



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI
SAIGON - HANOI SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Hà Nội - 03/2011

www.shs.com.vn

Báo cáo Phân tích Doanh nghiệp

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY SẢN VĨNH HOÀN (VHC)



Biến cơ hội thành giá trị

NỘI DUNG CHÍNH

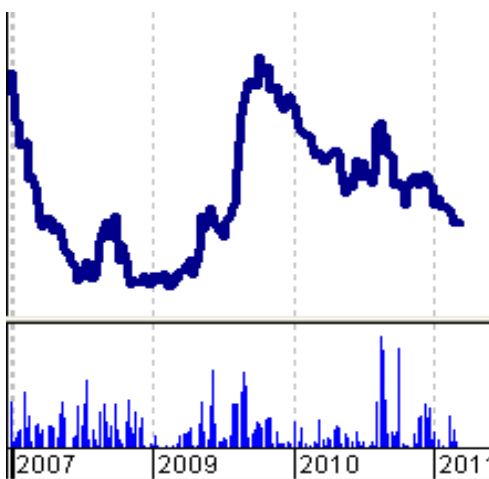
THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã chứng khoán:	VHC
Sàn giao dịch:	HOSE
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	40.380
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	22.500
Giá cp ngày 17/03/2011 (đ/cp)	22.900
Giá kỳ vọng:	43.700
Số lượng cổ phần lưu hành:	45.952.523
KLGD trung bình 10 ngày (cp):	13.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức 2010:	30%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Bà Trương Thị Lệ Khanh	50,9%
Red River Holding	15,6%
Quỹ đầu tư Việt Nam	7,6%
Cổ đông khác	26,0%

ĐỒ THỊ GIÁ



CƠ HỘI:

- **Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp có tốc độ phát triển về quy mô và chiếm lĩnh thị trường mạnh.** Từ vị trí thứ 3 về kim ngạch xuất khẩu cá Tra, Basa năm 2008 đã vươn lên thứ 2 năm 2009, và đến năm 2010 Vĩnh Hoàn đã trở thành doanh nghiệp xuất khẩu cá Tra lớn nhất trong ngành.
- **Hiệu quả hoạt động tốt.** Năm 2010 là năm khó khăn với ngành cá Tra khi phải đối mặt với cuộc khủng hoảng thiếu nguyên liệu cho sản xuất. Tuy nhiên, Vĩnh Hoàn vẫn đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở mức 10%. Tỷ lệ nợ thấp và ít rủi ro về khả năng thanh toán. Các chỉ số ROE, ROA đứng ở mức cao so với các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá Tra đầu ngành.
- **Các chứng chỉ chất lượng đạt được:** AquaGap cho 4 vùng nuôi, GlobalGap cho 5 vùng nuôi. Dự kiến Công ty sẽ đạt chứng chỉ GlobalGap cho các vùng nuôi còn lại trong 2011. Các chứng chỉ này đã tạo điều kiện cho Vĩnh Hoàn mở rộng thị trường tại Mỹ.
- **Thuế CBPG của Mỹ giai đoạn POR6 có kết quả cuối cùng là 0%,** thấp hơn so với mức 130% theo phán quyết sơ bộ trước đó. Điều này giúp loại bỏ rủi ro về khả năng Vĩnh Hoàn phải từ bỏ thị trường Mỹ - thị trường tiêu thụ lớn nhất của Vĩnh Hoàn.
- **Dự án collagen và cá chêm** nếu diễn ra theo đúng kế hoạch sẽ giúp tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận ở mức cao hơn.

RỦI RO:

- **Thiếu hụt nguyên liệu** cho sản xuất có thể khiến cho Công ty không hoàn thành kế hoạch sản xuất và làm chậm tốc độ tăng trưởng, do Công ty mới chỉ chủ động đáp ứng khoảng 50-60% nhu cầu sản xuất.
- **Chi phí đầu vào tăng mạnh** từ con giống, thức ăn, cá nguyên liệu, điện, chi phí tài chính ...

Quan điểm đầu tư. Chúng tôi đánh giá cao sự ổn định và tiềm năng tăng trưởng của **Vĩnh Hoàn**. Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu **VHC** ở mức **43.700 đồng/cp**. Đây là mức giá được xác định trên cơ sở kết hợp các phương pháp định giá P/E, P/B, FCFE và FCFF với các giả định được đưa ra thận trọng và chặt chẽ. Khuyến nghị đưa ra đối với **VHC** là **MUA/NẮM GIỮ** với mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

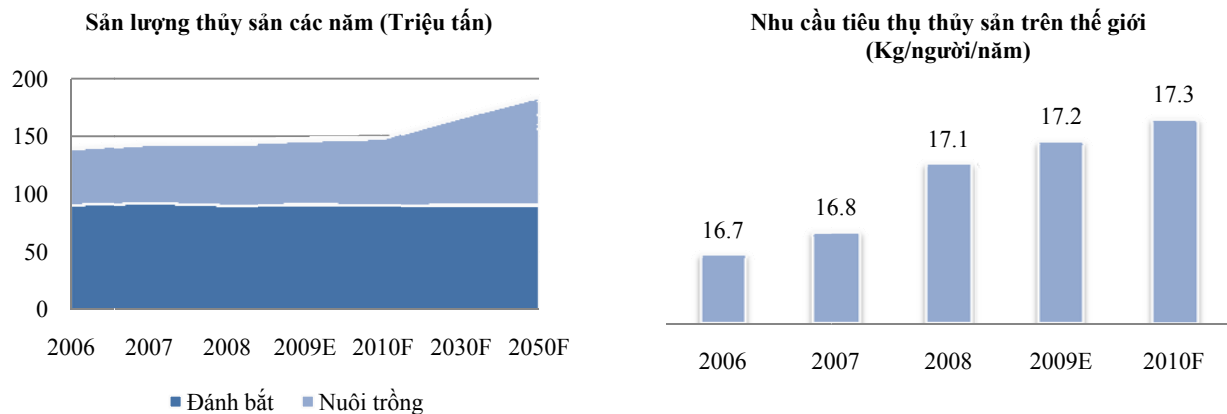
TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN TÀI CHÍNH:

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản	2009A	2010E	2011F	2012F	2013F
Tổng tài sản (triệu Đồng)	1.516.257	1.795.742	1.993.013	2.224.331	2.454.376
Vốn chủ sở hữu (triệu Đồng)	642.319	930.425	1.089.278	1.236.805	1.386.915
Doanh thu thuần (triệu Đồng)	2.771.003	3.019.065	3.305.398	3.582.440	3.844.376
Lợi nhuận sau thuế (triệu Đồng)	207.981	225.135	305.686	285.433	290.474
ROA (%)	0,14	0,13	0,15	0,13	0,12
ROE (%)	0,32	0,24	0,28	0,23	0,21
EPS cơ bản (Đồng)	5.933	4.491	6.090	5.652	5.751

Nguồn: VHC, SHS Research

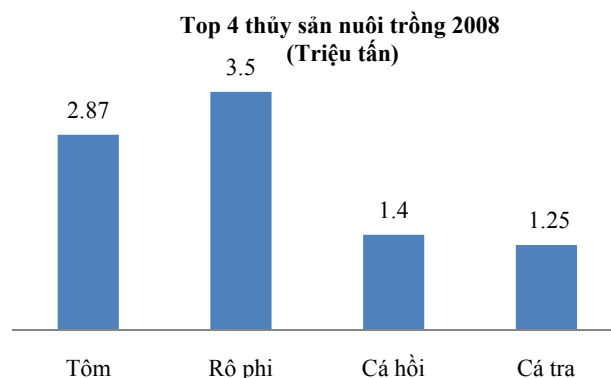
TỔNG QUAN NGÀNH NUÔI TRỒNG, CHẾ BIẾN VÀ XUẤT KHẨU CÁ TRA

Nhu cầu thủy sản nuôi trồng tiếp tục tăng trong thời gian tới. Theo dự báo, dân số thế giới ước tính tăng từ 7 tỷ người hiện nay lên 8 tỷ người vào năm 2030 và tới 2050 sẽ là 9 tỷ người. Giả sử thận trọng rằng, nhu cầu tiêu thụ thủy sản trong thời gian tới sẽ vẫn giữ ở mức 17,3 kg/người/năm (theo ước tính năm 2010 của FAO), thì thế giới sẽ cần thêm khoảng 20 triệu tấn thủy sản nuôi trồng vào năm 2030 và 40 triệu tấn vào năm 2050.



