

Quick Report IDI	Target 2014: >20.000 VNĐ/CP (Trong ĐK VNI Uptrend)
03/10/2013 DVCSpeculator	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia (I.D.I - HOSE)

I. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

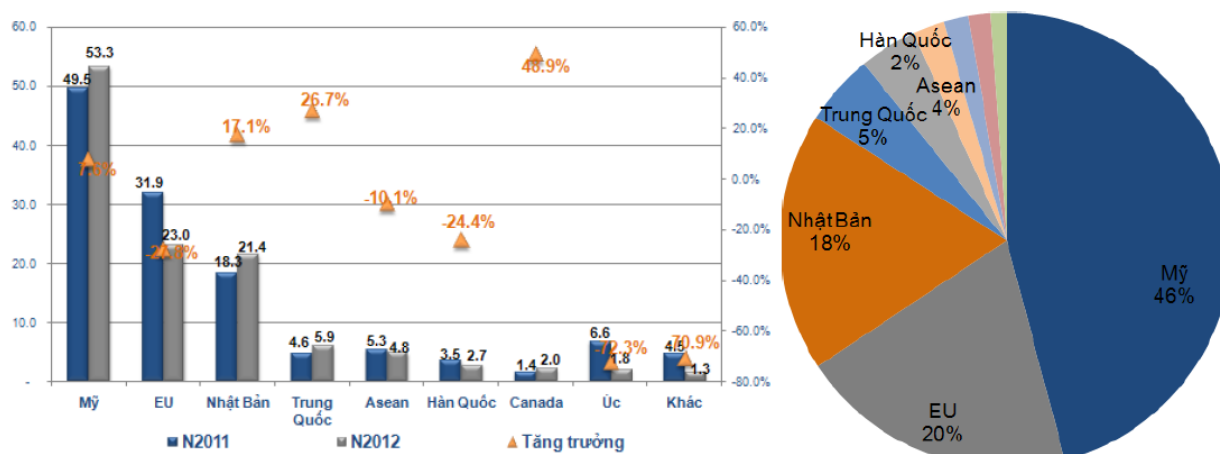
- Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam cho biết, năm 2013, cá tra vẫn duy trì vị trí thứ 2 sau tôm, chiếm 26% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản cả nước. Tính đến nay EU và Mỹ vẫn là hai thị trường chính, chiếm gần 50% sản lượng xuất khẩu của cả nước. Bên cạnh Mỹ và EU, các thị trường khác như Mexico, Brazil, Colombia được đánh giá là vẫn tiếp tục ổn định trong thời gian tới, nhưng khó có cơ hội tăng thêm. Trước tình hình đó, một số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, cá basa của Việt Nam đang cố gắng tìm kiếm nhiều thị trường mới. Trong đó Hong Kong, Trung Quốc được xem là những thị trường có tiềm năng rất lớn.
- Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I tập trung vào chủ yếu ở 03 lĩnh vực chính: Xuất khẩu cá tra, basa, hoạt động cung cấp dịch vụ và kinh doanh BDS. Trong đó, doanh thu từ lĩnh vực thủy sản xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn nhất khi chiếm tới 95,36% tổng cơ cấu doanh thu 2012.
- Doanh thu thuần năm 2013 tiếp tục tăng khi đạt 1,804 tỷ đồng tăng 35,6% so với cùng kỳ năm trước. Thị trường Trung Quốc đang là thị trường tiềm năng xuất khẩu của IDI thay thế cho các thị trường khác như Mỹ hay EU. Tỷ trọng xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc 3 tháng đầu năm 2012 đã vươn lên 13,27%.Luỹ kế cả năm 2013, IDI lãi gần 38 tỷ đồng, tăng 3% so với năm 2012. Dự kiến thị trường toàn cầu tăng trưởng 5%-10%, thị trường trung quốc sẽ tăng trưởng 2% trong 2014. Dự phóng doanh thu từ mảng xuất khẩu cá tra năm nay sẽ tăng trưởng khoảng 20% tương ứng 2.000 tỷ doanh thu. Lợi nhuận từ mảng này khả quan sẽ đạt khoảng 60 tỷ đồng.
- Năm 2011, IDI khởi công dự án Nhà máy tinh luyện mỡ cá tra của công ty IDI. Giai đoạn 1 công suất 100 tấn/ngày đã đi vào hoạt động đầu tháng 7 năm 2013, tạo ra 97 tấn thành phẩm mỗi ngày, cung cấp ra thị trường các nhóm sản phẩm sau: Dầu lỏng, dầu đặc, sản phẩm phụ. Dự kiến khi nhà máy đi vào hoạt động ổn định, mỗi năm sẽ đem lại trên 290 tỷ đồng doanh thu cho công ty. Do đó, chúng tôi dự phóng, trong năm 2014, nhà máy tinh luyện dầu cá sẽ mang lại khoảng 14 tỷ đồng lợi nhuận cho IDI.

- Lợi nhuận sau thuế của IDI trong năm 2014 sẽ khoảng 74 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 2,000 VNĐ/cp. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao hơn các năm trước, song vị thế ngành của Công ty khá thấp, mức PE kỳ vọng cho IDI từ 8 đến 10 (PE thị trường là 14,3 lần) là hợp lý, giá hợp lý của IDI là 20.000 đồng/CP.

II. TỔNG QUAN NGÀNH CÁ TRA

2.1. Triển vọng về thị trường xuất khẩu cá tra

Thị trường nhập khẩu cua ghe và giáp xác khác của Việt Nam năm 2012 (triệu USD)



Nguồn: Vasep và FPTs tổng hợp

Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam cho biết, năm 2013, cá tra vẫn duy trì vị trí thứ 2 sau tôm, chiếm 26% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản cả nước. Tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra 10 tháng đầu năm 2013 đạt 1,4 tỉ USD, giảm 0,5% so với cùng kỳ năm 2012. Tính đến nay EU và Mỹ vẫn là hai thị trường chính, chiếm gần 50% sản lượng xuất khẩu của cả nước".

Mới đây, ngày 7/2/2014, Tổng Thống Obama đã chính thức ký quyết định ban hành Luật Nông trại 2014, trong đó có nội dung chuyển chức năng giám sát cá da trơn từ Cục Quản lý Dược phẩm và Thực phẩm Mỹ sang Bộ Nông nghiệp Mỹ. Khi dự luật này được thực thi, Việt Nam sẽ phải ngưng xuất khẩu cá da trơn sang Mỹ cho đến khi có trạm kiểm tra riêng đáp ứng các tiêu chuẩn Mỹ. Quá trình này có thể mất từ 3-7 năm.

