

Ngành Thủy sản

Báo cáo lần đầu

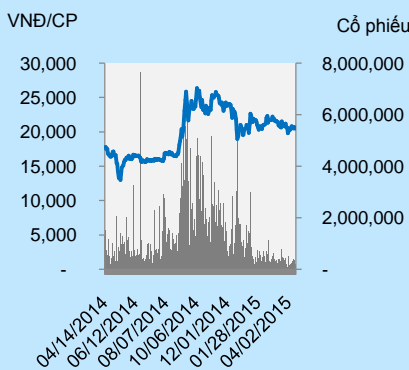
Tháng 4, 2015

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	25.300
Giá thị trường (15/4/2014)	20.500
Lợi nhuận kỳ vọng	23,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	13.000-26.300 VNĐ/CP
Vốn hóa	2.977 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	145.199.791 CP
KLGD bình quân 10 ngày	10.856 CP
% sở hữu nước ngoài	14,52%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,9%
Beta	1,04

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HVG	-4,4%	-0,5%	0,7%	-0,5%
VnIndex	-8,2%	-4,6%	-2,8%	-8,3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext: 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

CTCP Hùng Vương

Mã giao dịch: HVG

Reuters: HVG.HM

Bloomberg: HVG VN

Phát triển ngành hàng mới – doanh thu tăng trưởng nhanh

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HVG ở mức giá mục tiêu **25.300 VNĐ/cổ phiếu** dựa trên triển vọng khả quan của doanh nghiệp. CTCP Hùng Vương có lợi thế khi sở hữu chuỗi giá trị có quy mô lớn trong ngành cá và việc phát triển sang ngành tôm thông qua hoạt động M&A đem lại sự tăng trưởng nhanh cho Công ty. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý tới các hạn chế của HVG do việc mở rộng quy mô khá nhanh và rủi ro tăng thêm khi phát triển sang ngành hàng tôm.

- ❑ **Sở hữu chuỗi sản xuất khép kín và quy mô sản xuất lớn trong lĩnh vực chế biến cá tra xuất khẩu.** Hai cú hích quan trọng trong hoạt động kinh doanh của HVG chính là mua và hợp nhất AGF và VTF, từ đó đã hình thành nên vị thế đầu ngành cho Công ty trong lĩnh vực chế biến cá tra xuất khẩu. Năm 2015, HVG bị sụt giảm thị trường Mỹ do rào cản về thuế chống bán phá giá tuy nhiên lại có cơ hội phát triển các thị trường khác do đó hoạt động xuất khẩu cá không bị biến động nhiều. Về mặt chi phí đầu vào có xu hướng giảm sẽ giúp HVG cải thiện về biên lợi nhuận của hoạt động này.
- ❑ **Phát triển mảng kinh doanh thức ăn chăn nuôi trên lợi thế về tài chính và nguồn thu ngoại tệ.** Trong năm 2015, VTF, công ty con chuyên về thức ăn chăn nuôi của Hùng Vương, đặt kế hoạch doanh thu tăng 20% đạt 5.320 tỷ đồng, và lợi nhuận sau thuế đạt 200 tỷ tăng 30% so với năm 2014. VTF sẽ đầu tư mở rộng công suất của nhà máy Lai Vung, tăng công suất thêm 250.000 tấn/năm, nâng tổng công suất của VTF lên 750.000 tấn/năm. Dự án triển khai từ đầu tháng 12/2014 và dự kiến hoàn thành vào tháng 7/2015.
- ❑ **Nguồn thu mới từ sản phẩm tôm xuất khẩu.** HVG đang tiến hành việc chào mua công khai tăng tỷ lệ sở hữu tại FMC nhằm tiến tới hợp nhất kết quả kinh doanh với FMC trong năm 2015. FMC là một công ty mạnh (đứng thứ 6 về kim ngạch xuất khẩu) trong số các doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất cả nước. Năm 2015, FMC sẽ thuận lợi hơn khi xuất khẩu tôm tới thị trường Mỹ nếu được thuế suất 0% như kết quả sơ bộ trong lần xem xét thuế chống bán phá giá lần thứ 9. Bên cạnh đó, xuất khẩu rau củ đến Nhật Bản cũng khá khả quan do đó FMC đặt ra mức tăng trưởng lạc quan 27% về mặt lợi nhuận.
- ❑ **Ước tính kết quả kinh doanh 2015.** Năm 2015 tăng trưởng của HVG chủ yếu đến từ 2 mặt hàng thức ăn chăn nuôi và tôm. Với tiến độ chào mua FMC và Tắc Vân hiện tại, chúng tôi cho rằng đến 2H/2015, HVG có thể hợp nhất thêm hai công này. Ước tính doanh thu năm 2015 của Công ty sẽ khoảng 19.770 tỷ đồng, tăng 32,6%yoy, lợi nhuận sau thuế cho cổ đông công ty mẹ khoảng 481 tỷ đồng, tăng 65,8%yoy.

