

**Thủy sản**
**Ngày 27 tháng 08 năm 2013**
**CÔNG TY CỔ PHẦN HÙNG VƯƠNG (HVG)**

<b>Phan Nguyễn Trung Hưng</b> Chuyên viên phân tích Email: <a href="mailto:hungpnt@fpts.com.vn">hungpnt@fpts.com.vn</a> Điện thoại: (84) – 8 6290 8686 – Ext: 7590	Giá hiện tại	<b>22.800</b>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <span>-15%</span> <span>0%</span> <span>+15%</span> </div> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <span>Bán</span> <span>Giảm</span> <span>Thêm</span> <span>Mua</span> </div> <div style="text-align: right; margin-top: 5px;"> Dài hạn  <b>MUA</b> </div>
	Giá mục tiêu	<b>31.062</b>	
	Tăng/giảm	<b>36,2%</b>	
	Tỷ suất cổ tức	<b>8,77%</b>	

**Diễn biến giá cổ phiếu HVG**

**Tóm tắt báo cáo**

- **Kết quả kinh doanh 6T/2013 khá khả quan** với doanh thu đạt 5.129 tỷ đồng, tăng 43,7% so với cùng kỳ, chủ yếu do có sự bổ sung doanh thu từ Việt Thắng. Lợi nhuận trước thuế đạt 320 tỷ đồng, tăng mạnh 52,9% so với cùng kỳ. Dự báo cả năm 2013, doanh thu đạt 11.499 tỷ đồng (95,8% kế hoạch), tăng 49,6% so với 2012. Lợi nhuận trước thuế đạt 710,9 tỷ đồng, (88,9% kế hoạch), tăng 120,6% so với 2012.
- **Hùng Vương là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước với giá trị xuất khẩu hợp nhất năm 2012 là 208,4 triệu USD.** Sản phẩm của công ty là các loại cá tra chế biến đông lạnh, được xuất khẩu đi nhiều nước trên thế giới, trong đó lớn nhất là Mỹ (chiếm 19%), Nga (16%), Tây Ban Nha (15%), Mexico (9%)... Công ty có năng lực chế biến (1.155 tấn nguyên liệu/ngày) và diện tích vùng nuôi (345,2 ha) lớn nhất cả nước.
- **Hùng Vương tăng trưởng xuất khẩu khá cao giai đoạn 2008-2012** với giá trị xuất khẩu tăng bình quân 9,88%/năm doanh thu thuần tăng bình quân 26,7%/năm. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế không cải thiện nhiều qua các năm và tỷ suất lợi nhuận sau thuế cũng đang giảm dần (từ 10% năm 2009 xuống còn khoảng 4% năm 2012), chủ yếu do sự suy giảm của tỷ suất lợi nhuận gộp và chi phí lãi vay tăng cao.
- **Sau năm 2012 gặp nhiều khó khăn, dự kiến kết quả kinh doanh của Hùng Vương sẽ cải thiện dần từ năm 2013** khi giá trị xuất khẩu và doanh thu thuần tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao (dự báo tăng trưởng doanh thu thuần bình quân giai đoạn 2013-2020 là 17,3%/năm), lợi nhuận trước thuế cũng duy trì mức tăng trưởng bình quân 29,3% giai đoạn 2013-2020.

**Khuyến nghị**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu HVG theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với giá mục tiêu là 31.062 đồng/cổ phiếu, cao hơn 36,2% so với thị giá ngày 27/08/2013, tương ứng P/E forward 2013 khoảng 7,4 lần. Do đó, chúng tôi

**Thông tin giao dịch**
**27/08/2013**

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	27.900
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	13.400
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	120
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	120
KLGD bình quân 3 tháng (cp/ngày)	111.668
% sở hữu nước ngoài	12,58%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.200
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.709

Định giá	2011	2012	2013F
EPS cơ bản	5.281	3.320	4.200
P/E	4,32	6,87	5,43
BV (đ/cp)	31.674	27.473	20.448
P/B	0,72	0,83	1,12
ROE	21,4%	12,2%	21,6%
ROA	7,2%	4,1%	7,1%

**Cổ đông lớn (17/07/2013)**
**Tỷ lệ**

Ông Dương Ngọc Minh	35,93%
Cty TNHH Quản lý quỹ SSI	14,68%
CTCP Hùng Vương Miền Tây	7,11%
CTCP CK Sài Gòn (SSI)	4,90%
Nguyễn Thị Triều	3,96%
Cổ đông khác	33,42%

khuyến nghị **MUA** đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu HVG với kỳ vọng vào sự cải thiện dần của kết quả kinh doanh và dòng tiền trong tương lai của công ty.

Rủi ro chính trong hoạt động kinh doanh của Hùng Vương trong tương lai là các “rào cản thương mại” ở các thị trường xuất khẩu, điển hình là vụ kiện chống bán phá giá ở thị trường Mỹ được DOC công bố mức mức thuế cụ thể cho từng năm.

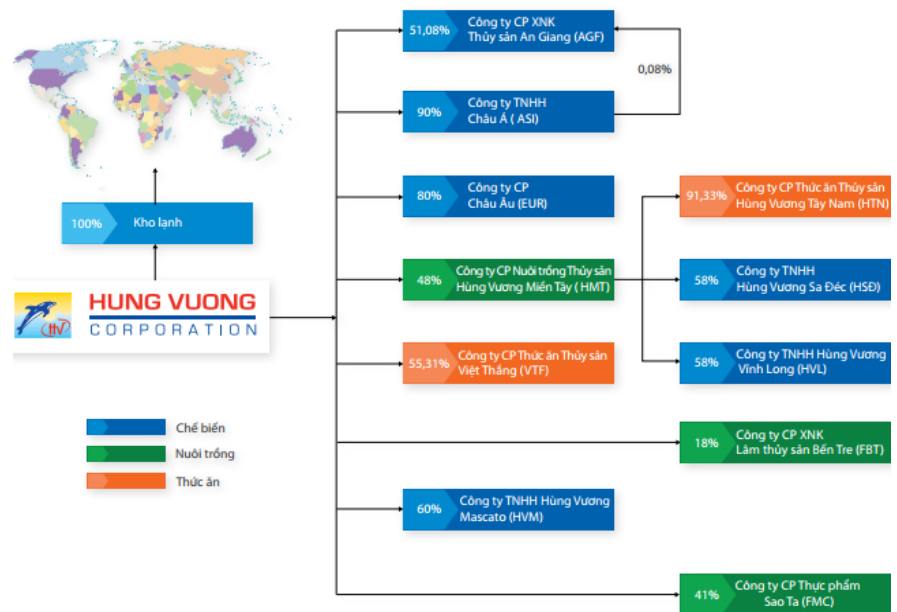
Chỉ tiêu	2012A	2013E	2014F	2015F	2016F
Doanh thu (triệu đồng)	7.688.523	11.498.710	14.608.867	17.077.965	19.561.305
LN thuần (triệu đồng)	285.256	632.678	697.636	913.477	1.138.808
EPS (đồng)	3.320	4.200	4.505	5.895	7.576
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000	3.000
Tăng trưởng doanh thu (%)	-2,6%	49,6%	27,0%	16,9%	14,5%
Tăng trưởng LN gộp	-10,8%	27,6%	24,8%	23,6%	19,3%
Tăng trưởng LNTT	-36,6%	120,6%	9,7%	31,7%	24,7%
Tăng trưởng EPS (%)	-37,1%	26,5%	7,3%	30,8%	28,5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,1%	12,0%	11,8%	12,5%	13,0%
ROE (%)	12,2%	21,6%	20,9%	24,0%	26,2%
ROA (%)	4,1%	7,1%	6,7%	7,9%	9,2%
P/E (x)	6,87	5,43	5,06	3,87	3,01
P/B (x)	0,83	1,12	1,00	0,87	0,72
Lãi cổ tức (%)	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	13,2%

#### Kết quả định giá theo phương pháp FCFF

Cơ sở định giá	Diễn giải
Tăng trưởng bình quân từ 2013-2020	11,10%
Tăng trưởng từ 2020 trở đi	3,00%
Rf: Lãi suất phi rủi ro	9,88%
$\beta$ : Độ nhạy cổ phiếu với thị trường	0,92
$R_m - R_f$ : Mức bù rủi ro thị trường	11,63%
T: Thuế suất	11,00%
WACC bình quân 2013-2020	15,11%
<b>Giá trị nội tại</b>	<b>31.062</b>

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Cơ cấu tổ chức – Sản phẩm



Nguồn: HVG

*Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước, đạt 208,4 triệu USD năm 2012*

Hùng Vương được thành lập vào năm 2003. Sau 10 năm không ngừng phát triển, đến nay Hùng Vương đã khẳng định được uy tín của mình trong nước; khu vực và trên toàn thế giới. Tính đến cuối Q2/2013, vốn chủ sở hữu đạt 2.335 tỷ đồng; tổng tài sản đạt 8.145 tỷ đồng.

Hùng Vương hiện là nhà chế biến xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam (nếu bao gồm cả phần giá trị xuất khẩu của Agifish) với giá trị xuất khẩu hợp nhất năm 2012 đạt 208,4 triệu USD. Sản phẩm chính của công ty là cá tra chế biến đông lạnh.

