

CTCP ĐẦU TƯ & PHÁT TRIỂN ĐA QUỐC GIA IDI (IDI)

Giá thị trường VND13.300	Giá mục tiêu VND26.600	Tỷ suất cổ tức 13,5%	Khuyến nghị MUA	Ngành Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	---------------------------	--------------------------------

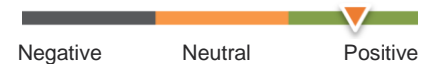
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Ngày 15/06/2018

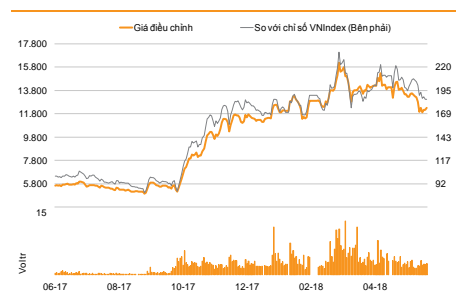
Dinh Quang Hinh

hinh.dinh@vndirect.com.vn

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- NA

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	16.150
Thấp nhất 52 tuần (VND)	5.440
KLGDDBQ 3 tháng (cp)	4.453.223
GTGDDBQ 3 tháng (tr VND)	63.046
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.361
SL CP đang lưu hành (tr)	182
Free float (%)	35
TTM P/E (x)	4,8
P/B (x)	1,1

Cơ cấu sở hữu

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN SAO MAI	51,1%
Lê Thanh Thuận	5,5%
Lê Văn Chung	3,4%
Khác	40,0%

Nguồn: VNDIRECT

Trải qua nhiều thăng trầm cùng với ngành cá tra, IDI đã vươn mình mạnh mẽ trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành về tăng trưởng và hiệu quả sản xuất kinh doanh.

Xuất khẩu thủy sản nói chung và cá tra nói riêng được dự báo tăng trưởng tích cực trong năm 2018. Bộ NN&PTNT dự báo xuất khẩu cá tra có thể đạt 2,0-2,2 tỷ USD trong năm 2018, tăng trưởng khoảng 11-22% so với năm 2017.

Giá xuất khẩu cá tra fillet bình quân của IDI được dự báo tăng 24% trong năm 2018. Cùng với đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ 6,4% nhờ tăng trưởng của một số thị trường xuất khẩu chính như Trung Quốc và ASEAN giúp doanh thu mảng cá tra fillet xuất khẩu dự báo tăng trưởng 31,9% trong năm 2018.

Biên lợi nhuận gộp chung cải thiện tích cực. Nhờ tự chủ được trên 80% nguồn cá nguyên liệu, IDI sẽ tận dụng được cơ hội giá cá tra fillet xuất khẩu tăng trong năm 2018 để cải thiện biên lợi nhuận gộp chung lên mức 15,2% so với mức 12,1% của năm 2017.

Kết quả kinh doanh của mảng thức ăn thủy sản và tinh luyện dầu cá cũng sẽ bứt phá mạnh trong năm 2018 nhờ đóng góp từ nhà máy thức ăn thủy sản mới khánh thành cuối tháng 11/2017 và hoàn thành nâng công suất nhà máy tinh luyện dầu cá thêm 10% lên mức 220 tấn nguyên liệu/ngày.

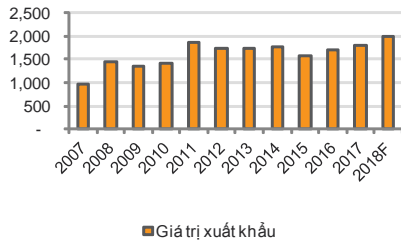
Triển vọng tăng trưởng dài hạn tích cực nhờ triển khai hàng loạt dự án mới nhằm nâng cao năng lực và hoàn thiện chuỗi sản xuất. IDI sẽ triển khai xây dựng nhà máy chế biến thủy sản số 3 với công suất thiết kế 450 tấn nguyên liệu/ngày trong Quý 2 năm 2018 (sau hoàn thành sẽ nâng gấp đôi công suất hiện tại). Ngoài ra, IDI cũng lên kế hoạch khởi công nhà máy sản xuất bao bì thủy sản trong Quý 4 năm 2018.

Cổ tức hấp dẫn. Tỷ lệ lợi tức cổ phần năm 2017 lên tới 13,5%. IDI lên kế hoạch trả cổ tức 30% bằng tiền mặt/cổ phiếu hoặc tiền mặt và cổ phiếu trong năm 2018.

Định giá hấp dẫn. IDI đang giao dịch với P/E forward 2018 là 3,7 lần (dựa trên dự phóng EPS 2018 của chúng tôi) và chiết khấu tới 62% so với trung bình ngành (ANV và VHC). Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu IDI với giá mục tiêu cho năm 2018 là 26.600 đồng/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá 100%.

