CTCP VĨNH HOÀN (VHC)

Ngày 12 tháng 3 năm 2015

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: **MUA**

Giá hiện tại (12/3/2015)	Đồng	40.600
Giá mục tiêu	Đồng	49.000
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		MUA
Mức kháng cự trung hạn	Đồng	45.000
Mức hỗ trợ trung hạn	Đồng	40.800
Mã Bloomberg: **VHC VN**	Sàn niêm yết: HSX	
Ngành:	Thủy sản	
Beta		0,92
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)		45.000 – 16.900
Số lượng cổ phiếu (triệu)		92,4
Vốn hóa (tỷ đồng)		3.752
KLGDBQ 12 tháng		132.084
Sở hữu nước ngoài (%)		26%

Năm	Cổ tức tiền mặt	EPS (đồng)
2015F VPBS dự báo	3,4%	3.477
2014	0%	4.513
2013	3,0%	1.756

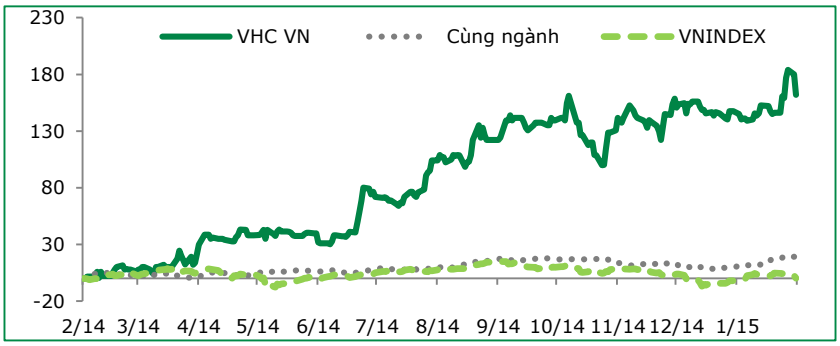
	2009–14 CAGR	2015F (tỷ đồng)	2014-19F CAGR
Doanh thu	20%	7.686	22%
EBITDA	8%	750	21%
LN ròng	18%	321	26%

Chỉ số tài chính	VHC	Cùng ngành	VNI
P/E	9,6x	10,1	13,4x
P/B	2,3x	0,7x	1,8x
Nợ/VCSH	113%	185%	107%
Biên LN ròng	7,0%	2,1%	9,2%
ROE	13,0%	8,7%	13,7%
ROA	10,5%	2,3%	2,7%

Giới thiệu về công ty: VHC được thành lập năm 1997, tiền thân là một doanh nghiệp tư nhân. VHC niêm yết cổ phiếu trên sàn HSX vào năm 2007.

VHC nuôi, chế biến và xuất khẩu cá tra phi-lê (đóng góp 80% doanh thu), kinh doanh bột cá và dầu cá (12%), và kinh doanh thức ăn chăn nuôi (8%).

Kết quả kinh doanh năm 2014 (chưa kiểm toán): tổng tài sản: 4.751 tỷ đồng, tổng doanh thu: 6.300 tỷ đồng, lợi nhuận ròng: 441 tỷ đồng.



Trong báo cáo lần đầu CTCP Vĩnh Hoàn (VHC), chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn dựa trên những lập luận sau:

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng trưởng mạnh

- VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam: VHC là doanh nghiệp dẫn đầu về kim ngạch xuất khẩu cá tra phi-lê trong năm năm liên tiếp, và đứng đầu trong xuất khẩu sang Mỹ. Ngoài ra, VHC là doanh nghiệp duy nhất có mức thuế chống bán phá giá 0% khi xuất sang Mỹ đến năm 2017. Đây là lợi thế lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Tiềm năng tăng trưởng doanh thu lớn: Nhà máy sản xuất collagen bắt đầu đi vào hoạt động trong Q1/2015, dự kiến năm 2015 sẽ đóng góp 180 tỷ đồng doanh thu cho VHC, bên cạnh mảng hoạt động sản xuất cá tra và xuất khẩu gạo. Doanh thu của VHC tăng 24% trong năm 2014 và VPBS ước tính sẽ tăng 22% năm 2015.

Lợi nhuận vẫn tăng khi không còn lợi nhuận bất thường

- Lợi nhuận bất thường giúp lợi nhuận năm 2014 tăng mạnh: VHC bán nhà máy sản xuất thức ăn năm 2014, thu về khoảng 185 tỷ đồng. Sau khi tái cơ cấu và mua thêm nhà máy mới (Vạn Đức Tiền Giang), VHC tiếp tục mở rộng công suất để đáp ứng nhu cầu xuất khẩu. Năm 2015, công suất sẽ tăng tăng 10% đến 15% và LNST ước đạt 340 tỷ đồng, giảm 23% so với năm trước nhưng vẫn tăng 33% so với lợi nhuận điều chỉnh (sau khi đã loại trừ các khoản thu nhập bất thường).

Cổ phiếu VHC đã tăng giá khá cao

- Chỉ số P/E ở mức khá hấp dẫn: Chỉ số P/E của VHC thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành trong khi ROE điều chỉnh cao hơn.
- Mức tăng giá nhanh: Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu VHC đã tăng mạnh hơn thị trường và các doanh nghiệp cùng ngành, tăng khoảng 1,7 lần. Tuy nhiên, dựa vào các chỉ số cơ bản, VHC vẫn là cổ phiếu tốt cho nhà đầu tư dài hạn.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH CHẾ BIẾN CÁ TRA 3
Việt Nam là quốc gia chế biến cá tra lớn nhất thế giới 3
Hoạt động nuôi cá tra tập trung tại khu vực đồng bằng sông Cửu Long 3
Chuỗi giá trị của ngành sản xuất cá tra 4
Xuất khẩu cá tra 5

CTCP VĨNH HOÀN 8
Giới thiệu chung 8
Cơ cấu sở hữu và vận hành 8

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH 10

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 12
Tăng trưởng 12
Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động 12
Khả năng thanh toán và thanh khoản 14

GIẢ ĐỊNH CHO MÔ HÌNH DỰ PHÓNG 15

ĐỊNH GIÁ 17
Mô hình chiết khấu dòng tiền 17
Phương pháp định giá dựa theo thị trường 17
Phân tích độ nhạy 18

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT 19

Phụ lục 1: VPBS dự phóng 20
Phụ lục 2: Danh sách áp thuế chống bán phá giá với từng doanh nghiệp (POR10) 23

TỔNG QUAN NGÀNH CHẾ BIẾN CÁ TRA

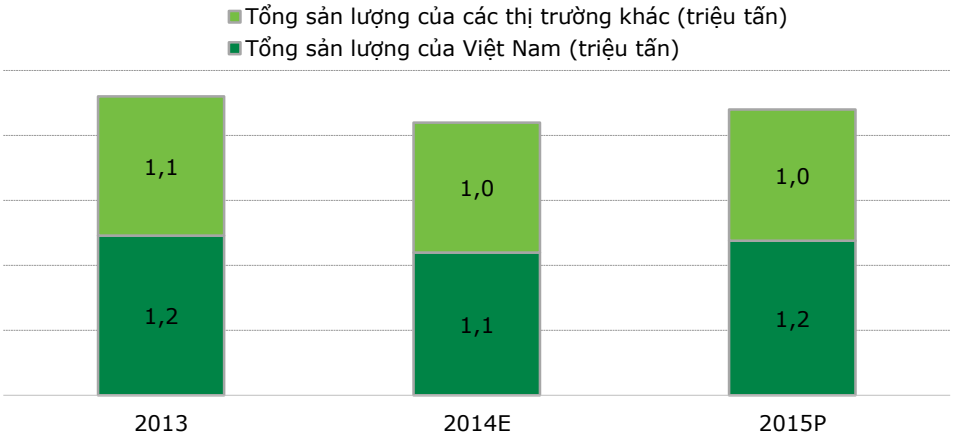
Việt Nam là quốc gia chế biến cá tra lớn nhất thế giới

Cá tra là mặt hàng xuất khẩu lớn thứ hai trong ngành thủy sản với giá trị xuất khẩu đạt 1,77 tỷ USD năm 2014, chiếm 24% tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản.

Việt Nam tiếp tục thành công lớn trong xuất khẩu hàng thủy sản với tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 7,2 tỷ USD, tăng 18,4% so với năm trước. Trong đó, tôm là mặt hàng chủ lực, đóng góp 50,4% tổng kim ngạch, và đạt mức tăng trưởng cao nhất là 27% trong năm 2014. Cá tra đứng vị trí thứ hai với giá trị xuất khẩu đạt 1,77 tỷ USD, chiếm 24% tổng kim ngạch. Do CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) chủ yếu xuất khẩu cá tra, nên chúng tôi chỉ tập trung phân tích phân khúc cá tra trong khuôn khổ báo cáo này.

Cá tra là loại cá da trơn sinh sống ở vùng nước ngọt thuộc khu vực phía Nam và Đông Nam của Châu Á, do đó chỉ một số quốc gia Châu Á như Việt Nam, Ma-lai-xi-a, Băng-la-đét, In-đô-nê-xia và Ấn Độ mới có thể nuôi được loại cá này. Việt Nam được coi là quốc gia sản xuất cá tra lớn nhất thế giới, chiếm 52% tổng sản lượng (khoảng 2,1 triệu tấn). Theo thống kê của Liên minh Nuôi trồng Thủy sản Toàn cầu (GAA), tổng sản lượng cá tra nuôi của thế giới năm 2015 dự kiến đạt 2,2 triệu tấn, tăng nhẹ 5% so với năm 2014.

