


hungvuongpanga.com

Công ty Cổ phần Hùng Vương (HVG)

Lô 44 khu Công nghiệp Mỹ
Tho, tỉnh Tiền Giang,
Việt Nam

Mã chứng khoán: **HVG**

Sàn giao dịch: **HoSE**

Ngành: Sản xuất chế biến thực phẩm

Lĩnh vực: Chế biến xuất nhập khẩu
các sản phẩm từ cá Tra

Khuyến nghị: **NĂM GIỮ**

Giá mục tiêu: 21,705 VND

Giá hiện tại (15/11/2010): 20,900 VND

Vn Index (12/11/2010): 433.54



BÁN

MUA

EPS_2010(F): 4,670 VND P/E : 4,711

BVPS (30/9/2010): 28,530 VND P/B : 0.77

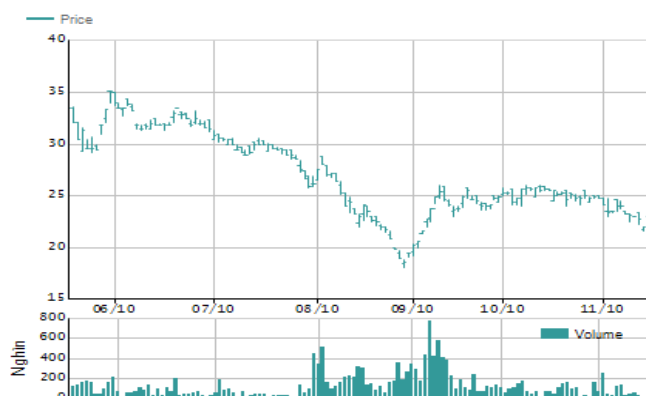
THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh chính

- ◆ Nuôi trồng thủy sản xuất khẩu;
- ◆ Chế biến hải sản xuất khẩu;
- ◆ Chế biến thức ăn thủy sản, gia súc, gia cầm, kinh doanh kho lạnh và địa ốc.

Những điểm nổi bật

- ◆ Doanh thu và lợi nhuận của HVG chịu nhiều ảnh hưởng từ sự biến động của hai cặp tỷ giá USD/VND và EUR/USD. Với mức giá bán đơn vị lớn hơn 1.8 USD doanh nghiệp sẽ thu được lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá hối đoái.
- ◆ Với mục đích bảo hộ hoạt động sản xuất nội địa. Rào cản kỹ thuật tại các thị trường mới của HVG có xu hướng gia tăng. Điều này sẽ tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- ◆ Hoạt động kinh doanh chính của công ty mẹ không hiệu quả trong 3 quý 2010. Riêng quý 2 công ty mẹ lỗ 3.96 tỷ đồng.
- ◆ Màng kinh doanh kho lạnh, dự báo không có nhiều khởi sắc, doanh nghiệp tiếp tục thua lỗ trong những tháng cuối năm 2010.
- ◆ Lợi nhuận hợp nhất chủ yếu đến từ các công ty thành viên. Theo dự báo của chúng tôi, việc hợp nhất KQKD của Agifish sẽ giúp doanh thu của HVG tăng 38% nhưng LNST lại giảm 5% so với năm 2009.
- ◆ Doanh thu và LNST dự phóng của doanh nghiệp lần lượt đạt 4,281 tỷ đồng và 339.732 tỷ đồng hoàn thành 71% và 84.75% kế hoạch năm 2010.



Số lượng cổ phiếu lưu hành	65,998,073
Số lượng cổ phiếu niêm yết hiện tại	65,998,073
Khối lượng giao dịch bình quân tháng	102,523
Giá cao nhất trong 52 tuần	52,500 VND
Giá thấp nhất trong 52 tuần	19,600 VND
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	1702.75
Sở hữu nước ngoài hiện tại	11.69%
Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại	

Khoản mục	Đơn vị	2008	2009	9T/2010
Tổng tài sản	Tỷ đồng	2,715	3,790	5,021
Vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	1,503	1,712	1,883
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	2,984	3,087	3,061
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	720.24	519.41	446.07
LN từ hoạt động SXKD	Tỷ đồng	153.49	304.46	245.11
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	171.35	294.90	205.48
Biên lợi nhuận gộp	%	24.13	16.96	14.6
Biên lợi nhuận sau thuế	%	3.79	9.36	7.47
ROA	%	13.18	17	1.03
ROE	%	6.31	7.65	10.9
EPS	VND	2,778	4,849	3,113

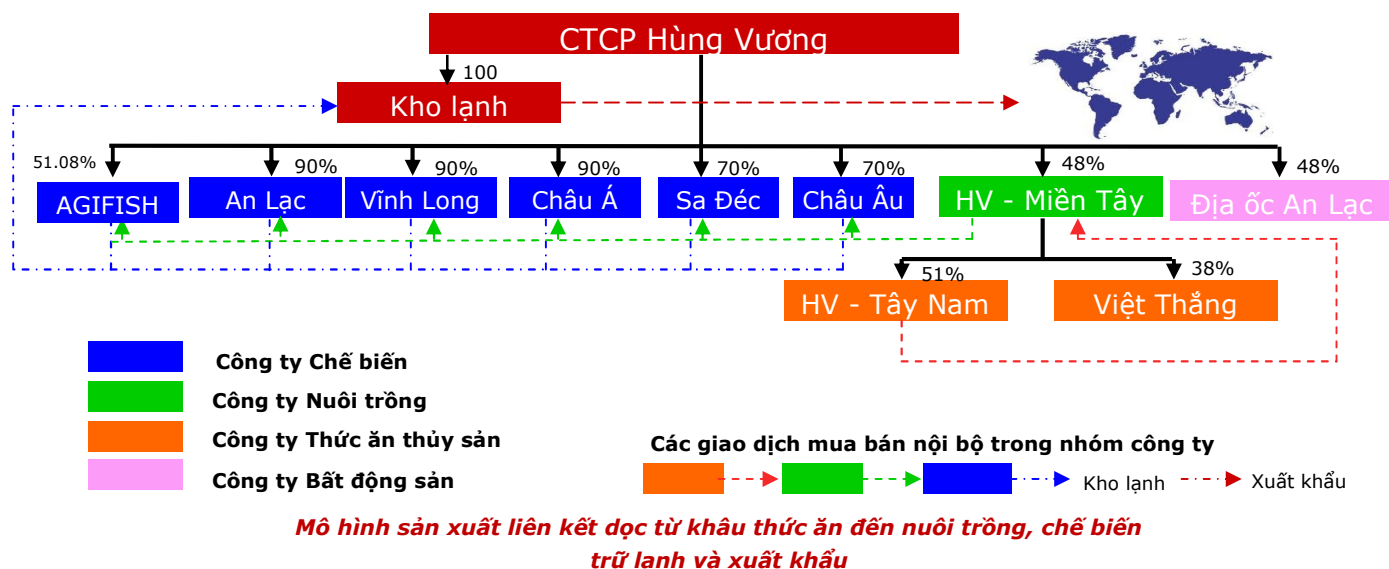
Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Biến động doanh thu và chi phí qua các năm

Công ty Cổ phần Hùng Vương (HVG) tiền thân là Công ty TNHH Hùng Vương được thành lập và đi vào hoạt động sản xuất tại KCN Mỹ Tho, tỉnh Tiền Giang năm 2003 với ngành nghề chính là chế biến cá Tra Fillet đông lạnh xuất khẩu. Từ một nhà máy chế biến có công suất 30 tấn/ngày, đến nay HVG đã sở hữu 12 nhà máy với trang thiết bị hiện đại tập trung tại bốn tỉnh Tiền Giang, Vĩnh Long, Đồng Tháp và An Giang với công suất lên đến 1,200 tấn/ngày.

Định hướng hoạt động theo mô hình tập đoàn, trong thời gian qua HVG đã nâng dần tỷ lệ chi phối tại các công ty con. Gần đây nhất là hoạt động chào mua thành công 3 triệu cổ phiếu AGIFISH thông qua Sở GDCK Tp HCM (HVG chiếm 51,08 %). Mỗi liên hệ giữa các công ty thành viên hoạt động trong lĩnh vực phụ trợ cho công ty mẹ đã tạo nên mô hình sản xuất khép kín từ khâu thức ăn đến nuôi trồng, chế biến, trữ lạnh và xuất khẩu.