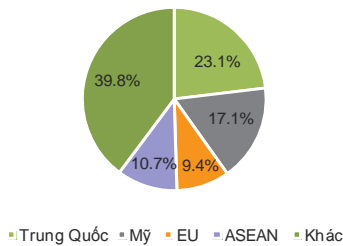
Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần (tr)	2.543.398	4.041.174	5.327.500	7.046.607
Tăng trưởng DT thuần	20,0%	58,9%	31,8%	32,3%
Biên lợi nhuận gộp	14,2%	8,3%	12,1%	15,2%
Biên EBITDA	8,2%	5,9%	10,1%	16,0%
LN ròng (tr)	100.163	94.477	337.620	659.132
Tăng trưởng LN ròng	10,8%	(5,7%)	257,4%	95,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	1,7%	(1,9%)	274,2%	93,1%
EPS cơ bản	1.392	675	1.859	3.629
EPS điều chỉnh	1.392	675	1.859	3.620
BVPS	12.415	11.844	12.229	12.911
ROAE	10,8%	5,6%	15,4%	28,9%

Hình 1: Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam (tỷ đồng) (2007-2018)



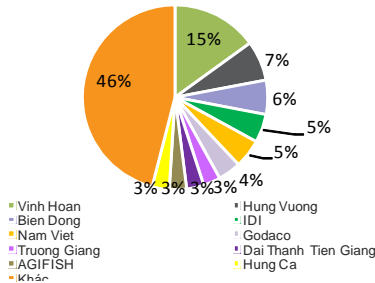
Nguồn: VASEP

Hình 2: Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu chính của con cá tra Việt Nam



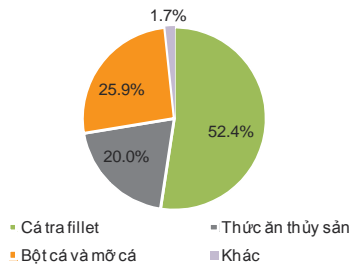
Source: VASEP

Hình 3: Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra



Nguồn: VASEP

Hình 4: Tỷ trọng doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: IDI

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Ngành cá tra ghi nhận tín hiệu phục hồi tích cực trong năm 2017 và Quý 1 năm 2018

Những năm gần đây, ã áp thuế chống bán phá giá của Mỹ và chương trình truyền thông tiêu cực nhằm bôi nhọ “con cá tra Việt Nam” tại một số nước EU ã khiến các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam gặp không ít khó khăn. Tuy nhiên, bất chấp những khó khăn trên, tổng giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam trong năm 2017 vẫn đạt gần 1,8 tỷ USD, tăng 4,3% so với năm 2016, và xếp thứ 2 trong số các mặt hàng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam (sau tôm) nhờ sự tăng trưởng ấn tượng của các thị trường mới là Trung Quốc, Đông Nam Á, Trung Đông và Nhật Bản.

Xuất khẩu cá tra tiếp tục khi nhận tín hiệu khởi sắc trong Q1/2018 với tổng giá trị xuất khẩu 3 tháng đầu năm đạt gần 438 triệu USD, tăng trưởng 18% so với cùng kỳ năm 2017 nhờ tăng trưởng đến từ hầu hết các thị trường xuất khẩu (trừ EU và Brazil). Đặc biệt, xuất khẩu cá tra sang thị trường Trung Quốc trong Q1/2018, đạt 101,2 triệu USD (tăng 45% so với cùng kỳ năm 2017), chiếm 23,7% tổng kim ngạch xuất khẩu mặt hàng này. Trung Quốc ã vươn lên trở thành thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất, tiếp theo là Mỹ và ASEAN.

Với những tín hiệu tích cực ngay từ đầu năm, Bộ NN&PTNT kỳ vọng xuất khẩu cá tra sẽ đạt mức 2-2,2 tỷ USD trong năm 2018, tăng trưởng khoảng 11-22% so với năm 2017 và vượt xa mức tăng trưởng 4,3% của năm 2016.

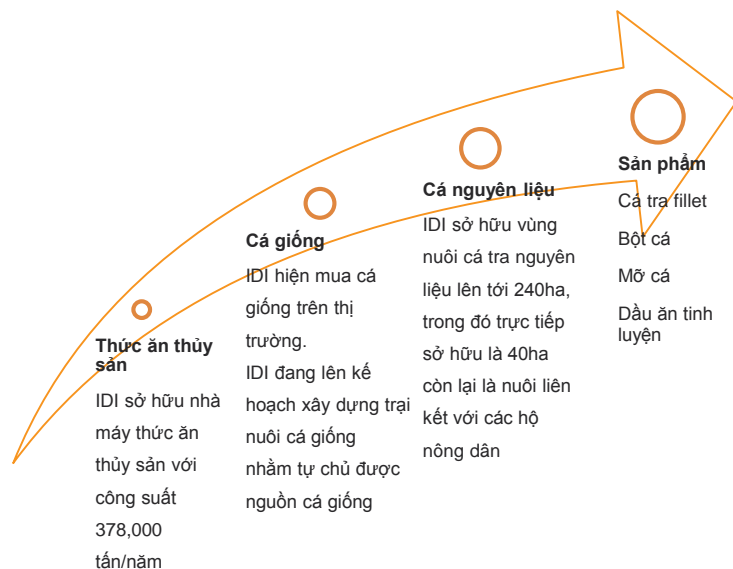
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

IDI là một trong 5 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam

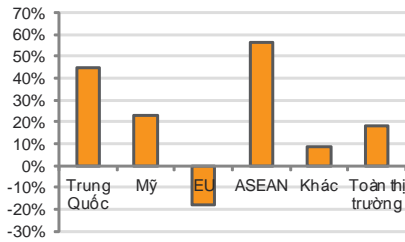
IDI sở hữu chuỗi sản xuất khá khép kín, từ khâu con giống, chế biến thức ăn thủy sản đến chế biến, xuất khẩu cá tra và các phụ phẩm khác như bột cá, mỡ cá và dầu ăn.

