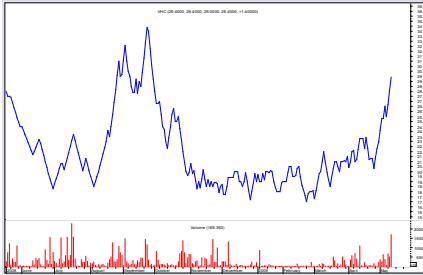


## Biểu đồ 1A - Biểu đồ giá



## Bảng 1B: Thông tin cổ phiếu

Thông tin cổ phiếu 13/05/2009	
Giá CP (đồng)	29,400
Số lượng niêm yết hiện tại	30,000,000
Số lượng CP đang lưu hành	30,000,000
Giá cao nhất trong 52 tuần	34,400
Giá thấp nhất trong 52 tuần	17,000
Thay đổi giá trong 3 tháng	43.41%
Thay đổi giá trong 6 tháng	59.38%
Thay đổi giá trong 12 tháng	9.29%
Khối lượng giao dịch (cp)	169,360
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	4,978
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	882,000
Số lượng được phép sở hữu	14,700,000
Số lượng còn được phép mua	10,561,040
% sở hữu nước ngoài	13.80%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Nguồn: Công ty, HSC

## Bảng 1C: Các chỉ tiêu chính Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	2007	2008
Tổng tài sản	676,476	1,215,170
Nguồn vốn CSH	389,489	388,819
Doanh thu	1,425,436	2,442,360
Lợi nhuận trước thuế	111,196	84,658
Lợi nhuận sau thuế	96,149	80,043

Nguồn: Công ty, HSC

## Bảng 1D - Các chỉ số cơ bản

Chỉ số	2007	2008
<b>Khả năng thanh khoản</b>		
- Hệ số thanh toán hiện thời	1.84	1.19
- Hệ số thanh toán nhanh	1.39	0.62
<b>Khả năng sinh lời</b>		
- LN biên gộp	12.87%	11.83%
- LN biên sau thuế	6.75%	3.28%
- ROE	30.01%	20.37%
- ROA	19.13%	8.46%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>		
- Vòng quay khoản phải thu	6.90	8.61
- Vòng quay hàng tồn kho	18.87	10.11
- Vòng quay tổng tài sản	2.84	2.58
- Vòng quay vốn CSH	1.11	1.55

Nguồn: Công ty, HSC

**Nhóm phân tích Ngành thực phẩm & đồ uống**  
(84 8) 3 823 3299

## Thông tin cập nhật

**Kết luận đầu tư:** Chúng tôi tin rằng năm nay VHC sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất các doanh nghiệp chế biến cá đang niêm yết, với dự phóng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 34%. Chúng tôi ước tính EPS năm 2009 ở mức 3,565 đồng/cổ phiếu, định giá công ty ở mức P/E dự phóng năm 2009 là 8.2 lần, thấp hơn trung bình ngành là 14 lần. Chúng tôi cho rằng trong ngành thủy sản VHC là sự lựa chọn tốt nhất để đầu tư, bởi chiến lược dài hạn tập trung vào chất lượng sản phẩm và cách tiếp cận đồng bộ trong kinh doanh. Tuy nhiên kết quả kinh doanh của công ty lại khá nhạy cảm với lãi suất và chi phí hoạt động khá cao.

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn được niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. HCM với số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 30 triệu cổ phiếu, vốn điều lệ 300 tỷ đồng và giá trị vốn hóa thị trường 882 tỷ đồng căn cứ theo giá giao dịch hôm nay là 29,400 đồng/cổ phiếu.

## Tổng quan

VHC là doanh nghiệp chế biến cá tra lớn thứ ba Việt Nam năm 2008 với kim ngạch xuất khẩu đạt 101 triệu USD và sản lượng xuất khẩu đạt 33691 tấn. Công ty đã thiết lập được một hệ thống sản xuất liên hoàn từ nuôi cá đến chế biến cá. Ngoài sản phẩm chính là cá tra phi-lê, VHC còn cung cấp nhiều loại sản phẩm giá trị gia tăng từ cá tra. Trong giai đoạn từ 1/1/2009 đến 15/3/2009, lần đầu tiên VHC đã vượt lên đứng vị trí thứ 2 trong số các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, vượt lên trên ANV.

Công ty hiện sở hữu 3 nhà máy chế biến với tổng công suất 560 tấn cá nguyên liệu/ngày (nhà máy số 1: 150 tấn, nhà máy số 2: 60 tấn, nhà máy số 3: 350 tấn). Nhà máy chế biến số 3 là nhà máy mới được công ty đầu tư và đi vào hoạt động vào tháng 7 năm 2008 với giá trị đầu tư là 250 tỷ đồng. Hiện nay các nhà máy đang chạy với công suất từ 330-350 tấn/ngày hay 58-62% công suất thiết kế ban đầu.

VHC cũng sở hữu 8 vùng nuôi cá tra với tổng diện tích 136.5 ha, cung cấp 34% nhu cầu nguyên liệu cho công ty trong năm 2008. Diện tích nuôi cá sẽ được mở rộng lên 186.5 ha trong năm nay do công ty đang trong quá trình mua thêm 50ha đất cũng ở Đồng Tháp. Công ty hy vọng cá nguyên liệu tự sản xuất sẽ đảm bảo 40% nhu cầu nguyên liệu năm nay.

