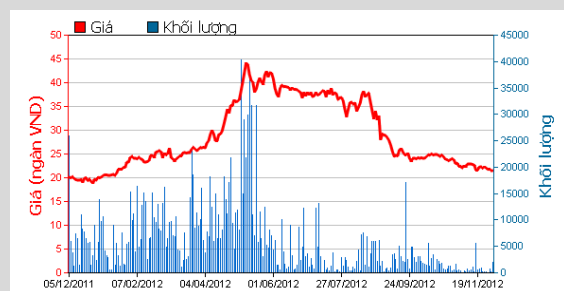


**MCK: HVG (HSX)****CÔNG TY CỔ PHẦN HÙNG VƯƠNG****MUA TRUNG HẠN****THỦY SẢN****ĐỊNH GIÁ 31.900****Chuyên viên: Đặng Thảo Nguyên****Email: [nguyen.dt@vdsc.com.vn](mailto:nguyen.dt@vdsc.com.vn)****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 4/12/12) (VND)	21.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	34.800
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	14.300
Số CP đang lưu hành	79.197.669
KLGBQ/phần (10 phần gần nhất)	7.716
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.703
Trailing P/E (x)	4,4
Forward P/E (x)	4,2
P/BV (BV 30/09/12) (x)	0,7

**Đồ thị giá 52 tuần**

Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đơn vị: Tỷ đồng	2011A	9T2012	KH12	2012E
DT	7.794,3	5.668,4	7,500	7.690,4
LNTT	508,2	323,8	550	417,5
LNST	417,8	279,2	N/A	361,1
VĐL	660,0	792,0		792,0
VCSH	2.090,4	2.238,7		2.343,4
TTS	6.295,1	6.844,9		6.700,4
ROE (%)	19,9%	-		15,4%
ROA (%)	6,6%	-		5,4%
EPS (VND)	6.337	4.173		4.560
GTSS (VND)	31.674	28.266		29.589
Cổ tức	30%	-	30%	30%

Nguồn: BCTC HVG, RongViet Securities tổng hợp

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu HVG tại thời điểm này xoay quanh mức 31.900 đồng (tương đương mức vốn hóa 2.526 tỷ đồng) cao hơn 48% so với giá tham chiếu ngày 5/12/2012. Người viết khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HVG cho mục tiêu đầu tư **TRUNG HẠN**. Khuyến nghị này dựa trên những luận điểm đầu tư như sau:

**Là doanh nghiệp dẫn đầu ngành thủy sản đối với nhóm sản phẩm cá tra.**

Năm 2010, với việc mua cổ phần chi phối 51% đối với AGF, HVG đã trở thành doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. 9T2012, HVG tiếp tục củng cố vị trí dẫn đầu với giá trị xuất khẩu đạt khoảng 158,2 triệu USD chiếm khoảng 12,2% thị phần xuất khẩu cá tra (trong đó HVG chiếm ~6,6% và AGF là 5,6%). VHC là doanh nghiệp tiếp sau với thị phần chiếm khoảng 9%.

**Điểm mạnh của HVG là chuỗi chu trình hoạt động khép kín bao gồm con giống – thức ăn – nuôi trồng – chế biến tạo khả năng tăng trưởng dài hạn.**

HVG hiện là doanh nghiệp có năng suất chế biến cao nhất ngành vào khoảng 1.700 tấn nguyên liệu/ngày và diện tích nuôi trồng lớn nhất khoảng 315 ha, đáp ứng được 50% nhu cầu của cả Tập đoàn. Năm 2012, HVG có kế hoạch mở rộng vùng nuôi lên 500 ha, bằng việc cải tạo một phần các vùng nuôi có sẵn của FBT nhằm hướng đến việc tự chủ hoàn toàn nguồn nguyên liệu. Ngoài ra, HVG còn có 3 nhà máy chế biến thức ăn là Việt Đan (mua tháng 9/2012), Hùng Vương Tây Nam (HVG 43%) và Việt Thắng (HVG vừa nâng tỷ lệ sở hữu từ 14,2% lên 28,5% vào tháng 10/2012) đảm bảo ổn định nguồn cung thức ăn cho cá.

**Khoản phải thu giảm cho thấy nỗ lực của HVG trong việc cải thiện rủi ro thanh toán tuy nhiên đây vẫn là vấn đề lâu dài của công ty.**

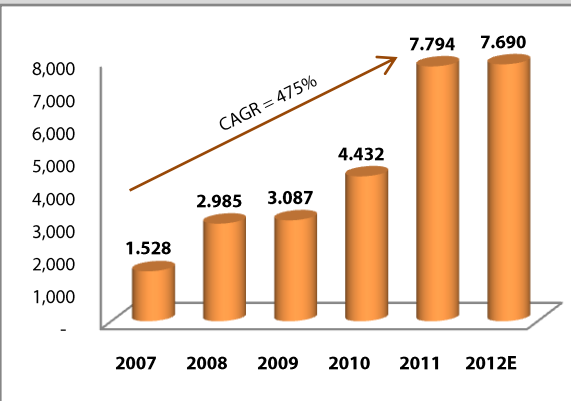
Những năm trước đây do việc quản lý công nợ không tốt cũng như đặc thù của thị trường xuất khẩu là Nga và Đông Âu thường trả chậm nên tỷ lệ khoản phải thu/tổng tài sản của HVG khá cao ~2 lần năm 2008. Tuy nhiên, trong gần đây HVG đã siết chặt hơn các điều khoản bán hàng cũng như đa dạng hóa thị trường xuất khẩu sang các nước như Mỹ, EU, Tây Ban Nha, Mexico... nên năm 2011 tình hình đã cải thiện hơn rất nhiều so với các năm trước. 9T2012, khoản phải thu ngắn hạn vào khoảng 2.471 tỷ đồng, giảm ~12% so với đầu năm. Ước tính năm nay, khoản phải thu ngắn hạn chiếm khoảng 33% tổng tài sản, giảm hơn so với tỷ lệ 44% năm 2011. Mặc dù có sự cải thiện song rủi ro thanh khoản vẫn là vấn đề cần quan tâm của HVG.

**9T2012 hoạt động kinh doanh xuất khẩu cá tra gặp nhiều khó khăn.** Mức tăng trưởng của ngành thủy sản nói chung và HVG nói riêng từ đầu năm đến nay chủ yếu tập trung vào quý 1, chậm lại vào quý 2 và có biểu hiện suy giảm ở quý 3. Kinh tế suy thoái đã khiến nhu cầu giảm mạnh, đặc biệt tại thị trường EU. Bên cạnh việc nhiều doanh nghiệp phá sản trong năm đã gây hiện tượng bán tháo, bán phá giá khiến các doanh nghiệp còn lại trong ngành gặp khó khăn trong việc tiêu thụ. Q3/2012 giá xuất khẩu chỉ vào khoảng 2,45USD/kg, giảm ~15% so với giá bình quân năm 2011. Do tính mùa vụ Q4/2012 thường là thời gian tiêu thụ mạnh cũng như sự ổn định hơn về nguồn cung thì dự báo giá xuất khẩu sẽ tăng nhẹ trở lại ở mức 2,6 USD/kg. Kết quả kinh doanh Q4/2012 dự báo sẽ tương đối tốt hơn 3 quý trước song không có tính đột biến.