Báo cáo phân tích lần đầu

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	14,52%
Sở hữu khác	85,48%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Dương Ngọc Minh	35,55%
-----------------	--------

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	7.689	11.043	14.902	19.770
Giá vốn	6.603	10.058	13.782	18.015
Lợi nhuận gộp	1.086	985	1.119	1.755
Doanh thu tài chính	58	188	248	241
Chi phí tài chính	283	325	298	384
Lợi nhuận sau thuế	260	248	291	482

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2012	2013	2014	2015
Tiền & khoản tương đương tiền	265	717	492	203
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.854	2.741	3.198	3.818
Hàng tồn kho	2.397	4.010	2.952	3.859
Tài sản cố định hữu hình	1.609	1.872	1.967	2.765
Các khoản ĐTTTC dài hạn	527	456	536	444
Tổng tài sản	6.391	9.990	9.025	11.183
Nợ ngắn hạn	3.769	6.771	5.443	6.641
Nợ dài hạn	35	16	729	794
Vốn chủ sở hữu	2.176	2.339	2.361	3.419

Chỉ số tài chính

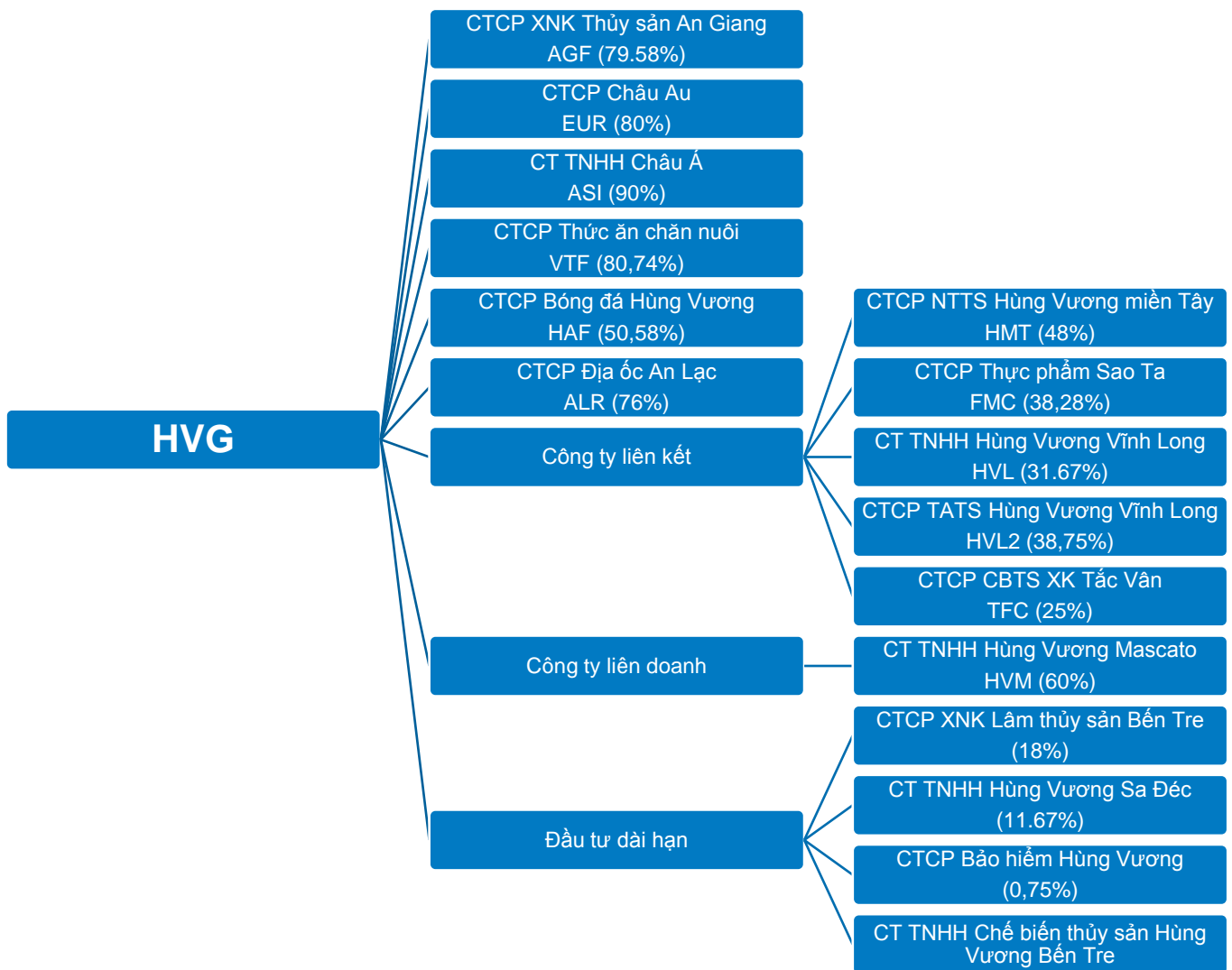
Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-1,4%	43,6%	34,9%	32,7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-37,7%	-4,8%	17,2%	65,8%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	14,1%	8,9%	7,5%	8,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,4%	2,2%	1,9%	2,4%
ROA (%)	4,1%	2,5%	3,2%	4,3%
ROE (%)	12,0%	10,6%	12,3%	14,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	59,5%	67,9%	68,4%	66,5%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	174,8%	290,2%	261,4%	217,5%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.288	2.066	2.201	2.547
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.473	19.489	17.889	18.072

