

CTCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN ĐA QUỐC GIA (HSX: IDI)
Lê Quốc Trung

Chuyên viên phân tích

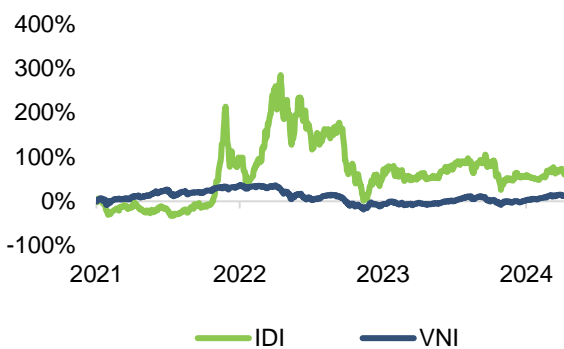
 Email: trunglq@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7585

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu IDI và VNINDEX


Thông tin giao dịch	12/04/2024
Giá hiện tại (đồng/cp)	12.150
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	9.440
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	15.400
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	228
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	228
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	3.686.120
% sở hữu nước ngoài	1,5%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	2.276
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.811
P/E trailing 12 tháng (lần)	49x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	254

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia
Địa chỉ	Ấp An Thạnh, xã Bình Thành, huyện Lấp Vò, tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Chế biến cá tra xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí cá tra nguyên liệu
Rủi ro chính	Nguồn cung cá nguyên liệu toàn ngành tăng ngoài dự kiến, rào cản chất lượng và thuế quan

Giá thị trường:	12.150	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	14.600	MUA
Chênh lệch:	+20%	

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN ĐẾN TỪ THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **IDI - CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá cổ phiếu IDI là 14.600 đồng/cp, cao hơn 20% so với mức giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu IDI, khuyến nghị này đưa ra dựa trên các luận điểm sau:

➤ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Kết quả kinh doanh kỳ vọng cải thiện tích cực trong năm 2024 nhờ hoạt động xuất khẩu phục hồi từ 2H/2024.** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của IDI lần lượt đạt 8.064 (+12% YoY) và 285 tỷ đồng (+394% YoY). Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tại 2 thị trường chính của IDI là Trung Quốc và Mexico phục hồi đồng thời từ 2H/2024 nhờ triển vọng kinh tế cải thiện, kết hợp với dự báo nguồn cung thắt chặt sẽ hỗ trợ giá cá tra xuất khẩu phục hồi trong năm 2024. ([chi tiết](#))
- **Triển vọng xuất khẩu dài hạn sang thị trường chủ lực là Trung Quốc (chiếm 18% tổng doanh thu) nhờ nhu cầu thủy sản dự báo tăng.** Theo FAO, nhu cầu thủy sản đầu người tại Trung Quốc dự báo tăng 1,27%/năm trong giai đoạn 2021 - 2032, đạt 46kg/năm vào năm 2032 nhờ thu nhập người dân cải thiện. Chúng tôi đánh giá tích cực xu hướng này do mức tiêu thụ thủy sản của người dân Trung Quốc thấp hơn đáng kể so với các vùng thu nhập cao tại nước này như Macao và Hồng Kong. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp có thị phần xuất khẩu lớn thứ 2 sang thị trường này là IDI mở rộng xuất khẩu trong dài hạn. ([chi tiết](#))

➤ RỦI RO ĐẦU TƯ VÀ YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Tính hiệu quả của các khoản đầu tư ngoài ngành và giao dịch vay vốn với công ty mẹ là CTCP Tập đoàn Sao Mai.** ([chi tiết](#))
- **Tiến độ xây dựng nhà máy chế biến thủy sản số 3.** ([chi tiết](#))
- **Tiến độ xuất khẩu sang thị trường Mỹ sau khi nhận kết quả thuế chống bán phá lần thứ 19 (POR 19) có lợi.** ([chi tiết](#))

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

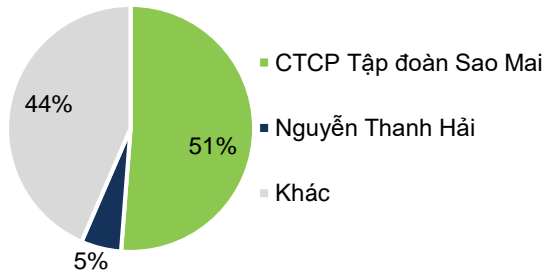


CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia (HSX: IDI) được thành lập năm 2003 với chức năng ban đầu là xây dựng và kinh doanh Cụm Công nghiệp Vàm Cống với quy mô gần 23 ha tại tỉnh Đồng Tháp.

Đến năm 2007, doanh nghiệp xây dựng nhà máy chế biến cá tra đầu tiên trong cùng Cụm Công nghiệp và xuất khẩu những lô hàng đầu tiên vào năm 2008.

Năm 2011, CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia chính thức niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán là IDI. Tính đến nay, vốn điều lệ của IDI đạt hơn 2.275 tỷ đồng.

2. Cơ cấu cổ đông (cập nhật ngày 12/04/2024)



Nguồn: IDI, FPTS tổng hợp

IDI là công ty con của CTCP Tập đoàn Sao Mai (HSX: ASM).

Theo đó, hệ sinh thái ASM hỗ trợ cung cấp thức ăn chăn nuôi (TACN) từ công ty TNHH Sao Mai Super Feed để IDI thương mại cho các vùng nuôi gia công của doanh nghiệp.

Ngoài ra, ông Nguyễn Thanh Hải giữ chức Phó Tổng Giám Đốc của IDI hiện đang nắm giữ hơn 5% cổ phần của doanh nghiệp.

3. Cơ cấu doanh nghiệp

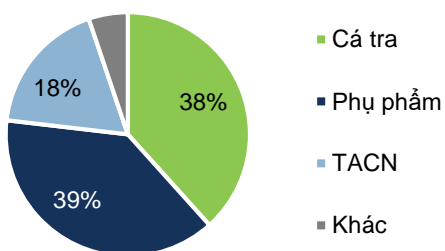
IDI sở hữu 3 công ty con, trong đó đáng chú ý CTCP Đầu tư Du lịch & Phát triển Thủy sản Trisedco (HSX: DAT) phụ trách mảng chế biến và kinh doanh phụ phẩm của doanh nghiệp. Chi tiết như sau:

Tên công ty con của IDI	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh chính
CTCP Tư vấn và Đầu tư Tài chính	75%	Hoạt động kiến trúc và tư vấn kỹ thuật có liên quan
CTCP Trisedco (HSX: DAT)	79%	Sản xuất TACN và dầu, mỡ động thực vật
CTCP Đầu tư Vĩnh An Đắc Nông	98%	Trồng cây cao su

Nguồn: IDI, FPTS tổng hợp

4. Hoạt động kinh doanh chính

Cơ cấu doanh thu theo mảng của IDI giai đoạn 2022 - 2023



Nguồn: IDI, FPTS tổng hợp

Doanh thu của IDI đến từ 3 mảng chính, bao gồm cá tra, phụ phẩm và TACN với đóng góp bình quân mỗi năm xấp xỉ 40%, 40% và 20% trong tổng doanh thu.

Trong báo cáo này, chúng tôi chỉ tập trung đánh giá mảng cá tra do doanh thu 2 mảng còn lại phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh của mảng cá tra. Cụ thể, doanh thu mảng phụ phẩm đến từ việc chế biến lượng phụ phẩm phát sinh trong quá trình fillet cá tra. Trong khi đó, doanh thu mảng TACN đến từ việc IDI thương mại TACN từ hệ sinh thái ASM đến các hộ nuôi gia công của doanh nghiệp.

II. TỔNG QUAN NGÀNH CÁ TRA VIỆT NAM
➤ Chuỗi giá trị ngành cá tra


Nguồn: FPTTS tổng hợp

Về đầu vào, cá tra chủ yếu được nuôi ở vùng đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL). Các hộ nuôi sẽ mua cá giống từ các trại ấp và nuôi trong vòng 6 - 8 tháng cho cá đạt kích cỡ 0,7 - 1kg để xuất bán cho các nhà máy chế biến.

Về sản xuất, cá nguyên liệu sau khi thu mua sẽ được chế biến phù hợp với yêu cầu đơn hàng của từng thị trường, chủ yếu là fillet cá tra. Quy trình chung sản xuất sản phẩm fillet cá tra được mô tả như sau:



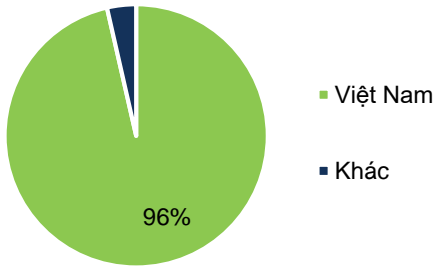
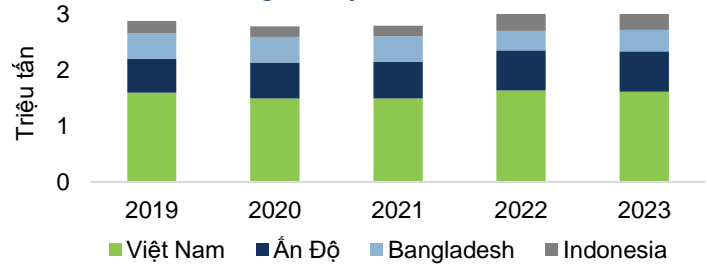
Nguồn: FPTTS tổng hợp

Về đầu ra, gần như toàn bộ lượng cá tra sản xuất tại Việt Nam đều được xuất khẩu. Theo Agromonitor, bình quân chỉ khoảng 2% lượng cá tra được tiêu thụ trong nước mỗi năm. Sản phẩm xuất khẩu chủ yếu của toàn ngành là fillet cá tra, chiếm khoảng 85% tổng kim ngạch xuất khẩu hằng năm.

1. Việt Nam dẫn đầu xuất khẩu cá tra toàn cầu nhờ điều kiện tự nhiên thuận lợi để nuôi trồng

Theo thống kê năm 2023 của Trung tâm thương mại quốc tế ITC, Việt Nam chiếm đến 96% kim ngạch xuất khẩu cá tra toàn cầu và là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới trong nhiều năm. Kết quả này là nhờ khí hậu ẩm và chất lượng nước tốt từ đầu nguồn sông Mê Kông giúp cá tra tại Việt Nam có thể nuôi trồng rộng rãi, thịt cá màu trắng và dịu vị nên được người tiêu dùng nước ngoài ưa chuộng.