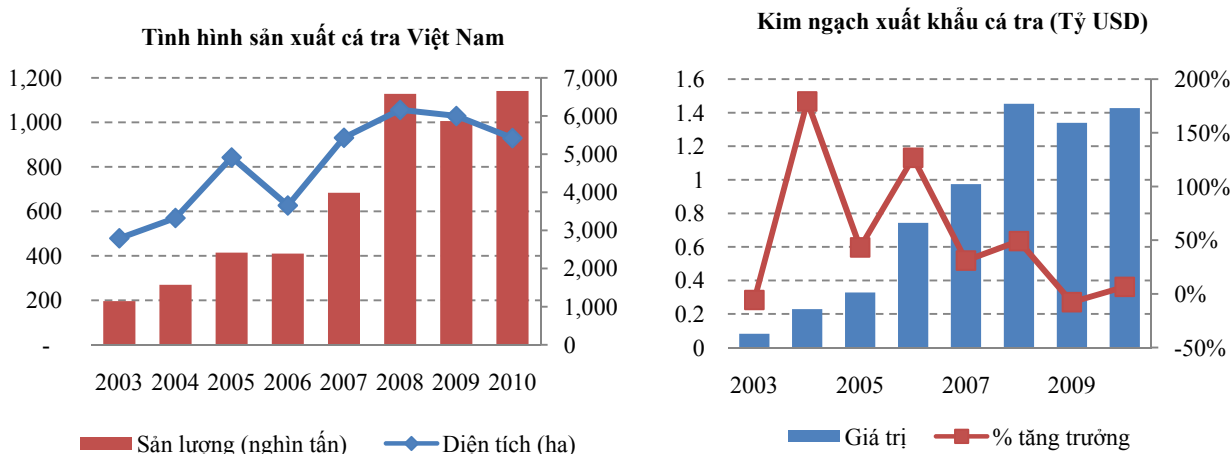
Nguồn: FAO

Cá tra nằm trong top 4 sản phẩm thủy sản nuôi trồng lớn trên thế giới. Cá Tra là loài cá bản địa, được phân bố chủ yếu tại đồng bằng sông Cửu Long và ngày càng được ưa chuộng trên thế giới do là loại cá thịt trắng có hương vị tinh khiết, khá giống với cá Catfish được tiêu thụ phổ biến tại Mỹ nhưng lại có giá thành rẻ hơn. Cá tra có xuất xứ từ Việt Nam được lọt vào top 10 thủy sản được ưa chuộng nhất thế giới 2010 (nguồn: Bộ NN&PTNT Việt Nam). Tuy nhiên, cá Tra chỉ thực sự được phát triển theo quy mô công nghiệp kể từ khi phương pháp cho cá sinh sản nhân tạo được nghiên cứu thành công vào năm 1996, nhờ sự hợp tác giữa các nhà nghiên cứu Pháp và Việt Nam. Trong vòng 10 năm qua, sản lượng nuôi trồng cá Tra đã có sự tăng trưởng ấn tượng, trở thành mặt hàng thủy sản nuôi trồng có sản lượng lớn thứ tư trên thế giới sau tôm, cá hồi và cá rô phi.



Nguồn: SHS tổng hợp

Việt Nam là nước xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới. Tính đến năm 2008, ngành cá tra Việt Nam đã có những bước tăng trưởng hết sức ấn tượng. Giai đoạn 2001 - 2008, diện tích nuôi cá tra tăng 2.6 lần, sản lượng thu hoạch tăng 11.1 lần, kim ngạch xuất khẩu tăng gần 250 lần, đưa Việt Nam trở thành nước sản xuất cá tra lớn nhất trên thế giới, chiếm trên 90%; đồng thời cung cấp gần 99% tổng sản lượng cá tra xuất khẩu.



Nguồn: VASEP, SHS tổng hợp

Sản phẩm cá tra của Việt Nam đã được xuất khẩu tới hơn 100 nước trên thế giới, trong đó các thị trường nhập khẩu lớn nhất là EU, Mỹ, Asean, Mexico và Nga. Trong thời gian gần đây, các thị trường có sức tăng trưởng mạnh là khu vực Trung và Nam Mỹ như Mexico, Colombia, Brazil và Costa Rica, mặc dù đây là những nước có ngành nuôi trồng cá rô phi quy mô lớn, điều đó chứng tỏ sức hấp dẫn của con cá tra Việt Nam.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu (Đơn vị: nghìn tấn)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EU	55.2	123.2	172.8	224.3	224.1	221.9
Russia	na	42.7	48.7	118.2	39.5	30.4
Ukraina	na	na	23.0	74.4	37.7	21.8
Asean	22.0	28.5	33.8	34.0	43.5	41.7
China & HK	16.5	17.7	18.2	18.5	19.4	23.8
USA	14.8	24.3	21.2	24.2	41.6	55.8
Mexico	6.6	9.8	14.3	23.2	31.1	39.4
Egypt	na	na	6.3	26.6	26.1	26.6
Others	25.6	40.4	48.7	97.6	144.7	198.2
Total	140.7	286.6	387.0	640.8	607.7	659.4

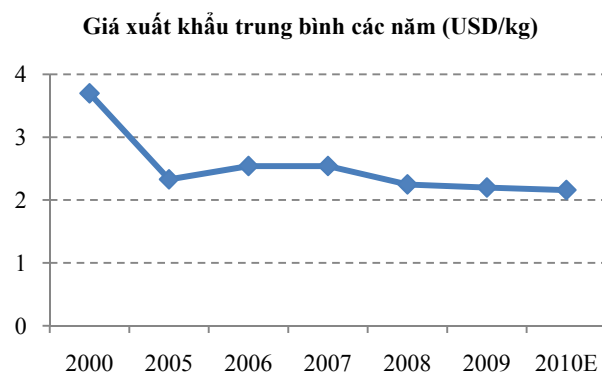
Nguồn: Vietfish

Mặt hàng xuất khẩu chủ yếu là các loại fillets, cá có kích thước lớn hơn có thể cắt thành khoanh. Tỷ lệ thành phẩm thu được vào khoảng 80% đối với cá nguyên con bỏ ruột, 60% đối với cá khoanh và 34% đối với fillets. Cá tra, với những màu sắc khác nhau về thịt cá (phụ thuộc loại thức ăn, môi trường, cách chế biến ...), sẽ có giá bán khác nhau. Thông thường, cá thịt trắng được đánh giá cao hơn về chất lượng, do đó có giá bán cao hơn.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra có dấu hiệu chững lại sau giai đoạn tăng trưởng nóng. Đây là sự điều chỉnh mang tính chất chu kỳ sau một giai đoạn tăng trưởng nóng với đỉnh cao được thiết lập vào năm 2008. Năm 2010, xuất khẩu cá tra chỉ đạt 1,427 tỷ USD, không hoàn thành kế hoạch đặt ra từ đầu năm là 1,5 tỷ USD, và thấp hơn một chút so với kim ngạch 1,45 tỷ USD của năm 2008, mặc dù sản lượng xuất khẩu vẫn tăng nhẹ và ngành thủy sản thế giới đang từng bước phục hồi. Có nhiều nguyên nhân để lý giải, tuy nhiên nguyên nhân chính yếu là yếu tố nội tại của ngành công nghiệp cá tra Việt Nam.

Thiếu một chiến lược phát triển thị trường hợp lý. Việc xuất khẩu cá tra nhiều năm qua có xu thế tăng mạnh và ồ ạt vào một thị trường trong một thời gian ngắn. Điều này một mặt cho thấy ưu thế của cá tra so với các mặt hàng cá nước ngọt khác trong việc chiếm lĩnh thị trường, nhưng mặt khác lại trực tiếp gây ra tâm lý bị đe dọa đối với ngành công nghiệp nuôi trồng cá bản địa. Và kết quả là cá tra trong thời gian qua liên tục vấp phải sự kháng cự ở các nước nhập khẩu. Đầu tiên là việc Mỹ thông qua thuế chống bán phá giá (CBPG) và không cho phép cá tra Việt Nam được mang thương hiệu catfish vào năm 2002. Gần đây, Mỹ còn dự định sẽ áp dụng những biện pháp mạnh tay hơn như là sẽ nâng thuế chống bán phá giá lên 130% hay tăng cường kiểm tra chất lượng nếu Farm Bill 2008 được thông qua. Tại châu Âu, cá tra Việt Nam trong năm 2009 cũng bị bôi xấu ở một loạt các thị trường và 2010 đã có thời điểm cá tra bị WWF đưa vào danh sách đỏ các mặt hàng thủy sản không khuyến khích tiêu dùng. Gần đây, Brazil và Mexico cũng đã bắt đầu đưa ra những biện pháp để hạn chế việc nhập khẩu cá tra từ Việt Nam.

Cạnh tranh giá giữa các doanh nghiệp xuất khẩu. Quan sát biểu đồ dưới, có thể thấy rằng sự tăng trưởng vượt bậc của kim ngạch xuất khẩu cá tra qua các năm chủ yếu nhờ vào yếu tố tăng trưởng sản lượng xuất khẩu với chiến lược cạnh tranh về giá. Trong khi chi phí đầu vào cho ngành công nghiệp cá tra đều tăng, điển hình như giá thức ăn (chiếm khoảng 70% giá cá nguyên liệu) năm 2010 đã tăng khoảng 70% so với 2006 - Điều này đã gây tổn hại lớn cho ngành công nghiệp cá tra trong nước, trong khi đó lại làm lợi cho các nước nhập khẩu, mặc dù đây là lợi ích mà không hẳn các nước nhập khẩu trông đợi.



Nguồn: SHS tính toán

Thiếu thương hiệu và chất lượng xuất khẩu không đồng đều. Qua 15 năm phát triển, ngành cá tra Việt Nam vẫn chưa xây dựng được cho mình một thương hiệu uy tín. Các nhà máy chế biến cá tra mới chỉ xuất khẩu ở dạng sơ chế, giá trị gia tăng thấp và giá thành rẻ. Giá bán thấp đã kéo theo nhiều doanh nghiệp buộc phải giảm chất lượng sản phẩm xuất khẩu. Tỷ lệ mạ băng vượt mức cho phép, sử dụng phụ gia gốc photphat nhằm mục đích tăng trọng, nhiễm vi sinh vượt ngưỡng cho phép... đã khiến cá tra nhiều lần bị các nước lên tiếng cảnh báo về chất lượng. Điển hình là việc Nga, top 5 thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất, đã từng đóng cửa đối với sản phẩm cá tra vào cuối 2008 và đến tháng 4/2009 mới mở cửa lại cho một số doanh nghiệp được phía Nga đánh giá là đủ tiêu chuẩn xuất khẩu.

