

**AVF: CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT AN**

**Công ty**

Tiền thân là Công ty TNHH An Giang - Basa được thành lập vào tháng 8/2004, cổ phần hóa từ tháng 2/2007, hiện tại vốn điều lệ của AVF là 225 tỷ. Cổ phiếu AVF sẽ được niêm yết trên HOSE vào ngày 23/11/2010.

Là doanh nghiệp có quy mô tổng tài sản đứng thứ 5 trong số các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đang niêm yết, song về kim ngạch xuất khẩu AVF có vị trí thứ 3. Trải qua giai đoạn khủng hoảng của ngành (từ cuối 2008), AVF đã khẳng định được vị thế của mình với mức tăng trưởng ấn tượng, hiệu quả được cải thiện, là nền tảng cho kế hoạch mở rộng kinh doanh thời gian tới.

**Thông tin cổ phiếu**  
(21/11/2010)

Giá niêm yết (VND)	25.000
Số CP đang lưu hành	22.500.000
Vốn hóa (tỷ đ)	562,5
% sở hữu HĐQT, BGD	36,77%
% sở hữu tổ chức	11,33%
% sở hữu nhà ĐTNN	4,54%



**Thông tin doanh nghiệp:**

Địa chỉ: Quốc lộ 91 - Khóm Thạnh An - Phường Mỹ Thới - TP.Long Xuyên - Tỉnh An Giang  
Điện thoại: +84.76 3 932 545  
Fax : +84.76 3 932 554  
[http:// www.anvifish.com](http://www.anvifish.com)

**Chuyên viên phân tích:**

Trần Minh Phương  
[phuong.tranminh@vndirect.com.vn](mailto:phuong.tranminh@vndirect.com.vn)

Năm	2009A	2010KH	2011KH	Năm	2009A	Q3/10
Doanh thu (tỷ đ)	1.221	1.495	1.795	Tổng tài sản (tỷ đ)	1.089	1.277
TSLN HĐKD (%)	9,2%	n/a	n/a	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	178	353
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	75	108	137	Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	823	1.047
EPS (đ)	7.487	4.786	6.102	Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	896	891
Tăng trưởng EPS (%)	909%	-36%	28%	Hệ số nợ vay/TTS	83,6%	72,4%
P/E (lần)	n/a	5,22	4,10	Hệ số thanh toán hiện hành	92%	118%
P/B (lần)	n/a	1,47	n/a	Hệ số thanh toán nhanh	52%	76%
Cổ tức tiền/giá (%)	n/a	(*) 0%	(**)16%	Số ngày tồn kho	125	166
ROA (%)	6,9%	8,4%	n/a	Số ngày phải thu	117	123
ROE (%)	42,0%	28,0%	n/a	Số ngày phải trả	58	70

(\*) Năm 2010 AVF đã trả 50% cổ tức bằng cổ phiếu

(\*\*) Năm 2011 AVF cam kết sẽ trả cổ tức tỉ lệ 40% bằng tiền mặt

**Hoạt động kinh doanh chính:** Chế biến và xuất khẩu cá tra fillet, cá tra cắt khúc, cá tra nguyên con cấp đông các loại đem lại ~95% doanh thu hàng năm. Sản xuất phụ phẩm (bột cá làm thức ăn chăn nuôi) chiếm tỉ trọng không đáng kể. Với 2 nhà máy chế biến cá tra tổng công suất 250 tấn cá nguyên liệu/ngày (công suất thực tế hơn 80%), kim ngạch xuất khẩu năm 2009 của AVF đạt ~ 60 triệu USD, tăng trưởng bình quân hàng năm ~35% trong giai đoạn 2007-2009 (so với mức tăng trưởng bình quân của ngành giai đoạn này là ~ 17%). Mỹ (44%), EU (39%) và Nga (9%) là 3 thị trường lớn nhất của AVF, trong đó thị trường Mỹ đã tăng trưởng rất mạnh trong giai đoạn 2008 - 2009 (749%) & tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2010. Với định hướng xây dựng quy trình sản xuất khép kín, AVF đã phát triển 1 vùng nuôi riêng và 5 vùng nuôi liên kết, tổng diện tích 223 ha (trong đó có 2 vùng tổng diện tích 37 ha đạt tiêu chuẩn Global Gap), tự chủ được hơn 40% nhu cầu nguyên liệu cho chế biến. Trong tháng 11/2010, công ty cổ phần Anpha AG (AVF nắm 51%) vừa khánh thành giai đoạn 1 hệ thống kho lạnh đạt loại A về điều kiện đảm bảo VSATTP với sức chứa 20.000 tấn.

**Kết quả kinh doanh năm 2009:** Trong giai đoạn 2006-2009, AVF luôn duy trì được tăng trưởng doanh thu với mức tăng bình quân ~52%. Từ năm 2009, tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh được cải thiện đáng kể từ 6,3% (giai đoạn 2006-2008) lên 9,2%, chủ yếu do sự dịch chuyển mạnh mẽ cơ cấu thị trường xuất khẩu sang Hoa Kỳ từ 5% năm 2008 lên 34% năm 2009 (nâng cao giá bán bình quân trên từng đơn vị sản phẩm). Tỷ suất lợi nhuận sau thuế năm 2009 tăng lên 6,1% từ mức 0,8% năm 2008, một phần nhờ tiết kiệm chi phí lãi vay (khoảng hơn 20 tỷ) từ gói hỗ trợ lãi suất của chính phủ, một phần do AVF là doanh nghiệp xuất khẩu nên được vay nội tệ theo lãi suất vay ngoại tệ với mức thấp hơn nhiều so với lãi suất vay nội tệ. Đáng lưu ý là năm 2009, vay nợ vẫn chiếm tỉ trọng khá cao trong tổng tài sản của AVF (~83% so với TB ngành 47,4%).