Sản phẩm chế biến xuất khẩu của HVG không nhiều, doanh thu tập trung chủ yếu vào hai nhóm sản phẩm Phi lê cá Tra định hình và không định hình. Theo số liệu thống kê doanh nghiệp năm 2008, hai nhóm sản phẩm trên lần lượt chiếm 40%, 58% cơ cấu doanh thu.

Thị trường xuất khẩu của HVG khá đa dạng, tập trung ở khu vực EU và một số thị trường mới như Đông Âu bao gồm Nga và Ukraina chiếm 82% kim ngạch xuất khẩu trong năm 2009. Chiến lược thâm nhập AGIFISH trong năm 2010 sẽ giúp cho doanh nghiệp rút ngắn khoảng cách cũng như chi phí cho việc xâm nhập vào thị trường Mỹ.

Trong giai đoạn 2007-2009, HVG có tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân đạt 34% cao hơn hẳn so với trung bình ngành. Việc xâm nhập thành công và mở rộng thị trường xuất khẩu sang khu vực Đông Âu (đặc biệt là Ukraina) với tỷ trọng trung bình 31.5% kim ngạch xuất khẩu của HVG trong năm 2008 – 2009 là điểm nhấn quan trọng trong giai đoạn phát triển này. Tuy nhiên thị trường đã cho thấy những sự bất ổn định trong năm 2009, 2010. Đầu tiên, việc Nga ngưng nhập khẩu thủy sản Việt Nam trong 4 tháng đầu năm 2009 đã khiến cho doanh thu cả năm từ cá Fillet đông lạnh giảm 10% so với năm 2008. Sang năm 2010, Ukraina tăng thuế nhập khẩu thủy sản Việt Nam từ tháng 6/2010 đã khiến cho thị trường này gần như đóng cửa từ tháng 6 đến nay.

Doanh thu năm 2009 tăng 3.4% được hỗ trợ từ hoạt động kinh doanh kho lạnh với tỷ suất lợi nhuận gộp biên lên đến 60%. Mảng hoạt động này chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong cơ cấu doanh thu (1.7%) tuy nhiên doanh nghiệp đánh giá đây là nguồn thu ổn định và có nhiều tiềm năng. HVG đang thực hiện kế hoạch mở rộng và thành lập pháp nhân riêng cho mảng kinh doanh kho lạnh trong năm 2010.

Khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư chứng khoán gần 253 tỷ đồng đã giúp cho LNST công ty năm 2009 tăng 78% so với năm 2008. Trên thực tế lợi nhuận gộp năm 2009 của doanh nghiệp đã giảm 200 tỷ so với cùng kỳ năm ngoái.

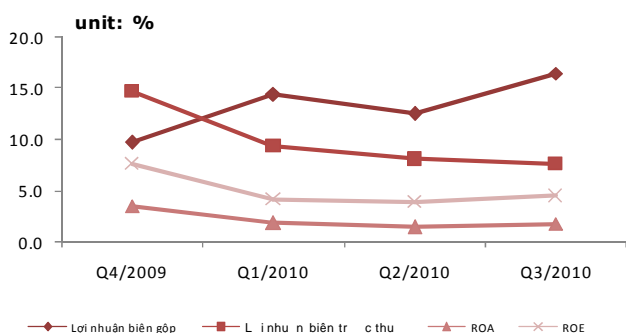
Hợp nhất kết quả kinh doanh với AGF trong quý 2/2010 đã giúp tốc độ tăng trưởng bình quân doanh thu thuần 9 tháng năm 2010 của HVG tăng 38% tuy nhiên tốc độ tăng trưởng bình quân LNST của doanh nghiệp lại giảm 15%.

Chi phí bán hàng có xu hướng tăng mạnh từ năm 2008 đến nay. Theo đánh giá của chúng tôi việc tăng này do những nguyên nhân khách quan. Việc gián đoạn xuất khẩu sang thị trường Nga 4 tháng đầu năm 2009 và việc sụt giảm xuất khẩu sang Ukraina trong năm 2010 đã khiến cho HVG phải gia tăng các chi phí bán hàng nhằm mục đích đảm bảo kim ngạch xuất khẩu đồng thời giảm bớt lượng hàng tồn kho trong doanh nghiệp.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

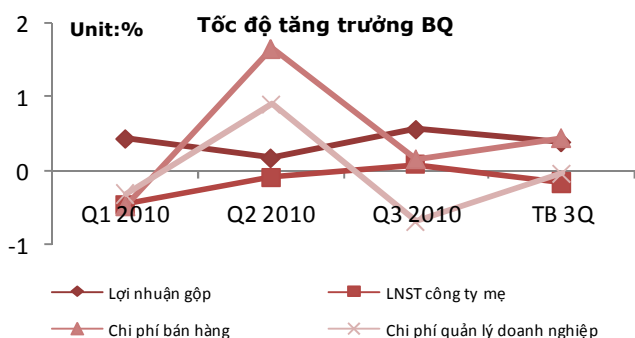
Dự báo kết quả kinh doanh và lợi nhuận

Ngành chế biến xuất khẩu cá tra, basa là ngành phụ thuộc nhiều vào chu kỳ phát triển của nền kinh tế và mức thu nhập bình quân đầu người tại các thị trường xuất khẩu. Hiện tại khối EU là thị trường nhập khẩu lớn nhất của HVG chiếm đến 44% kim ngạch xuất khẩu của công ty với 4 quốc gia dẫn đầu là Tây Ba Nha, Đức, Hà Lan, Balan. Mặc dù đã thành công trong chiến lược mở rộng và xâm nhập sang một số thị trường khác tại khu vực Đông Âu, Mỹ và Braxin nhưng kim ngạch nhập khẩu vào các thị trường này của HVG chưa thực sự ổn định và đã có những bất ổn trong năm 2010 khi rào cản thương mại đã hình thành nhằm bảo hộ cho ngành công nghiệp chế biến thủy sản nội địa.



Doanh thu và LNST của HVG trong 9 tháng đầu năm lần lượt đạt 3,095 tỷ và 205.84 tỷ đồng doanh nghiệp hoàn thành 51.46% kế hoạch LNST năm 2010.

Doanh thu từ hoạt động xuất khẩu của công ty mẹ gặp nhiều khó khăn. Khối lượng xuất khẩu trung bình qua các tháng dao động xoay quanh ngưỡng 4000 tấn. Tính đến hết tháng 8 năm 2010, kim ngạch xuất khẩu của HVG mới đạt 31,033 tấn chỉ gần bằng 50% so với kim ngạch của cả năm 2009.



Hoạt động kinh doanh kho lạnh của doanh nghiệp lỗ quý thứ 2 liên tiếp: Theo báo cáo lũy kế 9 tháng đầu năm 2010, hoạt động kinh doanh kho lạnh của doanh nghiệp chỉ đạt gần 8 tỷ đồng trong khi giá vốn hàng bán là hơn 17 tỷ đồng. HVG lỗ hơn 50% từ mảng hoạt động này. Theo đánh giá chủ quan chúng tôi cho rằng mảng hoạt động này tiếp tục không khả quan trong những tháng cuối năm 2010.

Ngoài ra hoạt động kinh doanh cá nội địa cũng đem lại một kết quả đáng buồn không kém so với hoạt động kinh doanh kho

Nguồn: TVSI tổng hợp

lạnh. Theo báo cáo tài chính lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu từ mảng hoạt động này hơn 148 tỷ đồng trong khi giá vốn hàng bán là hơn 403 tỷ đồng. HVG đã thua lỗ gần 250 tỷ đồng.

Bất ổn kinh tế tại thị trường EU trong năm 2010 cùng với sự gia tăng rào cản kỹ thuật tại thị trường mới cũng đã gây nhiều khó khăn cho hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp. Muốn đạt kim ngạch xuất khẩu theo kế hoạch, HVG phải nới lỏng các khoản tín dụng và giảm giá hàng bán. Điều này đã khiến cho nhiều khoản chi phí của doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm 2010 gia tăng nhanh chóng. Đặc biệt chi phí bán hàng có tốc độ tăng trưởng nhanh và mạnh, trung bình 3 quý 2010 là 44% trong đó quý 2 đã tăng gần 150% so quý 1. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp có xu hướng giảm qua các quý và chỉ chiếm 0.44% doanh thu thuần.