IDI hiện có 3 mảng kinh doanh chính là (1) chế biến và xuất khẩu cá tra fillet, (2) chế biến thức ăn thủy sản và (3) hoạt động chế biến bột cá, mỡ cá (dầu ăn) của công ty con là Trisedo (tỷ lệ góp vốn gần 80%). Trong đó, chế biến và xuất khẩu cá tra fillet là mảng kinh doanh quan trọng nhất, chiếm tới 52% doanh thu và 77% lợi nhuận gộp hợp nhất trong năm 2017.

Hình 5: Chuỗi sản xuất của IDI

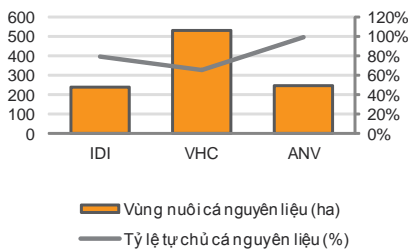


Hình 6: Tăng trưởng của các thị trường xuất khẩu trong Quý 1 năm 2018



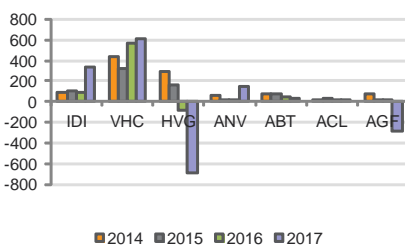
Nguồn: VASEP

Hình 7: Tỷ lệ tự chủ cá nguyên liệu



Nguồn: VNDIRECT

Hình 8: Lợi nhuận sau thuế của một số doanh nghiệp nuôi cá tra (2014-2017)



Nguồn: VNDIRECT

IDI hiện sở hữu 2 nhà máy chế biến cá tra fillet với tổng công suất đạt 450 tấn/ngày, nhà máy chế biến bột cá, mỡ cá với công suất 400 tấn nguyên liệu/ngày, nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi với công suất 378.000 tấn/năm, nhà máy tinh luyện dầu cá với công suất 220 tấn nguyên liệu/ngày. Do vậy, IDI có thể tận dụng triệt để giá trị từ con cá tra (thịt phi lê chỉ chiếm 34% trọng lượng con cá tra còn lại 64% là phụ phẩm, toàn bộ phụ phẩm cá tra được sử dụng để chế biến bột cá làm thức ăn thủy sản và mỡ cá để chế biến dầu ăn (dầu nền Olein và dầu đặc Stearin).

IDI tự chủ được gần 80% nguồn cá nguyên liệu cho sản xuất trong năm 2017

Tổng sản lượng cá nguyên liệu do IDI trực tiếp sản xuất và của các hộ nông dân trong mô hình nuôi liên kết đạt 57.381 tấn, đáp ứng 78,2% nhu cầu cá nguyên liệu của nhà máy chế biến trong năm 2017, còn lại 21,8% công ty thực hiện mua trên thị trường.

IDI lên kế hoạch tự chủ 90-95% nguồn cá nguyên liệu cho sản xuất trong năm 2018

IDI đã nâng diện tích vùng nuôi cá tra nguyên liệu lên 240ha (trong đó tự nuôi 40ha và nuôi liên kết với các hộ nông dân là 200ha). Chúng tôi dự báo, nhu cầu cá nguyên liệu của IDI có thể đạt mức 81.300 tấn và được cung cấp từ các nguồn sau:

- Vùng tự nuôi có diện tích 40ha với sản lượng khoảng 15.000-16.000 tấn cá nguyên liệu, đáp ứng hơn 18% nhu cầu nguyên liệu của nhà máy chế biến cá tra fillet
- Vùng nuôi liên kết có diện tích 200ha với sản lượng khoảng 60.000-70.000 tấn cá nguyên liệu, đáp ứng hơn 74% nhu cầu của nhà máy.

Số cá nguyên liệu còn lại công ty dự kiến mua ngoài thị trường.

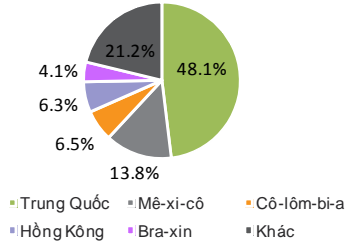
IDI vươn lên dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong ngành cá tra xuất khẩu

Trải qua nhiều thăng trầm cùng ngành cá tra, IDI đã dần vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành về tăng trưởng và hiệu quả sản xuất kinh doanh nhờ thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp mạnh mẽ và lựa chọn hướng phát triển đúng đắn. IDI đã vươn lên đứng thứ 4 về giá trị xuất khẩu (sau Vĩnh Hoàn, Biển Đông và Hùng Vương) (theo Vasep). IDI dẫn đầu về tăng trưởng trong nhóm các doanh nghiệp dẫn đầu ngành với doanh thu tăng trưởng bình quân 36%/năm và lợi nhuận sau thuế tăng 56%/năm trong giai đoạn 2014-2017, vượt lên so với các đối thủ cạnh tranh trực tiếp là Vĩnh Hoàn, Hùng Vương và Nam Việt.

