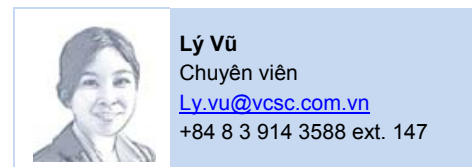


21/06/2012



Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu **34.400**
Giảm **11,9%**

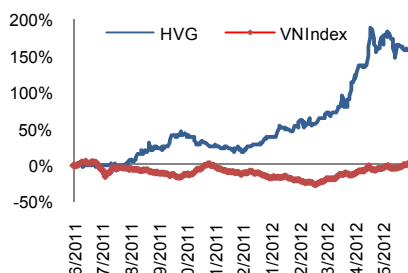
Thủy sản

Các chỉ số chính

Giá ngày 21/06/2012	38.500
Mức thấp nhất 52 tuần	14.645
Mức cao nhất 52 tuần	43.098
GTGD bình quân 30 ngày	93.172
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	65
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	2.492
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	119
TL sở hữu nước ngoài	9,6%

Định giá	2011	2012F	2013F
EPS (cơ bản)	6.330	6.571	7.620
Tăng trưởng EPS	82,3%	3,8%	16,0%
P/E (thị giá)	6,1x	5,9x	5,1x
P/B (thị giá)	1,2x	1,1x	1,0x
EV / EBITDA	4,6x	6,1x	5,3x
ROE	20,5%	19,3%	20,2%
ROA	8,3%	8,2%	9,3%
ROIC	10,4%	10,2%	11,3%
Nợ/Vốn CSH	94,1%	83,9%	75,5%
Lợi suất cổ tức	7,8%	7,8%	7,8%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối	-6,1%	108,4%	156,7%
Giá trị tương đối	-12,7%	91,6%	154,8%



Cơ cấu cổ đông

Ông Dương Ngọc Minh	34,1%
SSIAM	14,7%
SSI	5,0%
Cổ đông nước ngoài	9,6%
Khác	36,6%

See important disclosure at the end of this document

www.vcsc.com.vn | VCSC<GO>

Doanh nghiệp xuất khẩu cá đầu ngành

HVG là nhà xuất khẩu cá tra/basa hàng đầu của Việt Nam với 200 triệu USD phi lê cá tra/basa được bán ra tại các thị trường châu Âu, Mỹ, Mexico và Nga năm 2011. Công ty có năng suất chế biến cao nhất ngành 1.700 tấn/ngày và diện tích nuôi trồng rộng nhất gồm 500 hecta, qua đó tự cung cấp 80% cá nguyên liệu. Nhờ vậy công ty có lợi thế lớn về nguồn cung và chi phí đầu vào thấp hơn trong khi toàn ngành đang phải đối mặt với tình trạng thiếu cá nguyên liệu. Công ty cũng sở hữu 2 công ty thức ăn thủy sản, nhờ vậy là một trong số ít nhà sản xuất cá tra/basa khép kín. Công ty tích cực mua lại nhiều công ty cùng ngành nhằm hoàn thiện chuỗi sản xuất của mình qua đó nâng cao lợi nhuận.

Chúng tôi cho ra báo cáo lần đầu cho HVG với khuyến nghị GIẢM và giá mục tiêu là 34.400 đồng – Trong khi chúng tôi đánh giá cao vị trí dẫn đầu của công ty, tại mức giá thị trường hiện tại, cổ phiếu hiện đang giao dịch cao hơn 11,9% so với giá mục tiêu tính theo DCF của chúng tôi, P/E 5,9x với EPS dự phóng 2012 là 6.571 đồng và P/E 5,1x với EPS dự phóng 2013 là 7.620 đồng. Hơn nữa, HVG hiện đang giao dịch cao hơn 19% với P/E trong vòng 12 tháng nhưng ROE và ROA lại thấp hơn so với các công ty thủy sản khác trong nước. Nếu cổ tức bằng tiền mặt năm 2012 là 3.000 đồng/cổ phiếu như dự kiến thì lợi suất chỉ là 7,8% tại mức giá hiện tại. Công ty đã trả cổ tức ở mức này trong vòng vài năm qua và chúng tôi cho rằng sẽ không có thay đổi nào trong chính sách cổ tức. Cổ phiếu hiện diễn biến tốt hơn chỉ số VNI 92% và tăng giá gấp đôi tính từ đầu năm 2012 đến nay; và theo chúng tôi, hiện đã phản ánh triển vọng lợi nhuận và vị thế hiện tại của công ty.

Doanh nghiệp xuất khẩu cá đầu ngành – Là nhà xuất khẩu cá tra/basa số một của Việt Nam, HVG nắm giữ khoảng 12% thị phần xuất khẩu cá tra/basa của Việt Nam, đạt giá trị xuất khẩu 207 triệu USD vào năm ngoái, so với 150 triệu USD của VHC là công ty xuất khẩu lớn thứ 2. Trong năm 2010, HVG đã mua cổ phần kiểm soát 51% của Agifish (AGF) và trong năm 2011, HVG đã mua 18% cổ phần Faquimex (FBT) nhằm mở rộng diện tích nuôi trồng. HVG dự định sẽ nâng tỷ lệ nắm giữ lên 51% tại FBT. FBT hiện sở hữu 800 hecta diện tích nuôi trồng.

Hợp nhất ngành dọc, khả năng tự cung cấp nguyên liệu – Nếu tính cả diện tích nuôi trồng và năng suất chế biến của AGF và diện tích nuôi trồng hợp tác với FBT thì HVG có tổng diện tích nuôi trồng lớn nhất với 500 hecta và năng suất chế biến cao nhất với 1.700 tấn cá nguyên liệu/ngày. Theo chúng tôi, năm nay HVG có thể cung cấp 160.000 tấn, hay 80% nhu cầu cá nguyên liệu của mình. HVG dự định trong năm nay sẽ nắm giữ cổ phần kiểm soát của VTF, nhà cung cấp thức ăn chăn nuôi và thức ăn thủy sản.

Sau khi hợp nhất AGF, xuất khẩu của HVG tăng 28% năm 2010 và 33% năm 2011, vượt mức CAGR 21% của công ty từ 2006 đến 2009 và tăng trưởng của toàn ngành năm 2011 là 26,5%. AGF có chỗ đứng vững chắc tại thị trường Mỹ vốn mang lại lợi nhuận cao hơn, giúp công ty đa dạng hóa thị trường, bên cạnh các thị trường thanh toán chậm hơn như Nga và Đông Âu. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện do hiệu suất tăng từ việc khép kín quy trình hơn nữa bằng cách mua lại các công ty như VTF (thức ăn chăn nuôi) và FBT (diện tích nuôi trồng). Biên lợi nhuận gộp tăng 1,9% lên 15,6% trong năm 2011.

Doanh thu tăng mạnh 33% trong năm 2012 – Chúng tôi dự báo công ty sẽ xuất khẩu hơn 100 ngàn tấn phi lê, tăng 22% so với năm 2011 nhờ 200 ha diện tích nuôi trồng mới. Chúng tôi cho rằng giá bán trung bình tăng nhẹ 5% vì cạnh tranh gay gắt giữa các nhà xuất khẩu trong nước. Chúng tôi cũng kỳ vọng năm nay mảng kinh doanh hàng hóa khác với suất lợi nhuận thấp sẽ đóng góp ít hơn năm ngoái do lượng bán đầu nành tồn kho khá thấp và công ty chủ trương tập trung vào đáp ứng nhu cầu nội bộ hơn là bán ra bên ngoài.