Trong khi đó, điều kiện nuôi trồng ở các nước khác như Ấn Độ, Bangladesh và Indonesia không thuận lợi khiến thịt cá tra có màu vàng do chứa nhiều tạp chất, dẫn đến không phù hợp để xuất khẩu và chỉ được tiêu dùng ở nội địa. **Vì Việt Nam là nước chiếm thị phần xuất khẩu gần như tuyệt đối nên các phân tích cung cầu cá tra thế giới trong bài phân tích sẽ chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp Việt Nam.**

Thị phần xuất khẩu cá tra Việt Nam trên thế giới năm 2023

Các nước sản xuất cá tra lớn nhất thế giới giai đoạn 2019 - 2023


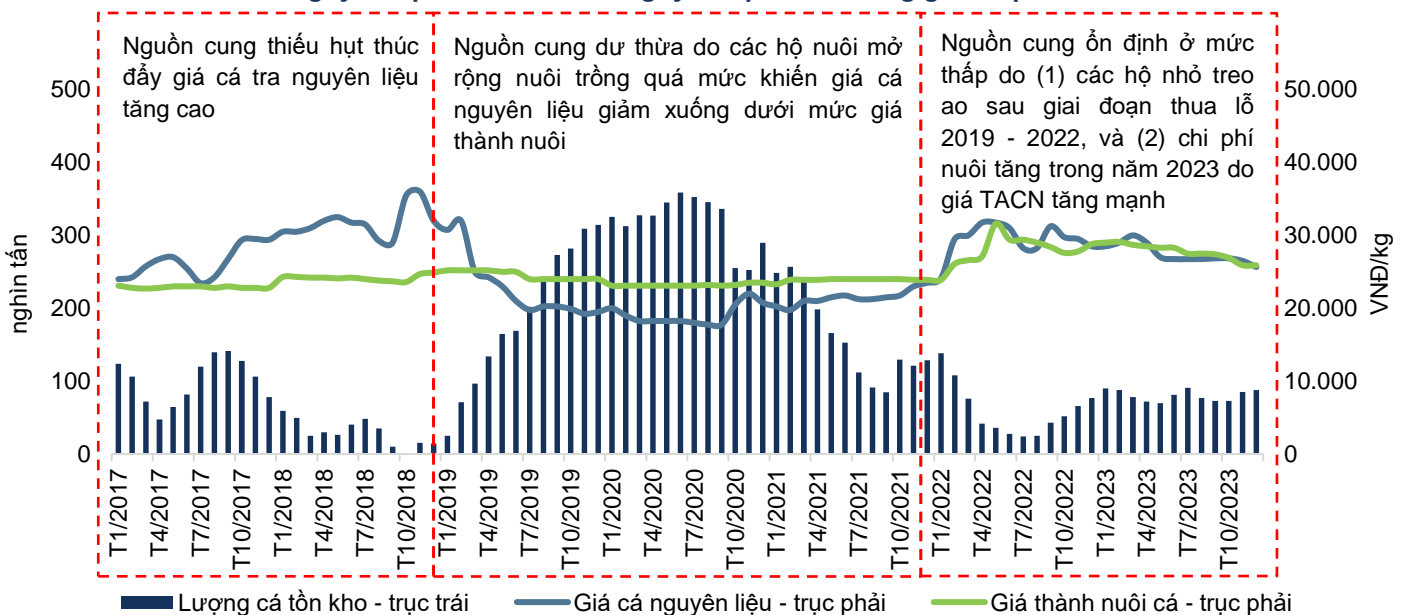
Nguồn: ITC, Global Seafood Alliance, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Nguồn cung cá tra toàn ngành kỳ vọng thắt chặt trong năm 2024, và mở rộng bền vững hơn từ năm 2025 nhờ xu hướng tập trung hóa trong khâu nuôi trồng bởi các cơ sở nuôi lớn

Theo Tổng cục Thủy sản, hoạt động nuôi trồng cá tra có xu hướng chuyển dịch đáng kể từ các hộ nuôi trồng nhỏ (diện tích nuôi dưới 5 ha) sang các doanh nghiệp chế biến và hộ nuôi lớn (diện tích nuôi trên 10 ha) trong giai đoạn 2018 - 2023. Cụ thể, cơ cấu diện tích nuôi trồng bởi các cơ sở lớn trong tổng diện tích nuôi trồng cá tra tại ĐBSCL tăng từ khoảng 60% trong năm 2018 lên 73% trong năm 2022 và đạt gần 90% trong năm 2023.

Kết quả này là do (1) tình trạng thừa cung cá tra kéo dài trong giai đoạn 2019 - 2021, và (2) chi phí nuôi trồng tăng cao trong giai đoạn 2022 - 2023 đã khiến các hộ nuôi nhỏ phải thu hẹp diện tích nuôi trồng do giá cá nguyên liệu giảm dưới mức giá thành nuôi. Trong khi đó, các cơ sở lớn vẫn có thể duy trì hoạt động nuôi trồng nhờ khả năng kiểm soát chi phí nuôi thấp hơn 10 - 15% so với các hộ nuôi nhỏ, đến từ (1) chi phí con giống và TACN thấp hơn nhờ lợi thế mua trực tiếp từ nhà máy sản xuất so với các hộ nuôi nhỏ phải mua từ các trung gian phân phối, và (2) hệ thống vùng nuôi hiện đại (bao gồm sục khí, xử lý nước thải, ao lắng, ...) giúp cải thiện tỷ lệ sống của cá.

Chúng tôi đánh giá xu hướng chuyển dịch này sẽ khiến nguồn cung toàn ngành thắt chặt trong năm 2024 do diện tích nuôi trồng bị thu hẹp bởi các hộ nuôi nhỏ, và dần mở rộng bền vững hơn từ năm 2025 so với giai đoạn trước. Điều này là do các cơ sở lớn có kế hoạch nuôi trồng hợp lý hơn nhờ liên kết trực tiếp với các doanh nghiệp chế biến. Trong khi đó, đa số các hộ nuôi nhỏ lại hoạt động thiếu liên kết, dẫn đến mở rộng quá mức diện tích nuôi trồng khi giá cá nguyên liệu tăng, và thu hẹp đáng kể diện tích khi giá nguyên liệu giảm. Kết quả khiến nguồn cung toàn ngành biến động lớn giữa các năm, diễn hình như giai đoạn 2017 - 2021.

Giá cá nguyên liệu và tồn kho cá nguyên liệu theo tháng giai đoạn 2017 - 2023


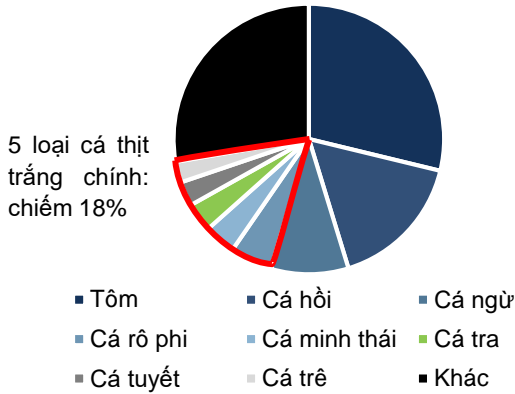
Nguồn: Agromonitor, VASEP, FPTS tổng hợp và ước tính

3. Xuất khẩu cá tra đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các loài cá thịt trắng khác trên thế giới

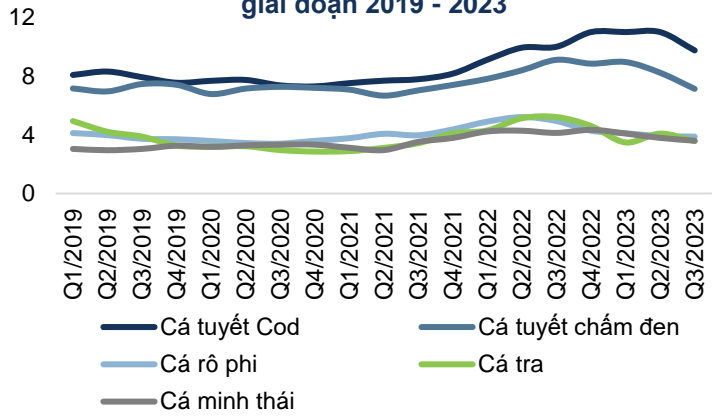
Với thớ thịt màu trắng, cá tra được xếp vào cùng phân khúc cá thịt trắng với nhiều loài cá như cá tuyết, cá rô phi, cá minh thái, ... Mặc dù không phải là sản phẩm thay thế trực tiếp cho nhau do thành phần dinh dưỡng khác biệt cũng như khẩu vị đa dạng của người tiêu dùng, nhưng giữa các loài cá thịt trắng cũng xảy ra cạnh tranh tương đối.

Minh họa cơ cấu tiêu thụ thủy sản đầu người tại thị trường tiêu thụ cá tra lớn thứ 2 là Mỹ năm 2021 cho thấy tỷ lệ tiêu thụ giữa các loài cá thịt trắng khá cạnh tranh với nhau. Tuy nhiên, nhờ giá bán tương đối cạnh tranh so với mặt bằng chung các loài cá thịt trắng khác nên cá tra vẫn duy trì được nhu cầu tiêu thụ của mình.