IDI đi đầu xuất khẩu cá tra sang các thị trường mới

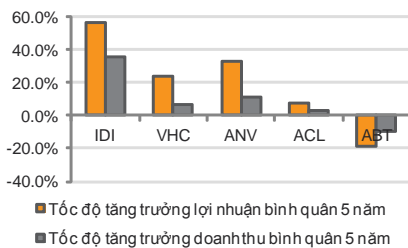
IDI là doanh nghiệp tiên phong xuất khẩu cá tra vào thị trường Trung Quốc từ năm 2010 và cũng là doanh nghiệp chiếm thị phần cao nhất tại Trung Quốc – Hồng Kông, chiếm khoảng 13,5% thị phần toàn thị trường. Giá trị xuất khẩu của IDI sang Trung Quốc trong năm 2017 đạt 49,2 triệu USD, tăng 65,7% so với năm 2016. Hiện tại, IDI xuất khẩu sản phẩm sang 37 quốc gia và vùng lãnh thổ, trong đó thị trường Châu Á đóng góp 64% (Trung Quốc – Hồng Kông góp 54%), thị trường Châu Mỹ chiếm 25% (Mexico góp 13,8%, Brazil góp 4,1%), Châu Âu góp 9% và Châu Phi chiếm 2%. Có thể thấy với cơ cấu xuất khẩu như vậy, IDI sẽ tránh được các rào cản thương mại ngày càng gia tăng tại một số thị trường truyền thống như Mỹ và EU, tuy nhiên IDI phụ thuộc khá nhiều vào thị trường Trung Quốc – Hồng Kông (chiếm hơn 54%) mặc dù đây đang là thị trường lớn và tăng trưởng nhanh nhất hiện nay.

Hình 9: Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu chính của IDI



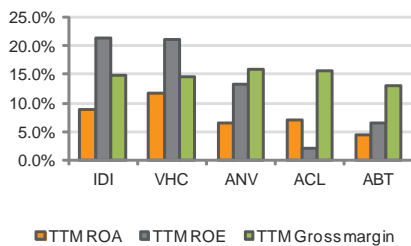
Nguồn: VNDIRECT

Hình 10: Tốc độ tăng trưởng bình quân 5 năm



Nguồn: VNDIRECT

Hình 11: Biên lợi nhuận của một số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra



Nguồn: VNDIRECT

Việc phụ thuộc quá nhiều vào thị trường Trung Quốc – Hồng Kông cũng tiềm ẩn rủi ro do hoạt động thương mại sẽ chịu ảnh hưởng trong trường hợp xảy ra căng thẳng giữa các nước trong khu vực.

CÁC DỰ ÁN MỚI ĐÃ VÀ ĐANG HOÀN THÀNH SẼ GIÚP IDI TIẾP TỤC DUY TRÌ TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG NHANH TRONG NĂM NAY VÀ CÁC NĂM SẮP TỚI

Xây dựng trại cá tra giống

Chất lượng của cá giống có vai trò quyết định đến hiệu quả nuôi và chất lượng của cá thương phẩm. Để hoàn thiện khép kín chuỗi sản xuất nhằm chủ động trong chăn nuôi và kiểm soát giá thành sản phẩm, IDI lên kế hoạch xây dựng trại cá giống trong năm nay nhằm ổn định nguồn cá giống cho toàn bộ vùng nuôi cá nguyên liệu của công ty. Tự chủ được nguồn cá giống sẽ giúp IDI kiểm soát tốt chất lượng và giá thành sản xuất của cá nguyên liệu, từ đó gia tăng năng lực cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu.

Phát triển vùng nuôi cá nguyên liệu

IDI dự kiến mở rộng vùng nuôi lên 400ha vào năm 2020 (bao gồm cả tự nuôi và liên kết), tăng 160ha (66,7% so với hiện nay). Công ty đã lập dự án mở rộng vùng nuôi cá tra tại tỉnh Đồng Tháp với diện tích tăng thêm là 46ha. IDI dự kiến tự chủ được 90-95% nguồn nguyên liệu cho nhà máy chế biến cá tra fillet trong năm 2018.

Nâng công suất nhà máy cá tra fillet xuất khẩu

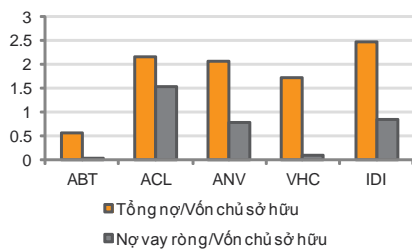
Trong năm 2017, hai nhà máy đông lạnh của IDI đang hoạt động hết công suất mà vẫn không đáp ứng đủ các đơn đặt hàng của khách (bao gồm cả các đơn hàng tăng thêm từ các công ty chế biến cá tra khác do không đủ cá nguyên liệu để thực hiện đơn hàng cho khách chuyển sang). Công ty thậm chí phải thuê ngoài nhằm đảm bảo đáp ứng đủ các đơn hàng của khách hàng khiến chi phí giá vốn bị đội lên. Chính vì vậy, Công ty dự kiến sẽ khởi công xây dựng nhà máy chế biến cá tra xuất khẩu số 3 với công suất thiết kế 450 tấn cá nguyên liệu/ngày vào Quý 2 năm 2018 (tức nâng gấp đôi công suất hiện tại lên mức 900 tấn cá nguyên liệu/ngày).