Luận điểm đầu tư

Doanh nghiệp xuất khẩu cá đầu ngành

Chúng tôi cho ra báo cáo lần đầu cho HVG với khuyến nghị GIẢM và giá mục tiêu là 34.400 đồng – Trong khi chúng tôi đánh giá cao vị trí dẫn đầu của công ty, tại mức giá thị trường hiện tại, cổ phiếu hiện đang giao dịch cao hơn 11,9% so với giá mục tiêu tính theo DCF của chúng tôi, giả định P/E 5,9x với EPS dự phóng 2012 là 6.571 đồng và P/E 5,1x với EPS dự phóng 2013 là 7.620 đồng. Hơn nữa, HVG hiện đang giao dịch cao hơn 19% về P/E trong vòng 12 tháng nhưng có ROE và ROA thấp hơn so với các công ty thủy sản khác trong nước. Cổ tức bằng tiền mặt năm 2012 là 3.000 đồng/cổ phiếu thì lợi suất chỉ là 7,8% tại mức giá hiện tại. Công ty đã trả cổ tức ở mức này trong vòng vài năm qua và chúng tôi cho rằng sẽ không có thay đổi nào trong chính sách cổ tức. Cổ phiếu hiện diễn biến tốt hơn chỉ số VNI 92% và tăng giá gấp đôi tính từ đầu năm 2012 đến nay; và theo chúng tôi, hiện đã phản ánh triển vọng lợi nhuận và vị thế hiện tại của công ty.

Là nhà xuất khẩu cá tra/basa số một của Việt Nam, HVG nắm giữ khoảng 12% thị phần, đạt 207 triệu USD năm ngoái, so với 150 triệu USD của VHC doanh nghiệp xuất lớn thứ 2. Trong vòng hai năm qua, HVG đã mua cổ phần kiểm soát 51% của Agifish (AGF) và 18% cổ phần Faquimex (FBT) nhằm mở rộng diện tích nuôi trồng. HVG dự định sẽ nắm giữ cổ phần kiểm soát của FBT. FBT hiện đang sở hữu 800 hecta diện tích nuôi trồng của công ty này.

Nếu tính cả công ty con Agifish thì HVG là nhà xuất khẩu cá tra/basa lớn nhất Việt Nam với thị phần 11,5%, sau đó là Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn với thị phần 8,4%.

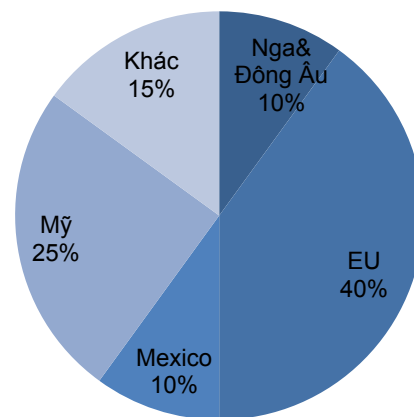
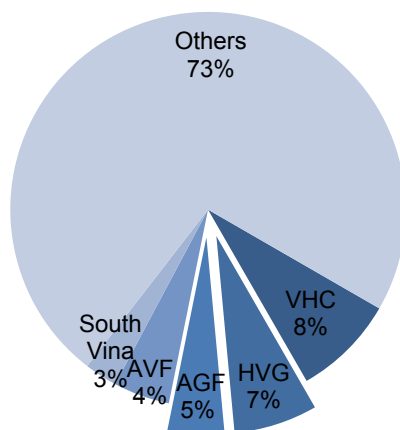
Hình 1: 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra/basa lớn nhất Việt Nam

	2010		2011
	Giá trị (triệu USD)		Giá trị (triệu USD)
Vĩnh Hoàn (VHC)	126,4	Vĩnh Hoàn (VHC)	150,8
Hùng Vương (HVG)	100,8	Hùng Vương (HVG)	100,8
Anvifish (AVF)	61,7	Agifish (AGF)	84,0
Agifish (AGF)	58,8	Anvifish (AVF)	83,1
Nam Việt (ANV)	58,2	South Vina	48,6
Thủy sản Cửu Long	48,3	Navico (ANV)	47,7
Bianfish	43,9	IDI Corp	47,2
NTSF	37,1	Bianfish	45,4
South Vina	35,4	Thủy sản Cửu Long	44,5
IDI Corp	34,9	Hùng Cá	42,6
Toàn ngành	1.427	Toàn ngành	1.806

Nguồn: HVG, VCSC

Hình 2a: Các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản lớn nhất Việt Nam

Hình 2b: Cơ cấu thị trường của HVG



Nguồn: VASEP, HVG, VCSC

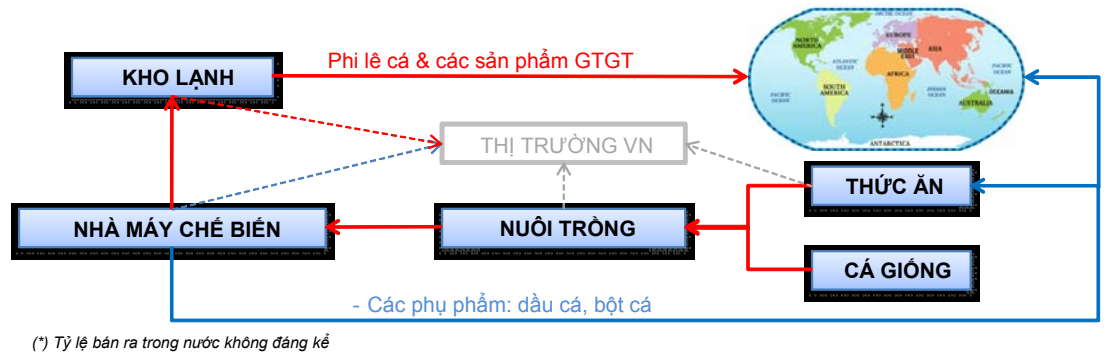
Nền tảng hoạt động vững chắc với quy trình hợp nhất theo chiều dọc

Nếu tính cả diện tích nuôi trồng và năng suất chế biến của AGF và FBT thì HVG có tổng diện tích nuôi trồng lớn nhất với 500 hecta và năng suất chế biến cao nhất với 1.700 tấn cá nguyên liệu thô/ngày. Theo chúng tôi dự báo, HVG có khả năng tự cung cấp 160.000 tấn, hay 80% nhu cầu cá nguyên liệu của mình. HVG dự định trong năm nay sẽ nắm giữ cổ phần kiểm soát của VTF, nhà cung cấp thức ăn chăn nuôi.

Sau khi hợp nhất AGF, xuất khẩu của HVG tăng 28% năm 2010 và 33% năm 2011, vượt mức CAGR 21% của công ty từ 2006 đến 2009 và tăng trưởng của toàn ngành năm 2011 là 26,5%. AGF có chỗ đứng vững chắc tại thị trường Mỹ vốn mang lại lợi nhuận cao hơn, giúp công ty đa dạng hóa thị trường, bên cạnh các thị trường thanh toán chậm hơn như Nga và Đông Âu. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện do hiệu quả đem lại từ việc khép kín quy trình hơn nữa bằng cách mua lại các công ty như VTF (thức ăn chăn nuôi) và FBT (diện tích nuôi trồng). Biên lợi nhuận gộp tăng 1,9% lên 15,6% trong năm 2011.