Liên kết dọc trong ngành còn yếu kém. Liên kết dọc ở đây thể hiện mối quan hệ giữa hộ nuôi trồng và doanh nghiệp chế biến, xuất khẩu. Theo VASEP, cả nước hiện có 281 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, trong đó chỉ có khoảng 100 doanh nghiệp có nhà máy chế biến và rất ít trong số đó chủ động được nguồn nguyên liệu. Phần lớn các doanh nghiệp thu mua cá nguyên liệu qua các đại lý hoặc trực tiếp ở các vùng nuôi, tuy nhiên gần như không có quan hệ ràng buộc chắc chắn giữa người nuôi và cơ sở chế biến. Kết quả là khi đến mùa cao điểm sản xuất thì các doanh nghiệp lại thiếu nguyên liệu, còn người nuôi thì gần đây buộc phải treo ao vì nhiều năm không có lãi do giá thu mua thấp, trong khi các chi phí đầu vào cũng như lãi suất đi vay tăng cao.

Bốn nhóm giải pháp của VASEP được đưa ra trong hội nghị Doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu cá tra năm 2010 với mục đích hướng tới phát triển ngành công nghiệp cá tra bền vững, bao gồm:

- Tăng giá xuất khẩu trung bình
- Ổn định sản lượng nguyên liệu
- Tăng cường quản lý chất lượng
- Đẩy mạnh công tác quảng bá và xúc tiến thương mại

Trong đó, *tăng giá xuất khẩu trung bình* được đặt mục tiêu đầu tiên, với biện pháp cụ thể là thiết lập giá sản xuất khẩu. Giữa tháng 12/2010, 20 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu đã họp và thống nhất với mức giá sàn của tháng 1/2011 ở mức 3 USD/kg đối với cá tra fillet trimmed, net weight 100% và 2,05 USD/kg đối với cá tra fillet untrimmed, net weight 100%. Bước đầu mức giá sàn đã được các thị trường chấp nhận.

Triển vọng ngành cá tra năm 2011. Năm 2011 tiếp tục được dự báo là một năm thuận lợi của ngành thủy sản nói chung. Bộ NN&PTNT đã đặt kế hoạch tăng trưởng thủy sản năm 2011 sẽ là 7% so với năm 2010 với tổng sản lượng thủy sản phần đầu đạt 5,3 triệu tấn, trong đó nuôi trồng là 3 triệu tấn và kim ngạch xuất khẩu trên 5 tỷ USD. Mục tiêu riêng đặt ra cho cá tra là diện tích nuôi đạt 6.300 ha, sản lượng ước đạt từ 1,2 đến 1,3 triệu tấn, kim ngạch xuất khẩu trong năm 2011 đạt từ 1,45 đến 1,55 tỷ USD. Có thể tóm tắt một số nhân tố tích cực và tiêu cực có ảnh hưởng đến ngành trong năm 2011 như sau:

Nhân tố tích cực

- Nhu cầu tiêu thụ thủy sản tăng: Do kinh tế bắt đầu phục hồi sau khủng hoảng. Đối với mặt hàng cá tra nói riêng, theo VASEP, năm nay nhu cầu tiêu thụ sẽ cao hơn so với sản lượng có thể cung cấp.

- Giá xuất khẩu cá tra cao nhờ:

1. Giá thủy sản trên thế giới vẫn sẽ ở mức cao trong năm 2011. Tại Mỹ, giá thủy sản dự báo sẽ tăng 3.5 - 4.5% so với mức 1.1% năm 2010.

2. Chủ động nâng giá xuất khẩu cá tra thông qua việc thiết lập giá sàn cùng với việc ổn định sản lượng sản xuất.

- Chất lượng cá tra được nâng cao: Nhiều doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đang xây dựng một mô hình sản xuất khép kín từ con giống, thức ăn, nuôi trồng cho đến chế biến và xuất khẩu nhằm mục đích kiểm soát tốt chất lượng, đáp ứng yêu cầu của những thị trường xuất khẩu cao cấp. Năm 2010, nhiều doanh nghiệp cũng đã đạt được chứng chỉ Global Gap cho các vùng nuôi cá tra. Dự kiến 2011, số lượng vùng nuôi đạt tiêu chuẩn quốc tế cũng sẽ tăng lên.

- Tỷ giá tăng: Quyết định của Ngân hàng Nhà nước về việc tăng tỷ giá liên ngân hàng từ ngày 11/02/2011 từ mức 18.932 VND/USD lên mức 20.693 VND/USD nhìn chung sẽ đem lại lợi ích cho các doanh nghiệp xuất khẩu, trong đó có xuất khẩu thủy sản.

Nhân tố tiêu cực

- Tình hình thiếu hụt cá nguyên liệu vẫn trầm trọng: năm nay cả nước sẽ chỉ nuôi trồng được khoảng 800.000 - 1.000.000 tấn cá nguyên liệu, đáp ứng cho việc xuất khẩu 360.000 - 380.000 tấn cá (*nguồn VASEP*), chỉ bằng gần một nửa so với năm 2010. Do vậy, tình hình thiếu cá nguyên liệu cho sản xuất vẫn sẽ trầm trọng trong năm 2011.

- Chi phí đầu vào tăng mạnh: giá điện, giá xăng dự kiến sẽ tăng trong quý 1/2011 cùng với việc lãi suất ngân hàng đang ở mức rất cao. Ngoài ra, chi phí thức ăn, chiếm khoảng 70% giá cá nguyên liệu, khả năng cao sẽ còn tăng tiếp trong năm 2011 do giá lương thực trên thế giới được dự báo tăng mạnh và tỷ giá tăng cũng khiến cho giá nguyên liệu thức ăn nhập khẩu tăng.

- Rủi ro thị trường xuất khẩu:

+ Thị trường Mỹ: Hiện đang có 2 quy định mà nếu được thông qua sẽ khiến thị trường này gần như đóng cửa với sản phẩm cá tra của Việt Nam. Một là, theo đạo luật Farm Bill 2008, quyết định xếp cá tra vào nhóm catfish. Nếu quyết định này được thông qua sẽ khiến cá tra phải đối mặt với những kiểm soát hết sức gắt gao của Bộ Nông nghiệp Mỹ. Hai là, thuế chống bán phá giá (CBPG) lên tới 130% được xem xét sẽ khiến cho cá tra khó có thể cạnh tranh đồng thời việc phải ký quỹ một khoản tiền lớn cũng khiến nhà nhập khẩu e ngại.

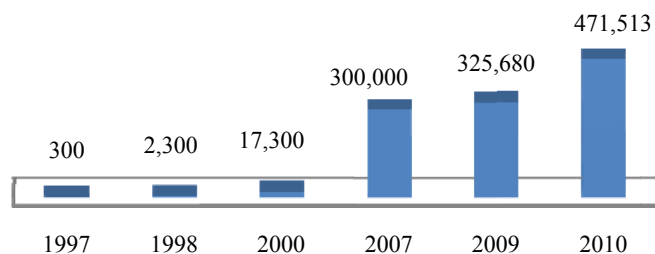
+ Thị trường Brazil: Đang xem xét áp thuế CBPG 35%, đồng thời hạn chế nhập khẩu cá tra của Việt Nam.

- Rủi ro hàng rào kỹ thuật: Xuất khẩu cá tra 2011 có thể sẽ tiếp tục phải đối mặt với các hàng rào kỹ thuật do các nước nhập khẩu dựng lên như thuế CBPG, tiêu chuẩn chất lượng ...

GIỚI THIỆU CÔNG TY CP THỦY SẢN VĨNH HOÀN (VHC)

CTCP Thủy sản Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh thủy sản. Được thành lập năm 1997 từ một công ty nhỏ chuyên về chế biến và xuất khẩu cá tra và basa đông lạnh, với chiến lược phát triển đúng đắn và tập trung nâng cao chất lượng sản phẩm, Công ty đã đạt được những kết quả hết sức ấn tượng và tạo dựng được thương hiệu uy tín. Năm 2010, Vĩnh Hoàn đứng thứ 2 về kim ngạch xuất khẩu thủy sản (sau CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú) và là công ty xuất khẩu cá tra lớn nhất tại Việt Nam. Cổ phiếu của Vĩnh Hoàn hiện đang được niêm yết tại Sở GDCK TP.Hồ Chí Minh (HOSE) với mã niêm yết **VHC** - Quy mô niêm yết 47.151.300 cổ phiếu.

Quá trình tăng VDL qua các năm (Triệu đồng)



Nguồn: Vĩnh Hoàn

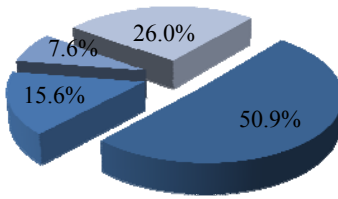
Cơ cấu cổ đông và Ban lãnh đạo.

Ban lãnh đạo Vĩnh Hoàn là những người có trình độ chuyên môn và gắn bó lâu dài với Công ty từ những ngày đầu thành lập. Trừ bà **Trương Thị Lệ Khanh**, các thành viên còn lại trong Ban Giám đốc và Hội đồng quản trị chỉ nắm giữ một tỷ lệ cổ phần rất nhỏ tại Công ty.