Tại EU, khi mà các nước rơi vào suy thoái kinh tế, đáng lẽ tiêu thụ cá thịt trắng có giá cả hợp lý hơn phải tăng mạnh nhưng ngược lại, xuất khẩu cá tra sang EU vẫn sụt giảm. Nguyên nhân là do người tiêu dùng EU liên tục bị ảnh hưởng bởi những thông tin sai sự thật, thiếu khách quan đối với cá tra Việt Nam. Những báo cáo truyền thông tiêu cực và các chiến dịch do các nhóm có cạnh tranh về lợi ích với cá tra tại từng thị trường nhập khẩu thực hiện đã cho rằng cá tra Việt Nam là một ngành sản xuất ô ạt và có nhiều tác động tiêu cực. Cá tra của Việt Nam sẽ phải cần phải một thời gian dài nữa mới có thể lấy lại được niềm tin từ phía người tiêu dùng ở thị trường này. Trong năm 2014, hai thị trường truyền thống là Mỹ và EU được dự báo "sẽ tăng nhưng tốc độ chậm".

Bên cạnh Mỹ và EU, các thị trường khác như Mexico, Brazil, Colombia được đánh giá là vẫn tiếp tục ổn định trong thời gian tới, nhưng khó có cơ hội tăng thêm. Trước tình hình đó, một số doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, cá basa của Việt Nam đang cố gắng tìm kiếm nhiều thị trường mới. Trong đó Hong Kong, Trung Quốc được xem là những thị trường có tiềm năng rất lớn.

Trung Quốc hiện là thị trường tiềm năng cho các nhà xuất khẩu thủy sản của nhiều nước trên thế giới. **Năm 2012, Trung Quốc nhập khẩu 34.253 tấn philê cá đông lạnh, trị giá 89,89 triệu USD, tăng 41,43% về khối lượng và 37,2% về giá trị so với năm 2011, trong đó nhập khẩu từ Việt Nam 15.676 tấn, trị giá 32,4 triệu USD, tăng 83,65% về khối lượng và 67,6% về giá trị.** Trong năm này, Trung Quốc nhập khẩu nhiều nhất philê cá đông lạnh từ Việt Nam, chiếm khoảng 36% tổng giá trị nhập khẩu sản phẩm này, tiếp đến Mỹ, Indonesia... Khoảng nửa đầu năm 2013, Trung Quốc chỉ nhập khẩu philê cá tra đông lạnh từ Việt Nam với khối lượng 2.411 tấn, trị giá 5,47 triệu USD, tăng so với 1.412 tấn và 3,66 triệu USD của cùng kỳ năm ngoái. Trong nhóm hàng philê cá thịt trắng đông lạnh nhập khẩu vào Trung Quốc, sản phẩm cá tra có khối lượng và giá trị nhập khẩu lớn nhất. Dân số và thu nhập là các yếu tố then chốt khiến ngành nhập khẩu thủy sản của quốc gia này không ngừng tăng trưởng. Không chỉ dừng lại ở 1,3 tỉ người, số lượng người tiêu dùng ưa chuộng thủy sản sẽ còn tiếp tục tăng cùng với tốc độ tăng của dân số. Thêm vào đó, sự xuất hiện của lớp người tiêu dùng mới là nhóm người giàu có, thu nhập cao ở Trung Quốc đã dẫn tới tăng nhu cầu tiêu thụ các loại thủy sản cao cấp. Đặc biệt, khi đội tàu viễn dương của nước này không thể mở rộng thêm nữa (thậm chí còn thu hẹp lại), thì nguồn cung các sản phẩm cao cấp sẽ phải đến từ nhập khẩu, bên cạnh sản lượng nuôi nội địa. Điều này sẽ mang lại cơ hội rất lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, cá basa của Việt Nam.

Ngoài ra, hiện nay ASEAN cũng được đánh giá là một trong những thị trường tiềm năng của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra trong những năm gần đây. Năm 2013, xuất khẩu cá tra sang ASEAN đạt giá trị 124,8 triệu USD, tăng 13% so với năm 2012. Singapore là nước nhập khẩu cá tra từ Việt Nam nhiều nhất trong khối, tiếp đến là Thái Lan và Philippines. Xuất khẩu cá tra sang Singapore trong năm 2013 đạt giá trị 36,7 triệu USD, tăng 3,4% so với năm 2012. Thái Lan, mặc dù là nước nhập khẩu cá tra đứng thứ 2 sau Singapore nhưng lại là nước có giá trị nhập khẩu cá tra tăng mạnh nhất trong khối Asean. Xuất khẩu cá tra sang Thái Lan trong năm 2013 đạt giá trị 34,2 triệu USD, tăng 62,3% so với năm 2012. Theo một số doanh nghiệp, Thái Lan tăng nhập khẩu cá tra từ Việt Nam để tiêu thụ tại thị trường trong nước. Xuất khẩu cá tra sang Malaysia cũng tăng trưởng 15,4% đạt giá trị 25,5 triệu USD. Asean hiện chiếm 7,1% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam, đứng sau Mỹ và EU. Trong khối ASEAN chỉ có 4 nước có kim ngạch nhập cá tra Việt Nam trên 20 triệu USD/năm, các nước còn lại nhập khẩu cá tra không đáng kể nhưng đang có xu hướng tăng trong những năm gần đây.

2.2. Thức ăn cho vùng nuôi thủy sản

Theo Tổng cục Thủy sản, hiện nước ta có khoảng 130 nhà máy sản xuất thức ăn thủy sản với sản lượng 3,77 triệu tấn, đáp ứng 85,6% nhu cầu trong nước. Trong đó, có 96 cơ sở sản xuất thức ăn cá tra, 68 cơ sở thức ăn tôm sú và 38 cơ sở thức ăn tôm chân trắng. Tỷ lệ thức ăn thủy sản phải nhập khẩu của nước ta ngày càng giảm dần, nhưng nguồn nguyên liệu để sản xuất thức ăn (như ngô, khô dầu đậu nành, đậu tương, bột cá, dầu cá hồi, nhóm các acid amin...) vẫn phụ thuộc lớn vào nhập khẩu với hơn 50%.