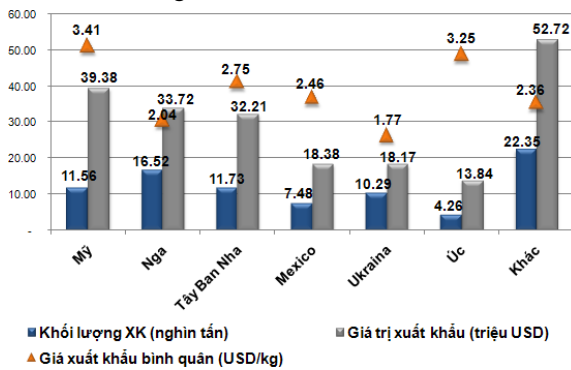
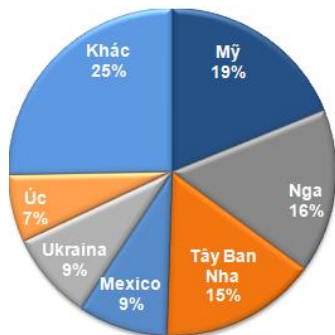
Với việc hợp nhất Việt Thắng vào cả tập đoàn và sở hữu Hùng Vương Tây Nam trước đó, hoạt động kinh doanh của Hùng Vương còn bao gồm cả sản xuất thức ăn, chủ yếu là sản xuất thức ăn thủy sản cho cá tra.



### Thị trường tiêu thụ

Phần lớn sản phẩm cá tra chế biến của công ty được **xuất khẩu** sang nhiều nước trên thế giới. Trong đó, giá trị xuất khẩu tập trung cao nhất ở những thị trường lớn như Mỹ, Tây Ban Nha, Nga, Mexico, Úc...

- **Mỹ** là thị trường xuất khẩu lớn nhất của HVG (do lợi thế từ công ty con Agifish chỉ bị áp thuế CBPG thấp trong nhiều năm qua) với giá trị xuất khẩu năm 2012 là 39,38 triệu USD, giá bán ở thị trường Mỹ

**Thị trường xuất khẩu của HVG năm 2012**

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu năm 2012**


Nguồn: HVG, FPTs tổng hợp

cũng cao hơn hẳn các thị trường khác, bình quân đạt 3,41 USD/kg năm 2012.

- **Nga** là thị trường có sản lượng xuất khẩu năm 2012 lớn nhất 16,52 nghìn tấn, nhưng giá trị xuất khẩu đứng sau Mỹ, đạt 33,72 triệu USD, do giá bán thấp, bình quân chỉ 2,04 USD/kg năm 2012. Đây là thị trường tiềm năng với nhu cầu nhập khẩu còn rất lớn.

- **Tây Ban Nha** hiện là thị trường chủ lực của HVG trong khối EU. HVG xuất khẩu sang Tây Ban Nha chủ yếu thông qua công ty liên doanh Hùng Vương Mascato. Tuy nhiên, xuất khẩu của HVG sang EU trong năm 2012 và dự kiến 2013 vẫn còn khó khăn do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế.

- Thị trường **Úc** dù sản lượng xuất khẩu chưa lớn nhưng giá xuất khẩu khá cao, bình quân năm 2012 là 3,25 USD/kg, do đòi hỏi chất lượng sản phẩm cao.

**Thị trường nội địa** đang duy trì tăng trưởng rất cao bình quân 80,4%/năm từ 2009-2012, và chiếm khoảng 10,6% doanh thu bán cá của tập đoàn trong năm 2012. Thị trường trong nước không đòi hỏi chất lượng quá cao và ít tốn kém các chi phí vận chuyển.

Đối với mảng **sản xuất thức ăn**, sản phẩm 100% được tiêu thụ nội địa. Trong năm 2012, sản phẩm của Hùng Vương Tây Nam tiêu thụ nội bộ chiếm 84,2%, bán ra bên ngoài 15,8%; sản phẩm của Việt Thắng tiêu thụ nội bộ 8,7%, bán ra bên ngoài 91,3%.

## Năng lực sản xuất

**Năng lực chế biến cá tra lớn nhất cả nước**  
1.155 tấn nguyên liệu/ngày

Tập đoàn Hùng Vương hiện là doanh nghiệp có năng lực chế biến cá tra lớn nhất cả nước với tổng công suất thiết kế đến hiện tại là 1.155 tấn nguyên liệu/ngày, bao gồm năng lực chế biến của Agifish là 315 tấn nguyên liệu/ngày và các công ty chế biến cá tra còn lại (Hùng Vương mẹ, CTCP Châu Âu, CTCP Châu Á, Hùng Vương – Vĩnh Long, Hùng Vương – Sađéc) là 840 tấn nguyên liệu/ngày. Trong năm 2012, trước tình hình tiêu thụ khó khăn, các nhà máy sản xuất cá tra của Hùng Vương chỉ vận hành khoảng 45% công suất thiết kế.

Nhà máy thức ăn của Việt Thắng hiện có công suất thiết kế là 480.000 tấn sản phẩm/năm, là một trong những nhà máy sản xuất thức ăn cá tra lớn nhất cả nước. Năm 2012, nhà máy của Việt Thắng vận hành khoảng 77,1% so với công suất thiết kế tối đa.

## Nguồn nguyên liệu

Một trong hai doanh nghiệp có diện tích vùng nuôi cá tra lớn nhất với 345,2 ha. Trong đó có 2 vùng nuôi ASC, 4 vùng nuôi GlobalGap và 1 vùng nuôi BAP.

**Hoạt động nuôi trồng:** Nguồn nguyên liệu chính của công ty là cá tra nguyên liệu, được nuôi trồng rộng rãi ở các tỉnh dọc sông Tiền và sông Hậu như An Giang, Đồng Tháp, Cần Thơ, Tiền Giang, Vĩnh Long, Bến Tre... Chi phí cá nguyên liệu thường chiếm khoảng 85-90% giá thành sản phẩm của công ty.

Hùng Vương hiện là một trong hai doanh nghiệp (cùng với Vĩnh Hoàn) đầu tư hoạt động nuôi trồng cá tra lớn nhất cả nước với tổng

**Tổng hợp vùng nuôi cá tra của HVG**

	Số ao	Diện tích (ha)	Mật độ (nghìn con/ha)
CTCP Hùng Vương	109	156,2	564
Agifish	109	120,7	284
Hùng Vương - Sa Đéc	9	8,7	293
Hùng Vương - Miền Tây	50	58,3	1.015
Hùng Vương Vĩnh Long	2	1,3	529
<b>Tập đoàn Hùng Vương</b>	<b>279</b>	<b>345,2</b>	<b>535</b>

Nguồn: HVG

diện tích nuôi trồng là 345,2 ha, sản lượng nuôi trồng đạt 78,3 nghìn tấn cá nguyên liệu, chỉ cung cấp khoảng 48,5% nhu cầu sản xuất trong năm 2012. Điều này là do sản lượng cá tra cả nước dư thừa trong năm 2012, nên Hùng Vương đã không đẩy mạnh hoạt động nuôi trồng, mà tận dụng thu mua nguồn cá tra giá rẻ từ bên ngoài để phục vụ xuất khẩu. Thực tế vùng nuôi hiện tại có thể đáp ứng tới 80% nhu cầu sản xuất của cả tập đoàn.

Với yêu cầu chất lượng ngày càng cao của các thị trường xuất khẩu lớn (như Mỹ, EU), Hùng Vương đã đầu tư 2 vùng nuôi đạt chứng nhận ASC với tổng diện tích hơn 70 ha, sản lượng hơn 30 nghìn tấn cá nguyên liệu/năm; 4 vùng nuôi đạt chứng nhận GlobalGap với tổng sản lượng hơn 40 nghìn tấn cá nguyên liệu/năm và 1 vùng nuôi đạt chứng nhận BAP.

Với tổng công suất sản xuất của Việt Thắng và Hùng Vương Tây Nam hơn 680.000 tấn thành phẩm/năm, trong khi tỷ lệ bán cho nội bộ cả năm 2012 chỉ khoảng 35%, có thể thấy vấn đề thức ăn cho vùng nuôi cá tra của toàn tập đoàn đáp ứng đủ 100% và dự trù cho cả sản lượng nuôi trồng tăng thêm trong tương lai.

**Sản xuất thức ăn cá tra:** Hơn 50% chi phí nguyên liệu sản xuất thức ăn của Việt Thắng và Hùng Vương Tây Nam phải nhập khẩu từ nước ngoài (khô dầu đậu nành, bột cá, dầu cá...). Từ cuối 2011 đến nay, giá bánh dầu đậu nành tăng mạnh, làm tăng chi phí sản xuất thức ăn và chi phí nuôi trồng của Hùng Vương.

**Kế hoạch đầu tư phát triển**

Hùng Vương tiếp tục đặt ra mục tiêu tăng trưởng cao trong các năm tới với doanh thu hợp nhất 2014 ước đạt 15.000 – 16.000 tỷ đồng và năm 2015 ước đạt 20.000 tỷ đồng, được thực hiện chủ yếu bằng hoạt động M&A đối với các công ty trong cùng lĩnh vực, gần nhất là sẽ nâng tỷ lệ sở hữu CTCP Thực phẩm Sao Ta (FMC) lên trên 50% và hợp nhất FMC vào tập đoàn vào năm 2014.

