

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu VND 31,300
Giá hiện tại VND 27,500

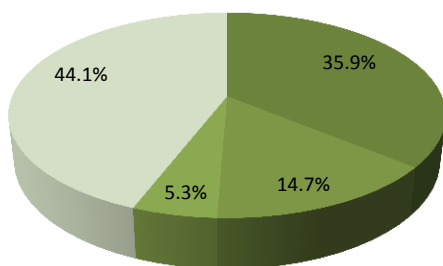
Nguyen Hoang Bich Ngoc
(+84-8) 5413-5478
ngocnguyen@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	HVG
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	792
CP đang lưu hành (triệu)	79.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,138
Biên độ 52 tuần (đồng)	19,400 – 34,800
KLGD trung bình 3 tháng	27,800
Beta	0.65
Sở hữu nước ngoài	10.44%
Ngày niêm yết đầu tiên	25/11/2009

Cổ đông lớn

DƯƠNG NGỌC MINH	35.9%
SSIAM	14.7%
SSI	5.3%



Biên độ giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	+5.3	+2.3	+7.6
Phần trăm (%)	+24	+9.3	+39



Mở rộng quy mô trong năm 2013

• **Hoạt động kinh doanh chính không khả quan và lãi tỷ giá giảm mạnh dẫn đến lợi nhuận thấp hơn trong năm 2012.** Doanh thu của HVG gần như không đổi ở mức 7,798 tỷ đồng trong năm 2012 (biểu đồ 1 – trang 2). Trong đó, doanh thu từ hoạt động xuất khẩu, chiếm tương ứng 62% và 57% tổng doanh thu 2011 và 2012 (biểu đồ 7 – trang 4), thấp hơn 8% do sự sụt giảm của cả sản lượng tiêu thụ (ước giảm khoảng 3.6% so với cùng kỳ) và giá bán thành phẩm. Biên lợi nhuận gộp hoạt động xuất khẩu giảm hai điểm phần trăm từ 17% xuống 15% (biểu đồ 2 – trang 2). Ngược lại, mảng kinh doanh, chủ yếu là hoạt động nhập khẩu nguyên liệu sản xuất thức ăn thủy sản, đóng góp tương ứng 27% và 33% doanh thu trong hai năm vừa qua, ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 21% và biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể (từ 5% lên 13%) nhờ xu hướng tăng của giá khô dầu đậu nành, nguyên liệu chính trong thức ăn thủy sản. Kết quả ấn tượng từ hoạt động kinh doanh đã bù đắp được một phần sự sụt giảm trong hoạt động xuất khẩu. Theo đó, tổng doanh thu không chịu ảnh hưởng và biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 15.6% xuống 14.3%. Tuy nhiên, sự ổn định tỷ giá hối đoái trong năm qua đã làm sụt giảm lãi tỷ giá từ 95 tỷ xuống 11 tỷ đồng (biểu đồ 3 – trang 2) và kéo theo lợi nhuận trước thuế (LNTT) giảm xuống 355 tỷ đồng (-30% so với cùng kỳ) và lợi nhuận ròng còn 302 tỷ đồng (-28% so với cùng kỳ) (biểu đồ 4 – trang 2). Tổng kết, HVG vượt 4% kế hoạch doanh thu năm 2012 nhưng chỉ hoàn thành 65% chỉ tiêu LNTT.

• **Động lực tăng trưởng từ hoạt động đầu tư chiến lược trong năm 2013:** Chúng tôi kỳ vọng HVG sẽ ghi nhận mức tăng trưởng 26% về tổng tài sản lên 8,108 tỷ đồng (biểu đồ 5 – trang 3) và 63% về doanh thu lên 12,749 tỷ đồng trong năm nay. Kết quả này đến từ việc hợp nhất kết quả tài chính của VTF (CTCP Thức ăn Chăn nuôi Việt Thắng). Với mục tiêu gia tăng mức độ kiểm soát, HVG nâng tỷ lệ sở hữu VTF từ 43.53% lên 55.31% vào đầu tháng 1/2013. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ dự phóng mức tăng trưởng 14% đối với lợi nhuận ròng do tỷ lệ sở hữu không thay đổi đáng kể. VTF là một trong những nhà sản xuất thức ăn thủy sản lớn nhất ở Đồng bằng Sông Cửu Long với thị phần đạt 16%. Theo đó, chúng tôi cho rằng việc đầu tư vào VTF sẽ góp phần gia tăng nội lực cho công ty. VTF đang tiến hành phát hành thêm cổ phiếu với tỷ lệ 2:1 (giá chào bán 20,000 đồng/cổ phiếu và ngày giao dịch không hưởng quyền là 18/03/2013) để tăng vốn điều lệ từ 210 tỷ đồng lên 315 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng HVG sẽ tham gia đợt phát hành này và giữ tỷ lệ sở hữu VTF ở mức không đổi 55.31%.

