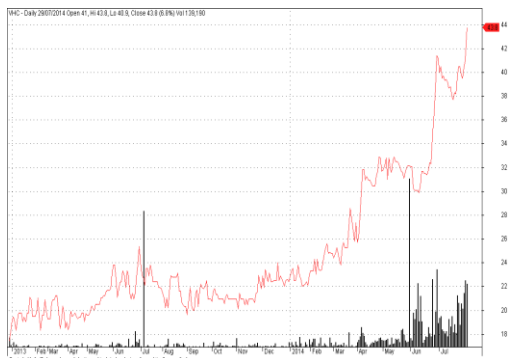




Ngày 30/07/2014

Khuyến nghị: **NẮM GIỮ**

Đồ thị giao dịch



Thông tin cổ phiếu (30/07/2014)

Giá giao dịch (VNĐ)	44.800
Vốn hoá thị trường (tỷ VND)	2.673,03
Vốn điều lệ (tỷ VND)	614,05
Số CPLH (cp)	60.206.163
52 Tuần Cao/Thấp	44,5 – 19,6
KLGD BQ ngày (3 Tháng)	55.694

Các chỉ tiêu chính

	2013	2014E
LNST (tỷ VND)	158	447.5
Tăng trưởng (%)	-25%	154%
EPS (VNĐ)	2.579	4.474
BV (VNĐ)	23.905	20.860
ROE (%)	11%	12%
ROA (%)	6%	21%

(Nguồn: MSBS ước tính, BCTC VHC)

Trịnh Thị Hồng - Analyst

hongtt@msbs.com.vn

Điểm nhấn cơ bản

- VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam, đứng thứ 2 về kim ngạch xuất khẩu thủy sản năm 2013. Theo thống kê của VASEP, kim ngạch xuất khẩu của Vĩnh Hoàn năm 2013 đạt 166 triệu USD, chiếm 9,43% thị phần xuất khẩu của Việt Nam, tăng so với mức thị phần 8,89% năm 2012.
- Là một trong số ít doanh nghiệp tự chủ được nguồn nguyên liệu: Hiện nay, VHC đã có thể tự cung cấp được 60% nguồn cá nguyên liệu cho hoạt động sản xuất của công ty. Có tới hơn 50% vùng nuôi của VHC đã đạt các chứng nhận tiêu chuẩn quốc tế. Năm 2014, công ty dự kiến sẽ đầu tư 100 tỷ đồng cho vùng nuôi, hướng tới mở rộng vùng nuôi cả về lượng và chất.
- VHC là doanh nghiệp duy nhất được hưởng mức thuế Chống bán phá giá (CBPG) bằng 0 USD/kg theo mức thuế mà Bộ thương mại Mỹ (DOC) vừa công bố lại tháng 5/2014, trong khi đó, mức thuế trung bình của Việt Nam là 2,11USD/kg. Đây là lợi thế lớn đối với Vĩnh Hoàn so với các doanh nghiệp cùng ngành khác.
- Kết quả kinh doanh luôn tăng trưởng ổn định. Năm 2013, doanh thu của Vĩnh Hoàn đạt 5.095 tỷ đồng, tăng 21% so với năm 2012. Các năm tiếp theo, VHC vẫn giữ tốc độ tăng trưởng tốt khi nhà máy Collagen 5 hoàn thành và đi vào hoạt động trong tháng 1/2015, mỗi năm sẽ cung cấp khoảng 2.000 tấn gelatin và collagen, dự kiến đóng góp khoảng 140 tỷ doanh thu năm 2015 và tăng dần trong các năm tiếp theo.
- Nguồn thu tài chính đột biến lớn sẽ được ghi nhận vào quý 3/2014. Ngày 29/05/2014, VHC đã bán công ty con là công ty TNHH Thức ăn thủy sản Vĩnh Hoàn VHF cho công ty Pilmico, dự tính doanh thu mà VHC được ghi nhận từ việc mua bán này là khoảng 346 tỷ đồng.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức luôn ở mức cao và ổn định: Năm 2012, Công ty trả cổ tức 40%, trong đó trả 10% bằng tiền, 30% bằng cổ phiếu, năm 2013, cổ tức 15% bằng tiền mặt. Dự kiến năm 2014, VHC sẽ trả cổ tức 50% bằng cổ phiếu.

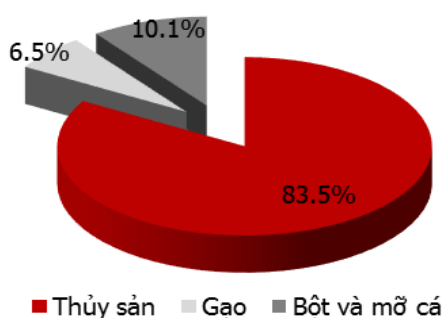
Tại giá 44.500đ/CP ngày 30/7/2014, P/E và P/B hiện tại của Vĩnh Hoàn là 18,41 và 1,81 lần. P/E, P/B 2014E (sau pha loãng) là 6,6 lần và 1,42 lần, lưu ý là định giá này được tính gồm cả lợi nhuận đột biến trong 2014 sẽ không lặp lại. Cổ phiếu VHC đã tăng 31% trong 3 tháng, và tăng 16,5% trong 10 phiên gần đây. Mặc dù đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của VHC, chúng tôi cho rằng định giá của VHC đã ở mức hợp lý. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho VHC đối với nhà đầu tư dài hạn.

1. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Vĩnh Hoàn là nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu cá tra. Đây là nguồn thu chủ yếu của Vĩnh Hoàn, chiếm hơn 83% doanh thu xuất khẩu năm 2013, đạt 163,4 triệu USD. Ngoài ra, công ty còn gia tăng thu nhập từ việc xuất khẩu gạo và các loại bột và mỡ cá, chiếm 7% và 10% doanh thu xuất khẩu. Trong đó, hoạt động xuất khẩu gạo mới bắt đầu từ tháng 4/2012 nên vẫn còn chưa ổn định, thiếu thị trường nên nguồn thu mang lại chưa lớn.

Từ năm 2015, Vĩnh Hoàn dự kiến sẽ có thêm nguồn thu nhập mới khác là từ sản xuất và xuất khẩu gelatin và collagen khi nhà máy collagen 5 hoàn thành và đi vào hoạt động tháng 1/2015.

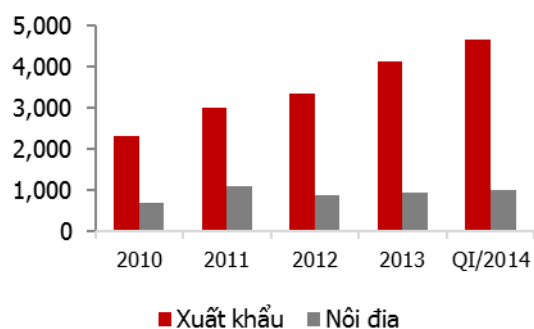
Cơ cấu doanh thu VHC năm 2013



(Nguồn: BCTC của VHC)

Cơ cấu doanh thu theo khu vực của VHC qua các năm

ĐVT: tỷ đồng

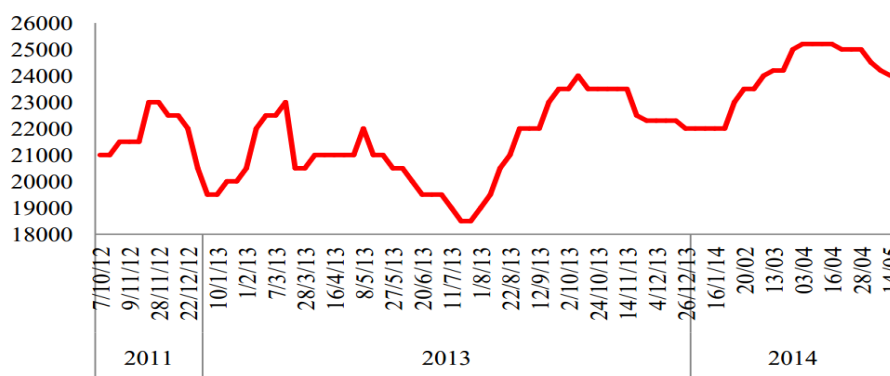


(Nguồn: BCTC của VHC)

▪ Nguyên liệu đầu vào

Nguyên liệu chính của các doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu cá tra là cá tra giống và cá tra nguyên liệu. Giống là yếu tố rất quan trọng giúp nâng cao chất lượng sản phẩm cá tra xuất khẩu. Hiện nay, nhu cầu về giống cá tra khoảng 1,8 đến 2,4 tỷ con mỗi năm. Sản lượng cá giống toàn vùng ĐBSCL đạt trên dưới 2 tỷ con mỗi năm, về cơ bản đáp ứng cho nhu cầu nuôi. Tuy nhiên, do thị trường cá tra nguyên liệu không ổn định đã dẫn đến tình hình sản xuất cá tra giống cũng bị ảnh hưởng tiêu cực, người nuôi chưa an tâm đầu tư sản xuất. Diện tích ương cá tra giống và cá tra nguyên liệu giảm sút do năm 2013, giá cá tra giảm xuống thấp. Các tháng đầu năm 2014, giá cá tra nguyên liệu tăng cao, tuy nhiên, đến tháng 5, giá cá đã quay đầu giảm và tiếp tục kéo dài xu hướng này đến hết tháng 6. Trong nửa cuối năm 2014, giá cá tra được nhận định là vẫn sẽ có những biến động thất thường nhưng không có dấu hiệu thực sự khởi sắc.