Kế hoạch cụ thể đầu tư vùng nuôi cá nguyên liệu ước tính như sau:

	2016	2017	2018	2019	2020
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn thành phẩm)	142,0	157,0	173,0	185,1	195,5
Sản lượng nuôi trồng (nghìn tấn cá nguyên liệu)	233,3	258,0	284,2	304,1	321,2
Tổng diện tích mở rộng trong năm (ha)	53,2	42,1	44,9	34,0	29,2
Vốn đầu tư cho mở rộng vùng nuôi (tỷ đồng)	117,1	92,6	98,8	74,7	64,2
Tổng diện tích nuôi lũy kế (ha)	398,4	440,5	485,4	519,4	548,6

Nguồn: FPT S ước tính

**Một số rủi ro ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh**

*“Rào cản thương mại” và “hàng rào kỹ thuật” từ các nước nhập khẩu là rủi ro hàng đầu của Hùng Vương.*

**Rủi ro từ các rào cản thương mại:** Các nước nhập khẩu cá tra của Hùng Vương thường xuyên áp đặt các “rào cản thương mại” để bảo hộ sản xuất trong nước. Điển hình là Mỹ, với vụ kiện “Chống bán phá giá - CBPG” diễn ra hơn 8 năm nay. Đặc biệt, trong đợt xem xét hành chính lần thứ 8 vừa rồi (POR 8), Mỹ đã áp thuế



CBPG rất cao đối với nhiều doanh nghiệp cá tra Việt Nam, trong đó, công ty Hùng Vương mẹ bị áp mức thuế khá cao 1,29 USD/kg. Tuy nhiên, nhờ công ty con Agifish được hưởng mức thuế rất thấp 0,02 USD/kg, nên cả tập đoàn Hùng Vương vẫn được hưởng lợi khi tập đoàn có thể đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ thông qua Agifish.

**Rủi ro từ các hàng rào kỹ thuật:** Cá tra là nguồn thực phẩm quan trọng nên vấn đề chất lượng, vệ sinh an toàn thực phẩm luôn được các nước quản lý gắt gao, nhằm bảo vệ sức khỏe người tiêu dùng và tạo ra các “hàng rào kỹ thuật” để bảo hộ sản xuất trong nước. Việc yêu cầu các chứng chỉ chứng nhận chất lượng (ASC, Global Gap, BAP...) cũng có thể xem là một “hàng rào kỹ thuật” mà các nước đặt ra cho sản phẩm cá tra của Việt Nam. Tuy nhiên, với nguồn lực tài chính tốt và đội ngũ nhân sự chuyên môn cao, Hùng Vương đã đầu tư các vùng nuôi, nhà máy thức ăn, nhà máy chế biến theo đúng các tiêu chuẩn yêu cầu của các nước nhập khẩu.

*Do dư nợ vay cao, biến động của lãi suất tác động khá mạnh đến lợi nhuận công ty.*

**Rủi ro về lãi suất:** Hùng Vương hiện đang có dư nợ vay ngân hàng khá cao (hơn 3.570 tỷ đồng đến cuối Q2/2013). Do đó, biến động của lãi suất sẽ tác động mạnh đến chi phí hoạt động của công ty, làm thay đổi lớn kết quả lợi nhuận. Trong thời gian từ đầu 2011 đến khoảng cuối Q2/2012, mặt bằng lãi suất bị đẩy lên rất cao, làm lợi nhuận của công ty bị sụt giảm mạnh. Từ cuối năm 2012 đến hiện tại, áp lực chi phí lãi vay của công ty đã giảm mạnh do mặt bằng lãi suất giảm mạnh (lãi suất vay VND bình quân trong 6 tháng đầu năm 2013 chỉ khoảng 8%, USD chỉ khoảng 3,5 - 4,0%). Qua thời gian, tác động của việc tăng lãi suất đến công ty sẽ giảm dần do dự kiến dư nợ vay của công ty sẽ giảm dần trong dài hạn.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ BÁO

### Phân tích tài chính

#### Doanh thu và lợi nhuận

Giai đoạn 2009-2011 là giai đoạn tăng trưởng nhanh khi công ty liên tục mở rộng thị trường, tìm kiếm các khách hàng mới. Năm 2012, giá trị xuất khẩu và doanh thu thuần giảm nhẹ chủ yếu do giá xuất khẩu bình quân giảm 11,8%, dù sản lượng xuất khẩu vẫn duy trì tăng trưởng 1,9%. Tăng trưởng giá trị xuất khẩu bình quân từ 2008 - 2012 là 9,88%/năm, nhưng doanh thu thuần còn tăng cao hơn với mức bình quân 26,7%/năm do: (1) công ty hưởng lợi lớn khi tiền đồng liên tục mất giá so với USD trong giai đoạn này, (2) Phần doanh thu bán cá nội địa và bán hàng hóa khác tăng mạnh hơn doanh thu xuất khẩu.

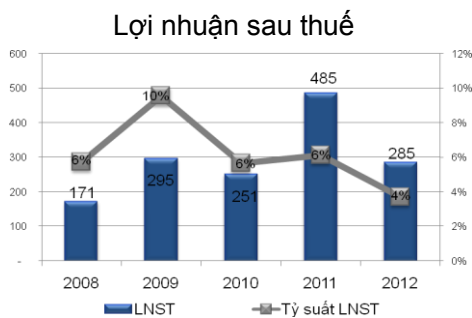
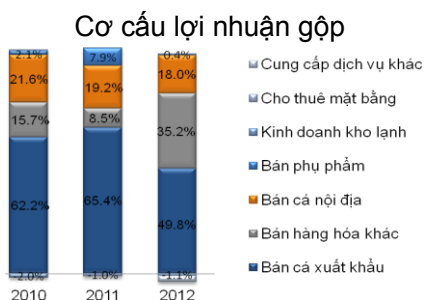
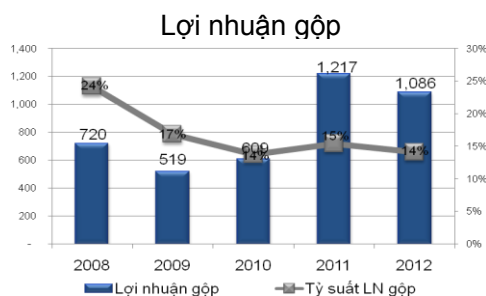
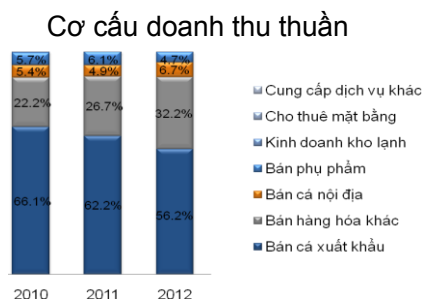
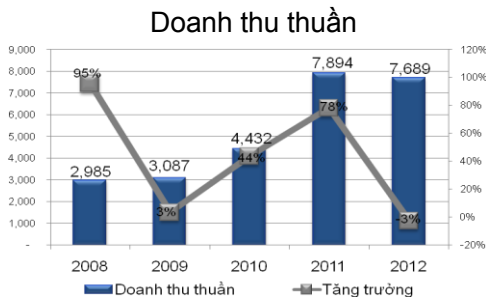
Tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2010 – 2012 ổn định khoảng 14 – 15,5%, nhưng thấp hơn giai đoạn trước đó là do từ năm 2010, Hùng Vương đã hợp nhất Agifish vào kết quả kinh doanh của cả tập đoàn, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của riêng Agifish (khoảng 11,5 – 14%) thấp hơn lợi nhuận gộp của riêng Hùng Vương.

Doanh thu và lợi nhuận gộp nhìn chung tăng trưởng đều qua các năm nhưng lợi nhuận sau thuế tăng trưởng không ổn định từ 2008 – 2012. Điều này là do chi phí lãi vay biến động tăng mạnh trong giai đoạn 2010 – 2012 do lãi suất cao và dư nợ vay của tập đoàn cũng tăng mạnh. Đặc biệt năm 2010 và 2012, cùng với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt thấp, chi phí lãi vay và chi phí bán hàng cũng tăng cao đã làm lợi nhuận hai năm này suy giảm và tỷ suất lợi nhuận sau thuế cũng ở mức thấp nhất.

**Trong 6T/2013**, Hùng Vương duy trì kết quả kinh doanh khá khả quan với doanh thu tăng 43,7% so với 6T/2012, chủ yếu do sự bổ sung doanh thu từ bán thức ăn của Việt Thắng vào, doanh thu bán cá xuất khẩu chỉ tăng nhẹ 0,8% khi tình hình xuất khẩu cả ngành nhìn chung vẫn còn khó khăn (xuất khẩu cá tra cả nước 6T/2013 giảm 0,5%), trong khi doanh thu bán cá nội địa tăng mạnh 111,7%, doanh thu bán phụ phẩm cũng tăng khá mạnh 40%.

Tuy doanh thu tăng mạnh, lợi nhuận gộp 6T/2013 vẫn giảm nhẹ 1,5% khi tỷ suất lợi nhuận gộp chung giảm mạnh xuống 11% từ mức 16% của 6T/2012 (chủ yếu do Việt Thắng có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp chỉ 6,3% trong 6T/2013 được hợp nhất vào, và sự giảm mạnh của tỷ suất lợi nhuận gộp bán cá nội địa từ 53,7% 6T/2012 xuống 19,1% 6T/2013).

Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế 6T/2013 vẫn cải thiện mạnh 52,9% so với cùng kỳ do: **(1)** doanh thu tài chính tăng mạnh 261,5%, chủ yếu từ hạch toán khoản bất lợi thương mại 82,3 tỷ đồng; **(2)** chi phí lãi vay giảm 12,5%; **(3)** chi phí bán hàng cũng giảm 4,6%.

