – 2015



Nguồn: VHC

Lợi nhuận năm 2012 ước đạt 398 tỷ đồng, tương đương với kết quả năm 2011

Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của VHC đạt 12%, đem lại 169 triệu USD từ sản phẩm phile cá tra. Đây là mức tăng trưởng tương đương với tốc độ tăng trưởng của ngành, dựa trên mức độ cải thiện thấp hơn của giá bán bình quân sau khi đã tăng mạnh trong giai đoạn 2010 – 2011. Bên cạnh đó, các dự án khác dự kiến không đi vào hoạt động trong năm 2012. Theo đó, tổng doanh thu ước đạt 5,075 tỷ đồng (+24% y-o-y) với cơ cấu doanh thu tương tự trong năm 2011.

Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính giảm nhẹ còn 17%, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính giảm xuống còn 10%.

Thu nhập tài chính – năm nay, dự kiến công ty sẽ gia tăng các khoản vay ngắn hạn và dài hạn, dẫn đến chi phí lãi vay tăng cao. Ngoài ra, chúng tôi không kỳ vọng mức trượt giá mạnh của VND trong năm nay, đem lại lợi nhuận tài chính không khả quan ~ khoảng âm 42 tỷ đồng.

Với những giả định như trên, LNR năm 2012 ước đạt khoảng 398 tỷ đồng, tương đương kết quả năm 2011, đồng thời cao hơn 67% so với mục tiêu của VHC là 250 tỷ đồng.

Dự phóng tài chính năm 2012 & 2013

	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12F	FY13F	Mục tiêu 2012
Doanh thu	2,442	2,771	3,009	4,104	5,075	5,404	5,095
Giá vốn hàng bán	2,153	2,319	2,422	3,380	4,205	4,478	
Lợi nhuận gộp	289	452	587	724	870	927	
Chi phí bán hàng	114	159	211	177	244	260	
Chi phí quản lý DN	19	35	87	56	101	108	
Lợi nhuận từ HĐKD chính	156	258	289	492	524	558	
Lợi nhuận tài chính	(71)	(17)	(20)	(12)	(42)	(46)	
Lợi nhuận khác	(0)	(1)	4	0	-	-	
Lợi nhuận trước thuế	85	240	273	480	482	512	350
Thuế TNDN	2	32	44	67	65	128	
Lợi nhuận sau thuế	82	208	229	413	417	384	250
Lợi nhuận ròng	80	193	214	394	398	367	
EPS	2,668	5,933	4,878	8,582	8,665	7,775	

Nguồn: VHC, SBS dự phóng

Định giá và khuyến nghị

Sau khi chạm đáy tại mức giá 21,100 đồng vào ngày 8/3/2011, giá cổ phiếu VHC đã phục hồi lên mức 36,000 đồng vào ngày 2/5/2012 với thanh khoản khá thấp trong những tháng gần đây. Dựa trên mức giá đóng cửa ngày 5/5/2012, VHC đang giao dịch tại mức FY11 P/E là 4.2 lần. Giá trị sổ sách tính đến ngày 31/12/2011 là 27,707 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/BV là 1.3 lần. Cổ tức năm 2011 được thiết lập tại mức thấp nhất là 2,500 đồng/cổ phiếu, trong đó 1,000 đồng/cổ phiếu còn lại đem lại tỷ suất cổ tức là 3%. Mặc dù kết quả kinh doanh tốt trong năm 2011, chúng tôi không kỳ vọng cổ tức cao hơn do công ty có kế hoạch gia tăng nhu cầu vốn đầu tư cho những năm tiếp theo.

Mặc dù P/E thị trường là 11 lần, chúng tôi dự phóng **P/E thấp hơn đáng kể cho ngành thủy sản tại mức 5 lần** dựa trên sự bất ổn của cả hai thị trường đầu ra và đầu vào. Xuất phát từ lợi thế cạnh tranh của VHC, đặc biệt tại thị trường Mỹ và khả năng tự chủ nguyên liệu cao, chúng tôi cho rằng **VHC tương xứng với mức P/E cao hơn 20% - 30% so với P/E ngành**. Tuy nhiên, **xem xét tính thanh khoản kém của cổ phiếu này, chúng tôi áp dụng mức P/E kỳ vọng của công ty là 5 lần ~ P/E ngành**. Mức thanh khoản thấp của VHC đến từ tỷ lệ sở hữu chi phối của các cổ đông lớn và nhà đầu tư tổ chức ~ nắm giữ 88% cổ phần, dẫn đến lượng cổ phiếu lưu hành tự do trên thị trường khá thấp. Theo đó, giá mục tiêu của VHC được xác định tại mức **43,300 đồng**, dựa trên EPS năm 2012 là 8,665 đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 20% so với giá hiện hành. Do vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC.