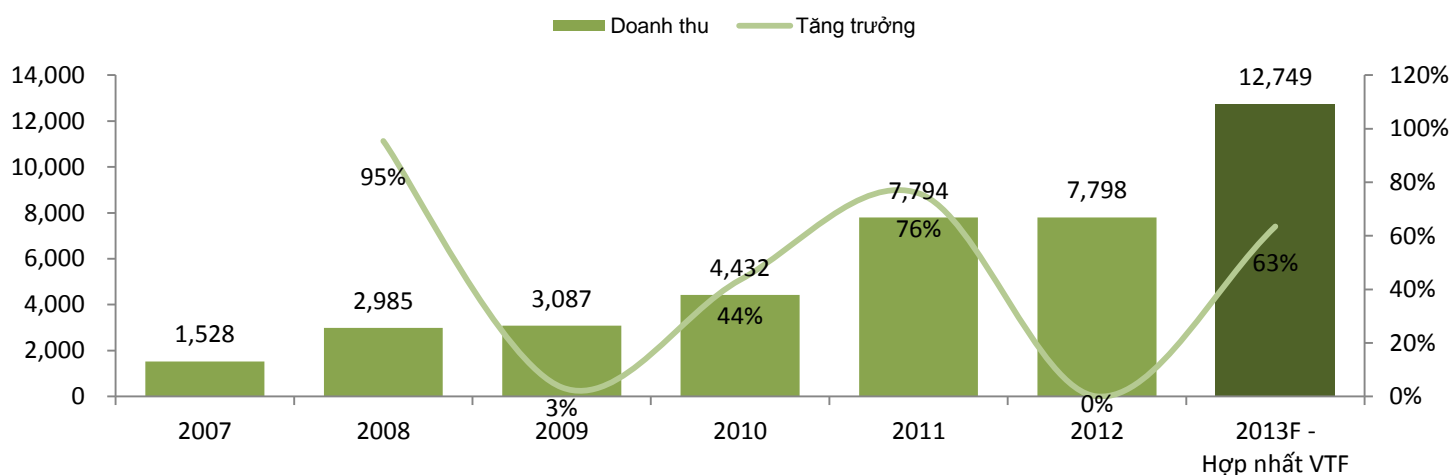
Về ngành kinh doanh cốt lõi của HVG - xuất khẩu và kinh doanh các sản phẩm liên quan đến cá tra (không kể sự đóng góp của VTF), chúng tôi dự đoán doanh thu tăng 7.4% (từ 7,798 tỷ lên 8,374 tỷ đồng). Kết quả này dự kiến đến từ mức tăng 10% của doanh thu xuất khẩu theo khả năng tiêu thụ cao hơn. Biên lợi nhuận gộp của hoạt động này kỳ vọng được cải thiện lên 16.7% do giá nguyên liệu cá tra thấp (biểu đồ 6 – trang 3). Mặt khác, chúng tôi không kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp đột biến trong mảng kinh doanh như năm 2012. Tổng hợp các yếu tố trên, biên lợi nhuận gộp ước đạt mức 14.1% (so với 14.3% của năm 2012). Ngoài ra, chúng tôi dự báo mức lỗ tài chính sẽ cao hơn do chi phí lãi vay tăng 20% từ 266 tỷ đồng lên 320 tỷ đồng theo sự gia tăng các khoản vay ngắn hạn. Theo đó, lợi nhuận hoạt động kinh doanh dự kiến chỉ ghi nhận mức tăng 3% từ 291 tỷ đồng lên 300 tỷ đồng, đóng góp 61% vào tổng kết quả lợi nhuận hoạt động kinh doanh sau khi hợp nhất với VTF.