Căn cứ vào nguồn lực hiện tại của công ty, chúng tôi tin đến năm 2011, VHC sẽ có khả năng tự cung cấp 60,000 tấn cá nguyên liệu tức khoảng 72% nhu cầu cho các nhà máy chế biến của mình. Công ty cũng đầu tư vào một nhà máy chế biến thức ăn thủy sản công suất 70,000 tấn/năm. Nhà máy này không những có khả năng cung cấp toàn bộ lượng thức ăn cho vùng nuôi của công ty, mà còn bán sản phẩm ra thị trường.

Năm 2008 VHC chủ yếu xuất khẩu sang các nước Mỹ (46% tổng doanh thu), EU (30% tổng doanh thu), Hồng Kông (11% tổng doanh thu) và Úc (11% tổng doanh thu). Các thị trường còn lại chỉ chiếm 2% tổng doanh thu của công ty. Mặc dù công ty khá phụ thuộc vào thị trường Mỹ nhưng hiện tại họ cũng đang nỗ lực phát triển các thị trường khác ở châu Âu như Anh, Đức. Trên thực tế năm 2008 tỷ trọng doanh thu từ thị trường Mỹ đã giảm còn 46% từ mức 49% năm 2007.

VHC đầu tư khá lớn vào hệ thống kiểm soát chất lượng để tạo sự khác biệt sản phẩm so với các đối thủ. Công ty hiện có 50 nhân viên kiểm soát chất lượng và một phòng thí nghiệm trị giá 15 tỷ đồng được trang bị đầy đủ các thiết bị hiện đại nhập khẩu từ châu Âu và Mỹ, giúp công ty đảm bảo chất lượng sản phẩm trước khi bàn giao cho khách hàng. Ngày 9/2/2009, VHC đã được nhận chứng chỉ chất lượng vùng nuôi AQUAGAP cho tổ chức IMO Thụy Sĩ cấp. Với chất lượng được công nhận bởi IMO, sản phẩm của VHC có thể được phân phối vào hệ thống siêu thị của các nước phát triển với mức giá cao.

Bảng 1 - Mô hình lợi nhuận

(tỷ đồng)	FY2006A	FY2007A	% tăng trưởng	Từ 1/4 - 31/12/2007 (*)	FY2008A	% tăng trưởng	FY2009F	% tăng trưởng	FY2010F	% tăng trưởng
Doanh thu	1,516	1,797	18.5%	1,425	2,442	35.9%	2,486	1.8%	2,772	11.5%
Lợi nhuận gộp	149	225	51.4%	183	289	28.4%	281	-2.7%	314	11.6%
Lợi nhuận trước thuế	88	145	65.1%	111	85	-41.4%	131	54.9%	133	1.3%
EBIT	96	147	52.9%	111	132	-9.9%	149	12.6%	166	11.6%
EBITDA	108	160	48.0%	122	161	0.5%	223	39.0%	241	7.9%
Lợi nhuận ròng	79	123	56.5%	96	80	-34.9%	107	33.6%	105	-2.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp				12.9%	11.8%		11.3%		11.3%	
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế				7.8%	3.5%		5.3%		4.8%	
Tỷ suất lợi nhuận ròng				6.7%	3.3%		4.3%		3.8%	
Lượng CP lưu hành bình quân				30,000,000	30,000,000		30,000,000		30,000,000	
EPS (đồng)				3,205	2,668		3,565		3,490	
Giá CP ngày 13/5/2009				29,400						
Vốn hóa thị trường ngày 13/5/2009				882						
P/E				9.2	11.0		8.2		8.4	
BVPS (đồng)				12,983	12,961		14,276		15,766	
P/B				2.3	2.3		2.1		1.9	
DPS (đồng)				1500	1200		1200		1200	
Dividend yield (%)				5.1%	4.1%		4.1%		4.1%	
EV/EBITDA				13.8	10.5		7.5		7.0	

Nguồn: VHC, HSC dự phóng

(\*): Công ty chính thức trở thành công ty cổ phần từ ngày 1/4/2007. Trước đó công ty hoạt động dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn. Vì vậy năm tài chính 2007 của Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn bắt đầu từ 1/4/2007 và kết thúc vào 31/12/2007.

## Kết quả năm 2008 và tình hình tài chính

Năm 2008 doanh thu thuần đạt 2442 tỷ đồng, tăng 35.9% so với năm 2007. Con số này có được nhờ sự đóng góp của sản lượng xuất khẩu 33691 tấn (tăng 42.5% so với năm 2007) và giá bán bình quân 3.01 USD/kg (giảm 3.4% so với năm 2007). Cũng giống các công ty trong ngành, trong 10 tháng đầu năm 2008 VHC duy trì được tốc độ tăng trưởng sản lượng khá cao mặc dù giá bán bình quân giảm từ 3-5%. Sau đó từ tháng 11/2008 đến tháng 1/2009 toàn ngành trải qua giai đoạn khủng hoảng với sản lượng xuất khẩu hàng tháng giảm 50% và giá xuất khẩu tạm thời giảm 15-20% so với đầu năm 2008. Nguyên nhân là do một bộ phận các nhà bán sỉ thủy sản và nhà nhập khẩu ở châu Âu và Mỹ không tiếp cận được với vốn tín dụng và sự sụt giảm trong nhu cầu tiêu dùng cuối cùng.