Tổng sản lượng cá nuôi của các nhà sản xuất chính (Việt Nam, Ma-lai-xi-a, In-đô-nê-xia, Ấn Độ)



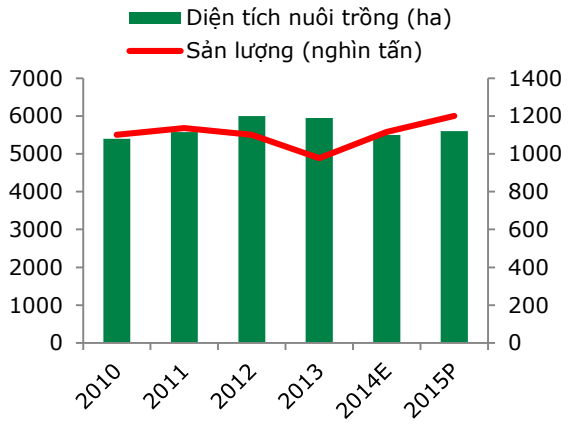
Nguồn: GAA

Hoạt động nuôi cá tra tập trung tại khu vực đồng bằng sông Cửu Long

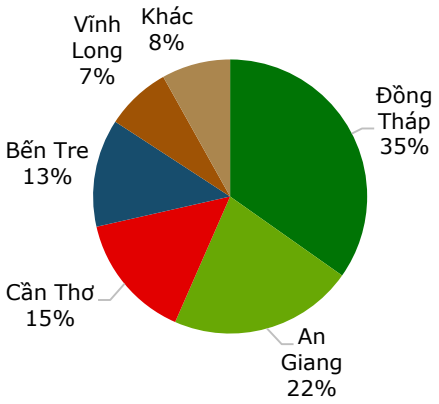
Hoạt động nuôi cá tra tập trung tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. Hai tỉnh An Giang và Đồng Tháp có sản lượng cá tra lớn nhất vùng.

Không giống các loại thủy sản khác có thể được nuôi hoặc đánh bắt tự nhiên, cá tra chỉ có thể được nuôi trong ao hồ. Ở Việt Nam, hầu hết cá tra đều được nuôi tại khu vực đồng bằng sông Cửu Long với diện tích năm 2014 ước đạt 5.500 ha, giảm 8% so với năm trước. Hai tỉnh An Giang và Đồng Tháp có sản lượng cá tra lớn nhất vùng. Theo báo cáo của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (MARD), diện tích nuôi trồng của Việt Nam biến động khá lớn trong năm năm trở lại đây. Lý do chính về vấn đề này có lẽ phụ thuộc vào tốc độ xuất khẩu. Thông thường, diện tích nuôi trồng sẽ tăng khi xuất khẩu tăng và ngược lại.

Diện tích nuôi trồng của Việt Nam và sản lượng từ năm 2010 đến năm 2015



Diện tích nuôi trồng theo vùng năm 2014



Nguồn: MARD

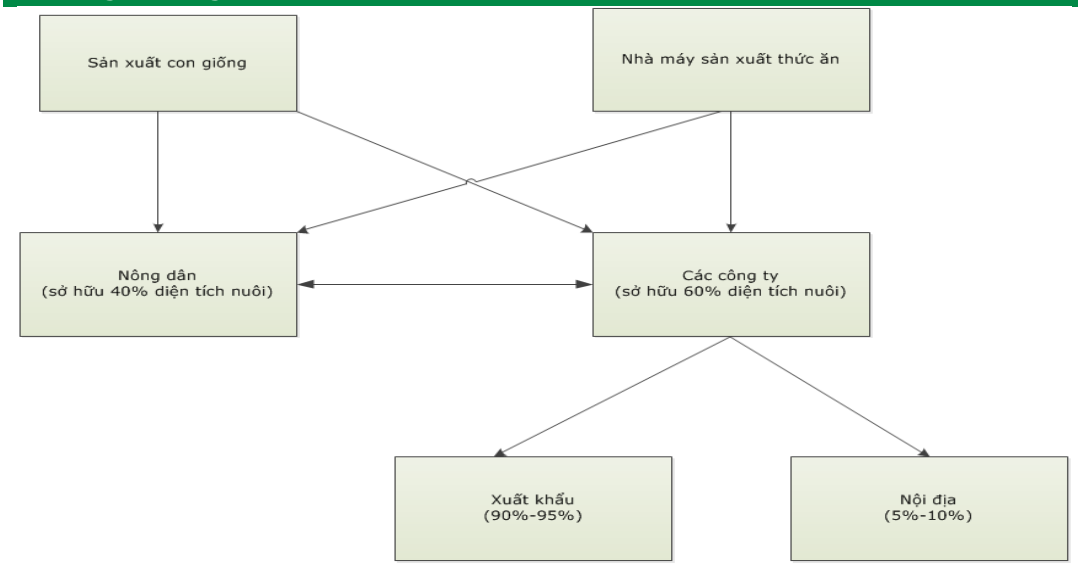
Chuỗi giá trị của ngành sản xuất cá tra

Ngành sản xuất cá tra phát triển dưới sự kiểm soát và hướng dẫn của MARD và Bộ Công thương (MOIT). Về đầu vào của sản xuất cá tra, 40% diện tích nuôi thuộc về người nông dân và 60% thuộc về các công ty sản xuất.

- Người nông dân: nuôi cá tra với quy mô nhỏ (dưới 5 ha/ao). Người nông dân thường sẽ ký các hợp đồng bao tiêu với các cơ sở chế biến. Ngoài ra vẫn có một số lượng nhỏ người nông dân nuôi cá tra tự phát mà không ký hợp đồng với nhà máy chế biến nào.
- Các công ty sản xuất sở hữu các ao cá quy mô lớn với mục tiêu xây dựng mô hình liên kết chuỗi theo chiều dọc từ khâu con giống, chăn nuôi đến chế biến.

Khoảng 90-95% sản phẩm của các công ty sản xuất (chủ yếu là cá phi-lê đông lạnh) được xuất khẩu ra nước ngoài. Số lượng tiêu thụ nội địa chiếm không đáng kể, khoảng 5-10% tổng sản lượng.

Chuỗi giá trị ngành cá tra Việt Nam



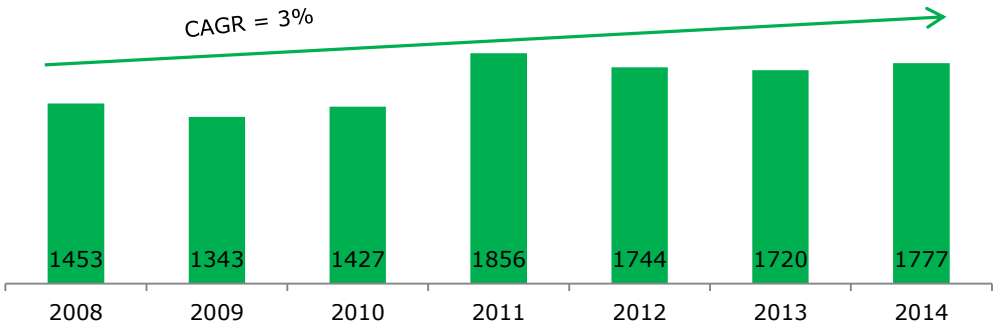
Nguồn:VPBS

Xuất khẩu cá tra

Năm 2014, xuất khẩu cá tra tăng nhẹ 4% về giá trị và 2% về sản lượng. Mỹ luôn luôn là thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam. Vĩnh Hoàn và Hùng Vương là hai công ty xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam.

Từ năm 2008 đến năm 2014, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 3%. Trong năm 2014, xuất khẩu cá tra ước đạt 1,77 tỷ USD về giá trị và 794 nghìn tấn về sản lượng, lần lượt tăng nhẹ 4% và 2% so với năm trước.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam (triệu USD)

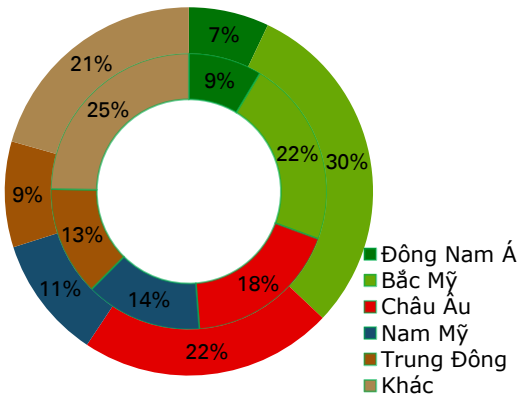


Nguồn:VPBS thu thập

Năm 2014, Việt Nam xuất khẩu cá tra đến 153 thị trường. Trong đó, sáu thị trường chính (Châu Âu, Mỹ, ASEAN, Bra-xin, Mê-xi-cô, Trung Quốc và Hồng Kông) chiếm 66% về giá trị. Mỹ là quốc gia tiêu thụ cá tra của Việt Nam nhiều nhất, sau đó là Bra-xin, Mê-xi-cô và Cô-lum-bi-a.

Năm 2014 đánh dấu sự đa dạng hóa về thị trường xuất khẩu. Các doanh nghiệp Việt Nam đã dịch chuyển từ những thị trường truyền thống sang những thị trường khác, để giảm thiểu rủi ro từ những ảnh hưởng kinh tế. Kim ngạch xuất khẩu đến các quốc gia ASEAN, khu vực Nam Mỹ và Trung Đông lần lượt tăng 12,2%, 15,5% và 16,4%. Các thị trường lâu đời tiếp tục đóng góp chủ yếu, tuy nhiên có xu hướng giảm qua từng năm như Bắc Mỹ (-6,4%), Châu Âu (-10,6%). Nếu phân loại theo quốc gia, giá trị xuất khẩu đến Bra-xin, Mê-xi-cô và Cô-lum-bi-a, Ả rập Saudi và Ai Cập đều lần lượt tăng mạnh 13,8%, 20,4%, 20,4%, 20,2% và 25%. Mặt khác, giá trị xuất khẩu đến Mỹ, Nga và Ukraina giảm mạnh nhất với mức tăng trưởng âm lần lượt là 14,2%, 25,6% và 22,3%.