Chúng tôi thực hiện việc dự phóng hoạt động kinh doanh của HVG trong năm 2010 dựa trên sự phân tích thận trọng về những yếu tố có tác động mạnh tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm 2010.

- ◆ Không có nhiều thay đổi trong hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp trong quý 4/2010. Mảng hoạt động kinh doanh nội địa và kho lạnh chưa thể cải thiện và HVG tiếp tục chịu thua lỗ.
- ◆ Việc hợp nhất kết quả kinh doanh của Agifish sẽ giúp doanh thu của HVG trong năm 2010 tiếp tục tăng song những bất ổn trong các thị trường xuất khẩu đã khiến cho nhiều khoản chi phí tăng mạnh, đặc biệt là chi phí bán hàng. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của HVG lần lượt là 4,281 tỷ đồng và 339 tỷ đồng. Doanh thu tăng 38% trong khi LNST giảm 5% so với năm 2009.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Phân tích độ nhạy các yếu tố ảnh hưởng tới lợi nhuận



Với việc nắm quyền chi phối HĐQT của hầu hết công ty thành viên cho nên kết quả kinh doanh của HVG cũng phụ thuộc nhiều vào kết quả hoạt động thực tế tại các công ty con. Dựa trên sự quan sát về các mối quan hệ của các công ty thành viên và số liệu thống kê trong thời gian qua, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận của doanh nghiệp chịu nhiều ảnh hưởng từ sự biến động của hai cặp tỷ giá USD/VND và EUR/USD.

- ♦ Sự thay đổi trong tỷ giá USD/VND có tác động trái chiều đến lợi nhuận của HVG trong kỳ. Mặt lợi, là doanh nghiệp xuất khẩu HVG sẽ thu được khoản chênh lệch tỷ giá ngoại tệ qua những lần phá giá VND của chính phủ. Mặt hại, nguyên liệu chính chiếm tỷ trọng từ 50-60% trong chế biến thức ăn dành cho cá tra được các công ty thành viên nhập khẩu trực tiếp từ Chile, Peru, Ấn độ với phương tiện thanh toán là USD. Cho nên biến động tỷ giá sẽ gián tiếp làm gia tăng giá thành cá tra nguyên liệu đối với các nhà máy chế biến của HVG.
- ♦ Thông qua đồng USD làm phương tiện thanh toán tại thị trường Châu Âu, giá bán của HVG nói riêng và các doanh nghiệp Việt Nam nói chung đã và đang phải chịu tác động lớn từ sự biến đổi tỷ giá giữa cặp tiền tệ EUR/USD. Thời gian vừa qua, khủng hoảng nợ công bắt nguồn từ Hy Lạp đã khiến cho đồng EUR rớt giá khá nhanh và mạnh so với đồng USD đã gián tiếp tạo sức ép giảm giá thành sản phẩm.

Nhằm mục đích định lượng những tác động của hai cặp tỷ giá tới lợi nhuận của HVG, chúng tôi tiến hành phương pháp phân tích độ nhạy hai chiều theo hai biến: sự thay đổi của tỷ giá USD/VND và sự thay đổi giá bán bình quân tính theo USD của doanh nghiệp tại thị trường xuất khẩu:

		Thay đổi trong Tỷ giá USD/VND						
		4824.238	17941	18540	18932	19450	200845	20687
Giá bán tính theo USD/kg	1.7	-1648.32	-1054.59	-666.042	-103.08	476.7712	1074.017	
	1.8	145.7792	799.408	1227.158	1846.916	2485.267	3142.768	
	1.99	3554.569	4322.008	4824.238	5551.909	6301.409	7073.395	
	2	3733.979	4507.408	5013.558	5746.908	6502.259	7280.27	
	2.1	5528.079	6361.408	6906.758	7696.904	8510.755	9349.021	
	2.2	7322.179	8215.408	8799.958	9646.9	10519.25	11417.77	

Theo đánh giá chủ quan của chúng tôi thông qua bảng phân tích độ nhạy, HVG sẽ chỉ thu được lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá hối đoái chỉ khi mức giá bán đơn vị lớn hơn 1.8 USD.

Với mức giá bán trung bình HVG 8 tháng đầu năm 1.99 USD/kg và tỷ giá USD/VND là 18932 thì mức lợi nhuận đơn vị thu được từ chênh lệch tỷ giá hối đoái tính trên 1 kg là 4824.238 VND.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY**Áp lực từ nguồn cung nguyên liệu**

Với vị trí thuận lợi, Đồng Bằng Sông Cửu Long là nơi cung cấp gần như 100% nguyên liệu cá tra cho Việt Nam. Trữ lượng nuôi cá tra tập trung vào cuối nguồn Sông Tiền và Sông Hậu tại 3 tỉnh An Giang, Đồng Tháp và Cần Thơ. Tuy nhiên, diện tích nuôi trồng cá tra đã giảm mạnh khoảng 37.5% từ 6000 ha nuôi trồng trong năm 2008 nay chỉ còn 3750 ha nuôi trồng. Sự sụt giảm này bắt nguồn từ sự phát triển ồ ạt thiết quy hoạch của người nuôi cá. Theo số liệu thống kê thì giá thành nuôi cá nguyên liệu chỉ từ 15,500—16,000 VNĐ trong khi giá bán ở mức tương đương, người nuôi lãi thấp hoặc không có lãi. Đây là nguyên nhân chính dẫn đến sự bấp bênh trong kim ngạch xuất khẩu do tình trạng mất cân đối cung-cầu.

Đối với HVG, áp lực từ nguồn cung nguyên liệu này chỉ ở mức trung bình. Hiện nay, ngoài diện tích nuôi trồng đã được nâng từ 150 ha lên 250 ha trong năm 2010 có thể đáp ứng được từ 70-80% nhu cầu chế biến từ các nhà máy; đồng thời doanh nghiệp đã liên kết và hỗ trợ các hộ nuôi trồng từ con giống đến khâu tiêu thụ nhằm đảm bảo chất lượng vệ sinh an toàn thực phẩm của nguồn nguyên liệu cá Tra. Theo đánh giá của chúng tôi đây là bước chuyển biến khá tích cực trong **chiến lược phát triển bền vững** của doanh nghiệp.

Áp lực cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu gia tăng

Nhằm hạn chế rủi ro kinh doanh từ những rào cản thương mại, các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản bắt buộc phải mở rộng và xâm nhập sang những thị trường tiềm năng khác. "Bán phá giá" tại các thị trường xuất khẩu là một hệ quả tất yếu.

Mới đây, kết quả sơ bộ đợt xem xét hành chính lần thứ 6 (cho giai đoạn 1/8/2008 đến 31/7/2009) về mức thuế chống bán phá giá (CBPG) cá Tra do bộ Thương mại Hoa kỳ (DOC) công bố ngày 15/9/2010 khiến các doanh nghiệp Việt Nam bang hoàng khi có đến 4 doanh nghiệp có mức thuế suất 0 - 0.52% bị tăng lên tới mức thuế 130%. Cho dù kết quả cuối cùng sẽ được DOC công bố vào 3/2011, tuy nhiên nó đã gây ra những áp lực nhất định đối với người xuất khẩu và nhà nhập khẩu. Dưới góc nhìn chủ quan, chúng tôi cho rằng **áp lực cạnh tranh tại các thị trường xuất khẩu chính của HVG những tháng cuối năm và đầu năm 2011 là khá lớn do việc chuyển hướng thị trường từ những doanh nghiệp đang xuất khẩu vào Mỹ**. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sự cạnh tranh trên những thị trường tiêu thụ này không phải là trở ngại lớn đối HVG khi doanh nghiệp gia tăng, ổn định được nguồn cung nguyên liệu đạt tiêu chuẩn Global GAP cùng với việc doanh nghiệp luôn duy trì được vị thế dẫn đầu trong top 10 doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu cá Tra lớn nhất tại Việt Nam.

Áp lực từ sản phẩm thay thế ở mức trung bình

Suy thoái kinh tế giai đoạn 2007-2009 cùng với sự cổ tràn đầu ở Mexico thời gian gần đây đã tác động mạnh đến sản lượng nuôi trồng, khai thác cá biển trên thế giới. Chính vì thế, các sản phẩm thủy sản nước ngọt như cá Tra, cá rô phi, cá ngừ... sẽ tiếp tục là lựa chọn thay thế hàng đầu của người tiêu dùng cho cá thịt trắng từ biển. Dưới góc độ so sánh các sản phẩm thay thế ngang hàng như cá Tra chúng tôi đánh giá cá rô phi đến từ các nhà sản xuất Trung Quốc là một trong những sản phẩm thay thế đáng phải quan tâm chủ yếu do chi phí giá thành rẻ và nhiều phương pháp nuôi trồng đa dạng và khả năng xâm nhập vào các thị trường tương đối tốt.