Cơ cấu tiêu thụ thủy sản tại Mỹ theo loài năm 2021



Giá nhập khẩu một số loại cá thịt trắng tại Mỹ giai đoạn 2019 - 2023

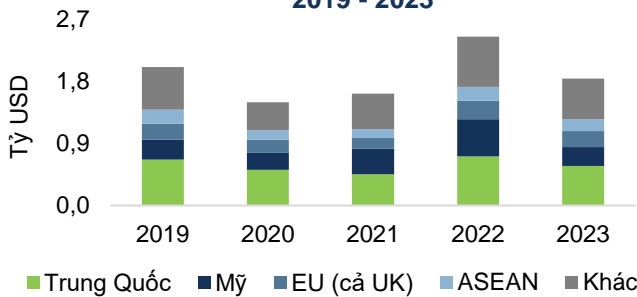


Nguồn: US National Fisheries Institute, ITC, FPTS tổng hợp

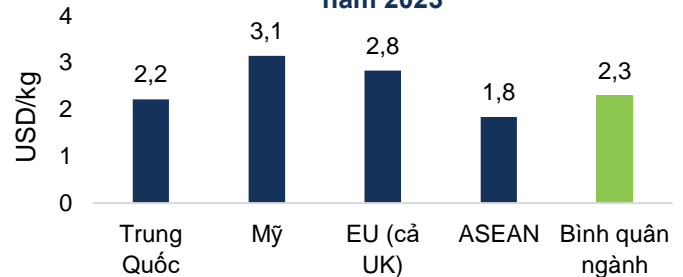
4. Xuất khẩu cá tra tập trung vào hai thị trường Trung Quốc và Mỹ

Trung Quốc và Mỹ là hai thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam trong giai đoạn 2019 - 2023, chiếm bình quân khoảng 50% kim ngạch xuất khẩu toàn ngành mỗi năm. Trong khi Mỹ yêu cầu khắt khe về chất lượng cá tra và chấp nhận mức giá cao thì Trung Quốc chỉ yêu cầu chất lượng vừa đủ và nhập khẩu với mức giá thấp hơn.

Kim ngạch XK cá tra Việt Nam giai đoạn 2019 - 2023



Giá XK cá tra sang một số thị trường lớn năm 2023



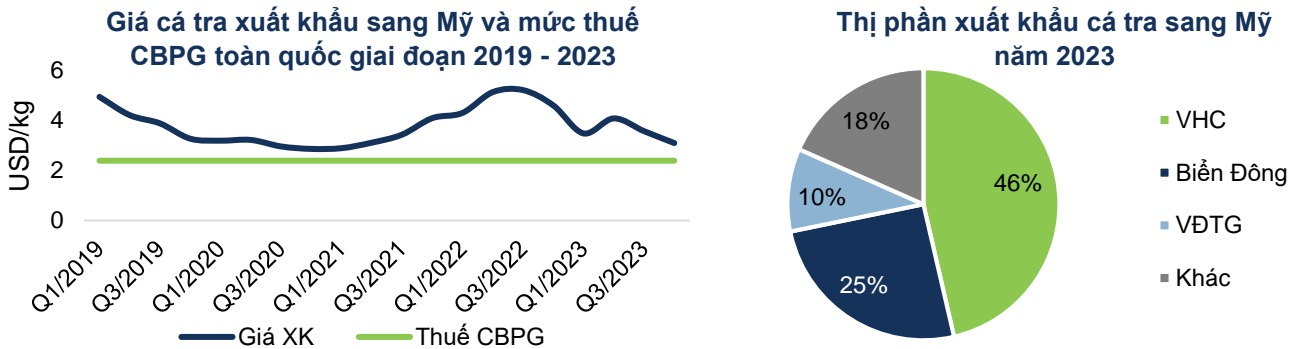
Nguồn: VASEP, Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

4.1. Thị trường Mỹ: Giá xuất khẩu cao nhất nhưng rào cản gia nhập thị trường lớn

Mỹ là thị trường có giá xuất khẩu cao nhất ngành, giá xuất khẩu sang Mỹ thường cao hơn 40 - 50% giá bình quân toàn ngành. Tuy nhiên, xuất khẩu cá tra sang Mỹ lại gặp nhiều rào cản bởi doanh nghiệp phải đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe từ vùng nuôi đến nhà máy chế biến của Cơ quan An toàn Thực phẩm Mỹ (FSIS), và các tiêu chuẩn chất lượng ASC, BAP¹ từ các hệ thống tiêu thụ cá tra lớn tại Mỹ. Ngoài ra, doanh nghiệp còn chịu rủi ro bị đánh thuế chống bán phá giá (CBPG) cao mỗi năm. (chiếm 60 - 70% giá xuất khẩu trong giai đoạn 2019 - 2023)

¹ ASC và BAP là chương trình dán nhãn với mục đích chứng minh cho người tiêu dùng thủy sản biết nhà sản xuất đã có trách nhiệm với môi trường và xã hội. Các sản phẩm được chứng nhận sẽ được cấp nhãn ASC và BAP in trên bao bì.

Do Mỹ đặt ra nhiều rào cản khó khăn nên số lượng doanh nghiệp xuất khẩu sang thị trường này tương đối ít, chỉ khoảng 40 trong tổng số hơn 440 doanh nghiệp toàn ngành, trong đó ba doanh nghiệp lớn là Vĩnh Hoàn (VHC), Biển Đông, và Vạn Đức Tiền Giang (VĐTG) chiếm hơn 80% thị phần xuất khẩu sang Mỹ mỗi năm nhờ lịch sử dài duy trì mức thuế CBPG² thấp.



Nguồn: ITC, Federal Register, Bộ Công Thương, FPTIS tổng hợp và ước tính

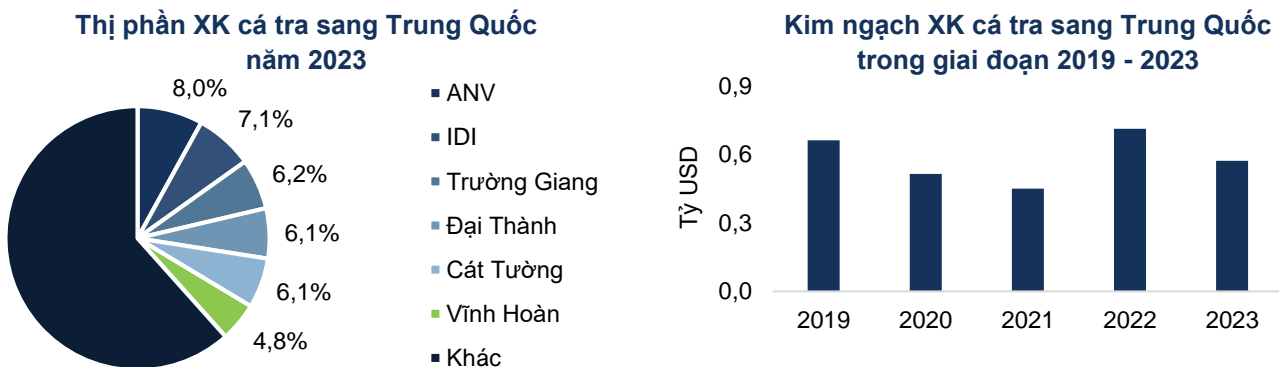
Kết quả đánh thuế CBPG 4 kỳ gần nhất của một số doanh nghiệp (đơn vị: USD/kg)

Kỳ xem xét	Giai đoạn	Toàn quốc	VHC	Biển Đông	VĐTG
POR 16	2019 - 2020	2,39	0	0,19	0,09
POR 17	2020 - 2021	2,39	0	0,19	0
POR 18	2021 - 2022	2,39	0	0,19	0
POR 19	2022 - 2023	2,39	0	0,18	0

Nguồn: Federal Register, FPTIS tổng hợp

4.2. Thị trường Trung Quốc: Giá xuất khẩu không cao nhưng nhu cầu dự báo tích cực trong dài hạn

Trung Quốc hiện là thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam. So với thị trường Mỹ, Trung Quốc không đặt ra nhiều rào cản về chất lượng (thịt cá không bắt buộc trắng 100%, tỷ lệ mỡ thấp hơn, ...) nên cá tra dễ dàng thâm nhập vào thị trường này hơn. Theo VASEP, Việt Nam có đến 170 doanh nghiệp cá tra đang xuất khẩu sang Trung Quốc, cao hơn nhiều so với Mỹ khoảng 40 doanh nghiệp, dẫn đến mức độ cạnh tranh cao và giá xuất khẩu thấp hơn từ 10 - 15% so với giá bình quân toàn ngành.



Nguồn: Bộ Công Thương, VASEP, FPTIS tổng hợp

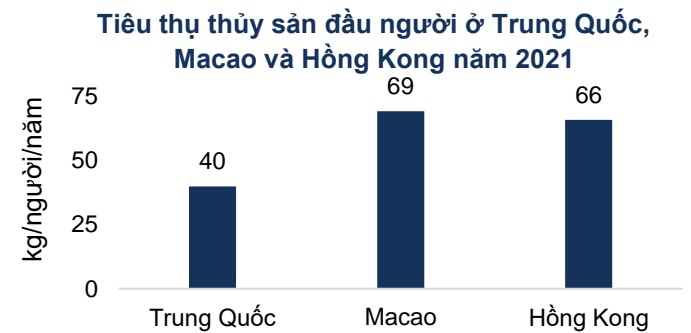
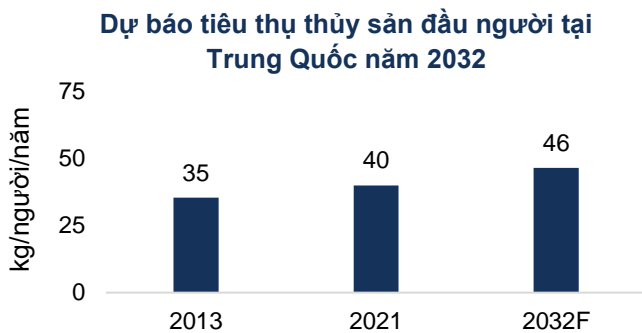
² Mỹ đang áp dụng 2 loại thuế CBPG cho cá tra là thuế CBPG chung toàn quốc và thuế CBPG riêng áp dụng cho từng doanh nghiệp. Để hưởng thuế CBPG riêng thấp hơn, doanh nghiệp phải nộp hồ sơ chứng minh chi phí sản xuất và giá bán của mình hợp lý để Bộ Thương Mại Mỹ (DOC) đánh giá lại mức thuế, tuy nhiên thủ tục rất phức tạp và tốn kém.

Trong giai đoạn 2019 - 2023, hoạt động xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc gần như chững lại với kim ngạch xuất khẩu ghi nhận khoảng 0,6 tỷ USD mỗi năm. Kết quả này là do (1) Chính phủ nước này siết chặt các quy định nhập khẩu thủy sản để kiểm soát Covid-19 trong giai đoạn 2020 - 2021 và (2) nhu cầu tiêu thụ thủy sản thất chặt trong năm 2023 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu.