HVG là một trong số ít nhà xuất khẩu của Việt Nam đã xây dựng được một hệ thống sản xuất khép kín dành cho cá tra/basa từ khâu nuôi trồng đến chế biến và xuất khẩu. Điều này giúp công ty kiểm soát chặt chẽ phần lớn chuỗi giá trị, qua đó kiểm soát được chất lượng và chi phí hoạt động. Một lợi ích khác là nguồn gốc sản phẩm rõ ràng hơn – một yêu cầu về tiêu chuẩn chất lượng ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà nhập khẩu thủy hải sản trên thế giới.

Hình 3: Chuỗi giá trị khép kín của HVG



Nguồn: HVG, VCSC

Diện tích nuôi trồng

Diện tích nuôi trồng dành cho cá tra/basa của công ty đã tăng lên tổng cộng 500 hecta so với 300 hecta năm 2011. Con số này bao gồm 106 hecta của AGF và 100 hecta hợp tác với FBT. HVG hiện trực tiếp nắm giữ 48% cổ phần của Hùng Vương Miền Tây, đóng góp thêm 150 hecta nữa.

Trong số tổng diện tích nuôi trồng, có 150 hecta đạt tiêu chuẩn GLOBAL GAP, một tiêu chuẩn của châu Âu và 80 hecta đạt tiêu chuẩn HACCP, một tiêu chuẩn của Mỹ.

Với 300 hecta, HVG đã tự cung tự cấp 78.096 tấn cá nguyên liệu thô, 52% nhu cầu của công ty năm 2011. Công ty dự kiến sẽ tự cung cấp khoảng 160.000 tấn, hay 80% nhu cầu nguyên liệu năm 2012 với diện tích nuôi trồng được mở rộng. HVG có diện tích nuôi trồng lớn nhất ngành. VHC, đối thủ theo sau HVG, sở hữu 250 hecta.

Năng suất chế biến

Tổng công suất chế biến của HVG là 1.700 tấn cá nguyên liệu/ngày, cao hơn so với công suất của các công ty xuất khẩu cá tra/basa khác như ANV (1.200 tấn/ngày) và VHC (400 tấn/ngày). Năm ngoái, HVG hoạt động 75% công suất.

Thức ăn cho cá

HVG sở hữu gián tiếp hai công ty thức ăn cho cá là Hùng Vương Tây Nam và VTF. Hùng Vương Tây Nam có công suất 300 tấn/ngày; 80% sản phẩm đầu ra được bán cho các trang trại cá của Hùng Vương Miền Tây. VTF có năng suất cao hơn hẳn 3.000 tấn/ngày nhưng chỉ có 25% sản phẩm đầu ra được bán cho các trang trại của Hùng Vương Miền Tây.

Kho trữ lạnh

HVG có kho lạnh với trữ lượng 42.000 tấn tại Khu Công nghiệp Tân tạo ở TP. HCM. Nhờ kho lạnh, luôn có sẵn cá để xuất khẩu và để bán cho các khách hàng trong nước.

Tăng trưởng mạnh nhờ sáp nhập

Chủ tịch HĐQT kiêm CEO Dương Ngọc Minh, đồng thời cũng là Chủ tịch uỷ ban Cá nước ngọt, thuộc Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP). Ông là một nhà lãnh đạo xuất sắc; nhờ sự dẫn dắt của ông mà công ty được như ngày nay. Ông là một nhân vật có ảnh hưởng lớn trong ngành và am hiểu sâu sắc về toàn bộ lĩnh vực, nhất là tình hình cung cấp cá tra/basa sau khi hoạt động trong ngành này hơn 10 năm. Dưới sự dẫn dắt của

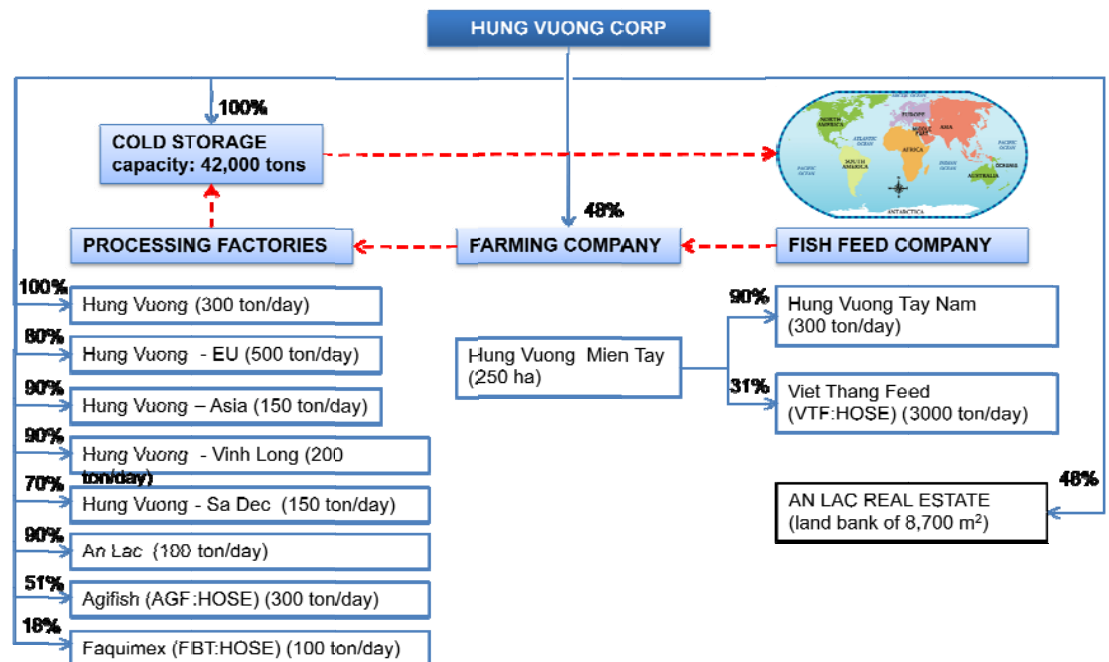
ông, HVG có tham vọng đến năm 2015 đạt 25-30% thị phần xuất khẩu cá tra/basa của Việt Nam, ước đạt 3 tỷ USD. HVG phải tăng doanh thu 35%-40% hàng năm từ nay đến năm 2015 để đạt được mục đích này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tham vọng này dường như hơi quá sức.

Mua lại Agifish

Năm 2010, Hùng Vương hoàn tất việc mua lại Agifish, nắm giữ cổ phần kiểm soát 51%. AGF sở hữu 106 hecta diện tích nuôi trồng và công suất chế biến là 300 tấn nguyên liệu cá/ngày.

Việc mua lại AGF không chỉ giúp công ty tăng năng suất mà còn mở rộng sang các thị trường khác, ngoài thị trường châu Âu. Nhờ AGF, HVG có thể thâm nhập thị trường Mỹ - một trong ba thị trường thủy sản quan trọng nhất trên thế giới. Mỹ có nhu cầu tiêu thụ mạnh và rủi ro tín dụng tương đối thấp.

Hình 4: Cơ cấu sở hữu



- (1) Các nhà máy chế biến này cũng có diện tích nuôi trồng. AGF và FBT lần lượt có khoảng 106 ha và 800 ha diện tích nuôi trồng
- (2) Nhà máy chế biến An Lạc cũng sản xuất sản phẩm phụ từ cá
- (3) VTF cũng bán thức ăn chăn nuôi cho các khách hàng bên ngoài
- (4) BĐS An Lạc là một công ty liên kết với tổng quỹ đất chưa phát triển là 8.640m² tại Quận 6, TP. HCM

Nguồn: HVG, VCSC

Từ năm 2006, AGF tại thị trường Mỹ được hưởng thuế chống phá giá tương đối thấp. Trong đợt xem xét hành chính thuế chống bán phá giá cá tra (POR) gần đây nhất là lần 7 (01/08/2009 – 31/07/2010) của Phòng Thương mại Mỹ, AGF là một trong 12 doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam được hưởng thuế chống phá giá tương đối thấp là 0,03USD/kg. AGF luôn được hưởng thuế chống bán phá giá thấp kể từ đợt xem xét hành chính thuế chống bán phá giá cá tra lần 4, và thương hiệu của công ty được các nhà nhập khẩu của Mỹ công nhận rộng rãi.