Tổng giá trị đầu tư dự kiến là 500 tỷ đồng từ nguồn vốn tự có và vay thương mại. Nhà máy mới sẽ đáp ứng được các đơn đặt hàng tăng thêm của khách hàng cũng như tạo điều kiện để công ty mạnh dạn ký hợp đồng và đẩy mạnh doanh số trong các năm tiếp theo. IDI dự kiến vay thêm 300 tỷ đồng để tài trợ cho dự án trên. Việc tăng vay nợ để tài trợ cho dự án này sẽ đẩy tỷ lệ vay nợ ròng của IDI lên mức 1,1 lần, là mức tương đối cao và làm gia tăng rủi ro tài chính trong trường hợp tình hình sản xuất kinh doanh có những biến chuyển bất lợi hay mặt bằng lãi suất tăng lên. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này là không cao, ít nhất là trong 1-2 năm tới đây do dòng tiền của IDI sẽ được cải thiện tích cực trong năm nay và năm tới nhờ việc gia tăng công suất tại một số nhà máy hiện nay như nhà máy thức ăn thủy sản và nhà máy tinh luyện dầu ăn sẽ giúp cải thiện dòng tiền của IDI và giảm thiểu rủi ro về thanh khoản.

Khánh thành nhà máy chế biến thức ăn thủy sản có tổng mức đầu tư 1.000 tỷ đồng với công suất thiết là 378.000 tấn/năm vào ngày 21/11/2017

Dự án này tận dụng từ nguồn nguyên liệu là bột cá từ nhà máy Trisedo để đảm bảo nhà máy thức ăn thủy sản có đủ nguyên liệu để sản xuất thức ăn thủy sản cho cá có vây, đồng thời với công suất nêu trên vẫn cơ bản đảm bảo để nhà máy sản xuất đủ thức ăn cho vùng nuôi cá tra của công ty. Nhà máy mới góp phần sử dụng triệt để phụ phẩm từ con

Hình 12: Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy của một số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra



Nguồn: VNDIRECT

cá tra, nâng cao giá trị gia tăng cho sản phẩm đầu ra và sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận mảng thức ăn thủy sản của IDI trong các năm tới đây.

Xây dựng nhà máy sản xuất bao bì thủy sản

Hàng năm, chuỗi sản xuất thủy sản của IDI cần tới hàng trăm tỷ đồng để mua bao bì các loại. Để tự chủ được sản xuất, tiết kiệm giá thành và tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm, IDI dự kiến đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất bao bì thủy sản với tổng giá trị đầu tư dự kiến là 200 tỷ đồng từ nguồn vốn tự có và vay thương mại. IDI dự kiến khởi công nhà máy trong Quý 4 năm 2018 và dự kiến hoàn thành vào năm 2020.

Khánh thành kho lạnh số 3 trong Quý 4 năm 2018

Dự án có sức chứa thiết kế là 10.000 tấn được xây dựng bằng nguồn vốn tự có. Dự án đi vào hoạt động sẽ giúp IDI tiết giảm chi phí thường xuyên phải đi thuê lưu kho bãi hàng ngày, giảm giá thành sản xuất và tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm cá tra fillet của công ty.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tỷ lệ nợ cao so với mặt bằng chung trong ngành

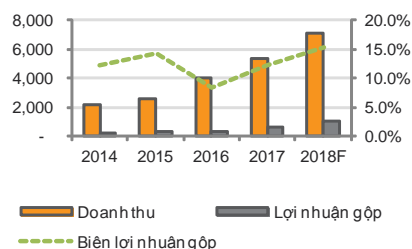
Theo BCTC Q1/2018, tổng nợ phải trả của IDI đạt 3.478 tỷ đồng, giảm nhẹ 1,1% so với cuối năm 2017. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (tổng nợ/VCSH) của IDI ở mức 2,46 lần. Xét riêng nợ vay, nợ vay ngắn và dài hạn của IDI trong Q1/2018 khoảng 3.010 tỷ đồng, giảm 2,2% so với đầu năm và chiếm 86,5% tổng nợ. Nếu trừ đi tiền và tương đương tiền, tổng nợ ròng của IDI đạt mức 2.036 tỷ đồng, vẫn ở mức tương đối cao và bằng 85% vốn chủ sở hữu. Nợ vay cao do trong các năm vừa qua IDI liên tục triển khai đầu tư hàng loạt dự án lớn như (1) dự án nhà máy thức ăn thủy sản với tổng mức đầu tư 1.000 tỷ đồng, (2) dự án hoàn thiện dây chuyền sản xuất và nâng công suất nhà máy tinh luyện dầu cá, (3) phát triển vùng nuôi cá nguyên liệu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro tài chính là không cao do (1) dòng tiền hoạt động đã dương trở lại kể từ năm 2017 (đạt 329 tỷ đồng) và sẽ tiếp tục cải thiện trong các năm tới khi các dự án mới của IDI đi vào hoạt động ổn định, (2) hệ số khả năng thanh toán lãi vay vẫn đảm bảo ở mức 2,0 lần (năm 2017) và sẽ tiếp tục cải thiện khi dự báo KQKD của IDI tăng trưởng mạnh trong năm 2018 và (3) nợ vay của IDI có thể giảm nhanh kể từ năm 2020 trở đi khi nhu cầu đầu tư mở rộng và hoàn thiện chuỗi sản xuất giảm dần.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

Năm 2018 sẽ tiếp tục là một năm thuận lợi đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của IDI