Ở thời điểm hiện tại, **chúng tôi đánh giá nhu cầu cá tra tại Trung Quốc chỉ tạm thời chững lại trong ngắn hạn và đồng thời có quan điểm tích cực về nhu cầu tại thị trường này trong dài hạn**, dựa trên dự báo nhu cầu tiêu thụ thủy sản đầu người mỗi năm tại Trung Quốc sẽ tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR = 1,27%/năm từ mức 40 kg/người trong năm 2021 lên mức 46 kg/người vào năm 2032 nhờ thu nhập người Trung Quốc cải thiện - theo báo cáo "[OECD - FAO Agricultural Outlook 2023 - 2032](#)" của FAO.

Lượng thủy sản tiêu thụ tăng thêm kỳ vọng sẽ được hỗ trợ từ nhập khẩu do nguồn cung thủy sản tại Trung Quốc dự báo sẽ tăng trưởng hạn chế bởi chính sách thắt chặt đánh bắt và nuôi trồng thủy sản để bảo vệ môi trường, theo "Kế hoạch phát triển thủy sản lần thứ 14" được công bố vào năm 2022 bởi bộ Nông nghiệp Trung Quốc.

Chúng tôi cho rằng dự báo người Trung Quốc sẽ còn tăng tiêu dùng thủy sản hơn nữa khi thu nhập tăng là hợp lý vì so với các vùng lãnh thổ thu nhập cao thuộc Trung Quốc là Hồng Kong và Macao, người dân tại các khu vực này có lượng tiêu thụ thủy sản đầu người cao gấp 1,5x người Trung Quốc theo số liệu năm 2021 của FAO.



Nguồn: VASEP, OECD - FAO, FPTS tổng hợp và ước tính

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA IDI

Chuỗi giá trị mảng cá tra của IDI:



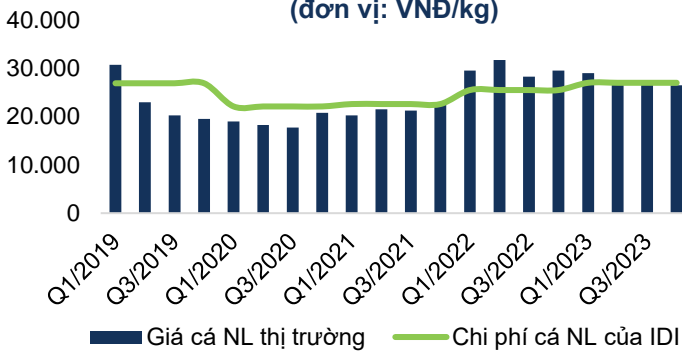
Nguồn: IDI, FPTS tổng hợp

1. Đầu vào: Liên kết với các hộ nuôi gia công giúp IDI có nguồn tiêu thụ TACN ổn định và đảm bảo 85% lượng cá nguyên liệu cho các nhà máy chế biến

Trong giai đoạn 2019 - 2023, IDI duy trì liên kết với gần 350 ha vùng nuôi gia công với khả năng cung cấp tối đa gần 85.000 tấn cá tra nguyên liệu mỗi năm, tương ứng khoảng 85% lượng cá đầu vào cho các nhà máy chế biến. Theo hình thức nuôi gia công, IDI sẽ đầu tư 100% lượng TACN³ từ ngày cá giống nhập ao đến lúc thu hoạch cá thành phẩm. Tại cuối vụ, IDI sẽ trả cho các hộ nuôi tiền công từ 4.000 - 5.000 VNĐ đối với 1kg thành phẩm.

Hình thức nuôi gia công có lợi ích giúp các hộ nuôi tiết kiệm chi phí đầu tư đáng kể do TACN chiếm khoảng 70% tổng chi phí nuôi trồng mỗi vụ, và đồng thời mang lại khoản lợi nhuận từ 1.000 - 2.000 VNĐ/kg sau khi trừ các chi phí như con giống và thuốc thủy sản. Do đó, các hộ nuôi có động lực tham gia nuôi gia công bền vững với IDI.

Giá cá nguyên liệu và giá xuất khẩu trên thị trường giai đoạn 2019 - 2023
(đơn vị: VNĐ/kg)



Đối với IDI, hình thức này giúp doanh nghiệp hỗ trợ tiêu thụ TACN từ hệ sinh thái ASM, và đồng thời không đầu tư vùng nuôi riêng nhưng vẫn đảm bảo cung cấp 85% lượng cá tra nguyên liệu với chi phí ổn định trong khoảng 22.000 - 27.000 VNĐ/kg (tùy giá cá giống và TACN từng thời điểm) trong giai đoạn 2019 - 2023 so với giá cá trên thị trường biến động mạnh trong khoảng 18.000 - 32.000 VNĐ/kg cùng thời điểm. Với 15% lượng nguyên liệu còn lại, IDI sẽ tận dụng thu mua trên thị trường trong những giai đoạn giá rẻ nhằm tối ưu chi phí đầu vào.

Nguồn: VASEP, Agromonitor, FPTTS tổng hợp và ước tính

Xét về chi phí đầu vào của IDI so với 2 doanh nghiệp cùng ngành là ANV và VHC, việc ANV và VHC tự đầu tư vùng nuôi riêng (tự chủ lần lượt 100% và 70%) giúp chi phí cá nguyên liệu thấp hơn IDI khoảng 5 - 7%, tương ứng từ 1.000 - 2.000 VNĐ/kg. Theo chia sẻ từ IDI, cả 2 hình thức đầu tư vùng nuôi riêng và liên kết nuôi gia công đều có lợi ích giúp ổn định chi phí nguyên liệu đầu vào, tuy nhiên chi phí nuôi gia công cao hơn một phần do khoản lợi nhuận IDI khoán cho các hộ nuôi vào cuối mỗi vụ, nhưng bù lại doanh nghiệp sẽ không phải đầu tư lớn cho hệ thống vùng nuôi và tổn chi phí bảo trì vùng nuôi mỗi năm.

Kết quả này kết hợp với giá xuất khẩu của IDI tương đồng với ANV nhưng thấp hơn đáng kể so với VHC do thị trường xuất khẩu của IDI tập trung nhóm nước đang phát triển (Trung Quốc và Mexico) có giá xuất khẩu thấp khiến biên gộp của IDI duy trì thấp hơn so với 2 doanh nghiệp này trong giai đoạn 2019 - 2023. ([chi tiết](#))

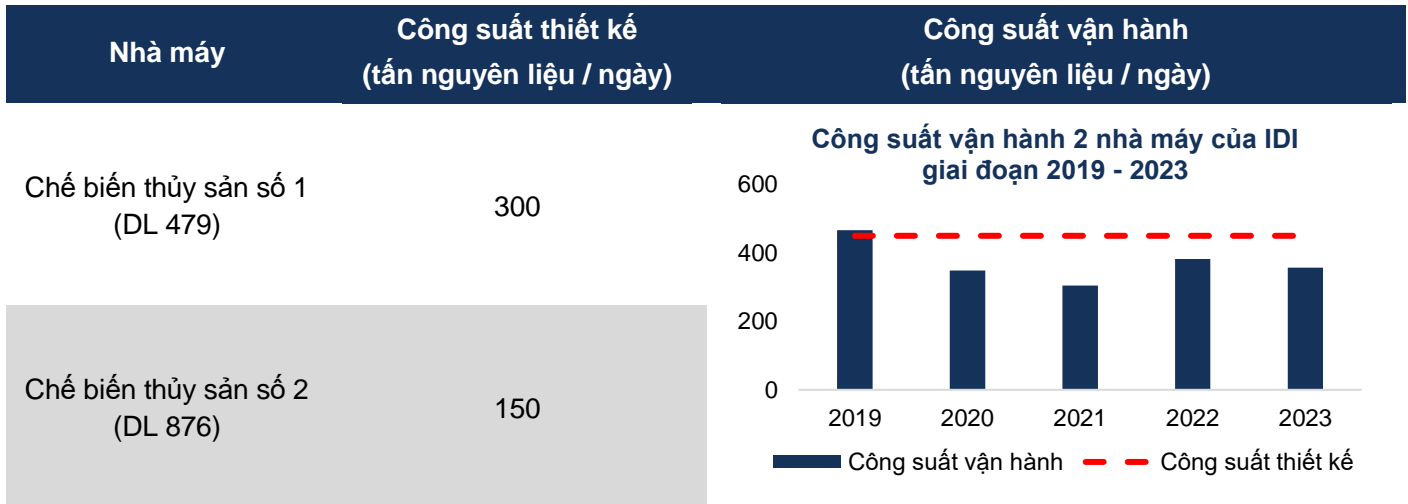
2. Sản xuất: Công suất vận hành của 2 nhà máy hiện hữu có xu hướng giảm trong giai đoạn 2019 - 2023, kéo theo kế hoạch mở rộng nhà máy mới bị trì hoãn từ năm 2019

IDI đang vận hành 2 nhà máy chế biến fillet cá tra với tổng công suất thiết kế đạt 450 tấn nguyên liệu / ngày. Để đáp ứng đa dạng yêu cầu chất lượng tại các thị trường, 2 nhà máy của IDI đều được công nhận đạt chuẩn toàn cầu về trình độ chế biến như GlobalGAP, ASC, ... và được cấp mã DL (mã số đạt chuẩn để xuất khẩu sang EU).

Trong giai đoạn 2019 - 2023, công suất vận hành của 2 nhà máy có xu hướng giảm chủ yếu do hoạt động xuất khẩu của IDI sang thị trường chủ lực Trung Quốc kém khả quan ([chi tiết](#)). Tính đến năm 2023, công suất vận hành ước tính của 2 nhà máy đạt 350 tấn nguyên liệu / ngày, tương đương 79% mức công suất thiết kế. Kết quả này khiến dự án xây dựng nhà máy chế biến thủy sản số 3 của IDI bị trì hoãn từ năm 2019 đến năm 2023.

³ Hiểu biết của chúng tôi về cách ghi nhận kế toán đối với hoạt động ký kết nuôi gia công:

IDI ban đầu sẽ ghi nhận doanh thu từ việc bán TACN, tuy nhiên do bản chất "tài trợ" TACN nên IDI sẽ đồng thời ghi nhận khoản "Phải thu ngắn hạn - trả trước cho người bán" trên bảng cân đối kế toán. Tại thời điểm cuối vụ, IDI trả công nuôi cho các hộ nuôi và thu về cá nguyên liệu, khoản mục này trên bảng cân đối kế toán sẽ được "xóa".