**Triển vọng 2012**

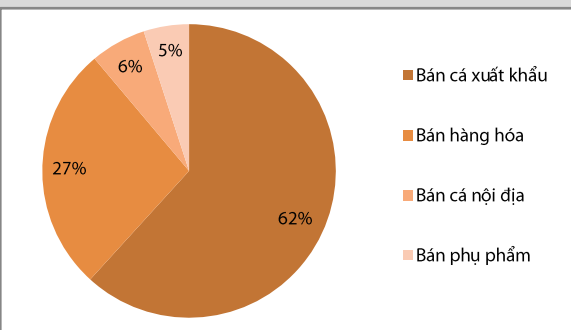
Doanh thu ước đạt khoảng 7.690 tỷ đồng, giảm 1,3% so với năm trước. Giá xuất khẩu bình quân năm 2012 ước tính vào khoảng 2,6 USD/kg, giảm 7% so với năm trước song tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo không giảm nhiều, đạt khoảng 15,1% nhờ biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh hàng hóa cải thiện tốt. Tỷ lệ CPBH/DT và CPQLDN/DT không có nhiều thay đổi. Theo đó, LNST ước tính đạt 389,5 tỷ đồng, giảm ~9,3%. EPS tương ứng đạt 5.088 đồng/cp, P/E forward 3,9x.

**Doanh thu giai đoạn 2007-2012 (tỷ đồng)**



Nguồn: HVG, RongViet Securities tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2011**



Nguồn: HVG, RongViet Securities tổng hợp

## PHÂN TÍCH VÀ DỰ PHÓNG

### Doanh thu

HVG là doanh nghiệp mạnh trong lĩnh vực chế biến và xuất khẩu cá tra. Nếu tính gộp cả công ty con là AGF thì HVG được coi là doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 12% thị phần. HVG có sự tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây nhờ hợp nhất kết quả kinh doanh sau khi mua lại cổ phần chi phối tại nhiều doanh nghiệp trong ngành, đặc biệt là AGF. Doanh thu chủ yếu đến từ các nhóm sản phẩm cá xuất khẩu, hàng hóa (bã đầu tương), cá nội địa, phụ phẩm. Trong đó, bán cá xuất khẩu và bán hàng hóa là hai hoạt động chủ lực chiếm lần lượt 62% và 27% cơ cấu doanh thu năm 2011.

**Năm 2011**, HVG ghi nhận mức tăng trưởng khá ấn tượng, doanh thu đạt ~7.800 tỷ đồng, tăng 76% so với năm 2010. Trong đó, hoạt động bán cá xuất khẩu đạt 4.807 tỷ đồng, tăng hơn 60%. Mặc dù sản lượng tiêu thụ toàn tập đoàn năm 2011 giảm nhẹ 4% so với năm 2010, đạt ~82,6 nghìn tấn, song nhờ giá bán bình quân năm 2011 tăng mạnh đạt khoảng 2,8 USD/kg, tăng 40% so với giá bán bình quân năm 2010, cùng với thuận lợi tỷ giá USD/VND năm 2011 tăng hơn 12,5% đã giúp HVG có kết quả kinh doanh xuất khẩu tăng trưởng mạnh. Ngoài ra các hoạt động kinh doanh khác như bán hàng hóa, bán cá nội địa, bán phụ phẩm cũng có mức tăng mạnh lần lượt là 114%, 98%, 53%.

**9T2012**, hoạt động kinh doanh tương đối khó khăn cho các doanh nghiệp thủy sản nói chung và HVG nói riêng. Khủng hoảng tài chính công châu Âu đã làm sụt giảm nhu cầu tại thị trường lớn này. Bên cạnh việc nhiều doanh nghiệp phá sản, khó khăn về tài chính đã gây hiện tượng bán tháo, bán phá giá khiến các doanh nghiệp còn lại trong ngành gặp khó khăn trong việc tiêu thụ.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, HVG (đã bao gồm AGF) là doanh nghiệp đứng thứ 2, sau MPC trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản hàng đầu Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu đạt 158,2 triệu USD, chiếm thị phần 4,2%. 9T2012, HVG đạt 5.668 tỷ đồng doanh thu, giảm nhẹ 3,2% so với cùng kỳ, chủ yếu do ảnh hưởng của kết quả kinh doanh quý 2. Giá xuất khẩu cá tra giảm còn khoảng 2,4-2,5 USD/kg so với giá 2,7-2,8 USD/kg Q1/2012, bên cạnh đó sản lượng xuất khẩu cũng giảm do sức mua yếu tại các thị trường lớn.

**Triển vọng cho cả năm 2012**, do tính mùa vụ Q4/2012 thường là thời gian tiêu thụ mạnh cũng như sự ổn định hơn về nguồn cung ứng nên dự báo giá xuất khẩu sẽ tăng nhẹ trở lại ở mức 2,6 USD/kg. Kết quả kinh doanh Q4/2012 dự báo sẽ tương đối tốt hơn 3 quý trước song không có tính đột biến. Năm 2012, ước tính doanh thu đạt 7.690 tỷ đồng, giảm nhẹ 1,3% so với năm 2011.

**Từ năm 2013-2016**, việc đầu tư đồng bộ chuỗi chu trình khép kín bao gồm con giống, thức ăn, nuôi trồng và chế biến là điểm nhấn cho khả năng tăng trưởng dài hạn của HVG.

Đối với vùng nuôi, việc mua lại 24,18% FBT được xem là bước đi nhằm mục tiêu tự chủ 100% nguồn nguyên liệu của HVG. Tiền thân là DNNN, FBT là sở hữu diện tích vùng nuôi khá lớn, khoảng 900 ha diện tích mặt nước (630 ha nuôi tôm và 260 ha nuôi cá tra), 1 trại nuôi tôm sú giống với sản lượng 100 triệu giống/năm và 2 trại cá tra giống cho sản lượng 2,5 triệu giống/năm. Trong giai đoạn đầu, HVG dự định sẽ đầu tư cải tạo khoảng 100 ha nuôi cá và 500ha nuôi tôm với suất đầu tư 0,4 tỷ đồng/ha. Sau khi chứng minh được hiệu quả đầu tư vào vùng nuôi của FBT, HVG sẽ thực hiện việc trở thành cổ đông chi phối đối với FBT.