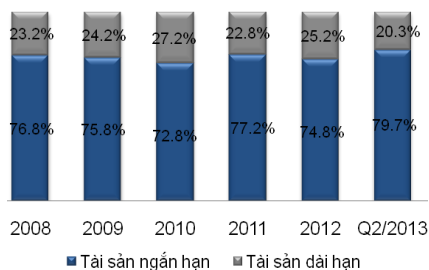


Nguồn: HVG, FPTS tổng hợp

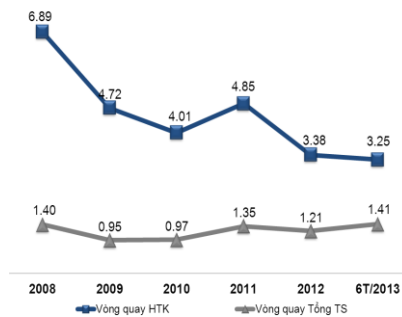
Đơn vị: tỷ đồng	6T/2013	+/- % 6T/2012	KH 2013	% KH 2013
Doanh thu thuần	5.129	43,7%	12.000	42,7%
Lợi nhuận gộp	563	-1,5%	-	-
Tỷ suất LN gộp	11,0%	-	-	-
LNTT	320	52,9%	800	40,0%
Tỷ suất LNTT	6,2%	-	-	-
EPS (đồng)	2.950	6,1%	-	-

Nguồn: HVG, FPTs tổng hợp

### Cơ cấu tài sản



### Hiệu quả hoạt động

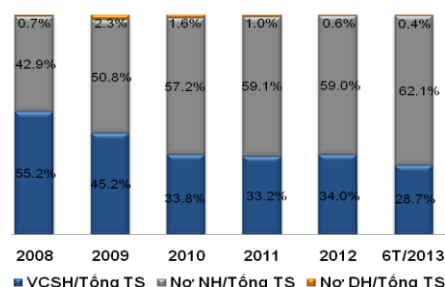


### Kỳ thu tiền bình quân



(Số liệu 6T/2013 đã quy về tương đương năm)

### Cơ cấu nguồn vốn



### Cơ cấu tài sản

Tài sản ngắn hạn của Hùng Vương chiếm tỷ trọng khá cao. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho. Tuy nhiên, tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn đang giảm dần rất tích cực (từ 53,6% năm 2008 xuống còn 29% năm 2012 và 32% cuối Q2/2013) do khả năng kiểm soát công nợ của công ty ngày càng tốt. Ngược lại, tỷ trọng hàng tồn kho đang tăng khá mạnh (từ 16% năm 2008 lên 39,6% cuối Q2/2013) do công ty đẩy mạnh hoạt động nuôi trồng và sản xuất qua các năm, khiến chi phí sản xuất kinh doanh dờ dang và thành phẩm tồn kho tăng mạnh.

Tài sản dài hạn nhìn chung giữ tỷ trọng ổn định ở mức thấp khi công ty không đầu tư thêm nhiều tài sản cố định có giá trị lớn (tỷ trọng tài sản cố định/tổng tài sản bình quân 13,0 – 20,5%). Các khoản đầu tư dài hạn đang tăng dần về giá trị tuyệt đối (tỷ trọng từ 7,3% năm 2008 lên 8,3% năm 2012 và giảm còn 7% cuối Q2/2013 do không còn khoản đầu tư vào Việt Thắng) khi công ty đẩy mạnh đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết có hoạt động liên quan đến ngành (như Việt Thắng, Sao Ta, Faquimex...).

### Hiệu quả sử dụng tài sản

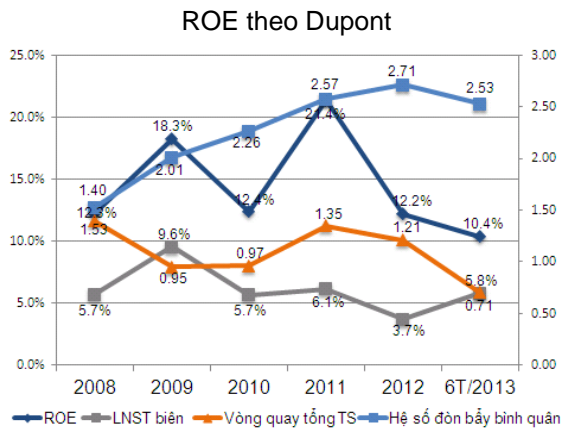
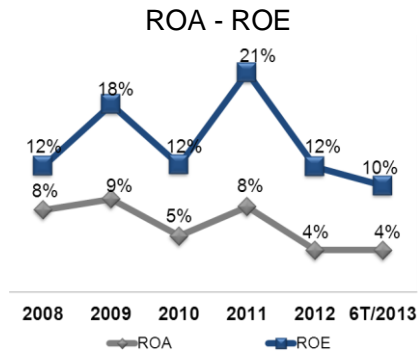
Vòng quay hàng tồn kho có xu hướng giảm dần qua các năm, đặc biệt năm 2012 và 6T/2013 đã rơi xuống mức khá thấp, lần lượt là 3,38 vòng và 3,25 vòng. Điều này là do năm 2012 và 6T/2013, sản lượng sản xuất gia tăng, nhưng nhìn chung việc tiêu thụ gặp nhiều khó khăn cùng với khó khăn của ngành.

Khả năng kiểm soát công nợ của Hùng Vương đang cải thiện rất tích cực trong các năm qua với kỳ thu tiền bình quân đã giảm mạnh từ 201,5 ngày năm 2009 xuống còn 110,37 ngày năm 2012 và khoảng 79,4 ngày trong 6T/2013. Dù vậy, đây cũng chỉ ở mức trung bình so với một số doanh nghiệp thủy sản niêm yết.

### Cơ cấu nguồn vốn

Tỷ trọng nợ ngắn hạn đã tăng khá mạnh trong các năm qua, chủ yếu do khoản vay ngắn hạn tăng mạnh (từ 34,1% năm 2008 lên 43,6% cuối Q2/2013) nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động ngày càng cao cho hoạt động chế biến và nuôi trồng khi sản lượng sản





Nguồn: HVG, FPTS tổng hợp

xuất ngày càng cao. Trong khi tỷ trọng nợ dài hạn giảm khá mạnh và dự kiến sẽ còn 0% đến cuối năm 2013.

### Khả năng sinh lợi ROE và ROA

ROA và ROE của Hùng Vương không ổn định trong các năm qua và hầu như biến động theo lợi nhuận sau thuế của tập đoàn. Trong đó, ROA có xu hướng ngày càng giảm dần giai đoạn 2008-2012 khi tổng tài sản của tập đoàn ngày càng lớn, nhưng lợi nhuận sau thuế hầu như chưa cải thiện nhiều.

**Phân tích theo Dupont:** ROE của Hùng Vương hầu như biến động theo tỷ suất lợi nhuận sau thuế và hiệu quả sử dụng tài sản. Trong 6T/2013, ROE có sự cải thiện mạnh lên 10,4% do sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận sau thuế (từ 3,7% năm 2012 lên 5,8% trong 6T/2013) và hiệu quả sử dụng tài sản (đạt 0,71 vòng trong 6T/2013).

### Dự báo kết quả kinh doanh

#### ♦ Sản lượng sản xuất

Năm 2012, nhà máy của Agifish vận hành khoảng 60,5% công suất và các công ty còn lại vận hành khoảng 37,8% công suất. Dự kiến công suất vận hành của các nhà máy trong toàn tập đoàn sẽ tăng dần và đạt gần 100% công suất vào năm 2019, với sản lượng sản xuất đạt khoảng 185,1 nghìn tấn thành phẩm. Năm 2020, sản lượng sản xuất cá tra sẽ vượt công suất thiết kế do tăng ca, tăng năng suất lao động, đạt khoảng 195,5 nghìn tấn thành phẩm.

Nhà máy thức ăn của Việt Thắng dự kiến sẽ đạt 100% công suất (480 nghìn tấn thành phẩm) vào năm 2017 và duy trì sản lượng sản xuất này đến năm 2020. Sản lượng tiêu thụ vượt quá công suất thiết kế sẽ được công ty thuê gia công sản xuất bên ngoài.

Năng lực chế biến tôm của CTCP Thực phẩm Sao Ta (FMC) là 18.000 tấn thành phẩm/năm, năng lực chế biến rau quả là 3.600 tấn thành phẩm/năm. Đến năm 2020, sản lượng tôm sản xuất sẽ đạt khoảng 15,5 nghìn tấn thành phẩm (86,1% công suất thiết kế) và sản lượng sản xuất rau quả sẽ đạt khoảng 2,7 nghìn tấn thành phẩm (75% công suất thiết kế).