CTCP HÙNG VƯƠNG (HVG – HSX)

Được thành lập từ năm 2003, sau 12 năm hoạt động và phát triển thông qua hình thức M&A các công ty cùng ngành, đến nay CTCP Hùng Vương là doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước. Thế mạnh của HVG là sở hữu chuỗi giá trị hoàn thiện từ khâu con giống, thức ăn, chăn nuôi đến xuất khẩu.

Cuối năm 2014, HVG có vốn điều lệ 1.320 tỷ đồng hoạt động theo mô hình tập đoàn với 6 công ty con và 6 công ty liên kết, liên doanh đều hoạt động trong lĩnh vực nuôi và chế biến thủy sản với hai mặt hàng chính là cá tra và tôm. Đầu năm 2015, HVG đã thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu đồng thời phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để nâng vốn điều lệ lên 1.891 tỷ đồng.

Sơ đồ tổ chức công ty



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

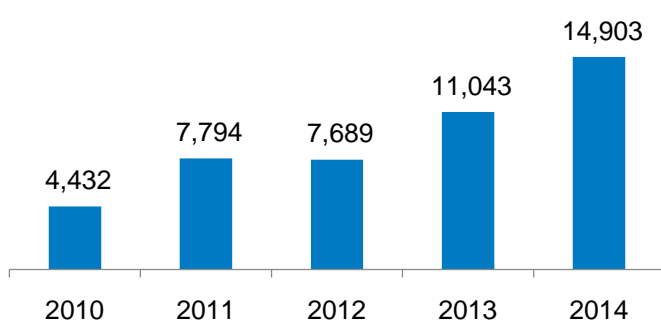
Tăng trưởng dựa trên hoạt động M&A, sở hữu chuỗi sản xuất khép kín.

Trong 5 năm từ 2010 – 2014, HVG đã có một tốc độ tăng doanh thu khá mạnh, năm 2014 doanh thu của Công ty đạt trên 14.900 tỷ đồng gấp 3,3 lần so với năm 2010. Tăng cường các hoạt động M&A theo chiều dọc và chiều ngang là động lực chính đem lại mức tăng trưởng ấn tượng cho HVG. Trở thành cổ đông chi phối của AGF vào năm 2011 là thương vụ M&A quan trọng cho Công ty. Với đóng góp của AGF không chỉ giúp HVG đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, gia tăng năng lực sản xuất mà còn giúp nâng khả năng tự chủ về nguyên liệu. Năm 2013, HVG tiếp tục trở thành cổ đông lớn của VTF, một doanh nghiệp trong ngành sản xuất thức ăn chăn nuôi, đã đem lại sự thay đổi lớn thứ hai cho HVG, giúp Công ty tự chủ được 100% thức ăn cho các vùng nuôi và doanh thu từ bán thức ăn chăn nuôi ra thị trường cũng đóng góp một tỷ trọng lớn vào tổng doanh thu của Công ty.

Năm 2013, Công ty tiếp tục đa dạng hóa sản phẩm xuất khẩu thông qua việc đầu tư vào các doanh nghiệp ngành tôm như Fimex (FMC), Tắc vân, Lâm Thủy sản Bến Tre. HVG đang tiến hành việc chào mua công khai tăng tỷ lệ sở hữu tại FMC và Tắc Vân nhằm tiến tới hợp nhất kết quả kinh doanh của hai công ty này vào HVG trong năm 2015. FMC một công ty mạnh nằm trong top đầu các doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu tôm lớn nhất cả nước. Tắc Vân là một doanh nghiệp nhỏ tuy nhiên có thâm niên hoạt động khá lâu trong ngành tôm.

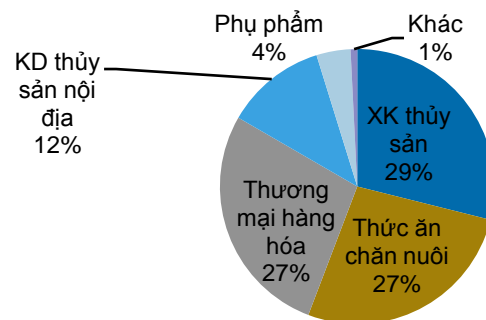
Hiện nay, hoạt động chế biến cá tra xuất khẩu, kinh doanh thức ăn chăn nuôi và kinh doanh hàng hóa (chủ yếu là nguyên liệu cho ngành thức ăn chăn nuôi) là 3 mảng chính trong tổng doanh thu của HVG với tỷ lệ đóng góp gần tương đương nhau chiếm từ 27% - 29% doanh thu.