Cơ cấu sản lượng xuất khẩu theo khu vực, 2013 so với 2014



Lưu ý: Vòng tròn bên trong là số liệu năm 2014, vòng tròn bên ngoài là số liệu năm 2013

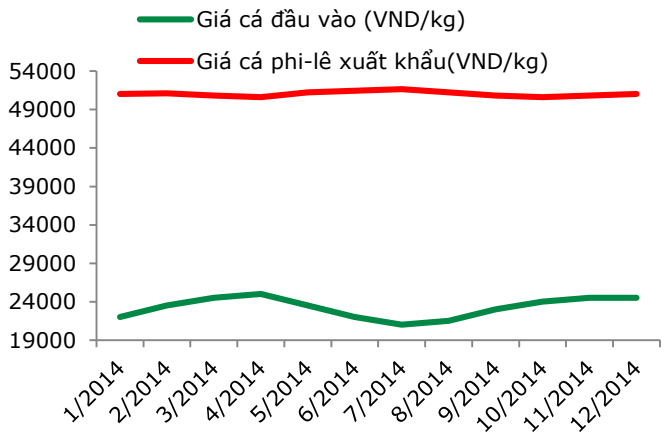
Tốp 10 quốc gia có kim ngạch nhập khẩu cá tra Việt Nam lớn nhất 2014

Quốc gia	Giá trị (triệu đô)
Mỹ	336,8
Braxin	122,8
Mêxico	115,2
Trung Quốc & Hồng Kông	113,2
Tây Ban Nha	72,5
Côlumbia	70,1
Ả Rập Saudi	59,0
Hà Lan	58,7
Thái	43,6
Anh	40,9

Nguồn: Hải Quan Việt Nam

Năm 2014, theo Tổng cục Hải quan, CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) và CTCP Hùng Vương (HVG) là những doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam, đóng góp lần lượt 12% và 8% tổng kim ngạch. Hai doanh nghiệp này có giá trị xuất khẩu vượt xa các công ty khác. Nhìn chung, không có tiêu chuẩn nào về tỷ lệ quy đổi từ cá tra nguyên liệu thành phi-lê dạng miếng, nên chúng tôi ước khoảng 2-2,5kg cá nguyên liệu sẽ chế biến được 1 kg cá phi-lê, phụ thuộc vào kỹ thuật chế biến và tùy sản phẩm cụ thể. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp chế biến dao động từ 7-15%.

Giá cá tra xuất khẩu trung bình và giá cá tra nguyên liệu (đồng/kg) năm 2014



Nguồn:VPBS thu thập

Tốp 10 công ty có kim ngạch xuất khẩu cá tra lớn nhất trong năm 2014

Tên công ty	Giá trị (triệu đô)
CTCP Vĩnh Hoàn	207
CTCP Hùng Vương	140
CTCP Nam Việt	109
CTCP XNK Thủy sản An Giang	85
CT TNHH Thủy sản Biển Đông	76
CT TNHH SX – TM – DV Thuận An	76
CTCP Đầu tư và Phát triển Quốc tế	64
CT TNHH Hùng Cá	59
CT TNHH Đại Thành	56
CTCP Gò Đàng	49

Nguồn:VASEP

Các yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu cá tra

a/ Thuế chống bán phá giá

Vấn đề lớn nhất khi xuất khẩu sang Mỹ là thuế chống bán phá giá. Vào ngày 16/1/2015, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) đã đưa ra mức thuế áp dụng chính thức lên mặt hàng cá tra phi-lê đông lạnh nhập khẩu từ Việt Nam trong đợt rà soát lần thứ 10 (POR10) từ ngày 1/8/2012 đến 31/7/2013. Theo đó, sẽ áp thuế 0,97 USD/kg với 23 doanh nghiệp (danh sách trong phần phụ lục cuối báo cáo) thay vì 1,20 USD/kg như trước (POR9). Các doanh nghiệp khác (không nằm trong danh sách) sẽ chịu mức thuế chung, tăng từ 2,11 USD/kg lên 2,39 USD/kg. Chỉ có một doanh nghiệp là CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) sẽ không phải chịu thuế chống bán phá giá đến đợt rà soát kế tiếp là POR11 vào năm 2017.

b/ An toàn thực phẩm

Kinh tế trì trệ tại khu vực Châu Âu thể hiện rõ qua nhu cầu tiêu thụ. 14 trong tổng số 20 quốc gia nhập khẩu cá tra hàng đầu ghi nhận sự sụt giảm kim ngạch xuất khẩu. Ngoài ra, vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm cũng đáng quan ngại khi xuất khẩu sang thị trường Châu Âu. Hệ thống cảnh báo nhanh về thực phẩm và thức ăn chăn nuôi (RASFF) của Châu Âu đã phát hiện dư lượng kháng sinh cấm sử dụng Nitrofurazone trong 11 lô hàng cá tra nhập khẩu từ Việt Nam trong tháng 12/2014. Cơ quan thẩm quyền Châu Âu đã cảnh báo nghiêm túc về vấn đề này. Tương tự, Nga và Hàn Quốc cũng đã phát hiện kháng sinh cấm sử dụng

trong lô hàng cá tra của Việt Nam. Nga đã ban lệnh cấm nhập khẩu cá tra Việt Nam cuối tháng 1/2014 nhưng đã dỡ bỏ lệnh này từ tháng 8/2014.

c/ Các chính sách của Chính phủ

Năm 2014, Chính phủ đã xây dựng nhiều văn bản pháp luật nhằm phát triển ngành cá tra. Trong đó nổi bật nhất là Quyết định 3885 và Nghị định 36.

- Quyết định 3885/QĐ-BNN-TCTS phê duyệt quy hoạch nuôi, chế biến cá tra vùng Đồng bằng sông Cửu Long đến năm 2020. Cụ thể, văn bản đã đặt ra một số mục tiêu trong trung hạn. Có thể nhận thấy rằng các con số ước tính trong năm 2015 khá dè dặt và không khác nhiều so với số thực hiện năm 2014.

Kế hoạch phát triển đến năm 2020			
Chỉ tiêu	2015P	2016	2020
Số lượng con giống (tỷ con)	3,0	N/A	3,5
Tỷ lệ sản phẩm tăng thêm/tổng sản phẩm	N/A	8-12%	15-20%
Diện tích mặt nước nuôi (ha)	5.500	5.300-5.400	7.600-7.800
Sản lượng cá tra nuôi (triệu tấn)	1,1-1,2	1,25-1,3	1,8-1,9
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	1,75-1,85	2,0-2,3	2,6-3,0

Nguồn: MARD

- Nghị định 36/2014/NĐ-CP hướng dẫn chi tiết về việc nuôi, chế biến và xuất khẩu sản phẩm cá tra. Văn bản này đã gây áp lực đến các doanh nghiệp xuất khẩu. Một số quy định như sau:
  - ✓ Tỷ lệ mạ băng (tỷ lệ nước mạ băng trên tổng trọng lượng) đối với sản phẩm cá tra xuất khẩu phải phù hợp với quy định của quốc gia nhập khẩu. Đối với các trường hợp khác, tỷ lệ mạ băng không được vượt quá 10%.
  - ✓ Hàm lượng nước tối đa không được vượt quá 83% so với khối lượng tịnh (khối lượng cá tra phi-lê sau khi loại bỏ lớp mạ băng) của sản phẩm.

  Hiện nay chỉ có 10% doanh nghiệp chế biến tuân theo hai tiêu chuẩn trên. Ngoài ra, trong trường hợp các tiêu chuẩn này được áp dụng, giá xuất khẩu sẽ phải tăng khoảng 10%-20% so với mức giá hiện nay để có lợi nhuận. Trước tình hình này, MARD đã xin ý kiến Chính phủ về việc hoãn ngày có hiệu lực của Nghị định đến cuối năm 2015. Do đó, trong ngắn hạn, các doanh nghiệp cá tra tạm thời không bị ảnh hưởng bởi quy định mới này. Theo Ủy ban tiêu chuẩn thực phẩm Codex, tỷ lệ mạ băng theo tiêu chuẩn quốc tế tối đa là 5%. Nhìn chung, các doanh nghiệp xuất khẩu cần chuẩn bị kỹ cho sự thay đổi này.

Một số văn bản luật nổi bật trong ngành cá tra năm 2014

Văn bản	Ban hành	Cơ quan quy định	Nội dung	Hiệu lực
Thông tư 198/2014/TT-BTC	18/12/14	Bộ Tài chính	Hướng dẫn phương pháp tính giá thành cá tra nguyên liệu	15/2/15
Quyết định 4669/QĐ-BNN-TCTS	28/10/14	MARD	Hướng dẫn áp dụng VietGAP đối với nuôi thương phẩm cá tra	28/10/14
Quyết định 3885/QĐ-BNN-TCT	11/9/14	MARD	Phê duyệt quy hoạch nuôi, chế biến cá tra vùng Đồng bằng sông Cửu Long	11/9/14
Thông tư 23/2014/TT-BNNPTNT	29/7/14	MARD	Hướng dẫn thực hiện Nghị định số 36/2014	12/9/14
Nghị định 36/2014/NĐ-CP	29/4/14	Chính phủ	Hướng dẫn chi tiết về nuôi, chế biến và xuất khẩu sản phẩm cá tra	20/6/14

Nguồn: VPBS thu thập

CTCP VĨNH HOÀN

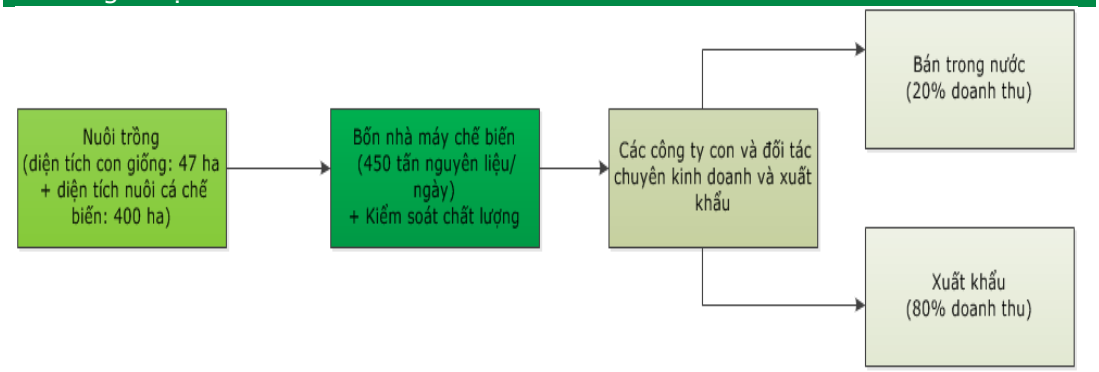
Giới thiệu chung

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) được thành lập vào cuối năm 1997, tiền thân là công ty tư nhân tại thị xã Sa đéc, tỉnh Đồng Tháp. VHC chuyên về công tác nuôi, chế biến cá tra và xuất khẩu cá tra phi-lê. Năm 2007, VHC chuyển đổi thành công ty cổ phần và chính thức niêm yết 30 triệu cổ phiếu trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX). Tính đến cuối năm 2014, vốn điều lệ của VHC là 924 tỷ đồng.

