

28/9/2018

ĐỘNG LỰC TỪ TRUNG QUỐC

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)
tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	13,800
Upside	N/A

Trần Thành Hưng (ptkt)

hungtt@bsc.com.vn	
Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	N/A

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (mil)	181
Vốn hóa (VND. bil)	2,460
Giá cao nhất trong 52 tuần	16,000
KLGD trung bình 10 phiên	4,399,005
Sở hữu nước ngoài	

Cổ đông lớn (%)

CTCP Tập đoàn Sao Mai	51.1%
Lê Thanh Thuận	5.5%
Nguyễn Văn Khương	5.3%
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa quốc gia	4.6%
CTCP Chứng khoán MB	1.6%

Chart (1 year)



Tổng quan công ty: IDI là công ty hoạt động trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu thủy sản, chủ yếu là mặt hàng cá tra. Đối tác xuất khẩu chính là thị trường Trung Quốc, với thị phần đạt 13.5% tại Trung Quốc trong năm 2017.

Định giá

Kết thúc phiên giao dịch ngày 27/9/2018, IDI đóng cửa ở mức giá 13,800 VND; tương đương với mức P/E trailing là 4.27, P/B trailing là 1.13.

Catalyst

- Tiềm năng tăng trưởng từ thị trường Trung Quốc: (1) Tiêu thụ cá tại Trung Quốc được dự báo đạt 67,718 nghìn tấn đến năm 2021, tương ứng CAGR là 1.2%/năm; (2) Trung Quốc giảm thuế NK với sản phẩm cá tra fillet và cá tra tươi
- Mở rộng công suất nhà máy mới: công ty xây dựng nhà máy chế biến số 3 với công suất 450 tấn nguyên liệu/ngày, nâng tổng suất chế biến lên 900 tấn nguyên liệu/ngày.
- Công ty dự kiến trả cổ tức 11% đợt I năm 2018, dividend yield đạt 7.9%.

Rủi ro đầu tư

- Biến động nguyên liệu đầu vào: BSC cho rằng IDI chịu rủi ro chính từ biến động giá cá giống. Cá tra giống trong tháng Tám tăng mạnh, hiện dao động quanh mức 53,000 – 55,000 VND/kg, tăng 2 lần kể từ đầu tháng Sáu
- Rủi ro từ thị trường xuất khẩu: Rủi ro từ thương mại tiểu ngạch và mức cạnh tranh ngày càng tăng tại Trung Quốc
- Rủi ro biến động lãi suất, tỷ giá

Cập nhật kết quả kinh doanh

Trong 1H.2018, IDI ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2,836 tỷ (+23.4% yoy) và 317 tỷ (+311.6% yoy). Trong đó, sản phẩm từ cá tra đóng góp 56% cơ cấu doanh thu nhưng chiếm 85% lợi nhuận gộp.

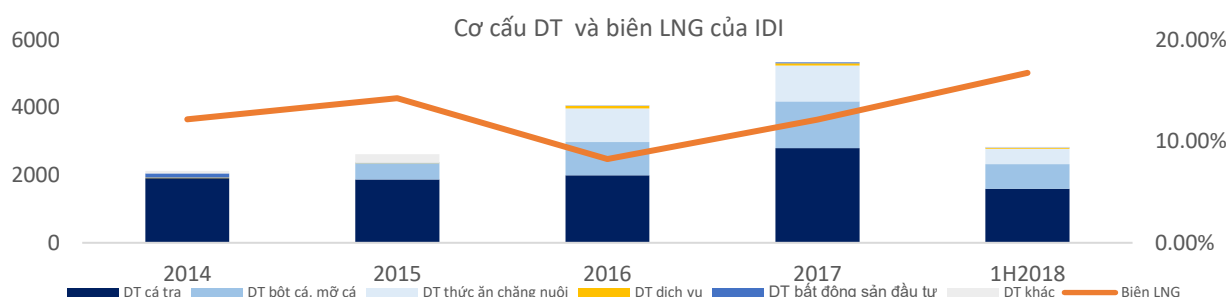
Cuối T9.2018, kim ngạch xuất khẩu của IDI đạt 100 triệu USD (+36.7% yoy). Trung Quốc và Hong Kong tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của IDI, chiếm 45% tỷ trọng.

Công ty dự kiến trả cổ tức 11% tiền mặt hoặc cổ phiếu trước tháng 10/2018.