Sau khi mua lại AGF năm 2010, xuất khẩu của HVG tăng 28% năm 2010 và 33% năm 2011, cao hơn so với tăng trưởng trung bình của công ty 21% từ 2006 đến 2009 và tăng trưởng của toàn ngành năm 2011 là 26,5%.

Hình 5: Giá trị xuất khẩu của Hùng Vương và các công ty con

	2009*	2010	2011
AGF	55,30	60,80	93,20
Tỷ lệ tăng trưởng	-38%	10%	53%
HVG và các công ty con	135,70	113,50	138,60
Tỷ lệ tăng trưởng	-8%	-16%	22%
Toàn công ty	135,70	174,30	231,80
Tỷ lệ tăng trưởng	-8%		33%
Tăng trưởng toàn ngành	-7,9%	6,5%	26,5%

Nguồn: HVG, AGF, VCSC

(*) Năm 2009 là một năm đầy khó khăn đối với cá tra/basa Việt Nam do nhu cầu của thị trường EU giảm và lệnh cấm của Nga trong vòng 4 tháng đầu năm.

HVG hiện không hoạt động hết công suất, vì vậy vẫn còn khả năng tăng sản lượng. Với diện tích nuôi trồng lớn nhất và năng suất chế biến cao nhất, công ty hứa hẹn sẽ còn tăng trưởng hơn nữa khi nền kinh tế thế giới phục hồi.

Mua lại Faquimex

HVG nắm giữ 18% cổ phần FBT từ tháng 07/2011. FBT có diện tích nuôi trồng khá lớn, ước tính tổng cộng 800 hecta dành cho cá tra/basa và tôm. Hai nhà máy chế biến thủy sản của công ty có tổng công suất 120 tấn nguyên liệu/ngày.

Các cổ đông của FBT đã thông qua việc bán 3.735 triệu cổ phiếu quỹ, tương đương 24,9% cổ phần công ty với mệnh giá 10.000 đồng/cổ phiếu cho HVG vào tháng 09/2011 nhưng việc mua bán vẫn chưa thực hiện xong do hai bên vẫn còn thương lượng. Nếu thành công, HVG sẽ tăng tỷ lệ cổ phần tại FBT lên 42,6%, tuy không đủ để kiểm soát trực tiếp nhưng cũng đủ để tác động đáng kể lên hoạt động công ty do HVG cũng có một số liên kết nắm giữ cổ phần tại FBT. Một cổ đông lớn khác tại FBT (14,7%) là CTCP Nông thủy sản Việt Phú, có Chủ tịch HĐQT đồng thời là CEO của AGF nơi HVG nắm giữ 51% cổ phần. FBT có khoảng 800 hecta diện tích nuôi trồng không được sử dụng trong một thời gian và do đó môi trường của các hồ này rất tốt và không có mầm bệnh.

HVG dự kiến hỗ trợ FBT nuôi tôm trong các hồ này với chi phí đầu tư vào khoảng 250-350 triệu đồng/hồ, tổng cộng 500 hồ. Theo công ty, hoạt động nuôi tôm có thể mang lại biên lợi nhuận tới 70%-80%. Hiện FBT đã tiến hành nuôi tôm tại một số hồ và kết quả rất khả quan. Tuy nhiên, kế hoạch đầu tư xây dựng cơ bản vẫn chưa được công bố.

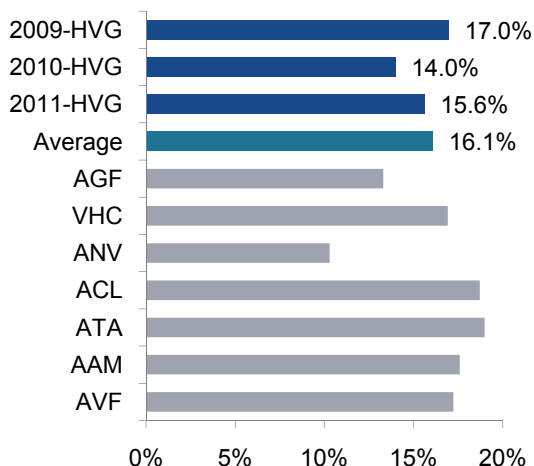
Việc nuôi tôm có rủi ro cao hơn so với nuôi cá tra/basa vì nguy cơ dịch bệnh và đòi hỏi vốn đầu tư lớn. Việc chế biến tôm đòi hỏi vốn đầu tư thậm chí còn lớn hơn nữa. Vì vậy HVG đã cho biết FBT sẽ chỉ nuôi tôm để bán trên thị trường trong nước. Chúng tôi tin rằng với một kế hoạch đầu tư cụ thể và chi tiết cũng như kỹ thuật nuôi trồng cao, FBT sẽ thành công trong việc nuôi tôm với số lượng lớn.

HVG dự kiến trong tương lai sẽ mua thêm một số công ty. Công ty dự định sẽ tăng cổ phần tại công ty nuôi trồng Hùng Vương Miền Tây từ 48% như hiện nay lên 51% cũng như tăng cổ phần tại FBT lên 51%.

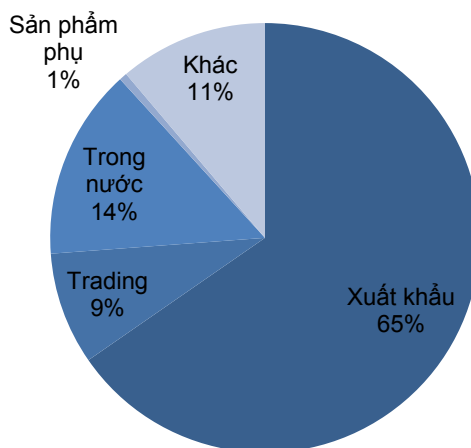
Biên lợi nhuận và khả năng sinh lời cải thiện nhưng vẫn thấp hơn ngành

Sau khi sáp nhập AGF, biên lợi nhuận gộp hợp nhất năm 2010 của HVG giảm xuống 14% nhưng sau đó tăng lên 15,6% chủ yếu nhờ cải thiện biên lợi nhuận của việc xuất khẩu phi lê cá 16,5% năm 2011. Tuy nhiên, mức này thấp hơn biên lợi nhuận gộp bình quân của toàn ngành là 16,1% và của nhiều công ty được niêm yết khác như NTACO (ATA, 19%), ACL (18,7%), Mekong Fish (AAM, 17,6%), Viet An Fish (AVF, 17,2%) và VHC (16,9%). Sở dĩ biên lợi nhuận của HVG thấp hơn là do chi phí mở rộng diện tích nuôi trồng cũng như hiện đại hóa và mua lại các nhà máy chế biến nhằm đạt được năng suất lớn hơn, tiêu chuẩn chất lượng cao hơn, khiến chi phí vốn hàng bán cao hơn so với các đối thủ. Hơn nữa, biên lợi nhuận gộp của HVG bị ảnh hưởng của các hoạt động kinh doanh thức ăn đầu nanh và các nguyên liệu thức ăn cho cá khác, vốn có biên lợi nhuận gộp thấp hơn hẳn việc kinh doanh phi lê cá.