Cơ cấu sở hữu và vận hành

VHC tập trung vào ngành cá tra (hoạt động kinh doanh cốt lõi) và nhà máy sản xuất collagen (được đầu tư từ sáu năm trước). VHC đã quyết định bán nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi, vốn không được công ty coi là hoạt động kinh doanh chính, và việc thoái vốn này không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động của công ty. Cụ thể, tháng 8/2014, VHC bán 70% phần vốn nắm giữ tại CTCP Thức ăn Thủy sản Vĩnh Hoàn 1 (VH1) cho Công ty Pilimco International Pte.Ltd. Mặc dù doanh nghiệp đã bán đi một phần trong chuỗi giá trị, VHC tin rằng vẫn đang có lợi thế mặc cả trong việc mua bán thức ăn chăn nuôi nhờ quy mô sản xuất lớn và mối quan hệ thân thiết với các nhà cung cấp. Mặc khác, VHC đã mua toàn bộ cổ phần tại CTCP Thực phẩm Xuất nhập khẩu Vạn Đức Tiền Giang là công ty chuyên nuôi và chế biến cá tra phi-lê, nhằm tăng năng suất của VHC. Theo đó, VHC sẽ hoạt động theo mô hình liên kết chuỗi với dây chuyền gần như đầy đủ từ khâu nuôi trồng – sản xuất – chế biến – kinh doanh và xuất khẩu.

Chuỗi giá trị của VHC



Nguồn: VPBS

VHC hiện sở hữu năm công ty con và một công ty đầu tư dài hạn nhằm hỗ trợ VHC trong việc kinh doanh nguyên vật liệu và các thành phẩm để xuất khẩu.

Danh sách các công ty con và khoản đầu tư dài hạn của VHC				
Công ty con	Đơn vị	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu của VHC	Hoạt động KD chính
Công ty TNHH Lương thực Vĩnh Hoàn 2	tỷ đồng	100	99%	Kinh doanh gạo
CTCP Vĩnh Hoàn Collagen 5	tỷ đồng	100	85%	Sản xuất collagen và gelatin từ da cá
CTCP Thực phẩm Xuất nhập khẩu Vạn Đức Tiền Giang	tỷ đồng	255	99%	Kinh doanh thức ăn thủy sản
Octagone Holdings Pte Ltd	USD	700.000	100%	Kinh doanh thức ăn thủy sản và xuất nhập khẩu collagen và gelatin
Công ty TNHH MTV Vĩnh Hoàn Hậu Giang	tỷ đồng	30	100%	Nuôi trồng thủy sản, kinh doanh thức ăn và nguyên liệu thức ăn
Đầu tư dài hạn				
Công ty Vĩnh Hoàn (USA) Incorporation	USD	499.912	15%	Kinh doanh thức ăn thủy sản

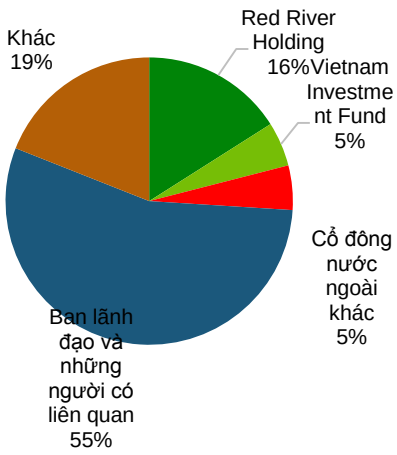
Trong số các công ty con của VHC, Công ty TNHH MTV Vĩnh Hoàn Hậu Giang và Octagone đều mới được thành lập vào cuối tháng 12/2014. Trong đó, Octagone tập trung kinh doanh các sản phẩm collagen và gelatin tại thị trường Xinh-ga-po còn Vĩnh Hoàn Hậu Giang là nhà máy chế biến vừa được VHC mua lại.

Cơ cấu cổ đông của VHC khá tập trung với 25% thuộc về các nhà đầu tư nước ngoài và 55% do cổ đông nội bộ nắm giữ. Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng trên thị trường là khoảng 19%.

Red River Holding và Quỹ Vietnam Investment Fund là hai cổ đông tổ chức lớn của VHC. Bên cạnh đó, bà Trương Thị Lệ Khanh - Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc của VHC nắm giữ 49% cổ phiếu VHC.

Hội đồng quản trị của VHC bao gồm nhiều chuyên gia trong ngành sản xuất cá tra cũng như lĩnh vực quản trị tài chính. Đặc biệt, bà Khanh đã có cống hiến to lớn và ảnh hưởng sâu sắc đến quá trình phát triển của công ty.

Cơ cấu cổ đông tính đến 30/1/2015



Cơ cấu quản trị

Tên	Vị trí	Năm sinh	Sở hữu
Hội đồng quản trị			
Bà Trương Thị Lệ Khanh	Chủ tịch HĐQT	1961	49%
Bà Nguyễn Ngô Vi Tâm	Thành viên HĐQT	1979	0,12%
Ông Huỳnh Đức Trung	Thành viên HĐQT	1963	0,08%
Ông Jean-Eric Jacquemin	Thành viên HĐQT	1961	0,00%
Ông Võ Phú Đức	Thành viên HĐQT	1976	1,49%
Ban giám đốc			
Bà Trương Thị Lệ Khanh	Tổng Giám Đốc	1961	49%
Bà Trương Tuyết Phương	GĐ mua hàng và nhân sự	1974	0,10%
Bà Nguyễn Ngô Vi Tâm	GĐ bán hàng và marketing	1979	0,12%
Ông Huỳnh Đức Trung	GĐ dự án	1963	0,08%
Bà Nguyễn Thị Kim Đào	GĐ tài chính	1979	0,09%
Bà Hồ Thanh Huệ	GĐ sản xuất	1982	0,06%

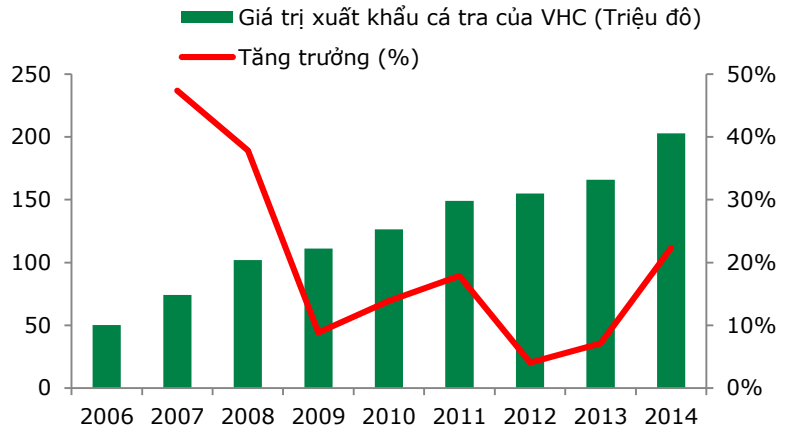
Nguồn : VHC

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

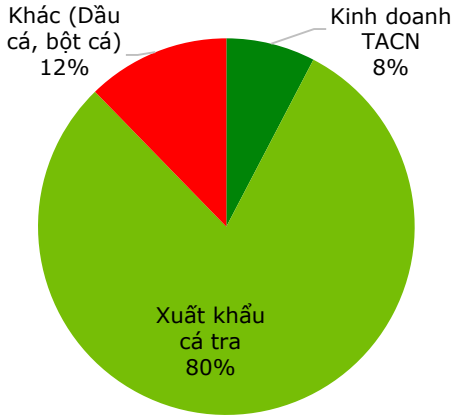
VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam. Năm 2014, tổng giá trị xuất khẩu cá tra đạt 207 triệu USD, tăng 25% so với năm trước.

VHC xuất khẩu khoảng 80% sản phẩm và phần còn lại là tiêu thụ nội địa. Năm 2014, tổng giá trị xuất khẩu cá tra đạt 207 triệu USD, tăng 25% so với năm trước. Xét về doanh thu theo nhóm sản phẩm, 80% doanh thu từ xuất khẩu cá tra, 8% từ kinh doanh thức ăn chăn nuôi, và 12% từ các hoạt động khác (bột cá và dầu cá, kinh doanh gạo).

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của VHC



Cơ cấu doanh thu năm 2014



Nguồn : VHC, Agromonitor

A/ Xuất khẩu cá tra

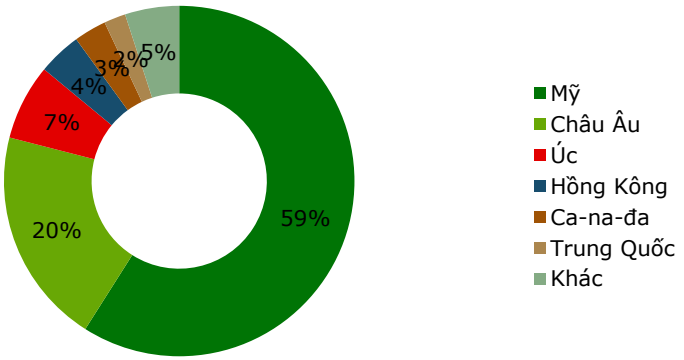
Đầu vào: Năm 2014, tổng diện tích nuôi cá tra đạt 400 ha, đáp ứng 70% nhu cầu cá tra đầu vào. Ba nông trại nuôi cá (37,7 ha) đạt tiêu chuẩn quốc tế của Hội đồng quản lý nuôi trồng thủy sản (ASC). Khoảng 30% nhu cầu cá nguyên liệu được cung cấp bởi các nông dân địa phương có mối quan hệ lâu năm với VHC. Ngoài ra, VHC có 47 ha để nuôi cá bột, đáp ứng 40% nhu cầu của công ty.

Sản xuất: Sau khi mua Vạn Đức Tiền Giang, tổng công suất chế biến tăng lên 450 tấn/ngày với 4 nhà máy, tăng 30% so với công suất năm 2013. Năm 2015, VHC dự kiến tăng 10% công suất nhờ lắp đặt thêm 1 chuỗi dây chuyền sản xuất. Trong ba năm tới, VHC dự kiến tiếp tục nâng công suất thông qua việc xây dựng thêm cơ sở hạ tầng và các thương vụ mua bán sáp nhập khác.