Xu hướng giá cá tra nguyên liệu tại ĐBSCL (đồng/kg)



(Nguồn: Agro Monitor)

Vì vậy, chỉ những doanh nghiệp có vốn đầu tư vùng nguyên liệu và liên kết với nông dân nuôi cá mới có thể tồn tại được. VHC là một trong số ít các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, cá basa tự chủ được nguồn cá nguyên liệu, hiện nay, VHC có thể tự cung cấp được khoảng 60% nguồn nguyên liệu. Tính đến cuối năm 2013, VHC có vùng nuôi và trại giống với tổng diện tích là 259,3 ha, trong đó có 171 ha đạt các tiêu chuẩn quốc tế như Aqua Gap và Global Gap. Năm 2014, Vĩnh Hoàn dự kiến sẽ đầu tư 100 tỷ để cải tạo các vùng nuôi, tăng số lượng vùng nuôi đạt tiêu chuẩn quốc tế. Đây là bước đầu tiên không thể thiếu để Vĩnh Hoàn thực hiện mục tiêu phát triển bền vững, duy trì lượng hàng sản xuất ổn định, hạn chế sự ảnh hưởng của yếu tố nguyên liệu tới kết quả kinh doanh của công ty.

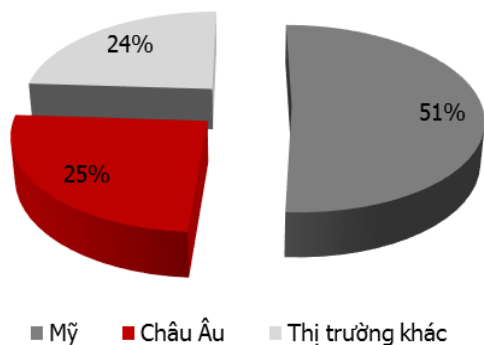
▪ Quy trình sản xuất

Trước năm 2014, Vĩnh Hoàn áp dụng quy trình sản xuất khép kín từ khâu chọn giống, thức ăn, nuôi cá thương phẩm và sản xuất ra cá tra fillet thành phẩm. Tháng 5/2014, mặc dù VHC đã bán CTCP Thức ăn Thủy sản Vĩnh Hoàn 1 cho Công ty Pilmico International Pte. Ltd nhưng vẫn có mối quan hệ hợp tác chặt chẽ, đảm bảo tốt việc cung cấp thức ăn cho các vùng nuôi. Việc chuyển nhượng CTCP thức ăn Vĩnh Hoàn 1 được chúng tôi đánh giá là có tác động tích cực hơn tới hoạt động kinh doanh hiện tại và góp phần thực hiện chiến lược phát triển lâu dài của VHC.

▪ Hoạt động bán hàng

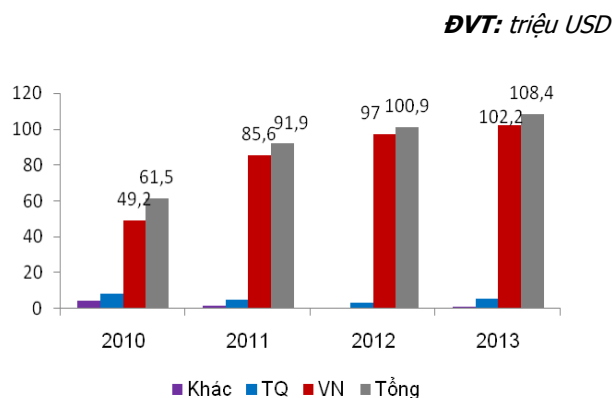
- Doanh thu chính của công ty chủ yếu là từ hoạt động xuất khẩu, chiếm 81% doanh thu của Vĩnh Hoàn. Năm 2013, VHC đã mở rộng thị trường xuất khẩu sang 52 quốc gia và vùng lãnh thổ, cụ thể VHC đã có thêm 10 thị trường so với năm 2012.
- Thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Vĩnh Hoàn là Mỹ, chiếm 51% doanh thu xuất khẩu. Đây là 1 trong 3 thị trường nhập khẩu thủy sản lớn trên thế giới với sức tiêu thụ cao. Để xâm nhập vào thị trường Mỹ, các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam không những phải đối mặt với việc cạnh tranh cao mà các cơ chế, chính sách nhập khẩu thủy sản của Mỹ cũng là những rào cản lớn như sự kiểm tra chặt chẽ của FDA (cục dược phẩm và thực phẩm Mỹ) theo các tiêu chuẩn chất lượng, vấn đề vệ sinh thực phẩm, ô nhiễm môi trường, quy định chống bán phá giá....
- EU là thị trường lớn thứ 2 của VHC, chiếm 25% doanh thu xuất khẩu. Năm 2013, xuất khẩu vào thị trường châu Âu gặp nhiều khó khăn, tuy nhiên nhờ sự tăng trưởng của thị trường Mỹ (tăng 12%) đã giúp doanh số bán cá tra của Vĩnh Hoàn vẫn tăng trưởng tốt. Nguyên nhân của sự giảm sút của thị trường châu Âu là do cuộc khủng hoảng nợ công tại EU đã khiến các doanh nghiệp và nhà nhập khẩu mất niềm tin kinh doanh, các hoạt động mua bán chỉ cầm chừng, tiêu thụ giảm.
- Đối với thị trường gạo: Năm 2013, VHC mở rộng thị trường gạo sang các nước châu Phi, Hong Kong, Mỹ, Nga, Canada.