Doanh thu từ năm 2010 – 2014



Nguồn: HVG

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: HVG

Hoạt động chế biến cá tra xuất khẩu

Cùng với AGF, HVG hiện nay là doanh nghiệp đứng đầu ngành cá tra về năng lực sản xuất và kim ngạch xuất khẩu. Doanh thu từ xuất khẩu thủy sản đóng góp khoảng 29% tổng doanh thu của HVG. Kim ngạch xuất khẩu của Công ty (bao gồm cả AGF) năm 2014 là 215 triệu USD chiếm tỷ trọng 12,3% trong tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra cả nước.

Thị trường Nga, Đông Âu vốn là thị trường truyền thống của HVG, tuy nhiên năm 2013 do các lệnh cấm nhập khẩu cá tra của Nga nên hoạt động này bị suy giảm mạnh và chỉ vừa phục hồi lại vào khoảng cuối năm 2014. Thay thế cho thị trường Nga năm 2013, thị trường xuất khẩu lớn nhất của HVG là thị trường Mỹ tuy nhiên năm 2014 sản lượng xuất khẩu đến thị trường Mỹ lại giảm mạnh 54% do bất lợi về thuế chống bán phá giá. Liên tiếp trong hai đợt xem xét POR 9 và POR 10, HVG bị áp một mức thuế CBPG khá cao lần lượt 1,2 USD/kg và 0,97 USD/kg. Với mức thuế này, sản phẩm của HVG rất khó cạnh tranh với doanh nghiệp đối thủ đang không phải chịu thuế CBPG là Vĩnh Hoàn... Sự tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của năm 2014 đến từ các thị trường mới như Nam Mỹ (Mexico, Braxin) và mở rộng thị trường ở Tây Âu, Trung Đông cũng đã giúp bù đắp phần nào sự sụt giảm tại thị trường Mỹ.

	POR 8 (01/08/2010 - 31/07/2011)	POR 9 (01/08/2011 - 31/07/2012)	POR 10 (01/08/2012 - 31/07/2013)
VHC	0,19	0	0
HVG	0,77	1,2	0,97
AVF	1,34	1,2	Không xuất khẩu
ANV	0,77	Không xuất khẩu	0,97
IDI	-	1,2	0,97

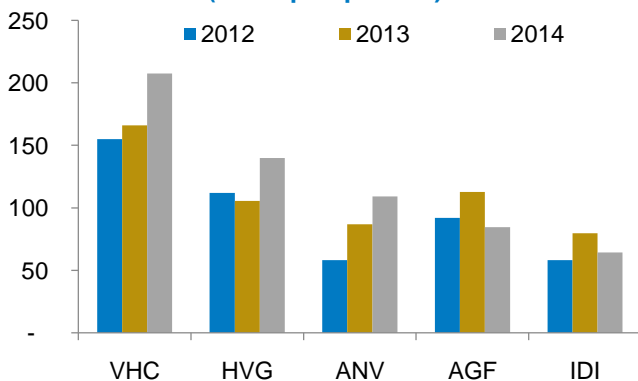
Nguồn: BVSC tổng hợp

Công ty và các thành viên có 11 nhà máy chuyên về chế biến cá tra xuất khẩu với tổng công suất là 335.100 tấn nguyên liệu/năm. Với vùng nuôi có diện tích 434ha, HVG có khả năng tự cung ứng 75% nhu cầu nguyên liệu, một tỷ lệ khá cao trong ngành.

	Năng lực SX (tấn nguyên liệu/ngày)	Số nhà máy	Khả năng tự cung ứng
HVG	1,100	11	75%
VHC	450	4	60%
ANV	350	3	70%
IDI	350	1	50%

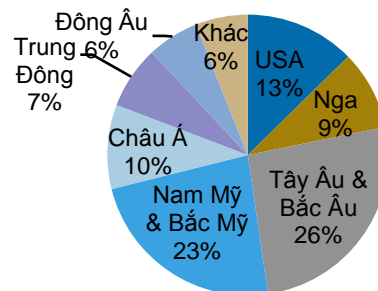
Nguồn: BVSC tổng hợp, số liệu năm 2014

KNXK của top 5 DN ngành cá tra (đơn vị: triệu USD)



Nguồn: Vasep

Cơ cấu thị trường xuất khẩu của HVG 2014 (theo giá trị)