Xuất khẩu: Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu đạt 207 triệu USD, ghi nhận tốc độ CAGR là 13% từ năm 2010 đến năm 2014. Nhờ vậy, VHC duy trì vị trí dẫn đầu trong xuất khẩu cá tra năm năm liên tiếp, chiếm 12% thị phần năm 2014 (năm 2013 chỉ chiếm 9,4%). Sản phẩm chính của VHC là cá tra phi-lê, trong đó 90% là cá phi-lê trắng (giá cao nhất), còn lại là loại cá vàng nhạt và loại hồng nhạt. VHC xuất khẩu chủ yếu sang khu vực Bắc Mỹ (chủ yếu là Hoa Kỳ) và Châu Âu (chủ yếu là Anh và Hà Lan).

VHC là doanh nghiệp duy nhất có mức thuế chống bán phá giá là 0 USD/kg, thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành. Đây là lợi thế lớn của VHC trong hoạt động xuất khẩu cá sang thị trường Mỹ và lợi thế này có thể sẽ kéo dài đến năm 2017.

Thị trường xuất khẩu cá tra của VHC theo từng thị trường trong năm 2014



Nguồn: Báo cáo công ty, Agromonitor

B/ Các sản phẩm kinh doanh khác

Các sản phẩm kinh doanh khác gồm kinh doanh thức ăn thủy sản và chăn nuôi (chiếm 8% doanh thu) và các loại khác (bột cá và dầu cá, xuất khẩu gạo, gelatin và collagen) (12% doanh thu).

Kinh doanh thức ăn chăn nuôi: Bên cạnh hoạt động mua bán thức ăn để sử dụng nội bộ, VHC cũng kinh doanh mặt hàng này, chiếm tỷ trọng tương đối ổn định 6-8% doanh thu vì VHC có lợi thế mặc cả nhờ quy mô sản xuất lớn.

Các mặt hàng khác: VHC vẫn tiếp tục nghiên cứu và phát triển nhiều sản phẩm có giá trị gia tăng chế biến từ cá phi-lê (burger cá, cá tẩm bột, cá cuộn) hoặc phụ phẩm (vây cá, dầu cá, bột cá). Ngoài ra, VHC bắt đầu xuất khẩu gạo từ năm 2012 tuy nhiên đây không phải là thế mạnh của công ty. Vì vậy, VHC đang dự kiến thoái vốn khỏi hoạt động kinh doanh gạo. Nhìn chung, hoạt động kinh doanh các sản phẩm phụ trợ đã giúp VHC tăng khoảng 12% doanh thu.

Gelatin và Collagen: Đây là những sản phẩm được chiết xuất từ da cá, sử dụng làm đồ mỹ phẩm, công nghệ làm bánh hoặc dụng cụ chế tác ảnh. VHC dự kiến sẽ có thêm doanh thu từ hoạt động xuất khẩu gelatin và sản xuất collagen khi đầu tư 424 tỷ đồng vào Vĩnh Hoàn 5 (VH5) – nhà máy sản xuất collagen của VHC. VH5 đã đi vào hoạt động tháng 1/2015 và dự kiến sẽ bắt đầu tạo ra lợi nhuận trong tháng 4/2015. Công suất của nhà máy là 2.000 tấn/năm, trong đó có 1.000 tấn là collagen và 1.000 tấn là gelatin. Khoảng 80-85% sản phẩm của VH5 sẽ được xuất khẩu qua các công ty nhập khẩu (phương pháp B2B).

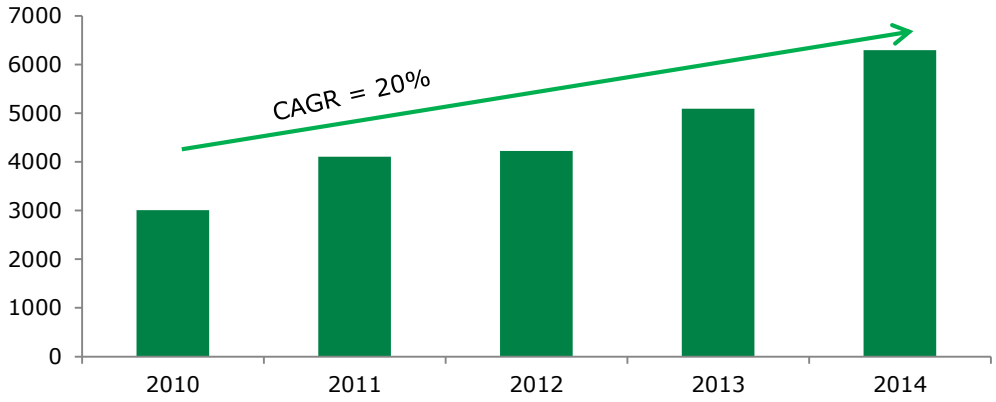
KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tăng trưởng

Từ năm 2010 đến năm 2014, tốc độ CAGR doanh thu của VHC là 20%. Trong đó tốc độ CAGR doanh thu xuất khẩu cá tra là 13%, gấp đôi mức CAGR của toàn ngành.

Từ năm 2010 đến năm 2014, tốc độ CAGR doanh thu của VHC là 20%. Năm 2014 là một năm đầy ấn tượng với doanh thu đạt 6.300 tỷ đồng, tăng 24% so với năm trước. Doanh thu từ cá tra đạt 5.044 tỷ đồng, đóng góp phần lớn 80%. Sự tăng trưởng doanh thu xuất khẩu cá tra năm 2014 nhờ vào giá tăng 5-6% và sản lượng tăng 16-17%.

Doanh thu thuần hợp nhất (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC hợp nhất

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

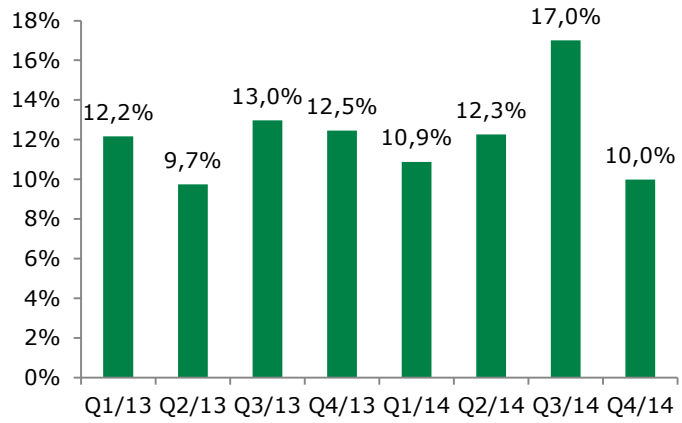
Biên lợi nhuận gộp của VHC đi theo xu hướng giảm từ 20% trong năm 2010 xuống mức 12,5% năm 2014. Tuy nhiên, biên lợi nhuận này đã cải thiện nhẹ từ mức 11,8% của năm 2013. Trong đó, biên lợi nhuận gộp của cá tra là 13%, kinh doanh thức ăn chăn nuôi 7% và các hoạt động khác 11%. Chúng tôi nhận thấy một số lý do dẫn đến sự biến động biên lợi nhuận của VHC năm 2014 như sau:

(1) Tính mùa vụ của hoạt động nuôi cá tra: thông thường cá tra bột sẽ mất khoảng 6 đến 8 tháng để tăng trưởng đến độ tuổi khai thác (khoảng 1 kg). Vì vậy, thời điểm thu hoạch cá của VHC sẽ rơi vào khoảng quý 3 hoặc quý 4, biên lợi nhuận gộp sẽ cao do giảm tỷ lệ mua cá từ nông dân (chỉ mua khoảng 35-40%). Ngược lại, biên lợi nhuận gộp thấp trong quý 1 và quý 2 do tỷ lệ thu mua bên ngoài cao trong giai đoạn này (60-65%).

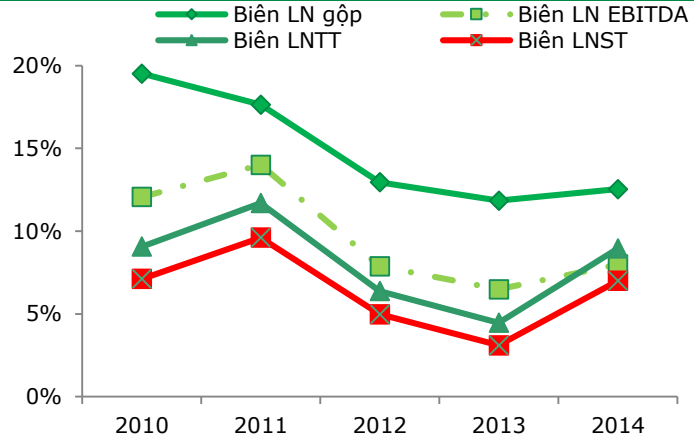
(2) Tính ổn định của nguồn cung từ người nông dân: Do họ chỉ nuôi cá tra tự phát nên sẽ mở rộng diên tích nuôi khi giá cá tăng và thu hẹp khi giá cá giảm. Điều này sẽ gây khó khăn cho doanh nghiệp do thường sẽ có độ trễ giữa diện tích nuôi và sự biến động giá cá. Để giảm bớt rủi ro này, VHC đã xây dựng mối quan hệ lâu năm với các hộ nông và hỗ trợ họ các kỹ thuật nuôi cũng như về vốn.

(3) Do hoạt động tái cấu trúc và mở rộng (VHC đã bán VH1 và mua Vạn Đức Tiền Giang), lợi nhuận của VH1 chỉ hợp nhất trong 7 tháng đầu năm 2014 và lợi nhuận của Vạn Đức Tiền Giang bắt đầu hợp nhất trong 4 tháng cuối năm. Do đó, biên lợi nhuận gộp quý 3/2014 đạt đỉnh 17%, giúp cải thiện biên lợi nhuận của cả năm.

Biên lợi nhuận gộp theo quý (%)



Các chỉ số khả năng sinh lợi (%)



Ghi chú: Biên LNST và biên LNTT có bao gồm khoản lợi nhuận bất thường
Nguồn: BCTC hợp nhất

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) tiếp tục tăng từ 233 tỷ đồng năm 2011 lên 398 tỷ đồng năm 2014, chiếm khoảng 6% doanh thu. Vì vậy biên lợi nhuận EBITDA của VHC tăng từ 6,5% năm 2013 lên 8% năm 2014.