CTCP Đầu tư và phát triển đa quốc gia I.D.I

KQKD 1H2018. Trong 1H.2018, IDI ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2,836 tỷ (+23.4% yoy) và 317 tỷ (+311.6 % yoy). Trong đó, sản phẩm từ cá tra đóng góp 56% cơ cấu doanh thu nhưng chiếm 85% lợi nhuận gộp. Biên LNG của IDI đạt 16.75% , tăng từ mức 9% so với cùng kỳ. BSC cho rằng giá bán tại thị trường Trung Quốc tăng trung bình 21% so với cùng kỳ, trong khi công ty không chịu rủi ro biến động từ giá cá tra nguyên liệu giúp cho biên LNG đạt mức ấn tượng. BSC kỳ vọng rằng trong 2H.2018, điều kiện xuất khẩu thuận lợi tại Trung Quốc và mô hình phát triển khép kín, biên LNG vẫn duy trì ở mức cao.

BSC lưu ý rằng tuy IDI có kết quả kinh doanh ấn tượng, thị trường Trung Quốc vẫn là một thị trường mới, rủi ro. Biến động tại thị trường Trung Quốc sẽ ảnh hưởng lớn đến IDI, khi thị trường này chiếm 48% cơ cấu xuất khẩu của công ty.



Nguồn: IDI

Động lực tăng trưởng chính đến từ thị trường Trung Quốc. Cuối T9.2018, công ty đã xuất khẩu 100 triệu USD (+36.7% yoy). Trung Quốc và Hong Kong tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của IDI, chiếm 45% tỷ trọng với kim ngạch đạt 45 triệu USD. Lãnh đạo công ty cho biết IDI là doanh nghiệp đầu tiên khai phá thị trường Trung Quốc và năm 2017, công ty chiếm 13.5% thị phần toàn ngành.

Việc tiên phong có thể sẽ cho I.D.I lợi thế nhất định, tuy nhiên, BSC cho rằng do sản phẩm không có nhiều khác biệt, và các doanh nghiệp khác cũng đang chuyển hướng sang thị trường Trung Quốc khiến cạnh tranh gia tăng, IDI sẽ gặp khó khăn trong việc giữ vị thế đứng đầu của mình.

So sánh một số doanh nghiệp xuất khẩu chính vào thị trường Trung Quốc

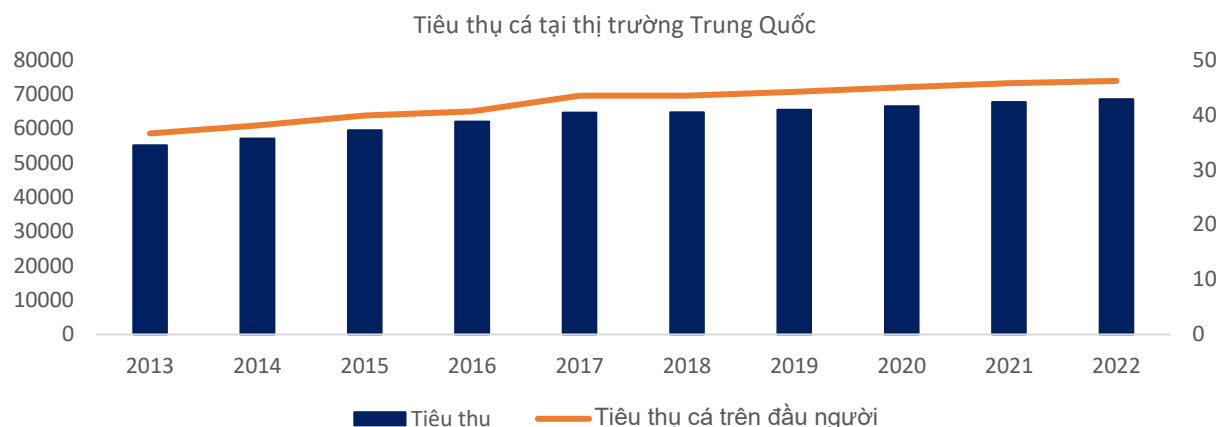
Công ty	Sản phẩm chính	Giá bán (USD/tấn)
CTCP Đầu tư và Phát triển đa quốc gia I.D.I	Fillet hồng, Fillet trắng, Fillet đỏ	2,415
CTCP Vĩnh Hoàn	Fillet trắng, Cá tẩm gia vị	3,471
CTCP Thủy sản Trường Giang	Fillet trắng, Fillet hồng	1,993
CTCP Nam Việt	Fillet trắng, Fillet hồng	2,534
CTCP TNHH Đại Thành	Fillet trắng, Fillet hồng	2,609

Nguồn: BSC Research

CTCP Đầu tư và phát triển đa quốc gia I.D.I

Tiềm năng thị trường Trung Quốc Trung Quốc là thị trường tiêu thụ cá tra với có tốc độ tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây, lần lượt là 59% và 51% trong 2017 và 2016. BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ cá tra tại Trung Quốc vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.