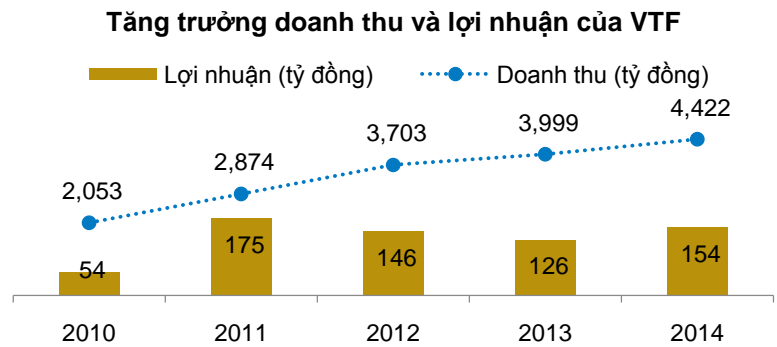


Nguồn: HVG

Hoạt động sản xuất thức ăn chăn nuôi

Doanh thu từ sản xuất thức ăn chăn nuôi đóng góp khoảng 27% tổng doanh thu của HVG và hầu hết doanh thu bán ra ngoài đến từ Công ty thức ăn Việt Thắng. Ngoài Việt Thắng, HVG còn có 3 thành viên Hùng Vương Vĩnh Long, Hùng Vương Cao Lãnh và Hùng Vương Tây Nam hoạt động trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi. Tuy nhiên, ba thành viên này chủ yếu cung cấp thức ăn cho các vùng nuôi nội bộ.

Năm 2014, cùng với kết quả tích cực của hoạt động xuất khẩu thủy sản, hoạt động kinh doanh của VTF cũng tăng trưởng khả quan. Sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 410.090 tấn trong đó lượng tiêu thụ nội bộ ước tính khoảng trên 15% sản lượng. Sản phẩm chủ lực của VTF là thức ăn cho cá tra - basa chiếm 96% tổng doanh thu. Thị phần ước tính của VTF trong thị trường thức ăn thủy sản khoảng 12%.



Nguồn: VTF

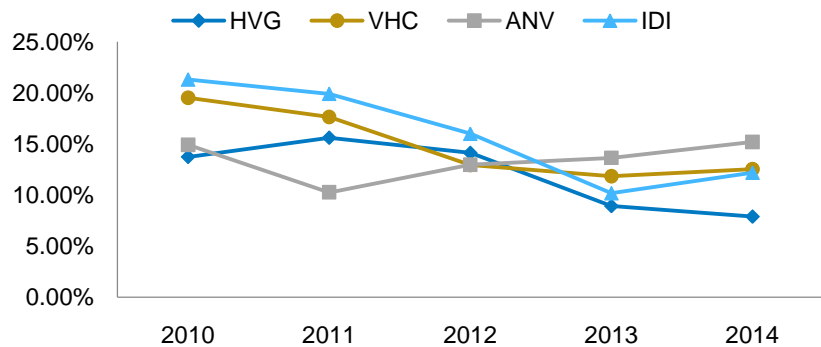
Hoạt động thương mại nguyên liệu thức ăn chăn nuôi

Hoạt động này đem lại 27% doanh thu cho HVG với mặt hàng chính là bánh dầu đậu nành. Trong năm 2014, hoạt động này có sự tăng trưởng đột biến, doanh thu tăng mạnh 94% đạt doanh thu 4.105 tỷ đồng. Nhờ phần hỗ trợ nguồn ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu cá, HVG có khả năng thương mại bánh dầu đậu nành với quy mô lớn. Nguồn nguyên liệu bánh dầu đậu nành không chỉ cung cấp đủ cho các nhà máy thức ăn của Công ty mà có thể cung cấp cho các Công ty sản xuất thức ăn trong nước. Tuy nhiên, rủi ro từ hoạt động thương mại tương đối cao và biên lợi nhuận từ hoạt động này không mấy ổn định.

Biên lợi nhuận gộp có xu hướng giảm do thay đổi cơ cấu sản phẩm

Nhìn chung, trong mấy năm gần đây hoạt động chế biến xuất khẩu cá tra gặp nhiều khó khăn do đó biên lợi nhuận chung của ngành bị suy giảm. Nhưng đối với HVG biên lợi nhuận gộp có mức giảm cao hơn các công ty cùng ngành do việc mở rộng sang ngành mới. Việc phát triển theo chuỗi khép kín thực sự đã đem lại hiệu quả tích cực cho hoạt động chế biến cá tra xuất khẩu của HVG giúp công ty ổn định được sản lượng và chất lượng đầu vào. Sau khi hợp nhất thêm AGF, biên lợi nhuận của riêng mảng cá tra đã cải thiện tốt và ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên, sau khi hợp nhất thêm VTF với biên lợi nhuận của ngành thức ăn chăn nuôi khoảng dưới 10% tác động lên biên lợi nhuận gộp bình quân của HVG.