Hình 6a: Biên lợi nhuận ròng của các công ty trong ngành



Hình 6b: Doanh thu của HVG theo lĩnh vực



Nguồn: VCSC

Lợi nhuận cao năm 2011 được cho là nhờ giá bán trung bình của HVG tăng 38% và chi phí nguyên liệu thấp hơn so với mức trung bình của toàn ngành. Sớm nhận thấy tầm quan trọng của việc đảm bảo nguồn cung nguyên liệu thô và kiểm soát chất lượng sản phẩm, HVG là một trong số rất ít các công ty xuất khẩu cá tra/basa dẫn đầu bắt tay vào việc mở rộng diện tích nuôi trồng và tăng sản lượng thức ăn cho cá nhằm hoàn tất dây chuyền sản xuất khép kín. Công ty cho biết giá nguyên liệu thô của mình thấp hơn 25%-30% so với thị trường, mà theo khảo sát giá của chúng tôi thì chỉ là 10%-15%.

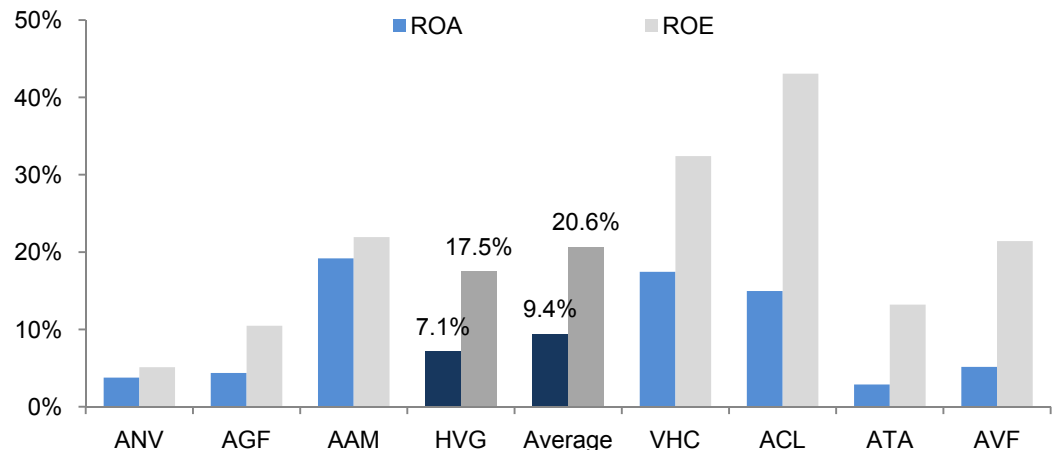
Năm ngoái là một năm thành công rực rỡ của các công ty xuất khẩu cá tra/basa. Dù khối lượng xuất khẩu của Việt Nam giảm nhẹ xuống 600.000 tấn, giá bán trung bình tăng 27% so với năm trước. Giá trị xuất khẩu cá tra/basa đạt 1,8 tỷ USD. Nhu cầu cá tra/basa của Việt Nam trên thị trường thế giới ngày càng tăng. Tuy nhiên, sang năm 2012, do cạnh tranh giữa các công ty xuất khẩu của Việt Nam, giá bán tương đối thấp. Điều này lại trở thành nguy cơ thuế chống bán phá giá trên thị trường Mỹ.

- (i) **Vẫn còn khả năng để tăng biên lợi nhuận gộp thông qua hiệu quả hoạt động.** Biên lợi nhuận gộp hợp nhất năm 2011 là 15,6%, thấp hơn mức bình quân của toàn ngành là 16,1% nhưng tăng 1,9% so với năm 2010. Biên lợi nhuận gộp của công ty mẹ của HVG ổn định tại mức 9%, bằng năm 2010. Vì vậy việc tăng

biên lợi nhuận gộp chủ yếu là do sản xuất khép kín (từ khâu ấp trứng, sản xuất thức ăn, nuôi trồng và chế biến). Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của AGF năm 2011 tăng từ 11,4% lên 13,3%. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp còn tăng tiếp so với các công ty khác khi công ty ổn định được hoạt động quy mô lớn để đạt được hiệu suất cao hơn như nuôi trồng cá tra/basa với tỷ lệ hỏng thấp hơn và năng suất cao hơn với công nhân tay nghề cao.

- (ii) **HVG tăng lợi nhuận vào năm 2011.** ROE và ROA tăng mạnh, lần lượt từ 5,4% và 12,1% năm 2010 lên 7,2% và 17,7% năm 2011. Dù vẫn thấp hơn mức bình quân của các công ty khác, tối ưu hóa sản xuất sẽ đưa các con số này lên gần mức bình quân. Do quy HVG có quy mô tài sản gần gấp ba lần ANV và vốn CSH gần gấp đôi VHC, hiệu suất lợi nhuận của HVG sẽ cải thiện ít nhất lên mức bình quân.

Hình 7: So sánh ROA và ROE



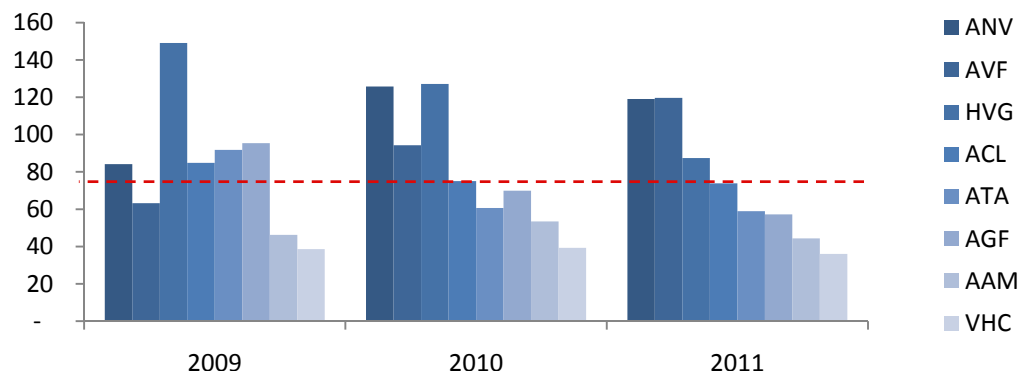
Nguồn: VCSC

Việc quản lý các khoản phải thu – một vấn đề lâu dài – đã ít nhiều cải thiện

HVG trước đây chịu rủi ro thanh toán rất cao do năm 2008, công ty tập trung vào thị trường Đông Âu và Nga như các thị trường chính. Khách hàng tại các thị trường này hay thanh toán chậm. Tín nhiệm của khách hàng HVG dần cải thiện do công ty giờ đây chọn lọc kỹ lưỡng hơn, nhất là do tình hình khó khăn của kinh tế thế giới. Công ty ngày càng giảm phụ thuộc vào thị trường Nga và Đông Âu, đồng thời nhắm vào các thị trường khác như Tây Ban Nha, Mexico, và Nam Mỹ. Thời hạn nhận thanh toán của công ty mẹ của HVG cải thiện từ 163 ngày năm 2010 xuống 97 ngày năm 2011. Ngoài ra, thời hạn nhận thanh toán của AGF cũng giảm từ 72 ngày năm 2010 xuống 56 ngày năm 2011. Vì vậy, số ngày nhận thanh toán hợp nhất của HVG giảm từ 127 ngày xuống 87 ngày. Dù đã cải thiện đáng kể, con số này vẫn cao hơn bình quân của các công ty khác là 75 ngày.