Đối với mảng thức ăn thủy sản, HVG hiện đang đầu tư vào 2 nhà máy chế biến thức ăn là Hùng Vương Tây Nam (HVG 43%) có công suất 370 tấn/ngày, hiệu suất 77% và Việt Thắng - VTF (HVG 28,54%) có công suất 1.000 tấn/ngày, hiệu suất

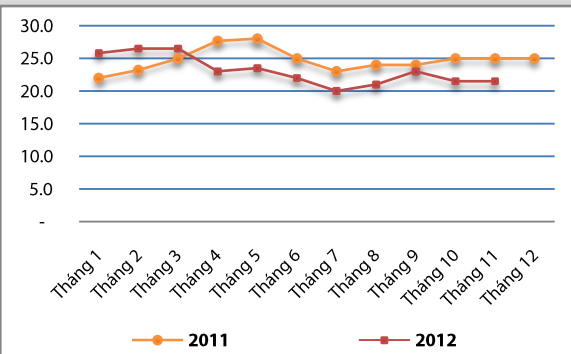
95%. Công suất của hai nhà máy này chiếm khoảng 30% thị phần sản xuất thức ăn thủy sản tại đồng bằng sông Cửu Long. Bên cạnh đó, cuối tháng 9/2012 HVG đã mua lại nhà máy sản xuất thức ăn Việt Đan (công suất 100.000 tấn/năm) với mục đích tăng năng lực sản xuất thức ăn cho cá phục vụ nhu cầu của nhóm công ty thuộc Tập đoàn.

Ngoài lĩnh vực chính là cá tra, HVG đã bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực nuôi và chế biến xuất khẩu tôm. Đây là hướng đi hứa hẹn tạo khả năng tăng trưởng đột biến trong tương lai. HVG đã và đang đầu tư các trại tôm giống ở Ninh Thuận, đồng thời thâm nhập vào các công ty thủy sản có mặt hàng xuất khẩu chủ lực là tôm như Tắc Vân (HVG 25%), Faquimex (HVG 24,2%). Gần đây nhất là việc HVG đã gộp gờ và trao đổi mục đích đầu tư vào FMC, công ty có sản lượng xuất khẩu tôm xếp thứ 5 Việt Nam. Nếu việc đầu tư vào FMC thành công, nhiều khả năng HVG sẽ khai thác được thêm 2 thị trường mới là Hàn Quốc và Nhật Bản. Tuy nhiên, hiện lĩnh vực nuôi và chế biến tôm xuất khẩu vẫn chưa đóng góp nhiều trong cơ cấu doanh thu và cũng như chưa đủ cơ sở để dự phóng nên trong báo cáo này người viết chỉ dự phóng doanh thu dựa trên các nhóm sản phẩm chủ lực truyền thống.

#### Dự phóng doanh thu theo sản phẩm

(Đvt: tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	2016
Bán cá xuất khẩu	4.551	5.087	5.240	5.397	5.559
Bán hàng hóa	2.152	2.260	2.373	2.491	2.616
Bán cá nội địa	373	392	431	482	555
Bán phụ phẩm	603	694	812	958	1.149
Khác	11	11	12	13	13
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>7.690</b>	<b>8.444</b>	<b>8.867</b>	<b>9.341</b>	<b>9.892</b>

#### Giá cá tra nguyên liệu bình quân theo tháng



Nguồn: VASEP, RongViet Securities tổng hợp

#### Khả năng sinh lời

Đvt: %	2009	2010	2011	2012E
LN Gộp/DT	16,7	13,7	15,6	15,1
LN HĐKD/DT	8,8	4,4	7,8	7,6
LNST/DT	10,5	5,1	5,4	4,9
ROE	18,9	12,4	19,9	17,0
ROA	8,6	4,2	6,6	6,2

Nguồn: BCTC HVG, RongViet Securities tổng hợp

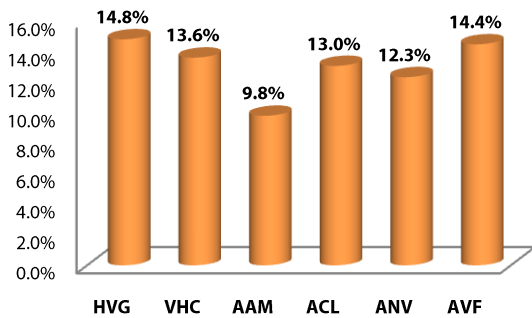
#### Khả năng sinh lời

Điểm mạnh của HVG là chu trình khép kín bao gồm con giống, thức ăn, nuôi trồng và chế biến. Mô hình này giúp HVG hoạt động ổn định trước tình hình biến động về giá nguyên liệu và thức ăn chăn nuôi. Đến nay, vùng nuôi của HVG đủ cung cấp khoảng 70% nhu cầu nguyên liệu của công ty và giá vốn cá tra nguyên liệu của HVG thường thấp hơn khoảng 15-20% so với việc mua ngoài. Điều này phần nào giúp HVG có được mức giá bán cạnh tranh so với các đối thủ cùng ngành. Năm 2012, ngoại trừ quý 1 do còn ảnh hưởng từ đợt giá bán tăng mạnh cuối năm 2011 thì giá cá nguyên liệu qua các tháng có cùng xu hướng với năm trước song giá giảm hơn từ 10-20%.

Xét về yếu tố giá bán, sự tăng/giảm thất thường của giá xuất khẩu ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận hoạt động kinh doanh. Năm 2011, tỷ suất lợi nhuận gộp của HVG được cải thiện đáng kể đạt khoảng 15,6%, phải kể đến nguyên nhân giá cá xuất khẩu tăng mạnh, bình quân đạt khoảng 2,8 USD/kg, tăng 40% so với bình quân năm 2010. Ngoài việc giá xuất khẩu tăng do nhu cầu tiêu thụ cao, còn do HVG chủ động thay đổi cơ cấu thị trường xuất khẩu. Cụ thể, cơ cấu sản phẩm thay đổi theo hướng tăng tỷ lệ mặt hàng cá tra fillet thịt trắng chủ yếu đi các thị trường Mỹ, EU thông qua AGF nhờ lợi thế thuế suất chống bán phá giá của AGF tại thị trường Mỹ là 0,02% (giá xuất bình quân 3,5 USD/kg năm 2011) và giảm tỷ lệ mặt hàng cá tra fillet thịt đỏ chủ yếu đi các thị trường truyền thống của HVG là Nga, Đông Âu (giá xuất bình quân 2,2-2,5 USD/kg năm 2011). Tuy nhiên, năm 2012 giá cá tra xuất khẩu liên tục sụt giảm, mức tăng trưởng của ngành thủy sản nói chung và HVG nói riêng chủ yếu tập trung vào quý 1, chậm lại vào quý 2 và có biểu hiện suy giảm ở quý 3. Giá xuất khẩu Q3/2012 giảm còn khoảng 2,4-2,5 USD/kg so với mức 2,8 USD/kg hồi đầu năm.