Thông tin các nhà máy của IDI


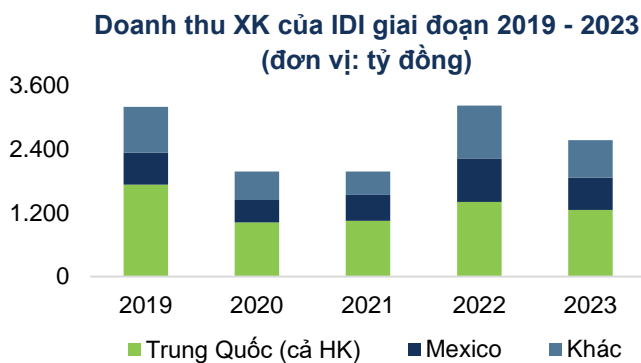
Nguồn: IDI, FPTS tổng hợp và ước tính

Theo chia sẻ từ IDI, doanh nghiệp có kế hoạch xây dựng nhà máy số 3 từ năm 2019 do công suất của 2 nhà máy hiện hữu đã đạt tối đa. Kế hoạch xây dựng bao gồm khu vực nhà máy chế biến với công suất thiết kế 500 tấn nguyên liệu / ngày và kho lạnh số 4 có sức chứa 10.000 tấn thành phẩm kết nối trực tiếp. Cụ thể cuối năm 2019, IDI đã khởi công trước phần kho lạnh số 4 do doanh nghiệp có thể tạm thời thuê gia công bên ngoài để đáp ứng các đơn hàng, và đồng thời muốn tận dụng đẩy mạnh tích trữ cá nguyên liệu giá rẻ trên thị trường.

Đối với khu vực nhà máy, IDI tạm hoãn kế hoạch xây dựng từ năm 2020 do tình hình xuất khẩu kém khả quan. Doanh nghiệp chia sẻ việc xây dựng nhà máy số 3 sẽ không mất nhiều thời gian (dự kiến khoảng 6 tháng) do IDI đã có sẵn quỹ đất và phần kho lạnh nên nhà máy sẽ được xây dựng khi điều kiện thị trường thuận lợi hơn.

Ở thời điểm hiện tại, IDI vẫn chưa công bố thông tin chính thức về việc xây dựng nhà máy số 3 trong năm 2024, do đó chúng tôi tạm thời không đưa giả định triển vọng nâng công suất từ nhà máy số 3 vào mô hình định giá IDI.

3. Đầu ra: Hoạt động xuất khẩu trong giai đoạn 2019 - 2023 kém tích cực, đặc biệt tại thị trường chủ lực Trung Quốc



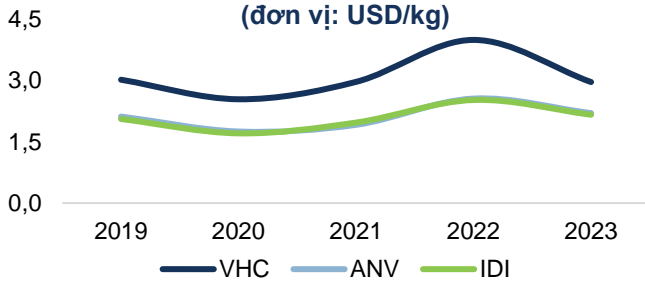
Nguồn: IDI, Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

IDI chủ yếu xuất khẩu sang 2 thị trường là Trung Quốc và Mexico với cơ cấu chiếm hơn 70% tổng doanh thu xuất khẩu mỗi năm. Tương tự diễn biến xuất khẩu của toàn ngành, doanh thu xuất khẩu của IDI cũng thể hiện xu hướng giảm trong giai đoạn 2019 - 2023, ghi nhận đạt 2.568 tỷ đồng năm 2023 (-19% YoY), đây cũng là mức giảm tương đương so với năm 2019.

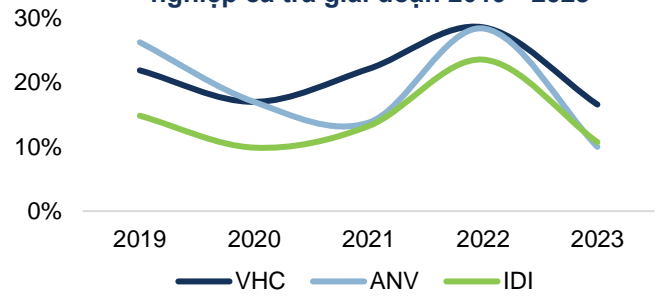
Kết quả này là do hoạt động xuất khẩu của IDI chịu ảnh hưởng tiêu cực của (1) dịch Covid-19 trong giai đoạn 2020 - 2021, và (2) suy thoái kinh tế toàn cầu năm 2023.

Do cơ cấu thị trường tập trung vào nhóm nước đang phát triển với giá xuất khẩu thấp, giá xuất khẩu của IDI tương đồng với ANV (tập trung vào Trung Quốc, ASEAN, và Mỹ Latin), nhưng thấp hơn đáng kể so với VHC do doanh nghiệp này xuất khẩu tập trung vào nhóm nước đã phát triển (Mỹ và EU) với giá xuất khẩu cao hơn. Kết quả này đi kèm với chi phí cá nguyên liệu đầu vào cao hơn khiến biên gộp của IDI duy trì thấp hơn so với ANV và VHC trong giai đoạn 2019 - 2023.

Giá XK của một số doanh nghiệp cá tra giai đoạn 2019 - 2023 (đơn vị: USD/kg)



Biên gộp màng cá tra của một số doanh nghiệp cá tra giai đoạn 2019 - 2023

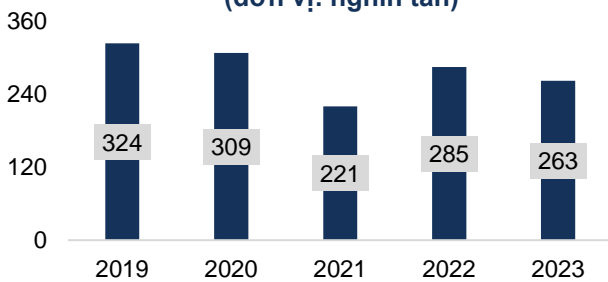


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp và ước tính

➤ **Thị trường Trung Quốc (chiếm 18% tổng doanh thu): IDI duy trì thị phần xuất khẩu lớn thứ 2 toàn ngành nhờ lợi thế nguồn cá nguyên liệu đầu vào cỡ lớn**

Tại Trung Quốc, doanh thu xuất khẩu của IDI năm 2023 ghi nhận đạt 1.276 tỷ đồng (-9% YoY), tuy nhiên giảm đáng kể so với năm 2019 (-26%). Mặc dù hoạt động xuất khẩu kém tích cực trong giai đoạn 2019 - 2023, IDI chia sẻ sự sụt giảm chủ yếu do nhu cầu chung tại Trung Quốc giảm và doanh nghiệp vẫn giữ ổn định thị phần xuất khẩu lớn thứ 2 toàn ngành (bình quân khoảng 8% mỗi năm) sang thị trường này cùng giai đoạn.

Sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc giai đoạn 2019 - 2023 (đơn vị: nghìn tấn)



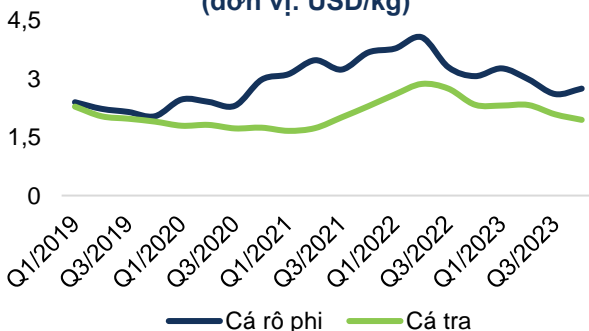
Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

So với các doanh nghiệp khác trong ngành, IDI có lợi thế về chế biến các sản phẩm fillet và cá tra xẻ bướm cỡ lớn được thị trường Trung Quốc ưa chuộng nhờ vùng nuôi gia công của doanh nghiệp định hướng tập trung cỡ cá này để cung cấp cho các nhà máy chế biến.

So với cỡ cá tiêu chuẩn (0,7 kg), việc nuôi cá tra cỡ lớn (trên 1kg) tương đối rủi ro đối với các hộ nuôi do thời gian nuôi lâu hơn từ 3 - 4 tháng, và cỡ cá này chủ yếu tiêu thụ nhiều ở Trung Quốc. Điều này khiến giá cá tra cỡ lớn tương đối bấp bênh và nguồn cung tại ĐBSCL thường thiếu hụt. Tuy nhiên, nhờ hệ thống kho lạnh lớn nên IDI có thể đảm bảo tiêu thụ cho các hộ nuôi gia công, và có lượng cá nguyên liệu đầy đủ để đáp ứng các thời điểm nhu cầu cá tra tăng đột biến tại Trung Quốc.

➤ **Thị trường Mexico (chiếm 9% tổng doanh thu): Hoạt động xuất khẩu được hỗ trợ nhờ IDI hưởng lợi từ hiệp định CPTPP có hiệu lực từ năm 2019**

Giá cá tra và rô phi tại Mexico giai đoạn 2019 - 2023 (đơn vị: USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, ITC, FPTS tổng hợp

Tại Mexico, doanh thu xuất khẩu của IDI năm 2023 ghi nhận đạt 620 tỷ đồng (-24% YoY), tuy nhiên đây tăng nhẹ 2% so với năm 2019. So với các thị trường khác, hoạt động xuất khẩu sang Mexico của IDI tích cực hơn nhờ doanh nghiệp hưởng lợi từ các ưu đãi thuế nhập khẩu từ hiệp định CPTPP.

Theo đó, thuế nhập khẩu cá tra điều chỉnh giảm từ 20% năm 2019 xuống 0% trong năm 2021 đã giúp giá cá tra cạnh tranh hơn so với các loại cá thịt trắng khác tại Mexico, đặc biệt so với cá rô phi từ Trung Quốc phải chịu mức thuế nhập khẩu 15% cùng thời điểm. Cụ thể, giá cá tra và cá rô phi tại Mexico tương đối cạnh tranh vào năm 2019, tuy nhiên sự chênh lệch giá có lợi cho cá tra trong giai đoạn 2020 - 2023 đã giúp nhu cầu cá tra cải thiện hơn.