#### ♦ Giá xuất khẩu bình quân

**Giá xuất khẩu cá tra:** Dự kiến giá cá tra xuất khẩu bình quân sẽ cải thiện dần trở lại từ năm 2013 với một số cơ sở sau: (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra toàn cầu vẫn tăng dần mỗi năm, trong khi nguồn cung cá

### Sản lượng sản xuất

Đv: nghìn tấn thành phẩm

	2013	2014	2020
Fillet cá tra	95,5	103,2	195,5
Cty ngoài AGF	59,0	70,2	138,5
Agifish	36,5	33,0	57,0
Thức ăn cá tra	400	420	480
Tôm (của FMC)	7,0	7,7	15,5
Rau quả (của FMC)	0,8	1,2	2,7

Nguồn: FPTS dự báo

**Giá bán/xuất khẩu bình quân năm**

Đv: Thức ăn – Nghìn đồng/kg; Còn lại – USD/kg

	2013	2014	2020
<b>Fillet cá tra</b>	<b>2,81</b>	<b>2,83</b>	<b>3,16</b>
Tăng trưởng	13,4%	0,9%	0,9%
<b>Cty ngoài AGF</b>	<b>2,48</b>	<b>2,55</b>	<b>2,88</b>
Tăng trưởng	6,9%	2,8%	1,1%
<b>Agifish</b>	<b>3,35</b>	<b>3,43</b>	<b>3,89</b>
Tăng trưởng	23,8%	2,6%	0,9%
<b>Thức ăn cá tra</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>
Tăng trưởng	3,3%	3,0%	1,0%
<b>Tôm (của FMC)</b>	<b>12,10</b>	<b>11,45</b>	<b>12,15</b>
Tăng trưởng	12,4%	-5,4%	1,0%
<b>Rau quả (của FMC)</b>	<b>3,00</b>	<b>3,10</b>	<b>3,46</b>
Tăng trưởng	4,0%	3,3%	1,0%

Nguồn: FPTTS dự báo

tra từ Việt Nam dự kiến sẽ có kiểm soát hơn từ năm 2013 do số lượng doanh nghiệp chế biến cá tra sẽ giảm mạnh do hoạt động yếu kém. (2) Xu hướng tiêu dùng các sản phẩm cá tra có chứng nhận (ASC, GlobalGap, BAP...) sẽ ngày càng cao trong tương lai và người tiêu dùng sẽ chấp nhận chi trả thêm khoảng 10-15% cho các sản phẩm cá tra có chứng nhận, xuất xứ rõ ràng.

**Giá bán thức ăn cá tra bình quân của Việt Thắng:** bình quân giá bán 6T/2013 là 10.518 đồng/kg thức ăn. Tình hình 6 tháng cuối năm 2013 dự kiến giá thức ăn sẽ tiếp tục ổn định. Như vậy, giá bán bình quân năm 2013 sẽ đạt khoảng 10.518, tăng khoảng 3,3% so với 2012. Xu hướng giá thức ăn cá tra từ năm 2010 - nay tăng bình quân khoảng 9,9%/năm và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trong các năm tới khi nhu cầu nhìn chung vẫn cao để phục vụ nuôi trồng cho các doanh nghiệp và nông dân.

**Giá tôm xuất khẩu của FMC:** Theo dự báo của World Bank, sau khi giảm mạnh 15,7% trong năm 2012 (xuống còn 10,06 USD/kg), giá tôm trên toàn cầu sẽ bắt đầu tăng trưởng trở lại từ năm 2013, đặc biệt tăng cao nhất trong năm 2013 này khi dịch bệnh EMS đang hoành hành ở các nước Châu Á, với mức tăng 14,3%, năm 2014 giá giảm nhẹ trở lại khoảng 10% và giá sẽ tăng đều ổn định trở lại khoảng 0,9 – 1% từ 2015 – 2020. Do đó, chúng tôi ước giá tôm xuất khẩu bình quân của FMC cũng tăng mạnh nhất năm 2013 này với mức tăng 12,5%, sau đó giảm 5,4% năm 2014 và sẽ tăng ổn định bình quân khoảng 1%/năm từ 2015 - 2020.

♦ **Sản lượng tiêu thụ - xuất khẩu**

Sản lượng xuất khẩu cá tra của tập đoàn Hùng Vương sau khi giảm 3,4% năm 2011, đã tăng nhẹ trở lại 1,9% năm 2012 và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng từ năm 2013 – 2020 với mức tăng bình quân 11,1%. Trong đó, sau khi đạt mức tăng trưởng cao nhất 19,8% năm 2015, mức tăng trưởng sẽ giảm dần qua từng năm khi sản lượng tuyệt đối ngày càng lớn.

Sản lượng tiêu thụ thức ăn của Việt Thắng đang tăng trưởng khá mạnh trong các năm qua do sản lượng nuôi trồng cá tra tăng cao trong cả nước, với mức tăng 13,2% năm 2011, 24% năm 2012 và dự kiến năm 2013 sẽ tăng khoảng 7,3%. Trong các năm tới, dự kiến sản lượng nuôi trồng cá tra sẽ tăng thấp do có kiểm soát từ ngành, nên sản lượng tiêu thụ thức ăn của Việt Thắng sẽ tăng chậm lại.

Sau khi giảm 9,9% sản lượng tôm xuất khẩu năm 2012, dự kiến xuất khẩu tôm của FMC sẽ tăng trở lại 6% năm 2013 do sản lượng tôm toàn cầu năm 2013 bị thiếu hụt lớn. Năm 2014, sản lượng xuất khẩu tôm của FMC sẽ tăng 5,6% và năm 2015 sẽ tăng mạnh nhất 17,3%. Tăng trưởng sản lượng tôm xuất khẩu sẽ giảm dần từ 15% năm 2016 xuống còn 8% năm 2020 khi sản lượng tuyệt đối ngày càng lớn.

**Sản lượng tiêu thụ - xuất khẩu**

Đv: nghìn tấn thành phẩm

	2013	2014	2020
<b>Fillet cá tra</b>	<b>91,9</b>	<b>101,7</b>	<b>195,1</b>
Tăng trưởng	9,2%	10,6%	5,7%
<b>Cty ngoài AGF</b>	<b>57,2</b>	<b>69,2</b>	<b>141,4</b>
Tăng trưởng	13,7%	20,9%	6,3%
<b>Agifish</b>	<b>34,7</b>	<b>32,5</b>	<b>53,8</b>
Tăng trưởng	2,5%	-6,3%	4,1%
<b>Thức ăn cá tra</b>	<b>390</b>	<b>415</b>	<b>500</b>
Tăng trưởng	7,3%	6,4%	2,0%
<b>Tôm (của FMC)</b>	<b>7,10</b>	<b>7,50</b>	<b>14,94</b>
Tăng trưởng	6,0%	5,6%	8,0%
<b>Rau quả (của FMC)</b>	<b>0,75</b>	<b>1,00</b>	<b>2,49</b>
Tăng trưởng	7,8%	33,3%	5,0%

Nguồn: FPTTS dự báo

#### ♦ Tỷ giá

Tỷ giá USD/VND từ đầu năm 2013 đến 30/07/2013 dao động tăng dần từ 20.812 lên 21,211, dự kiến tỷ giá sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong 5 tháng cuối năm 2013. Do đó, ước tỷ giá bình quân trong cả năm 2013 khoảng 21.100. Trong các năm sau, với xu hướng mất giá của VND so với USD tiếp tục diễn ra, dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng bình quân khoảng 2%/năm.

#### ♦ Doanh thu khác

*Tăng trưởng bình quân doanh thu bán cá nội địa 2013-2020 ước khoảng 12,5%/năm. Tỷ lệ doanh thu Việt Thắng bán nội bộ ước tăng dần từ 15% năm 2013 lên 27% năm 2020.*

**Doanh thu bán cá nội địa:** Thị trường nội địa đang duy trì tăng trưởng rất cao của Hùng Vương (bình quân 113,5%/năm giai đoạn 2010-2012) do các sản phẩm cá tra đang ngày càng trở nên quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam, dự báo doanh thu bán cá nội địa sẽ tiếp tục tăng trưởng cao 50,9% trong năm 2013, giai đoạn 2014-2017 ước tăng trưởng thậm trọng hơn bình quân 10%/năm và giai đoạn 2017-2020 sẽ tăng trưởng bình quân 5%/năm.

**Doanh thu bán thức ăn chăn nuôi:** Do từ năm 2013 Việt Thắng được hợp nhất vào tập đoàn nên phần doanh thu Việt Thắng bán cho nội bộ tập đoàn được loại trừ. Với dự kiến nhu cầu thức ăn để nuôi trồng của toàn tập đoàn sẽ tăng dần qua từng năm nên tỷ lệ doanh thu Việt Thắng bán cho nội bộ Hùng Vương sẽ tăng dần từ mức 15% của năm 2013 lên khoảng 27% năm 2020.

#### ♦ Lợi nhuận gộp

*Tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các mảng dự kiến tăng dần từ 2013-2020. Riêng mảng thức ăn dự kiến sẽ ổn định khoảng 7% từ 2015-2020.*

**Lợi nhuận gộp bán cá xuất khẩu:** Với khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu cao (dự kiến sẽ đạt 80% từ năm 2013) và quy trình sản xuất ngày càng khép kín, giá thành sản xuất cá của tập đoàn dự kiến sẽ ổn định, trong khi giá xuất khẩu dự kiến sẽ tăng dần, nên tỷ suất lợi nhuận gộp bán cá xuất khẩu sẽ tăng dần qua thời gian với năm 2013 ước đạt 18,5% và đến năm 2020 đạt 20,5%.

**Lợi nhuận gộp bán cá nội địa:** Tương tự, giá bán cá nội địa kỳ vọng cũng sẽ tăng dần, giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp bán cá nội địa từ mức khoảng 19% năm 2013 lên 20% năm 2020.

**Lợi nhuận gộp bán thức ăn của Việt Thắng:** tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ tăng từ mức 6,3% năm 2013 lên 7% năm 2015 và sẽ giữ ổn định ở mức 7% đến năm 2020 do chủ trương giữ định mức lợi nhuận ổn định cho Việt Thắng của tập đoàn.

**Lợi nhuận gộp của FMC (được tính từ năm 2014):** tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ tăng dần từ 6,8% năm 2013 lên 7,5% năm 2020 do giá xuất khẩu tôm tăng dần và giá thành sản xuất tôm dự kiến giảm dần khi công ty ngày càng tự chủ nguồn tôm nguyên liệu.