Các thị trường xuất khẩu chính của VHC



(Nguồn: BCTC của VHC)

Các thị trường xuất khẩu cá tra chính vào Mỹ



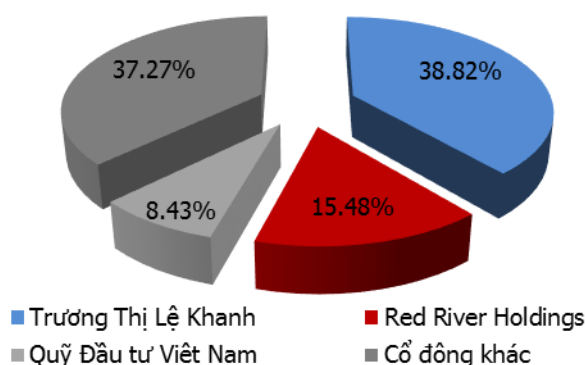
(Nguồn: Vasep)



▪ Vị thế và năng lực cạnh tranh của VHC

- **Là một trong những doanh nghiệp đầu ngành về xuất khẩu thủy sản**, kết quả kinh doanh của Vĩnh Hoàn luôn tăng trưởng đều đặn, đóng góp lớn vào kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam. Năm 2013, VHC đóng góp 9,43% thị phần xuất khẩu của Việt Nam.
- **Khả năng cạnh tranh lớn**: VHC đang có lợi thế về thuế XK chống bán phá giá của Mỹ thấp hơn so với các DN khác ở mức 0%, ngoài ra việc tự chủ đến 60% nguyên liệu cũng tạo nên lợi thế cạnh tranh với các DN cùng ngành. Vĩnh Hoàn còn là doanh nghiệp cá tra duy nhất mở công ty con tại Mỹ để đảm nhận khâu phân phối và nâng cao giá trị sản phẩm, mở rộng cơ hội thâm nhập sâu vào thị trường Mỹ.
- **Đội ngũ lãnh đạo nhiều kinh nghiệm**: Bà Trương Lệ Khanh, chủ tịch HĐQT CTCP thủy sản Vĩnh Hoàn được biết đến là doanh nhân giàu nhất trong ngành (tại thời điểm tháng 10/2013), bà từng được tạp chí Forbes xếp trong danh sách 10 nữ doanh nhân thành công nhất Việt Nam. Trong suốt 15 năm từ khi thành lập với số vốn ban đầu 300 triệu đồng, bà thành lập Công ty Vĩnh Hoàn, đưa công ty từ một xưởng sản xuất nhỏ thành một công ty lớn, xuất khẩu sang Mỹ và châu Âu.
- **Cơ cấu sở hữu**: Có các cổ đông lớn, cổ đông chiến lược là các công ty, quỹ tài chính lớn như Red River Holdings đang sở hữu 15,48% vốn cổ phần, Quỹ Đầu tư Việt Nam nắm giữ 8,43%.

Cơ cấu cổ đông



(Nguồn: VHC)

2. Kết quả sản xuất kinh doanh năm 2013 và 6 tháng 2014

▪ Năm 2013, vẫn giữ tốc độ tăng trưởng ổn định

Mặc dù xuất khẩu cá tra được đánh giá vẫn là một năm khó khăn do sự thu hẹp của nguồn nguyên liệu và cả doanh nghiệp chế biến. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của công ty vẫn tăng trưởng tích cực, Doanh thu thuần năm 2013 tăng 21%, đạt 5.095 tỷ đồng, tuy nhiên Lợi nhuận sau thuế TNDN lại giảm 24%, đạt 176 tỷ đồng.

Nguyên nhân: Chi phí giá vốn tăng, tỷ trọng giá vốn/doanh thu tăng lên 88,2% từ mức 87% năm 2012, các chi phí khác cũng tăng khiến lợi nhuận sau thuế giảm mạnh.

- Doanh thu chính của công ty vẫn là từ hoạt động xuất khẩu. Năm 2013, Kim ngạch xuất khẩu của Vĩnh Hoàn theo thống kê của VASEP đạt 166 triệu USD, chiếm 9,43% thị phần xuất khẩu của Việt Nam, tăng so với mức thị phần 8,89% năm 2012. Trong đó, mảng xuất khẩu thủy sản chiếm 83,5% doanh thu hoạt động xuất khẩu, tăng 15% so với năm 2012.
- Mảng kinh doanh mặt hàng gạo chưa đi vào ổn định và đem lại lợi nhuận cao cho Công ty khi mặt hàng này đang gặp nhiều khó khăn trong thị trường xuất khẩu và việc cạnh tranh với các nước xuất khẩu khác như Thái Lan, Ấn Độ, Trung Quốc.