Xét về cơ cấu cổ đông, bà Khanh là người sáng lập Vĩnh Hoàn, hiện nắm giữ vị trí Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc, đồng thời cũng là người nắm cổ phần chi phối tại Công ty. Điều này có khả năng dẫn đến rủi ro cổ đông thiểu số ít có quyền tham gia quyết định trong các vấn đề hoạt động của Công ty. Tuy nhiên, so với mặt tích cực của việc thể hiện sự gắn bó lợi ích lâu dài của thành viên sáng lập với Công ty, chúng tôi cho rằng rủi ro này không đáng quan ngại.

Hai cổ đông lớn khác của công ty là Quỹ đầu tư Red River Holding và Quỹ đầu tư Việt Nam, với tỷ lệ sở hữu là 23.2%.

Trong năm 2010, Vĩnh Hoàn đã mua lại 1,2 triệu cổ phiếu quỹ do giá cổ phiếu xuống mức giá hợp lý theo đánh giá của Công ty.

Cơ cấu cổ đông (24/3/2010)


- Trương Thị Lệ Khanh
- Red River Holding
- Quĩ đầu tư VN
- Khác

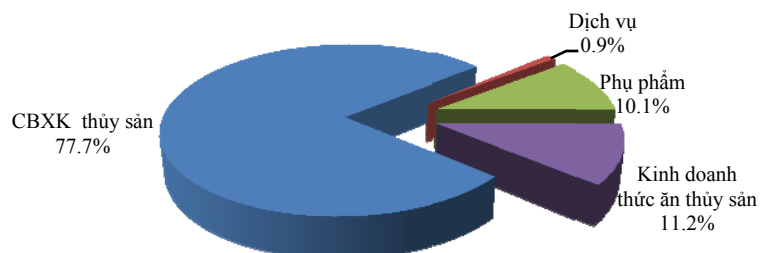
Họ và tên	Chức vụ	Trình độ	Kinh nghiệm
Trương Thị Lệ Khanh	Chủ tịch HĐQT, TGD	Cử nhân kinh tế	Là người sáng lập Cty TNHH Vĩnh Hoàn, nay là CTCP Thủy sản Vĩnh Hoàn. Các vị trí kinh nghiệm: Cán bộ Sở Tài chính tỉnh An Giang, KTT và Phó GD Cty XNK Châu Thành - An Giang, trợ lý TGD FIDECO.
Trương Tuyết Phương	TV HĐQT Phó TGD	Cử nhân kinh tế	Công tác tại VHC từ năm 1998, từng giữ các chức vụ: KTT chi nhánh, Phó GD tài chính tại VHC. Hiện là Phó TGD phụ trách tài chính.
Đặng Văn Viễn	TV HĐQT Phó TGD	Kỹ sư CNTP	Công tác tại VHC từ năm 2002. Hiện là phó TGD phụ trách mảng nuôi trồng.
Huỳnh Đức Trung	TV HĐQT Phó TGD	Kỹ sư CNTP	Công tác tại bộ phận sản xuất của VHC từ năm 2001. Hiện đồng thời là Trưởng ban kiểm soát và Phó TGD phụ trách mảng sản xuất
Nguyễn Ngô Vi Tâm	TV HĐQT Phó TGD	Cử nhân luật	Luật sư văn phòng luật YKVN. Từ năm 2003 công tác tại VHC phòng kinh doanh. Hiện là Phó TGD phụ trách mảng kinh doanh
Nguyễn Thị Kim Đào	TV HĐQT	Cử nhân kinh tế	Công tác tại VHC từ năm 2003. Hiện là kế toán trưởng của Công ty.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG SX-KD

Lĩnh vực hoạt động của công ty bao gồm:

- Chế biến và Xuất khẩu thủy sản
- Nuôi trồng thủy sản nội địa
- Kinh doanh phụ phẩm
- Sản xuất và mua bán thức ăn thủy sản
- Kinh doanh dịch vụ du lịch sinh thái
- Kinh doanh bất động sản
- Xây xát thóc lúa, đánh bóng gạo, mua bán, xuất nhập khẩu gạo
- Nhập khẩu, mua bán phân bón
- Mua bán nông sản nguyên liệu và sơ chế

Hiện nay, Vĩnh Hoàn đang tập trung phát triển bốn mảng chính là chế biến và xuất khẩu cá tra, nuôi trồng thủy sản, kinh doanh phụ phẩm và sản xuất & mua bán thức ăn thủy sản.

Cơ cấu doanh thu 2010 theo lĩnh vực hoạt động


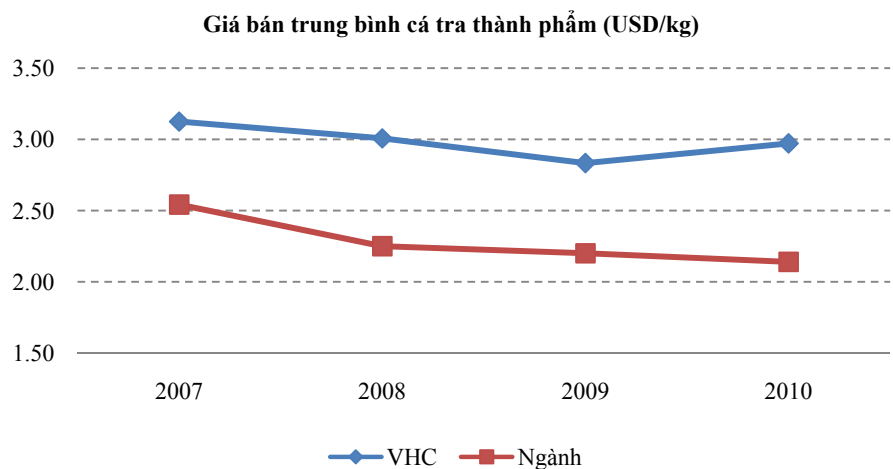
Nguồn: SHS xác định từ BCTC

1. Hoạt động chế biến và xuất khẩu thủy sản

✓ Sản phẩm

Sản phẩm chủ yếu là fillets cá tra, chiếm 95% cơ cấu mặt hàng thủy sản của Vĩnh Hoàn, trong đó chủ yếu là fillet trắng, đây là phân khúc có giá xuất khẩu cao nhất. Thông thường giá xuất khẩu fillet trắng cao hơn khoảng 20-50% so với fillet thịt đỏ và cao hơn nhiều so với cá cắt khoanh. Biên lợi nhuận gộp của fillet cá tra khoảng 18%. Trong thời gian tới, Vĩnh Hoàn có kế hoạch tăng tỷ trọng mặt hàng giá trị gia tăng và mở rộng thêm sản phẩm fillet cá chẻm là những mặt hàng có biên lợi nhuận cao hơn, khoảng 20-25%.

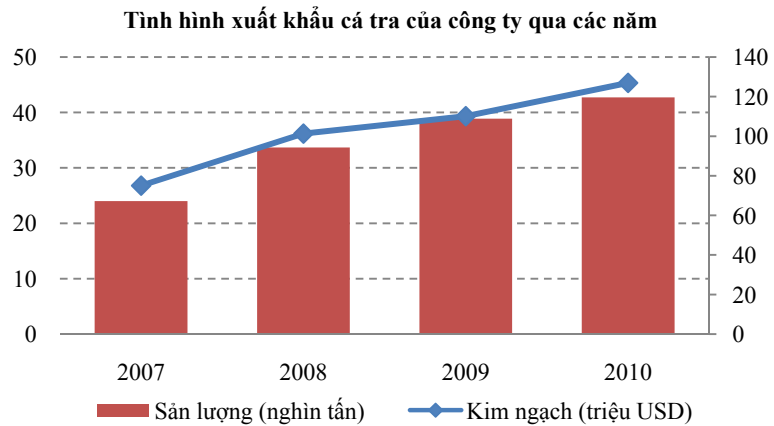
Giá bán cá tra thành phẩm tăng trong năm 2010. Giá bán trung bình trong năm 2010 đạt gần 3 USD/kg, tăng 5% so với năm 2009, trong khi giá bán bình quân toàn ngành lại giảm. Nguyên nhân chủ yếu là do trong năm 2010, Vĩnh Hoàn đã tăng cường xuất khẩu cá tra vào những thị trường có giá thu mua cao và giảm tỷ trọng các thị trường có giá mua thấp hơn. Chất lượng sản phẩm được đánh giá cao cộng với việc đạt được các chứng chỉ chất lượng quốc tế như AquaGap và Global Gap cũng là những nhân tố giúp Vĩnh Hoàn duy trì giá bán. Giá bán thành phẩm của Vĩnh Hoàn dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong 2011. Giá xuất khẩu bình quân tháng 1 năm nay lên tới 3,38 USD/kg.



Nguồn: VASEP, SHS Research

✓ Tiêu thụ

Sản phẩm chủ yếu phục vụ cho xuất khẩu. Gần như toàn bộ sản phẩm cá tra của Công ty được xuất bán sang các thị trường nước ngoài. Năm 2010, kim ngạch xuất khẩu cá tra thành phẩm của Công ty đạt 126 triệu USD, tương đương gần 43 nghìn tấn sản phẩm, tăng 15,3% về giá trị và 9,9% về sản lượng. Đây cũng là năm đầu tiên trong vòng 4 năm trở lại đây tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của Công ty có sự đóng góp của yếu tố tăng giá xuất khẩu.