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp ngành cá tra

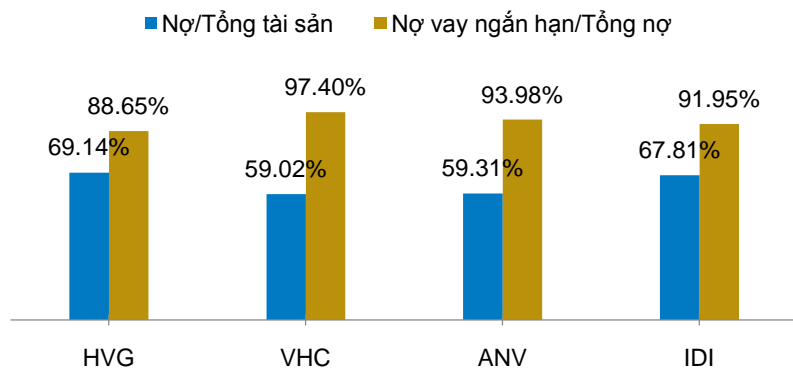


Nguồn: BVSC tổng hợp

Tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn tăng cao

Sau hai thương vụ hợp nhất lớn trong 5 năm qua, quy mô tổng nguồn vốn của HVG là 9,295 tỷ đồng (2014) tăng 72% so với năm 2010. Trong đó tỷ lệ nợ vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn và cao hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành và đa số là nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, HVG cũng đang tái cơ cấu lại nguồn vốn vay chuyển từ vốn vay ngắn hạn sang dài hạn để tăng tính chủ động trong hoạt động kinh doanh đồng thời phát hành cổ phiếu tăng vốn.

Tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp ngành cá tra



Nguồn: BVSC tổng hợp

Rủi ro từ các khoản phải thu khách hàng.

Năm 2014, mặc dù HVG đã cải thiện đôi chút về chỉ tiêu vòng quay các khoản phải thu tuy nhiên vẫn ở mức cao trong ngành. Đến cuối năm 2014, các khoản phải thu khách hàng khoảng 3,137 tỷ đồng trong đó các khoản phải thu nước ngoài khoảng 1,874 tỷ đồng. Dự phòng cho các khoản phải thu khách hàng trong năm 2014 tiếp tục tăng thêm 66 tỷ đồng, lên mức 287 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi không có các số liệu bóc tách các khoản phải thu quá hạn, nên chỉ có thể lưu ý Nhà đầu tư về mặt định tính cho rủi ro này.

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

Năm 2015, dự báo kim ngạch xuất khẩu cá tra của ngành duy trì tương đương như năm 2014 với giá trị ước tính khoảng 1,77 tỷ USD. Đầu ra không tăng trưởng tuy nhiên các yếu tố đầu vào có nhiều thuận lợi sẽ giúp cho hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành có kết quả tốt hơn. Lãi suất cho vay giảm và chính sách tái cấp vốn cho ngành thủy sản, giá thức ăn thủy sản giảm (nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm cộng chính sách miễn thuế VAT cho thức ăn chăn nuôi) sẽ tác động một cách trực tiếp và gián tiếp giúp hoạt động chế biến thủy sản xuất khẩu thuận lợi.

Kế hoạch doanh thu, lợi nhuận và tăng vốn của HVG

Năm 2015, HVG tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu ở mức 34% đạt 20.000 tỷ đồng dựa trên 3 cơ sở (1) tăng kim ngạch xuất khẩu cá từ 215 triệu USD lên 300 - 350 triệu USD (2) tăng doanh thu từ thức ăn chăn nuôi lên 9.000 – 10.000 tỷ đồng (3) hợp nhất thêm doanh số từ xuất khẩu tôm khoảng 300 triệu USD. Công ty kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận trước thuế cũng được cải thiện từ mức 3.02% lên mức 4% để đạt lợi nhuận trước thuế 800 tỷ đồng. Từ năm 2016 – 2018, Công ty đặt mục tiêu tăng doanh thu lần lượt ở mức 20%, 16%, 14% và cải thiện biên lợi nhuận trước thuế lên 5% - 5,6%

Để đạt mức tăng trưởng trên, HVG tiếp tục đầu tư thêm 1.400 tỷ trong năm 2015 cho việc tăng năng lực chế biến cá và nâng công suất nhà máy thức ăn. Thêm 3 nhà máy mới, năng lực chế biến cá của cả Tập đoàn HVG sẽ lên mức 1.700 tấn nguyên liệu/ngày, tăng 54% so với năng lực hiện có. Nhà máy thức ăn sau khi đầu tư thêm sẽ đạt 1,1 triệu tấn/năm, tăng 27% so với hiện tại.

Kế hoạch doanh thu lợi nhuận của HVG từ 2015 - 2018

Năm	Doanh thu (Tỷ đồng)	Lợi nhuận (Tỷ đồng)	Tỷ lệ cổ tức	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)
2015	20.000	800	10% tiền mặt 15% cổ phiếu	2.176
2016	24.000	1.200	30% (tiền mặt và cổ phiếu)	
2017	28.000	1.500	40% (tiền mặt và cổ phiếu)	
2018	32.000	1.800	50% (tiền mặt và cổ phiếu)	

Nguồn: HVG

Tăng công suất chế biến cá duy trì vị thế đứng đầu ngành cá tra và phát triển thêm sản phẩm cá minh thái.

Cá tra xuất khẩu vẫn sẽ là mặt hàng chủ lực của HVG trong các năm tới. Năm 2015, tuy gặp khó khăn tại thị trường Mỹ do thuế chống bán phá giá nhưng HVG có thể phát triển mạnh ở các thị trường Nga, Châu Á và Nam Mỹ nhờ các cơ hội từ Hiệp định thương mại của Việt Nam với các khu vực kinh tế trên như RCEP, TTP...

Khôi phục thị trường Nga dự kiến có thể bù đắp được phần lớn doanh thu sụt giảm từ thị trường Mỹ. Các năm trước, Nga đóng góp khoảng 11% - 16% tổng kim ngạch xuất khẩu của HVG. Trong số 11 nhà máy chế biến cá và tôm được phép xuất khẩu vào Nga có đến 5 nhà máy là của HVG và các công ty con, công ty liên kết. Ngoài ra HVG sẽ thành lập liên doanh với một đơn vị đánh bắt tại Nga và một đơn vị về tiêu thụ sản phẩm cá minh thái tại Châu Âu để triển khai sản phẩm mới này. HVG đang xúc tiến thành lập liên doanh ở Nga với tổng đầu tư 30 triệu USD trong đó HVG góp 60% còn lại 40% là của đối tác Nga để xây dựng nhà máy kho lạnh phần nào hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh thủy sản tại thị trường Nga.

Đầu tư mở rộng mảng kinh doanh thức ăn chăn nuôi trên lợi thế về tài chính và nguồn thu ngoại tệ.

Trong năm 2015, VTF, công ty con chuyên về thức ăn chăn nuôi của Hùng Vương, đặt kế hoạch doanh thu tăng 20% đạt 5.320 tỷ đồng, và lợi nhuận sau thuế đạt 200 tỷ tăng 30% so với năm 2014. VTF sẽ đầu tư mở rộng công suất của nhà máy Lai Vung, tăng công suất thêm 250.000 tấn/năm, nâng tổng công suất của VTF lên 750.000 tấn/năm. Dự án triển khai từ đầu tháng 12/2014 và dự kiến hoàn thành vào tháng 7/2015.

Năm 2015, ngành cá được dự báo không có nhiều đột biến, nhu cầu thức ăn cho hoạt động nuôi cá do đó cũng giữ ở mức ổn định. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá VTF vẫn có khả năng đạt mức tăng doanh thu 20% như kế hoạch đề ra. Là một doanh nghiệp có thị phần khá lớn trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi cho cá tra cùng sự hậu thuẫn từ HVG và các công ty trong cùng tập đoàn, VTF đang có điều kiện kinh doanh khá thuận lợi. HVG không chỉ là khách hàng của VTF, mà còn nhà cung cấp nguồn nguyên liệu đầu vào với giá cạnh tranh cho VTF. Bên cạnh đó, chính sách hỗ trợ giảm thuế VAT cho thức ăn chăn nuôi phần nào giúp giảm bớt khó khăn cho người nuôi và tạo cơ hội cho người nuôi tái đầu tư vùng nuôi. Ngoài ra, VTF cũng sẽ phát triển thêm sản phẩm cho cá có vây và thức ăn cho gia súc gia cầm. Đầu vào cho sản xuất của năm 2015 cũng rất thuận lợi, nguyên liệu sản xuất thức ăn đều giảm so với cùng kỳ sẽ giúp biên lợi nhuận của VTF trong năm nay cải thiện tốt hơn.

Nguồn thu mới từ mặt hàng tôm xuất khẩu.

Nuôi tôm và chế biến tôm xuất khẩu sẽ là một trong những mảng kinh doanh được chú trọng trong năm 2015. Công ty đánh giá ngành tôm vẫn có cơ hội phát triển tốt trong năm tới. HVG với thế mạnh về vốn, kho bãi và năng lực chế biến cao sẽ có thể tập trung tích trữ nguyên liệu khi tới vụ với chi phí thấp. Trong năm 2015, HVG sẽ đầu tư tăng tỷ lệ sở hữu tại hai công ty là FMC và Tác Vân lên 51%. HVG đã chào mua công khai 2,5 triệu cổ phiếu FMC (tương đương với tỷ lệ 12,5%) với giá 24.000 đồng/cp, dự kiến FMC có thể hợp nhất vào HVG từ quý 3/2015. Sắp tới, HVG cũng sẽ tiếp tục mua thêm 3,19 triệu cổ phần Tác Vân với mức giá 10.000đ/cp để nâng mức sở hữu lên 51%.

Ngành tôm năm 2015 vẫn được đánh giá lạc quan với mức tăng 10,7% về giá trị xuất khẩu (Bộ NN&PTNT). Tiếp tục khó khăn tại thị trường Mỹ do hàng rào thuế chống bán phá giá nhưng mức thuế sơ bộ Por 9 đã giảm khá nhiều so với POR 8 đang đem lại hy vọng cho các doanh nghiệp Việt Nam. Tại thị trường Châu Âu, Việt Nam cũng đang có thuận lợi hơn khi Thái Lan không còn được hưởng ưu đãi thuế suất GSP đối với sản phẩm tôm nguyên liệu và tôm chế biến. Ngoài ra, các thị trường như Hàn Quốc, Trung Quốc hay Úc cũng là những thị trường rất tiềm năng đối với ngành tôm Việt Nam. Giá thức ăn đầu vào đang có xu hướng giảm cũng khuyến khích người dân phát triển vùng nuôi do đó nguồn cung nguyên liệu cho chế biến xuất khẩu cũng ổn định hơn.

Thuế chống bán phá giá của các DN có KNXK cao nhất 2014

	KN XK	Tỷ trọng	POR 8	POR9
	Triệu USD	%	Cuối cùng (%)	Sơ bộ (%)
Tập đoàn Minh Phú	742	9,47	4,98	1,50
Stapimex	249	3,18	9,75	0,93
Quốc Việt	211	2,69	6,37	0,93
Cases	207	2,64	6,37	Không XK
Fimex Sao Ta	135	1,73	6,37	0
C. P Việt Nam	109	1,40	6,37	0,93

Nguồn: Vasep, BVSC tổng hợp

Riêng với FMC thông tin về thuế suất 0% theo công bố mức thuế sơ bộ POR 9 là một tin tích cực cho FMC năm 2015. Hai thị trường Mỹ và Nhật vốn là hai thị trường truyền thống của Công ty. Thị trường Mỹ được đánh giá là thị trường tiềm năng nhất cho sản phẩm tôm nhờ sự phục hồi kinh tế khả quan. Thị trường Nhật không thực sự thuận lợi mặt hàng tôm tuy nhiên lại là thị trường rất triển vọng cho các sản phẩm rau củ đông lạnh của FMC. Năm vừa qua, sản phẩm rau củ đông lạnh tuy đóng góp còn ít trong doanh thu nhưng đem lại lợi nhuận khá tốt góp phần cải thiện đáng kể hoạt động của FMC. Ngoài ra, FMC cũng sẽ mở rộng ra các thị trường Châu Âu và Canada. Năm 2015, FMC đặt mục tiêu doanh thu khoảng 3.700 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 80 tỷ đồng. Với tình hình khả quan của ngành tôm và hoạt động xuất khẩu rau củ cũng khá tốt, FMC có khả năng hoàn thành mục tiêu trên.

Ước tính kết quả kinh doanh năm 2015.

Trên cơ sở đánh giá tình hình thị trường xuất khẩu cá, tôm và mảng kinh doanh thức ăn chăn nuôi, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2015 của Công ty sẽ khoảng 19.770 tỷ đồng, tăng 32%yoy, lợi nhuận sau thuế cho cổ đông công ty mẹ khoảng 481 tỷ đồng, tăng 65,8%yoy.

Hoạt động	Kế hoạch của HVG	Ước tính của BVSC
Xuất khẩu cá	300 – 350 triệu USD	5.224 tỷ đồng (21% yoy)
Thức ăn	9.000 – 10.000 tỷ đồng	5.276 tỷ đồng (36% yoy)
Xuất khẩu tôm	300 triệu USD	2.183 tỷ đồng (*)

() hợp nhất FMC và Tắc Vân từ quý Q3/2015*

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF, P/E và P/B để định giá cổ phiếu HVG với EPS và BVPS dự phóng lần lượt là 2.547 VND/CP và 18.072 VND/CP. Kết quả định giá như sau:

Phương pháp (**)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF	50%	27.785
P/B (P/B ngành = 1,4)	25%	25.869
P/E (P/E ngành = 7,77)	25%	19.780
Giá mục tiêu theo tỷ trọng		25.305
Giá hiện tại 15/04/2014)		20.500
Tăng/giảm (%)		23,4%

(**) tính trên số lượng 189.199.7728 cổ phiếu

Khuyến nghị

Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HVG ở mức giá mục tiêu **25.300 VND/cổ phiếu** dựa trên triển vọng khả quan của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá cao về lợi thế sở hữu chuỗi giá trị có quy mô lớn của HVG trong ngành cá và việc phát triển sang ngành tôm sẽ đem lại sự tăng trưởng nhanh cho Công ty. Tuy nhiên, có một số rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu HVG:

- (1) Công ty vẫn đang trong quá trình hợp nhất hoạt động của các Công ty con đồng thời tiếp tục mua hợp nhất thêm công ty mới do đó hiệu quả hoạt động vẫn chưa được cải thiện rõ rệt, quá trình này có thể mất vài năm trước khi Công ty có thể đạt được lợi ích từ quy mô và chuỗi giá trị.
- (2) Ngành tôm là một ngành dễ tác động do các rủi ro khách quan như dịch bệnh thiên tai do khả năng chống chịu của tôm thấp nên khi đầu tư sang ngành tôm, HVG tất nhiên cũng sẽ dễ bị tác động từ rủi ro thiệt hại từ ngành hàng này.
- (3) Các khoản phải thu của Công ty vẫn đang ở mức cao. Việc phát triển vào thị trường Nga, một thị trường có rủi ro thanh toán cao, có thể sẽ khiến Công ty phải trích lập thêm cho các khoản phải thu.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999