Lợi nhuận sau thuế năm 2008 đạt 80 tỷ, giảm 34.9% so với năm 2007. Lợi nhuận không đạt kế hoạch do nhiều nguyên nhân: sự biến động của giá nguyên liệu, giá xuất khẩu giảm, chi phí tăng chủ yếu do việc đưa nhà máy số 3 vào hoạt động và chi phí lãi vay đạt mức cao kỷ lục. Năm ngoái giá nguyên liệu biến động trong khoảng 13,500-17,300 đồng/kg và chúng tôi ước tính giá nguyên liệu bình quân là 14,671 đồng/kg, tăng 17% so với năm 2007. Trong khi đó giá xuất khẩu bình quân là 3.01 USD/kg, giảm 3.4% so với năm 2007. Thêm vào đó từ tháng 7/2008, VHC đã đưa nhà máy chế biến số 3 vào hoạt động khiến các chi phí cố định tăng thêm bao gồm chi phí điều hành, chi phí lương, chi phí khấu hao .v.v Năm ngoái chi phí lãi vay của VHC đạt mức kỷ lục là 47 tỷ đồng tăng 22115% so với năm 2007.

Giá trị hàng tồn kho ngày 31/12/2008 khá cao ở mức 356 tỷ đồng, tăng 285.9% so với cuối năm 2007 trong khi doanh thu chỉ tăng 35.9% so với năm 2007. Chi tiết hàng tồn kho không được cung cấp trong báo cáo tài chính, tuy nhiên theo ban giám đốc công ty, hàng tồn kho phi-lê cá tra chỉ ở mức 3000 tấn hay 120 tỷ đồng. Phần còn lại là hàng tồn kho cá nguyên liệu (của vùng nuôi) và thức ăn thủy sản. Điều này có nghĩa là con số hàng tồn kho thành phẩm là hợp lý vì chỉ tương đương sản lượng xuất khẩu 1 tháng. Tuy nhiên, sự gia tăng đột biến trong tổng giá trị hàng tồn kho đã góp phần tác động xấu đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của công ty năm ngoái (-181 tỷ).

## Dự báo kết quả kinh doanh năm 2009

Chúng tôi cho rằng VHC sẽ là một trong những doanh nghiệp có kết quả tốt nhất năm nay trong ngành. Đối với doanh thu, chúng tôi dự báo doanh thu tăng 1.8% so với năm ngoái, đạt mức 2448 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu từ xuất khẩu cá tra tăng 2.9%, đạt mức 1723 tỷ đồng do sản lượng tăng 0.4% và giá giảm 3% so với năm ngoái.

**Bảng 2 - Cty xuất khẩu cá tra nhiều nhất**

2007				2008				1/1/2009 - 3/15/2009			
Thứ tự	Công ty	Khối lượng (tấn)	Giá (USD)	Thứ tự	Công ty	Khối lượng (tấn)	Giá (USD)	Thứ tự	Công ty	Khối lượng (tons)	Giá (USD)
1	Navico	82,805	181,081,619	1	Navico	93,392	187,744,968	1	Hùng Vương	11,116	22,182,372
2	Hùng Vương	34,898	81,523,337	2	Hùng Vương	80,331	169,351,769	2	Vĩnh Hoàn	6,979	20,359,737
3	Vĩnh Hoàn	23,643	73,577,753	3	Vĩnh Hoàn	33,691	101,317,174	3	Navico	8,075	15,669,915
4	Agfish	20,600	55,478,992	4	Agfish	46,468	89,864,592	4	Thimaco	4,049	8,349,663
5	CL-Fish Corp	12,660	31,803,593	5	THIMACO	22,074	47,966,810	5	Bianfishco	3,036	7,640,536

Năm nay công ty phải đối mặt với tình trạng cạnh tranh quyết liệt hơn ở thị trường Mỹ, thị trường chủ chốt của công ty, do một số đối thủ đang được hưởng mức thuế chống bán phá giá thấp hơn VHC như South Vina (0%), Bianfishco (0%), Q.V.D Đồng Tháp (0.52%), Agfish (0.52%) và Anvfish (0.52%).

Chúng tôi dự đoán doanh thu từ hoạt động chế biến thức ăn thủy sản sẽ đạt 595 tỷ, tăng 41.7% do nhà máy thức ăn sẽ chạy nguyên năm trong khi năm ngoái chỉ chạy nửa năm do tháng 5/2008 mới hoàn tất. Chúng tôi cũng dự báo doanh thu từ các hoạt động khác giảm 9.8% do dự báo doanh thu từ hoạt động làm đại lý thức ăn thủy sản giảm mạnh do công ty sẽ tập trung vào mảng sản xuất thức ăn thủy sản hơn.

Năm nay chúng tôi dự đoán tỷ suất lợi nhuận biên gộp sẽ giảm xuống còn 11.2% so với 11.8% năm ngoái do giá bán giảm, giá đầu vào tăng và gánh nặng khấu hao. Chúng tôi dự báo giá cá nguyên liệu trung bình là 16,200 đồng/kg năm nay. Giá này cao hơn 10% so với giá trung bình năm 2008 ở mức 14,671 đồng/kg. Và chi phí khấu hao được dự báo sẽ là 75 tỷ, tăng 60% so với năm 2008.

Tuy nhiên chúng tôi cũng dự đoán rằng sự gia tăng trong giá vốn hàng bán sẽ được bù đắp bằng chi phí lãi vay thấp hơn nhiều và không có lỗ chênh lệch tỷ giá. Chi phí lãi vay được dự báo ở mức 17 tỷ đồng, giảm 62.8% so với năm ngoái nhờ có chương trình hỗ trợ lãi suất. Chúng tôi cũng mong đợi công ty sẽ không chịu bất kỳ khoản lỗ tỷ giá nào do ít có khả năng đồng VND sẽ tăng giá trong năm nay. Vì vậy chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận biên trước thuế ở mức 5.2%, tăng 1.7 điểm phần trăm so với năm ngoái và lợi nhuận sau thuế đạt 107 tỷ, tăng 33.6% so với năm ngoái. Chúng tôi cho rằng VHC sẽ là một trong số ít công ty trong ngành thủy sản có tăng trưởng lợi nhuận năm nay.