Nguồn: VASEP

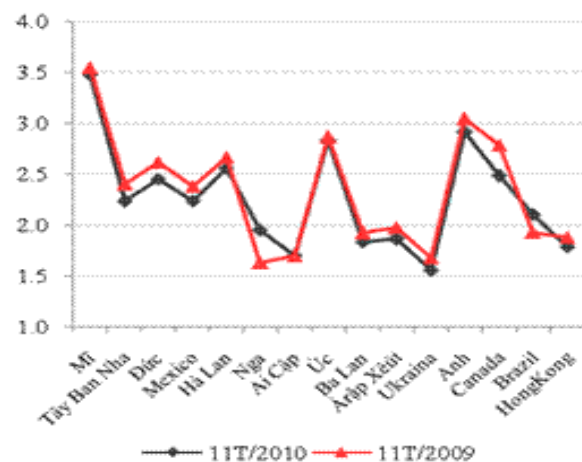
Thị trường tiêu thụ. Mỹ và EU là hai thị trường xuất khẩu chiến lược của Vĩnh Hoàn, chiếm tỷ trọng khoảng 80%. Đây là những thị trường có giá xuất khẩu cao, tuy nhiên lại có yêu cầu cao về chất lượng sản phẩm mà không có nhiều doanh nghiệp Việt Nam có khả năng đáp ứng.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu của Vĩnh Hoàn

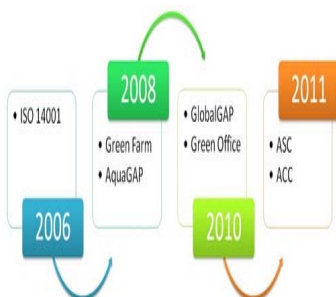
	2007	2008	2009	2010
Châu Âu	30%	30%	39%	32%
Mỹ	49%	46%	36%	45%
Hồng Kong	10%	11%	7%	5%
Úc	9%	11%	6%	6%
Nga	0%	0	5%	1%
TT khác	3%	2%	7%	11%

Nguồn: Vĩnh Hoàn

Đơn giá XK cá tra/basa trung bình toàn ngành đến một số thị trường quan trọng 11/2009 - 11/2010 (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor



Để đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu sang các thị trường này, Vĩnh Hoàn đã định vị hướng đi là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra chất lượng hàng đầu. Để thực hiện mục tiêu này, Công ty đã xây dựng mô hình sản xuất khép kín, đạt tiêu chuẩn quốc tế. Công ty đã đạt chứng chỉ AquaGap cho 4 vùng nuôi, Global Gap cho 5 vùng nuôi. Trong năm 2011, Công ty dự định sẽ đạt chứng chỉ Global Gap cho trại cá giống và nhà máy thức ăn. Các chứng chỉ đã tạo điều kiện cho sản phẩm của Vĩnh Hoàn dễ dàng hơn trong việc thâm nhập thị trường, đồng thời giúp giá xuất khẩu tăng khoảng 10%. Tháng 4/2010, Vĩnh Hoàn được cấp chứng nhận cơ sở chế biến thủy sản theo chương trình kiểm soát của DOC (USDC) và là doanh nghiệp thủy sản đầu tiên của Việt Nam đạt được chứng chỉ này - Chứng chỉ đã tạo thuận lợi cho Vĩnh Hoàn mở rộng xuất khẩu sang thị trường Mỹ.

Rủi ro ở thị trường Mỹ, thị trường xuất khẩu lớn nhất của Vĩnh Hoàn, đã được loại trừ. Trước đó, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra của Việt Nam nói chung và Vĩnh Hoàn nói riêng đều lo ngại về khả năng xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ gặp khó khăn do mức thuế chống bán phá giá (CBPG) sơ bộ cho giai đoạn 1/8/2008 đến 31/7/2009 được kết luận khá cao, với Vĩnh Hoàn là 4,22 USD/kg. Tuy nhiên, theo kết luận cuối cùng của Bộ Thương Mại Mỹ (DOC) mới được công bố thì thuế CBPG đối với cá tra Việt Nam vào thị trường Mỹ áp dụng cho Vĩnh Hoàn giai đoạn 1/8/2008 - 31/7/2009 là 0%. Với mức thuế này, nguy cơ từ thị trường Mỹ đã được loại trừ. Đây là năm thứ 2 liên tiếp Vĩnh Hoàn được hưởng mức thuế suất CBPG = 0%.

Giai đoạn 01/8/2008 - 31/7/2009

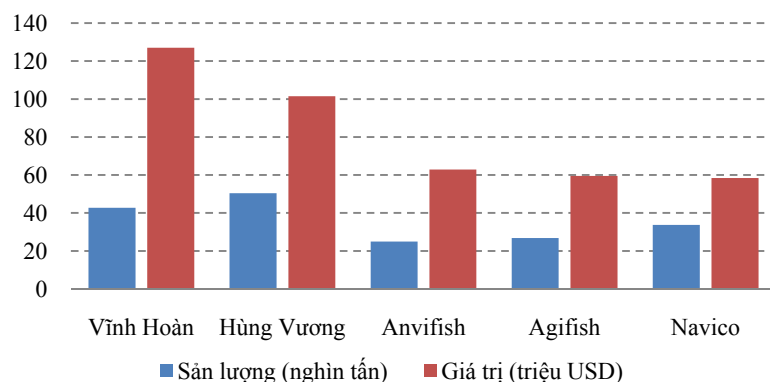
Doanh nghiệp	Thuế sơ bộ	Thuế cuối cùng
	Biên độ phá giá trung bình (USD/kg)	
VHC	4.22	0.00
Vinh Quang	2.44	0.00
AGF	4.22	0.02
ESS LLC	4.22	0.02
South Vina	4.22	0.02
ACL	0.93	0.00
Vietnam-wide	2.11	2.11

Nguồn: VASEP

✓ Cạnh tranh ngành và vị thế

Cạnh tranh gay gắt. Tính đến hết 2010, cả nước có hơn 100 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, trong đó xây dựng chỉ số HHI toàn ngành chỉ khoảng 300, điều đó chứng tỏ sự cạnh tranh gay gắt giữa các công ty chế biến xuất khẩu cá tra trong việc tìm kiếm thị trường và gia tăng thị phần. Xét riêng top 5 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu năm 2010 thì không có nhiều chênh lệch nếu xét về sản lượng xuất khẩu.

Top 5 doanh nghiệp XK cá tra lớn nhất năm 2010



Nguồn: VASEP

Vị thế thăng hạng. Mặc dù phải cạnh tranh mạnh với các doanh nghiệp trong ngành, tuy nhiên với hướng đi riêng hướng đến chất lượng và giá bán, vị thế xuất khẩu cá tra của Vĩnh Hoàn liên tục được cải thiện. Nếu như năm 2008, Vĩnh Hoàn

chỉ đứng thứ 3 trong số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất, với kim ngạch bằng $\frac{1}{2}$ so với doanh nghiệp đứng đầu là Navico, thì tới 2010 Vĩnh Hoàn đã vượt lên trên Hùng Vương, trở thành doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu cá tra lớn nhất trong nước. Thị phần hiện nay của Vĩnh Hoàn chiếm gần 9% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra của cả nước (số liệu thống kê năm 2010).

✓ Năng lực sản xuất

Quy mô sản xuất lớn. Công ty hiện có 3 nhà máy công suất lớn với dây chuyền sản xuất khép kín, công nghệ hiện đại, đạt tiêu chuẩn cao về chất lượng và đã được cấp EU Code với tổng công suất hơn 400 tấn cá nguyên liệu/ca sản xuất, gồm:

- Nhà máy 1: Công suất 100 tấn/ca sản xuất.
- Nhà máy 2: Công suất 80 tấn/ca sản xuất.
- Nhà máy 3: Công suất 250 tấn/ca sản xuất.

Nhà máy 1 được đưa vào sử dụng từ năm 1997 và mới được duy tu bảo dưỡng trong năm 2009 - 2010. Hai nhà máy còn lại được đưa vào sử dụng từ tháng 2/2007 và tháng 8/2008. Chúng tôi đánh giá năng lực sản xuất hiện có của Vĩnh Hoàn hoàn toàn có thể đáp ứng được cho nhu cầu phát triển trong 5 năm tới của Công ty mà không cần triển khai kế hoạch mở rộng.

Nhà máy 2 có kế hoạch dừng hoạt động trong 6 tháng nhằm mục đích nâng cấp và chuyển đổi sang sản xuất các mặt hàng xuất khẩu có giá trị gia tăng. Dự kiến nhà máy này sẽ hoạt động trở lại vào tháng 8/2011. Điều này phù hợp với kế hoạch trước đó của Công ty là nâng cao tỷ lệ các mặt hàng có giá trị gia tăng cao hiện đang có tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu của Công ty. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận của Công ty sẽ chưa được cải thiện trong 2011 do hoạt động nâng cấp nhà máy mất khoảng 6 tháng.

Tuy nhiên, ảnh hưởng của việc ngừng hoạt động nhà máy 2 đến doanh thu xuất khẩu của Công ty là không nhiều, bởi:

- Thứ nhất, đây là nhà máy có công suất thấp nhất và chiếm chưa đến 20% tổng công suất Công ty.
- Thứ hai, công suất thiết kế nói trên là áp dụng cho một ca sản xuất, do vậy Công ty có thể tăng sản lượng bằng cách tăng ca sản xuất của các nhà máy khác để đảm bảo sản lượng.
- Thứ 3, tình hình thiếu hụt nguyên liệu cho sản xuất sẽ vẫn căng thẳng ít nhất trong nửa đầu năm 2010, trong khi sản lượng nuôi trồng của Công ty không gia tăng mạnh. Do vậy, chúng tôi cho rằng các nhà máy của Công ty sẽ không chạy được tối đa công suất.