Quản lý các khoản phải thu có lẽ là yếu tố quan trọng nhất quyết định chất lượng quản lý dòng tiền mặt của công ty. Trong lĩnh vực xuất khẩu cá tra/basa đã có nhiều trường hợp công ty xuất khẩu trong nước không thể trả nợ nông dân và ngân hàng đúng hạn do khách hàng chậm trễ trong việc thanh toán.

Hình 7: Số ngày phải thu trung bình



Nguồn: VCSC

Việc cải thiện là nhờ một số thay đổi lớn trong việc xác định thị trường chính, chuyển từ các thị trường thanh toán chậm và tăng cường xuất khẩu tại phần còn lại của EU (Tây Ban Nha giờ đây là một trong những khách hàng lớn nhất của HVG) và Mỹ. Các thị trường Mỹ và EU giờ đây chiếm tỷ lệ cao hơn trong doanh thu của công ty, lần lượt tăng từ 29% và 4% năm 2010 lên 40% và 25%. Tính đến ngày 31/12/2011, 30% các khoản phải thu của công ty mẹ (tương đương 535 tỷ đồng) quá hạn trên ba tháng. Ngoài ra, để nhắm vào nhiều thị trường khác nhau, HVG vẫn phải đặt chính sách rõ ràng và chặt chẽ hơn nhằm quản lý các khoản phải thu.

Chúng tôi đã nhận thấy một số điểm về các khoản phải thu của công ty năm 2012:

- (i) Trong khi cuộc khủng hoảng nợ của EU vẫn tiếp tục căng thẳng và các ngân hàng EU giờ đây thận trọng hơn trong việc cho vay, các nhà nhập khẩu EU sẽ có ít vốn hơn để thanh toán. Điều này sẽ ảnh hưởng đến việc nhận thanh toán của các công ty xuất khẩu của Việt Nam. Các khách hàng của HVG mang tính tập trung cao, với 8 khách hàng lớn nhất chiếm trên 60% các khoản phải thu. Khách hàng lớn nhất thuộc về Tây Ban Nha và luôn nợ rất ít, khoảng 1,4 triệu USD năm 2011.
- (ii) Chúng tôi vẫn chưa thấy có thay đổi nào đáng kể trong chính sách thanh toán của HVG; tuy nhiên công ty cho biết sẽ yêu cầu khách hàng đặt cọc 20%-30% tổng giá trị hợp đồng nếu nhận thấy bất kỳ rủi ro nào. Biện pháp này chắc chắn sẽ phát huy tác dụng nhưng rất có thể khách hàng sẽ không chấp nhận yêu cầu này trong khi các công ty xuất khẩu đang cạnh tranh gay gắt.
- (iii) HVG sẽ tập trung vào các khách hàng quen, thanh toán đúng hạn nhằm giảm bớt rủi ro về thanh toán.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HVG sẽ có những thay đổi cần thiết về chính sách thanh toán nhằm giảm thời hạn nhận thanh toán xuống mức bằng các công ty khác.

Triển vọng và dự báo 2012

Dù vẫn còn khó khăn trong năm 2012, thậm chí 6 tháng đầu năm 2013, ngành cá tra/basa trong dài hạn vẫn đầy triển vọng

Giá xuất khẩu năm 2012 không được thuận lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra/basa. Chúng tôi cho rằng giá cả cạnh tranh là một cách để cá tra/basa giành được thị phần trên thị trường cá của thế giới. Cá tra/basa được xem là một loại cá nước ngọt, thịt trắng, giá cả phải chăng và có thể dễ dàng thay thế các loại cá thịt trắng khác. Nhu cầu cá tra/basa tăng mạnh khi kinh tế suy thoái nhờ giá rẻ; nhưng nếu kinh tế ổn định, dù lượng cầu vẫn không bị ảnh hưởng, khách hàng có thể chọn các loại cá thịt trắng khác như cá rô, cá chẻm, cá da trơn Mỹ hay cá rô sông Nile. Vì vậy, giá cá tra/basa nếu có tăng cũng ở mức vừa phải, khoảng 5%-10%/năm.

Năm ngoái là một năm thành công rực rỡ – giá bán trung bình tăng trên 30% nhờ nhiều yếu tố thuận lợi như: nguồn cung cá tra/basa không đủ đáp ứng, cũng như với các loại cá khác như cá da trơn Mỹ và cá rô sông Nile; xuất khẩu sang Mỹ tăng, được giá cao hơn thị trường EU, cạnh tranh giá lành mạnh hơn do là năm đầu tiên áp dụng mức giá sàn do VASEP quy định.

Giá trị xuất khẩu cá tra/basa tăng 21%/năm trong vòng 5 năm qua. Thị trường xuất khẩu chính của cá tra/basa năm 2011 là EU (29%), Mỹ (18%), ASEAN (6%) và Mexico (6%). Thị trường Mỹ có tăng trưởng hàng năm cao nhất là 87% do nguồn cung cá trê Mỹ giảm bởi chi phí thức ăn cho cá cao trong khi thị trường châu Âu chỉ tăng trưởng 3%.

Tăng trưởng mạnh từ năm 2000-2008 cũng khiến cá tra/basa của Việt Nam đương đầu với nguy cơ phải chịu thuế chống bán phá giá và nhiều chiến dịch chống đối khác do các đối thủ nước ngoài thực hiện. Do phân khúc phát triển mà không được lên kế hoạch đúng đắn nên thường phải đối mặt với tình trạng nguồn cung nguyên liệu không ổn định, cạnh tranh không lành mạnh về giá xuất khẩu và rào cản thị trường do giá bán thấp. Nhưng các doanh nghiệp dẫn đầu lĩnh vực như HVG, nhờ có vùng nuôi riêng nên có thể kiểm soát được nguồn cung nguyên liệu, sẽ đương đầu với khó khăn tốt hơn và tiếp tục phát triển hơn nữa.

Về trung hạn, năm 2012 và 6 tháng đầu năm 2013, chúng tôi nhận thấy lĩnh vực này sẽ vẫn gặp khó khăn. Khối EU, một thị trường quan trọng đối với nhiều nhà xuất khẩu Việt Nam, đang gặp khủng hoảng do các biện pháp cắt giảm chi tiêu khiến người dân tiêu dùng ít đi. Giá cả có xu hướng tăng ít đi hoặc giữ nguyên đà tăng so với năm 2011. Khan hiếm nguyên liệu cũng là một rủi ro mà ngành đang gặp phải, nhưng tình hình mỗi công ty mỗi khác, và những công ty dẫn đầu như HVG có khả năng tự cung cấp rất cao.

Ngành cá tra/basa của Việt Nam tiếp tục bị khan hiếm nguồn cung do việc nuôi trồng trở nên khó khăn hơn khi thiếu vốn lưu động. Các ngân hàng Việt Nam hiện đang hạn chế rủi ro trong lĩnh vực này sau vụ vỡ nợ của Biantfishco, nhà xuất khẩu cá tra/basa lớn thứ chín Việt Nam. Nhiều nhà máy chế biến tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long hiện đang hoạt động 50% công suất do thiếu nguyên liệu thô. Điều này sẽ mở đường cho HVG giành thêm thị phần và khẳng định vị trí dẫn đầu của mình.

Chúng tôi dự kiến xuất khẩu cá tra/basa sẽ duy trì mức tăng trưởng vừa phải là 10% từ năm 2013 trở đi khi kinh tế thế giới phục hồi. Chúng tôi cho rằng giá bán trung bình sẽ chỉ tăng 5%-10%/năm.