Với dự báo EPS đạt 3,565 đồng, công ty đang giao dịch với P/E dự phóng 2009 ở mức 8.2x, thấp hơn trung bình ngành là 14 lần. Nhưng P/B năm 2009 vẫn cao ở mức 2.3 lần. Tuy nhiên với những lợi thế dài hạn và vị trí công ty đang được cải thiện trong ngành, VHC là sự lựa chọn đầu tiên của chúng tôi trong ngành thủy sản tại thời điểm hiện tại.

## Phụ lục: Hồ sơ công ty

### Công Bố Thông Tin Từ Công ty

#### VHC: Kết quả giao dịch cổ phiếu cổ đông lớn

Tên nhà đầu tư thực hiện giao dịch : Red River Holding

Mã chứng khoán thực hiện mua : VHC

Số lượng cổ phiếu nắm giữ trước khi thực hiện giao dịch: 2.070.630 cổ phiếu chiếm tỷ lệ: 6,90%

Số lượng cổ phiếu thực hiện mua: 301.900 cổ phiếu

Số lượng cổ phiếu nắm giữ sau khi thực hiện giao dịch: 2.372.530 cổ phiếu chiếm tỷ lệ: 7,91%

Thời gian thực hiện giao dịch từ ngày 26/02/2009 đến ngày 8/04/2009

#### VHC: Ngày đăng ký chốt danh sách cổ đông

Ngày giao dịch không hưởng quyền: 24/03/2009

Ngày đăng ký cuối cùng: 26/03/2009

Mục đích sử dụng danh sách: tổ chức Đại hội cổ đông thường niên năm 2009

Thời gian tổ chức đại hội: dự kiến ngày 16/04/2009

Địa điểm tổ chức đại hội: công ty sẽ thông báo sau

Trung tâm lưu ký chứng khoán chi nhánh Tp.HCM sẽ tạm ngừng nhận lưu ký cổ phiếu VHC vào các ngày 25,26 và 27/03/2009.

#### VHC: Kết quả giao dịch cổ phiếu cổ đông lớn

Tên nhà đầu tư thực hiện giao dịch: RED RIVER HOLDING

Mã chứng khoán thực hiện mua: VHC

Số lượng cổ phiếu nắm giữ trước khi thực hiện giao dịch: 1.520.610 cổ phiếu chiếm tỷ lệ: 5,07%

Số lượng cổ phiếu thực hiện mua: 550.020 cổ phiếu

Số lượng cổ phiếu nắm giữ sau khi thực hiện giao dịch: 2.070.630 cổ phiếu chiếm tỷ lệ: 6,90%

Thời gian thực hiện giao dịch từ ngày 02/12/2008 đến ngày 11/02/2009

**Bảng 1 - Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh**

trillion đồng	FY2006	% yoy	2007	% yoy	2008	% yoy
Doanh thu	1,516,245	199.05%	1,425,436	-5.99%	2,442,360	71.34%
Chi phí bán hàng	1,367,578	193.72%	1,242,043	-9.18%	2,153,443	73.38%
Lợi nhuận gộp	148,667	259.06%	183,393	23.36%	288,917	57.54%
Doanh thu ròng từ hđ tài chính	(7,711)	20.22%	3,012	-139.07%	(71,477)	-2472.72%
Chi phí bán hàng & HĐKD	50,088	45.17%	50,088	0.00%	132,685	164.90%
Lợi nhuận ròng từ hđ kinh doanh	90,868	18482.41%	136,317	50.02%	84,755	-37.83%
Lợi nhuận khác	(3,331)	15140.91%	208	-106.24%	(97)	-146.63%
Lợi nhuận trước thuế	87,537	18644.54%	111,196	27.03%	84,658	-23.87%
Lợi nhuận sau thuế	78,616	18718.10%	95,978	22.08%	82,245	-14.31%
LNST của cổ đông công ty mẹ	78,616	-55.43%	96,149	22.30%	80,043	-16.75%

Nguồn - Công ty, HSC

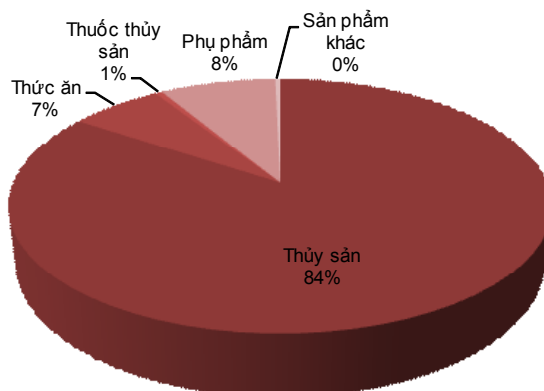
### Ngành nghề kinh doanh

- Nuôi trồng, đánh bắt, chế biến, bảo quản thủy hải sản và các sản phẩm từ thủy hải sản. Mua bán thủy hải sản.
- Mua bán máy móc thiết bị, hóa chất, nông sản thực phẩm, súc sản, nguyên vật liệu phục vụ sản xuất, chế biến thủy hải sản; chế biến thức ăn thủy sản.
- Sản xuất và mua bán thức ăn gia súc, gia cầm và thủy sản, thuốc thú y thủy sản. Các dịch vụ thú y thủy sản (tư vấn sử dụng thuốc, thức ăn và kỹ thuật nuôi trồng thủy sản).
- Kinh doanh dịch vụ du lịch sinh thái.
- Sản xuất bao bì giấy, in các loại.
- Xây dựng nhà các loại, kinh doanh bất động sản.