▪ Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

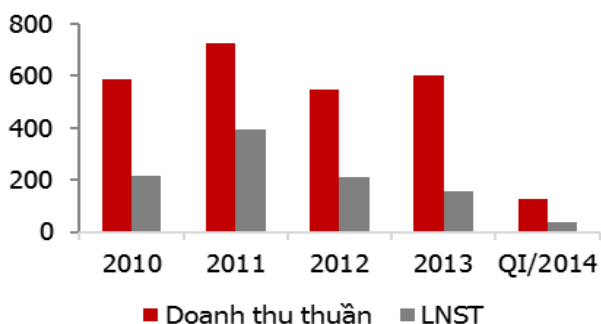
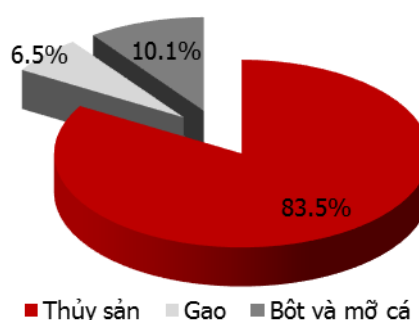


Doanh thu thuần Quý 1/2014 tăng 8% so với cùng kỳ 2013, đạt hơn 1.156 tỷ đồng, tuy nhiên do chi phí giá vốn tăng và doanh thu từ hoạt động tài chính giảm khiến cho lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 47 tỷ đồng, giảm 12% so với cùng kỳ năm ngoái. Tính đến tháng 6, VHC đã xuất khẩu được 98 triệu USD, hoàn thành 45% kế hoạch cả năm (220 triệu USD).

Nguyên nhân: Các tháng đầu năm, giá nguyên liệu cá tra tăng cao trong khi diện tích các vùng nuôi đang giảm dần do người nuôi cũng không còn mặn mà khi giá cá tra luôn trong tình trạng bấp bênh, điều này gây thiếu nguyên liệu trầm trọng cho các nhà máy sản xuất.

Tăng trưởng Doanh thu, LNST

ĐVT: tỷ đồng

**Cơ cấu doanh thu VHC năm 2013**

(Nguồn: BCTC của VHC)

3. Triển vọng phát triển 2014 - 2015

Triển vọng ngành

▪ Tăng trưởng nhu cầu

Theo Báo cáo Triển vọng nguồn cung thực phẩm trong 10 năm (2013 – 2022) của Tổ chức Nông Lương Liên hợp quốc (FAO) và Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), dự báo Tiêu thụ thủy sản sẽ tăng trong thập kỷ tới. Tiêu thụ bình quân toàn cầu tăng 8% từ 19kg/người trong giai đoạn 2010 – 2012 lên 20,6kg/người năm 2022.

Trong khi đó, Việt Nam có lợi thế rất lớn về nguồn lợi thủy hải sản. Trong những năm qua, ngành thủy sản đã có những bước phát triển nhanh, ổn định, hoạt động khai thác và nuôi trồng tăng mạnh, xuất khẩu thủy sản luôn giữ vai trò là ngành xuất khẩu mũi nhọn, đứng đầu về sản lượng cá tra, đứng thứ 3 thế giới về nuôi trồng thủy sản (trong đó đứng đầu thế giới về sản xuất tôm sú), thứ 4 về giá trị xuất khẩu thủy sản.

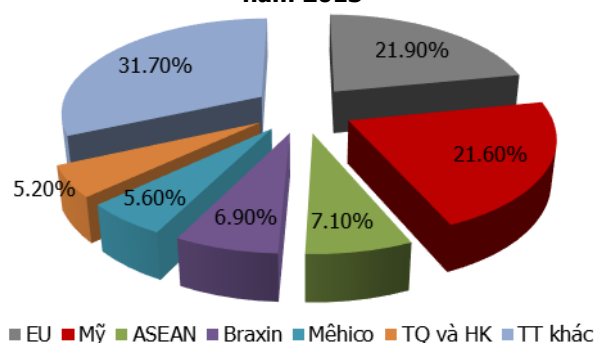
▪ Thị trường xuất khẩu ngày càng mở rộng

Hiện nay, sản phẩm cá tra Việt Nam đã được xuất khẩu trên 149 quốc gia và vùng lãnh thổ. Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam năm 2013 đạt 1,8 tỷ USD, chiếm hơn 25% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam và chiếm 95% tổng giá trị xuất khẩu cá tra toàn cầu.