Như vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp toàn tập đoàn dự kiến sẽ tăng dần từ 12% năm 2013 lên 14,5% năm 2020.

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

*Chi phí bán hàng/doanh thu thuần ước khoảng 3,5-3,7%, chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần ước khoảng 1,3-1,5% từ 2013-2020.*

Chi phí bán hàng của công ty hầu như biến động theo giá trị xuất khẩu, doanh thu của công ty. Chi phí bán hàng/doanh thu thuần hai năm gần nhất 2011-2012 là 5,2% và 6,0%. Việt Thắng là doanh nghiệp có chi phí bán hàng/doanh thu thuần bình quân 3 năm gần nhất 2010-2012 chỉ khoảng 0,5%. Do đó, việc hợp nhất kết quả kinh doanh của Việt Thắng vào cả tập đoàn trong năm 2013 sẽ giúp giảm tỷ lệ này giảm xuống còn khoảng 3,7% năm 2013. Tương tự, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của FMC bình quân khoảng 3,2% trong ba năm 2010 – 2012. Do đó, việc hợp nhất kết quả kinh doanh của FMC vào cả tập đoàn trong năm 2014 sẽ giúp tỷ lệ này cả tập đoàn còn khoảng 3,5%. Chúng tôi giả định các năm tiếp theo 2015-2020 tỷ lệ này sẽ tiếp tục xoay quanh 3,5% - 3,7%.

Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần của tập đoàn trong 3 năm 2010 - 2012 bình quân khoảng 2%. Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần của VTF và FMC trong 3 năm 2010 – 2012 cũng khá thấp, bình quân lần lượt là 0,53% và 1,5%. Do đó, việc hợp nhất VTF vào cả tập đoàn sẽ giúp tỷ lệ này năm 2013 giảm xuống còn khoảng 1,3%. Năm 2014, việc hợp nhất FMC vào cả tập đoàn sẽ giúp tỷ lệ này vẫn giữ khoảng 1,3%. Các năm tiếp theo 2015-2020 tỷ lệ này dự kiến sẽ tiếp tục xoay quanh từ 1,3% - 1,5%.

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

*Lãi suất tiền gửi ước khoảng 6% năm 2013 và 7% từ 2014-2020. Cổ tức từ công ty liên doanh liên kết 2014-2020 bình quân 10%/năm. Lãi suất vay VND ước khoảng 8% năm 2013; 8,5% 2014; 9% 2015 và 10% từ 2016-2020.*

Với giả định khoản lãi lỗ từ chênh lệch tỷ giá bù trừ lẫn nhau (như đã nêu ở trên), công ty sẽ không phát sinh khoản lãi/lỗ từ chênh lệch tỷ giá. Doanh thu tài chính của công ty sẽ chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngắn hạn và cổ tức nhận được từ công ty liên doanh liên kết (chưa hợp nhất). Lãi suất tiền gửi bình quân các năm trong tương lai giả định sẽ là 6% năm 2013, và 7% từ năm 2014 trở đi. Cổ tức từ các công ty liên doanh liên kết giả định bình quân 10% trên phần lợi nhuận được hưởng hằng năm của Hùng Vương từ các công ty này và được chi trả từ năm 2014 trở đi.

Chi phí tài chính của công ty chủ yếu là chi phí lãi vay. Trong năm 2013, ngân hàng nhà nước tiếp tục gia hạn vay ngoại tệ ngắn hạn cho các doanh nghiệp thủy sản, nên Hùng Vương đã vay khoảng 40% nợ ngắn hạn bằng USD với lãi suất bình quân cả năm khoảng 3,6% và 60% dư nợ vay ngắn hạn bằng VND với lãi suất bình quân cả năm khoảng 8%. Từ năm 2014 về sau, giả định ngân hàng nhà nước sẽ không tiếp tục gia hạn cho vay ngoại tệ đối với các doanh nghiệp thủy sản, tập đoàn sẽ chuyển sang vay ngắn hạn bằng VND với lãi suất bình quân ước khoảng 8,5% năm 2014, 9% năm 2015 và 10% từ 2016 trở đi.

Bảng tổng hợp dự báo kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng

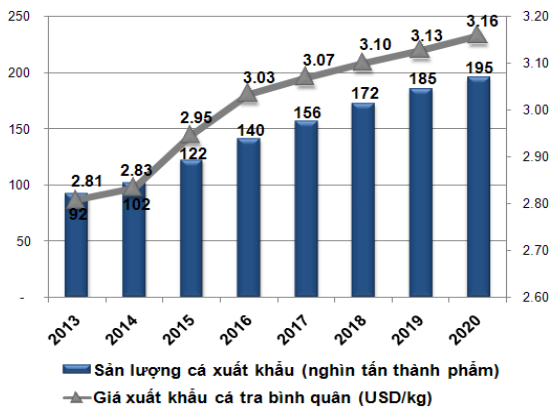
	2013	2014	2015	2020
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>11.499</b>	<b>14.609</b>	<b>17.078</b>	<b>27.644</b>
Gía vốn hàng bán	10.114	12.881	14.943	23.643
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.385</b>	<b>1.728</b>	<b>2.135</b>	<b>4.001</b>
Chi phí bán hàng	425	511	615	1.023
Chi phí quản lý doanh nghiệp	144	190	256	415
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>816</b>	<b>1.027</b>	<b>1.264</b>	<b>2.563</b>
Thu nhập ròng từ HĐTC	108	19	24	51
Thu nhập ròng từ hoạt động khác	11	0	0	0
<b>LNTT và lãi vay (EBIT)</b>	<b>935</b>	<b>1.046</b>	<b>1.288</b>	<b>2.615</b>
- Chi phí lãi vay	283	333	339	224
Lợi nhuận cty liên doanh liên kết	59	66	77	124
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>711</b>	<b>779</b>	<b>1.026</b>	<b>2.515</b>
Thuế TNDN	78	82	113	277
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>633</b>	<b>698</b>	<b>913</b>	<b>2.238</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	132	157	206	473
<b>LNST riêng công ty mẹ</b>	<b>501</b>	<b>541</b>	<b>707</b>	<b>1.765</b>
<b>EPS (đồng)</b>	<b>4.200</b>	<b>4.505</b>	<b>5.895</b>	<b>14.708</b>

Nguồn: FPTIS dự báo



## MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Sản lượng và giá xuất khẩu 2013-2020



Nguồn: FPTs dự báo

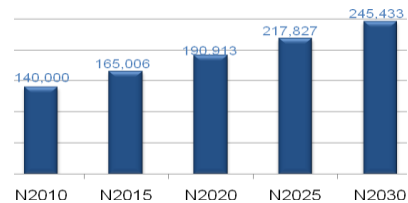
Với vị thế là một doanh nghiệp đầu ngành có tình hình tài chính ổn định và tỷ lệ nợ cao, chúng tôi lựa chọn phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu HVG.

▪ **Giai đoạn tăng 2013 – 2020:** Tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bình quân 11,1%. Đây là giai đoạn HVG đẩy mạnh xuất khẩu.

▪ **Giai đoạn từ 2020 trở đi:** tăng trưởng đều, ổn định theo sát mức tăng trưởng của nhu cầu thủy sản trên thế giới.

Theo dự báo của FAO, tăng trưởng nhu cầu bình quân của thủy sản toàn cầu 2020-2030 là 2,544%/năm. Nguồn thực phẩm từ cá tra là nguồn thực phẩm có thể tái tạo và sẽ thay thế dần cho các nguồn thực phẩm thủy sản từ khai thác, đánh bắt, nên tăng trưởng nhu cầu cá tra bình quân toàn cầu dự kiến sẽ cao hơn tăng trưởng nhu cầu thủy sản toàn cầu, nên chúng tôi ước tăng trưởng nhu cầu cá tra bình quân từ 2020-2030 là 3,0%. Hùng Vương với vai trò là doanh nghiệp cá tra lớn nhất thế giới, sẽ đạt mức tăng trưởng dài hạn g tương ứng ở mức 3,0% này.

Nhu cầu thủy sản toàn cầu (nghìn MT)



Nguồn: FAO

Chỉ tiêu định giá	Kết quả
Rf: Lãi suất phi rủi ro	9,88%
β: Độ nhạy cổ phiếu với thị trường	0,92
Rm-Rf: Mức bù rủi ro thị trường	11,63%
Re: Chi phí vốn chủ sở hữu	20,60%
Rd: Chi phí nợ	6,20%
T: Thuế suất	11,00%
WACC 2013	12,02%
<b>WACC bình quân 2013-2020</b>	<b>15,11%</b>

Nguồn: FPTs tính toán

### Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

Đơn vị: Triệu đồng

	2013F	2014F	2015F	2016F...	2020F
FCFF	45.098	76.986	552.962	701.789	1.924.793
Thời gian dự báo (năm)	8				
WACC	12,0%	13,1%	13,7%	14,8%	17,9%
Giá trị hiện tại của dòng tiền từng năm	40.258	60.782	383.813	424.204	625.307
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 8 năm	3.369.339				
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối cùng	3.918.041				
Tổng giá trị hiện tại	7.287.380				
Cộng: Tiền và các chứng khoán ngắn hạn	266.069				
Trừ: Nợ	2.957.779				
Giá trị công ty	10.511.228				
Giá trị vốn chủ sở hữu	4.595.670				
Lợi ích cổ đông thiểu số	868.266				
Giá trị vốn chủ sở hữu Công ty mẹ	3.727.404				
Số cổ phiếu hiện hành (triệu CP)	120				
<b>Giá trị nội tại (đồng)</b>	<b>31.062</b>				