Theo chia sẻ từ IDI, hoạt động xuất khẩu sang Mexico của doanh nghiệp mở rộng mạnh mẽ nhất trong năm 2022 khi nhu cầu thủy sản nước này phục hồi sau giai đoạn 2020 - 2021 bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Nhờ linh hoạt đẩy mạnh các dòng sản phẩm fillet cỡ nhỏ (120 gr) với giá bán phải chăng phù hợp với bối cảnh lạm phát tăng, doanh thu xuất khẩu của IDI sang Mexico năm 2022 đạt gần 820 tỷ đồng, mức cao nhất cả giai đoạn 2019 - 2023.

➤ **Thị trường Mỹ: Kết quả thuế CBPG POR 19 tích cực nhưng triển vọng mở rộng thị trường trong ngắn hạn còn hạn chế**

Trong T3/2024, DOC Mỹ công bố kết quả cuối cùng kết quả thuế CBPG lần thứ 19 (POR 19) với cá tra Việt Nam giai đoạn T8/2021 - T7/2022. Theo đó, mức thuế CBPG đối với IDI điều chỉnh giảm đáng kể xuống 0,18 USD/kg so với mức 2,39 USD/kg trong giai đoạn trước.

Tuy nhiên trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá việc mở rộng xuất khẩu sang Mỹ của IDI sẽ tương đối hạn chế do (1) mức thuế CBPG thấp chưa xác nhận sự bền vững và (2) IDI cần thời gian đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng khắt khe từ FSIS và các hệ thống tiêu thụ cá tra lớn tại Mỹ. Điển hình trường hợp của Thủy sản Nam Việt (ANV) hưởng thuế CBPG 0,09 USD/kg từ 2H/2020 nhưng đến 2H/2022 mới xuất khẩu những lô hàng đầu tiên. Do đó, chúng tôi tạm thời không đưa dự phóng triển vọng xuất khẩu sang Mỹ vào mô hình định giá IDI trong báo cáo này.

IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ TRONG NĂM 2024

1. Triển vọng kinh doanh năm 2024 của IDI

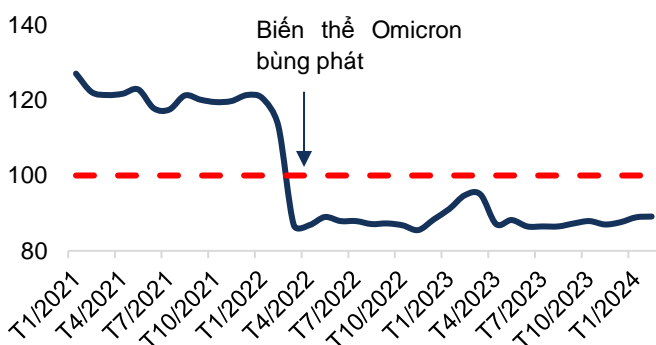
Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng KQKD của IDI sẽ ghi nhận sự phục hồi tích cực với doanh thu thuần và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 8.064 tỷ đồng (+12% YoY) và 285 tỷ đồng (+394% YoY). Động lực tăng trưởng đến từ sự phục hồi mạnh mẽ nhu cầu cá tra tại 2 thị trường chủ lực là Trung Quốc và Mexico từ 2H/2024, kết hợp với bối cảnh nguồn cung cá tra toàn ngành thắt chặt sẽ hỗ trợ giá xuất khẩu sang các thị trường này phục hồi trong năm 2024. Chi tiết như sau:

1.1. Nhu cầu cá tra tại 2 thị trường chính kỳ vọng phục hồi đồng thời từ 2H/2024

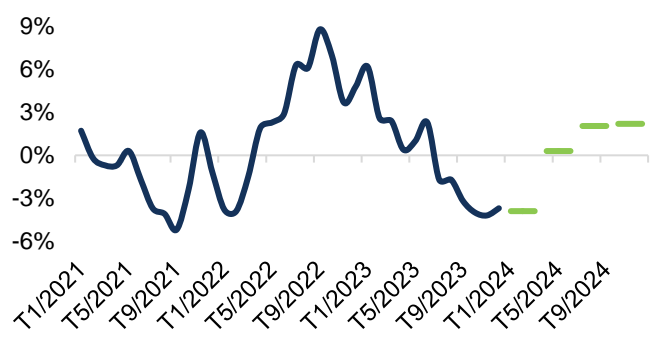
Tại Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ bắt đầu phục hồi tích cực từ 2H/2024, dựa trên dự báo khả năng chi tiêu của người tiêu dùng cải thiện hơn nhờ các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản và kích thích chi tiêu của Chính phủ Trung Quốc bắt đầu cho thấy sự hiệu quả trong 1H/2024, theo báo cáo "[Macro Outlook 2024: The hard part is over](#)" của Goldman Sachs.

Chúng tôi kỳ vọng thời điểm nhu cầu cá tra phục hồi từ 2H/2024 dựa trên dự báo CPI thực phẩm tại Trung Quốc sẽ bắt đầu cải thiện từ Q2/2024 theo Trading Economics nhưng trễ 1 quý do (1) chỉ số niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc tại T2/2024 vẫn duy trì ở mức thấp, và (2) năng lực cạnh tranh của cá tra được đánh giá không cao so với các loài thủy sản khác như tôm xuất khẩu từ Việt Nam nên cần thêm thời gian để phục hồi.

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Trung Quốc theo tháng giai đoạn 2021 - 2023



CPI thực phẩm theo tháng tại Trung Quốc giai đoạn 2021 - 2024

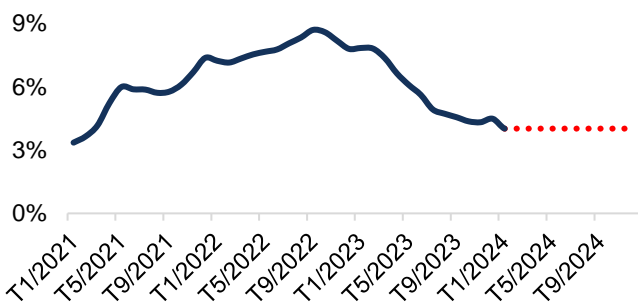


Nguồn: Cục Thống kê Trung Quốc, Trading Economics, FPTS tổng hợp

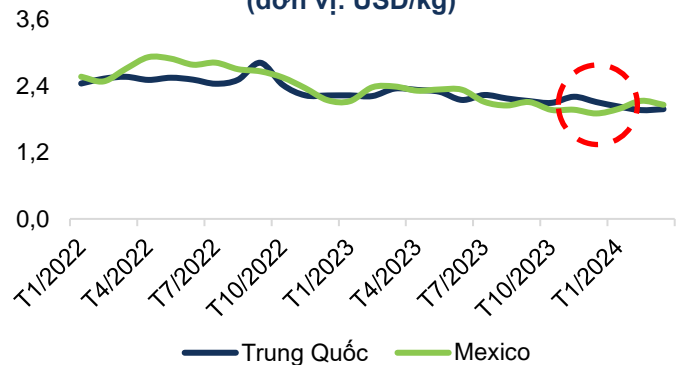
Tại Mexico, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ bắt đầu phục hồi tích cực từ Q2/2024, dựa trên dự báo khả năng chi tiêu của người tiêu dùng cải thiện hơn so với năm 2023 nhờ lạm phát kỳ vọng hạ nhiệt đáng kể và thu nhập thực cải thiện nhờ triển vọng việc làm phục hồi theo báo cáo "[Mexico 2024 Consumer Outlook: Cooling inflation and economic growth boosting confidence among households](#)" của Fitch Solutions.

So với Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tại Mexico phục hồi sớm hơn 1 quý do các nhà nhập khẩu Mexico đang bước vào chu kỳ tích trữ mới khi hàng tồn kho tại thị trường này đã giảm về mức thấp từ cuối năm 2023. Đồng thời, giá xuất khẩu cá tra sang Mexico có dấu hiệu tạo đáy từ T12/2023 (+8% YTD tại thời điểm T3/2024) cũng góp phần củng cố nhận định của chúng tôi về sự phục hồi rõ nét nhu cầu cá tra tại Mexico từ Q2/2024.

Fitch Solutions dự báo lạm phát tại Mexico giảm xuống mức 4% trong năm 2024



Giá XK cá tra sang Mexico và Trung Quốc theo tháng giai đoạn 2022 - 2023 (đơn vị: USD/kg)



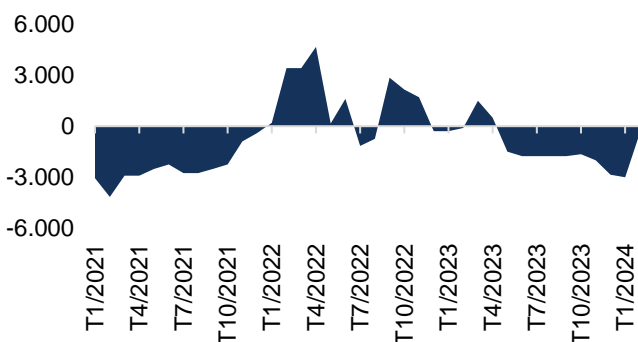
Nguồn: Fitch Solutions, Agromonitor, FPTS tổng hợp

1.2. Nguồn cung cá tra toàn ngành kỳ vọng thiếu hụt trong năm 2024

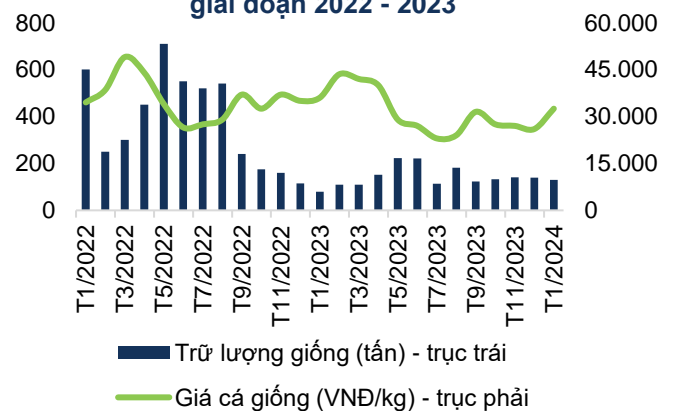
Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra toàn ngành sẽ duy trì ở mức thấp do (1) diện tích nuôi trồng tại ĐBSCL thu hẹp sau năm 2023 các hộ nuôi trồng thua lỗ, và (2) tình trạng nguồn cung cá giống toàn ngành bị thiếu hụt do ảnh hưởng thời tiết bất lợi khiến cá giống bị hao hụt lớn.