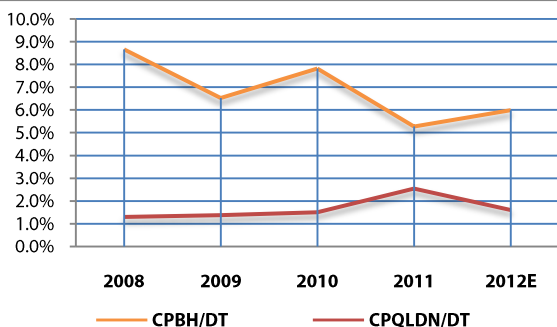
So với các doanh nghiệp cùng ngành, trong những năm hoạt động xuất khẩu cá

**Tỷ suất lợi nhuận gộp một số doanh nghiệp ngành thủy sản 9T2012**



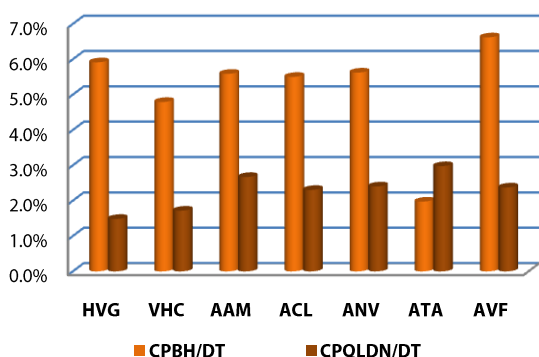
Nguồn: BCTC, RongViet Securities tổng hợp

**CPBH/DT và CPQLDN/DT giai đoạn 2008-2012**



Nguồn: BCTC HVG, RongViet Securities tổng hợp

**CPBH/DT và CPQLDN/DT một số doanh nghiệp ngành thủy sản 6T2012**



Nguồn: BCTC, RongViet Securities tổng hợp

tra thuận lợi, biên lợi nhuận của HVG tương đối thấp hơn ngành (16,1% năm 2011) và một số doanh nghiệp niêm yết khác như ACL (18,7%), AAM (17,6%), AVF (17,2%), VHC (16,9%)... Nguyên nhân là do biên lợi nhuận của HVG bị ảnh hưởng bởi hoạt động kinh doanh hàng hóa (thức ăn đầu nài, nguyên liệu thức ăn cho cá) vốn thấp hơn so với xuất khẩu cá tra. Tuy nhiên 9T2012, chính hoạt động kinh doanh hàng hóa đã giúp biên lợi nhuận của HVG không giảm mạnh như các doanh nghiệp khác khi hoạt động xuất khẩu cá tra sụt giảm.

Do tính mùa vụ Q4/2012 dự báo giá xuất khẩu sẽ tăng nhẹ trở lại ở mức 2,5-2,6 USD/kg. Với mức giá xuất khẩu bình quân năm 2012 ước tính vào khoảng 2,66 USD/kg, tỷ suất lợi nhuận gộp của HVG năm nay dự báo đạt khoảng 15,1%. Trong những năm tiếp theo, giá cá tra xuất khẩu dự báo sẽ có xu hướng tăng trở lại do khả năng phục hồi của nền kinh tế.

**Dự phóng lợi nhuận gộp**

Đvt: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	7.690	8.444	8.867	9.341	9.892
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	15,1	15,5	15,7	15,7	15,6
Lợi nhuận gộp	1.159	1.308	1.389	1.467	1.544

**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp**

**Chi phí bán hàng** – Là doanh nghiệp chủ yếu hoạt động xuất khẩu nên sản phẩm của HVG được bán trực tiếp cho khách hàng, không qua các đại lý phân phối như những doanh nghiệp ngành khác. Trong những năm gần đây, tỷ lệ CPBH/DT có xu hướng giảm chủ yếu do doanh thu tăng trưởng mạnh. 9T2012, CPBH chiếm ~5,5% so với doanh thu, không có nhiều khác biệt so với các doanh nghiệp trong ngành và dự báo HVG sẽ duy trì mức này cho cả năm 2012.

**Chi phí quản lý doanh nghiệp** – Tỷ lệ CPQLDN/DT tương đối ổn định giữa các năm dao động xung quanh mức 1,5% và thấp hơn so với một số doanh nghiệp trong ngành. Năm 2012, ước tính tỷ lệ CPQLDN/DT vào khoảng 1,5%. Trong những năm tới, khi HVG ngày càng mở rộng quy mô, đa dạng sản phẩm theo xu hướng trở thành tập đoàn thủy sản lớn nhất Việt Nam dự báo tỷ lệ CPQLDN/DT sẽ tăng nhẹ, dao động ở mức 2,0% do đòi hỏi số lượng lớn hơn về lao động.

**Doanh thu tài chính và chi phí tài chính**

Do đặc thù là doanh nghiệp xuất khẩu bán hàng và thu ngoại tệ nên chênh lệch tỷ giá thường tạo cho HVG một khoản doanh thu tài chính đáng kể trong những năm tỷ giá biến động mạnh. Tuy nhiên, 9T2012 doanh thu tài chính giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu do năm nay tỷ giá USD/VND không có nhiều biến động như năm trước. Bên cạnh đó, cùng với việc quy mô ngày càng được mở rộng thì nhu cầu vốn lưu động ngày càng cao. Chi phí lãi vay lũy kế 9T2012 tăng ~7% đã khiến hoạt động tài chính lỗ 178 tỷ đồng, tăng gần gấp 1,5 lần so với 9T2011. Dự phóng cho cả năm 2012, lợi nhuận tài chính ước tính vào khoảng - 230,5 tỷ đồng.

**Lợi nhuận**

Theo các thông tin dự phóng ở trên, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2012 ước đạt khoảng 377 tỷ đồng, giảm ~10% so với năm 2011, tương ứng với mức EPS 2012 vào khoảng 5.709 đồng/cp.

**Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh**

Đvt: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	7.690	8.444	8.867	9.341	9.892
Lợi nhuận trước thuế	450	580	640	708	769
Lợi nhuận sau thuế	390	501	554	613	665
EPS (đồng/cp)	5.088	6.331	6.991	7.736	8.398

**Bảng cân đối kế toán**

**Khoản phải thu** - Rủi ro thanh toán là một vấn đề cần quan tâm của HVG khi các



**Cấu trúc tài chính**

Đvt: %	2009	2010	2011	2012E
<b>Cấu trúc tài sản</b>				
Tiền/TTS	2,8	4,8	4,8	10,6
Phải thu/TTS	51,3	41,5	44,4	33,3
HTK/TTS	17,3	23,2	23,9	31,2
TSCĐ/TTS	15,1	19,5	15,0	14,0
<b>Cấu trúc vốn</b>				
Nợ ngắn hạn/TTS	51,1	57,0	58,9	57,5
Tổng nợ/TTS	53,2	58,6	59,9	58,3
Vay ngắn hạn/TTS	40,8	40,3	37,0	40,0
Vay dài hạn/TTS	2,2	1,2	0,6	0,4

Nguồn: BCTC HVG, RongViet Securities tổng hợp

khoản phải thu chiếm tỷ lệ khá cao trong tổng tài sản. Thị trường truyền thống của HVG trước đây là Nga và Đông Âu, tuy nhiên thời gian thanh toán của khách hàng tại các thị trường này khá chậm cùng với việc quản lý công nợ của HVG không thật sự tốt nên số dư các khoản phải thu vào cuối năm 2011 mặc dù đã cải thiện hơn rất nhiều so với các năm trước song vẫn ở mức khá cao 2.795 tỷ đồng, chiếm ~36% doanh thu, trong đó khoản phải thu quá hạn lên tới ~900 tỷ đồng.