Theo dự báo của FAO, tiêu thụ các sản phẩm cá tại Trung Quốc được dự báo đạt 67,718 nghìn tấn đến năm 2021, tương ứng tỷ lệ CAGR đạt 1.2%/năm. Mỗi năm, Trung Quốc sẽ cần nhập khẩu 4,200 nghìn tấn cá để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ.



Nguồn: OECD Sta

Theo số liệu thống kê của ITC, cá tra Việt Nam chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tiêu thụ cá thịt trắng tại Trung Quốc, khoảng 5%. Đồng thời, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung cũng là một cơ hội cho việc xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc. Sau khi áp thuế hàng thủy sản từ Mỹ, ngày 31/5, Bộ Tài chính Trung Quốc đã công bố giảm thuế nhập khẩu đối với 221 mặt hàng thủy, hải sản: thuế cá tra fillet giảm từ 10% xuống 7%, thuế cá tra tươi/ướp lạnh giảm từ 12% đến 7%.

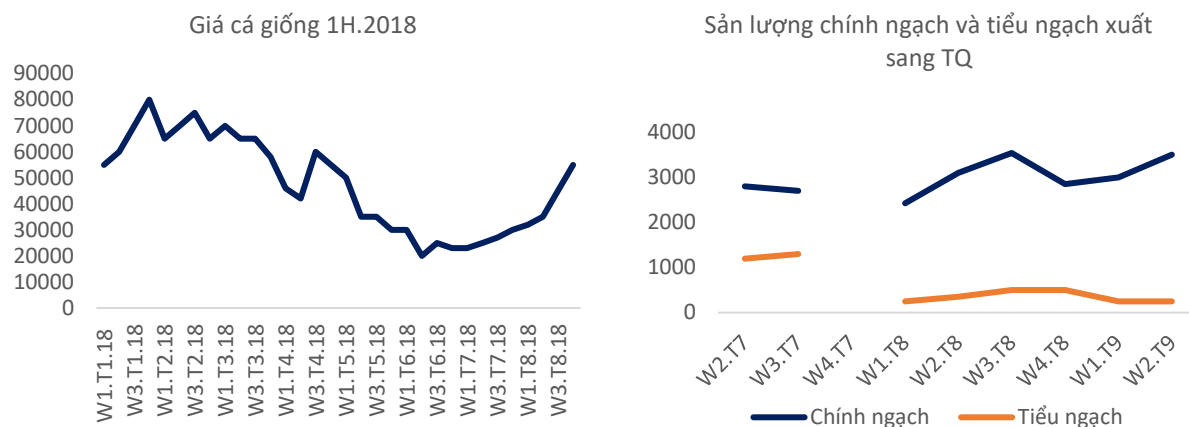
Tăng công suất do xây dựng nhà máy mới Hiện tại, IDI đang sở hữu hai nhà máy đông lạnh với công suất thiết kế là 450 tấn nguyên liệu/ngày. Cả hai nhà máy đều đang hoạt động hết công suất, và công ty phải thuê ngoài (với công suất 150 tấn nguyên liệu/ngày) để đáp ứng đủ nhu cầu đơn hàng. Công ty dự kiến khởi động xây dựng nhà máy chế biến số 3 với công suất 450 tấn nguyên liệu/ ngày vào Quý 4.2018. Tổng giá trị dự án khoảng 500 tỷ đồng, và nhà máy dự kiến sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2019.

Chi phí nuôi trồng của IDI dao động quanh mức 21,000 – 22,000 VND/kg. IDI đang có 240 ha diện tích nuôi trồng: 40 ha vùng nuôi của công ty, 200 ha vùng nuôi liên kết. Với vùng nuôi liên kết, công ty sẽ cung cấp thức ăn với tỷ lệ 1.57 và 5,000 – 7,000 VND/kg cho các chi phí còn lại, khiến giá thu mua dao động quanh 21,000 – 22,000 VND/kg; thấp hơn 15% so với giá cá nguyên liệu trung bình 8T.2018.

Rủi ro từ biến động giá cá giống Do IDI đã phát triển một mô hình kinh doanh khép kín, tự chủ 90 – 95% nhu cầu cá tra nguyên liệu và 98% nhu cầu thức ăn, BSC cho rằng IDI chịu rủi ro chính từ biến động giá cá giống, do IDI nuôi trồng từ cá giống lên cá nguyên liệu. Cá tra giống trong tháng Tám tăng mạnh, hiện dao động quanh mức 53,000 – 55,000 VND/kg, tăng 2 lần kể từ đầu T6.2018.