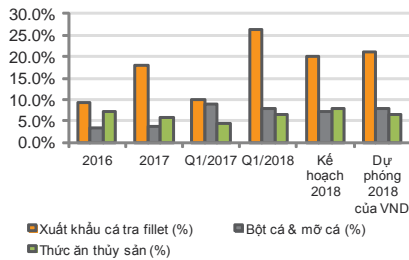
- **Triển vọng ngành phục hồi tích cực.** Mặc dù còn gặp khó khăn từ “thẻ vàng” của EU, chính sách bảo hộ thương mại và truyền thông tiêu cực tại một số thị trường truyền thống, chúng tôi nhận thấy những tín hiệu phục hồi khá rõ nét của ngành thủy sản nói chung và cá tra nói riêng trong Q1/2018 và cả năm 2018. Theo Tổng cục Thống Kê, tốc độ tăng trưởng ngành thủy sản Quý 1 năm 2018 đạt 4,76% - mức cao nhất 8 năm trở lại đây, trong đó, tổng sản lượng đạt hơn 1 triệu tấn, tăng 4,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Kim ngạch xuất khẩu của ngành đạt gần 1,8 tỷ USD tăng 17,5% so với cùng kỳ. Ngành cá tra cũng “lội ngược dòng ngoạn mục” với tổng giá trị xuất khẩu 3 tháng đầu năm đạt gần 438 triệu USD, tăng trưởng 18% so với cùng kỳ năm 2017 nhờ tăng trưởng đến từ hầu hết các thị trường xuất khẩu (trừ EU và Brazil).
- **Giá cá tăng mạnh giúp tăng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận gộp.** Chúng tôi dự báo giá bình quân cá tra fillet xuất khẩu

Hình 13: Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của IDI



Nguồn: VNDIRECT

Hình 14: Tỷ trọng biên lợi nhuận gộp theo từng mảng kinh doanh (%)

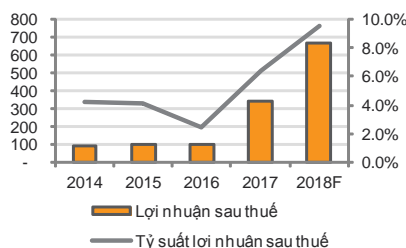


Nguồn: VNDIRECT

của IDI dự kiến tăng 24% trong năm 2018, chủ yếu ảnh hưởng từ đà tăng của giá cá tra nguyên liệu. Nguồn cung cá nguyên liệu dự báo sẽ thiếu hụt cho đến cuối năm 2018, do vậy giá cá tra nguyên liệu và giá cá tra fillet xuất khẩu dự kiến sẽ đứng ở mức cao từ nay đến cuối năm 2018. Đối với các doanh nghiệp tự chủ được nguồn cá nguyên liệu và kiểm soát tốt giá thành sản xuất, việc giá cá tra fillet xuất khẩu tăng lên sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp, trong đó có IDI. Cùng với đó, chúng tôi dự báo sản lượng cá tra tiêu thụ của IDI tăng trưởng khoảng 6,4% cũng góp phần cải thiện doanh thu và lợi nhuận cho doanh nghiệp trong năm 2018.

- **Kết quả kinh doanh của mảng thức ăn thủy sản sẽ bứt phá nhờ đóng lớn từ nhà máy thức ăn thủy sản mới khánh thành cuối tháng 11/2017.** Nhà máy mới có công suất thiết kế lên tới 378.000 tấn/năm. Chúng tôi dự phóng mảng thức ăn thủy sản sẽ đạt doanh thu hơn 1.623 tỷ đồng, tăng trưởng 53% so với năm 2017 và hoàn thành 82% kế hoạch năm. Lợi nhuận gộp đạt mức 105 tỷ đồng, tăng 69% yoy so với năm 2017 nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ từ mức 5,8% (năm 2017) lên mức 6,5% (năm 2018) nhờ giá thức ăn thủy sản có xu hướng tăng lên khi nhu cầu thả nuôi cá nguyên liệu gia tăng trong thời gian gần đây.
- **Hoàn thiện nhà máy tinh luyện dầu cá giúp nâng cao giá trị gia tăng cho sản phẩm và cải thiện biên lợi nhuận.** IDI về cơ bản đã hoàn thiện xong nhà máy tinh luyện dầu cá trong năm 2017, nâng công suất thiết kế lên 220 tấn nguyên liệu/ngày kết hợp với dây chuyền shortening sẽ giúp cải thiện và nâng cao hiệu quả sản xuất của mảng kinh doanh bột cá, mỡ cá. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh bột cá, mỡ cá tăng trưởng 20% và 160% trong năm 2018. Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh từ mức 3,6% (năm 2017) lên mức 7,8% (năm 2018).
- **Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận gộp hợp nhất của IDI đạt lần lượt là 7.047 tỷ đồng và 1.070 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 32,3% và 65,6% so với năm 2017.** Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh từ mức 12,1% (năm 2017) lên mức 15,2% trong năm 2018.
- **Chi phí tài chính ròng trong năm 2018 dự kiến tăng mạnh 54% lên mức 123 tỷ đồng do công ty tiếp tục tăng vay nợ trong năm 2017 và 2018 để thực hiện các dự án nâng công suất nhà máy thức ăn thủy sản, hoàn thiện nhà máy tinh luyện dầu cá và nhà máy chế biến cá tra fillet số 3.**
- **Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự kiến tăng 23,2% lên 255 tỷ đồng.** Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần giảm nhẹ từ mức 3,9% của năm 2017 xuống mức 3,6% trong năm 2018.
- **Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế hợp nhất của cổ đông công ty mẹ đạt 659 tỷ đồng, tăng trưởng 95% so với cùng kỳ năm 2017.** EPS cơ bản năm 2018 dự phóng đạt 3.629 đồng, tăng 95,2% so với năm 2017.