Trên thị trường thức ăn cá tra, các doanh nghiệp nước ngoài (như Cargill, Green Feed, Proconco, Anova, Uni- President...) cũng nắm tỉ trọng lớn trên 50%, phần còn lại cũng gần như nằm trong tay các doanh nghiệp lớn trong nước như Việt Thắng, Vĩnh Hoàn, Nam Việt.... Đặc biệt, Việt Thắng (là công ty con do Hùng Vương sở hữu 55,3% vốn điều lệ) hiện là nhà cung cấp thức ăn cá tra lớn nhất cả nước với thị phần hơn 45% và đã được cấp chứng nhận Global G.A.P trong sản xuất và tiêu thụ sản phẩm. Các nhà máy thức ăn riêng của Vĩnh Hoàn, Hùng Vương hầu như chỉ đáp ứng cho nhu cầu nội bộ nhằm khép kín chuỗi giá trị sản xuất.

2.3. Khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu

Nguồn nguyên liệu của các doanh nghiệp thủy sản bao gồm con giống – thức ăn – thuốc thủy sản – hoạt động nuôi trồng. Khả năng khép kín quy trình sản xuất để có thể chủ động nguồn nguyên liệu có vai trò quan trọng đối với các doanh nghiệp thủy sản. Doanh nghiệp có hoạt động sản xuất càng khép kín thì khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và hiệu quả kinh doanh càng cao. Ngược lại, doanh nghiệp càng ít khép kín thì phải phụ thuộc vào bên ngoài nhiều hơn, sẽ dễ dẫn đến bị động trong sản xuất, giảm hiệu quả kinh doanh.

Có thể thấy, khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu của các doanh nghiệp cá tra cao hơn hẳn các doanh nghiệp ngành tôm. Điều này là do đặc tính nuôi tôm phức tạp, tốn kém chi phí và rủi ro hơn so với nuôi cá tra, nên các doanh nghiệp tôm cũng chưa dám đầu tư mạnh vào vùng nuôi như các doanh nghiệp cá tra. Mặt khác, các thị trường tiêu thụ cá tra cũng thường yêu cầu các chứng nhận (ASC, GlobalGap, BAP...) rõ ràng, khắc khe hơn, nên buộc các doanh nghiệp cá tra phải đầu tư mạnh hơn vùng nuôi cho riêng mình để có thể đáp ứng tốt nhất các tiêu chuẩn xuất khẩu.

Bảng tổng hợp vùng nuôi của một số doanh nghiệp

Mã/ Công ty	Diện tích vùng nuôi (ha)	Sản lượng nuôi (tấn/năm)	Tỉ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu
HVG	345	78.300	70%
VHC	378	-	70%
IDI	11,5 + 95,3	2.309+19.067	50%
ABT	-	8.511	70%
AVF	109	47.487	50%
ANV	150	-	70%

Nguồn: FPTIS tổng hợp (số liệu tính đến cuối năm 2012)

Trong số các doanh nghiệp cá tra, HVG và VHC là hai doanh nghiệp có diện tích vùng nuôi và khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu cao nhất (vùng nuôi của HVG bao gồm cả 120,6 ha vùng nuôi của công ty con AGF), vì đây cũng là hai doanh nghiệp lớn nhất ngành cá tra. ANV có diện tích vùng nuôi tăng mạnh trong năm 2012 và hiện đã đạt 150 ha (lớn thứ 3 trong ngành cá tra), nâng khả năng tự chủ nguyên liệu lên mức 70%. **IDI bao gồm 11,5 ha tự nuôi và 95,3 ha nuôi liên kết với nông dân, nhưng khả năng tự chủ nguyên liệu hiện chỉ khoảng 50%**. AVF có diện tích vùng nuôi khoảng 109 ha, trong năm 2013 này, công ty đang nỗ lực để tiếp tục hoàn thiện đầu tư vào vùng nuôi Phú Thuận và Bình Thạnh, nhằm nâng khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu lên cao hơn. ABT có diện tích và sản lượng vùng nuôi thấp nhưng do quy mô sản xuất không lớn nên vẫn đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu nguyên liệu.

Bảng tổng hợp về trại giống, nhà máy thức ăn của một số doanh nghiệp

Mã/ Công ty	Trại giống (con/năm)	Nhà máy thức ăn
HVG	Không có	Tổng công suất 1.700 tấn thức ăn/ngày, cung cấp toàn bộ cho vùng nuôi của HVG
VHC	43,5 ha, cung cấp khoảng 110 triệu con giống/năm, đáp ứng khoảng 50% cho vùng nuôi	Cung cấp đủ 100% cho toàn bộ vùng nuôi
IDI	Không có	Không có
ABT	Cung cấp khoảng 70% nhu cầu vùng nuôi cá tra	Không có
AVF	2,09 ha, cung cấp khoảng 6 triệu giống/năm	Không có
ANV	Không có	500 tấn thức ăn/ngày, cung cấp đủ 100% cho vùng nuôi 150 ha

Về khả năng tự chủ nguồn thức ăn cho vùng nuôi: Hiện tại HVG là doanh nghiệp có nguồn cung cấp thức ăn dồi dào nhất với tổng công suất của hai công ty con là Hùng Vương Tây Nam và Việt Thắng khoảng 1.700 tấn thức ăn/ngày, thừa sức cung cấp cho nhu cầu nuôi trồng của toàn tập đoàn và phần còn lại có thể bán ra bên ngoài. Nhà máy thức ăn của VHC hiện tại vừa đủ cung cấp cho toàn vùng nuôi của công ty. ANV cũng vừa hoàn thành nhà máy thức ăn trong năm 2012 với công suất 500 tấn thức ăn/ngày, cung cấp vừa đủ cho vùng nuôi 150 ha của công ty. Các doanh nghiệp còn lại như IDI, ABT, AVF chưa có nhà máy thức ăn cho riêng mình.

2.4. Công suất nhà máy

Hiện tại, công suất sản xuất của HVG là lớn nhất (1.100 tấn nguyên liệu/ngày), bỏ xa các doanh nghiệp còn lại. VHC có công suất không quá lớn (500 tấn nguyên liệu/ngày) nhưng do sản lượng xuất khẩu lớn nên thường xuyên nhà máy phải chạy khoảng 90% công suất để kịp đáp ứng các đơn hàng của công ty. IDI và ANV có công suất sản xuất khá lớn khoảng 600 tấn nguyên liệu/ngày. AVF khoảng 300 tấn nguyên liệu/ngày, còn ABT là thấp nhất khoảng 35 tấn nguyên liệu/ngày.