2. Hoạt động nuôi trồng thủy sản

Diện tích nuôi trồng. Vĩnh Hoàn hiện có 6 vùng nuôi trồng thủy sản chính là Tân Hòa, Tân Thuận Tây, Tân Thuận Đông, Cồn Tân Thanh, Mỹ Xương, Bình Thạnh

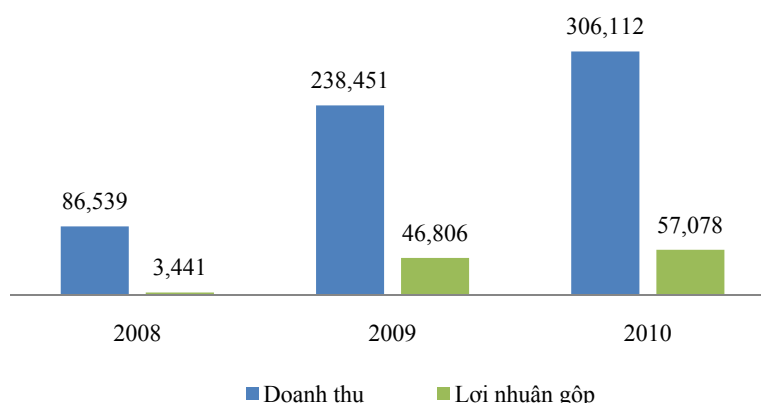
với tổng diện tích là 140 ha. Trong năm 2010, Công ty đã mở rộng thêm 60 ha, nâng tổng diện tích nuôi trồng lên 200 ha. Trong đó, có 4 vùng nuôi đạt chứng chỉ AquaGap và 5 vùng nuôi đạt chứng chỉ Global Gap. Các vùng nuôi của Công ty chủ yếu nhằm cung cấp nguyên liệu cho hoạt động chế biến. Năm 2010, các vùng nuôi của Công ty đã cung cấp khoảng 40.000 tấn cá tra nguyên liệu, đáp ứng 50% nhu cầu sản xuất của Vĩnh Hoàn. Với diện tích tăng thêm, đã được cải tạo để sẵn sàng nuôi thả trong 2011, sản lượng cá tra nguyên liệu tự cung cấp dự kiến sẽ đạt khoảng 70.000 tấn, đáp ứng khoảng 70-80% nhu cầu sản xuất của Công ty.

Thiếu nguyên liệu cho sản xuất. Do tỷ lệ nguyên liệu tự cung của các cơ sở chế biến cá tra xuất khẩu còn thấp nên từ quý 3/2010 trở lại đây, các cơ sở chế biến này, trong đó có Vĩnh Hoàn, đã gặp khó trong việc thu mua cá tra bên ngoài do nhiều diện tích nuôi cá tra bị treo ao vì nông dân thua lỗ kéo dài. Khan hiếm nguyên liệu cho chế biến là nguyên nhân chính khiến sản lượng xuất khẩu cá tra của Vĩnh Hoàn năm 2010 thấp hơn so với 2011. Nếu sản lượng nuôi trồng không đạt như dự báo, cùng với việc không có biến động lớn trên thị trường tiêu thụ, chúng tôi đánh giá Vĩnh Hoàn sẽ tiếp tục phải đối mặt với khó khăn trong việc thu mua đủ nguyên liệu cho sản xuất trong năm nay.

Kỳ vọng lợi nhuận đột biến từ vùng nuôi. Những năm trước, do giá cá Tra nguyên liệu liên tục giảm, nên các vùng nuôi của Vĩnh Hoàn thường không đem lại lợi nhuận. Các vùng nuôi này chủ yếu giúp cho Vĩnh Hoàn chủ động kiểm soát được chất lượng và hoàn thành chuỗi cung ứng khép kín để đạt tiêu chuẩn xuất khẩu sang các thị trường như Mỹ và EU. Tuy nhiên, trước tình trạng khan hiếm nguyên liệu, cùng với nhu cầu tiêu thụ trên thế giới tăng nên đã đẩy giá cá tra liên tục tăng từ quý 3 trở lại đây. Với mức giá bán cá tra nguyên liệu hiện nay khoảng 23.000 - 25.000 đồng/kg, người nuôi cá sẽ có mức lãi khoảng 2.000 - 4.000 đồng/kg. Nếu mức lợi nhuận từ nuôi cá trung bình trong cả năm 2011 khoảng 2.000 đồng/kg, Vĩnh Hoàn có thể sẽ tiết kiệm được chi phí nguyên liệu khoảng 150 tỷ đồng, giúp giảm giá vốn hàng bán và tăng biên lợi nhuận gộp của Công ty.

3. Kinh doanh phụ phẩm

Phụ phẩm cá tra đóng góp nguồn doanh thu đáng kể. Nguồn phụ phẩm từ chế biến cá tra là tương đối cao. Hiện tại mức tỷ lệ cho ra 1kg fillet trong ngành là 2,7kg cá nguyên liệu. Với công suất hoạt động lên tới 400.000 tấn cá tra/ngày, Vĩnh Hoàn có khả năng tạo ra nguồn phụ phẩm khá lớn. Nguồn phụ phẩm này chủ yếu được bán làm nguyên liệu cho các nhà máy chế biến thức ăn thủy sản (trừ thức ăn cá tra), với nhu cầu và giá bán tăng mạnh trong những năm qua. Tại Vĩnh Hoàn, phụ phẩm sẽ được chuyển sang CTCP Thức ăn thủy sản Vĩnh Hoàn 1 (VH1) để gia công trước khi xuất bán ra bên ngoài. Chi phí gia công sẽ do Công ty mẹ thanh toán.

Doanh thu và lợi nhuận gộp từ phụ phẩm


Nguồn: BCTC Vĩnh Hoàn

4. Kinh doanh thức ăn thủy sản

CTCP Thức ăn thủy sản Vĩnh Hoàn 1 (VH1) là Công ty con do Vĩnh Hoàn sở hữu 69,8% cổ phần. VH1 đi vào hoạt động từ tháng 5/2008 với công suất ban đầu là 70.000 tấn/năm. Năm 2009, nhà máy được nâng công suất lên gấp đôi (140.000 tấn/năm). Việc Vĩnh Hoàn đưa nhà máy sản xuất thức ăn vào hoạt động một mặt nhằm gia tăng doanh thu và lợi nhuận, nhưng mặt khác là để kiểm soát được chất lượng thức ăn phục vụ cho vùng nuôi của Công ty, hoàn tất chuỗi sản xuất khép kín từ con giống - thức ăn - nguyên liệu - chế biến. Năm 2010, doanh thu của nhà máy này đạt 1.124 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 55,5 tỷ đồng, trong đó hơn 60% là phục vụ cho vùng nuôi của Công ty. Mức lợi nhuận này thấp hơn nhiều so với kế hoạch 80 tỷ đồng đặt ra từ đầu năm, nguyên nhân là do Công ty không tăng được giá bán tương ứng với chi phí đầu vào tăng lên, đồng thời nhu cầu tiêu thụ giảm mạnh trong Quý 1/2010 nên bắt đầu từ Quý 2/2010 nhà máy thức ăn mới có lãi trở lại. Chi phí đầu vào của nhà máy thức ăn tiếp tục tăng trong năm 2011 do giá nông sản thế giới tăng, đồng thời với 30-40% nguyên liệu đầu vào phụ thuộc vào nhập khẩu, việc VND bị mất giá khoảng 7% vào đầu năm nay cũng đã khiến cho chi phí nguyên liệu tăng lên. Tuy nhiên, giá thức ăn thủy sản đã được điều chỉnh trong các tháng đầu năm và dự kiến có thể sẽ tiếp tục tăng, do vậy theo đánh giá của chúng tôi thì mảng thức ăn thủy sản sẽ có tăng trưởng tốt hơn trong năm 2011.

Tình hình hoạt động VH1

	2008	2009	2010
DTT (triệu đồng)	419.900	726.347	1.124.000
LNST (triệu đồng)	9.798	56.392	55.500

Nguồn: Vĩnh Hoàn

Hai dự án có khả năng tạo ra tăng trưởng tốt cho Vĩnh Hoàn trong tương lai:

- Dự án sản xuất collagen.** Vĩnh Hoàn đã nghiên cứu thí nghiệm thành công việc chiết xuất collagen từ phụ phẩm da cá trong quá trình sản xuất cá tra và basa. Công ty sẽ đầu tư 12 triệu USD để tiến hành xây dựng nhà máy sản xuất collagen với công suất 1.000 tấn/năm - Dự kiến nhà máy sẽ đi vào hoạt động trong quý 1/2012. Với công suất 430 tấn nguyên liệu/ngày như hiện nay thì Vĩnh Hoàn có khả năng cung cấp lượng da cá rất lớn cho nhà máy; đồng thời giá bán da cá hiện rất thấp, khoảng 0,5 USD/kg, trong khi giá bán collagen trên thế giới hiện là 25-30 USD/kg, và tỷ suất lợi nhuận theo ước tính của Công ty có thể đạt tới 40%. Do vậy, đây là dự án có thể đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận cao cho Vĩnh Hoàn trong trung hạn. Tuy nhiên, cần phải đợi khi nhà máy chính thức đi vào hoạt động để có thể đánh giá phân tích cụ thể hơn.
- Dự án nuôi cá chẽm.** Cá chẽm là sản phẩm mới của Vĩnh Hoàn, chủ yếu xuất khẩu sang các thị trường như Mỹ, EU và Úc với giá bán khoảng 8 USD/kg fillet và biên lợi nhuận khoảng 20-25%, cao hơn nhiều so với xuất khẩu cá tra. Tháng 9/2010, Vĩnh Hoàn đã tiến hành nuôi thử nghiệm cá chẽm tại Bến Tre trên diện tích 170 ha và dự kiến diện tích nuôi sẽ tăng lên 300 ha vào 2012.