### Sản phẩm dịch vụ và thị trường

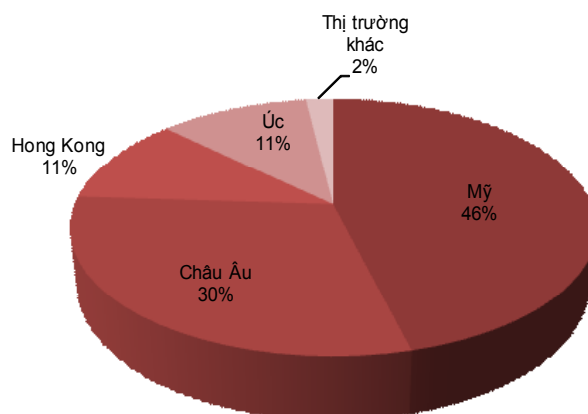
- Sản phẩm:** VHC chủ yếu cung cấp các sản phẩm cá tra fillet và các sản phẩm giá trị gia tăng được làm từ cá tra và các loại rau củ. Ngoài ra công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực sản xuất thức ăn thủy sản, đại lý thức ăn thủy sản, kinh doanh thuốc thủy sản, xuất khẩu ủy thác.

**Biểu đồ 1- Cơ cấu doanh thu trong năm 2008**



Nguồn - Công ty, HSC

- **Thị trường:** Năm 2008, thị trường xuất khẩu chủ yếu của công ty là Mỹ (46%) và Châu Âu (30%). Các thị trường truyền thống còn lại bao gồm Hồng Kông (11%), Úc (11%). Các thị trường khác chỉ chiếm 2% tổng doanh thu năm 2008.



Nguồn - Công ty, HSC

### Vị thế công ty trong ngành

- VHC là doanh nghiệp chế biến cá tra lớn thứ ba Việt Nam năm 2008 với kim ngạch xuất khẩu đạt 101 triệu USD và sản lượng xuất khẩu đạt 33691 tấn. Trong giai đoạn từ 1/1/2009 đến 15/3/2009, lần đầu tiên VHC đã vươn lên đứng vị trí thứ 2 trong số các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, vượt lên trên ANV.
- Với 10 năm phấn đấu, nỗ lực trong mọi hoạt động Vĩnh Hoàn đã có được một vị thế nhất định trên thị trường thế giới. Đa số các khách hàng có yêu cầu cao về chất lượng sản phẩm đặc biệt là các khách hàng ở Anh, luôn nghĩ đến Vĩnh Hoàn như sự lựa chọn hàng đầu. Công ty đã xây dựng được hình ảnh nhà cung cấp uy tín trong lòng khách hàng bằng việc luôn đảm bảo chất lượng sản phẩm, khả năng truy xuất và thực hiện đúng các điều khoản trong hợp đồng.

### Chiến lược phát triển

- Tiếp tục đẩy mạnh đa dạng hóa thị trường, đa dạng hóa sản phẩm, đẩy mạnh các hoạt động quảng bá tiếp thị để ngày càng khẳng định vị thế của công ty trong ngành thủy sản nói chung và ngành chế biến cá tra và basa Việt Nam nói riêng.
- Tiếp tục đầu tư và hoàn thiện các dự án đang thực hiện, có kế hoạch nâng cấp xí nghiệp cũ để nâng cao năng lực và đa dạng hoá sản phẩm sản xuất tăng khả năng cạnh tranh về chất lượng và giá cả.
- Hoàn thiện chương trình nuôi "Green Farm", phấn đấu hệ thống nuôi cung cấp 40% nhu cầu nguyên liệu trong năm 2008 và khoảng 70% cho những năm tiếp theo góp phần ổn định và kiểm soát về mặt chất lượng và giá cả nguồn nguyên liệu cung cấp cho nhà máy.
- Tiếp tục duy trì hệ thống quản lý chất lượng theo HACCP, ISO, BRC phấn đấu đạt chứng nhận ISO 17025 cho phòng kiểm nghiệm để tăng năng lực sản xuất và tăng uy tín cho Công ty.
- Tìm kiếm cơ hội đầu tư tài chính ngắn và trung hạn để tối đa hóa lợi ích sử dụng vốn.