Công suất nhà máy

Mã/ Công ty	Công suất nhà máy	Đơn vị
HVG	1,100	Tấn nguyên liệu/ngày
VHC	500	Tấn nguyên liệu/ngày
IDI	600	Tấn nguyên liệu/ngày
ABT	35	Tấn nguyên liệu/ngày
AVF	300	Tấn nguyên liệu/ngày
ANV	600	Tấn nguyên liệu/ngày

2.5. Ngành chế biến bột cá, mỡ cá, tinh luyện dầu ăn

Một nghiên cứu mới đây đã chỉ ra nhu cầu đối với dầu cá trong năm 2011 là 1.035 kg tấn và dự kiến đạt 1.130 kg tấn trong năm 2018. Nguyên nhân là do nhu cầu tăng lên đối với các thành phần omega-3. Hiện nay hơn 70% mức tiêu thụ dầu cá được ứng dụng để nuôi trồng thủy sản. Đa số được tiêu thụ trong nuôi cá hồi, chủ yếu ở Chilê và Pêru. Tiêu thụ trực tiếp của con người đối với dầu cá cũng tăng dần trong năm năm qua do nhận thức của người tiêu dùng liên quan đến lợi ích của omega-3 tăng lên. Châu Âu là khách hàng lớn nhất về dầu cá trong năm 2011, với hơn 450 kg tấn dầu cá tiêu thụ.

Giá dầu cá thể giới tăng đều đặn trong suốt năm 2013 và đạt mức 2.100 USD/tấn trong tháng 8/2013. Mức giá này vượt so với mức giá đỉnh điểm 1.800 USD/tấn đạt được hồi tháng 4/2008. Hiện có sự gia tăng ổn định trong giá dầu cá kể từ khi chạm đáy trong khủng hoảng tài chính toàn cầu, giảm xuống mức thấp nhất 620 USD/tấn vào hồi đầu năm 2009. Sự suy giảm mạnh nguồn cung trong năm 2012 từ kết quả điều kiện thời tiết El Nino và hạn chế hạn ngạch thắt chặt để nâng cao tính bền vững của ngành đánh bắt thủy sản đã gây áp lực lên giá dầu cá. Nhu cầu toàn cầu đối với cá nuôi, dự kiến vượt tiêu thụ các loài cá đánh bắt vào năm 2015, sẽ tiếp tục gây áp lực lên giá dầu cá. Do đó ngành sản xuất và kinh doanh dầu cá sẽ có triển vọng rất lớn trong thời gian tới.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG SẢN SUẤT KINH DOANH CỦA IDI

3.1 Thông tin cơ bản

- Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I được thành lập năm 2003 với vốn điều lệ ban đầu 29 tỷ đồng. Đến nay vốn điều lệ của Công ty đã được tăng lên là 380 tỷ đồng. IDI tập trung vào chủ yếu ở 03 lĩnh vực chính: **Xuất khẩu cá tra, basa, hoạt động cung cấp dịch vụ và kinh doanh BDS**. Trong đó, doanh thu từ lĩnh vực thủy sản xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn nhất khi chiếm tới 95,36% tổng cơ cấu doanh thu 2012. Doanh thu thuần dịch vụ đứng thứ hai khi chiếm 3,93% tổng doanh thu. Doanh thu từ mảng BDS hiện tại không đáng kể và hiện chỉ chiếm 0,19% tổng doanh thu. Doanh thu từ đầu tư xây dựng hạ tầng chiếm 0,52% tổng doanh thu.
- **Về hoạt động xuất khẩu:** Sản phẩm kinh doanh chính của Công ty là cá tra fillet, cá tra cắt khoanh, cá tra cắt miếng. Trong đó cá tra fillet là sản phẩm truyền thống mà Công ty đã tập trung đầu tư trong những năm qua. Hiện nay sản phẩm cá tra của Công ty đã có mặt tại khu vực Châu Phi, Đông Nam Á, Châu Âu, Trung Đông và Nam Mỹ với hơn 60 khách hàng. **Về tỷ trọng thị trường, Châu Mỹ(loại trừ Mỹ và Canada) chiếm tới 61%, Châu Á chiếm 21%, Mỹ và Canada 10%, Châu Âu 5%, Châu Phi 2%.**
- Năm 2011, IDI khởi công dự án Nhà máy tinh luyện mỡ cá tra của công ty IDI (tên gọi khác là Nhà máy tinh luyện dầu cá cao cấp Sao Mai) có công suất thiết kế là 200 tấn nguyên liệu/ngày. Giai đoạn 1 công suất 100 tấn/ngày đã đi vào hoạt động đầu tháng 7 năm 2013, tạo ra 97 tấn thành phẩm mỗi ngày, cung cấp ra thị trường các nhóm sản phẩm sau: Dầu lỏng, dầu đặc, sản phẩm phụ.

NHÀ MÁY IDI



NHÀ MÁY BỘT CÁ, DẦU CÁ



- **Trong các năm tới Công ty định hướng Chiến lược chuỗi giá trị:**

Cá tra là đặc sản của người tiêu dùng trên thế giới và là sản vật của Việt Nam. Nên hiện tại IDI đang tập trung đầu tư thành chuỗi sản xuất hỗ trợ lẫn nhau như: Nhà máy chế biến cá tra xuất khẩu -> Nhà máy phụ phẩm -> Nhà máy tinh luyện dầu cá -> Nhà máy chế biến thức ăn thủy sản -> Nhà máy lau bóng gạo -> Sản xuất bao bì, đóng gói -> Vùng nuôi cá tra tập trung, liên kết.