Theo đó, chúng tôi cho rằng các cơ sở nuôi sẽ còn thận trọng trong kế hoạch nuôi trồng ít nhất đến hết Q2/2024 khi nhu cầu cá tra tại các thị trường kỳ vọng tích cực hơn và thúc đẩy sự phục hồi bền vững giá cá nguyên liệu. Kết hợp với chu kỳ nuôi cá tra thường kéo dài từ 6 - 8 tháng, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung cá tra toàn ngành sẽ duy trì ở mức thấp trong cả năm 2024.

Lời/lỗ của hộ nông dân nuôi cá tra tại ĐBSCL theo tháng giai đoạn 2021 - 2024 (đơn vị: VNĐ/kg)



Trữ lượng và giá cá giống theo tháng giai đoạn 2022 - 2023



Nguồn: VASEP, Agromonitor, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Rủi ro đầu tư cổ phiếu IDI

Chúng tôi lưu ý về tính hiệu quả của các khoản đầu tư lớn ngoài ngành, và giao dịch vay vốn giữa công ty mẹ ASM và IDI (chiếm tổng cộng 17% tổng tài sản của IDI năm 2023). Chi tiết như sau:

Thứ nhất, IDI thực hiện góp vốn vào CTCP điện mặt trời Europlast Long An trong năm 2023, giá trị góp vốn đạt 246 tỷ đồng tại khoản mục “Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác”, và IDI cũng ghi nhận khoản cổ tức 11,4 tỷ đồng từ công ty này cùng năm. Tại T12/2023 theo kết luận thanh tra số 3166/TB - TTCP được công bố bởi Thanh tra Chính phủ, CTCP Europlast Long An được cho là vi phạm luật đất đai khi khởi công dự án điện mặt trời khi chưa được UBND tỉnh Long An cho thuê đất từ năm 2019.

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa thể đánh giá ngay tác động của sự kiện vi phạm này đối với HĐKD của Europlast Long An do thông tin tiếp cận còn hạn chế. Tuy nhiên, do Europlast Long An cũng là một công ty con trong hệ sinh thái ASM, và hệ thống điện năng lượng mặt trời của doanh nghiệp này đã vận hành ổn định từ T6/2019 và tạo ra nguồn doanh thu và LNST đều đặn 160 tỷ đồng và 70 tỷ đồng mỗi năm. Do đó trong các BCTC công ty mẹ ASM công bố trong thời gian tới, chúng tôi sẽ tham chiếu mốc KQKD này để đánh giá thêm tác động của sự kiện vi phạm này đối với Europlast Long An.

Thứ hai, IDI thực hiện mua lại công ty CTCP Đầu tư Vĩnh An Đắc Nông vào năm 2022 với lĩnh vực kinh doanh chính là trồng cây cao su. Trong giao dịch này, IDI đã trích ra 392 tỷ đồng để mua lại 98% cổ phần từ công ty con, đáng chú ý 317 tỷ đồng được ghi nhận vào khoản mục “Lợi thế thương mại” vào cuối năm 2022. Việc ghi nhận khoản lợi thế thương mại lớn trong khi doanh thu và LNST tính đến năm 2023 vẫn chưa ghi nhận khiến chúng tôi quan ngại về tính hiệu quả của khoản đầu tư này.

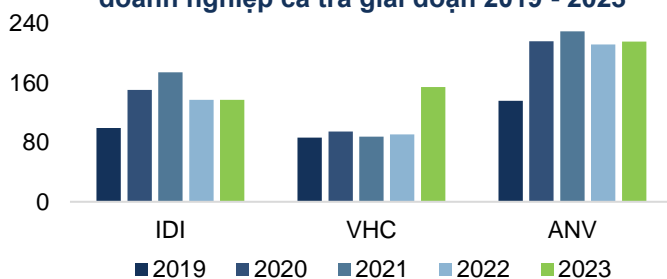
Thứ ba, IDI thực hiện đầu tư xây dựng dự án khu đô thị Bình Long tại tỉnh An Giang từ năm 2020. Tính đến cuối năm 2023, tổng vốn đầu tư cho dự án này ghi nhận đạt 401 tỷ đồng tại khoản mục “Tài sản dở dang dài hạn”. Tuy nhiên, giá trị khoản mục không đổi so với thời điểm cuối năm 2022, và doanh thu từ kinh doanh bất động sản ghi nhận không đáng kể trong năm 2023 khiến chúng tôi quan ngại về tiến độ thực hiện dự án này của IDI.

Thứ tư, IDI thực hiện cho công ty mẹ ASM vay vốn dài hạn ghi nhận lên đến 457 tỷ đồng cuối năm 2023. Theo đó, lãi suất IDI áp dụng với ASM kết hợp giữa cố định 10%/năm và thả nổi một phần. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa nhận thấy rủi ro đáng kể đối với khoản cho vay này, và cần theo dõi thêm do (1) lãi suất mà IDI đi vay trong năm 2023 ước tính ở mức thấp hơn, đạt 8,5%/năm và (2) khả năng thanh toán lãi vay của công ty mẹ ASM đánh giá qua chỉ số lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay trong năm 2023 đang duy trì ở mức tối thiểu là 1,08x.

V. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Hiệu quả quản trị tồn kho giảm trong giai đoạn 2019 - 2023 do hoạt động xuất khẩu kém khả quan

Số ngày tồn kho bình quân của một số doanh nghiệp cá tra giai đoạn 2019 - 2023



Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTIS tổng hợp

Số ngày tồn kho⁴ của IDI có xu hướng tăng trong giai đoạn 2019 - 2023, ghi nhận đạt 137 ngày trong năm 2023. Kết quả này là do hoạt động xuất khẩu của IDI kém tích cực trong giai đoạn 2020 - 2021 do ảnh hưởng của dịch Covid-19, và trong năm 2023 do tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu.

⁴ Số ngày tồn kho của IDI được chúng tôi điều chỉnh do IDI tự chủ thông qua hình thức nuôi liên kết. Theo đó, IDI gần như không ghi nhận các chi phí phát sinh trong quá trình nuôi cá nguyên liệu trong khoản mục “Hàng tồn kho” của mình. Tuy nhiên, IDI phải tài trợ một phần chi phí cho các hộ nuôi gia công, chi phí này được ghi nhận trong khoản mục “Trả trước cho người bán ngắn hạn”. Chúng tôi điều chỉnh tài khoản hàng tồn kho bằng cách cộng thêm khoản mục này.

So với các doanh nghiệp khác trong cùng giai đoạn, số ngày tồn kho của IDI duy trì ở mức bình quân. Với ANV, doanh nghiệp này có số ngày tồn kho cao nhất (bình quân trên 200 ngày) do hoạt động xuất khẩu sang thị trường chủ lực là Trung Quốc kém khả quan từ năm 2020, kết hợp đặc thù tự chủ nguyên liệu đầu vào (100%) cao hơn so với IDI và VHC (lần lượt là 85% và 70%).

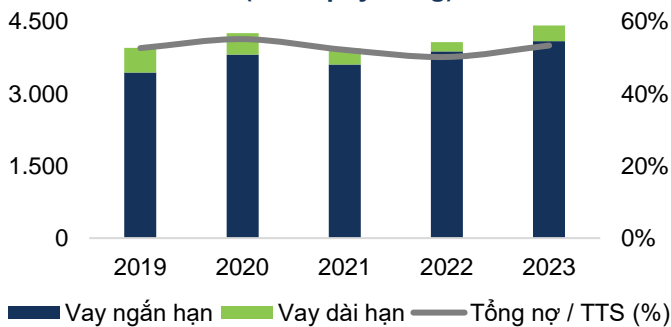
Đối với VHC, doanh nghiệp này có số ngày tồn kho thấp nhất (khoảng 90 ngày) do tỷ lệ tự chủ đầu vào thấp hơn, kết hợp hoạt động xuất khẩu sang thị trường chủ lực Mỹ ít chịu tác động hơn bởi dịch Covid-19 trong giai đoạn 2020 - 2021. Tuy nhiên, số ngày tồn kho của VHC tăng mạnh lên 154 ngày trong năm 2023 do nhu cầu giảm mạnh tại Mỹ bởi ảnh hưởng của suy thoái kinh tế.

2. Tỷ lệ đòn bẩy của IDI duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2019 - 2023 tạo áp lực chi trả lãi vay lớn so với các doanh nghiệp khác trong ngành

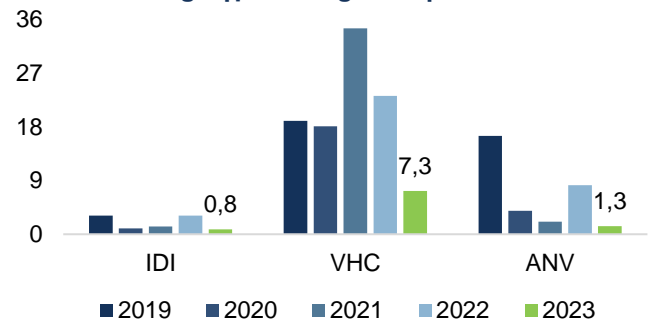
Trong giai đoạn 2019 - 2023, tỷ lệ đòn bẩy của IDI đo lường qua hệ số tổng nợ vay / tổng tài sản ổn định quanh mức 53%, tuy nhiên đây là mức cao nhất so với VHC và ANV với tỷ lệ lần lượt đạt 19% và 38% trong năm 2023. Cơ cấu nợ của IDI chủ yếu là nợ vay ngắn hạn (chiếm bình quân hơn 90%), trong đó ước tính 76% dùng tài trợ cho nhu cầu bổ sung vốn lưu động ngắn hạn, và 17% dùng để tài trợ cho các khoản đầu tư ngoài ngành của IDI, theo số liệu từ báo cáo tài chính năm 2023.