• **Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG** với mức giá mục tiêu là 31,300 đồng. Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định dựa trên phương pháp P/E (70% tỷ trọng với mức P/E 6.9x và EPS dự phóng năm 2013) và P/B (30% tỷ trọng với mức P/B 1.0x và BVPS dự phóng năm 2013). Dựa trên lợi thế và vị trí của HVG trong ngành, chúng tôi thiết lập P/E và P/B mục tiêu cao hơn 20% so với mức trung bình lịch sử trung bình. Giá mục tiêu của chúng tôi thể hiện khả năng sinh lời ở mức 14% từ mức giá hiện tại là 27,500 đồng. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu này.

(tỷ đồng)	FY10	FY11	FY12	FY13F
Doanh thu thuần	4,432	7,794	7,798	12,749
% biên lợi nhuận gộp	13.7%	15.6%	14.3%	11.5%
% biên LN HKKD	5.9%	5.7%	3.7%	3.8%
EBT	277	508	355	498
Lợi nhuận ròng	219	418	302	344
% tăng so với cùng kỳ	-32%	91%	-28%	14%
EPS	3,556	6,631	4,252	4,343
BVPS	29,027	33,200	28,349	33,879
P/E	6.7	3.0	5.5	6.2
P/B	0.8	0.6	0.8	0.8

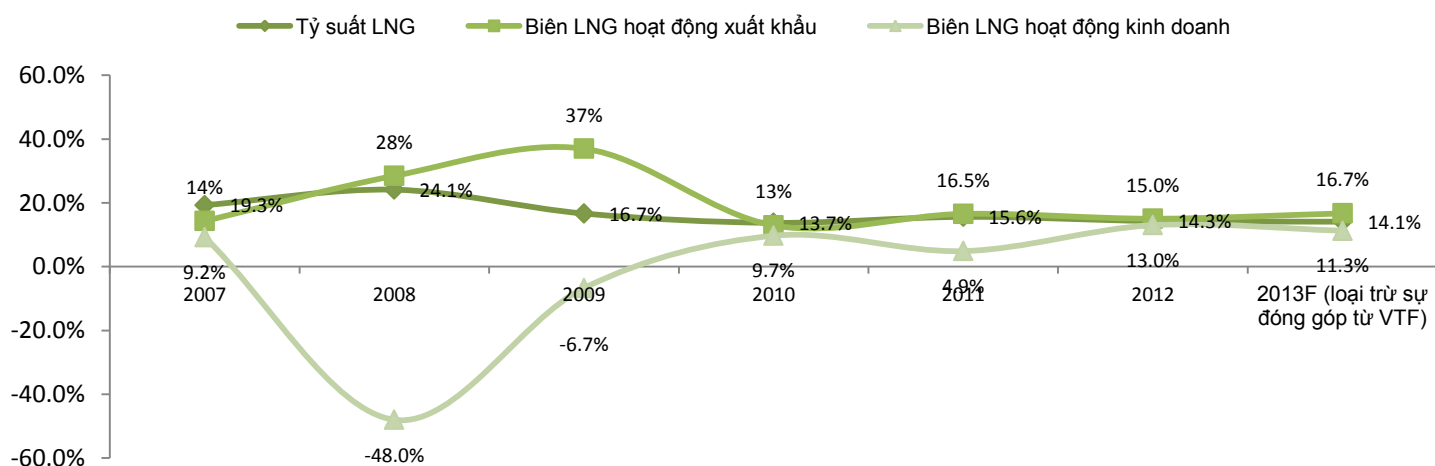
Nguồn: HVG, PHS (báo cáo tài chính chưa kiểm toán)