Dự kiến hiệu quả của dự án nuôi và xuất khẩu cá chẽm

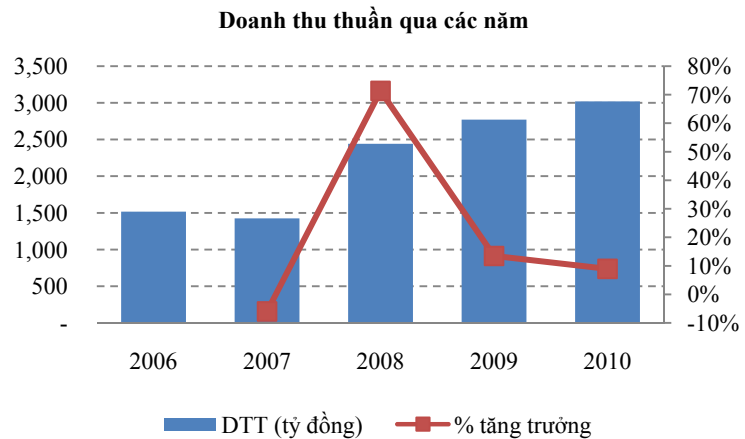
Dự án cá chẽm	Đơn vị	2011	2012	2013
Sản lượng	Tấn	700	4.100	6.100
Doanh thu	Triệu đồng	44.000	245.000	359.000
LNTT	Triệu đồng	5.500	30.000	43.000

Nguồn: Vĩnh Hoàn

ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH CỦA VĨNH HOÀN

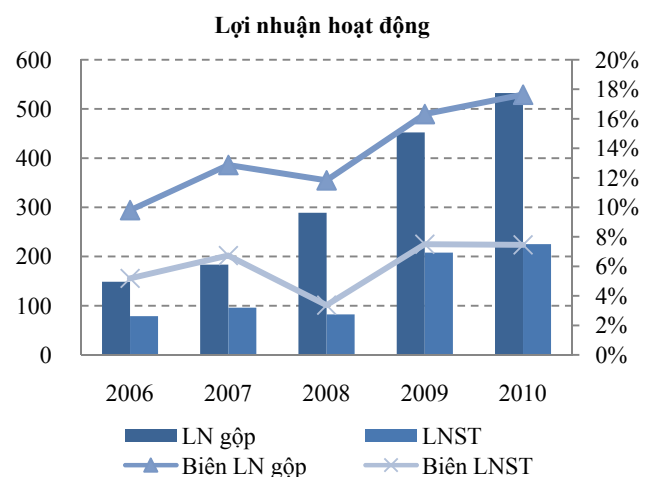
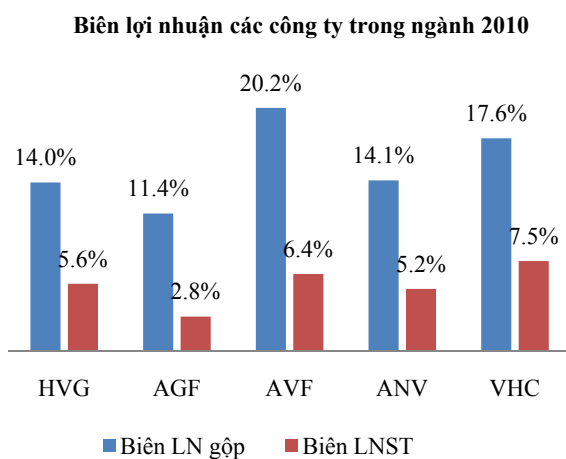
Doanh thu - Lợi nhuận

Doanh thu tăng trưởng tốt nhưng tốc độ tăng trưởng giảm dần. Doanh thu thuần hợp nhất năm 2010 của Công ty đạt 3.000 tỷ đồng, tăng 9% so với năm 2009. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng này thấp hơn so với mức 13,5% của 2009 và thấp hơn nhiều so với mức 71,3% trong năm 2008. Nguyên nhân chủ yếu là do doanh thu xuất khẩu cá tra, chiếm 80% trong cơ cấu doanh thu, đã tăng trưởng chậm lại. Khó có thể kỳ vọng mảng doanh thu này có thể tăng trưởng mạnh thời gian tới do hiện tại nguồn cung nguyên liệu cho sản xuất được dự báo thiếu hụt, trong khi khả năng tự cung cấp của Công ty mới ở mức 70%-80%. Nếu loại trừ 2 dự án collagen và dự án cá chẽm thì tăng trưởng của Vĩnh Hoàn trong thời gian tới có thể chỉ đạt khoảng 8%-10%/năm.



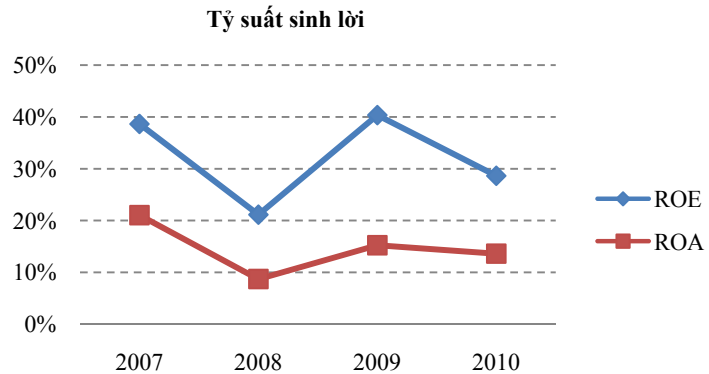
Nguồn: BCTC Vĩnh Hoàn

Lợi nhuận cao với biên lợi nhuận cao hơn so với bình quân ngành. Khủng hoảng thiếu nguyên liệu cho sản xuất năm 2010 khiến nhiều doanh nghiệp chỉ hoạt động được 50% công suất, tuy nhiên, Vĩnh Hoàn vẫn duy trì được tăng trưởng lợi nhuận song song với tăng trưởng doanh thu, mặc dù tốc độ tăng trưởng đã chậm lại đáng kể. Năm 2010, lợi nhuận gộp đạt 532 tỷ đồng, lợi nhuận ròng đạt 225 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng lần lượt là 18% và 8% so với năm 2009. Biên lợi nhuận của Công ty nhìn chung tốt hơn năm 2009 và cao hơn khi so sánh với 4 doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra hàng đầu trong ngành.



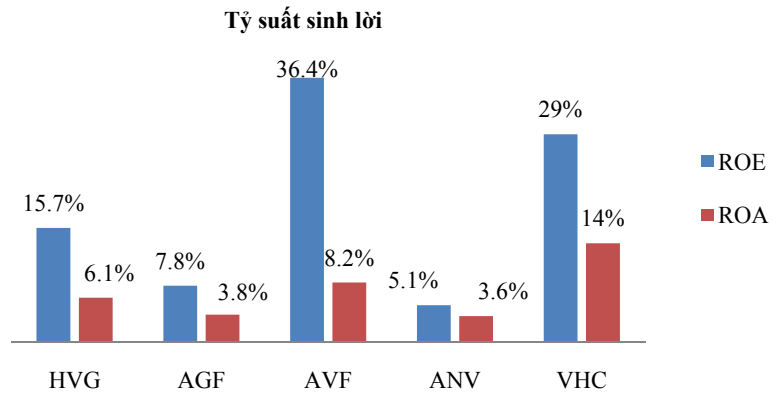
Nguồn: Vĩnh Hoàn, SHS Research

Tỷ suất sinh lời cao. Vào thời điểm cuối năm 2009 đầu năm 2010, Vĩnh Hoàn đã phát hành thành công qua chào bán riêng lẻ hơn 5 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược với giá không thấp hơn 45.000 đồng/cổ phần, do vậy Vốn chủ sở hữu và Tổng tài sản của Công ty đã tăng mạnh. Điều này đã làm cho các chỉ tiêu ROE và ROA của Vĩnh Hoàn sụt giảm so với năm 2009 (ROE và ROA năm 2010 lần lượt là 29% và 14%). Tuy nhiên, tỷ suất sinh lời này vẫn được đánh giá là khá cao so với các doanh nghiệp trong cùng ngành.



Nguồn: SHS tính toán từ BCTC

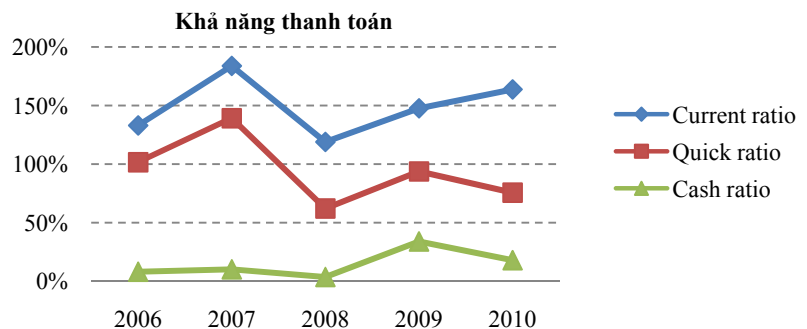
So sánh với các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra, có thể thấy tỷ suất sinh lời của VHC nằm ở mức tốt nhất trong ngành.