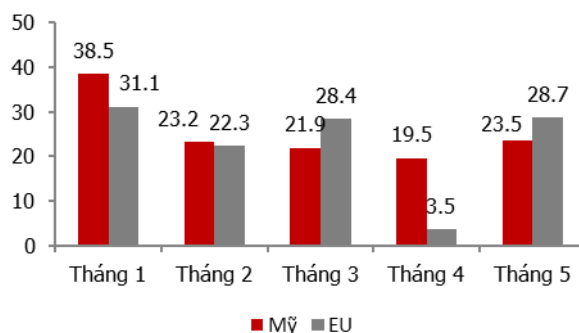
2 thị trường EU và Mỹ là thị trường nhập khẩu cá tra chủ lực của Việt Nam. Năm 2013, tỷ trọng nhập khẩu của 2 thị trường này chiếm 43,5% tổng giá trị xuất khẩu cá tra.



Các thị trường NK cá tra lớn nhất của Việt Nam năm 2013



Xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ và EU 5 tháng đầu năm 2014 (triệu USD)



(Nguồn: Vasep)

▪ **Rào cản thương mại và xu hướng bảo hộ tăng cao**

Trước sự gia tăng của các sản phẩm thủy sản nhập khẩu, nhiều nước đã có những biện pháp để bảo hộ các sản phẩm nội địa như: Quy định nghiêm ngặt về vệ sinh an toàn thực phẩm, tiêu chuẩn Global GAP của EU, quy định chống bán phá giá và chống trợ cấp, Luật Nông trại yêu cầu toàn bộ chuỗi sản xuất cá tra, từ khâu nuôi trồng, chế biến cho đến đóng gói ở Việt Nam, đều phải tương đồng với điều kiện ở Mỹ,... Với các quy định ngày càng khắt khe hơn, đòi hỏi các doanh nghiệp sản xuất, chế biến, xuất khẩu Việt Nam cần nhanh chóng thích ứng mới có thể thâm nhập sâu rộng vào các thị trường lớn trên thế giới.

▪ **Quy mô sản xuất còn nhỏ lẻ, manh mún**

Một tồn tại của ngành sản xuất, chế biến và xuất khẩu cá tra tại Việt Nam hiện nay là chưa vận hành theo một quy trình khép kín, vẫn còn nhiều các cơ sở chế biến nhỏ lẻ, thiếu điều kiện áp dụng các tiêu chuẩn quốc tế, cụ thể là về tiêu chuẩn con giống và xác định xuất xứ nguồn gốc sản phẩm. Vì vậy, điều cần thiết hiện nay là nâng cao chất lượng thủy sản của các doanh nghiệp chế biến, xây dựng mối liên kết vững chắc giữa vùng nguyên liệu và cơ sở chế biến xuất khẩu.

▪ **Hoạt động cạnh tranh mạnh mẽ**

Các doanh nghiệp sản xuất, xuất khẩu thủy sản Việt Nam không chỉ phải cạnh tranh với nhau mà còn phải cạnh tranh với các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản khác ở các nước khác như Trung Quốc, Thái Lan (với mặt hàng cá tra), hay Ấn Độ và Indonesia (với mặt hàng tôm). Không chỉ vậy, cá tra Việt Nam còn phải cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp cá tra ở Mỹ. Tuy nhiên, nhờ có sự cạnh tranh này mà ngành thủy sản Việt Nam mới sàng lọc được các doanh nghiệp tốt và các doanh nghiệp yếu kém, giúp ngành thủy sản Việt Nam phát triển một cách bền vững và chuyên nghiệp hơn.

Triển vọng tăng trưởng của Vĩnh Hoàn và dự báo 2014

Năm 2014, mở ra nhiều thuận lợi với VHC khi VHC là doanh nghiệp XK cá tra duy nhất được hưởng mức thuế chống BPG 0 USD/kg, việc bán công ty con VHF cũng sẽ mang lại nguồn lợi lớn cho Vĩnh Hoàn:

▪ **Tăng năng lực sản xuất**

Để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng chung của ngành thủy sản, Vĩnh Hoàn đã tập trung đầu tư vào các dự án để mở rộng, tăng năng lực sản xuất. Năm 2014, VHC có kế hoạch đầu tư 1.105 tỷ đồng, trong đó khoản đầu tư lớn nhất là 600 tỷ đồng để mở rộng quy mô và tăng công suất sản xuất thủy sản đông lạnh: công suất sản xuất thiết kế là 120.000 tấn/năm, tuy nhiên, hiện tại Công ty luôn vận hành vượt công suất 10%, từ 130.000-140.000 tấn/năm. Sau khi đầu tư, VHC dự kiến sẽ nâng công suất lên được 30% so với công suất thiết kế ban đầu.