BIỂU ĐỒ 1 – Tăng trưởng doanh thu của HVG



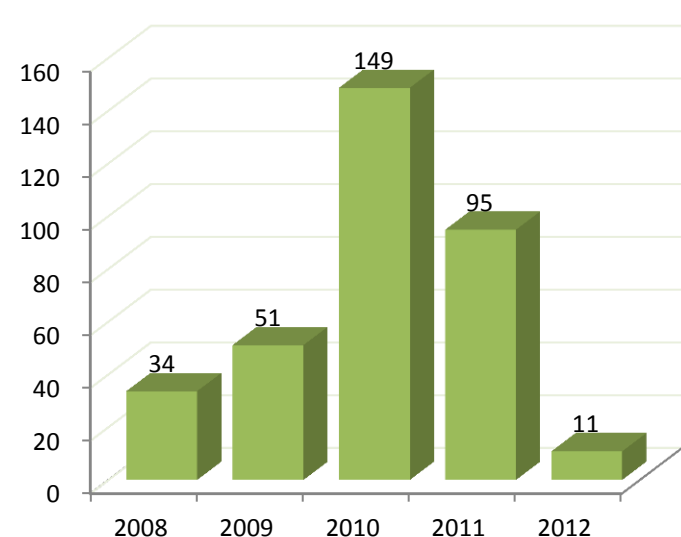
Nguồn: HVG, PHS

BIỂU ĐỒ 2 – Biên lợi nhuận gộp của HVG

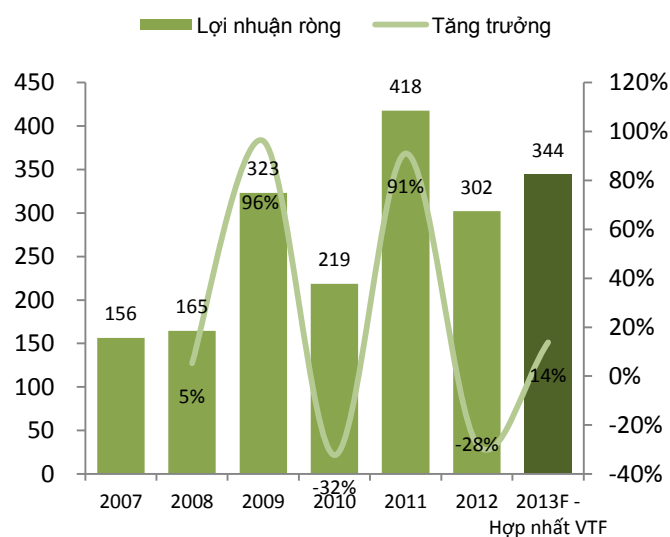


Nguồn: HVG, PHS

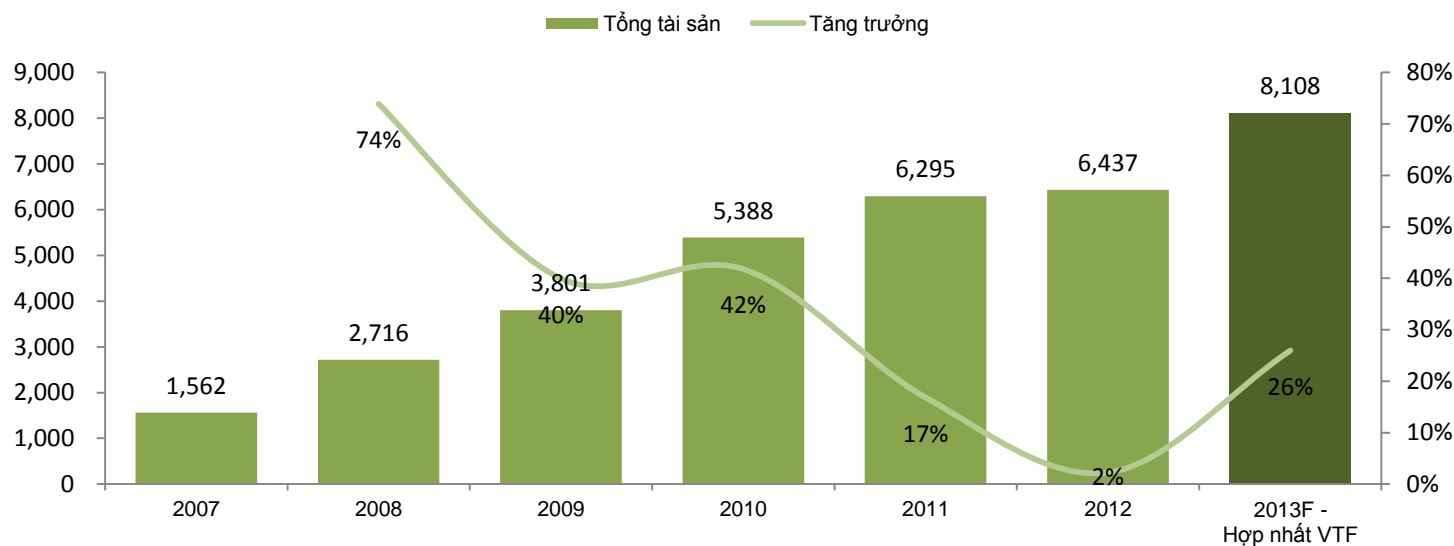