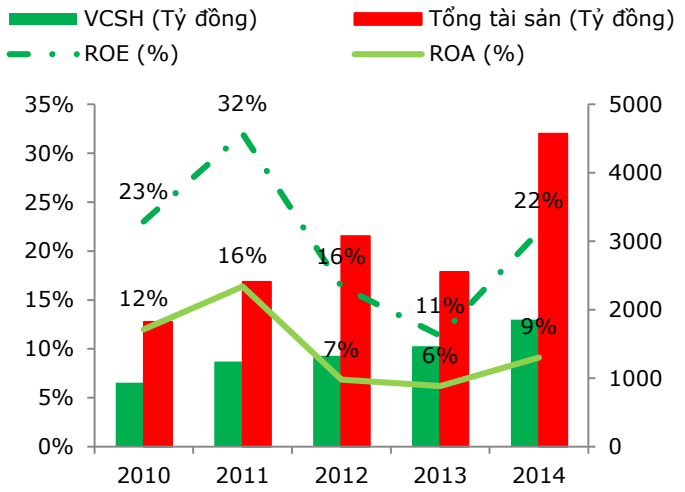
Năm 2014, VHC bán 70% cổ phần VH1 thu về 19,6 triệu USD (401 tỷ đồng), ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường là 185 tỷ đồng. Do đó, doanh thu từ hoạt động tài chính tăng mạnh từ 93 tỷ đồng năm 2013 lên 241 tỷ đồng năm 2014, trong khi chi phí tài chính giảm từ 91 tỷ đồng năm 2013 xuống 61 tỷ đồng năm 2014. Lãi ròng từ hoạt động tài chính ghi nhận 180 tỷ đồng năm 2014.

Thuế thu nhập doanh nghiệp tăng từ 16% năm 2010 lên 22% năm 2014. Lợi nhuận sau thuế của VHC ghi nhận mức cao kỷ lục trong 5 năm, đạt 441 tỷ đồng, gấp 3 lần lợi nhuận sau thuế năm 2013. Biên lợi nhuận ròng đạt 6,6% năm 2014, gấp đôi so với năm trước. Nếu loại bỏ lợi nhuận bất thường từ việc bán VH1, lợi nhuận ròng của VHC vẫn khá ấn tượng, đạt 255 tỷ đồng, tăng 45% so với năm trước.

Tỷ lệ ROE của VHC năm 2014 là 22%, cao hơn so với mức 11% năm 2013 là do: (1) tổng tài sản tăng mạnh khiến hệ số vòng quay tài sản giảm, (2) biên lợi nhuận ròng tăng lên mức 7% nhờ khoản lợi nhuận bất thường từ việc bán VH1, và (3) hệ số nhân vốn chủ sở hữu tăng mạnh từ 1,73 lần năm 2013 lên 2,46 lần năm 2014. Nếu loại bỏ lợi nhuận bất thường từ việc bán VH1, chỉ số ROE điều chỉnh đạt khoảng 13% trong năm 2014.

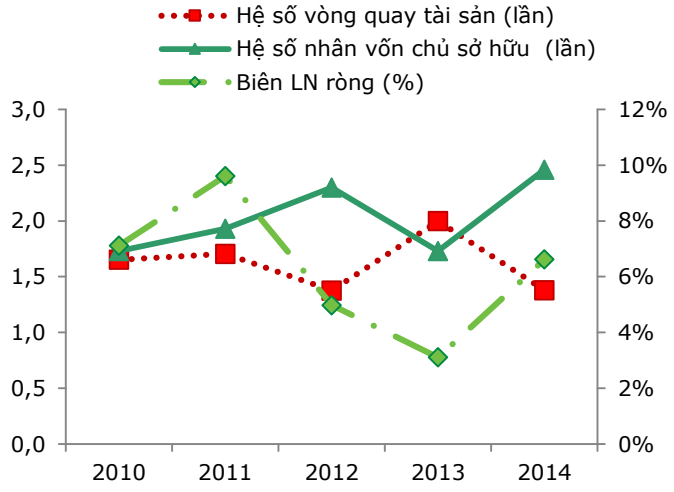
VHC thường trả cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu. Trong năm 2014, VHC trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 2:1 (cổ đông sẽ nhận thêm 1 cổ phiếu đối với mỗi 2 cổ phiếu đã sở hữu). Ngoài ra, VHC phát hành 197.790 cổ phiếu ESOP. Tổng lượng cổ phiếu lưu hành của VHC hiện là 92,4 triệu, tăng 50% so với năm trước.

ROA và ROE



Nguồn: BCTC hợp nhất

Phân tích chỉ số ROE

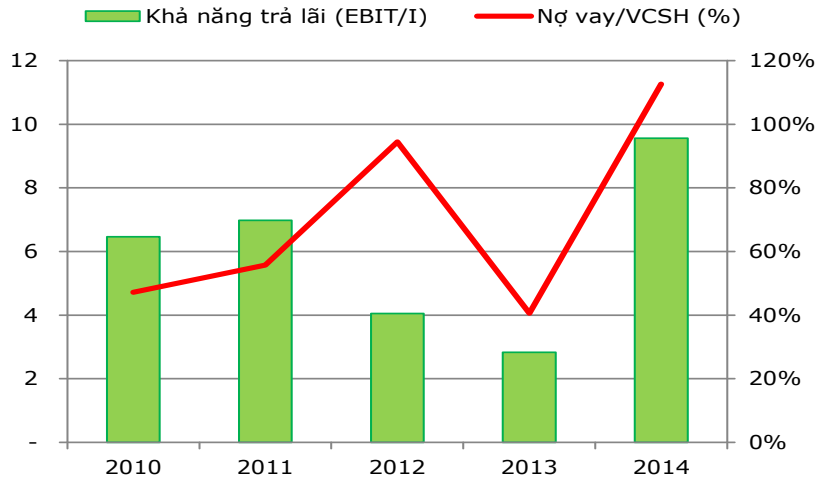


Nguồn: BCTC hợp nhất

Khả năng thanh toán và thanh khoản

Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của VHC tăng từ 47% năm 2010 lên 113% năm 2014. Một đặc điểm của ngành chế biến thủy hải sản là nhu cầu vốn lưu động lớn, đồng nghĩa với việc phần lớn nợ vay là nợ ngắn hạn. Cuối năm 2014, tổng nợ vay của VHC là 2.090 tỷ đồng, trong đó 97% là nợ ngắn hạn. Đáng chú ý, nợ vay ngắn hạn của VHC năm 2014 cao gấp 4 lần năm 2013. Khoản nợ vay này chủ yếu sử dụng để tài trợ nguồn vốn lưu động và hai công ty con là Vạn Đức Tiền Giang và nhà máy sản xuất collagen VH5. Tuy nhiên, khả năng trả lãi vay của VHC khá cao với hệ số thanh toán lãi vay là 9,6 lần.

Phân tích cơ cấu vốn và nợ vay



Nguồn: BCTC hợp nhất

Chỉ số thanh khoản của VHC khá tích cực với hệ số thanh toán hiện hành hơn 1,2 lần và hệ số thanh toán nhanh 0,7 lần. Điều này cho thấy khả năng quản lý thanh khoản tốt của VHC. Tính đến 31/12/2014, VHC có khoảng 89 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền.

Phân tích tính thanh khoản

	2010	2011	2012	2013	2014
Hệ số thanh toán nhanh	0,7	0,9	0,8	0,6	0,7
Hệ số thanh toán hiện hành	1,6	1,7	1,4	1,8	1,2
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	47%	56%	94%	41%	113%
Tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn	32%	36%	49%	29%	53%
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	65	7,0	4,0	2,8	9,6
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA (EBITDA/(I+capex))	2,3	3,0	1,2	1,2	1,2

Nguồn: BCTC hợp nhất, VPBS thu thập

Nhìn chung, khả năng sinh lời của VHC tốt hơn và đòn bẩy tài chính thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong số các công ty sản xuất thủy hải sản được niêm yết, VHC và HVG là hai công ty khá tương đồng xét về quy mô. Trong khi VHC tập trung chủ yếu vào các thị trường như Hoa Kỳ, Anh, Hà Lan và Úc, thì HVG thâm nhập phân tán hơn vào các quốc gia khác thuộc Châu Âu và Châu Mỹ như Tây Ban Nha, Bra-xin, Mê-xi-cô và Nga. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận của hai công ty này khác nhau. Chúng tôi cũng lưu ý rằng những doanh nghiệp khác cùng ngành (ngoại trừ AAM) đều có tỷ lệ nợ vay cao hơn VHC mặc dù công ty đã vay nợ gấp 4 lần so với năm trước.

So sánh giữa VHC và các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Biên LN gộp (%)	ROE (%)	Biên LN ròng (%)	Nợ vay/ VCSH (%)	Hệ số thanh toán hiện hành
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang	AGF	256	12,2	9,0	2,6	108	1,4
CTCP Hùng Vương	HVG	1.320	7,9	15,0	3,0	201	1,3
CTCP Thủy sản Mekong	AAM	126	9,8	3,0	2,0	8	6,3
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	280	14,3	5,0	1,5	173	1,1
CTCP Thủy sản Bạc Liêu	BLF	50	9,5	10,0	0,6	516	1,0
CTCP Thủy sản Số 1	SJ1	56	8,5	11,0	2,9	109	1,2
Trung bình		348	10,4	8,7	2,1	186	2,0
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	924	12,5	16,0	7,0	113	1,2

Ghi chú: ROE của VHC là số điều chỉnh (đã loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường)
Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất các công ty

GIẢ ĐỊNH CHO MÔ HÌNH DỰ PHÓNG

Doanh thu và lợi nhuận gộp

Chúng tôi dự phóng tốc độ CAGR doanh thu của VHC là 22% trong năm năm tới dựa vào các lý do sau:

- VHC vẫn được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% khi xuất khẩu sang Mỹ đến năm 2017. Ngoài ra, nền kinh tế Mỹ phục hồi phần nào sẽ giúp giá trị xuất khẩu của VHC tăng trưởng mạnh hơn. Khi các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác đang chịu ảnh hưởng của thuế chống bán phá giá, vị thế đứng đầu của VHC tại thị trường Mỹ sẽ vẫn được giữ vững cùng với sản lượng tăng 20% mỗi năm. Vì vậy, thị trường Mỹ sẽ vẫn là thị trường chủ lực của VHC trong trung hạn.