Tuy nhiên, ban lãnh đạo của HVG cũng đã cho thấy những nỗ lực trong việc quản lý chặt chẽ hơn khoản phải thu bằng việc chọn lọc kỹ hơn các khách hàng tại các thị trường truyền thống và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu như Mỹ, EU, Tây Ban Nha, Mexico... 9T2012, khoản phải thu ngắn hạn vào khoảng 2.471 tỷ đồng, giảm ~12% so với đầu năm. Ước tính năm nay, khoản phải thu ngắn hạn chiếm khoảng 37% tổng tài sản, giảm hơn so với tỷ lệ 44% năm 2011.

**Hàng tồn kho** - Trong những năm gần đây do giá cá tra nguyên liệu tăng bên cạnh quy mô sản xuất mở rộng nên hàng tồn kho ngày càng chiếm tỷ lệ cao trong tổng tài sản. 9T2012 do việc tiêu thụ của doanh nghiệp gặp khó khăn nên hàng tồn kho cuối Q3/2012 vào khoảng 1.989 tỷ đồng, tăng 32% so với đầu năm, chiếm 29% tổng tài sản.

Hiện nay hoạt động xuất khẩu cá tra vẫn chưa có dấu hiệu chuyển biến tích cực mặc dù đã đang ở thời vụ cao điểm của ngành. Theo đó, dự báo hàng tồn kho của HVG cuối năm 2012 sẽ vào khoảng 2.090 tỷ đồng, tăng ~39% so với năm 2011.

**Tài sản cố định** - HVG đang ở giai đoạn phát triển về quy mô với mục tiêu tăng năng lực sản xuất và chuẩn hóa chất lượng, nên tài sản cố định được đầu tư hiện đại hóa mỗi năm. Bên cạnh đó, trong những năm gần đây, HVG liên tục thực hiện các thương vụ M&A làm tăng quy mô tài sản. Tháng 9/2012, HVG đã đầu tư 74 tỷ đồng để mua lại nhà máy Việt Đan (công suất 100.000 tấn/năm) chuyên sản xuất thức ăn cho cá nhằm tăng cường năng lực sản xuất phục vụ nhu cầu của nhóm các công ty thuộc HVG. Ngoài ra, các kế hoạch mở rộng diện tích vùng nuôi bằng việc đầu tư cải tạo vùng nuôi của FBT, cũng như kế hoạch phát triển mặt hàng xuất khẩu tôm dự báo sẽ làm tăng quy mô tài sản của HVG trong thời gian tới.

**Cấu trúc vốn** - Xét về cấu trúc vốn, do nhu cầu vốn lưu động lớn trong khi nguồn tiền mặt và lợi nhuận giữ lại của HVG không nhiều, khiến tỷ lệ sử dụng nợ vay khá cao, chiếm khoảng 40% tổng tài sản HVG, trong đó chủ yếu là nợ vay ngắn hạn. Mặc dù từ Q3/2012 lãi suất đi vay hình chung đã hạ nhiệt song với cấu trúc vốn có tỷ lệ nợ vay cao như hiện nay thì gánh nặng tài chính là một áp lực lớn cho HVG. Dự báo trong những năm tới, tỷ lệ nợ vay của HVG sẽ còn tiếp tục tăng do tài trợ cho các kế hoạch mở rộng quy mô.

**ĐỊNH GIÁ**

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E; P/B) để định giá cổ phiếu HVG. Phương pháp FCFF được sử dụng với tỷ suất chiết khấu (WACC) giai đoạn 2012 – 2016 là 18,5% và từ 2016 trở đi là 13,9%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 4,0%.

Dự phóng dòng tiền	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>361,1</b>	<b>474,6</b>	<b>526,9</b>	<b>585,8</b>	<b>638,3</b>
+ Khấu hao	109,9	109,9	115,2	121,1	127,9
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	287,6	245,8	230,6	214,0	211,2
<b>Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động</b>	<b>758,6</b>	<b>830,2</b>	<b>872,6</b>	<b>920,9</b>	<b>977,3</b>
Thay đổi vốn lưu động	-105,1	-132,9	-101,8	-135,3	-115,5
Chi phí đầu tư thuần	-74,3	-73,5	-64,8	-73,6	-86,6
<b>DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY (FCFF)</b>	<b>579,2</b>	<b>623,8</b>	<b>706,0</b>	<b>712,0</b>	<b>775,2</b>

**Tổng hợp P/E, P/B một số DN trong ngành**

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 30/06/12
AAM	222,9	10,8	0,8
ABT	416,1	4,1	1,0
ACL	217,8	7,4	0,7
AGD	732,0	4,1	2,1
ANV	433,0	6,9	0,3
ATA	50,4	5,4	0,3
AVF	132,7	2,1	0,3
VHC	1424,5	5,1	1,1
<b>Bình quân</b>		<b>5,4</b>	<b>1,1</b>

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Hiện có khoảng 21 doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực thủy sản, trong đó có thể chia thành 2 nhóm theo sản phẩm xuất khẩu chủ lực là tôm và cá tra. Xét các doanh nghiệp với sản phẩm xuất khẩu chủ lực là cá tra, nếu tính gộp cả công ty con là AGF thì HVG được coi là doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra có quy mô lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 12% thị phần. Người viết cho rằng P/E và P/B hợp lý của HVG vào khoảng 5,5x và 1,1x.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	34.483	50%	17.241
P/E	25.942	25%	6.486
P/B	32.548	25%	8.137
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>31.864</b>

**Công ty cổ phần Hùng Vương**

Lô 44, KCN Mỹ Tho, tỉnh Tiền Giang

ĐT: (84 – 73) 3854 245

Fax: (84 – 73) 3854 248

Website: www.hungvuongpanga.com

**Thành lập:** Năm 2003**Cổ phần hóa:** Năm 2007**Niêm yết:** Năm 2009**Quản trị - Điều hành**

- Ông Dương Ngọc Minh, CT. HĐQT, TGD
- Ông Lê Nam Hải, TV.HĐQT
- Ông Nguyễn Văn Ký, TV.HĐQT
- Ông Hà Việt Thắng, TV. HĐQT
- Ông Lô Bằng Giang, TV.HĐQT

**TỔNG QUAN CÔNG TY**

HVG được thành lập vào năm 2003 tại khu công nghiệp Mỹ Tho, tỉnh Tiền Giang với VDL ban đầu là 32 tỷ đồng. Sau nhiều lần tăng vốn, đến nay công ty hoạt động với VDL là 792 tỷ đồng. Cổ đông lớn gồm có Ông Dương Ngọc Minh (CT. HĐQT) 29,84%, SSIAM 14,68%, SSI 4,9%...