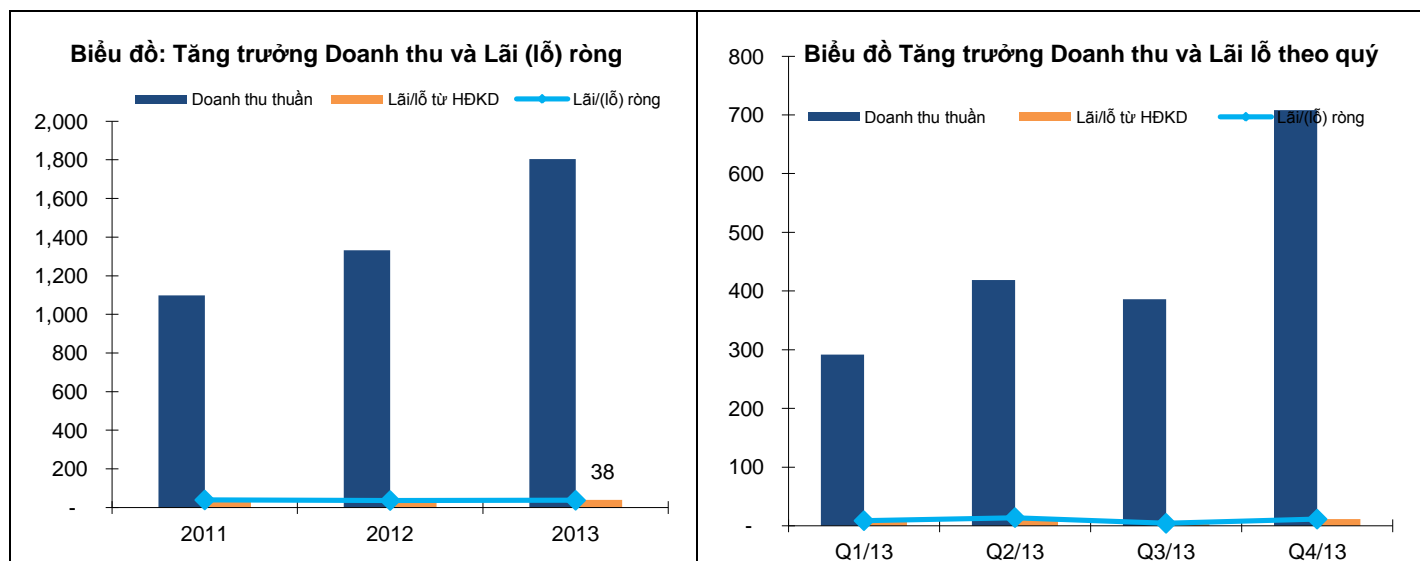
3.2. Hoạt động SẢN SUẤT KINH DOANH trong những năm gần đây:

- ❖ **Hoạt động SẢN SUẤT KINH DOANH 3 năm trở lại đây:**

- Về thị trường, 3 năm gần đây, thị trường Mỹ và Châu Âu giảm sút đáng kể do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế cùng với giá cá tra giảm mạnh đã ảnh hưởng đến doanh thu lợi nhuận của toàn ngành xuất khẩu cá tra-basa nói chung và IDI nói riêng. Tuy nhiên, thị trường của công ty chủ yếu là Châu Mỹ chiếm trên 60% (không bao gồm Mỹ và Canada) do đó ảnh hưởng đối với IDI là không đáng kể nhất là không bị ảnh hưởng trực tiếp thuế CBPG POR 8 của Mỹ.
- Trong cơ cấu doanh thu thuần, lĩnh vực thủy sản giữ vị trí chủ đạo, chiếm 95,36% trong năm 2012. Doanh thu thuần lĩnh vực thủy sản năm 2012 tăng 213,32 tỷ đồng tương đương tăng 20,2% so với năm 2011. Điều đó thị trường nội địa và xuất khẩu thủy sản của IDI vẫn khá triển vọng. Còn cơ cấu doanh thu thuần về dịch vụ, bất động sản và đầu tư xây dựng hạ tầng chiếm tỷ trọng thấp và tăng trưởng không đáng kể.
- **Doanh thu thuần:**
Năm 2012 đạt 1.331 tỷ đồng, tăng 21,29% tương đương tăng 233,684 tỷ đồng so với năm 2011, chủ yếu là do công ty đẩy mạnh xuất khẩu thủy sản cá tra vào thị trường mới Trung Quốc và Mỹ. Trong đó, thủy sản tăng 213,323 tỷ đồng, dịch vụ tăng 18,711 tỷ đồng, bất động sản đầu tư tăng 1,883 tỷ đồng, đầu tư xây dựng hạ tầng giảm 0,234 tỷ đồng.
Doanh thu thuần năm 2013 tiếp tục tăng khi đạt 1,804 tỷ đồng tăng 35,6% so với cùng kỳ năm trước. Thị trường Trung Quốc đang là thị trường tiềm năng xuất khẩu của IDI thay thế cho các thị trường khác như Mỹ hay EU. Tỷ trọng xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc 3 tháng đầu năm 2012 đã vươn lên 13,27%.

▪ Lợi nhuận sau thuế:

Luỹ kế cả năm 2013, IDI lãi gần 38 tỷ đồng, tăng 3% so với năm 2012. Trong đó, Doanh thu thuần quý 4/2013 của IDI đạt 708 tỷ đồng, tăng 84% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá vốn tăng cao khiến lãi gộp chỉ xấp xỉ cùng kỳ. Đột biến trong lợi nhuận của IDI đến từ doanh thu hoạt động tài chính. Nhờ 8,3 tỷ đồng doanh thu từ mảng hoạt động này trong khi cùng kỳ chỉ đạt 241 triệu đồng nên IDI có lợi nhuận tăng trưởng mạnh, đạt 11,3 tỷ đồng. Công ty chưa hoàn thành kế hoạch 83,3 tỷ đồng LNST mà ĐHCĐ giao phó.



❖ Triển vọng kinh doanh 2014:

Triển vọng ngành:

- Dự báo kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam năm 2015 có thể vượt 2,5 tỉ USD và đến năm 2020 sẽ đạt 3,6 tỉ USD. Người tiêu dùng lựa chọn cá tra làm thức ăn hằng ngày, thay thế các nguồn đạm động vật khác vì các vấn đề liên quan đến bệnh tim mạch và các vụ ngộ độc thực phẩm và dịch bệnh ở thịt heo, gà, bò... Trong khi nguồn cung hải sản không thể tăng, vì khai thác biển gần như bão hòa.
- Giá cá tra phù hợp với mọi thành phần dân cư. Trong khi tại các nước phát triển phí môi trường, giá nhân công cao và các chính sách hạn ngạch đánh bắt đang tạo ra lợi thế lớn cho cá tra Việt Nam. FAO đánh giá sản lượng cá nước ngọt Việt Nam hiện đứng thứ ba thế giới, chỉ sau Trung Quốc và Ấn Độ.

Triển vọng của IDI

- Hiện nay ngành xuất khẩu thủy hải sản đang gặp phải rất nhiều rào cản từ hai thị trường truyền thống là Mỹ và EU. Tuy nhiên, IDI không chịu ảnh hưởng quá lớn từ những rào cản này do đây không phải là thị trường chính của công ty này.