## Phân tích SWOT

SWOT	
Điểm mạnh	Điểm yếu
<p><b>- Chất lượng sản phẩm danh tiếng</b></p> <p>Những năm qua với những khoản chi lớn vào hệ thống quản lý chất lượng, công ty đã phải chấp nhận tỷ suất lợi nhuận nhỏ hơn các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên chính điều này đã tạo ra một lợi thế dài hạn của công ty so với các đối thủ, đặc biệt trong thời kỳ suy thoái kinh tế. Chất lượng các sản phẩm của VHC hiện nay vượt xa hầu hết các đối thủ và giúp công ty chiếm lĩnh phân khúc cao cấp của thị trường cá tra phi lê. Vì vậy chúng tôi tin rằng VHC chịu tác động ít nhất của tình trạng cạnh tranh phá giá vốn đang ảnh hưởng xấu đến các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hiện nay.</p> <p><b>- Chuỗi sản xuất hoàn chỉnh</b></p> <p>Công ty đã tạo dựng nên hệ thống sản xuất hoàn chỉnh từ sản xuất thức ăn cho cá, nuôi cá đến chế biến cá. Mặc dù hiện tại vùng nuôi của công ty chỉ có khả năng cung cấp 34% nhu cầu cá nguyên liệu cho các nhà máy chế biến của công ty, nhưng công ty có chiến lược rất rõ ràng trong việc phát triển vùng nuôi đảm bảo vùng nuôi có thể đáp ứng được 70% nhu cầu trong 2 năm tới. Và VHC cũng đầu tư vào một nhà máy sản xuất thức ăn cho cá không những giúp công ty giảm chi phí sản xuất mà còn tạo thêm doanh thu từ việc bán hàng cho các hộ nuôi cá khác. Mô hình sản xuất đồng bộ hoàn chỉnh này có thể sẽ là chìa khóa vào tương lai của ngành cá tra và dường như ban lãnh đạo VHC đã có một chiến lược kinh doanh đúng đắn.</p>	<p><b>- Nhạy cảm với lãi suất</b></p> <p>Các khoản vay ngắn hạn thường được duy trì ở mức cao do khoảng thời gian từ lúc mua nguyên liệu đến lúc khách hàng trả tiền khá dài và hàng ngày công ty phải duy trì lượng hàng tồn kho lớn thức ăn thủy sản để đảm bảo cho vùng nuôi của mình. Hơn nữa do đầu tư lớn vào việc xây dựng và tu bổ các nhà máy thời gian gần đây, nên số dư các khoản vay dài hạn vào thời điểm cuối năm 2008 cũng khá lớn. Số dư cuối kỳ các khoản vay ngắn hạn và dài hạn vào 31/12/2008 lần lượt là 465 tỷ và 212 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ/tổng tài sản vào 31/12/2008 ở mức khá cao: 65.8%. Vì vậy kết quả kinh doanh của công ty rất nhạy cảm với những biến động về lãi suất.</p> <p><b>- Chi phí hoạt động cao</b></p> <p>Trong năm 2009 và vài năm tới, chi phí hoạt động sẽ vẫn duy trì ở mức cao do những khoản chi phí lớn vào hệ thống quản lý chất lượng, gánh nặng khấu hao và các chi phí hoạt động khác do các nhà máy chế biến đang hoạt động dưới công suất thiết kế.</p>
Cơ hội	Thách thức
<p>- Mặc dù kinh tế thế giới khủng hoảng nhưng thực phẩm vẫn là một nhu cầu thiết yếu, trong đó cá tra là sản phẩm phù hợp với khả năng tài chính của người tiêu dùng trong thời kỳ khủng hoảng. Vì vậy cơ hội phát triển cho các doanh nghiệp trong ngành sản xuất cá tra vẫn còn nhiều.</p>	<p>- Thị trường của ngành chế biến cá tra nói chung đang bị thu hẹp do tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu.</p> <p>- Giá bán giảm làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty. Nguyên nhân chủ yếu do cạnh tranh khốc liệt giữa các doanh nghiệp trong ngành dẫn tới hiện tượng bán phá giá.</p> <p>- Nhiều khả năng thiếu nguyên liệu đầu vào khi thị trường đầu ra hồi phục.</p>

## Thông tin liên hệ

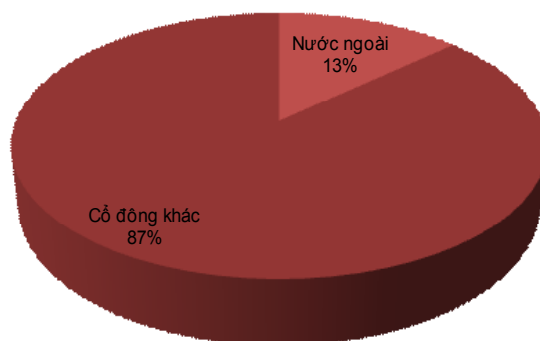
Tên đầy đủ:	Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn
Tên tiếng Anh:	Vinh Hoan Corporation
Tên viết tắt:	VINHHOAN Corp
Biểu tượng:	
Trụ sở chính:	Quốc lộ 30, Phường 11, TP.Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp
Telephone:	(84.67) 3891166, 3891663, 3891664
Fax:	(84.67) 3891062
Web site:	www.vinhhoan.com.vn
Vốn điều lệ ngày 31/12/2008:	300,000,000,000 đồng

## Cơ cấu sở hữu

Bảng 2 - Cơ cấu sở hữu ngày 13/05/2009

Cổ đông	Số lượng cổ phiếu	%
Nhà nước	0	0%
Nước ngoài	4,002,000	13.34%
Cổ đông khác	25,998,000	86.66%