- Nhà máy sản xuất collagen VH5 bắt đầu đóng góp lợi nhuận trong năm 2015. VHC dự kiến rằng VH5 sẽ đạt 180 tỷ đồng doanh thu và 20 tỷ đồng LNST. Trong 2 năm tới, nhà máy sẽ hoạt động với công suất là 55% năm 2016 và 80% năm 2017, đồng thời ước tính lợi nhuận LNST sẽ lần lượt đạt 62 tỷ đồng (+310%) và 100 tỷ đồng (+61%).

Kế hoạch kinh doanh của VH5			
Chỉ số	2015P	2016P	2017P
Công suất (%)	35%	55%	80%
Doanh thu (tỷ đồng)	180	235	343
LNST (tỷ đồng)	20	62	100

Nguồn: Báo cáo công ty

- Tăng trưởng doanh thu nội địa: Chúng tôi dự phóng doanh thu bán trong nước sẽ tăng 17%/năm, đóng góp khoảng 20% vào tổng doanh thu.

VHC hiện nay đang tự cung ứng khoảng 60-65% nguyên liệu đầu vào và chúng tôi hy vọng rằng tỷ lệ này sẽ tăng nhẹ lên mức 70% trong 5 năm tới. Tính ổn định của nguyên liệu đầu vào phần nào sẽ giúp VHC gia tăng biên lợi nhuận gộp từ 12,5% năm 2014 lên 14% năm 2019.

Trong năm 2015, chúng tôi dự phóng doanh thu của VHC sẽ đạt 7.686 tỷ đồng, tăng 22% so với năm trước. Lợi nhuận ròng ước đạt 321 tỷ đồng, giảm 23% so với năm trước. Tuy nhiên nếu so với lợi nhuận ròng điều chỉnh năm 2014, lợi nhuận ròng năm 2015 sẽ tăng mạnh 33%.

Hoạt động tài chính

Chúng tôi dự phóng doanh thu và chi phí tài chính của VHC như sau:

- Thu nhập từ lãi: 10% tiền và các khoản tương đương tiền, bao gồm lãi từ tiền gửi ngân hàng, lãi từ các khoản phải thu
- Chi phí trả lãi vay: trung bình khoảng 11%
- Thu nhập tài chính khác: giả định VHC thoái vốn tại công ty con Vĩnh Hoàn 2 (công ty mua bán gạo) trong tương lai gần với giá trị bằng giá vốn, do đó không có lợi nhuận từ việc thoái vốn này.

Thuế suất

Chúng tôi dự phóng chi phí thuế thu nhập của VHC bằng lợi nhuận trước thuế (trừ phần lợi nhuận của các công ty liên kết do khoản này chính là lợi nhuận sau thuế của các công ty này) nhân với mức thuế suất phù hợp. Theo Nghị định 218/2013/NĐ-CP ban hành ngày 26/12/2013, thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ 25% xuống 22% năm 2014 và xuống 20% năm 2016 trở đi. Do đó, thuế suất hiệu dụng sẽ được áp dụng theo tiêu chuẩn thông thường.

Bảng cân đối kế toán

Những giả định chính đối với bản cân đối kế toán hợp nhất của VHC:

- Số ngày bán hàng: ổn định ở mức 46 ngày
- Số ngày hàng tồn kho: ổn định ở mức 96 ngày
- Vòng quay phải trả: Số ngày phải thanh toán cho nhà cung cấp được duy trì ở mức 16 ngày.

- Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn: duy trì theo tỷ lệ ổn định tương ứng với doanh thu và chi phí liên quan
- Chi phí vốn: Dự phóng VHC sẽ đầu tư khoảng 250 tỷ đồng trong 5 năm tới để nâng cao năng suất sản xuất, mở rộng diện tích nuôi cá
- Nợ vay ngắn hạn: chiếm 20-30% doanh thu tùy thuộc vào nhu cầu vốn lưu động
- Nợ vay dài hạn: các chỉ tiêu trong khoản này sẽ được trả dần
- Cổ tức: Dự phóng VHC sẽ duy trì mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ 1.500 đến 2.000 đồng/cổ phiếu.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp gồm mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá dựa trên thị trường (chỉ số P/E) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VHC là **49.000** đồng/cổ phiếu.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cp)
Chiết khấu dòng tiền	55.239	70%	38.667
P/E	35.021	30%	10.506
Giá trị hợp lý			**49.174**

Mô hình chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng DCF để định giá cổ phiếu VHC vì chúng tôi tin rằng dòng tiền trong tương lai vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy tăng trưởng cổ phiếu VHC. Mô hình DCF của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là **55.239** đồng/cổ phiếu.

Các yếu tố đầu vào cho mô hình DCF của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro được lấy tự lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,4%.
- Tỷ suất lợi nhuận thị trường dự kiến ở mức 14,5%.
- Beta của VHC được ước tính ở mức 0,92.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 13,73% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)
- Chi phi sử dụng vốn bình quân (WACC) là 12%.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của VHC là 10% dựa trên cơ sở vai trò đầu ngành của VHC trong xuất khẩu cá tra và triển vọng của VHC trong dài hạn.

Phương pháp định giá dựa theo thị trường

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dựa trên thị trường (chỉ số P/E) để xác định giá cổ phiếu VHC. Chúng tôi đã chọn một số công ty thủy hải sản niêm yết trên cả hai sàn chứng khoán và loại bỏ các công ty không phù hợp. Bảng so sánh sau bao gồm 6 công ty cùng ngành và chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của VHC theo phương pháp này là **35.021** đồng/cổ phiếu.

Nhóm tương đương cùng ngành					
Tên công ty	Mã CP	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE (%)
CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang	AGF	7,59	0,54	11,94	8
CTCP Hùng Vương	HVG	9,86	1,55	19,58	14
CTCP Thủy sản Mekong	AAM	17,12	0,51	7,83	3
CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	12,12	0,63	9,67	9
CTCP Thủy sản Bạc Liêu	BLF	5,12	0,45	8,77	9
CTCP Thủy sản Số 1	SJ1	8,63	0,93	12,41	11
Trung bình		10,07	0,77	11,70	9
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	9,62	2,26	9,08	16
Giá trị hợp lý của VHC (đồng/cp)	**35.021**				

Ghi chú: ROE của VHC là số điều chỉnh (đã loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường)
Nguồn: Bloomberg, Số liệu từ các công ty, VPBS dự phóng

Phân tích độ nhạy

Độ nhạy của giá cổ phiếu VHC theo mô hình DCF do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

WACC \ Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
10%	61.175	90.453	164.773	734.558	(323.615)	(191.343)	(88.465)
11%	43.674	58.779	87.019	158.703	708.286	(1.077.857)	(132.252)
12%	32.840	41.915	56.489	83.736	152.901	252.326	(301.614)
13%	25.777	31.860	40.802	**55.239**	82.482	107.748	778.753
14%	20.205	24.395	30.167	38.622	52.203	62.630	142.042
15%	16.224	19.295	23.342	28.916	37.082	42.777	74.717
16%	13.128	15.457	18.424	22.334	27.718	31.252	48.277

Độ nhạy của giá cổ phiếu VHC theo mô hình DCF do sự thay đổi của tốc độ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp

Tăng trưởng doanh thu 2015 \ 2015 Biên LN gộp năm 2015	12%	13%	14%	15%	16%
21%	50.859	52.208	53.558	54.908	56.258
22%	51.396	52.752	54.106	55.462	56.818
22%	51.933	53.034	**55.239**	56.017	57.377
23%	53.158	54.542	55.964	57.312	58.696
23%	53.680	55.092	56.482	57.873	59.263

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy một giai đoạn tăng giá của cổ phiếu VHC sau khi cổ phiếu này bứt phá khỏi vùng tích lũy 36.000-39.000 và đi lên đạt mức giá cao nhất tại 45.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 24 tháng 2 năm 2015. Sau khi tạo đỉnh tại mức giá này, VHC bước vào giai đoạn điều chỉnh và hiện đang giao dịch bên dưới đường trung bình ngắn hạn MA10 ngày tuy nhiên vẫn nằm trên đường hỗ trợ trung hạn MA50 ngày tại 40.000 đồng/cổ phiếu.

Khối lượng giao dịch của VHC giảm dần trong thời gian gần đây, thấp hơn mức trung bình động của mười phiên giao dịch gần nhất, cho thấy cả lực bán và lực mua đều khá yếu.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu VHC tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Mã cổ phiếu	**VHC**
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	45.000
Giá thấp nhất trong ba tháng	35.100
Đường MA50 ngày hiện tại	39.800
Đường MA100 ngày hiện tại	38.100
Ngưỡng cản trung hạn	45.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	40.000
Khuyến nghị	**NẮM GIỮ**