CTCP Đầu tư và phát triển đa quốc gia I.D.I

BSC



Nguồn: BSC Research

Rủi ro thương mại tiểu ngạch tại thị trường Trung Quốc. Trong 1H.2018, sản lượng chính ngạch và tiểu ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc lần lượt là 38.7 và 14.5 nghìn tấn. Theo VASEP, các lô hàng cá tra xuất khẩu sang đường tiểu ngạch không có yêu cầu nghiêm ngặt về chất lượng do nhà sản xuất đánh đổi chất lượng để bán giá thấp. Điều này dễ khiến hình ảnh cá tra bị bôi nhọ và khiến người tiêu dùng quay lưng đối với sản phẩm.

Rủi ro gia tăng cạnh tranh tại thị trường Trung Quốc. Trong bối cảnh hai thị trường truyền thống chính (Mỹ và EU) đều có những cản trở thương mại làm nản lòng các doanh nghiệp thủy sản, nên nhiều doanh nghiệp đều chuyển hướng sang thị trường Trung Quốc. Nhu cầu cao, trong khi rào cản thương mại thấp khiến cho thị trường Trung Quốc ngày càng cạnh tranh.

CTCP Đầu tư và phát triển đa quốc gia I.D.I

BSC**TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
Doanh thu thuần	1,350	1,485	1,548	1,253	1,583
LN gộp	129	236	202	228	247
DT tài chính	35	26	38	32	34
CP tài chính	(61)	(50)	(46)	(41)	(58)
Lãi vay	(56)	(47)	(433)	(40)	(48)
CP bán hàng	(39)	(48)	(48)	(33)	(42)
CP QLDN	(10)	(9)	(10)	(12)	(13)
Lãi/lỗ HĐKD	55	155	136	174	167
TN nhập khác (ròng)	0	(0)	(0)	1	(0)
LN trước thuế	55	155	136	175	167
LN sau thuế	52	147	130	167	149
LN CĐ thiếu số	1	1	2	1	2
LN Cty mẹ	51	146	128	166	147
EPS	278	805	642	912	811

DTT trong 1H.2018 tăng 23.4% yoy do giá bán cá tra tăng mạnh. Sản phẩm từ cá tra đóng góp 56% doanh thu và 85% lợi nhuận gộp.

Biên LNG đạt mức cao kỷ lục, 16.75% , tăng mạnh từ mức 9% so với cùng kỳ. BSC cho rằng giá bán tại thị trường Trung Quốc tiếp tục tăng, và chuỗi kinh doanh khép kín sẽ giữ mức biên cao trong 2H.2018

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh chủ yếu do tăng từ sử dụng dịch vụ mua ngoài

TS ngắn hạn	3,991	4,043	3,959	3,303	3,452
Tiền và ĐT ngắn hạn	1,603	1,426	1,702	974	1,020
Phải thu ngắn hạn	1,819	1,781	1,685	1,801	1,773
Tồn kho	527	789	526	491	599
TS ngắn hạn khác	42	46	46	37	61
TS dài hạn	1,381	1,441	1,714	2,563	2,566
Phải thu dài hạn	11	11	11	11	12
TSCĐ	581	571	769	777	766
TS dở dang dài hạn	383	391	402	562	560
TS dài hạn khác	3	6	6	9	11
Tổng TS	5,372	5,483	5,673	5,866	6,018
Nợ phải trả	3,144	3,108	3,441	3,478	3,482
Nợ ngắn hạn	2,529	2,477	2,837	2,887	2,903
Vay ngắn hạn	2,147	2,103	2,466	2,419	2,469
Nợ dài hạn	615	631	604	591	578
Vay dài hạn	615	631	604	591	578
Vốn chủ sở hữu	2,228	2,375	2,233	2,388	2,537
Vốn góp	1,816	1,816	1,816	1,816	1,816
LN chưa phân phối	258	404	260	369	513
Tổng nguồn vốn	5,372	5,483	5,673	5,866	6,018

Tại 30.6.2018, công ty đang có 1,701 tỷ tiền gửi ngân hàng, chiếm 28% TTS

Giá trị khoản phải thu khá cao. Công ty hiện đang có 1 khoản phải thu 351 tỷ từ ASM do ứng trước tiền xây dựng nhà máy thủy sản. Đáng chú ý, ASM hiện đang nắm giữ 51.14% vốn tại IDI và đang có ý định nâng tỷ lệ sở hữu lên 61%

HTK chủ yếu là thành phẩm, gồm 408 tỷ, tăng 83% so với đầu năm.