Cơ cấu tổ chức công ty bao gồm nhiều công ty con và công ty liên kết chủ yếu trong lĩnh vực thủy sản: An Lạc (HVG 90%), Châu Á (HVG 90%), Hùng Vương Vĩnh Long (HVG 90%), Châu Âu (HVG 80%), Hùng Vương Sa Đéc (HVG 70%), AGF (HVG 51,16%), Tắc Vân (HVG 25%), Faquimex (HVG 24,2%) và lĩnh vực thức ăn chăn nuôi: Việt Đan (HVG 100%), Hùng Vương Miền Tây (HVG 48%) và Việt Thắng (HVG 28,54%).

Đội ngũ lãnh đạo HVG đều là những người sáng lập, có tâm huyết và gắn bó với công ty từ những ngày thành lập đến nay. Trong đó, nổi bật là ông Dương Ngọc Minh, CT.HĐQT kiêm TGD nắm giữ ~30% cổ phần HVG, đồng thời là Chủ tịch Hiệp hội chế biến và xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP). Ông là người có tầm ảnh hưởng lớn và kinh nghiệm sâu rộng trong hoạt động xuất khẩu thủy sản.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh****Sản phẩm chính**

HVG là doanh nghiệp chế biến cá tra xuất khẩu lớn nhất Việt Nam. Doanh thu chủ yếu đến từ xuất khẩu cá tra, basa fillet. Doanh thu từ phụ phẩm và các sản phẩm khác chiếm chưa đến 10% cơ cấu doanh thu. Điểm mạnh của HVG là chu trình khép kín bao gồm con giống, thức ăn, nuôi trồng và chế biến. Mô hình này giúp HVG hoạt động ổn định trước tình hình biến động về giá nguyên liệu cũng như thức ăn chăn nuôi.

Bên cạnh lĩnh vực chính là cá tra, HVG cũng bắt đầu mở rộng nhiều hơn sang lĩnh vực nuôi và chế biến xuất khẩu tôm với mục tiêu trở thành Tập đoàn thủy sản lớn nhất Việt Nam với 2 mặt hàng xuất khẩu chủ lực là cá tra và tôm.

**Năng lực sản xuất**

Hiện HVG có 12 nhà máy với tổng công suất thiết kế 1.700 tấn nguyên liệu/ngày, lớn hơn nhiều so với công suất của các đối thủ cạnh tranh trong lĩnh vực xuất khẩu cá tra khác như ANV 1.200 tấn nguyên liệu/ngày hay VHC 400 tấn nguyên liệu/ngày. Hiện tại, HVG đang hoạt động với hiệu suất khoảng 75% ~ 1.300 tấn nguyên liệu/ngày.

Đối với mảng thức ăn thủy sản, HVG đầu tư vào 2 nhà máy chế biến thức ăn là Hùng Vương Tây Nam (HVG 43%) có công suất 370 tấn/ngày, hiệu suất 77% và Việt Thắng (HVG 28,54%) có công suất 1.000 tấn/ngày, hiệu suất 95%. Mới đây, cuối tháng 9/2012 HVG đã mua lại nhà máy sản xuất thức ăn Việt Đan (công suất 100.000 tấn/năm) với mục đích tăng năng lực sản xuất thức ăn cho cá phục vụ nhu cầu của nhóm công ty thuộc Tập đoàn. Ngoài ra, HVG còn đầu tư vào hai kho lạnh với tổng công suất 42.000 tấn tại khu công nghiệp Tân Tạo, hiệu suất hoạt động trên 90%.

**Nguyên vật liệu**

HVG là một trong những doanh nghiệp có khả năng chủ động tốt nguồn nguyên liệu. Đây là một yếu tố tích cực giúp cho hoạt động của HVG luôn ổn định. Giá vốn cá tra nguyên liệu của công ty thường thấp hơn 20% so với mua ngoài, đồng thời đảm bảo kiểm soát được các vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm.

Năm 2011, diện tích vùng nuôi của HVG khoảng 315 ha (trong đó 150 ha đạt chứng chỉ GLOBAL GAP và 80 ha đạt tiêu chuẩn HACCP), cho sản lượng hơn 78

nghìn tấn cá nguyên liệu, đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu cho toàn Tập đoàn. Nếu không tính AGF thì phần nguyên liệu tự nuôi trồng đã đáp ứng được 80% nhu cầu. Năm 2012, HVG có kế hoạch mở rộng vùng nuôi lên 500 ha, bằng việc cải tạo một phần các vùng nuôi có sẵn của FBT nhằm hướng đến việc tự chủ hoàn toàn nguồn nguyên liệu.

Đối với hoạt động nuôi tôm, năm 2012 dự kiến trại giống tôm Ninh Thuận sẽ phục vụ cho vùng nuôi của HVG và cung cấp cho các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long khoảng 3 tỷ con giống tôm thẻ chân trắng và tôm sú. HVG cũng đang tiếp tục đầu tư 200 tỷ đồng xây dựng 1 trại tôm giống khác tại Ninh Thuận với quy mô lớn nhất Việt Nam gồm 10.000 tôm bố mẹ và 10 tỷ con giống.

#### **Vị thế công ty**

HVG là doanh nghiệp mạnh trong lĩnh vực chế biến và xuất khẩu cá tra. Nếu tính gộp cả công ty con là AGF thì HVG được coi là doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 12% thị phần. Doanh nghiệp tiếp sau là VHC với 8% thị phần. Hiện nay, HVG là đơn vị duy nhất có quy mô đầu tư khép kín trong ngành chế biến thủy sản từ con giống đến chế biến thức ăn và nuôi trồng đạt tiêu chuẩn Global GAP. Đây là một lợi thế cạnh tranh rất lớn của HVG khi tối ưu được chuỗi sản xuất và đảm bảo được vệ sinh an toàn thực phẩm.

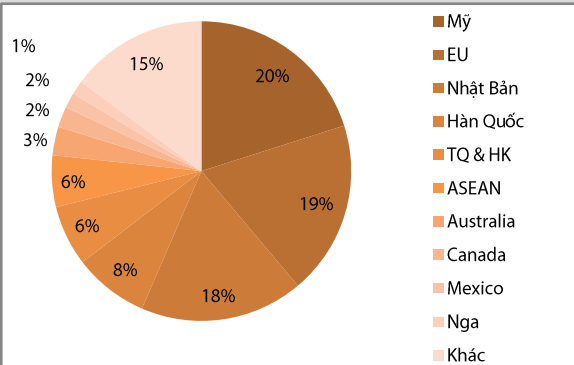
Ngoài ra, bên cạnh lĩnh vực chính là cá tra, HVG đã bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực nuôi và chế biến xuất khẩu tôm với định hướng trở thành Tập đoàn thủy sản lớn nhất Việt Nam. HVG đã và đang đầu tư các trại tôm giống ở Ninh Thuận, đồng thời thâm nhập vào các công ty thủy sản có mặt hàng xuất khẩu chủ lực là tôm như Tắc Vân (HVG 25%), Faquimex (HVG 24,2%). Gần đây nhất là việc HVG đã gỡ gạc và trao đổi mục đích đầu tư vào FMC, công ty có sản lượng xuất khẩu tôm xếp thứ 5 Việt Nam.