Diễn biến giá cổ phiếu

Nguồn: VPBS

Phụ lục 1: VPBS dự phóng

(*) Báo cáo chưa kiểm toán

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2013	2014(*)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu cá tra phi-lê	4.178	5.040	6.149	7.502	9.152	11.165	13.622
(% doanh thu)	*82%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*
Doanh thu từ hoạt động khác	917	1.260	1.537	1.875	2.288	2.791	3.405
(% doanh thu)	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Tổng doanh thu	**5.095**	**6.300**	**7.686**	**9.377**	**11.440**	**13.957**	**17.027**
% tăng trưởng	*21%*	*24%*	*22%*	*22%*	*22%*	*22%*	*22%*
Giá vốn hàng bán							
GVHB cá tra phi-lê	3.635	4.435	5.411	6.601	8.054	9.825	11.987
GVHB hàng hóa khác	857	1.075	1.175	1.518	1.723	1.945	2.691
Tổng GVHB (loại trừ chi phí khấu hao)	4.381	5.399	6.456	7.970	9.609	11.584	14.473
GVHB % Doanh thu	*86%*	*86%*	*84%*	*85%*	*84%*	*83%*	*85%*
Khấu hao trong GVHB	111	111	130	149	167	186	205
Giá vốn hàng bán	4.491	5.510	6.586	8.119	9.777	11.770	14.678
Trừ: Khấu hao trong GVHB	111	111	130	149	167	186	205
Giá vốn hàng bán	**4.381**	**5.399**	**6.456**	**7.970**	**9.609**	**11.584**	**14.473**
Lợi nhuận gộp	**714**	**901**	**1.230**	**1.407**	**1.830**	**2.373**	**2.554**
Biên lợi nhuận gộp	*12%*	*13%*	*14%*	*13%*	*15%*	*16%*	*14%*
Chi phí bán hàng	**248**	**245**	**307**	**375**	**458**	**558**	**681**
Chi phí quản lý doanh nghiệp	**136**	**153**	**172**	**193**	**217**	**244**	**274**
Thu nhập từ công ty liên kết	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**331**	**503**	**750**	**838**	**1.156**	**1.571**	**1.599**
Biên lợi nhuận EBITDA	*6%*	*8%*	*10%*	*9%*	*10%*	*11%*	*9%*
Khấu hao	111	111	111	130	149	167	186
EBIT	**220**	**392**	**639**	**709**	**1.007**	**1.403**	**1.413**
Doanh thu tài chính	93	241	89	95	85	92	82
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay	78	41	276	314	356	357	341
Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá							
Chi phí tài chính khác	13	20	17	18	17	18	18
Lãi (lỗ) thu nhập tài chính	**3**	**180**	**(204)**	**(237)**	**(288)**	**(283)**	**(277)**
Thu nhập khác	5	(8)					
Lợi nhuận trước thuế	**228**	**564**	**436**	**472**	**719**	**1.121**	**1.136**
Thuế thu nhập	52	123	96	94	144	224	227
Thuế suất hiệu dụng	23%	22%	22%	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận trước các khoản bất thường	**176**	**441**	**340**	**377**	**575**	**896**	**909**
Lãi (lỗ) các khoản bất thường (trừ thuế)	18	24	18	21	31	49	49
Lợi nhuận từ cổ đông thiểu số	**18**	**24**	**18**	**21**	**31**	**49**	**49**
Lợi nhuận ròng	**158**	**417**	**321**	**357**	**544**	**848**	**859**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2013	2014(*)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tài sản ngắn hạn							
Tiền và các khoản tương đương tiền	73	89	152	53	122	271	85
Đầu tư ngắn hạn	0	802	802	802	802	802	802
Khoản phải thu ngắn hạn	350	792	966	1.179	1.438	1.755	2.141
Vòng quay phải thu	*25*	*46*	*46*	*46*	*46*	*46*	*46*
Tồn kho	1.097	1.415	1.692	2.089	2.519	3.036	3.793
Vòng quay hàng tồn kho	*91*	*96*	*96*	*96*	*96*	*96*	*96*
Tài sản ngắn hạn khác	139	103	103	103	103	103	103
Tổng tài sản ngắn hạn	**1.661**	**3.201**	**3.716**	**4.225**	**4.983**	**5.966**	**6.924**
Tài sản dài hạn							
Nguyên giá	1.199	1.479	1.729	1.979	2.229	2.479	2.729
Khấu hao lũy kế	478	545	656	786	934	1.102	1.288
Tài sản cố định	721	934	1.073	1.193	1.295	1.377	1.441
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0	0	0
Tài sản cố định vô hình		0	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	168	436	436	436	436	436	436
Tài sản dài hạn	**889**	**1.370**	**1.509**	**1.629**	**1.731**	**1.813**	**1.877**
Tổng tài sản	**2.550**	**4.571**	**5.225**	**5.855**	**6.714**	**7.780**	**8.801**
Khoản phải trả ngắn hạn							
Nợ phải trả ngắn hạn	84	243	291	359	433	521	651
Vòng quay khoản phải trả	*7*	*16*	*16*	*16*	*16*	*16*	*16*
Người mua trả trước	94	0	0	0	0	0	0
Vay và nợ ngắn hạn	512	2.026	2.460	2.813	3.203	3.489	3.746
Nợ phải trả ngắn hạn khác	212	359	359	359	359	359	359
Nợ phải trả ngắn hạn	**902**	**2.628**	**3.109**	**3.531**	**3.995**	**4.370**	**4.756**
Vay và nợ dài hạn							
Nợ phải trả dài hạn	84	64	54	44	34	39	37
Nợ dài hạn khác	7	6	6	6	6	6	6
Tổng nợ dài hạn	**91**	**70**	**60**	**50**	**40**	**45**	**43**
Tổng nợ phải trả	**993**	**2.698**	**3.169**	**3.581**	**4.035**	**4.415**	**4.799**
Vốn chủ sở hữu							
Vốn chủ sở hữu ưu đãi		0	0	0	0	0	0
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	805	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151
LNST chưa phân phối	663	705	888	1.106	1.511	2.197	2.835
Vốn chủ sở hữu khác		0	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	**1.468**	**1.856**	**2.039**	**2.257**	**2.662**	**3.348**	**3.986**
Cổ đông thiểu số	88	17	17	17	17	17	17
Tổng nguồn vốn	**2.550**	**4.571**	**5.225**	**5.855**	**6.714**	**7.780**	**8.801**

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2013	2014(*)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	228	417	321	357	544	824	822
Khấu hao	111	117	111	130	149	167	186
Thay đổi vốn lưu động	(274)	(290)	(404)	(541)	(615)	(745)	(1.013)
Các khoản điều chỉnh phi tiền tệ khác	(3)	24	0	0	0	0	0
LCTT từ hoạt động kinh doanh	**62**	**268**	**29**	**(55)**	**78**	**247**	**(5)**
Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0	0	0
Đầu tư TSCĐ	(197)	(393)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)
Tăng/giảm đầu tư	836	(880)	0	0	0	0	0
Các hoạt động đầu tư khác	0	0	0	0	0	0	0
LCTT từ hoạt động đầu tư	639	(1.273)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)
(Chi trả cổ tức)	(5)	(165)	(139)	(139)	(139)	(139)	(185)
Lãi từ cho vay ngắn hạn	5.627	5.653	434	354	390	286	257
Trả vay ngắn hạn	(6.285)	(4.531)	(10)	(10)	(10)	5	(3)
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	64	0	0	0	0	0
Các hoạt động tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
LCTT từ hoạt động tài chính	**(663)**	**1.021**	**285**	**205**	**241**	**152**	**70**
Tiền đầu kỳ	36	73	89	152	53	122	271
Thay đổi trong kỳ	38	16	63	(100)	69	149	(185)
Tiền cuối kỳ	**73**	**89**	**152**	**53**	**122**	**271**	**85**

Phân tích chỉ số	2013	2014(*)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chỉ số định giá							
P/E	9,3	9,2	12,0	10,8	7,1	4,7	4,7
PEG	11,9	3,6	15,5	9,7	4,6	3,1	4,7
EV/EBIT	8,1	14,5	8,9	8,0	5,6	4,0	4,0
EV/EBITDA	5,4	11,3	7,6	6,8	4,9	3,6	3,6
Giá/Doanh thu	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2
P/B	2,1	2,1	1,9	1,7	1,4	1,1	1,0
Chỉ số sinh lời							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	12%	13%	14%	13%	15%	16%	14%
Biên EBITDA	6%	8%	10%	9%	10%	11%	9%
Biên LN hoạt động	4%	6%	8%	8%	9%	10%	8%
LN ròng	3%	7%	4%	4%	5%	6%	5%
Tỷ số lợi nhuận/toognr tài sản	6%	12%	7%	7%	9%	12%	10%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	11%	25%	16%	17%	22%	27%	22%
Chỉ số đòn bẩy							
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	2,8	9,6	2,3	2,3	2,8	3,6	3,4
EBITDA / (I + Cap Ex)	1,2	1,2	1,4	1,5	1,9	2,5	2,4
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Tỷ số nợ vay/VSCH	0,4	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1	0,9
Chỉ số thanh khoản							
Hệ số vòng quay tài sản	2,0	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	14,5	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	60,6	25,9	26,5	26,1	26,5	26,8	26,1
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,5
Hệ số thanh toán hiện hành	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,5
Hệ số thanh toán nhanh	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7

Phụ lục 2: Danh sách áp thuế chống bán phá giá với từng doanh nghiệp (POR10)

STT	Tên công ty	Mức thuế (USD/kg)
1	CTCP Hùng Vương	0,97
2	CTCP Thương mại Thủy sản Á Châu	0,97
3	CTCP Thủy sản Bình An	0,97
4	CTCP Chế biến và XNK Thủy sản Cadovimex	0,97
5	CTCP Chăn nuôi CP Việt Nam	0,97
6	CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	0,97
7	Công ty TNHH Đại Thành	0,97
8	Công ty TNHH Phát Tiến	0,97
9	CTCP Gò Đàng	0,97
10	CTCP Chế biến thủy sản Hiệp Thanh	0,97
11	Công ty TNHH MTV Chế biến Thủy sản Hoàng Long	0,97
12	CTCP Đầu tư và Phát triển Quốc tế	0,97
13	CTCP Nam Việt	0,97
14	Công ty TNHH Chế biến Thực phẩm Thương mại Ngọc Hà	0,97
15	Công ty Cổ phần Thủy sản NTSF	0,97
16	Công ty TNHH Thủy sản Quang Minh	0,97
17	Công ty TNHH Thực phẩm QVD	0,97
18	Công ty TNHH Thủy hải sản Saigon-Mekong	0,97
19	Công ty TNHH Công nghiệp Thủy sản Miền Nam	0,97
20	CTCP Thủy sản Trường Giang	0,97
21	Công ty TNHH XNK Thủy sản Thiên Mã	0,97
22	Công ty TNHH Sản xuất – Thương mại – Dịch vụ Thuận An	0,97
23	CTCP Thủy sản Vinh Quang	0,97
	Mức thuế áp dụng chủ yếu	**2,39**

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%
Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%
Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt
Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Ngô Thu Ba
Chuyên viên phân tích cao cấp - Phân tích cơ bản
bant@vpbs.com.vn

Phạm Trần Hương Giang
Chuyên viên phân tích - Phân tích cơ bản
giangpth@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA
Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng
Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương
Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux
Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh
Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh
Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Hội sở Hà Nội
362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh
76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng
112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kì cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kì địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó,lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kì mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm,có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kì giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.