Nguồn: SHS tính toán từ BCTC

Tài sản - Nợ

Khả năng thanh toán. Nhìn chung Vĩnh Hoàn không có nhiều rủi ro về khả năng thanh toán do chỉ số thanh toán hiện thời qua các năm đều lớn hơn 1 và tăng mạnh kể từ năm 2008 trở lại đây. Lượng tiền mặt của Công ty cũng đã cải thiện nhiều so với giai đoạn trước, tuy vẫn ở mức thấp do đặc thù chung của ngành cần nhiều vốn lưu động với nguồn tiền liên tục biến đổi. Chỉ số thanh toán nhanh có giảm so với năm 2009 do hàng tồn kho tăng đột biến. Trong tình hình căng thẳng nguyên liệu cá tra như hiện nay, với lượng hàng tồn kho tăng gấp đôi so với cuối năm ngoái, dự đoán kết quả kinh doanh của Công ty trong Quý 1/2011 sẽ vẫn tốt.



Nguồn: SHS tính toán từ BCTC

Cơ cấu vốn. Cơ cấu vốn của Vĩnh Hoàn đang được cải thiện đáng kể trong những năm qua, tỷ lệ nợ/tài sản có xu hướng giảm dần. Năm 2010, tỷ lệ nợ phải trả chỉ khoảng 40% trên tổng tài sản, trong đó nợ vay chỉ khoảng 20%, thấp hơn nhiều so với mức bình quân của một số doanh nghiệp trong ngành như Hùng Vương (58% và 41%), AVF (73% và 59%)... Có được cơ cấu này nhờ khoản phát hành riêng lẻ thành công vào cuối 2009 đã giúp Vĩnh Hoàn giảm tỷ lệ nợ vay và bổ sung vốn lưu động cho sản xuất - Đây là lợi thế lớn của Vĩnh Hoàn trong năm 2011 khi mà Chính phủ đang áp dụng các biện pháp thắt chặt tiền tệ và lãi suất vẫn ở mức cao.

	2006	2007	2008	2009	2010
Nợ phải trả Tổng tài sản	54.4%	39.5%	65.8%	54.8%	44.4%
Nợ vay/ Tổng tài sản	31.4%	23.4%	55.8%	40.2%	24.3%
Vay nợ dài hạn/ Tổng tài sản	6.1%	8.9%	17.5%	13.8%	4.9%

Nguồn: SHS tính toán từ BCTC

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2011

Sản lượng xuất khẩu cá tra ổn định. Thiếu hụt nguyên liệu sẽ ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất của Công ty, tuy nhiên Vĩnh Hoàn sẽ vẫn đạt được sản lượng xuất khẩu tương đương năm 2010 do Công ty có lượng hàng tồn kho khá lớn vào cuối 2010, thời điểm thu hoạch cá tra từ các vùng nuôi của Công ty dự kiến tập trung vào quý 2, bởi vậy 2 quý đầu năm sẽ không bị tác động nhiều. Bước sang 2 quý cuối năm, chúng tôi đánh giá sản lượng thu hoạch cá tra trong toàn ngành sẽ cao hơn do mức lợi nhuận cao đối với hoạt động nuôi trồng như hiện nay, cùng với thông tin tích cực cho cá tra Việt Nam sẽ khuyến khích nông dân khôi phục lại việc nuôi trồng.

Giá xuất khẩu cá tra tăng. Giá sàn cho xuất khẩu cá tra được VASEP ấn định bước đầu thu được kết quả khả quan. Giá xuất khẩu cá tra tháng 1 trung bình tăng 15% so với cùng kỳ. Riêng Vĩnh Hoàn, giá xuất khẩu tăng 10%. Chúng tôi cho rằng giá xuất khẩu cá tra trung bình năm 2011 của Vĩnh Hoàn có thể sẽ tiếp tục giữ ở mức cao như thời điểm hiện tại.

Thuế CBPG vào Mỹ giữ nguyên mức 0%. Theo phán quyết mới nhất của DOC thì mức thuế CBPG của Vĩnh Hoàn vào Mỹ cho giai đoạn 6 từ 1/8/2008 - 31/7/2009 vẫn giữ nguyên ở mức 0%, thấp hơn nhiều so với mức thuế sơ bộ 130% được công bố trước đây. Do vậy, rủi ro thị trường lớn nhất của Vĩnh Hoàn bị đóng cửa là không xảy ra. Chúng tôi cho rằng thị trường xuất khẩu của Vĩnh Hoàn sẽ không có nhiều biến động trong năm 2011.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng 2 nhóm phương pháp để định giá cổ phiếu VHC, bao gồm: **Market based valuation** và **Free cash flow valuation**.

Market based valuation:

Hai phương pháp được sử dụng ở đây là P/E và P/B trên cơ sở so sánh với các công ty hoạt động trong cùng lĩnh vực chế biến và xuất khẩu cá tra.

	P/E	P/B	P/E tỷ trọng	P/B tỷ trọng	Weight	Marketcap (Tỷ đồng)
AGD	5.1	1.3	0.3	0.1	5%	216
ANV	10.0	0.5	1.8	0.1	18%	748
ICF	5.2	0.6	0.1	0.0	3%	108
AGF	5.5	0.4	0.4	0.0	7%	268
HVG	5.3	0.7	1.7	0.2	32%	1.308
TS4	5.4	0.8	0.3	0.0	5%	196
ACL	4.6	1.2	0.3	0.1	7%	273
ATA	4.7	1.4	0.2	0.1	5%	214
ABT	5.5	1.2	0.7	0.1	13%	514
AAM	4.5	0.7	0.2	0.0	5%	203
			6.1	0.8	1.0	

P/E và P/B được tính theo giá đóng cửa phiên giao dịch ngày 16/3/2011

Nguồn: SHS tính toán từ BCTC

- **P/E:** Với mức P/E bình quân ngành là 6.1 và EPS 2010 của VHC = 4.608 đồng, mức giá mục tiêu của VHC là **28.003** đồng/cp
- **P/B:** Với mức P/B bình quân ngành là 0.8 và P/B 2010 của VHC = 20.248 đồng, mức giá mục tiêu của VHC là **16.315** đồng/cp

Free cash flow valuation:

Các giả định:

- Hoạt động sản xuất kinh doanh diễn ra khá ổn định, không có nhiều biến động về thị trường tiêu thụ và sản phẩm đạt chất lượng cao. Vĩnh Hoàn luôn giữ vững vị thế doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam.
- Kế hoạch triển khai dự án collagen và nuôi cá chêm đang diễn ra theo đúng kế hoạch, tuy nhiên SHS chưa tính đến yếu tố đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của 2 dự án này trong mô hình định giá, do chưa đánh giá được hiệu quả kinh tế của các dự án này.
- Thuế CBPG giả định = 0, tuy nhiên rủi ro thuế CBPG sẽ được đo lường trong phương pháp company specific premium.
- Tỷ lệ tăng trưởng bền vững $g = 5\%$
- Các giả định về chi tiêu chiết khấu:

	2011	2012	2013	2014	Từ 2015
Risk free rate	14,00%	12,00%	10,00%	8,00%	8,00%
Market return	23,00%	21,00%	19,00%	17,00%	17,00%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Company specific premium	3%	3%	3%	3%	3%

Cost of equity	22,60%	20,60%	18,60%	16,60%	16,60%
Weight of equity	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Cost of debt	17,40%	16,00%	14,00%	12,00%	12,00%
Tax rate (effective)	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%
After-tax cost of debt	14,62%	13,44%	11,76%	10,08%	10,08%
Weight of debt	50%	50%	50%	50%	50%
WACC	18,61%	17,02%	15,18%	13,34%	13,34%

Kết quả định giá:

- FCFE: Giá mục tiêu = **51.811 đồng/cp**
- FCFF: Giá mục tiêu = **64.540 đồng/cp**

Tổng hợp các phương pháp định giá

Mô hình định giá	Giá	Trọng số	Bình quân gia quyền
P/E	28.003	20%	5.601
P/B	16.315	20%	3.263
FCFE	51.811	30%	15.543
FCFF	64.540	30%	19.362
Giá mục tiêu			43.769

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính

Tòa nhà Đào Duy Anh, số 9 - Đào
Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: (84-4) 3537 8010
Fax: (84-4) 3537 8005

Chi nhánh Hồ Chí Minh

141 – 143 Hàm Nghi, Quận I,
TP. Hồ Chí Minh
Tel: (84-8) 3915 1368
Fax: (84-8) 3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

97 - Lê Lợi, Hải Châu, Đà
Nẵng
Tel: (84-511) 3525 777
Fax: (84-511) 3525 779

Chi nhánh Nghệ An

9A - Hồ Tùng Mậu, Hưng
Bình, TP. Vinh
Tel: (84-38) 8602 767
Fax: (84-38) 8602 757

Website: www.shs.com.vn

Người thực hiện:

Phùng Thị Hương Giang
giang.pth@shs.com.vn

Kiểm duyệt:

Nguyễn Hải Dương
duong.nh@shs.com.vn

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được tiến hành thu thập và xem xét cẩn trọng; tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo khi nghiên cứu đầu tư.

SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo nghiên cứu này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.