BIỂU ĐỒ 3 – Lãi tỷ giá ròng của HVG



BIỂU ĐỒ 4 – Tăng trưởng lợi nhuận ròng của HVG

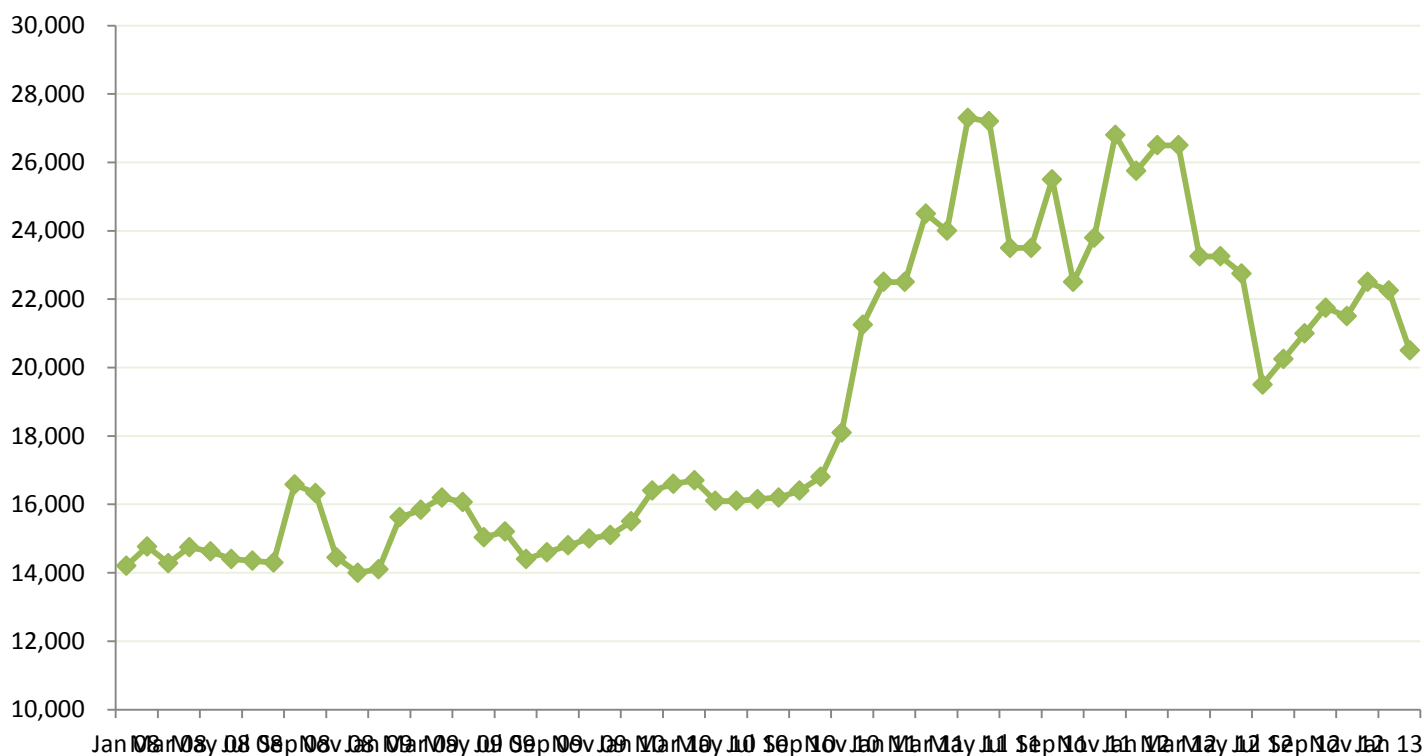


BIỂU ĐỒ 5 – Tăng trưởng tài sản của HVG



Nguồn: HVG, PHS

BIỂU ĐỒ 6 – Giá cá tra nguyên liệu thịt trắng (đồng/kg)