Quý 1/2012 diễn biến tích cực. Doanh thu đạt 1.813 tỷ đồng (+3%), với biên lợi nhuận gộp là 15,1% và biên lợi nhuận hoạt động là 9,6% so với quý 1 năm ngoái lần lượt là 14% và 7,2%. Lãi ròng tăng 15%, đạt 121,5 tỷ đồng. Theo định hướng của công ty, kết quả quý 2/2012 dự kiến sẽ còn cao hơn do chi phí đầu vào thấp đi sẽ được tính vào quý tới.

ĐHČĐ của HVG đã thông qua việc trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2011 tại mức 3.000 đồng/cổ phiếu, trong đó, đợt hai 2.000 đồng sẽ được thanh toán sau tháng 05/2012. Chúng tôi dự báo năm 2012 cổ tức bằng tiền mặt vẫn là 3.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2012. Trong quý 1/2012, vốn không phải là mùa cao điểm xuất khẩu cá tra/basa, HVG và AGF xuất khẩu 54,1 triệu USD (+3,3%), trong khi đó cả ngành tăng trưởng tới 15,2% cũng trong giai đoạn này.

Doanh thu xuất khẩu dự báo tăng mạnh 33% trong năm 2012 – Chúng tôi dự báo công ty sẽ xuất khẩu khoảng 100.000 tấn phi lê, tăng 22% so với năm 2011 nhờ 200 ha diện tích nuôi trồng mới. Chúng tôi cho rằng giá bán trung bình tăng nhẹ 5% lên 2,94USD/kg vì cạnh tranh gay gắt giữa các nhà xuất khẩu trong nước. Chúng tôi cũng kỳ vọng năm nay doanh thu hàng hóa khác với tỷ suất lợi nhuận thấp sẽ đóng góp ít hơn do lượng bã đậu nành trong kho thấp và công ty chủ trương tập trung vào đáp ứng nhu cầu nội bộ hơn là bán ra bên ngoài.

Nhu cầu cá tra/basa vẫn cao do được xem là loại cá nước ngọt thịt trắng rẻ nhất và thay thế được các loại cá thịt trắng có giá cao hơn như cá da trơn Mỹ, cá rô Trung Quốc và cá trê sông Nile của châu Phi. Nguồn cung các loại cá này vẫn không chắc chắn và giá cả ngày càng cao. Yếu tố hỗ trợ quan trọng nhất trong việc tăng trưởng này là HVG có thể kiểm soát được nguồn cung nguyên liệu thô của mình.

Ngoài ra, doanh thu từ các sản phẩm khác (kinh doanh thức ăn từ đậu nành) dự báo sẽ giảm trong năm 2012 do HVG có lượng thức ăn đậu nành trong kho thấp hơn năm ngoái, vào khoảng 45.000 tấn. Bên cạnh đó, công ty cho biết sẽ tập trung vào đáp ứng nhu cầu nội bộ hơn là kinh doanh. Chúng tôi cho rằng lĩnh vực này sẽ mang lại 1.055 tỷ đồng, chỉ bằng một nửa so với doanh thu năm ngoái.

Trong mô hình, chúng tôi dự báo lợi nhuận của HVG trong vòng 5 năm tới. Chúng tôi cho rằng tổng doanh thu sẽ tăng trung bình khoảng 6%/năm từ 2012 đến 2016 và doanh thu xuất khẩu cá tăng trung bình 12%/năm, giá định giá bán trung bình tăng 5% và khối lượng tiêu thụ tăng 22% và tiền đồng Việt Nam mất giá 4%.

Cải thiện biên lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ được cải thiện vì ba lý do chính: (i) giá đầu vào giảm khoảng 10% so với giá thị trường do diện tích nuôi trồng tăng (ii) giá bán trung bình dự báo tăng 5% do năm nay các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra/basa cạnh tranh về giá, cộng thêm tiền đồng Việt Nam mất giá 4%; (iii) doanh thu hàng hóa khác với biên lợi nhuận thấp (~5%) sẽ giảm. Chúng tôi dự báo đến năm 2015 biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ đạt 18%.

Chi phí bán hàng và chi phí G&A dự kiến chiếm lần lượt 5% và 3% tổng doanh thu. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ tăng chi phí G&A nếu tình hình thanh toán xấu đi để dự phòng cho các khoản nợ xấu.

Chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay sẽ không tăng đáng kể nhờ vị thế tiền mặt đã cải thiện và vòng quay tiền mặt nhiều hơn. HVG sẽ không cần phải vay thêm.

Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng. Theo tính toán của chúng tôi, lợi nhuận ròng năm 2012 là 434 tỷ đồng (+4%), EPS cơ bản là 6.570 đồng. Chúng tôi cho rằng ROE và ROA sẽ lần lượt giảm xuống 16,4% và 7,0% từ 17,7% và 7,2% năm 2011.

Định giá

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên mô hình DCF từ năm 2012 đến 2016 trong đó tăng trưởng phụ thuộc vào việc hợp nhất từ việc mua lại và mở rộng. Chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu của định giá theo phương pháp DCF của chúng tôi có WACC là 18%. Chúng tôi điều chỉnh hệ số beta để phản ánh tình hình quản trị và rủi ro hoạt động của HVG và có được hệ số beta mới là 1,1. Chúng tôi ước tính dòng tiền tự do cho HVG đến năm 2016 và dựa trên đặc thù của lĩnh vực, chúng tôi áp dụng tỷ lệ tăng trưởng 3%.

FCFF (Tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	775	787	878	976	1.081	1.213
Trừ: thuế	-35	-39	-44	-195	-216	-243
Cộng: khấu hao	104	110	116	124	133	125
Trừ: đầu tư XDCB	-45	-99	-108	-113	-118	-123
(tăng) / giảm NWC	-414	-64	-218	-110	-116	-119
Unlevered free cash flow	384	694	624	682	764	853
Tổng giá trị hiện tại của FCF		589	449	422	402	381
PV	2.501					
Giá trị CSH	2.230					
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	65					
Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	34.441					

Hình 8: Phân tích so sánh với các công ty khác cùng ngành

Công ty	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B	Giá/ EBITDA	ROA	ROE
VHC	81,3	5,3	1,3	3,2	17,3	36,2
ACL	14,6	3,3	1,2	2,2	15,1	43,6
AGF	19,8	6,2	0,6	2,7	4,0	9,7
AVF	11,2	2,3	0,6	1,6	5,8	16,4
AAM	11,6	5,4	0,9	4,2	19,4	22,1
AGD	26,5	4,1	1,9	3,2	23,1	57,9
TS4	6,4	4,0	0,6	1,8	6,3	10,4
ATA	4,2	4,7	0,6	0,8	2,9	13,2
Trung bình	22,5	4,4	0,9	2,5	11,8	26,2
CTCP Hùng Vương	122,5	5,4	1,2	3,4	7,2	21,4

Nguồn: Bloomberg, trailing 12-month figures

Rủi ro

Hàng rào kỹ thuật từ các nước nhập khẩu. Từ năm 2002, cá tra/basa của Việt Nam phải đương đầu với chính sách bảo hộ từ các nhóm lợi ích tại những nước nhập khẩu. Các hàng rào kỹ thuật như thuế chống phá giá và/hoặc các chiến dịch phá hoại hình ảnh của cá tra/basa có thể ảnh hưởng đến các hoạt động xuất khẩu. Chính sách bảo hộ thường được áp dụng khi tình hình kinh tế khó khăn, và vì Việt Nam vẫn chưa được công nhận là một “nền kinh tế thị trường”, các sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam rất dễ vướng phải các vụ kiện chống bán phá giá. Xin lưu ý rằng khi gia nhập WTO, Việt Nam đã chấp nhận được xem là

một “nền kinh tế phi thị trường” cho đến năm 2018 nhằm giữ lại một số ưu tiên dành cho một số ngành nhất định.