Hình 15: Lợi nhuận sau thuế và tỷ suất lợi nhuận sau thuế của IDI (2014-2018F)



Nguồn: VNDIRECT

ĐỊNH GIÁ

Hình 16: So sánh chỉ tiêu tài chính của một số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra (dữ liệu ngày 12/6)

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (triệu đô)	TTM NPAT growth (%)	TTM EPS growth (%)	TTM ROA (%)	TTM ROE (%)	D/E (x)	P/B (x)	TTM P/E (x)	P/E forward 2018 (x)
VHC	Việt Nam	237.3	7.9%	7.9%	11.8%	21.2%	1.7	2.0	9.1	8.0
ANV	Việt Nam	143.6	365.5%	195.2%	6.6%	13.2%	2.1	2.3	15.0	10.9
ABT	Việt Nam	19.6	-44.6%	-44.6%	4.4%	6.5%	0.6	1.2	17.1	na
ACL	Việt Nam	10.0	3.7%	-5.3%	2.2%	7.0%	2.1	0.7	8.7	na
Trung bình ngành					6.3%	12.0%	1.6	1.5	12.5	9.4
Trung vị ngành					5.5%	10.1%	1.9	1.6	12.1	9.4
IDI	Việt Nam	103.4	327.5%	314.2%	8.8%	21.3%	2.5	1.1	4.8	3.6

Nguồn: VNDIRECT

Hình 17: Dự phóng năm 2018

Dự phóng	Giá trị
Lợi nhuận sau thuế năm 2018 (tỷ đồng)	659
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	2,602
Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân năm 2018 (triệu cp)	182
EPS năm 2018 (VND)	3,620
Giá trị sổ sách trên 1 cổ phiếu trước trả cổ tức năm 2018 (VND)	14,328

Nguồn: VNDIRECT

Hình 18: Định giá

Phương pháp định giá	Hệ số mục tiêu (lần)	Giá ước tính theo mỗi phương pháp định giá (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp vào kết quả chung (VND)
P/E forward 2018 của nhóm định giá	9.4	34,196	33.3%	11,399
P/E trung bình 3 năm của IDI	6.5	23,549	33.3%	7,850
P/B trung bình của ngành	1.5	21,993	33.3%	7,331
Giá mục tiêu (VND)				26,579

Nguồn: VNDIRECT

IDI hiện đang giao dịch với mức P/E forward 2018 là 3,7 lần (dựa trên dự phóng EPS 2018 của chúng tôi), tương đương mức chiết khấu 62% so với trung bình của hai đối thủ tương đồng trong ngành là VHC và ANV.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu IDI với giá mục tiêu cho năm 2018 là 26.600 đồng/cổ phiếu dựa trên trung bình giá của 3 phương pháp định giá là (1) theo hệ số P/E trung bình ngành, (2) theo hệ số P/B trung bình ngành và (3) theo hệ số P/E trung bình 3 năm gần nhất của IDI. Với giá đóng cửa phiên giao dịch ngày 15/6 ở mức 13,300 đồng/cổ phiếu thì tiềm năng tăng giá của cổ phiếu IDI so với giá mục tiêu của chúng tôi là 100%.

RỦI RO

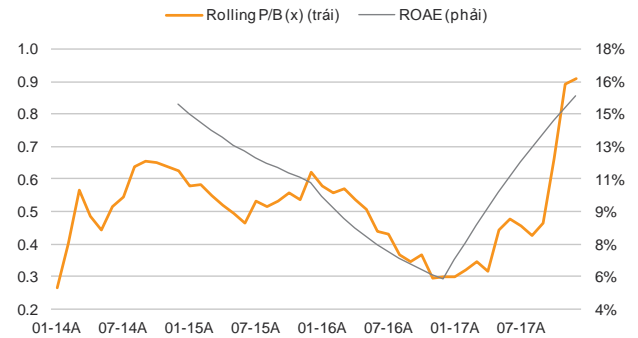
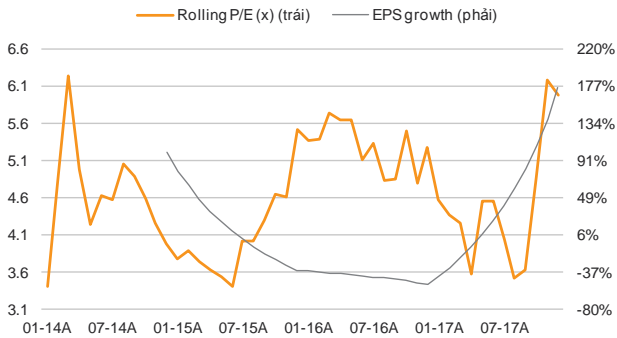
Tỷ lệ vay nợ cao

Như đã trình bày ở phần “Phân tích tài chính”