Xuất khẩu cá tra 3 tháng đầu năm 2013

STT	THỊ TRƯỜNG	DOANH SỐ (USD)	TỶ TRỌNG (%)
1	COLOMBIA	2.802.255	21,33
2	BRA ZIN	2.701.910	20,06
3	MỸ	1.437.048	10,94
4	MÊ XI CÔ	1.414.505	10,77
5	HONGKONG	1.120.875	8,53
6	TRUNG QUỐC	1.743.110	13,27
7	Ả RẬP SAUDI	430.750	3,28
8	ẤN ĐỘ	287.220	2,18
9	MALAYSIA	182.930	1,39
10	UCRAINA	136.500	1,04
11	ANGÊRI	313.940	2,39
12	SINGAPORE	104.583	0,79
13	TÂY BAN NHA	249.840	1,90
14	BUNGARIA	48.288	0,37
15	NEW ZEALAND	53.900	0,41
16	CHI LÊ	176.145	1,34
	TỔNG CỘNG:	13.135.723	100

- Trên đây là thống kê về doanh số và tỷ trọng xuất khẩu cá tra 3 tháng đầu năm 2013 của IDI. Có thể thấy Colombia và Brazil là hai đối tác lớn của IDI với tỷ trọng chiếm hơn 20% doanh số. Hai thị trường này được đánh giá vẫn tiếp tục ổn định trong thời gian tới, nhưng khó có cơ hội tăng thêm. Nguyên nhân là do các nước này đang cố gắng gia tăng nuôi trồng thủy sản nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ nội địa ngày càng tăng. Bên cạnh đó, có thể thấy Trung Quốc cũng chiếm một tỷ trọng không nhỏ trong doanh số của IDI với hơn 13%. Trong năm 2012 tỷ trọng xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc chỉ chiếm 4,78%. Điều này cho thấy doanh nghiệp đã nhận ra được những tiềm năng vô cùng lớn và có những bước đi đúng đắn đối với thị trường đông dân nhất thế giới này. Dự kiến thị trường toàn cầu tăng trưởng 5%-10%, thị trường trung quốc sẽ tăng trưởng 2% trong 2014. **Dự phóng doanh thu từ mảng xuất khẩu cá tra năm nay sẽ tăng trưởng khoảng 20% tương ứng 2.000 tỷ doanh thu. Lợi nhuận từ mảng này khả quan sẽ đạt khoảng 60 tỷ đồng.**

Triển vọng mảng Chế biến bột cá, mỡ cá, tinh luyện dầu ăn của công ty:

- Hiện nay nhà máy tinh luyện dầu cá của IDI đã đi vào hoạt động. Đây là nhà máy tinh luyện dầu cá đầu tiên của Việt Nam với tổng công suất là 200 tấn mỡ thô/ngày, trong đó giai đoạn 1 là 100 tấn mỡ thô/ngày. Tổng mức đầu tư vào dự án trên là 15 triệu USD, được lấy từ 100% vốn của IDI. Sản phẩm của nhà máy có 2 loại là dầu lỏng và dầu đặc. Dầu lỏng được phân phối cho thị trường nội địa dưới dạng dầu ăn cao cấp, dầu dinh dưỡng cho trẻ em và một phần nhỏ cung cấp cho các công ty dược. Trong khi đó, dầu đặc được chế biến thành soft shortening chủ yếu để xuất khẩu, là loại nguyên liệu giá trị cao phục vụ cho ngành công nghiệp sản xuất bánh cao cấp. Dự kiến khi nhà máy đi vào hoạt động ổn định, mỗi năm sẽ đem lại trên 290 tỷ đồng doanh thu cho công ty. Như đã phân tích ở trên, ngành dầu cá có triển vọng rất lớn trong thời gian tới, nguồn cầu ngày càng gia tăng trong khi nguồn cung lại đang bị hạn chế. **Do đó, chúng tôi dự phóng, trong năm 2014, nhà máy tinh luyện dầu cá sẽ mang lại khoảng 14 tỷ đồng lợi nhuận cho IDI.**

Dự phóng lợi nhuận 2014:

- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của IDI trong năm 2014 sẽ khởi sắc nhờ sự hồi phục của thị trường cá tra khi nền kinh tế thế giới đang hồi phục khá chắc chắn trở lại. Doanh thu mảng cá tra xuất khẩu sẽ tăng trưởng khoảng 20% trong năm nay tương ứng 2.000 tỷ doanh thu. Lợi nhuận từ mảng này khả quan sẽ đạt khoảng 60 tỷ đồng. Bên cạnh đó, nhà máy tinh luyện dầu cá đã đi vào hoạt động vào cuối năm ngoái sẽ mang lại khoảng 14 tỷ đồng lợi nhuận cho IDI.

Lợi nhuận sau thuế của IDI trong năm 2014 sẽ khoảng 74 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 2,000 VNĐ/cp. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao hơn các năm trước, song vị thế ngành của Công ty khá thấp, mức PE kỳ vọng cho IDI từ 8 đến 10 (PE thị trường là 14,3 lần) là hợp lý, giá hợp lý của IDI là 20.000 đồng/CP.

IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

❖ Doanh thu:

- Doanh thu của IDI có sự tăng trưởng đều trong 3 năm trở lại đây do công ty tiếp tục giữ vững được các thị trường truyền thống như Brazin và Columbia. Ngoài ra từ năm 2013, Công ty đã đột phá được thị trường Trung quốc và doanh thu từ thị trường này đang tăng nhanh (chiếm hơn 13% doanh thu toàn công ty).
- Trong thời gian tới chúng tôi đánh giá doanh thu xuất khẩu cá của Công ty vẫn sẽ tăng trưởng khả quan mặc dù nhu cầu tại thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và Châu Âu chững lại trong khi áp lực cạnh tranh hết sức quyết liệt do xuất hiện rất nhiều doanh nghiệp chế biến cá tra xuất khẩu.
- Công ty đã từng bước chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào với việc đầu tư vùng nuôi cá riêng (đảm bảo 30% nhu cầu) tuy nhiên mức độ chủ động của nguồn nguyên liệu của IDI thấp hơn nhiều so với các công ty đầu ngành như Hùng Vương, Vĩnh Hoàn.
- Việc kém chủ động được nguyên liệu đầu vào khiến Công ty khó khăn trong việc kiểm soát chi phí, chất lượng sản phẩm và do đó giá bán kém cạnh tranh hơn so với các đối thủ lớn. Mặc dù lượng khách hàng lớn của công ty tương đối ổn định, trong đó có hệ thống khách hàng trung thành. Tuy nhiên về lâu dài nếu Công ty không có sự cải thiện về khả năng chủ động nguyên liệu đầu vào thì chắc chắn doanh thu của Công ty sẽ tiếp tục giảm trong những năm tới.
- Thị trường tiêu thụ sản phẩm của Công ty hiện nay vẫn chủ yếu là thị trường Brazin, Columbia và Trung Quốc. Hai thị trường đầu tiên đã trở nên chật hẹp đã bão hòa (đối với sản phẩm cá tra fillet) do đó Công ty rất khó gia tăng doanh thu mạnh tại hai thị trường này. Chúng tôi kỳ vọng thị trường Trung Quốc sẽ là điểm đột phá cho doanh thu của Công ty trong năm 2014.
- Chúng tôi nhận thấy, trong năm sau nhiều khả năng nguồn nguyên liệu cá tra xuất khẩu sẽ suy giảm do nguồn cá được thả nuôi trong dân giảm mạnh trong năm nay do người nuôi cá tra bị lỗ nặng. Điều này dẫn tới việc Công ty có thể sẽ thiếu cá xuất khẩu nếu không phát triển nguồn nuôi riêng.

- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của IDI phụ thuộc lớn vào sự tăng trưởng nhập khẩu của thị trường Trung Quốc. Với kỳ vọng thị trường này sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tới, Chúng tôi đánh giá triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của Công ty là khả quan.
- Kể từ năm 2014, doanh thu của Công ty sẽ còn tăng thêm nhờ hoạt động trong lĩnh vực sản xuất dầu cá. Hoạt động này đã chính thức có sản phẩm bán ra thị trường trong Quý 4 2013. Chúng tôi đánh giá triển vọng của lĩnh vực này khả quan khi xu hướng tiêu thụ dầu cá đang tăng trên thế giới.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	2 2%
IDI		703.97	946.69	1,097.47	1,329.41	1,019.38	
Food & Beverage	1,036.12	1,049.88	1,316.42	1,718.63	1,900.43	1,377.47	
%□ diff of indus		-33%	-28%	-36%	-30%	-26%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	8 2%
IDI		0.0%	34.5%	15.9%	21.1%	23.8%	
Food & Beverage		1.3%	25.4%	30.6%	10.6%	17.1%	
%D diff of indus			36%	-48%	100%	40%	

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của IDI suy giảm trong 4 năm gần đây. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là tiêu thụ sản phẩm suy giảm do cạnh tranh ác liệt, thị trường bão hòa (dấu hiệu rõ ràng xuất hiện từ năm 2012) cộng thêm các rào cản thương mại từ Mỹ đối với sản phẩm cá tra của Việt Nam. Lãi suất trong các năm 2011 và 2012 tăng cao cộng thêm giá cá tra suy giảm do áp lực cạnh tranh dẫn tới biên lợi nhuận thấp và khiến lợi nhuận suy giảm rất đáng kể.
- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh song không giúp Công ty gia tăng được lợi nhuận do các yếu tố cơ bản như doanh thu, chi phí giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét do đó lợi nhuận của Công ty vẫn ở mức thấp.
- Giá nguyên liệu đầu vào là cá tra nguyên liệu của Công ty trong các năm tới có khả năng giảm do Công ty dự tính đầu tư thêm 1.000 lồng nuôi cá qua đó chủ động nguyên liệu khiến chi phí sản xuất giảm. Bên cạnh đó sản phẩm dầu cá của Công ty được tung ra thị trường hứa hẹn có biên lợi nhuận cao hơn rất nhiều. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2014 của Công ty sẽ khả quan so với năm 2013 nhờ các đột phá về giảm chi phí sản xuất, sản phẩm mới và tăng trưởng doanh thu ổn định. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của IDI sẽ tăng so với 2013 do thị trường phục hồi và nhà máy dầu cá đã đi vào hoạt động sẽ đóng góp đáng kể cho lợi nhuận của Công ty trong năm nay.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 2%
IDI		33.14	91.64	39.61	35.17	49.89	
Food & Beverage	49.39	99.71	135.54	153.21	159.24	114.98	
%□ diff of indus		-67%	-32%	-74%	-78%	-57%	

❖ Hiệu quả quản lý:

- Chỉ số biên lợi nhuận gộp đã giảm mạnh từ 19,91% trong năm 2011 xuống còn 10,28% trong năm 2013. Bên cạnh đó chỉ số biên lợi nhuận hoạt động và chỉ số biên lợi nhuận ròng của IDI cũng giảm mạnh xuống mức rất thấp. Nguyên nhân chính là do sự tăng vọt về giá vốn hàng bán, điều này thể hiện công tác quản lý chi phí của doanh nghiệp đang gặp nhiều khó khăn. Chỉ số ROE ở mức thấp, có xu hướng tăng giảm cho thấy doanh nghiệp đang sử dụng đồng vốn của cổ đông không hiệu quả.
- Vòng quay hàng tồn kho, chỉ số vòng quay khoản phải thu có xu hướng tăng trong các năm trở lại đây trong khi đó, chỉ số vòng quay khoản phải trả lại giảm cho thấy những nỗ lực của doanh nghiệp nhằm giải quyết vấn đề về thanh khoản. Chỉ số vòng quay tài sản cố định có xu hướng tăng cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản cố định của doanh nghiệp đang được cải thiện.
- Có thể thấy ROE đang có xu hướng giảm trong các năm qua. Trong khi hệ số đòn bẩy tài chính và hệ số hiệu suất sử dụng tổng tài sản đều có xu hướng tăng thì hệ số lợi nhuận ròng lại có xu hướng giảm, và đây là nguyên nhân chính dẫn đến sự giảm của ROE. Sau đây, ta sẽ đi phân tích cụ thể hơn về từng thành phần:
- Hệ số lợi nhuận ròng giảm nguyên nhân là do doanh thu thuần có xu hướng tăng, trong khi đó lợi nhuận sau thuế lại giảm. Như đã đề cập ở trên, nguyên nhân chính vẫn là do công tác quản lý giá vốn hàng bán của doanh nghiệp đang có vấn đề.
- Hiệu suất sử dụng tổng tài sản ở mức trung bình và đang có xu hướng tăng nguyên nhân là do tốc độ tăng của doanh thu lớn hơn so với tốc độ tăng của tổng tài sản. Hệ số đòn bẩy tài chính đang ở mức khá cao và đang có xu hướng tăng trong những năm vừa qua.
- Tổng hợp lại, hoạt động sản xuất kinh doanh của IDI trong những năm trở lại đây đang gặp phải rất nhiều khó khăn. Có thể thấy IDI đang ngày càng mở rộng quy mô, các khoản nợ cũng tăng lên, nhưng chiếm phần lớn lại là các khoản nợ ngắn hạn. Điều này rất rủi ro đối với tài chính của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, khả năng quản lý của công ty chưa thực sự tốt thể hiện qua sự biến động lớn của giá vốn hàng bán qua từng năm. Vì vậy, việc đầu tư vào cổ phiếu IDI lúc này vẫn còn chứa đựng rất nhiều rủi ro.
- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi thúc đẩy được hoạt động sản xuất dầu cá có biên lợi nhuận cao hơn lĩnh vực xuất khẩu cá tra. Tuy nhiên, Chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên đáng kể do áp lực cạnh tranh là rất cao.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
IDI		0.12	0.18	0.07	0.06	0.11	2.5%
Food & Beverage	0.11	0.18	0.24	0.22	0.19	0.19	
%□ diff of indus		-30%	-24%	-67%	-66%	-45%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
IDI		0.04	0.07	0.03	0.02	0.04	2.5%
Food & Beverage	0.07	0.11	0.13	0.12	0.11	0.10	
%D diff of indus		-64%	-44%	-77%	-78%	-62%	