Nguồn - Công ty



Nguồn - Công ty

## Ban lãnh đạo

	Tên, chức vụ	Trình độ chuyên môn
<b>Hội đồng quản trị</b>	Trương Thị Lệ Khanh- Chủ tịch HĐQT	Cử nhân kinh tế
	Trương Tuyết Phương - Ủy viên HĐQT	Cử nhân kinh tế
	Đặng Văn Viễn - Ủy viên HĐQT	Kỹ sư công nghệ thực phẩm
	Nguyễn Thị Kim Đào - Ủy viên HĐQT	Cử nhân kinh tế
	Huỳnh Đức Trung - Ủy viên HĐQT	Kỹ sư công nghệ thực phẩm
	Lê Thanh Hùng - Ủy viên HĐQT	Tiến sỹ Thủy sản
	Nguyễn Văn Khánh - Ủy viên HĐQT	Cử nhân kinh tế
<b>Ban Giám Đốc</b>	Trương Thị Lệ Thanh - Tổng Giám Đốc	Cử nhân kinh tế
	Trương Tuyết Phương - Phó Tổng Giám Đốc	Cử nhân kinh tế
	Đặng Văn Viễn - Phó Tổng Giám Đốc	Kỹ sư công nghệ thực phẩm
	Huỳnh Đức Trung - Phó Tổng Giám Đốc	Kỹ sư công nghệ thực phẩm
	Nguyễn Ngô Vi Tâm - Phó Tổng Giám Đốc	Cử nhân Luật
<b>Ban Kiểm soát</b>	Nguyễn Thanh Phương - Trưởng ban kiểm soát	Phó Giáo sư Tiến sỹ Thủy Sản
	Hồ Thanh Huệ - Thành viên Ban Kiểm soát	Kỹ sư môi trường
	Nguyễn Văn Nghệ - Thành viên Ban Kiểm soát	Cử nhân Kinh tế Tài chính

Nguồn - Công ty

## Các chỉ số tài chính

**Bảng 3 - Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị: triệu đồng	31/12/06	31/12/07	31/12/08
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	237,294	380,449	697,635
Tiền & tương đương tiền	24,320	20,898	20,826
Đầu tư ngắn hạn	-	-	410
Các khoản phải thu	172,876	251,892	321,161
Hàng tồn kho	39,292	92,350	333,750
Tài sản ngắn hạn	806	15,309	21,487
<b>Tài sản dài hạn</b>	91,692	296,028	527,941
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	91,580	290,746	499,579
Bất động sản đầu tư	-	1,778	-
Đầu tư dài hạn	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	101	3,493	17,946
Lợi thế thương mại	-	-	10,406
<b>Tổng tài sản</b>	328,986	676,476	1,225,576
<b>Nợ phải trả</b>	82,255	267,508	799,898
Nợ ngắn hạn	70,328	206,969	586,911
Nợ dài hạn	11,926	60,539	212,988
<b>Vốn CSH</b>	251,336	392,575	388,819
Vốn CSH	246,731	389,489	388,819
Nguồn vốn khách & quỹ	4,604	3,086	-
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	-	14,875	23,366
<b>Tổng nguồn vốn</b>	333,590	674,958	1,212,084

**Bảng 4 - Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

Đơn vị: triệu đồng	2006	2007	2008
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	na	(7,022)	(181,119)
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	na	(187,637)	(251,084)
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	na	190,782	432,045
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	na	(3,876)	(158)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	na	24,320	20,898
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	na	454	86
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	na	20,898	20,826

**Bảng 5 - Tốc độ tăng trưởng (%)**

	2006	2007	2008
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	199.05%	-5.99%	71.34%
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	18644.54%	27.03%	-23.87%
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	18618.10%	22.08%	-14.31%

**Bảng 6 - Kế hoạch kinh doanh năm 2009**

	FY2009
Doanh thu (triệu đồng)	2,384,971
Tăng trưởng so với năm 2008 (%)	-2.35%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	131,317
Tăng trưởng so với năm 2008 (%)	64.06%

(\*) Công ty chính thức trở thành công ty cổ phần từ ngày 01/04/2007. Trước đó công ty hoạt động dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn. Vì vậy năm tài chính 2007 của Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn bắt đầu từ ngày 01/04/2007 và kết thúc vào ngày 31/12/2007.

**Bảng 7 - Định giá**

Ngày 13/05/2009			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			30,000,000
Giá thị trường			29,400
Giá trị vốn hóa thị trường			882,000
	2006	2007	2008
SLCP LH cuối năm	NA	30,000,000	30,000,000
SLCP LH bình quân	NA	30,000,000	30,000,000
EPS	NA	3,205	2,668
P/E	NA	9.17	11.02
EV/ EBITDA	NA	13.83	10.48
Giá trị sổ sách 1 cp	NA	12,983	12,961
P/B	NA	2.26	2.26
Doanh thu/1 cp	NA	47,515	81,412
Giá/ Doanh thu	NA	0.62	0.36
Cổ tức 1 cp	NA	1,500	1,200
Cổ tức/ Giá	NA	5.10%	4.08%
Cổ tức/ LNST	NA	47%	45%

**Bảng 8- Hiệu quả hoạt động**

	2006	2007	2008
Vòng quay các khoản phải thu	14.05	6.90	8.61
Vòng quay hàng tồn kho	29.21	18.87	10.11
Vòng quay các khoản phải trả	39.67	20.62	23.36
Vòng quay tổng tài sản	6.08	2.84	2.58

**Bảng 9 - Khả năng thanh khoản**

	2006	2007	2008
Hệ số thanh toán hiện hành	3.37	1.84	1.19
Hệ số thanh toán nhanh	2.82	1.39	0.62
Hệ số thanh toán bằng tiền	0.35	0.10	0.04

**Bảng 10 - Khả năng sinh lời (%)**

	2007	2007	2008
Lợi nhuận biên gộp	9.80%	12.87%	11.83%
Lợi nhuận biên trước thuế	5.77%	7.80%	3.47%
Lợi nhuận biên sau thuế	5.18%	6.75%	3.28%
ROA	31.54%	19.13%	8.46%
ROE	56.24%	30.01%	20.37%