Chỉ tiêu so sánh	VHC	HVG	AVF	AGF	ANV	ACL
Tài sản	2,408	6,295	1,891	1,717	2,154	793
Vốn chủ sở hữu	1,273	2,090	390	655	1,447	298
Doanh thu	4,104	7,794	1,864	2,660	1,755	1,288
Tỷ suất LN gộp	18%	16%	17%	13%	10%	19%
Tỷ suất LN ròng	10%	5%	3%	2%	4%	9%
ROA	19%	7%	4%	4%	4%	15%
ROE	35%	21%	16%	10%	5%	44%
Cổ tức năm 2012 (đồng/CP)	2,500	3,000	2,000	3,000	900 *	5,000
EPS	8,582	6,337	2,728	4,890	1,161	6,243
Giá trị sổ sách	27,707	31,674	17,335	51,769	22,872	16,201
Giá cổ phiếu (2/5/2012)	36,000	36,000	15,400	27,700	10,200	18,800
Tỷ suất cổ tức	7%	8%	13%	11%	9%	27%
P/E	4.2	5.7	5.6	5.7	8.8	3.0
P/BV	1.3	1.1	0.9	0.5	0.4	1.2

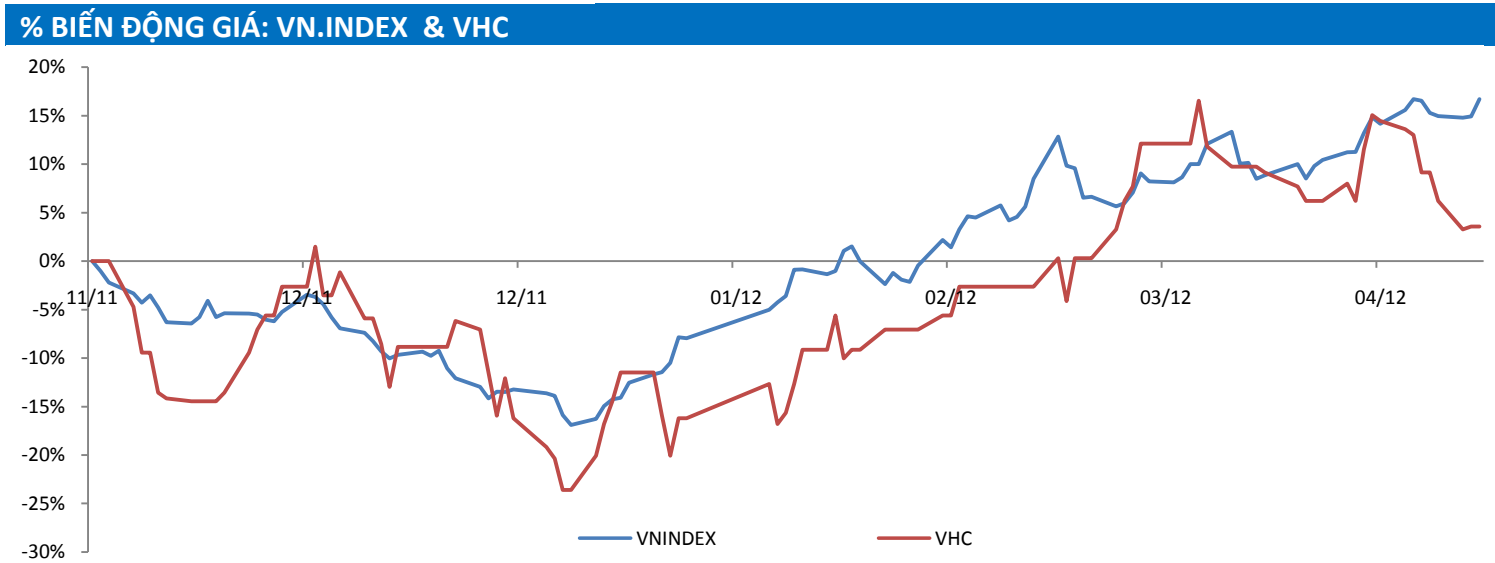
Nguồn: SBS dựa trên kết quả kinh doanh 2011