IDI đang vay 2,734 tỷ, chủ yếu là vay ngắn hạn. Công ty có 1,439 tỷ nợ vay bằng VND và 1,012 tỷ nợ vay bằng USD. Do đó, lãi vay sẽ chịu biến động bởi tỷ giá

% yoy DT	22.86%	52.75%	33.26%	32.27%	17.28%
Biên ln gộp	10%	16%	13%	18%	16%
Lãi vay/DTT	4.1%	3.2%	27.9%	3.2%	3.0%
CP bán hàng/DTT	2.9%	3.3%	3.1%	2.7%	2.7%
CP QLDN/DTT	0.8%	0.6%	0.6%	0.9%	0.8%
Biên ln thuần	3.8%	9.9%	8.4%	13.3%	9.4%

Biên LN gộp tăng do giá xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc tăng mạnh (+21% yoy).

IDI tự chủ được 90 - 95% nguồn nguyên liệu và 98% nguồn thức ăn nên công ty không bị ảnh hưởng bởi việc giá cả nguyên liệu đạt đỉnh trong thời gian qua.

CTCP Đầu tư và phát triển đa quốc gia I.D.I

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	1.58	1.63	1.40	1.14	1.19
Hsố TT nhanh	1.35	1.29	1.19	0.96	0.96

Hệ số thanh toán tăng nhẹ trở lại

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.74	0.74	0.70	0.56	0.57
TSDH/ TTS	0.26	0.26	0.30	0.44	0.43
Hsố Nợ/ TTS	0.59	0.57	0.61	0.59	0.58
Hsố Nợ/ VCSH	1.41	1.31	1.54	1.46	1.37
Nợ ngắn hạn / TTS	0.47	0.45	0.50	0.49	0.48
Nợ DH / TTS	0.11	0.12	0.11	0.10	0.10

Cơ cấu tài sản: TSDH chiếm tỉ trọng 43% trong tổng tài sản và đang có xu hướng tăng do DN đang đầu tư nhà máy mới và một số dự án khác. Tỷ lệ nợ vay ở mức cao, tăng áp lực lãi vay.

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	7.2	6.9	9.8	9.5	7.1
Vquay phải thu	6.4	7.3	7.7	7.9	8.6
Vquay phải trả	20.6	20.8	18.0	20.2	21.6
Số ngày HTK	50.9	53	37	38	51
Số ngày phải thu	57	50	48	46	42
Số ngày phải trả	18	18	20	18	17
CCC	91	85	64	66	77

Các chỉ số năng lực hoạt động đều có xu hướng cải thiện, giúp làm giảm chu kỳ lưu chuyển tiền xuống còn 77 ngày

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	3.8%	9.9%	8.4%	13.3%	9.4%
LNST/VCSH (%)	5.2%	10.7%	16.1%	21.7%	24.9%
LNST/TTS	2.2%	4.6%	6.5%	8.8%	10.3%
LN từ HĐKD/DTT	4.0%	10.4%	8.8%	13.9%	10.5%

Khả năng sinh lời tăng trưởng tốt do giá xuất khẩu cá tra tăng. Đồng thời, công ty không phải chịu rủi ro từ biến động giá nguyên liệu trên thị trường

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	2.31	2.24	2.44	2.44	2.39
DT/TTS	0.88	0.94	0.97	1.00	1.02
EBIT/DT	0.06	0.09	0.18	0.19	0.20
EBT/EBIT	0.44	0.60	0.40	0.48	0.53
lãi ròng/LNTT	0.94	0.95	0.95	0.95	0.94

6. Định giá

PE	16.4	10.3	6.1	4.7	3.5
PB	0.8	1.1	1.0	1.0	0.8
EPS	586	1,294	1,859	2,699	3,232
BVPS	11,661	12,465	11,608	12,520	13,327

EPS trong 1H.2018 tăng mạnh lên 1,723 VND/cp (+318.2% yoy).

7. Tăng trưởng (%)

TTS	14%	18%	13%	11%	12%
Nợ	5%	10.7%	3.2%	9.7%	13.9%
DTT	23%	52.7%	33.3%	32.3%	17.3%
LN gộp	30%	226.1%	162.0%	185.2%	90.9%
LNST	-13%	694.0%	693.2%	554.4%	188.6%
EPS	-15.2%	738.5%	815.6%	780.6%	227.0%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