Rủi ro về nhân sự chủ chốt Ông Dương Ngọc Minh, Chủ tịch HĐQT của HVG, là người sáng lập và cũng là người dẫn dắt công ty đến vị trí đầu ngành hiện nay. Ông Minh được biết đến với tính cách mạnh mẽ và tài năng lãnh đạo. Ông giữ vị trí Chủ tịch Ủy ban cá Nước ngọt tại VASEP, một lợi thế cho HVG vì công ty có thể có được nhiều thông tin hữu ích về lĩnh vực xuất khẩu cá tra/basa và thị trường. Theo chúng tôi được biết, ông Minh là người đưa ra hầu hết các quyết định quan trọng tại công ty, từ chiến lược bán hàng, đầu tư đến chính sách thanh toán.

Bộ máy hoạt động chưa hoàn chỉnh và độ minh bạch của lợi nhuận chưa cao. Công ty vẫn cần xây dựng bộ máy hoạt động vững chắc, đặc biệt trong việc quản lý các khoản phải thu. Chúng tôi cho rằng sẽ có một cơ chế rõ ràng cho việc quản lý khoản phải thu. Các khoản phải thu quá hạn lớn có thể vẫn là một mối lo của công ty về trung hạn. Ngoài ra, có cả những lo ngại về các giao dịch nội bộ giữa các công ty con của HVG, ảnh hưởng tới mức độ minh bạch của nguồn thu nhập.

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2010	2011	2012	2013	CĐKT	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	4.432	7.794	8.265	9.016	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	-3.823	-6.578	-6.961	-7.562	+ Tiền và tương đương	207	304	474	573
Lợi nhuận gộp	609	1.217	1.304	1.454	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	51	0	0	0
- Chi phí bán hàng	-347	-411	-415	-459	+ Các khoản phải thu	1.568	2.251	2.038	2.223
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	-67	-198	-248	-270	+ Hàng tồn kho	1.251	1.505	1.430	1.554
Lợi nhuận thuần HKDK	195	608	641	725	+ Tài sản ngắn hạn khác	847	801	801	801
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	148	95	74	81	Tổng tài sản ngắn hạn	3.923	4.860	4.743	5.151
- Lợi nhuận khác	127	72	72	72	+ Tài sản dài hạn	1.464	1.473	1.573	1.681
Lợi nhuận khác	471	775	787	878	+ Khấu hao lũy kế	-360	-457	-566	-683
- Chi phí lãi vay	-194	-267	-250	-255	+ Tài sản dài hạn	1.104	1.017	1.006	998
Lợi nhuận trước thuế	277	508	537	623	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	396	396	396
- Thuế TNDN	-26	-23	-27	-31	+ Tài sản dài hạn khác	361	23	23	23
LNST	251	485	510	592	Tổng tài sản dài hạn	1.465	1.435	1.425	1.417
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-32	-67	-77	-89	Tổng Tài sản	5.388	6.295	6.168	6.567
LNST của cổ đông CT Mẹ	219	418	434	503					
EPS (đ)	3.472	6.330	6.571	7.620	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EBITDA	570	879	897	994	+ Phải trả ngắn hạn	471	1.130	763	829
Khấu hao	-100	-104	-110	-116	+ Vay và nợ ngắn hạn	2.172	2.329	2.329	2.329
Tăng trưởng doanh thu	43,5%	75,9%	6,0%	9,1%	+ Phải trả ngắn hạn khác	442	259	275	300
Tăng trưởng LN HKDK	-27,9%	211,5%	5,4%	13,1%	Nợ ngắn hạn	3.084	3.719	3.367	3.458
Tăng trưởng EBIT	8,0%	64,7%	1,6%	11,5%	+ Vay và nợ dài hạn	63	36	0	0
Tăng trưởng EPS	-41,2%	82,3%	3,8%	16,0%	+ Phải trả dài hạn	23	25	25	25
Chỉ số khả năng sinh lợi	2010	2011	2012	2013	Nợ dài hạn	86	62	25	25
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,7%	15,6%	15,8%	16,1%	Tổng nợ	3.170	3.781	3.393	3.483
Tỷ suất LNST	5,7%	6,2%	6,2%	6,6%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
ROE DuPont	12,6%	20,5%	19,3%	20,2%	+ Thặng dư	707	707	707	707
ROA DuPont	5,5%	8,3%	8,2%	9,3%	+ Vốn điều lệ	660	660	660	660
Tỷ suất EBIT	10,6%	9,9%	9,5%	9,7%	+ Lợi nhuận chưa phân phối	453	724	984	1.293
LNST / LNST	90,6%	95,4%	95,0%	95,0%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	398	424	424	424
LNST / EBIT	58,9%	65,6%	68,2%	70,9%	Vốn chủ sở hữu	2.218	2.515	2.775	3.084
Vòng quay tổng tài sản	1,0	1,3	1,3	1,4	Tổng cộng nguồn vốn	5.388	6.295	6.167	6.567
Đòn bẩy tài chính	2,3	2,5	2,4	2,2					
ROIC	6,4%	10,4%	10,2%	11,3%	Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012	2013
Chỉ số hiệu quả vận hành	2010	2011	2012	2013	Tiền đầu năm	107	207	304	474
Số ngày phải thu	90,9	76,5	76,9	72,0	Lợi nhuận sau thuế	219	418	434	503
Số ngày tồn kho	126,9	89,4	94,7	86,2	+ Khấu hao lũy kế	100	104	110	116
Số ngày phải trả	32,0	44,4	49,6	38,4	+ Điều chỉnh	-105	24	0	0
Thời gian luân chuyển tiền	185,9	121,4	122,0	119,9	+ Thay đổi vốn lưu động	155	-430	-64	-218
COGS / Hàng tồn kho	4,0	4,8	4,7	5,1					
					Tiền từ hoạt động kinh doanh	369	116	479	401
Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính	2010	2011	2012	2013	+ Thanh lý tài sản cố định	1	48	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,3	1,4	1,5	+ Chi mua sắm TSCĐ	-206	-45	-99	-108
CS thanh toán nhanh	0,9	0,9	1,0	1,0	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	51	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,2	+ Các hoạt động đầu tư khác	-158	-35	0	0
Nợ / Tài sản	41,5%	37,6%	37,8%	35,5%	Tiền từ hoạt động đầu tư	-363	18	-99	-108
Nợ / Vốn sử dụng	50,2%	48,5%	45,6%	43,0%	+ Cổ tức đã trả	-66	-124	-173	-194
Nợ / Vốn CSH	100,8%	94,1%	83,9%	75,5%	+ Tăng (giảm) vốn	21	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	40,3%	37,0%	37,8%	35,5%	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	621	158	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	1,2%	0,6%	0,0%	0,0%	+ Thay đổi nợ dài hạn	-17	-27	0	0
Khả năng thanh toán lãi vay	2,4	2,9	3,1	3,4	+ Các hoạt động tài chính khác	-6	-42	0	0
Định giá	2010	2011	2012	2013	Tiền từ hoạt động tài chính	94	-37	-210	-194
P/E	11,2	6,1	5,9	5,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	100	97	170	99
P/B	1,3	1,2	1,1	1,0	Tiền cuối năm	207	304	474	573
EV / EBITDA	6,9	4,6	6,1	5,5					
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	28.879	31.674	35.617	40.297					

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
21/06/2012	GIẢM	38.500	34.400