**Cập nhật KQKD 3Q/2010:** 9 tháng đầu năm 2010, AVF ghi nhận 1.029 tỷ doanh thu và 76,7 tỷ lợi nhuận sau thuế, vượt lợi nhuận sau thuế của cả năm 2009 và hoàn thành 69% và 71% so với kế hoạch. Kết quả này của AVF là tương đối nổi trội so với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đang niêm yết. Mặc dù phải đối mặt với diễn biến bất lợi chung của ngành (giá nguyên liệu gia tăng, chi phí lãi vay tăng, giá bán trung bình của từng thị trường riêng rẽ giảm sút), song nhờ việc tăng thị phần ở thị trường Mỹ lên hơn 44% mà tỷ suất lợi nhuận HĐKD tiếp tục được cải thiện (từ 9,2% lên 11,3%) đồng thời doanh thu trung bình/quý tăng trưởng ~ 12%. Tuy nhiên do hệ số nợ cao, chi phí lãi vay của AVF năm 2010 tăng đáng kể, nên tỷ suất lợi nhuận sau thuế chỉ tăng từ 6,1% lên 7,5%. Sau đợt phát hành 3 triệu cổ phiếu giá 35.000 đồng/cổ phiếu, tỉ lệ đòn bẩy tài chính nợ/tổng tài sản của AVF đã giảm xuống còn 72%.

**Triển vọng năm 2010-2011:**

Năm 2010: Quý 4 vẫn là mùa cao điểm của ngành cá. Tuy giá cá nguyên liệu đang có xu hướng tăng mạnh nhưng với khả năng tự chủ 40% nguyên liệu, lượng hàng tồn kho thành phẩm cuối Q3 khá lớn (307 tỷ), và kim ngạch xuất khẩu tháng 10 khá quan (theo thống kê của VASEP), chúng tôi đánh giá AVF có khả năng sẽ hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2010.

Trong năm 2010, AVF đã và đang xúc tiến một số dự án đầu tư nhằm nâng cao năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm, từng bước hoàn thiện chuỗi giá trị khép kín. như (1) nhà máy sản xuất bao bì giấy corton - bao nylon, (2) nhà máy bột cá với công suất 610 tấn nguyên liệu/ngày, (3) nhà máy chế biến thủy sản Việt An - Chợ Mới công suất 150 tấn nguyên liệu/ngày ở Chợ Mới, An Giang và (4) nhà máy chiếu xạ thực phẩm (liên doanh với công ty cổ phần An Phú - Bình Dương) ở khu công nghiệp Long Hậu tỉnh Long An Tổng vốn đầu tư của các dự án này là 335 tỷ, sử dụng nguồn vốn vay và lợi nhuận giữ lại (doanh nghiệp không có ý định tăng vốn cho tới năm 2012), dự kiến đi vào hoạt động từ nửa cuối 2011.

Năm 2011: Theo kế hoạch, AVF dự kiến đạt mức tăng trưởng 20% doanh thu & 27% lợi nhuận sau thuế. Theo chúng tôi đánh giá, kế hoạch này là tương đối lạc quan trong bối cảnh ngành cá tra đang gặp nhiều khó khăn (giá cá nguyên liệu leo thang & khan hiếm, giá xuất khẩu tiếp tục xu hướng suy giảm); đồng thời động lực tăng trưởng của các năm trước là thị trường Mỹ đã ở mức tỷ trọng khá cao (trên 44%). Lợi thế của AVF là vẫn duy trì được mức thuế suất chống bán phá giá vào thị trường Mỹ ở mức thấp (0,52%) trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp xuất khẩu cá tra của Việt Nam có nguy cơ bị áp mức thuế chống bán phá giá lên tới 130% vào thị trường Mỹ cho giai đoạn từ tháng 1/8/2008 - 31/7/2009 (đã có quyết định sơ bộ; quyết định chính thức sẽ được đưa ra & có hiệu lực từ tháng 3/2011). Với các dự án đang xúc tiến & đi vào hoạt động từ nửa cuối 2011, chúng tôi chưa kỳ vọng mang lại lợi nhuận đáng kể trong năm này.

**Rủi ro đầu tư:** (1) Rủi ro của thị trường Mỹ vẫn luôn tồn tại & là rủi ro với bất kỳ doanh nghiệp Việt Nam nào xuất khẩu vào Mỹ, đặc biệt với doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu vào Mỹ lớn như AVF. Đó là khả năng bị áp mức thuế chống bán phá giá ở mức cao, khả năng vấp phải các rào cản kỹ thuật nếu Đạo luật Farm Bill được thông qua (định nghĩa cá tra là catfish và chỉ được nhập khẩu vào Mỹ nếu đáp ứng các tiêu chuẩn ngặt nghèo của USDA),... (2) Rủi ro khan hiếm cá nguyên liệu & giá nguyên liệu leo thang trong bối cảnh ngành cá tra đang ở giai đoạn tái cơ cấu.

**Định giá:** *Tại mức giá 25.000 đồng, cổ phiếu AVF đang được giao dịch với mức P/E2010 KH ~ 5,2, P/B2010 KH ~ 1,47 và P/E2011 KH ~ 4,1, tương đương với mức trung bình ngành (P/E2010 ~ 4,85, P/B2010 ~ 0,91).*

### **Khuyến cáo :**

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

### **Địa chỉ liên hệ:**

#### **Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng  
Hà Nội – Việt Nam  
Tel: +84-34-941 0510  
Fax: +84-34-972 4600

#### **TP. Hồ Chí Minh**

51 Bến Chương Dương, Q1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-38-9.146.925  
Fax: +84-38-9.146.922