Nguồn: VASEP

Sơ lược công ty

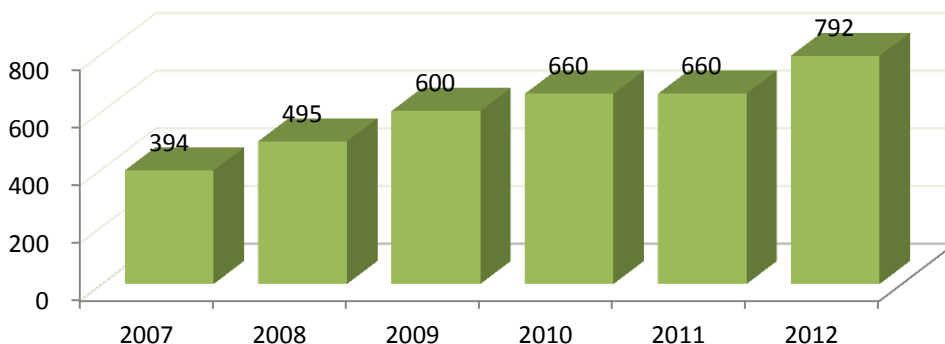
Hùng Vương được thành lập năm 2003 dưới loại hình Công ty trách nhiệm hữu hạn. Hiện nay, HVG đã trở thành một trong những doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam với chiến lược xây dựng hệ thống khép kín từ sản xuất giống, thức ăn thủy sản, chế biến, kho lạnh, và xuất khẩu.

Lịch sử phát triển

- Năm 2013, Công ty TNHH Hùng Vương được thành lập tại khu công nghiệp Mỹ Tho, Tiền Giang với vốn điều lệ ban đầu 32 tỷ đồng và công suất 50 tấn/ngày.
- Năm 2004, nhà máy Hùng Vương II được đưa vào hoạt động, nâng công suất lên 150 tấn/ngày.
- Năm 2005, công ty mua lại nhà máy thủy sản Tiền Giang và thành lập Công ty TNHH An Lạc – Tiền Giang.
- Năm 2006, Hùng Vương thành lập Công ty TNHH Á Châu và mua lại Công ty Chế biến Thủy sản ở Vĩnh Long (đổi tên thành Công ty TNHH Hùng Vương – Vĩnh Long) với tổng công suất 160 tấn/ngày.
- Ngày 1/2/2007, HVG cổ phần hóa với mức vốn điều lệ 120 tỷ đồng và sau đó tiếp tục tăng vốn lên 250 tỷ đồng theo quá trình hợp nhất các công ty con. HVG đầu tư kho lạnh tại khu công nghiệp Tân Tạo, TP.HCM với công suất 12,000 tấn. Cũng trong năm 2007, Hùng Vương Vĩnh Long được nâng công suất lên 120 tấn/ngày và An Lạc lên 70 tấn/ngày.
- Năm 2008, công ty phát hành cp thường tăng vốn điều lệ lên 495 tỷ đồng. HVG tăng tỷ lệ sở hữu ở các công ty con như Công ty TNHH Hùng Vương – Sa Đéc (Đồng Tháp) với công suất 100 tấn/ngày và thành lập CTCP Châu Âu (Tiền Giang) với công suất 500 tấn/ngày.
- Q3/2009, Hùng Vương tiếp tục phát hành cổ phiếu thường, tăng vốn điều lệ lên 600 tỷ đồng.
- Ngày 25/11/2009, niêm yết lần đầu trên HOSE.
- Năm 2010 và 2012, tiếp tục chia cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu thường tăng vốn điều lệ lên 792 tỷ đồng.
- Tháng 1/2013, HVG tăng tỷ lệ sở hữu VTF từ 43.53% lên 55.31%.



Quá trình tăng vốn điều lệ (tỷ đồng)



Nguồn: HVG

Cơ cấu doanh thu (biểu đồ 7)