Hiện tại, cầu tiêu dùng thủy sản ở tại các nước xuất khẩu tiếp tục tăng cao trong khi nguồn cung thủy sản nước ngọt đảm bảo các tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm chưa thực sự dồi dào. Cho nên áp lực từ các dòng sản phẩm thay thế ngang hàng đối với cá Tra của HVG nói riêng và cá Tra của Việt Nam nhìn chung không cao. Tuy nhiên, khi nguồn cung cá từ biển của nước xuất khẩu khác trên thế giới trở lại ổn định thì cá rô phi từ các nhà sản xuất Trung Quốc sẽ là đối thủ cạnh tranh chính trên thị trường sản phẩm thay thế ngành hàng với cá Tra.

Rào cản gia nhập thị trường rất cao

Do đặc thù của ngành chế biến thủy sản Việt Nam chủ yếu là hoạt động gia công hàng đông lạnh chế biến cho nên công nghệ và cơ sở vật chất không phải là rào cản lớn đối với những doanh nghiệp mới muốn gia nhập thị trường.

Vấn đề quan trọng đồng thời là rào cản lớn đối với doanh nghiệp gia nhập đó chính là nguồn cá Tra nguyên liệu đáp ứng được các tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm tại các nước nhập khẩu. Tính đến hết tháng 6 năm 2010 mới chỉ có sáu doanh nghiệp nuôi cá tra đạt tiêu chuẩn Global GAP là: Công ty cổ phần thủy sản Hùng Vương, Vĩnh Hoàn, Bến Tre, Hiệp Thanh, Việt An và Tuấn Anh. Hiện tại, doanh nghiệp muốn gia nhập phải chủ động được nguyên liệu đảm bảo các tiêu chuẩn an toàn thực phẩm, tuy nhiên điều này thực sự là khó khăn khi mà nguồn cung nguyên liệu ngày càng co hẹp.

PHÂN TÍCH RỦI RO**Rủi ro gắn liền hoạt động sản xuất kinh doanh**

Rào cản kỹ thuật từ các thị trường xuất khẩu nhằm mục đích bảo hộ cho hàng hóa nội địa và hạn chế hàng nhập khẩu từ các nước phát triển như Việt Nam là những rủi ro thường gặp đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra như HVG.

EU là khu vực áp dụng các rào cản kỹ thuật nhiều nhất so với các nước khác trên thế giới từ sau cuộc khủng hoảng, suy thoái kinh tế từ cuối năm 2007. Các rào cản kỹ thuật này đã và đang có xu hướng gia tăng nhằm bảo hộ thị trường và sản xuất nội địa dưới nhiều hình thức khác nhau. Với sự phụ thuộc nhiều vào thủy sản nhập khẩu để đáp ứng sự nhu cầu nội địa cho nên thuế suất vào EU tương đối thấp và có xu hướng giảm tuy nhiên các rào cản phi thuế quan lại rất nghiêm ngặt. Để tránh rủi ro bị từ chối khi xuất khẩu vào EU, các sản phẩm chế biến từ cá Tra của doanh nghiệp phải có giấy chứng nhận đáp ứng tiêu chuẩn của EU do cơ quan chức năng của nước xuất khẩu cấp. Cùng với các quy định khắt khe về chất lượng an toàn thực phẩm được nêu rõ trong hai quy chế 91/492/EEC và 91/493/EEC, ngoài ra EU còn yêu cầu các nhà xuất khẩu phải tổ chức giám sát hoạt động sản xuất và chế biến phù hợp với tiêu chuẩn HACCP hoặc GLOBAL GAP.

Không riêng EU, rào cản thương mại đối với cá Tra của HVG tại các thị trường mới nổi khác có xu hướng gia tăng. Đầu tiên việc Nga áp hạn ngạch xuất khẩu đối với cá tra Việt Nam và dừng nhập khẩu cá Tra trong 4 tháng đầu năm 2009, tiếp đó là việc Ukraina tăng thuế nhập khẩu từ tháng 6 năm 2010 đã khiến cho thị trường này đóng cửa với cá Tra Việt Nam. Mới đây nhất là việc DOC công bố kết quả sơ bộ đợt xem xét thuế chống bán phá giá cá Tra lần thứ 6 (POR6) vừa qua, áp dụng cho giai đoạn 01/8/2008 đến 31/7/2009. Các mức thuế dự kiến áp đặt cho doanh nghiệp Việt Nam tương đối cao từ 2.11 đến 4.22 USD/ Kg. Điều này sẽ gây nhiều khó khăn cho hoạt động xuất khẩu của các công ty thành viên của HVG xuất khẩu sang thị trường này.

Một rủi ro mà theo đánh giá của chúng tôi là khá quan trọng đó chính là rủi ro thông tin bất cân xứng về cá Tra của Việt Nam với người tiêu dùng tại các nước nhập khẩu. Chính vì rủi ro này, hình ảnh cá Tra đã từng bị "bôi xấu" tại Pháp, Bỉ, Ai cập, Nauy,... mới đây nhất là hành động "bôi xấu" của CFA(Hiệp hội chủ trại cá neho của Mỹ) bằng một đoạn video được phát trên <http://www.safecatfish.com/>. Hành động này nhằm mục đích tác động đến tâm lý người tiêu dùng và từ đó làm giảm lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp.

Như vậy, theo đánh giá của chúng tôi đối với HVG đây là một trong những rủi ro khó có thể đa dạng hóa được. Điều này sẽ tạo ra những khó khăn nhất định cho doanh nghiệp trong thời gian tới.

Rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu**Rủi ro giảm giá trong ngắn hạn**

Thị trường Chứng khoán trong thời gian tới, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi tiếp tục là kênh đầu tư kém hiệu quả dựa trên những yếu tố:

- ♦ Áp lực từ chính sách tiền tệ và yếu tố vĩ mô: Thông tư 13 có hiệu lực từ ngày 1/10/2010 tạo sức ép lên hệ thống tài chính khi có đến hơn 20 ngân hàng buộc phải tăng vốn. Trong khi đó lãi suất không có dấu hiệu giảm và tiếp tục duy trì ở mức cao, cùng với xu hướng gia tăng của chỉ số lạm phát (trung bình 10 tháng năm 2010 CPI đã tăng 8.75%). Điều này đẩy lên tâm lý lo ngại khiến cho dòng tiền đầu tư ngắn hạn tiếp tục đứng ngoài thị trường.
- ♦ Áp lực từ lượng cung "Hàng" trên thị trường chứng khoán: Sự tăng vốn mạnh mẽ từ các doanh nghiệp niêm thông qua phương thức phát hành cổ phiếu và trái phiếu cùng với sự gia tăng về số lượng doanh nghiệp niêm yết đã khiến cho Thị trường chứng khoán Việt Nam mất cân bằng về cung cầu trong ngắn hạn. Sự suy yếu của dòng tiền đầu tư trong khi lượng cung hàng tiếp tục gia tăng đã được phản ánh qua diễn biến của thị trường chứng khoán trong thời gian qua.

Khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2010 ở mức thấp.

Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không thực sự hiệu quả trong 9 tháng đầu năm 2010. Theo BCTC hợp nhất thì doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 3,065 tỷ và 205.85 tỷ đồng. Chỉ hoàn thành 51.08% và 45.6% kế hoạch năm. Nguyên nhân chính là một phần do hoạt động sản xuất kinh doanh trong quý 2 không thực sự tốt, các khoản chi phí gia tăng, công ty mẹ lỗ 3,96 tỷ đồng và sự bất ổn tại thị trường Trung Đông đặc biệt là Ukraina. Thị trường này gần như đóng cửa với các giao dịch thủy sản của Việt Nam.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp không thực sự tốt trong năm 2010, 8 tháng đầu năm 2010 kim ngạch xuất khẩu của HVG chỉ đạt 31.033 tấn (khoảng 50% so với 11 tháng 2009). Trong khi đó, các mảng kinh doanh khác của doanh nghiệp tiếp tục chịu sự thua lỗ đặc biệt là mảng kinh doanh kho lạnh. Theo như dự báo KQKD của chúng tôi, với việc hợp nhất Agifish từ quý 2, kết thúc năm 2010 doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HVG lần lượt đạt 4,281 tỷ đồng và 339 tỷ đồng. Tương đương với 71% doanh thu và 84.75% kế hoạch năm 2010.