Thị trường xuất khẩu của HVG ngày càng được mở rộng. Ngoài thị trường xuất khẩu truyền thống là Nga và Đông Âu thị hiện nay HVG đã mở rộng thêm thị trường xuất khẩu sang EU, Mexico, Mỹ (thông qua AGF nhờ lợi thế thuế suất chống bán phá giá của AGF tại Mỹ ~0%). Nếu việc đầu tư vào FMC thành công, nhiều khả năng HVG sẽ khai thác được thêm 2 thị trường mới là Hàn Quốc và Nhật Bản.

Mặc dù hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp thủy sản gặp khó khăn trong 6T2012, nhưng với khả năng tự chủ 100% nguyên liệu trong tương lai gần cũng như mục tiêu đầu tư khép kín theo tiêu chuẩn GlobalGAP, HVG có tiềm năng lớn trong việc đưa cá tra Việt Nam xuất khẩu ra thị trường thế giới, đặc biệt trong bối cảnh nguyên liệu đầu vào thiếu hụt và rào cản vào các thị trường lớn ngày càng trở nên khó khăn.

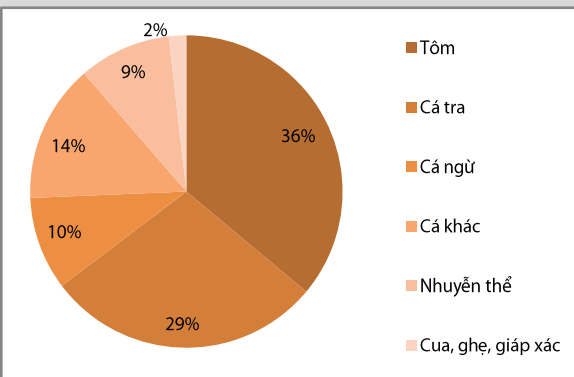


**Thị trường xuất khẩu thủy sản 9T2012**



Nguồn: VASEP, RongViet Securities tổng hợp

**Thị trường xuất khẩu thủy sản 9T2012**



Nguồn: VASEP, RongViet Securities tổng hợp

**SƠ LƯỢC NGÀNH THỦY SẢN**

**Năm 2012, thủy sản vẫn tiếp tục được đánh giá là ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam.** Tổng cục thủy sản thuộc Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn cho biết, trong kế hoạch năm 2012, ngành thủy sản đặt ra một số chỉ tiêu như diện tích nuôi trồng thủy sản đạt 1,1 triệu ha, tăng 1,5% so với thực hiện năm 2011; sản lượng thủy sản nuôi đạt 3,15 triệu tấn, tăng 5%; khai thác thủy sản đạt 2,2 triệu tấn và kim ngạch xuất khẩu đạt 6,3-6,5 tỷ USD.

9T2012, theo báo cáo của Tổng cục Thủy sản, kết quả sản xuất thủy sản vẫn duy trì được sự tăng trưởng cả về giá trị và sản lượng so với cùng kỳ. Giá trị thủy sản chính ngạch ước đạt 4,5 tỷ USD, tăng 3,5% so với cùng kỳ năm ngoái.

Cơ cấu mặt hàng xuất khẩu không có nhiều thay đổi, tôm và cá tra vẫn là 2 mặt hàng chủ lực, chiếm lần lượt 36% và 29%. Ngoài ra, các mặt hàng khác như cá ngừ, nhuyễn thể, giáp xác có sự tăng trưởng giá trị tương đối tốt.

**Thị trường xuất khẩu đã có sự phân hóa và nhiều thị trường tiềm năng mới đang được Việt Nam hướng đến trong năm 2012.** 9 tháng đầu năm, thị trường tiêu thụ châu Âu, Nga sụt giảm mạnh, lần lượt giảm 14% và 22% về giá trị do khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên các thị trường khác Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Úc, Canada... đều tăng khá.

Bên cạnh các thị trường truyền thống có xu hướng giữ vững nhu cầu tiêu thụ thì thủy sản Việt Nam còn có cơ hội mở rộng thị trường sang các nước có tiềm năng như Trung Quốc, Italia, Tây Ban Nha, Đức, Hà Lan... Hiện nay, tại các thị trường này, những mặt hàng thủy sản của Việt Nam đang ngày càng được người tiêu dùng ưa chuộng.

9T2012, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất đối với thủy sản Việt Nam, đạt ~907 triệu USD, tăng 7,6% so với cùng kỳ. Tiếp theo là EU 847 triệu USD (giảm 14,3%), Nhật Bản 756 triệu USD (tăng 19%), Hàn Quốc 365 triệu USD (tăng 7,4%), Trung Quốc và Hồng Kong 295 triệu USD (tăng 19%), ASEAN 251 triệu USD (tăng 14%), Australia 139 triệu USD (tăng 22,7%)...

**Nửa đầu năm số doanh nghiệp tham gia xuất khẩu thủy sản sụt giảm mạnh.**

Theo thông tin từ Hội nghị thường niên của Hiệp hội chế biến và xuất khẩu thủy sản Việt Nam (Vasep) thì số doanh nghiệp tham gia xuất khẩu thủy sản 6T2012 giảm mạnh 40% từ 800 xuống còn 473 doanh nghiệp. Nguyên nhân là do khó khăn về nguồn vốn, nguyên liệu cùng với sự gia tăng chi phí sản xuất.

Trong ngắn hạn việc phá sản hàng loạt của các doanh nghiệp thủy sản đã gây ra hiện tượng bán tháo, bán phá giá hàng tồn kho khiến các doanh nghiệp còn lại trong ngành gặp khó khăn trong việc tiêu thụ. Tuy nhiên, nếu nhìn về lâu dài thì sự sụt giảm về số lượng các doanh nghiệp tham gia xuất khẩu sẽ giảm mức độ cạnh tranh trong ngành, loại bỏ những doanh nghiệp yếu kém và giúp những doanh nghiệp tốt, có khả năng tồn tại sẽ có bước phát triển ổn định hơn.

**Nguồn nguyên liệu phục vụ chế biến và dư lượng kháng sinh vẫn tiếp tục là vấn đề cần quan tâm đối với ngành thủy sản hiện nay.** Tại Việt Nam, chất lượng giống cá tra, tôm còn thấp. Tỷ lệ sống của cá tra bột lên cá hương chỉ đạt khoảng 20-30%. Lượng tôm bố mẹ hoàn toàn phụ thuộc vào khai thác tự nhiên và chất lượng không đồng đều. Do nguồn giống không ổn định nên tình trạng thiếu hụt nguyên liệu, đặc biệt là tôm, khá trầm trọng.

Bên cạnh đó, những tồn tại về hàm lượng các chất bảo quản quá mức có khả năng ảnh hưởng đến uy tín ngành thủy sản Việt Nam luôn là vấn đề nổi trộm cần được quan tâm. Dự báo trong năm nay, sẽ có nhiều ban hành các tiêu chuẩn mới khắt khe hơn về dư lượng kháng sinh và an toàn vệ sinh thực phẩm.