**Bảng 11- Phân tích Dupont**

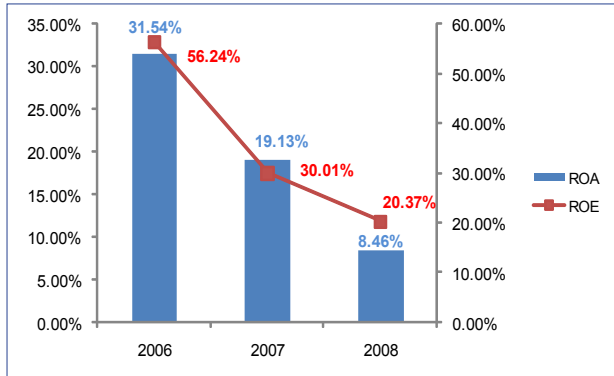
	2006	2007	2008
Lợi nhuận biên sau thuế	5.18%	6.75%	3.28%
Vòng quay tổng tài sản	6.08	2.84	2.58
Tổng tài sản/vốn CSH	1.78	1.57	2.41
ROE	56.24%	30.01%	20.37%

**Bảng 12- Cơ cấu vốn**

	2006	2007	2008
Nợ/Vốn CSH	0.33	0.68	2.04
Nợ/Tổng tài sản	0.25	0.40	0.66

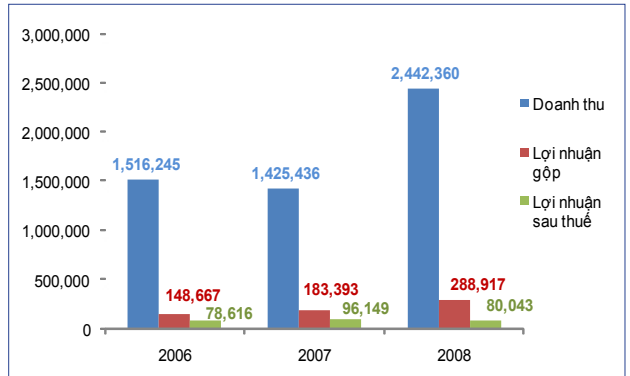


Biểu đồ 2 - ROA - ROE (%)



Nguồn - Công ty, HSC

Biểu đồ 3 - Doanh thu - Lợi nhuận (tỷ đồng)



Nguồn - Công ty, HSC

Bảng 14 - Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: triệu đồng	30/09/07	31/12/07	31/03/08	30/06/08	30/09/08	31/12/08
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	323,306	380,449	480,419	609,658	747,515	737,603
Tiền & tương đương tiền	43,928	20,898	21,268	45,654	27,573	17,715
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	190,465	251,892	311,159	327,732	396,364	326,163
Hàng tồn kho	72,314	92,350	125,679	188,914	289,497	369,439
Tài sản ngắn hạn	16,599	15,309	22,312	47,359	34,081	24,286
<b>Tài sản dài hạn</b>	132,686	296,028	350,628	410,093	464,550	503,203
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	102,537	290,746	345,175	402,321	456,568	495,046
Bất động sản đầu tư	-	1,778	2,105	2,105	2,105	2,105
Đầu tư dài hạn	30,047	10	10	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	102	3,493	3,337	5,657	5,867	6,042
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	455,992	676,476	831,046	1,019,751	1,212,064	1,240,805
<b>Nợ phải trả</b>	83,947	267,508	414,933	589,071	765,343	808,693
Nợ ngắn hạn	83,737	206,969	344,464	459,326	575,192	542,179
Nợ dài hạn	210	60,539	70,469	129,745	190,151	266,513
<b>Vốn CSH</b>	372,045	394,093	393,505	407,519	423,137	407,198
Vốn CSH	373,277	389,489	389,554	403,966	419,971	404,294
Nguồn vốn khách & quỹ	(1,232)	4,604	3,951	3,554	3,166	2,904
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	-	14,875	22,609	23,161	23,584	24,914
<b>Tổng nguồn vốn</b>	455,992	676,476	831,046	1,019,751	1,212,064	1,240,805

Chart 17 - Kết quả hoạt động kinh doanh quý

Đơn vị: triệu đồng	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008
Doanh thu	497,032	493,361	538,956	616,861	669,099	614,875
Chi phí bán hàng	421,955	433,768	475,409	533,247	582,334	520,960
Lợi nhuận gộp	75,077	59,593	63,548	83,614	86,765	93,916
Doanh thu ròng từ hũ tài chính	1,182	1,967	(2,939)	(15,019)	(22,852)	9,695
Chi phí bán hàng & HĐKD	30,911	29,862	27,994	32,900	43,936	79,726
Lợi nhuận ròng từ hũ kinh doanh	45,052	30,228	32,614	35,695	19,978	23,885
Lợi nhuận khác	13	(23)	880	181	217	45
Lợi nhuận trước thuế	45,065	30,205	33,495	35,876	20,194	23,929
Lợi nhuận sau thuế	40,073	27,113	28,797	30,913	16,620	22,792
LNST của cổ đông công ty mẹ	40,073	27,113	28,784	30,212	16,160	20,638

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các 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 HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC 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. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC 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.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC 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 khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu 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. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

**Công ty Cổ phần Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh**

Lầu 1,2,3, Tòa nhà Capital Place

6 Thái Văn Lung, Q. 1, TPHCM

Tel: (84 8) 3 823 3299

Fax: (84 8) 3 823 3301

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