Giả định dự phóng Báo cáo tài chính

Chúng tôi thực hiện việc dự phóng hoạt động kinh doanh của HVG trong giai đoạn 2010-2014 dựa trên sự phân tích thận trọng về những yếu tố có tác động mạnh tới hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp. Cụ thể:

- ♦ **Tốc độ tăng trưởng doanh thu hoạt động kinh doanh chính:** Theo số liệu thống kê mà chúng tôi thu thập thì tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2007-2009 của HVG vào khoảng 34% cao hơn hẳn tốc độ tăng trưởng trung bình của ngành giai đoạn này là 10%. **Với phân tích thận trọng chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình dự kiến trong giai đoạn 2010 -2014 vào khoảng 15%** dựa trên ba yếu tố chính. Thứ nhất, HVG sẽ tiếp tục duy trì mức giá bán trung bình xoay quanh ngưỡng 2 USD/kg (+/- 3%) để tạo lợi thế cạnh tranh tại các thị trường xuất khẩu một phần do đã chủ động được 80% nguồn nguyên liệu khi khu nuôi trồng thủy sản được nâng lên từ 150 ha đến 250 ha, phần nữa do giảm thiểu được các chi phí trung gian trong việc thu mua thủy sản từ các hộ nuôi trồng cá thể. Thứ hai, sự bất ổn trong thị trường xuất khẩu mà Ukraina là điển hình. Việc tăng thuế nhập khẩu tại nước này đã khiến cho thị trường này dường như đóng cửa với thủy sản Việt Nam từ tháng 6/2010 (trong năm 2009, Ukraina chiếm 29% kim ngạch xuất khẩu của HVG) và khủng hoảng nợ công tại EU bắt nguồn từ Hy Lạp đã gián tiếp ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu dùng của người dân và làm giảm triển vọng xuất khẩu của doanh nghiệp trong năm 2010. Thứ ba, thông qua việc nắm cổ phần chi phối Agifish, HVG dự tính có thể rút ngắn được khoảng cách xâm nhập vào thị trường Mỹ. Tuy nhiên, việc DOC công bố kết quả sơ bộ đợt xem xét thuế chống bán phá giá cá Tra lần thứ 6 (POR6) vừa qua, áp dụng cho giai đoạn 01/8/2008 đến 31/7/2009. Các mức thuế dự kiến áp đặt cho doanh nghiệp Việt Nam tương đối cao từ 2.11 đến 4.22USD/kg. Điều kiện này tương đối khó khăn cho HVG và các công ty thành viên xuất khẩu sang Mỹ khi giá bán thực tế tại thị trường Mỹ thấp hơn giá chịu thuế.
- ♦ **Hoạt động kinh doanh kho lạnh:** **Mảng hoạt động kinh doanh này có tỷ suất sinh lợi cao nhưng rào cản gia nhập thấp.** Hiện tại, ngoài hệ thống kho lạnh với sức chứa 42.000 tấn tại KCN Tân Tạo, vừa phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh (chiếm 30%) vừa tạo ra nguồn thu nhập từ dịch vụ kho lạnh (70%). Công ty dự kiến đưa kho lạnh Cảng Hiệp Phước, Nhà Bè, TP.HCM với tổng vốn đầu tư 469,5 tỷ đồng (lấy từ lợi nhuận năm 2008 và nguồn thu từ kho lạnh 30.000 tấn/năm – khoảng 100 tỷ đồng/năm và vốn vay từ Ngân hàng ANZ hoặc HSBC) với sức chứa 60,000 tấn/năm từ tháng 5/2010 sẽ nâng tổng công suất của toàn hệ thống kho lạnh là 102.000 tấn/năm. HVG dự kiến doanh thu từ hoạt động kinh doanh kho lạnh vào cuối năm 2010 là 180 tỷ đồng với 50% công suất. **Tuy nhiên, theo BCTC hợp nhất 6T/2010 doanh thu từ hoạt động kinh doanh kho lạnh chỉ đạt hơn 6 tỷ đồng trong khi chi phí của giá vốn hàng bán là hơn 12 tỷ đồng.** Chủ yếu do lượng cung kho lạnh tăng mạnh nhưng lượng hàng hóa trữ lạnh sụt giảm là nguyên nhân chính khiến cho hoạt động này thua lỗ. Theo đánh giá của chúng tôi, hoạt động kinh doanh kho lạnh của HVG trong thời gian tới tiếp tục gặp nhiều khó khăn.
- ♦ **Các khoản phải thu và hàng tồn kho** là hai khoản mục luôn duy trì tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu thủy sản. Hiện tại, tính đến thời điểm 30/6/2010 khoản phải thu khách hàng của HVG gần 1,903 tỷ đồng chiếm đến 35.4% tổng tài sản của doanh nghiệp tập trung chủ yếu là khách hàng tại Nga, Ukraina và một số nước thuộc Liên Xô cũ (1,211 tỷ). Hệ quả của nó là việc doanh nghiệp phải liên tục gia tăng các khoản vay ngắn hạn bằng hình thức thế chấp, tín chấp nhằm bù đắp cho nguồn vốn lưu động. Theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, doanh nghiệp sẽ tiếp tục sử dụng các nguồn vay ngắn hạn bù đắp cho vốn lưu động và thắt chặt tín dụng khách hàng để giảm dần số ngày phải thu bình quân cùng với việc gia tăng vốn chủ sở hữu thông qua hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu (tăng trưởng 10%/năm) trong giai đoạn 2010-2014.
- ♦ HVG đang sở hữu 48% cổ phần tại CTCP Địa ốc An lạc. Công ty này đang sở hữu 2 lô đất tại Quận 6, TP. HCM với tổng diện tích 8,700 m2. Theo đánh giá của chúng tôi, khả năng HVG sẽ chuyển nhượng cho đối tác khác, thời điểm hiện tại khả năng tài chính của HVG không thực sự. Nếu việc chuyển nhượng này diễn ra thì doanh nghiệp sẽ có một khoản lợi nhuận bất thường khá lớn.
- ♦ Hùng vương sẽ duy trì mức EPS bình quân trong giai đoạn 2010-2014 vào khoảng 4,532 VNĐ.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**Định giá bằng mô hình FCFF**

Giai đoạn 1: Trong vòng năm năm từ 2011 đến 2015, doanh nghiệp sẽ chi trả cổ tức 30% khi đạt tỷ lệ tăng trưởng doanh nghiệp giai đoạn này duy trì ở mức bình quân 10.65%.

- Chi phí vốn được tính toán dựa trên các tham số: Lãi suất phi rủi ro được lấy là lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm hiện nay đang là 8.25%/năm; lạm phát cho giai đoạn này được khống chế dưới 2 con số và được ước tính trung bình là 8%/năm; phần bù rủi ro cho việc đầu tư cổ phiếu khoảng 8%/năm. Hệ số Beta của cổ phiếu là 1.3.
- Chi phí nợ doanh nghiệp: Chúng tôi dự báo mức chi phí lãi vay trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn 2010 –2015 vào khoảng 6.61%. Hiện tại, mức thuế thu nhập doanh nghiệp trong vòng 7 năm tiếp theo là 15%.

Định giá cổ phiếu HVG	
Chi phí vốn bình quân giai đoạn 2011 –2015	10.49%
Giá trị hiện tại cổ phiếu giai đoạn 2011 –2015	16,731
Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp sau 2015	8%
Giá trị hiện tại của cổ phiếu giai đoạn 2 (VND)	48,361
Giá trị hiện tại tính theo FCFF (VND)	65,093
Giá trị nợ phải trả /Số lượng cp phát hành (VND)	42,637
Giá trị hiện tại của HVG (VND)	22,456

Giai đoạn 2: Tăng trưởng ở mức 7.5%/năm

- Từ năm 2014 trở đi, tốc độ tăng trưởng của HVG chậm lại và đi vào ổn định.
- Với tốc độ tăng trưởng ổn định của GDP Việt Nam được xác định là 5%; lạm phát ở mức 4% - 5% cho giai đoạn này là mức tối thiểu.
- Giá trị hiện tại tính theo phương pháp FCFF sau khi chúng tôi trừ đi giá trị hiện tại của các khoản nợ phải trả của doanh nghiệp là **22,455 VND**.