❖ Cơ cấu vốn:

- Công ty chủ yếu sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Mức độ sử dụng vốn vay khá cao khiến hoạt động của Công ty trở nên khá rủi ro và nhạy cảm với sự biến động của lãi suất. Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty không nhiều và không đủ để trả bớt vay nợ và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi thị trường tiêu thụ sản phẩm và lãi suất có diễn biến bất lợi. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức trung bình và tình trạng này sẽ tiếp diễn trong tương lai khi dòng tiền hoạt động kinh doanh của Công ty không đủ sức tài trợ cho hoạt động thông thường và các hoạt động đầu tư.
- Chỉ số nợ/tổng tài sản ở mức cao và đang có xu hướng gia tăng trong những năm vừa qua. Chiếm đa phần là nợ ngắn hạn thể hiện qua chỉ số nợ dài hạn/tổng tài sản rất nhỏ, điều này sẽ mang lại rủi ro rất lớn về khả năng chi trả của doanh nghiệp khi các khoản nợ đến hạn. Chỉ số EBIT/Lãi vay khá thấp, tuy nhiên đang có xu hướng tăng trong những năm vừa qua, nguyên nhân là do chi phí lãi vay giảm nhanh hơn so với EBIT.
- Nhìn chung nhóm chỉ số thanh khoản đều có xu hướng giảm trong các năm vừa qua. Hệ số thanh toán hiện hành, hệ số thanh toán nhanh không cao, bên cạnh đó hệ số tiền mặt ở mức thấp. Điều này cho thấy doanh nghiệp sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc duy trì hoạt động, tái đầu tư. Chỉ số vốn lưu động/doanh thu rất nhỏ thể hiện IDI không có khả năng chi trả những khoản nợ bằng các tài sản hiện có của mình. Điều này một lần nữa chứng tỏ rằng công ty đang có vấn đề về thanh khoản và công ty đang hoạt động không hiệu quả.
- Chỉ số dòng tiền kinh doanh/doanh thu và chỉ số dòng tiền kinh doanh/lãi vay đều ở mức thấp điều này cho thấy khả năng tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp là rất kém.
- **Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty khá rủi ro với vốn vay chủ yếu là ngắn hạn cộng thêm mức độ đòn bẩy cao.**

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 3.3%
IDI		2.22	1.56	1.68	1.71	1.73	
Food & Beverage	0.70	0.67	0.86	0.92	0.82	0.86	
%□ diff of indus	-	233%	80%	83%	110%	102%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 3.3%
IDI		1.82	1.39	1.56	1.64	1.57	
Food & Beverage	0.61	0.59	0.78	0.85	0.77	0.78	
%D diff of indus	-	210%	78%	84%	114%	102%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 3.3%
IDI		0.40	0.17	0.12	0.07	0.16	
Food & Beverage	0.09	0.08	0.10	0.09	0.10	0.09	
%D diff of indus	-	390%	69%	33%	-26%	86%	

❖ Định giá

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của IDI trong năm 2014 sẽ khởi sắc nhờ sự hồi phục của thị trường cá tra khi nền kinh tế thế giới đang hồi phục khá chắc chắn trở lại. Doanh thu mảng cá tra xuất khẩu sẽ tăng trưởng khoảng 20% trong năm nay tương ứng 2.000 tỷ doanh thu. Lợi nhuận từ mảng này khả quan sẽ đạt khoảng 60 tỷ đồng. Bên cạnh đó, nhà máy tinh dục dầu cá đã đi vào hoạt động vào cuối năm ngoái sẽ mang lại khoảng 14 tỷ đồng lợi nhuận cho IDI.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9 6.7%
IDI				5.85	7.35	3.88	
Food & Beverage	7.16	8.09	6.61	4.85	8.93	7.13	
%□ diff of indus				21%	-18%	-46%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 6.7%
IDI				0.42	0.48	0.49	
Food & Beverage	0.83	1.45	1.22	0.91	1.00	1.20	
%D diff of indus				-54%	-53%	-59%	
Dividend in 2012				No of company	Paid	Plan	0 6.7%
IDI					0	1,000	
Food & Beverage				48	2,193	1,962	
%□ diff of indus						-49%	
MBS valuation						2012	5 10%
IDI						12,864	
Price						11,800	
%□ diff of indus						9%	

Lợi nhuận sau thuế của IDI trong năm 2014 sẽ khoảng 74 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 2,000 VNĐ/cp. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao hơn các năm trước, song vị thế ngành của Công ty khá thấp, mức PE kỳ vọng cho IDI từ 8 đến 10 (PE thị trường là 14,3 lần) là hợp lý, giá hợp lý của IDI là 20.000 đồng/CP.

❖ Kết luận

IDI là một công ty tạm thời đang gặp khó khăn do kinh tế khó khăn khiến doanh thu suy giảm. Mức giá hiện nay đã phản ánh hoạt động kinh doanh của Công ty song chưa phản ánh được diễn biến tái cấu trúc của Công ty. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

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