### Độ nhạy theo WACC bình quân và g

Đơn vị: đồng/cổ phiếu

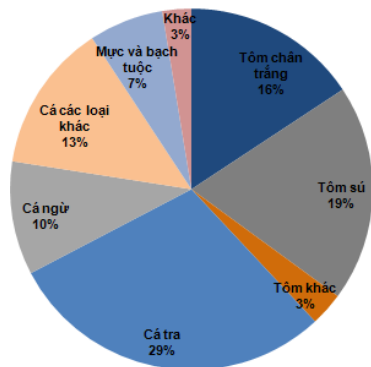
WACC BQ/g	4,0%	3,0%	2,0%
16,1%	32.242	30.025	28.113
15,1%	32.431	31.062	28.302
14,1%	32.623	30.406	28.494

Nguồn: FPTs tính toán

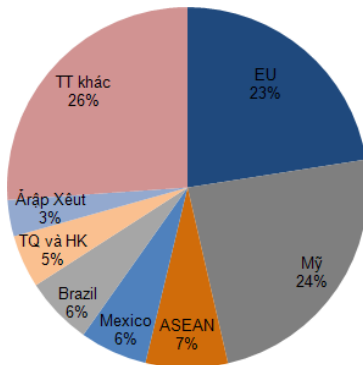
[www.fpts.com.vn](http://www.fpts.com.vn)

## PHỤ LỤC

**Cơ cấu xuất khẩu cá tra so với các loài thủy sản khác trong 6T/2013**



**Cơ cấu giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam sang các thị trường trong 6T/2013**



Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

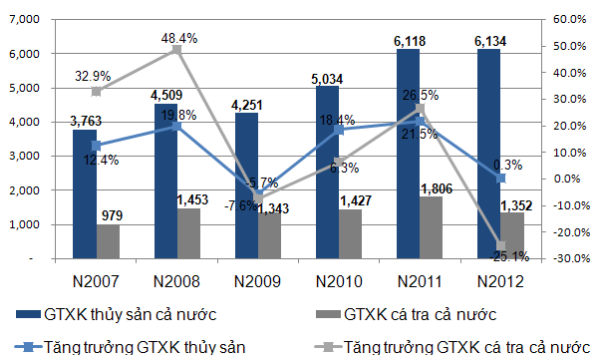
### Tổng quan ngành cá tra

Với lợi thế nằm ở hạ nguồn của sông Mekong, nên, hoạt động nuôi trồng, chế biến cá tra xuất khẩu đã phát triển rất mạnh ở Việt Nam trong các năm qua. Cá tra luôn giữ vai trò là sản phẩm thủy sản xuất khẩu chủ lực thứ hai của Việt Nam (sau tôm) với giá trị xuất khẩu qua các năm chiếm khoảng 30% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản của cả nước.

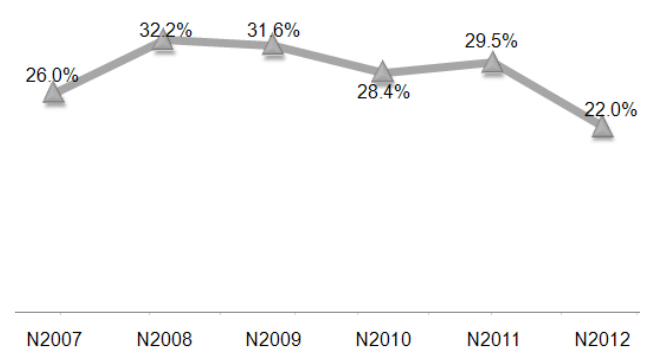
Việt Nam đã trở thành quốc gia xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới, chiếm hơn 90% kim ngạch xuất khẩu cá tra toàn cầu. Các sản phẩm cá tra của Việt Nam đã được xuất khẩu đi hơn 100 thị trường với tổng giá trị xuất khẩu trong 6T/2013 đạt hơn 849,54 triệu USD. Các thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam lần lượt là Mỹ, EU, Asean, Mexico, Brazil, Trung Quốc...

Trong các năm qua, cá tra luôn giữ vai trò mặt hàng thủy sản xuất khẩu chủ lực thứ hai sau tôm với đóng góp 22-32% vào giá trị xuất khẩu thủy sản cả nước. Trong các năm 2007, 2008, 2011, xuất khẩu cá tra đạt mức tăng trưởng cao hơn so với mức tăng trưởng thủy sản cả nước khi điều kiện kinh doanh thuận lợi (hoạt động nuôi trồng thuận lợi, nhu cầu nhập khẩu ở các thị trường cao, giúp giá xuất khẩu bình quân cải thiện mạnh...). Tuy nhiên, trong các năm 2010, 2012, xuất khẩu cá tra lại đạt tăng trưởng thấp hơn xuất khẩu cả ngành thủy sản do điều kiện kinh doanh gặp khó khăn hơn, đặc biệt năm 2012 là năm vô vàn khó khăn của ngành cá tra khi sản lượng nuôi trồng tăng mạnh, trong khi xuất khẩu gặp trở ngại ở thị trường EU do nhu cầu giảm mạnh, thị trường Mỹ tuy sản lượng xuất khẩu tăng nhưng giá bán lại giảm mạnh, các thị trường chủ lực khác như Mexico, Brazil... cũng bị suy giảm...

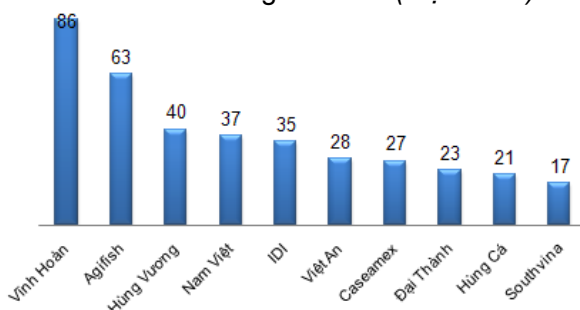
**Tăng trưởng xuất khẩu cá tra và xuất khẩu thủy sản**



**Đóng góp xuất khẩu cá tra vào xuất khẩu thủy sản**



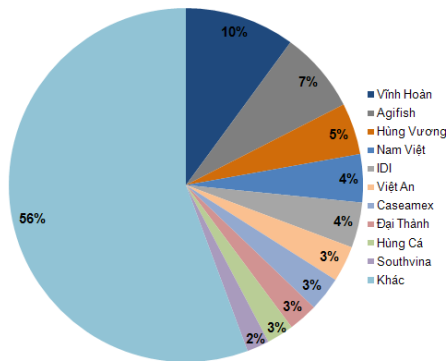
**Giá trị xuất khẩu của 10 doanh nghiệp cá tra lớn nhất trong 6T/2013 (triệu USD)**



Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

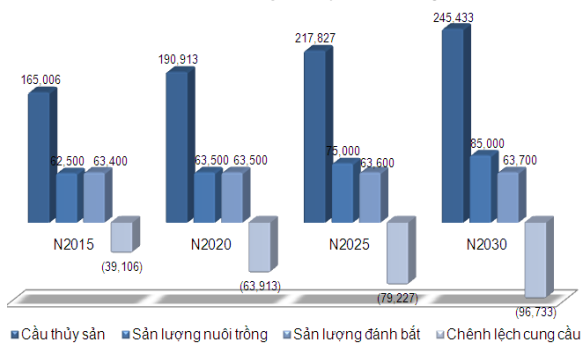
Sau thời gian phát triển ồ ạt, số lượng doanh nghiệp cá tra Việt Nam đã giảm đáng kể từ đầu năm 2012 trước tình hình kinh doanh gặp nhiều khó khăn, cơ cấu xuất khẩu của ngành đang ngày càng tập trung hơn vào các doanh nghiệp lớn. Trong 6T/2013, 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất chiếm gần 45% giá trị xuất khẩu cá tra của cả nước. Nếu tách riêng Hùng Vương và Agfish, thì Vinh Hoàn vẫn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất, nhưng nếu hợp nhất toàn tập đoàn, thì Hùng Vương là doanh nghiệp có kim ngạch

Cơ cấu từng doanh nghiệp so với tổng giá trị cá tra xuất khẩu trong 6T/2013



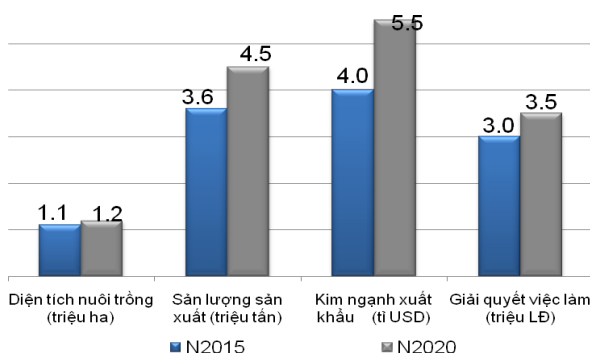
Nguồn: Vasep, FPTs tổng hợp

Dự báo sản lượng thủy sản (nghìn MT)



Nguồn: FAO

Mục tiêu phát triển ngành thủy sản Việt Nam theo Quyết định số 332/QĐ-TTg



Loại thủy sản	Sản lượng	Tăng trưởng BQ 2011-2020
<b>Cá tra</b>	<b>1,5-2,0 triệu MT</b>	<b>4,80%</b>
Tôm	700.000 MT	5,76%
Nhuẩn thể 2 vỏ	400.000 MT	16,0%
Cá biển	200.000 MT	14,9%
Cá rô phi	150.000 MT	7,9%
Rong tảo	150.000 MT	7,2%
Tôm càng xanh	60.000 MT	11,6%

Nguồn: Theo Quyết định số 332/QĐ-TTg

xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước.