Định giá bằng P/E và P/B

	MPC	VHC	ABT	AGF	ACL	AAM
Giá ngày 12/11/2010	31	30.8	42.9	24.5	26.2	24.1
Tỷ trọng giá trị vốn hóa	22%	14%	6%	4%	3%	3%
EPS trailing	3.48	4.7	10.61	2.46	8.32	4.73
P/E điều chỉnh (trailing)	8.79	6.08	5.08	11.2	3.72	5.28
Giá trị sổ sách	16.14	18.51	43.91	47.86	21.74	27.44
P/B	1.89	1.54	1.22	0.57	1.425	0.91

Hiện nay có khá nhiều các doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu thủy sản niêm yết trên hai sàn HoSE và HnX. Tuy nhiên chúng tôi tiến hành loại bỏ những doanh nghiệp có quy mô không tương đồng với HVG hoặc kết quả kinh doanh thua lỗ trong bốn quý vừa qua để tiến hành định giá theo phương pháp so sánh. Theo đó P/E trung bình cho nhóm các cổ phiếu trên vào khoảng 3.81x và P/B ở mức 0.8x. Với vị thế là một trong những doanh nghiệp chế biến thủy sản xuất khẩu lớn nhất Việt Nam hiện nay chúng tôi kỳ vọng với mức EPS năm 2010 là 4,670 đ và Bookvalue là 28,530đ. Khi đó, giá của HVG theo phương pháp P/E và P/B lần lượt là 17,834 đ và 24,577 đ.

Nhận định giá cổ phiếu

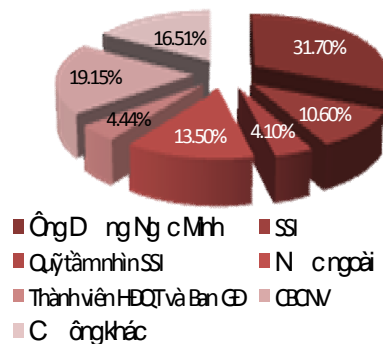
Chúng tôi tiến hành định giá theo hai phương pháp DCF và hệ số so sánh. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF sử dụng các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn. Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy xác suất cho mỗi phương pháp là 40:30:30.

Tổng hợp: Giá trị thực cổ phiếu HVG vào thời điểm hiện tại là khoảng 21,705 VND trong khi thị giá của cổ phiếu ngày 12/11 là 22,000 VND cao hơn 1.35%. Chúng đưa ra khuyến nghị **Nắm giữ đối với cổ phiếu Công ty Cổ phần Hùng Vương.**

PHỤ LỤC

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của HVG



Có lẽ bắt nguồn từ doanh nghiệp TNHH cho nên cơ cấu cổ đông của HVG chiếm đến 56.12% là cổ đông bên trong công ty. Các thành viên trong HĐQT, Ban GD và Ban Kiểm soát (ngoại trừ Ông Lê Ngọc Minh—Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng GD—nắm giữ 31.7%) chỉ nắm giữ một phần nhỏ vào khoảng 6%.

Tuy nhiên, điều làm chúng tôi quan tâm đó chính là 57 cổ đông cá nhân trong doanh nghiệp đã chiếm đến 19.15%, trung bình mỗi cổ đông nắm giữ trên 2 triệu đơn vị cổ phiếu. Đây có thể là một lợi thế thúc đẩy doanh nghiệp phát triển khi gắn bó quyền lợi của cá nhân với lợi ích của công ty. Nhưng ngược lại đây cũng có thể là một bất lợi đối với HVG trước hoạt động M&A nhằm gia tăng lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp cùng ngành.

Hội đồng quản trị

Hội đồng quản trị	Chức vụ	TLSH
Ông Dương Ngọc Minh	Chủ tịch HĐQT	31.70%
Ông Nguyễn Quốc Thái	Thành viên	2.00%
Ông Lê Nam Thành	Thành viên	1.60%
Ông Hà Viết Thắng	Thành viên	0.04%
Ông Lô Bằng Giang	Thành viên	0.30%
Ban Tổng Giám đốc	Chức vụ	
Ông Dương Ngọc Minh	Tổng giám đốc	31.70%
Ông Nguyễn Quốc Thái	Phó Tổng giám đốc	2.00%
Bà Lê Kim Phụng	Phó Tổng giám đốc	0.50%

Đơn vị thành viên

STT	Doanh nghiệp	Địa điểm	Slg nhà máy	Công suất	Hiệu quả hoạt động	% Sở hữu của HVG
Chế biến thức ăn thủy sản						
1	Hùng vương - Tây Nam	Đồng Tháp	1	300	90%	24.50%
2	Việt Thắng	Đồng Tháp	3	1,000	90%	18.20%
Công ty Nuôi trồng thủy sản						
1	Hùng Vương - Miền Tây	BT, TG, VL	150 ha		80,000 tấn cá tra thành phẩm	48%
Công ty Chế Biến Cá tra, basa						
1	Hùng Vương	Tiền Giang	2	60.000/năm	67%	100%
2	Hùng Vương - Vĩnh Long	Vĩnh Long	2	45.000/năm	75%	90%
3	An Lạc	Tiền Giang	1	25.000/năm	80%	90%
4	Hùng Vương - Châu Á	Tiền Giang	1	30.000/năm	67%	90%
5	Hùng Vương - Sa Đéc	Đồng Tháp	1	30.000/năm	63%	70%
6	Hùng Vương - Châu Âu	Tiền Giang	1	120.000/năm	80%	70%
Bất động sản						
1	CTCP Địa ốc An Lạc	Q6, HCM	2 mảnh đất	5,640 và 3000 m ²		48%

Chỉ tiêu tài chính (hiện tại)