Rủi ro thị trường

Là một doanh nghiệp xuất khẩu, hoạt động sản xuất kinh doanh của IDI phụ thuộc lớn vào thương mại toàn cầu và các chính sách thương mại của các quốc gia mà IDI xuất khẩu sản phẩm tới (chính sách bảo hộ thương mại, hàng rào kỹ thuật v.v). IDI cũng ý thức được vấn đề này và đã cố gắng đa dạng hóa thị trường xuất khẩu trong những năm gần đây, tuy nhiên mức tập trung còn tương đối cao, đặc biệt là đối với thị trường Trung Quốc – Hồng Kông (chiếm tới 54% tổng giá trị xuất khẩu của IDI). Căng thẳng địa chính trị trong tương lai giữa Việt Nam và Trung Quốc có thể ảnh hưởng đến thương mại giữa hai nước, do đó sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của IDI.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tr/VND)	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần	4.041.174	5.327.500	7.046.607
Giá vốn hàng bán	(3.707.741)	(4.681.231)	(5.976.665)
Chi phí quản lý DN	(41.613)	(39.476)	(66.639)
Chi phí bán hàng	(133.534)	(164.216)	(187.645)
LN hoạt động thuần	158.286	442.577	815.658
EBITDA thuần	158.286	442.577	997.232
Chi phí khấu hao	0	0	(181.574)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	158.286	442.577	815.658
Thu nhập lãi	91.359	114.959	127.843
Chi phí tài chính	(152.035)	(195.477)	(250.877)
Thu nhập ròng khác	5.244	(726)	5.545
TN từ các Cty LK & LD	2.721	0	7.258
LN trước thuế	105.575	361.334	705.427
Thuế	(6.025)	(18.441)	(36.002)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5.074)	(5.272)	(10.293)
LN ròng	94.477	337.620	659.132
Thu nhập trên vốn	94.477	337.620	659.132
Cổ tức phổ thông	0	(270.027)	(545.761)
LN giữ lại	94.477	67.593	113.371

Bảng cân đối kế toán

(tr/VND)	12-16A	12-17A	12-18E
Tiền và tương đương tiền	168.228	459.951	338.306
Đầu tư ngắn hạn	1.415.575	567.533	496.875
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.872.490	1.676.818	1.932.918
Hàng tồn kho	485.235	522.528	547.968
Các tài sản ngắn hạn khác	37.902	45.897	43.805
Tổng tài sản ngắn hạn	3.979.430	3.272.727	3.359.874
Tài sản cố định	605.640	768.254	1.009.047
Tổng đầu tư	14.000	0	0
Tài sản dài hạn khác	481.514	1.695.913	2.457.445
Tổng tài sản	5.080.583	5.736.895	6.826.366
Vay & nợ ngắn hạn	2.009.309	2.473.187	3.120.824
Phải trả người bán	234.949	209.288	343.625
Nợ ngắn hạn khác	111.100	229.328	304.866
Tổng nợ ngắn hạn	2.355.358	2.911.804	3.769.315
Vay & nợ dài hạn	574.185	604.121	712.237
Các khoản phải trả khác	28	24	15
Vốn điều lệ và	1.816.097	1.816.097	1.816.097
LN giữ lại	186.528	203.864	307.356
Vốn chủ sở hữu	2.151.011	2.220.947	2.344.799
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.080.583	5.736.895	6.826.366

Báo cáo LCTT

(tr/VND)	12-16A	12-17A	12-18E
LN trước thuế	105.575	361.334	705.427
Khấu hao	56.646	55.908	54.760
Thuế đã nộp	(9.536)	(6.364)	(36.002)
Các khoản điều chỉnh khác	59.072	80.016	132.360
Thay đổi VLĐ	(514.609)	(161.605)	(314.284)
LC tiền thuần HĐKD	(302.851)	329.289	542.261
Đầu tư TSCĐ	(557.947)	(189.461)	(327.057)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	25.603	0	7.504
Các khoản khác	(1.028.476)	(71.982)	(403.898)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(1.560.820)	(261.442)	(723.451)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	832.847	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quý	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	749.988	523.899	634.929
Dòng tiền từ HĐTC khác	(19.374)	(29.622)	(29.622)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(270.027)	(545.761)
LC tiền thuần HĐTC	1.563.461	224.250	59.545
Tiền & tương đương tiền đầu kì	468.896	168.228	459.951
LC tiền thuần trong năm	(300.209)	292.096	(121.645)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	168.687	460.324	338.306

Các chỉ số cơ bản

	12-16A	12-17A	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	2,3%	6,3%	9,4%
Vòng quay TS	0,94	0,98	1,12
ROAA	2,2%	6,2%	10,5%
Đòn bẩy tài chính	2,54	2,47	2,75
ROAE	5,6%	15,4%	28,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	71,1	47,4	42,3
Số ngày nắm giữ HTK	47,9	40,7	33,5
Số ngày phải trả tiền bán	23,2	16,3	21,0
Vòng quay TSCĐ	5,93	7,76	7,93
ROIC	2,0%	6,4%	10,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,69	1,12	0,89
Khả năng thanh toán nhanh	1,48	0,94	0,75
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,67	0,35	0,22
Vòng quay tiền	95,8	71,8	54,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	58,9%	31,8%	32,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(15,0%)	179,6%	84,3%
Tăng trưởng LN ròng	(5,7%)	257,4%	95,2%
Tăng trưởng EPS	(51,5%)	175,4%	95,2%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	675	1.859	3.629
BVPS (VND)	11.844	12.229	12.911

Nguồn: VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Chuyên viên Phân tích

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>