Kế hoạch kinh doanh VHC năm 2014

Chỉ tiêu	Giá trị
Doanh thu hợp nhất	5.500 tỷ đồng
Thủy sản và bột mỡ	4.650 tỷ đồng
Thức ăn	1.650 tỷ đồng
Gạo	550 tỷ đồng
Collagen	1 tỷ đồng
Lợi nhuận sau thuế	200 tỷ đồng

(Nguồn: BCTN VHC năm 2013)

Kế hoạch đầu tư

1. Mở rộng quy mô và tăng công suất sản xuất thủy sản đông lạnh	600 tỷ đồng
2. Xây dựng nhà máy Vĩnh Hoàn Collagen 5	345 tỷ đồng
3. Đầu tư cải tạo các vùng nuôi	100 tỷ đồng
4. Đầu tư thiết bị mới cho xưởng sản xuất thủy sản	50 tỷ đồng
5. Đầu tư thiết bị mới, cải tạo cho xưởng bột mỡ	10 tỷ đồng
Tổng cộng	1.105 tỷ đồng

▪ **Hưởng mức thuế CBPG của Mỹ ở mức 0 USD/kg**

Mức thuế chống bán phá giá lần thứ 9 được Bộ thương mại Mỹ (DOC) công bố lại ngày 13/05/2014 với sản phẩm phi lê cá tra đông lạnh nhập từ Việt Nam cho Vĩnh Hoàn là 0% giảm từ mức 0,03 USD/kg. Các Công ty bị đơn tự nguyện khác đều tăng từ 0,42 USD/kg lên 1,2 USD/kg. Đây là một lợi thế lớn cho VHC so với các Doanh nghiệp khác trong ngành.

Với mức thuế này, dự kiến doanh thu xuất khẩu của Vĩnh Hoàn có thể tăng trưởng tích cực trở lại trong 2 quý cuối năm 2014 sau 6 tháng đầu năm tình hình xuất khẩu cá tra không được khả quan do mức thuế CBPG cao.

Mức thuế CBPG của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đang niêm yết trên sàn chứng khoán

ĐVT: USD/kg

TT	Doanh nghiệp	Mã CK	POR8	POR9	POR10 (sơ bộ)
1	CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	0,19	0,00	0,00
2	CTCP Tập đoàn Hùng Vương	HVG	1,29	1,20	0,58
3	CTCP Xuất nhập khẩu thủy sản An Giang	AGF	1,29	1,20	0,58
4	CTCP Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	0,00	1,20	0,58
5	CTCP Chế biến và XNK Thủy sản Cadovime	CAD	1,29	1,20	0,58
6	CTCP Nam Việt	ANV	1,29	1,20	0,58
7	CTCP Việt An	AVF	2,39	1,20	2,39

(Nguồn: Vasep)

▪ **Lợi nhuận đột biến từ bán công ty TNHH Thức ăn thủy sản Vĩnh Hoàn 1**

Để thực hiện chiến lược tập trung phát triển ngành hàng cốt lõi, khai thác chuỗi giá trị cá tra theo chiều sâu, VHC đã thực hiện tái cấu trúc Công ty theo hướng tối đa hóa doanh thu và lợi nhuận. Việc VHC bán công ty con VHF là để thực hiện chiến lược trên. VHF sẽ được chuyển nhượng cho Công ty Pilmico International Pte.Ltd, tại Manila, Philippines với giá chuyển nhượng là 19,6 triệu USD với giá vốn đầu tư của VHC vào VHF là 70 tỷ đồng. Dự kiến khoản này sẽ được ghi nhận vào tháng 7/2014. Theo chúng tôi ước tính theo tỷ giá hiện tại, doanh thu tài chính mà VHC sẽ được ghi nhận là 346 tỷ đồng.

Việc bán công ty con VHF được chúng tôi đánh giá là có nhiều tích cực. Mặc dù VHC không còn nguồn tự cung thức ăn thủy sản trong chuỗi khép kín công ty tự sản xuất nữa, tuy nhiên, khi bán VHC cho Pilmico, VHC vẫn tự chủ được nguồn thức ăn do mối quan hệ hợp tác với Pilmico. Pilmico International là công ty chuyên sản xuất thức ăn chăn nuôi có uy tín, mối quan hệ hợp tác này sẽ cải thiện chất lượng sản phẩm của VHC.

▪ **Nguồn thu trong tương lai đến từ nhà máy sản xuất Collagen 5**

Nhà máy chiết suất gelatin và collagen từ da cá đã được khởi công xây dựng vào tháng 10/2013. Năm 2014, VHC sẽ tiếp tục đầu tư 345 tỷ đồng vào nhà máy Collagen, dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào sử dụng quý 1/2015 với tổng công suất 2.000 tấn cho cả collagen thủy phân và gelatin. Dự án này là một trong những chiến lược của VHC để tối đa hóa giá trị, tăng thu nhập và giảm thiểu tác động tới môi trường, dự án này sau khi hoàn thành sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

Năm 2015, nhà máy sẽ hoạt động với 35% công suất thiết kế, sau đó tăng dần lên 55% và 80% năm 2016, 2017.