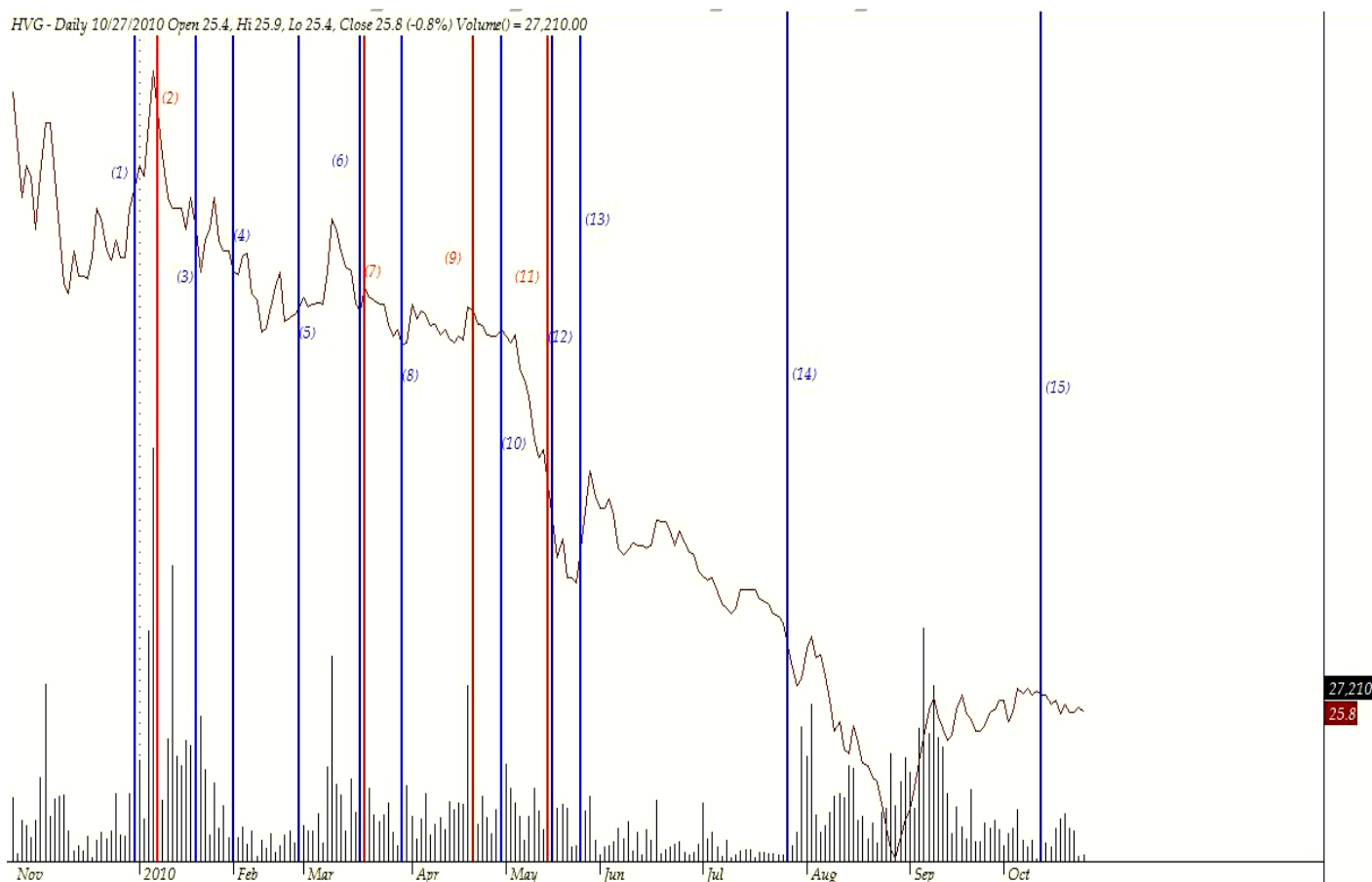
	Đơn vị	2007	2008	2009
1. Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện thời	lần	3.33	1.80	1.57
Khả năng thanh toán nhanh	lần	0.69	0.15	0.10
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	0.69	0.07	0.06
2. Khả năng hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	vòng	2.14	2.75	1.81
Kỳ thu tiền bình quân	ngày	170.18	132.52	202.01
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	5.69	6.96	4.66
Số ngày lưu kho bình quân	ngày	64.12	52.45	78.32
Vòng quay khoản phải trả	vòng	11.71	12.81	9.09
Kỳ trả tiền bình quân	ngày	31.17	28.50	40.14
Vòng quay tổng tài sản	vòng	0.98	1.40	0.95
Vòng quay tài sản cố định	vòng	8.07	7.00	5.24
Vòng quay vốn lưu động	vòng	1.81	3.23	2.85
3. Khả năng cân đối vốn				
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	%	30.32	78.47	112.39
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	%	23.16	43.45	51.96
Nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn	%	0.04	0.73	2.29
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	%	14.78	34.14	40.74
4. Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	%	18.86	24.13	16.96
Biên lợi nhuận trước thuế	%	12.60	5.98	12.10
Biên lợi nhuận sau thuế	%	11.10	3.79	9.36
ROA	%	10.12	6.06	9.41
ROE	%	13.25	10.95	20.36
5. Tỷ số giá trị thị trường				
Book value (đồng)	đồng	32,468	30,446	29,280
EPS (đồng)	đồng	4,301	3,334	5,960
6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản				
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	%	10.36	5.52	11.59
Doanh thu/Tổng tài sản	%	97.71	109.91	81.17
Vòng quay tài sản cố định	vòng	8.07	7.00	5.24
Tài sản cố định/ Tài sản	%	12.11	15.70	15.50
Tổng tài sản/ VCSH	lần	1.31	1.81	2.16

Chỉ tiêu tài chính (dự báo)

	Đơn vị	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
1. Khả năng thanh toán							
Khả năng thanh toán hiện thời	lần	1.282	1.182	1.224	1.261	1.292	1.357
Khả năng thanh toán nhanh	lần	0.821	0.722	0.764	0.800	0.832	0.896
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	0.071	0.082	0.124	0.160	0.192	0.256
2. Khả năng hoạt động							
Vòng quay khoản phải thu	vòng	1.89	1.96	2.13	2.13	2.13	2.13
Kỳ thu tiền bình quân	ngày	190.34	184.07	169.25	169.25	169.25	169.25
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	2.91	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17
Số ngày lưu kho bình quân	ngày	123.85	165.79	165.79	165.79	165.79	165.79
Vòng quay khoản phải trả	vòng	4.63	4.63	4.63	4.63	4.63	4.63
Kỳ trả tiền bình quân	ngày	77.72	77.72	77.72	77.72	77.72	77.72
Vòng quay tổng tài sản	vòng	0.84	0.75	0.77	0.77	0.77	0.76
Vòng quay tài sản cố định	vòng	3.25	3.61	4.01	4.45	4.95	6.33
Vòng quay vốn lưu động	vòng	4.15	6.41	5.21	4.48	4.00	3.28
3. Khả năng cân đối vốn							
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	lần	1.84	1.85	1.81	1.79	1.78	1.74
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	%	59.31	64.27	63.89	63.60	63.39	62.89
Nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn	%	2.05	2.22	2.21	2.20	2.19	2.17
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	%	57.26	62.05	61.68	61.40	61.20	60.72
4. Khả năng sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	%	19.98	19.98	19.98	19.98	19.98	19.98
Biên lợi nhuận trước thuế	%	10.37	10.28	10.20	10.13	10.07	11.36
Biên lợi nhuận sau thuế	%	4.38	4.30	4.23	4.17	4.12	5.22
ROA	%	5.33	5.72	5.64	5.57	5.52	6.25
ROE	%	16.58	16.44	16.02	15.70	15.45	17.26
5. Tỷ số giá trị thị trường							
Book value (đồng)	đồng	30,718	31,762.	33,517	35,252.	36,978.	39,404.
EPS (đồng)	đồng	4,669	4,829	5,000	5,184	5,379	6,588
6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản							
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	%	7.94	7.86	7.79	7.73	7.68	8.77
Doanh thu/Tổng tài sản	%	67.2	72.8	72.4	72.1	71.8	71.3
Vòng quay tài sản cố định	vòng	3.25	3.61	4.01	4.45	4.95	6.33
Tài sản cố định/ Tài sản	%	20.6	20.1	18.0	16.1	14.4	11.2
Tổng tài sản/ VCSH	lần	3.11	2.87	2.84	2.82	2.80	2.76

Diễn biến giá và GD của cổ đông lớn

HVG - Daily 10/27/2010 Open 25.4, Hi 25.9, Lo 25.4, Close 25.8 (-0.8%) Volume() = 27,210.00



Chú thích:

STT	Ngày	Tên	Vị trí	Giao dịch	Số cổ phần
(15)	14/10/2010	Công ty Cổ phần Hùng Vương (cổ phiếu quỹ)		Đăng ký mua	3,000,000
(14)	26/07/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Mua	73,180
	26/07/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Mua	73,180
(13)	26/05/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Đăng ký mua	2,360,430
	26/05/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Đăng ký bán	2,360,430
	26/05/2010	Công ty TNHH Quản lý Quỹ SSI(SSIAM)		Đăng ký mua	650,340
	26/05/2010	Công ty TNHH Quản lý Quỹ SSI(SSIAM)		Đăng ký bán	650,340
(12)	18/05/2010	CTCP Chứng khoán Sài Gòn		Bán	77,930
(11)	17/05/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Mua	13,600
	17/05/2010	Công ty TNHH Quản lý Quỹ SSI(SSIAM)		Bán	139,660
(10)	29/04/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Mua	50,000
(9)	20/04/2010	Công ty TNHH Quản lý Quỹ SSI(SSIAM)		Bán	98,640
(8)	30/03/2010	Ông Dương Ngọc Minh	Chủ tịch HĐQT	Mua	100,000
(7)	18/03/2010	CTCP Chứng khoán Sài Gòn		Đăng ký mua	1,000,000
	18/03/2010	CTCP Chứng khoán Sài Gòn		Đăng ký bán	800,000
	17/03/2010	Công ty TNHH Quản lý Quỹ SSI(SSIAM)		Đăng ký mua	395,000
	17/03/2010	Công ty TNHH Quản lý Quỹ SSI(SSIAM)		Đăng ký bán	395,000
(6)	17/03/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Đăng ký mua	1,112,215
	17/03/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Đăng ký bán	1,112,215
	26/02/2010	Quỹ tầm nhìn SSI (SSIVF)		Mua	790,000
(4)	01/02/2010	Dương Ngọc Minh		Đăng ký mua	100,000
(3)	20/01/2010	CTCP Chứng khoán Sài Gòn		Mua	919,970
(2)	08/01/2010	CTCP Chứng khoán Sài Gòn		Bán	693,000
(1)	31/12/2009	CTCP Chứng khoán Sài Gòn		Mua	709,620