**Triển vọng tăng trưởng của ngành cá tra trong tương lai**

Nhu cầu tiêu thụ thủy sản toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục tăng cao trong dài hạn. Theo FAO, đến năm 2015, nhu cầu tiêu thụ thủy sản sẽ đạt 165 triệu MT<sup>1</sup> (tăng bình quân 2,1%/năm), tiêu thụ thủy sản trên đầu người sẽ đạt 14,3 kg (mức hiện tại khoảng 14 kg, tăng khoảng 0,8%/năm). Trong đó, cá tra nằm trong nhóm cá da trơn, giữ vai trò là một trong những sản phẩm thủy sản chính và có thể tái tạo để thay thế dần cho các loài thủy sản từ khai thác đánh bắt, nên tăng trưởng nhu cầu cá tra sẽ cao hơn tăng trưởng chung của cả ngành thủy sản.

Với Quyết định số 332/QĐ-TTg về mục tiêu phát triển dài hạn cho ngành thủy sản, có thể thấy các cấp ban ngành luôn xác định thủy sản là ngành kinh tế chiến lược quan trọng của đất nước. Do đó, các hoạt động hỗ trợ, ưu đãi về tài chính, công nghệ... sẽ luôn được chính phủ ưu tiên thực hiện trong nhiều năm tới nhằm giảm bớt thiệt hại khi khó khăn và nhằm tăng cường khả năng phát triển của ngành để đạt được kế hoạch chiến lược đã đề ra.

Dù hiện tại hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành cá tra vẫn còn khó khăn, nhưng với nhu cầu khá lớn của thế giới trong tương lai cùng với định hướng, mục tiêu phát triển rõ ràng của chính phủ, Việt Nam có nhiều cơ hội để gia tăng kim ngạch xuất khẩu cá tra, cơ hội phát triển trong dài hạn cho các doanh nghiệp chế biến cá tra xuất khẩu vẫn khá lớn, đặc biệt là những doanh nghiệp lớn có nền tảng hoạt động tốt và kế hoạch phát triển bài bản như Hùng Vương.

CĐKT	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	11.498.710	14.608.867	17.077.965	19.561.305
- Giá vốn hàng bán	10.114.021	12.880.641	14.942.711	17.013.461
Lợi nhuận gộp	1.384.689	1.728.226	2.135.255	2.547.844
- Chi phí bán hàng	425.452	511.310	614.807	713.988
- Chi phí quản lí DN	143.734	189.915	256.169	293.420
Lợi nhuận thuần HKDK	815.502	1.027.000	1.264.279	1.540.437
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	108.019	19.378	23.878	24.724
- Lợi nhuận khác	11.059	0	0	0
EBIT	934.580	1.046.378	1.288.157	1.565.161
- Chi phí lãi vay	282.889	332.636	338.629	373.627
Lợi nhuận trước thuế	710.874	779.482	1.026.379	1.279.559
- Thuế TNDN	78.196	81.846	112.902	140.752
LNST	789.070	861.328	1.139.280	1.420.311
- Lợi ích cổ đông thiểu số	131.580	156.991	206.110	229.724
LNST của cổ đông CT Mẹ	501.098	540.645	707.367	909.084
EPS (đ)	4.200	4.505	5.895	7.576
EBITDA	1.051.027	1.192.434	1.434.213	1.722.929
Khấu hao	116.446	146.056	146.056	157.768
Tăng trưởng doanh thu	49,6%	27,0%	16,9%	14,5%
Tăng trưởng LN HKDK	67,1%	211,5%	-19,7%	67,1%
Tăng trưởng EBIT	75,2%	12,0%	23,1%	21,5%
Tăng trưởng EPS	26,5%	7,3%	30,8%	28,5%

Chỉ số khả năng sinh lợi	2013	2014	2015	2016
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,0%	11,8%	12,5%	13,0%
Tỷ suất LNST	6,9%	5,9%	6,7%	7,3%
ROE DuPont	21,6%	20,9%	24,0%	26,2%
ROA DuPont	7,1%	6,7%	7,9%	9,2%
Tỷ suất EBIT	8,1%	7,2%	7,5%	8,0%
Vòng quay tổng tài sản	1,6	1,8	1,9	2,0
Đòn bẩy tài chính	3,0	3,1	3,1	2,8
ROIC	14,6%	14,1%	17,0%	19,7%
Vòng quay tổng tài sản	1,6	1,8	1,9	2,0

Chỉ số hiệu quả vận hành	2013	2014	2015	2016
Số ngày phải thu	102,0	99,0	97,0	96,0
Số ngày tồn kho	64,0	56,0	54,0	54,0
Số ngày phải trả	35,0	31,0	28,0	27,0
Thời gian luân chuyển tiền	131,0	124,0	123,0	123,0
COGS / Hàng tồn kho	3,6	3,7	3,8	3,8

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2013	2014	2015	2016
CS thanh toán hiện hành	1,37	1,39	1,51	1,67
CS thanh toán nhanh	0,63	0,62	0,69	0,74
CS thanh toán tiền mặt	0,08	0,09	0,08	0,08
Nợ / Tài sản	0,42	0,44	0,40	0,36
Nợ / Vốn sử dụng	0,57	0,58	0,54	0,49
Nợ / Vốn CSH	1,32	1,38	1,19	0,97
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,42	0,44	0,40	0,36
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	3,30	3,15	3,80	4,19

Định giá	2013	2014	2015	2016
EV / EBITDA	7,2	6,9	5,9	5,0
Giá trị sổ sách	20.448	22.728	26.328	31.525

CĐKT	2013	2014	2015	2016
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	344.961	438.266	426.949	423.200
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	2.177.998	2.304.722	2.748.484	3.039.519
+ Hàng tồn kho	3.255.424	3.731.883	4.210.270	4.739.276
+ Tài sản ngắn hạn khác	261.879	308.201	315.603	322.102
Tổng tài sản ngắn hạn	6.040.263	6.783.072	7.701.306	8.524.097
+ Tài sản dài hạn	1.535.920	1.848.020	1.848.020	1.965.147
+ Khấu hao lũy kế	-660.014	-803.174	-946.334	-1.101.207
+ Tài sản dài hạn	875.906	1.044.846	901.686	863.939
+ Đầu tư tài chính dài hạn	587.796	577.247	654.098	742.124
+ Tài sản dài hạn khác	43.443	44.581	44.581	44.581
Tổng tài sản dài hạn	1.616.922	1.788.986	1.719.782	1.767.166
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>7.657.185</b>	<b>8.572.058</b>	<b>9.421.088</b>	<b>10.291.263</b>

<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả ngắn hạn	1.122.255	1.065.689	1.226.891	1.290.169
+ Vay và nợ ngắn hạn	3.248.190	3.760.523	3.770.069	3.674.224
+ Phải trả ngắn hạn khác	34.147	61.179	96.548	142.002
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>4.404.592</b>	<b>4.887.391</b>	<b>5.093.508</b>	<b>5.106.395</b>
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	18.735	20.205	25.011	28.944
Nợ dài hạn	18.735	20.205	25.011	28.944
<b>Tổng nợ</b>	<b>4.423.327</b>	<b>4.907.596</b>	<b>5.118.519</b>	<b>5.135.339</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	194.794	194.794	194.794	194.794
+ Vốn điều lệ	1.200.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000
+ LN chưa phân phối	827.206	1.046.755	1.408.017	1.940.738
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	780.102	937.093	1.143.203	1.372.927
Vốn chủ sở hữu	2.453.756	2.727.368	3.159.367	3.782.997
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>7.657.185</b>	<b>8.572.058</b>	<b>9.421.089</b>	<b>10.291.263</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2013	2014	2015	2016
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>265.012</b>	<b>344.961</b>	<b>438.266</b>	<b>426.949</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>632.678</b>	<b>697.636</b>	<b>913.477</b>	<b>1.138.808</b>
+ Khấu hao lũy kế	116.446	146.056	146.056	157.768
+ Điều chỉnh	7.835	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-874.687	-706.071	-768.349	-763.262
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-48.963</b>	<b>155.124</b>	<b>195.258</b>	<b>424.498</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	72.950	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-53.045	-327.531	0	-117.127
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	11.122	19.378	23.878	24.724
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>66.467</b>	<b>-334.153</b>	<b>23.878</b>	<b>-92.403</b>
+ Cổ tức đã trả	-240.000	-240.000	-240.000	-240.000
+ Tăng (giảm) vốn	12.035	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	305.897	512.333	9.546	-95.845
+ Thay đổi nợ dài hạn	-15.486	0	0	0
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>290.411</b>	<b>512.333</b>	<b>9.546</b>	<b>-95.845</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	79.949	93.305	-11.317	-3.750
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>344.961</b>	<b>438.266</b>	<b>426.949</b>	<b>423.200</b>

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 15%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 1% đến 15%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ 1% đến 15%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên 15%
<b>Kỳ vọng &lt; 3 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>tăng giá mạnh</b> trong 3 tháng tới
<b>Thêm</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>tăng giá</b> trong 3 tháng tới
<b>Giảm</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>giảm giá</b> trong 3 tháng tới
<b>Bán</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>giảm giá mạnh</b> trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên lãi suất tiền gửi 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo nếu có thay đổi.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy. Có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 6 cổ phiếu HVG và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu HVG nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.Hồ  
Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải  
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888