ĐVT: tỷ đồng

	2015	2016	2017
Công suất vận hành	35%	55%	80%
Doanh thu	140	235	343
LNST	28	62	100

(Nguồn: BCTN VHC 2013)

Kết luận: Với những triển vọng của ngành và lợi thế của Vĩnh Hoàn, chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng của Vĩnh Hoàn vẫn còn rất lớn. 6 tháng đầu năm, doanh thu từ xuất khẩu giảm so với cùng kỳ 2013, tuy nhiên, việc Vĩnh Hoàn được hưởng mức thuế CBPG 0 USD/kg sẽ giúp hoạt động xuất khẩu tăng trở lại trong 6 tháng cuối năm. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng kỳ vọng năm 2014 là 11%, dự kiến kim ngạch xuất khẩu của VHC là 219 triệu USD đem lại doanh thu khoảng 5.656 tỷ đồng.

Ngoài ra, năm nay Vĩnh Hoàn còn có nguồn thu lớn từ việc bán công ty con VHF, dự kiến sẽ được ghi nhận doanh thu tài chính ước tính hơn 346 tỷ đồng. Tuy nhiên, với mức giá cá nguyên liệu tăng cao hơn cũng làm giá vốn hàng bán tăng, ước tính giá vốn hàng bán năm 2014 sẽ tăng 11% so với năm 2013. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của Vĩnh Hoàn năm 2014 sẽ khoảng 447,5 tỷ đồng, tăng hơn 2,5 lần so với năm 2013, cao hơn 2 lần so với mục tiêu của VHC.

4. Định giá

Năm 2014 mở ra với nhiều lợi thế cho Vĩnh Hoàn khi công ty sẽ được ghi nhận một khoản doanh thu tài chính lớn từ việc bán công ty con VHF, đặc biệt việc VHC là doanh nghiệp duy nhất được hưởng mức thuế CBPG 0 USD/kg, đây là lợi thế giúp công ty tiến sâu vào thị trường Mỹ. Kết quả kinh doanh của Vĩnh Hoàn năm 2014 được chúng tôi ước tính là 5.656 tỷ đồng doanh thu và gần 447,5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

Tại mức giá 44.500 đồng/CP ngày 30/07/2014, P/E, P/B của Vĩnh Hoàn là 18,41 và 1,81. Năm 2014, công ty dự kiến sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 50% và phát hành cổ phiếu cho người lao động lần 3, nâng số cổ phiếu lên 92,404 triệu cổ phiếu. Chúng tôi ước tính P/E, P/B 2014E (sau pha loãng) của Vĩnh Hoàn là 6,6 lần và 1,42 lần.

So với các doanh nghiệp sản xuất, chế biến, xuất khẩu cá tra cùng ngành có mức P/E, P/B trung bình là 23,66 và 0,68 thì mức giá của VHC vẫn ở mức hợp lý.

Mã CP	Sàn	EPS	Giá cp (30/7/2014)	P/E
HVG	HSX	2.066	23.800	11,52
ANV	HSX	144	9.500	65,97
AGF	HSX	833	18.800	22,57
AVF	HSX	639	4.400	6,89
AAM	HSX	650	14.200	21,85
IDI	HSX	1.082	10.800	9,98
P/E bình quân:				23,13

Mã CP	Sàn	BV	Giá cp (30/7/2014)	P/B
HVG	HSX	19.489	23.800	1,22
ANV	HSX	20.674	9.500	0,46
AGF	HSX	32.023	18.800	0,59
AVF	HSX	16.253	4.400	0,27
AAM	HSX	20.499	14.200	0,69
IDI	HSX	15.198	10.800	0,71
P/B bình quân:				0,66

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MARITIME BANK**Trụ sở chính:**

Tầng 1&3, Tòa nhà Sky City, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Điện thoại: (844) 3776 5929 / Ext 3240 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 7, Maritime Bank Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Các điểm mở tài khoản liên kết:

Trên 100 điểm mở tài khoản tại các chi nhánh Ngân hàng MSB tại Hà Nội, TP HCM, Hải Phòng, Quảng Ninh, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Dương, Đồng Nai và Vũng Tàu.

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Nguyễn Mai Phương – Head of Research

Email: phuongnm@msbs.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh – Chief Economist/Head of Trading Strategy

Email: khanhld@msbs.com.vn

Đặng Trần Hải Đăng – Head of Equity Research

Email: dangdth@msbs.com.vn

Trịnh Thị Hồng – Analyst

Email: hongtt@msbs.com.vn

Chu Hoàng Nam – Analyst

Email: namch@msbs.com.vn

Hoàng Thị Hà Phương – Analyst

Email: phuonghth@msbs.com.vn

Để nhận các sản phẩm nghiên cứu của MSBS, vui lòng đăng ký qua email:

msbs_research@msbs.com.vn

Để đọc trực tuyến các sản phẩm nghiên cứu và tương tác trực tiếp với MSBS, vui lòng truy cập:

Website: www.msbs.com.vn

Facebook: <https://facebook.com/MaritimeBankSecurities>

Khuyến cáo: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

MSBS có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Trung tâm Nghiên cứu MSBS hoạt động độc lập với bộ phận Tự doanh, bộ phận Tự doanh của MSBS có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Nhân viên của MSBS có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khẩu vị rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSBS. Khi sử dụng các nội dung đã được MSBS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.