**PHỤ LỤC**

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2009A	2010A	2011	2012E
Doanh thu thuần	3.087,3	4.431,6	7.794,3	7.690,4
Giá vốn	2.573,0	3.822,9	6.577,6	6.531,8
<b>Lãi gộp</b>	<b>514,3</b>	<b>608,7</b>	<b>1.216,7</b>	<b>1.158,6</b>
Chi phí bán hàng	201,4	346,9	411,0	425,3
Chi phí quản lý	42,3	66,6	197,7	115,4
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>270,6</b>	<b>195,2</b>	<b>608,0</b>	<b>617,9</b>
Lợi nhuận từ HĐTC	58,7	65,3	(161,7)	(259,7)
Lợi nhuận khác	6,4	1,8	8,3	(2,9)
<b>EBIT</b>	<b>435,6</b>	<b>470,6</b>	<b>775,1</b>	<b>725,0</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>359,6</b>	<b>277,0</b>	<b>508,2</b>	<b>417,5</b>
Thuế TNDN	34,9	18,1	23,2	27,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,6	32,2	67,3	29,2
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>323,1</b>	<b>226,7</b>	<b>417,8</b>	<b>361,1</b>

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010A	2011	2012E
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	3,4%	43,5%	75,9%	-1,3%
Lợi nhuận HĐKD	-36,0%	-27,9%	211,5%	1,6%
EBIT	84,0%	8,0%	64,7%	-6,5%
Lợi nhuận trước thuế	101,4%	-23,0%	83,5%	-17,9%
Lợi nhuận sau thuế	94,2%	-29,8%	84,3%	-13,6%
Tổng tài sản	394,2%	42,8%	16,8%	6,4%
Vốn chủ sở hữu	166,6%	6,9%	14,9%	11,6%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	8,4%	1,8%	12,1%	5,7%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	16,7%	13,7%	15,6%	15,1%
LN HĐKD / Doanh thu	8,8%	4,4%	7,8%	8,0%
EBIT/ Doanh thu	14,1%	10,6%	9,9%	9,4%
LN TT/ Doanh thu	11,6%	6,3%	6,5%	5,4%
LN ST/ Doanh thu	10,5%	5,1%	5,4%	4,7%
ROA	8,6%	4,2%	6,6%	5,4%
ROIC or RONA	17,3%	9,8%	16,1%	12,7%
ROE	18,9%	12,4%	19,9%	15,4%

<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay khoản phải thu	1,6	2,0	2,8	3,4
Vòng quay hàng tồn kho	3,9	3,1	4,4	3,1
Vòng quay khoản phải trả	6,8	4,2	4,8	5,0
Vòng quay TSCĐ	5,4	4,2	8,3	8,2
Vòng quay Tổng tài sản	0,8	0,8	1,2	1,1

<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	1,5	1,3	1,3	1,4
Nhanh	1,1	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,2

<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	117,7%	172,7%	179,2%	166,5%
Tổng nợ / Tổng tài sản	53,2%	58,6%	59,9%	58,3%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	90,3%	118,7%	110,8%	108,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	5,0%	3,4%	1,7%	1,1%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2009A	2010A	2011	2012E
Tiền	106,9	206,9	303,6	712,1
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	50,5	-	1,4
Các khoản phải thu	1.935,6	2.238,1	2.795,4	2.230,2
Tồn kho	654,0	1.251,1	1.504,5	2.090,2
Tài sản ngắn hạn khác	160,0	176,4	256,6	282,3
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>2.856,4</b>	<b>3.923,1</b>	<b>4.860,1</b>	<b>5.316,2</b>
Tài sản cố định hữu hình	488,7	900,0	802,2	792,6
Nguyên giá	611,4	1.260,5	1.249,7	1.330,4
Khấu hao	(122,6)	(360,5)	(447,5)	(537,8)
Tài sản cố định vô hình	79,8	152,3	141,1	143,5
Nguyên giá	83,4	159,5	150,5	155,0
Khấu hao	(3,5)	(7,1)	(9,3)	(11,5)
Xây dựng cơ bản dở dang	22,6	53,1	73,3	68,1
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	300,8	335,2	395,7	356,2
Tài sản dài hạn khác	24,1	24,4	22,6	23,8
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>916,0</b>	<b>1.465,0</b>	<b>1.435,0</b>	<b>1.384,2</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.772,5</b>	<b>5.388,1</b>	<b>6.295,1</b>	<b>6.700,4</b>

<b>Các khoản phải trả ngắn hạn</b>	<b>1.926,4</b>	<b>3.073,7</b>	<b>3.706,2</b>	<b>3.855,9</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	214,0	625,5	1.154,5	1.110,4
Khoản phải trả ngắn hạn khác	167,1	276,6	222,5	207,6
Vay và nợ ngắn hạn	1.545,4	2.171,6	2.329,2	2.537,8
<b>Các khoản phải trong dài hạn</b>	<b>89,0</b>	<b>86,4</b>	<b>61,7</b>	<b>52,1</b>
Vay và nợ dài hạn	84,9	63,1	36,3	25,4
Khoản phải trả dài hạn khác	4,2	23,3	25,5	26,8
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.015,4</b>	<b>3.160,1</b>	<b>3.767,9</b>	<b>3.908,0</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.713,5</b>	<b>1.819,4</b>	<b>2.090,4</b>	<b>2.343,4</b>
Vốn đầu tư của CSH	600,0	660,0	660,0	792,0
Thặng dư vốn	706,7	706,7	706,7	706,7
Cổ phiếu ngân quỹ	-	(28,6)	(30,3)	(30,3)
Lợi nhuận giữ lại	304,1	376,5	636,0	745,1
Quỹ đầu tư và phát triển	35,9	52,4	60,8	66,9
Quỹ dự phòng tài chính	36,7	53,4	58,3	64,1
Khác	30,0	(1,0)	(1,0)	(1,0)
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>(1,4)</b>	<b>10,3</b>	<b>12,6</b>	<b>3,6</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.712,1</b>	<b>1.829,7</b>	<b>2.103,1</b>	<b>2.347,0</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	63,0	398,3	424,2	445,4
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3.790,5</b>	<b>5.388,1</b>	<b>6.295,1</b>	<b>6.700,4</b>

<b>CHỈ SỐ CƠ BẢN</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	60,0	66,0	66,0	79,2
Giá thị trường cuối năm(VND)	31.600	16.400	15.200	31.900
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	4.933	3.314	6.337	4.717
Giá trị sổ sách (VND)	28.558	27.567	31.674	29.589
Cổ tức (tiền mặt) VND	2.000	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	6,4	4,9	2,4	6,8
P/B (x)	1,1	0,6	0,5	1,1
Dividend Yield (%)	6,3%	18,3%	19,7%	9,4%

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

<b>Ngày phát hành</b>	<b>Loại báo cáo</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Giá tại ngày phát hành</b>	<b>Giá định giá</b>
-----------------------	---------------------	--------------------	-------------------------------	---------------------

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Người phân tích đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của người phân tích.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin – TP. Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản 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 ý thức 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 chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà người phân tích cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, người phân tích không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của người phân tích có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2012.**