* Cổ tức 2011 năm

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tài sản	1,959.2	2,111.8	2,189.9	2,378.1
Tài sản ngắn hạn	1,325.7	1,447.2	1,529.6	1,723.8
Tài sản dài hạn	633.5	664.6	660.3	654.3
Tài sản cố định	576.0	587.2	583.1	573.4
Đầu tư dài hạn				
Nguồn vốn	1,959.2	2,111.8	2,189.9	2,378.1
Nợ phải trả	888.8	937.1	931.9	1,107.6
Nợ ngắn hạn	798.0	852.1	867.4	1,045.8
Nợ dài hạn	90.8	85.0	64.6	61.8
Vốn chủ sở hữu	1,016.5	1,117.3	1,200.3	1,207.5
Nguồn vốn	1,016.5	1,117.3	1,200.3	1,207.5
Vốn điều lệ	471.5	471.5	471.5	471.5
Thặng dư vốn	191.8	190.5	190.5	190.5
LN chưa phân phối	386.3	488.3	571.6	578.6

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tổng doanh thu	936.2	931.4	1,133.3	1,134.7
Doanh thu thuần	936.2	923.7	1,131.0	1,134.7
COGS	778.6	722.6	952.5	974.0
Lợi nhuận gộp	157.5	201.1	178.6	160.7
Thu nhập tài chính	29.3	39.4	10.0	22.0
Chi phí tài chính	24.1	33.7	20.5	32.1
<i>Lãi vay phải trả</i>	15.3	18.0	15.9	18.3
Chi phí bán hàng	42.6	42.8	45.0	45.5
Chi phí quản lý	11.5	12.2	17.3	14.0
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	108.8	151.9	105.7	91.0
Thu nhập khác	0.6	(0.2)	1.0	13.6
Chi phí khác	1.5	1.2	0.3	12.6
Tổng LN trước thuế	107.9	150.4	106.4	92.0
Chi phí thuế TNDN	18.2	24.3	20.8	10.0
Lợi nhuận sau thuế	89.9	127.3	83.6	81.2
Lợi nhuận ròng	82.9	122.2	83.3	75.9

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Doanh thu	37.0%	17.4%	66.4%	29.9%
Lợi nhuận gộp	36%	47%	16%	26%
Lợi nhuận ròng	99%	85%	33%	79%
Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận biên	16.8%	21.8%	15.8%	14.2%
EBIT biên	13.2%	18.2%	10.8%	9.7%
Lợi nhuận ròng biên	8.9%	13.2%	7.4%	6.7%
ROA (4Q)	14.5%	16.4%	16.4%	16.9%
ROE (4Q)	27.3%	31.1%	31.0%	32.1%
Chỉ tiêu quản lý				
Số ngày phải thu	41	43	44	39
Số ngày tồn kho	59	91	65	74
Số ngày phải trả	0	1	1	1
Hệ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1.7	1.7	1.8	1.6
Thanh toán nhanh	1.0	0.9	1.0	0.9
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	0.1	0.3
Cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Vốn chủ	87.4%	83.9%	77.6%	91.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	45.4%	44.4%	42.6%	46.6%
Tổng tài sản/Vốn chủ	192.7%	189.0%	182.4%	196.9%
Chỉ tiêu trên cổ phần				
PE	6.1	5.3	5.0	4.5
EPS (VNĐ/CP)	5715	6572	7015	7725



Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	03/08/2009	MUA	N/A	33,800 đồng
Báo cáo cập nhật	05/05/2011	MUA	30,000 đồng	24,300 đồng
Báo cáo cập nhật	21/11/2011	MUA	39,000 đồng	29,300 đồng
Báo cáo cập nhật	03/05/2011	MUA	43,300 đồng	36,000 đồng

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

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 (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

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 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