Báo cáo tài chính (quá khứ)

Đơn vị: VND	2007	2008	2009
Tài sản ngắn hạn	1,203,183,081,955	2,085,122,032,889	2,969,742,965,759
Tiền và các khoản tương đương tiền	248,088,673,829	79,989,441,966	106,942,195,440
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn		91,741,360,891	76,207,727,697
Các khoản phải thu ngắn hạn	712,204,855,957	1,455,251,869,322	1,959,365,425,364
Hàng tồn kho	217,717,944,408	433,179,154,465	666,244,142,261
Tài sản ngắn hạn khác	25,171,607,761	24,960,206,245	160,983,474,997
Tài sản dài hạn	360,155,820,307	630,726,593,981	830,778,806,779
Các khoản phải thu dài hạn			
Tài sản cố định	189,282,793,329	426,497,657,340	589,065,813,281
Bất động sản đầu tư			
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	169,223,600,230	199,299,101,773	216,000,000,000
Tài sản dài hạn khác	1,649,426,748	4,929,834,868	25,712,993,498
Lợi thế thương mại			
TỔNG TÀI SẢN	1,563,338,902,262	2,715,848,626,870	3,800,521,772,538
Nợ phải trả	362,106,561,359	1,180,098,259,275	1,974,564,360,572
Nợ ngắn hạn	361,529,132,729	1,160,284,375,792	1,887,640,352,928
Nợ dài hạn	577,428,630	19,813,883,483	86,924,007,644
Nguồn Vốn Chủ Sở Hữu	1,194,253,645,496	1,503,891,618,517	1,756,810,841,064
Vốn chủ sở hữu	1,191,338,931,645	1,498,804,955,601	1,758,134,295,726
Nguồn kinh phí và quỹ khác	2,914,713,851	5,086,662,916	(1,323,454,662)
Lợi ích của cổ đông thiểu số	6,978,695,407	31,858,749,078	69,146,570,902
TỔNG NGUỒN VỐN	1,563,338,902,262	2,715,848,626,870	3,800,521,772,538

	2007	2008	2009
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,531,541,538,429	3,002,257,018,252	3,102,206,305,140
Các khoản giảm trừ doanh thu	3,999,239,214	17,391,407,433	17,341,148,385
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,527,542,299,215	2,984,865,610,819	3,084,865,156,755
Giá vốn hàng bán	1,239,442,742,975	2,264,623,332,603	2,561,719,259,267
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	288,099,556,240	720,242,278,216	523,145,897,488
Doanh thu hoạt động tài chính	6,084,385,779	52,079,655,988	102,964,802,697
Chi phí tài chính	28,826,727,480	321,318,423,289	12,161,422,136
Trong đó: Chi phí lãi vay	21,213,586,109	58,231,324,197	74,139,456,000
Chi phí bán hàng	77,903,979,206	258,835,033,217	202,251,572,711
Chi phí quản lý doanh nghiệp	16,050,264,633	38,676,581,880	35,741,787,789
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	171,402,970,700	153,491,895,818	375,955,917,549
Thu nhập khác	68,070,187,127	11,675,124,752	2,453,068,185
Chi phí khác	45,550,883,681	1,050,482,560	5,294,174,097
Lợi nhuận khác	22,519,303,446	10,624,642,192	-2,841,105,912
Lợi nhuận trước thuế	192,420,506,382	178,547,634,163	373,114,811,637
Chi phí thuế TNDN hiện hành	1,687,533,370	6,373,233,911	10,303,846,772
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	(103,457,547)	822,002,489	
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	190,836,430,559	171,352,397,763	362,810,964,865
Lợi ích của cổ đông thiểu số	32,623,648,679	6,663,104,233	5,194,042,661
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ	158,212,781,880	164,689,293,530	357,616,922,204

Báo cáo tài chính (dự báo)

1Đvt: 1,000,000 VNĐ	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tài sản ngắn hạn	4,674,382	4,958,584	5,904,261	6,992,281	8,243,878	9,951,297
Tiền và các khoản tương đương tiền	179,713	253,724	493,672	770,104	1,088,375	1,722,468
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	78,744	90,555	104,138	119,759	137,723	158,382
Các khoản phải thu ngắn hạn	2,546,592	2,464,571	2,834,257	3,259,395	3,748,304	4,310,550
Hàng tồn kho	1,679,716	1,931,673	2,221,424	2,554,638	2,937,833	3,378,508
Tài sản ngắn hạn khác	189,618	218,061	250,770	288,385	331,643	381,389
Tài sản dài hạn	1,694,480	1,800,307	1,915,437	2,041,023	2,178,388	2,129,833
Các khoản phải thu dài hạn						
Tài sản cố định	1,309,179	1,357,210	1,405,875	1,455,027	1,504,493	1,354,854
Bất động sản đầu tư						
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	351,639	404,385	465,043	534,799	615,019	707,272
Tài sản dài hạn khác	33,662	38,712	44,519	51,196	58,876	67,707
Lợi thế thương mại						
TỔNG TÀI SẢN	6,368,863	6,758,891	7,819,698	9,033,304	10,422,267	12,081,131
Nợ phải trả	3,777,443	4,344,060	4,995,668	5,745,019	6,606,772	7,597,787
Nợ ngắn hạn	3,647,054	4,194,112	4,823,229	5,546,714	6,378,721	7,335,529
Nợ dài hạn	130,389	149,947	172,439	198,305	228,051	262,259
Nguồn Vốn Chủ Sở Hữu	2,049,411	2,353,322	2,753,294	3,206,939	3,721,947	4,375,764
Vốn chủ sở hữu	2,049,411	2,353,322	2,753,294	3,206,939	3,721,947	4,375,764
Nguồn kinh phí và quỹ khác						
Lợi ích của cổ đông thiểu số	542,009	61,509	70,735	81,346	93,548	107,580
TỔNG NGUỒN VỐN	6,368,863	6,758,891	7,819,698	9,033,304	10,422,267	12,081,131

1Đvt: 1,000,000 VNĐ	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	4,281,045	4,923,201	5,661,682	6,510,934	7,487,574	8,610,710
Các khoản giảm trừ doanh thu	19,970	22,965	26,410	30,371	34,927	40,166
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	4,261,075	4,900,236	5,635,272	6,480,563	7,452,647	8,570,544
Giá vốn hàng bán	3,409,590	3,921,029	4,509,183	5,185,560	5,963,394	6,857,903
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	851,485	979,208	1,126,089	1,295,002	1,489,253	1,712,641
Doanh thu hoạt động tài chính	185,304	213,100	245,064	281,824	324,098	324,098
Chi phí tài chính	255,665	294,014	338,116	388,834	447,159	447,159
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>188,977</i>	<i>217,324</i>	<i>249,922</i>	<i>287,411</i>	<i>330,522</i>	<i>380,100</i>
Chi phí bán hàng	319,581	367,518	422,645	486,042	558,949	558,949
Chi phí quản lý doanh nghiệp	49,785	57,253	65,841	75,717	87,074	87,074
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	411,759	473,523	544,551	626,234	720,169	943,557
Lợi nhuận khác	24,687	24,687	24,687	24,687	24,687	24,687
Lợi nhuận bất thường	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471
Lợi nhuận trước thuế	441,916	503,680	574,709	656,391	750,326	973,714
Chi phí thuế TNDN hiện hành	66,287	75,552	86,206	98,459	112,549	146,057
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	375,629	428,128	488,502	557,933	637,777	827,657
Lợi ích của cổ đông thiểu số	35,897	41,281	47,473	54,594	62,784	72,201
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ	339,732	386,847	441,029	503,338	574,994	755,456



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm 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 phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Hoàng Tuấn Anh

Email: anhht@tvs.com.vn

Mobile: +84 979 633 778

Thang đo khuyến nghị (*)

	Dưới -30%	Bán với khối lượng lớn
	-10% đến 30%	Nên bán
	-10% đến 10%	Cầm giữ
	10% đến 30%	Nên mua
	Trên 30%	Mua với khối lượng lớn

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thông kê giao dịch cuối ngày

Thông kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thống kê

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home

I-trade Pro

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội ĐT: (04) 37280921 Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283

Website: www.tvs.com.vn Email: contact@tvs.com.vn