Nguồn: HVG, PHS

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	2010	2011	2012	2013F	Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu thuần	4,432	7,794	7,798	12,749	Chỉ tiêu tăng trưởng				
Giá vốn hàng bán	3,823	6,578	6,683	11,282	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	44%	76%	0%	63%
Lợi nhuận gộp	609	1,217	1,115	1,466	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	18%	100%	-8%	31%
Chi phí bán hàng	347	411	459	497	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	-32%	91%	-28%	14%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	67	198	144	167	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	42%	17%	2%	26%
Lợi nhuận tài chính	65	(162)	(221)	(312)	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	4%	14%	7%	20%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	260	446	291	491	Chỉ tiêu hiệu quả				
LN từ công ty liên kết, liên doanh	15	54	78	15	Biên lợi nhuận gộp	14%	16%	14%	12%
Lợi nhuận trước thuế	277	508	355	498	Biên LN trước thuế	6.2%	6.5%	4.6%	3.9%
Lợi nhuận ròng	219	418	302	344	Lợi nhuận ròng biên	4.9%	5.4%	3.9%	2.7%
Cân đối kế toán	2010	2011	2012	2013F	ROA	4.8%	7.2%	4.7%	4.7%
Tổng tài sản	5,388	6,295	6,437	8,108	ROE	12%	21%	14%	14%
Tài sản ngắn hạn	3,923	4,860	4,807	6,456	Phân tích DuPont				
Tiền và tương đương tiền	207	304	265	301	Lợi nhuận ròng biên (1)	4.9%	5.4%	3.9%	2.7%
Khoản phải thu	2,238	2,795	1,859	3,006	Vòng quay tổng tài sản (2)	1.0	1.3	1.2	1.8
Tồn kho	1,251	1,505	2,416	2,484	Đòn bẩy (3)	2.6	3.0	2.9	3.0
Tài sản dài hạn	1,465	1,435	1,630	1,652	ROE = (1)x(2)x(3)	12%	21%	14%	14%
Tài sản cố định hữu hình	900	802	755	958	Chỉ tiêu quản lý				
Nguyên giá	1,260	1,250	1,301	1,750	Số ngày phải thu	173	118	109	70
Khấu hao lũy kế	(360)	(448)	(547)	(791)	Số ngày tồn kho	92	76	107	79
Đầu tư tài chính dài hạn	335	396	627	402	Số ngày phải trả	59	63	60	35
Tổng nguồn vốn	5,388	6,295	6,437	8,108	Vòng quay tổng tài sản	1.0	1.3	1.2	1.8
Nợ phải trả	3,160	3,781	3,803	4,628	Vòng quay tài sản dài hạn	3.9	5.4	5.1	7.8
Vay ngắn hạn	2,172	2,329	2,958	3,251	Vòng quay tài sản cố định	6.5	9.2	10.0	14.9
Khoản phải trả ngắn hạn	902	1,390	825	1,354	Hệ số thanh toán				
Vốn chủ sở hữu	1,830	2,090	2,245	2,683	Thanh toán hiện tại	1.3	1.3	1.3	1.4
Vốn điều lệ	660	660	792	792	Thanh toán nhanh	0.9	0.9	0.6	0.9
Thặng dư vốn	707	707	591	591	Thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.1
Lợi nhuận giữ lại	376	636	683	1,023	Cơ cấu vốn				
Phản hùn thiểu số	398	424	389	796	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	173%	181%	169%	172%
Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012	2013F	Tổng nợ/tổng tài sản	59%	60%	59%	57%
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	424	883	716	949	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	294%	301%	287%	302%
Dòng tiền thuần từ HĐKD	336	94	(199)	454	Chỉ số theo cp				
Dòng tiền thuần từ HĐ đầu tư	(329)	40	(221)	(104)	PE	6.7	3.0	5.5	6.2
Dòng tiền thuần từ HĐ tài chính	95	(37)	381	(314)	PBV	0.8	0.6	0.8	0.8
Dòng tiền thuần trong kỳ	102	97	(39)	36	PS	0.3	0.2	0.2	0.2
Tiền đầu kỳ	107	207	304	265	EPS	3,556	6,631	4,252	4,343
Tiền cuối kỳ	207	304	265	301	Tiền/cổ phiếu (VND)	3,364	4,820	3,727	3,802
					Giá trị sổ sách (VND)	29,027	33,200	28,349	33,879

Nguồn: HVG và PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = giá mục tiêu cao hơn giá hiện tại trên 10%.

Trung lập = giá mục tiêu giao động trong khoảng +10% hoặc -10% so với giá hiện tại.

Giảm tỷ trọng = giá mục tiêu thấp hơn giá hiện tại trên 10%.

Kết quả được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công Ty Chứng Khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, Tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh., Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh City, Việt nam

Phone: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn