

Quick Report

AVF

27/09/2013

DVCSpeculator

Target 2013: >9.300 VNĐ/CP

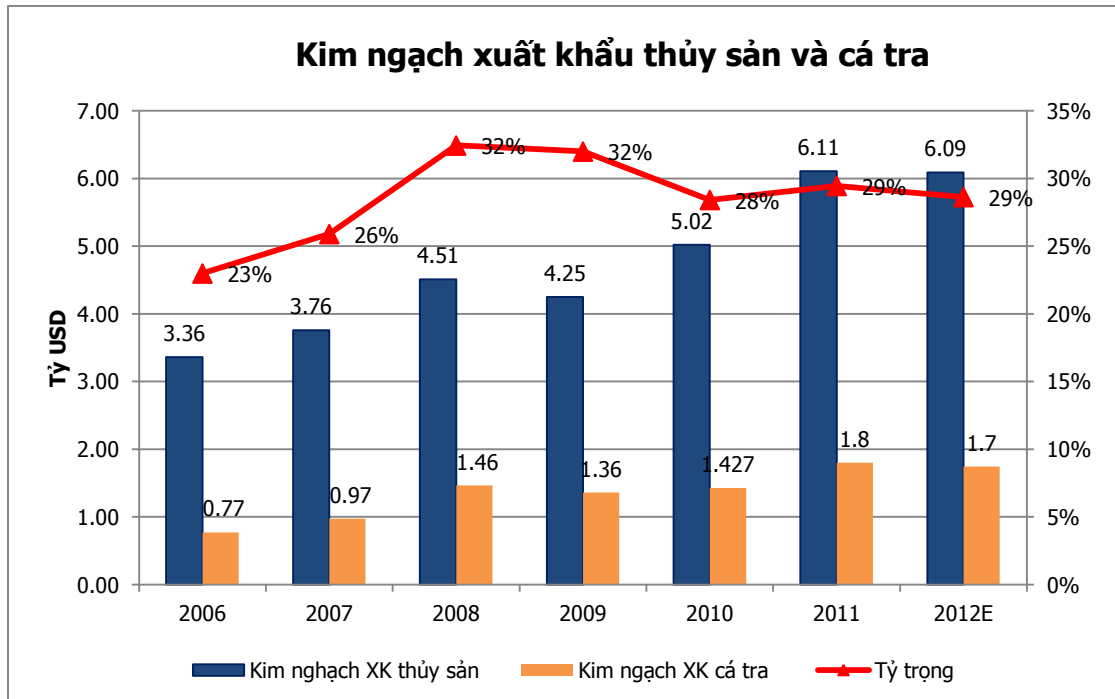
(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Việt An

(AVF - HOSE)

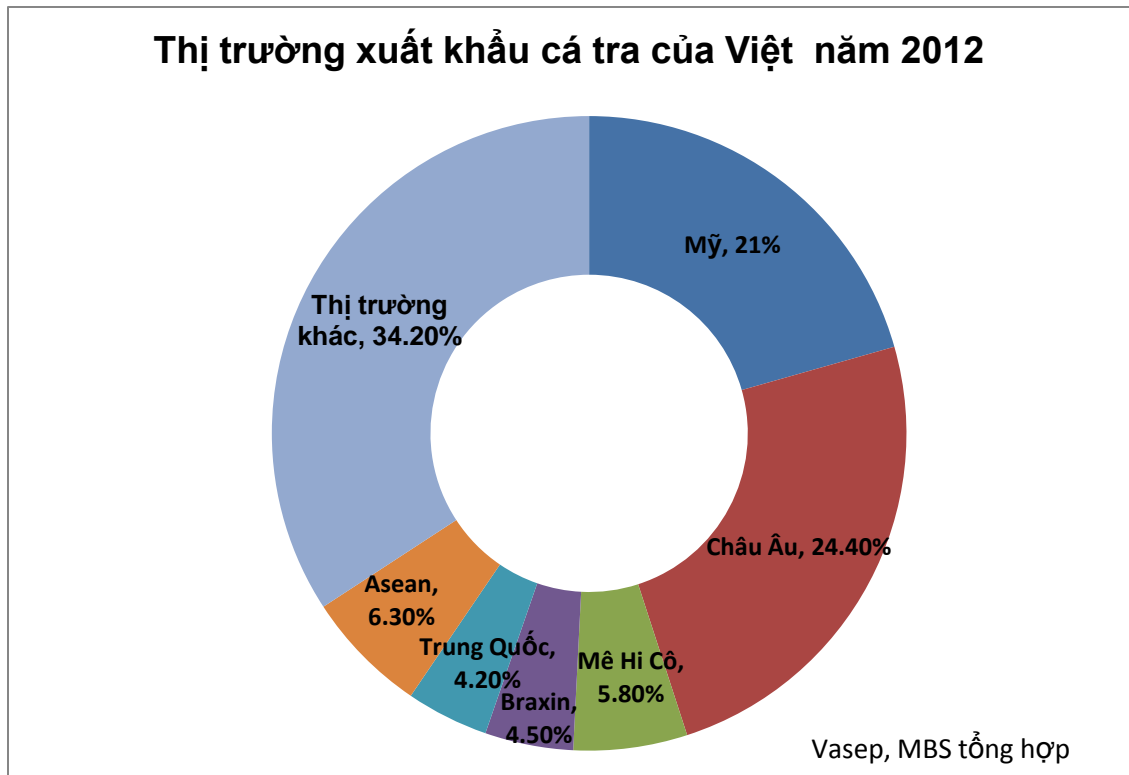
I. Đánh giá chung của ngành SX và xuất khẩu cá Tra, Basa

- Kinh tế khó khăn, xuất khẩu giảm:** Năm 2012, trong bối cảnh nền kinh tế thế giới tiếp tục bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng tài chính, kinh tế thế giới kéo dài; đặc biệt là các nước thuộc khối Mỹ, EU (thị trường xuất khẩu chính của thủy sản Việt Nam), nhiều nước nhập khẩu dựng lên các rào cản thương mại, rào cản kỹ thuật nhằm hạn chế nhập khẩu đã gây ảnh hưởng tới xuất khẩu thủy sản nói chung và cá tra nói riêng. Bên cạnh đó, giá cả vật tư đầu vào như giá điện, xăng dầu, thức ăn liên tục tăng, thiếu vốn và lãi suất ngân hàng duy trì ở mức cao với thời gian dài đã ảnh hưởng không nhỏ đến ngành sản xuất và chế biến cá tra của Việt Nam.

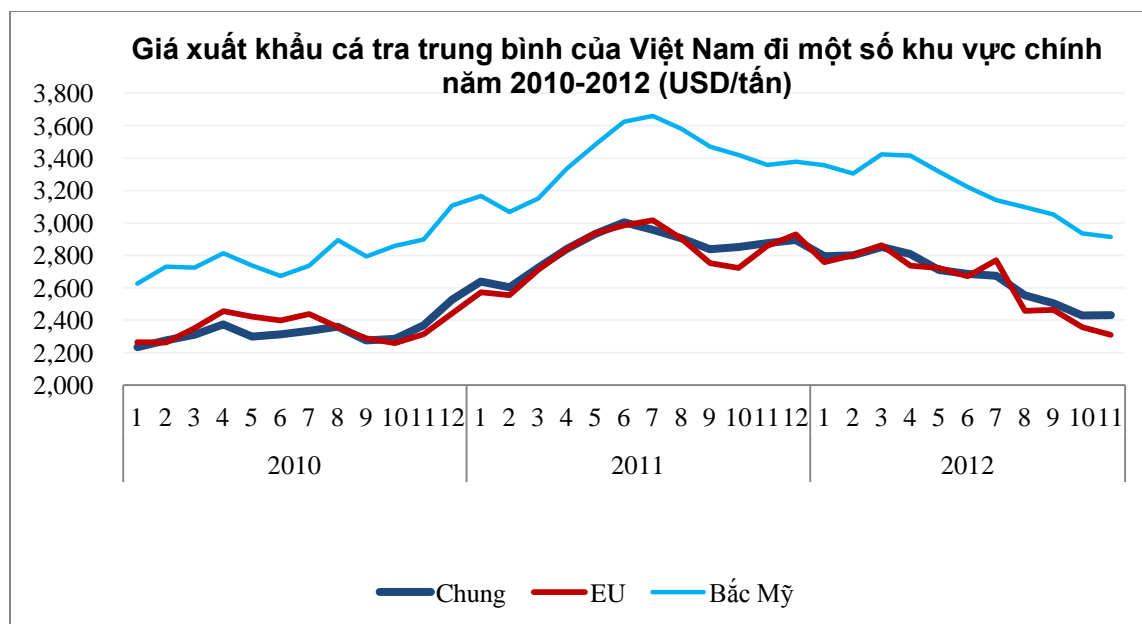


(Nguồn: Vasep và DVCSpeculator tổng hợp)

- Năm 2012, Cá tra Việt Nam được xuất khẩu sang 142 quốc gia và vùng lãnh thổ, với tổng kim ngạch đạt 1,744 tỷ USD, giảm 3,4% so với cùng kỳ năm 2011. Trong 10 thị trường chiếm thị phần chính gồm: Châu Âu, Mỹ, Asean, Trung Quốc và Hồng Kông, Mexico, BraziL, Ai Cập, Arập Xêut, Colombia, Australia, chiếm tỷ trọng 77,5% tổng giá trị xuất khẩu cá tra năm 2012. Trong số 10 thị trường nhập khẩu chính của cá tra Việt Nam thì có tới 7 thị trường giảm nhập khẩu cá tra trong năm 2012 so với năm 2011, trong đó giảm mạnh nhất là EU và Arập Xêut. Ba thị trường còn lại là Mỹ, Trung Quốc và Hong Kong, Ai Cập đều tăng lần lượt là 8,2%; 31,5% và 29,1%, tuy nhiên mức tăng này đều thấp hơn rất nhiều so với các năm trước đó.



- Giá cá tra, basa sụt giảm mạnh:**



(Nguồn: Tổng cục Hải quan và DVCSpeculator tổng hợp)

- Giá cá tra xuất khẩu trung bình của Việt Nam sau khi đạt đỉnh vào tháng 6/2011 thì đã liên tục suy giảm trong các tháng cuối năm 2011 và 2012. Tính đến tháng 11/2012, giá xuất khẩu cá tra chỉ còn đạt trung bình 2,43 USD/kg, giảm 13,1% so với hồi đầu năm. Tính chung 11 tháng năm 2012, giá cá tra xuất khẩu đạt 2,68 USD/kg, giảm 5,5% so với cùng kỳ năm trước.
- Giảm giá cũng là xu hướng chung tại 2 khu vực đầu ra lớn nhất cho cá tra Việt Nam là Bắc Mỹ và EU. Tính đến cuối tháng 11/2012, giá cá tra xuất khẩu trung bình sang EU và Bắc Mỹ đạt lần lượt 2,31 USD/kg và 2,91 USD/kg, giảm từ 13,2-16,2% so với hồi đầu năm. Còn tính chung 11 tháng, giá xuất khẩu cá tra sang EU và Bắc Mỹ cũng đã giảm lần lượt 5,4% và 5,3% so với cùng kỳ năm trước, đạt trung bình 2,653 USD/kg và 3,213 USD/kg.
- Tại Mỹ - thị trường đầu ra lớn nhất cho cá tra Việt Nam, giá xuất khẩu cá tra của Việt Nam cũng liên tục sụt giảm kể từ đầu năm 2012. Tính đến cuối tháng 11, giá xuất cá tra trung bình của Việt Nam sang Mỹ chỉ còn 3,28 USD/kg, giảm 15% so với mức giá hồi đầu năm 2012.
- Giá cá tra XK và bán trên thị trường Mỹ đều có xu hướng tăng từ tháng 4/2013 đến nay nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm 2012. Giá XK trung bình phi-lê cá tra đông lạnh Việt Nam sang Mỹ 6 tháng đầu năm dao động trong khoảng 2,91 – 3,1 USD/kg, thấp hơn so với giá 3,31 – 3,64 USD/kg của cùng kỳ năm ngoái.
- **Rào cản lớn về thuế chống bán phá giá:**
 - Tháng 3/2013, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) bất ngờ tăng thuế chống bán phá giá với sản phẩm phi lê cá ba tra Việt Nam sau đợt xem xét hành chính lần thứ 8 (POR8), điều này đã ảnh hưởng khá mạnh đến những doanh nghiệp hoạt động xuất khẩu phi-lê cá tra khi mức thuế mới cao hơn từ 20 - 45 lần so với mức hiện tại. những doanh nghiệp bị áp thuế chống bán phá giá (POR8) đều là những doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xuất khẩu được nêu tên đợt này như: Hùng Vương (0,77 USD/kg), Vĩnh

Hoàn (0.19 USD/kg), Việt An(0.77 USD/kg), An Giang Afiex (0.77 USD/kg), Cadovimex II(0.77 USD/kg)...do đó tác động ảnh hưởng tới hoạt động SXKD nhìn chung của ngành là không nhỏ.

- Mới đây, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đưa ra thông báo quyết định sơ bộ của đợt rà soát hành chính lần thứ 9 (POR 9) thuế chống bán phá giá đối với mặt hàng cá tra, cá ba sa xuất khẩu từ Việt Nam trong giai đoạn từ 1/8/2011 đến 31/7/2012. Theo đó, mức thuế đánh vào 2 doanh nghiệp niêm yết là CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) và CTCP Hùng Vương (HVG) tăng cao một cách bất ngờ. Đây là hai doanh nghiệp có doanh số lớn nhất về xuất khẩu cá tra, cá ba sa vào thị trường Mỹ. Cụ thể, Vĩnh Hoàn chịu thuế 0,42 USD/kg, trong khi mức thuế Hùng Vương bị áp là 2,15 USD/kg. Cả hai mức thuế này đều tăng gần gấp đôi so với đợt rà soát lần thứ 8. Mức thuế đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra còn lại tuy thấp hơn, nhưng cũng lên tới 0,99 USD/kg đến 2,11 USD/kg.

Bảng: Doanh nghiệp chế biến XK cá tra vào thị trường Mỹ đã niêm yết (POR8)

STT	Mã CP	Doanh số XK vào Mỹ 2012 (USD)	Thuế (USD/Kg)	Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	Tăng trưởng	LNST (Tỷ đồng)	Tăng trưởng
1	VHC	80,727,175	0.19	4,227.9	2.60%	232.7	-43.6%
2	AVF	56,182,374	1.34	1,873.1	0.50%	31.3	-49.0%
3	AGF	42,318,072	0.02	2,791.5	5.10%	34.0	-45.1%
4	ACL	13,109,876	0	1,032.2	-19.90%	15.1	-86.8%
5	IDI	6,085,845	0	1,331.2	21.10%	36.6	-7.6%
6	ABT	815,640	0	634.2	-4.30%	79.2	-20.7%
7	TS4	28,752	0	593.9	27.90%	14.9	-40.9%
8	AGD	-	1.81	854.5	1.90%	96.7	-26.0%
9	ANV	-	0.77	1,746.2	-1.50%	25.0	-46.0%
10	HVG	-	0.77	7,688.5	0.00%	285.3	-41.2%

II. Phân tích HD.SXKD của CTCP Việt An (AVF – HOSE)

1. Thông tin cơ bản:

❖ Giới thiệu về CTCP Việt An:

- Công ty Cổ phần Việt An tiền thân là Công ty TNHH Angiang - Basa với hoạt động kinh doanh của Công ty tập trung chủ yếu vào sản xuất chế biến xuất khẩu các sản phẩm từ cá tra như cá tra fillet, cá tra cắt khúc, cá tra nguyên con cấp đông...Trong đó doanh thu cá tra fillet các loại chiếm tới 99,21% sản lượng và 99,46% giá trị xuất khẩu của Công ty trong năm 2012.
- Doanh thu trung bình hàng năm của Công ty. Công ty có 3 sản phẩm chủ lực là cá tra fillet T1, cá tra fillet T2 và các sản phẩm cá tra khác. Sản phẩm T1, T2 chủ yếu được xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU. Công ty là doanh nghiệp có quy mô lớn ở Đồng bằng sông Cửu Long với 2 xí nghiệp chế biến là An Thịnh (công suất 100 tấn/ngày) và Việt Thắng (công suất 150 tấn/ngày) và có 1 vùng nuôi cá tra (hơn 17 ha) và 5 vùng liên kết. Công ty còn sở hữu hệ thống kho lạnh với công suất 40.000 tấn tại KCN Long Hậu.
- Thị trường chính là Mỹ, EU, Nga và Australia (chiếm khoảng 95%) trong đó riêng thị trường Mỹ chiếm từ 66%-70% và Châu Âu chiếm hơn 21%. Hiện nay Công ty đã có kế hoạch mở rộng xuất khẩu vào các thị trường tiềm năng là Braxin và một số nước Châu Phi, Châu Á.

❖ Vị thế công ty trong ngành:

- Theo số liệu của Vasep, AVF đứng thứ 4 trong các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra trong năm 2012 với kim ngạch xuất khẩu là 77,9 triệu USD chiếm khoảng 4,76% thị phần xuất khẩu và là doanh nghiệp đứng thứ 2 xuất khẩu vào thị trường Mỹ với kim ngạch 56,1 triệu USD. Ba đối thủ cạnh tranh lớn nhất của AVF là Vĩnh Hoàn, Hùng Vương và Agifish.
- Do những khó khăn đặc thù của ngành xuất khẩu cá tra, các công ty nhỏ sẽ phải đóng cửa hoặc ngừng hoạt động và đây là cơ hội lớn cho những doanh nghiệp lớn, đầu ngành phân chia lại thị phần và mở rộng hoạt động SXKD thông qua M&A lại các doanh nghiệp nhỏ hơn nhằm tạo ra lợi thế cạnh tranh cộng hưởng.

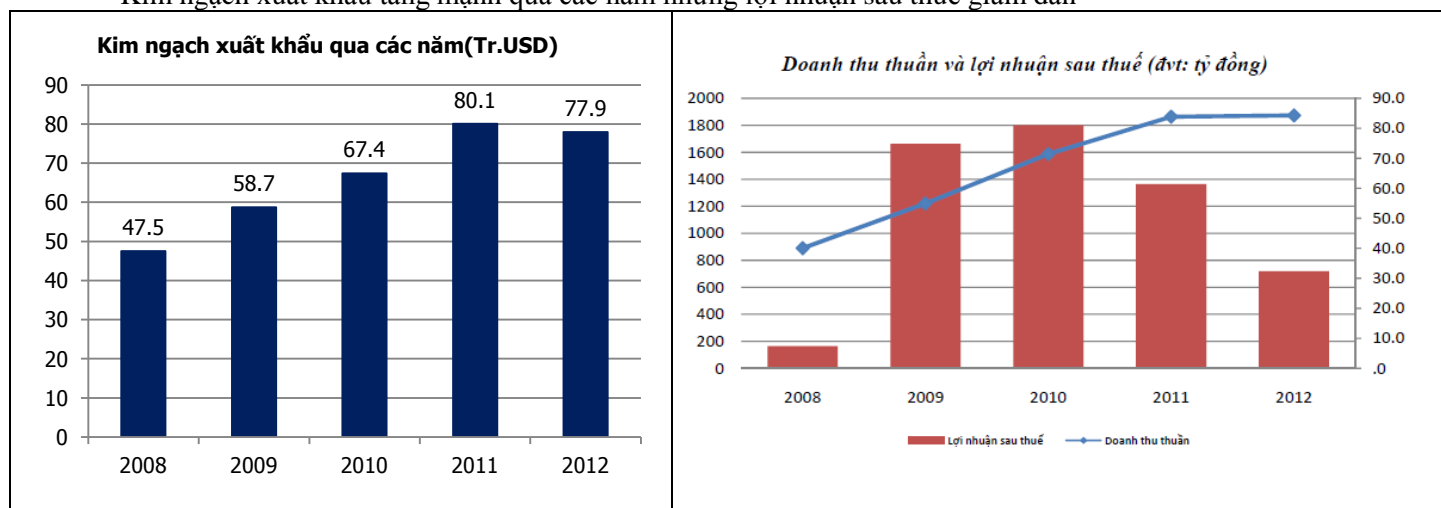
Bảng 2: Top 10 Doanh nghiệp chế biến XK cá tra vào thị trường Mỹ 2012

STT	Doanh nghiệp	Giá trị (triệu đô la)
1	Công ty CP Vĩnh Hoàn	103,420,721
2	Công ty CP Hùng Vương	76,476,878
3	Công ty CP XNK Thủy sản An Giang	65,736,357
4	Công ty CP Việt An	57,263,775
5	Công ty CP Thủy sản NTSF	38,539,411
6	Công ty CP Nam Việt	35,919,538
7	Công ty CP Đầu tư và Phát triển đa quốc gia	32,297,495
8	Công ty Cổ phần Chế biến và XNK Thủy sản CADOVIMEX	30,625,858
9	Công ty Cổ phần XNK Thủy sản Cửu Long	29,265,599
10	Công ty TNHH Đại Thành (Tiền Giang)	27,815,570

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

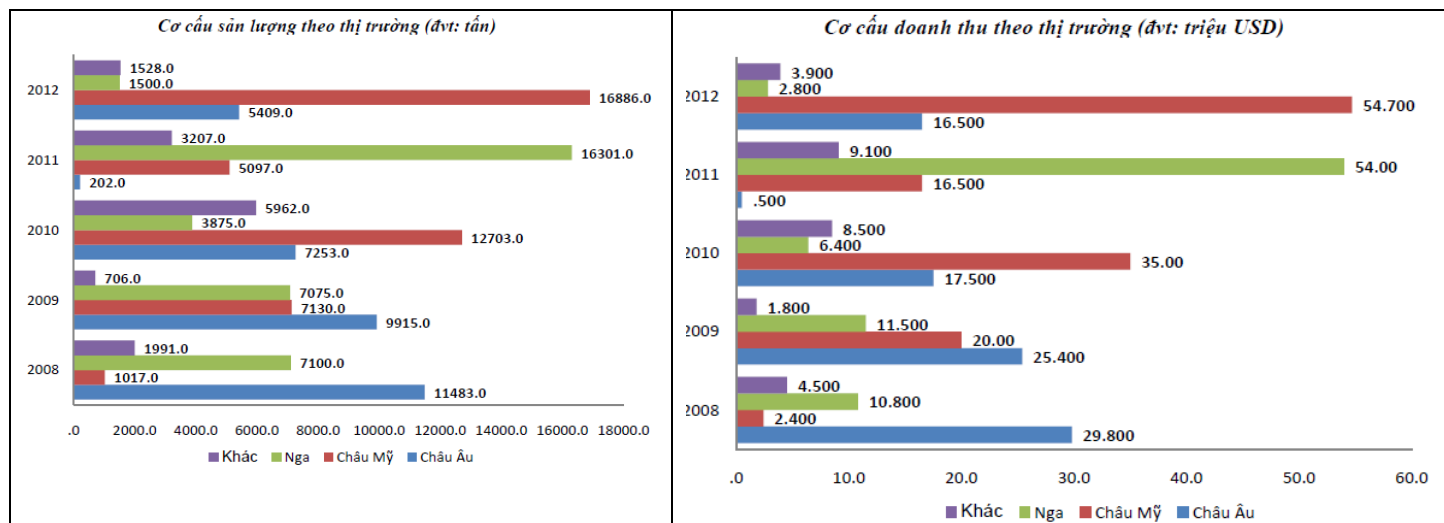
❖ Hoạt động SXKD 5 năm trở lại đây:

- Kim ngạch xuất khẩu tăng mạnh qua các năm nhưng lợi nhuận sau thuế giảm dần



(Nguồn: AVF và DVCSpeculator tổng hợp)

- Cơ cấu sản lượng theo thị trường, Doanh thu theo thị trường:



(Nguồn: AVF và DVCSpeculator tổng hợp)

❖ Đánh giá kết quả SXKD năm 2012

- Năm 2012, Công ty đạt được mục tiêu duy trì hoạt động SXKD ở mức ổn định trong bối cảnh sụt giảm nhu cầu tại các thị trường lớn như Mỹ, Châu Âu là một thành công đáng kể. Kết thúc năm 2012, AVF đạt 1.873 tỷ đồng Doanh thu thuần (tăng 0,5% so với cùng kỳ), lợi nhuận sau thuế đạt 31,3 tỷ đồng giảm -49% so với cùng kỳ năm trước.
- **Về thị trường đầu ra:**
 - Năm 2012, các thị trường xuất khẩu chính đều giảm sức mua đáng kể đặc biệt là thị trường Châu Âu. Giá bán cũng giảm do cạnh tranh rất quyết liệt. Giá bán bình quân năm 2012 của công ty là 3,08 USD/kg giảm 11% so với con số 3,459 USD/kg của năm 2011.
 - Bên cạnh đó, do thị trường khó khăn nên việc xuất hiện những rủi ro lớn về thanh toán nên Công ty xác định trọng tâm là thị trường Châu Mỹ nhằm giảm thiểu rủi ro. Trong đó thị trường Châu Mỹ chiếm 70% doanh thu với giá bán bình quân là 3,24 USD/kg thứ 2 là Châu Âu với 21% doanh thu với giá bình quân 3,05 USD/kg.
- **AVF không chịu tác động nhiều bởi POR8:**
 - Tháng 03/2013, AVF và một loạt doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, basa bị Bộ thương mại Mỹ (DOC) công bố kết quả cuối cùng của đợt xem xét hành chính chống bán phá (CBPG) giá lần 8 (POR8) với mức thuế CBPG khá cao vào thị trường Mỹ. Tuy nhiên, AVF và các doanh nghiệp phía Việt Nam nộp đơn kiện, Toàn án thương mại Quốc tế Mỹ (CIT) đã thụ lý yêu cầu và yêu cầu cơ quan Hải quan Mỹ tạm dừng việc yêu cầu AVF phải nộp tiền ký quỹ trước khi DOC có phán quyết cuối cùng. Như vậy, cơ bản AVF không bị tác động nhiều bởi mức thuế CBPG này.
 - Để chủ động đối phó với rủi ro áp thuế CBPG của Mỹ, AVF đã lên kế hoạch ngay từ đầu năm đa dạng hóa thị trường sang Đông Âu và Úc cũng như các nhà nhập khẩu mới từ Châu Âu.
- **Phát triển theo chiều sâu:**

- Năm 2012, Công ty đã chào bán cổ phiếu ra công chúng nhằm đầu tư 2 vùng nuôi Phú Thuận và Bình Thạnh và đưa vào khai thác vào tháng 12/2012 và thời điểm thu hoạch dự kiến vào tháng 08/2013. Năm 2013 công ty cũng chủ động đầu tư Phát triển theo chiều sâu và Duy trì chất lượng sạch với phương châm Sạch từ con giống. Do đó, trong năm 2013, công ty tiếp tục cần huy động vốn cho 2 vùng nuôi này để bổ xung vào vốn lưu động.

Vùng nuôi trồng	Vùng nuôi Bình Thạnh	Vùng nuôi Phú Thuận
Địa điểm	Xã bình Thạnh, H. Châu Thành, An Giang	Xã Phú Thuận, H.Hoài Sơn, An Giang
Diện tích đất	107.433 m ²	295.664 m ²
Diện tích mặt nước	81.800 m ²	166.600 m ²
Số lượng ao	9 ao nuôi	22 ao nuôi
Sản lượng tối đa	4.100 tấn/vụ tương đương 6.100 tấn/năm	8.300 tấn/vụ tương đương 12.300 tấn/năm

- Với mục tiêu phát hành thêm vốn khoảng 200 tỷ đồng để phát triển vùng nuôi trong năm 2012, Công ty chỉ huy động được 54,6 tỷ vào cuối năm. Trong năm 2013, Công ty dự kiến tiếp tục huy động thêm vốn, trong đó một phần được sử dụng cho chiến lược phát triển vùng nuôi, đảm bảo nguồn nguyên liệu cho sản xuất. Công đi dự định phát hành 14 triệu cổ phiếu với giá 5000 VNĐ/cp để lấy nguồn tài chính tài trợ cho dự án.

❖ **Triển vọng kinh doanh 2013:**

- Doanh thu 6 tháng đầu năm 2013 của AVF đạt 817,8 tỷ đồng, giảm -15,84% so với cùng kỳ, LNST đạt 14,5 tỷ đồng giảm 21,02% so với cùng kỳ 2012 chủ yếu do giá bán cá tra tiếp tục giảm so với cùng kỳ 2012. Mặc dù gặp nhiều khó khăn trong ngắn hạn tuy nhiên AVF vẫn là một doanh nghiệp đầu ngành triển vọng nhất là giai đoạn khó khăn chung của kinh tế thế giới và Việt Nam dần qua đi trong thời gian tới.
- Thứ nhất, AVF đang tập trung củng cố lại các mảng kinh doanh cốt lõi, tái cơ cấu các hoạt động đầu tư không hiệu quả, tinh gọn bộ máy và qua đó cắt giảm chi phí. Công ty tập trung đầu tư xây dựng vùng nuôi cá tra riêng nhằm tạo ra chuỗi giá trị gia tăng cho sản phẩm xuất khẩu và giảm thiểu rủi ro kinh doanh khi chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào.
- Thứ 2, Công ty đã chủ động tái cơ cấu hoạt động đầu tư, bán hết các cổ phiếu niêm yết và giảm mạnh các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn xuống mức rất thấp. Chúng tôi đánh giá cao bước chuyển dịch chiến lược quyết đoán này của ban lãnh đạo Công ty. Tuy nhiên, hành động trên là không đủ để Công ty cải thiện cơ bản tình trạng tài chính của mình. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ phát hành tăng vốn thành công trong đợt tới và qua đó có nguồn lực tài chính mới để đầu tư nuôi cá tra một cách bài bản cải thiện cơ bản triển vọng của Công ty trong các năm tới.
- Thứ 3, Triển vọng lợi nhuận của Công ty trong năm 2013 vẫn tiếp tục giữ ở mức ổn định so với 2012 khi cá tra nguyên liệu khan hiếm, thị trường xuất khẩu chính là Mỹ vẫn cạnh tranh quyết liệt. Về lâu dài, AVF chỉ có thể tồn tại nếu xây dựng được vùng nuôi cá nguyên liệu riêng và điều này chỉ có thể bắt đầu sau năm 2014 với điều kiện Công ty huy động vốn thành công.

3. **Đánh giá tài chính**

❖ **Doanh thu:**

- Doanh thu của AVF có sự chững lại và suy giảm trong 2 năm gần đây do hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, nhu cầu tại thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và Châu Âu chững lại trong khi áp lực cạnh tranh hết sức quyết liệt do xuất hiện rất nhiều doanh nghiệp chế biến cá tra xuất khẩu. Thứ hai, Công ty không chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào do không có vùng nuôi cá riêng do đó sức cạnh tranh yếu hơn hẳn các công ty đầu ngành như Hùng Vương, Vĩnh Hoàn.
- Việc không chủ động được nguyên liệu đầu vào khiến Công ty khó khăn trong việc kiểm soát chi phí, chất lượng sản phẩm và do đó giá bán kém cạnh tranh hơn so với các đối thủ lớn. Mặc dù lượng khách hàng lớn của công ty tương đối ổn định, trong đó có hệ thống khách hàng trung thành gồm các khách hàng khó tính của Mỹ và Châu Âu. Tuy nhiên về lâu dài nếu Công ty không có sự cải thiện về khả năng chủ động nguyên liệu đầu vào thì chắc chắn doanh thu của Công ty sẽ tiếp tục giảm trong những năm tới.
- Thị trường tiêu thụ sản phẩm của Công ty hiện nay vẫn chủ yếu là thị trường Mỹ và Châu Âu, hai thị trường này đã trở nên chật hẹp đã bão hòa (đối với sản phẩm cá tra fillet) do đó Công ty rất khó gia tăng doanh thu nếu không cải thiện được năng lực cạnh tranh về giá thành của sản phẩm để chiếm lĩnh thêm thị phần.
- Chúng tôi nhận thấy, trong năm sau nhiều khả năng nguồn nguyên liệu cá tra xuất khẩu sẽ suy giảm do nguồn cá được thả nuôi trong dân giảm mạnh trong năm nay do người nuôi cá tra bị lỗ nặng. Điều này dẫn tới việc Công ty có thể sẽ thiếu cá xuất khẩu do không có nguồn nuôi riêng. Khả năng tăng doanh thu của Công ty khá tiêu cực nếu các dự án nuôi cá không kịp đi vào hoạt động.
- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của AVF phụ thuộc lớn vào đợt phát hành tăng vốn sắp tới. Nếu Công ty phát hành thành công và có nguồn lực tài chính để xây dựng thành công vùng nuôi cá riêng thì triển vọng tăng trưởng doanh thu sẽ là tích cực. Ngược lại, doanh thu của Công ty sẽ tiếp tục suy giảm trong các năm tới nếu đợt phát hành không thành công.
- Doanh thu hai quý đầu năm 2013 của AVF đã có sự suy giảm đáng kể do sự cạnh tranh và khó khăn trên thị trường chính là Mỹ cộng thêm sự thiếu hụt nguồn cá nguyên liệu. Giá cá suy giảm và Công ty đã phải giảm biên lợi nhuận để giữ khách hàng song biện pháp này không hiệu quả.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	5 2%
AVF	889.46	1,221.19	1,586.94	1,863.53	1,873.12	1,486.85	
Food & Beverage	1,036.12	1,049.88	1,316.42	1,718.63	1,900.43	1,377.47	
%Δ diff of indus	-14%	16%	21%	8%	-1%	8%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	7 2%
AVF		37.3%	29.9%	17.4%	0.5%	21.3%	
Food & Beverage		1.3%	25.4%	30.6%	10.6%	17.1%	
%D diff of indus		2709%	18%	-43%	-95%	25%	

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của AVF suy giảm đều trong 4 năm gần đây và tiếp tục giảm trong 2 quý đầu năm 2013 so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là tiêu thụ sản phẩm suy giảm do cạnh tranh ác liệt, thị trường bão hòa (dấu hiệu rõ ràng xuất hiện từ năm 2012) cộng thêm các rào cản thương mại từ Mỹ đối với sản

phẩm cá tra của Việt Nam. Lãi suất trong các năm 2011 và 2012 tăng cao cộng thêm giá cá tra suy giảm do áp lực cạnh tranh dẫn tới biên lợi nhuận thấp và khiến lợi nhuận suy giảm rất đáng kể.

- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh song không giúp Công ty gia tăng được lợi nhuận do các yếu tố cơ bản như doanh thu, chi phí giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét do đó lợi nhuận của Công ty vẫn ở mức thấp.
- Giá nguyên liệu đầu vào là cá tra nguyên liệu có dấu hiệu tăng lên trong các quý gần đây do người nuôi cá bỏ ao do bị thua lỗ đã chất thêm gánh nặng lên hoạt động kinh doanh của AVF khi vừa thiếu nguyên liệu vừa chịu mức giá vốn cao hơn. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2013 của Công ty sẽ kém khả quan so với năm 2012 mặc dù Công ty đã chủ động cắt giảm chi phí do giá nguyên liệu đầu vào gia tăng.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của AVF sẽ giảm so với 2012 do biên lợi nhuận gộp giảm và vào khoảng 30 tỷ VNĐ trong năm 2013. Tuy nhiên, **chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo là cao nếu Công ty thành công trong các dự án xây dựng vùng nuôi cá riêng.**

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
AVF	7.42	74.87	80.94	61.37	47.07	54.34	2%
Food & Beverage	49.39	99.71	135.54	153.21	159.24	114.98	
%Δ diff of indus	-85%	-25%	-40%	-60%	-70%	-53%	

- Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ tùy thuộc vào khả năng huy động vốn thành công trong đợt tăng vốn lần này.

❖ **Hiệu quả quản lý:**

- ROA và ROE của AVF bị suy giảm đều trong bốn năm trở lại đây do các khó khăn chung của ngành cá tra và Công ty đã chậm chân trong việc xây dựng vùng nuôi riêng khiến giá vốn hàng bán cao trong khi giá bán cá xuất khẩu ngày càng giảm do cạnh tranh ác liệt. do áp lực cạnh tranh dẫn tới Công ty không thể tăng giá bán trong khi phải tăng chi phí thu mua cá nguyên liệu nhằm có nguồn hàng xuất khẩu. Điều này khiến cho lợi nhuận biên của AVF giảm đều đặn trong 4 năm liên tục và xu hướng này vẫn chưa có dấu hiệu dừng.
- Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.
- Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư tại các dây chuyền chế biến cá tra và Công ty đã bắt đầu đầu tư vùng nuôi riêng. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả khi doanh thu không tăng được tương ứng do dự án vùng nuôi cá bị chậm tiến độ.
- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi thúc đẩy được hai dự án nuôi cá tra nguyên liệu sớm hoàn thành. Tuy nhiên, Chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên đáng kể do áp lực cạnh tranh là rất cao.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	5 2.5%
AVF	6.5%	42.5%	21.7%	15.7%	0.0%	20.7%	
Food & Beverage	11.2%	17.6%	23.6%	22.1%	19.1%	19.3%	
%Δ diff of indus	-42%	141%	-8%	-29%		7%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 2.5%
AVF	1.1%	6.0%	5.3%	3.2%	2.5%	3.7%	
Food & Beverage	6.6%	10.6%	12.7%	11.5%	10.8%	10.4%	
%D diff of indus	-84%	-43%	-58%	-72%	-77%	-64%	

❖ Cơ cấu vốn:

- Công ty chủ yếu sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Mức độ sử dụng vốn vay khá cao khiến hoạt động của Công ty trở nên khá rủi ro và nhạy cảm với sự biến động của lãi suất. Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty không nhiều và không đủ để trả bớt vay nợ và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi thị trường tiêu thụ sản phẩm và lãi suất có diễn biến bất lợi. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức trung bình và tình trạng này sẽ tiếp diễn trong tương lai khi dòng tiền hoạt động kinh doanh của Công ty không đủ sức tài trợ cho hoạt động thông thường và các hoạt động đầu tư. Bên cạnh đó, Công ty cũng có nhu cầu mở rộng đầu tư lớn trong các năm tới để xây dựng vùng nguyên liệu do đó có khả năng Công ty phải tiếp tục vay nợ thêm nếu Công ty không phát hành cổ phiếu thành công.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 3.3%
AVF	5.14	6.07	3.22	3.85		4.09	
Food & Beverage	0.70	0.67	0.86	0.92	0.82	0.86	
%Δ diff of indus	638%	811%	273%	319%		376%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 3.3%
AVF	4.49	5.17	2.91	3.82		3.75	
Food & Beverage	0.61	0.59	0.78	0.85	0.77	0.78	
%D diff of indus	641%	782%	273%	352%		382%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 3.3%
AVF	0.64	0.90	0.31	0.03		0.34	
Food & Beverage	0.09	0.08	0.10	0.09	0.10	0.09	
%D diff of indus	587%	1005%	210%	-72%		287%	

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty khá rủi ro với vốn vay chủ yếu là ngắn hạn cộng thêm mức độ đòn bẩy cao. Mặc dù một phần do đặc thù ngành xuất khẩu cá tra nói chung và Công ty có mức quay vòng nhanh đem lại dòng tiền đều đặn song dòng tiền này lại khá nhỏ so với quy mô khoản nợ ngắn hạn lên tới 1.000 tỷ VNĐ. Các chỉ số về khả năng thanh khoản và thanh toán của Công ty không đủ tốt để chịu đựng các cú sốc về lãi suất và thắt chặt tín dụng bất ngờ. Chúng tôi đánh giá cao định hướng phát hành tăng vốn của ban lãnh đạo Công ty và cho rằng thành công của Công ty trong tương lai phụ thuộc vào khả năng thành công của đợt phát hành này.

Định giá:

PE và PB của AVF đều ở mức khá thấp cho thấy thị trường đang không kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường là hợp lý do doanh thu và lợi nhuận tương lai của AVF trong năm nay có khả năng suy giảm.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong năm 2013 sẽ giảm trong khi lợi nhuận năm 2014 sẽ phụ thuộc lớn vào việc Công ty có xây dựng thành công vùng nuôi cá tra nguyên liệu riêng hay không. Trong năm 2014, Công ty không còn hưởng lợi từ xu hướng giảm lãi suất cho vay khi mặt bằng lãi suất cho vay đã chạm đáy.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9
AVF			6.23	3.45	3.06	3.81	6.7%
Food & Beverage	7.16	8.09	6.61	4.85	8.93	7.13	
%Δ diff of indus			-6%	-29%	-66%	-47%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	8
AVF			1.41	0.54		0.77	6.7%
Food & Beverage	0.83	1.45	1.22	0.91	1.00	1.20	
%D diff of indus			16%	-41%		-36%	
Dividend in 2012				No of company	Paid	Plan	5
AVF					1,500	2,000	6.7%
Food & Beverage				48	2,193	1,962	
%Δ diff of indus					-32%	2%	
DVCSpeculator valuation						2013	10
AVF						20,504	10%
Price						6,400	
%Δ diff of indus						220%	

Chúng tôi cho rằng AVF nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận trước thuế kém khả quan trong năm nay, khoảng 30 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 1.075 VNĐ/CP. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận không cao thậm chí có thể giảm trong năm nay và sức khỏe tài chính yếu, mức PE kỳ vọng cho AVF từ 5 đến 6 (vẫn thấp so với bình quân ngành) là hợp lý, BV của AVF khoảng 17.000 đồng/cổ phiếu, giá hợp lý của AVF là 9,300 -10,188 VNĐ/cp.

Kết luận:

AVF là một công ty có năng lực cạnh tranh trung bình song lại hoạt động trong lĩnh vực cạnh tranh cao và triển vọng tăng trưởng thấp. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai phụ thuộc vào khả năng xây dựng vùng nuôi cá nguyên liệu của Công ty. Mức giá hiện nay chưa phản ánh đúng triển vọng lợi nhuận của năm nay và các năm tới. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111