Do tỷ lệ đòn bẩy cao, kết hợp với hoạt động xuất khẩu kém khả quan và tính hiệu quả chưa rõ ràng của các khoản đầu tư ngoài ngành, IDI phải chịu áp lực lãi vay lớn trong giai đoạn 2019 - 2023. Khả năng thanh toán lãi vay của IDI đánh giá qua chỉ số lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành, đáng chú ý năm 2023 chỉ đạt 0,8x. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng triển vọng xuất khẩu phục hồi sẽ giúp cải thiện khả năng thanh toán lãi vay của IDI với chỉ số lợi nhuận từ HĐKD / chi phí lãi vay dự báo đạt 1,6x.

Cơ cấu vốn của IDI giai đoạn 2019 - 2023
(đơn vị: tỷ đồng)



Tỷ lệ LN HĐKD / chi phí lãi vay của một số doanh nghiệp cá tra giai đoạn 2019 - 2023

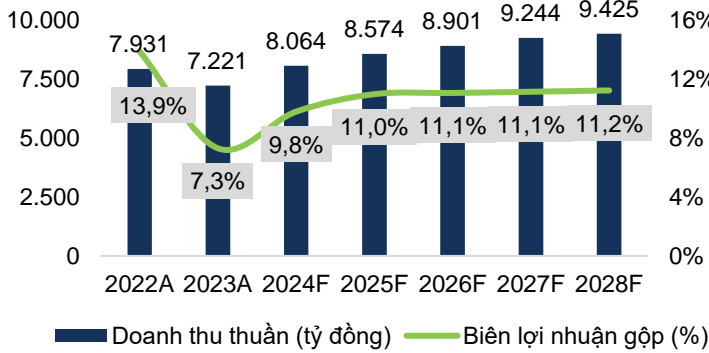


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

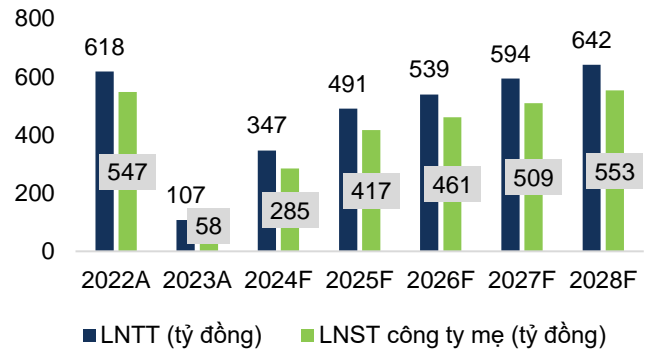
VI. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Dựa trên những phân tích về tình hình ngành cá tra Việt Nam, hoạt động kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của IDI giai đoạn 2022 - 2028F với các giả định sau:

Doanh thu và biên LN gộp của IDI giai đoạn 2022 - 2028F



Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế của IDI giai đoạn 2022 - 2028F

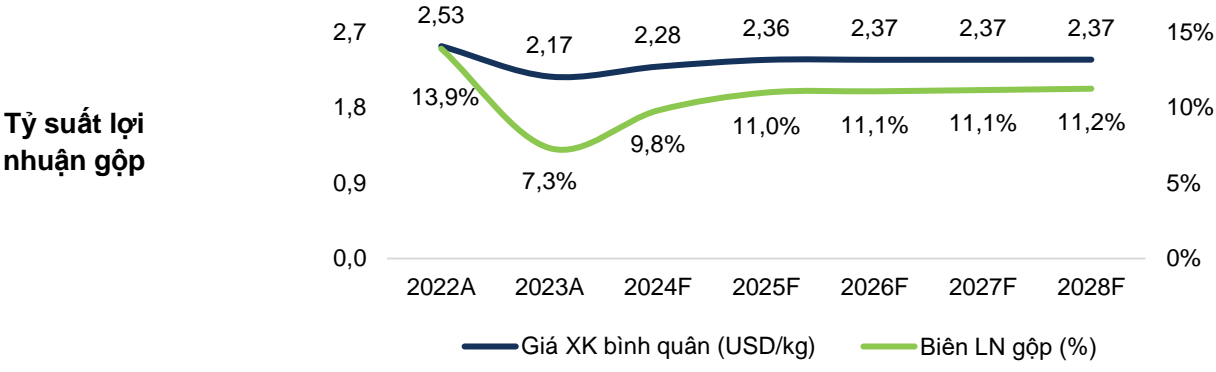


Chỉ tiêu	Giả định
----------	----------

Tổng doanh thu

- Mảng cá tra:** Chúng tôi dự báo doanh thu mảng này tăng trưởng 16% trong năm 2024 nhờ nhu cầu tại các thị trường phục hồi nhờ triển vọng kinh tế cải thiện. Doanh thu từ thị trường Mexico kỳ vọng tăng trưởng 19% YoY, cao hơn Trung Quốc 15% YoY do chúng tôi kỳ vọng (1) nhu cầu tại Mexico phục hồi sớm hơn và (2) giá xuất khẩu tại Mexico phục hồi tốt hơn so với Trung Quốc do người tiêu dùng Trung Quốc còn nhạy cảm về giá trong bối cảnh kinh tế phục hồi chậm, thể hiện qua niềm tin người tiêu dùng duy trì ở mức thấp tại T2/2024.
- Mảng phụ phẩm và TACN:** Chúng tôi dự báo doanh thu 2 mảng này tăng trưởng 10% YoY trong năm 2024, dựa trên sự phục hồi đi kèm với mảng cá tra. Trong giai đoạn 2025F - 2028F, doanh thu 2 mảng này dự phóng tăng trưởng ổn định 3%/năm.

Dự báo giá XK bình quân và biên lợi nhuận gộp của IDI giai đoạn 2022 - 2028F



Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng biên gộp đạt 9,8%, cải thiện 2,5 đpt YoY. Kết quả này đến từ giá xuất khẩu bình quân cải thiện 5% trong khi giá vốn thành phẩm tăng nhẹ 3% so với năm 2023 do nguồn cung cá tra toàn ngành kỳ vọng thắt chặt khiến giá cá nguyên liệu tăng và IDI phải mua 15% từ bên ngoài.

Giai đoạn 2025F - 2028F, chúng tôi dự phóng biên gộp của IDI có xu hướng cải thiện nhẹ do giá xuất khẩu bình quân kỳ vọng phục hồi nhẹ, trong khi giá vốn thành phẩm duy trì sự ổn định trong bối cảnh nguồn cung toàn ngành phục hồi và mở rộng bền vững hơn.

Lợi nhuận trước thuế

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2024 đạt 347 tỷ đồng, +223% YoY, dựa trên giả định chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm lần lượt 2,3%; 1% trong tổng doanh thu. Giai đoạn 2025F - 2028F, chúng tôi giữ nguyên những giả định này.

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2024 đạt 285 tỷ đồng, +394% YoY, dựa trên giả định thuế TNDN là 13%. Giai đoạn 2025F - 2028F, chúng tôi giữ nguyên giả định này.

VII. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá IDI bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu IDI theo các phương pháp có mức bình quân là **14.600 VNĐ/cp**, cao hơn 20% so với mức giá đóng cửa ngày 12/04/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	14.400	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	14.800	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		14.600	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2024	10,3%	Phần bù rủi ro	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	7,2%	Hệ số Beta	1,26
Chi phí sử dụng vốn	16%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,4%	Thời gian dự phóng	5 năm

➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	6.098.638
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)	1.112.380
(+) Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	663.676
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	4.416.197
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (triệu VNĐ)	173.923
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	3.284.572
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	228
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	14.400
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	3.374.337
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	14.800

VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: tỷ đồng

HĐKD	2022A	2023A	2024F	2025F	CĐKT	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7.931	7.221	8.064	8.574	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	-6.836	-6.697	-7.279	-7.637	+ Tiền và tương đương	641	1.112	1.491	1.604
Lợi nhuận gộp	1.095	525	785	936	+ Đầu tư TC ngắn hạn	681	664	664	864
- Chi phí bán hàng	-308	-132	-186	-197	+ Các khoản phải thu	1.450	1.331	1.511	1.603
- Chi phí quản lý DN	-61	-90	-81	-86	+ Hàng tồn kho	2.635	2.391	2.729	2.864
Lợi nhuận thuần HĐKD	726	303	519	653	+ Tài sản ngắn hạn khác	43	38	40	40
- (Lỗ) / Lãi HĐTC	93	168	157	187	Tổng tài sản ngắn hạn	5.450	5.537	6.436	6.975
- Lợi nhuận khác	32	-2	0	0	+ Giá trị còn lại TSCĐHH	1.000	909	815	730
LN trước thuế, lãi vay	851	469	676	840	+ Đầu tư TC dài hạn	113	249	249	249
- Chi phí lãi vay	-233	-362	-329	-350	+ Tài sản dài hạn khác	936	1.007	974	941
Lợi nhuận trước thuế	618	107	347	491	+ Xây dựng CBDD	585	575	596	607
- Thuế TNDN	-55	-34	-46	-58	Tổng tài sản dài hạn	2.634	2.740	2.634	2.526
- Phần lãi / (lỗ) từ công ty liên kết	0	0	0	0	Tổng tài sản	8.084	8.277	9.069	9.501
Lợi nhuận sau thuế	563	73	301	433	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-16	-16	-16	-16	+ Phải trả người bán	375	216	325	341
LNST cổ đông công ty mẹ	547	58	285	417	+ Vay và nợ ngắn hạn	3.881	4.090	4.441	4.652
EPS (đồng)	2.404	254	1.252	1.833	+ Nợ ngắn hạn khác	268	208	241	241
EBITDA	970	618	823	990	Nợ ngắn hạn	4.524	4.515	5.007	5.234
Khấu hao	119	149	147	150	+ Vay và nợ dài hạn	193	326	326	326
Tăng trưởng doanh thu	39%	-9%	12%	6%	+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng LN HĐKD	142%	-58%	71%	26%	Nợ dài hạn	193	326	326	326
Tăng trưởng EBIT	109%	-45%	44%	24%	Tổng nợ	4.718	4.841	5.332	5.559
Tăng trưởng EPS	301%	-89%	394%	46%	+ Thặng dư	17	17	17	17
Chỉ số khả năng sinh lời	2022A	2023A	2024F	2025F	+ Vốn điều lệ	2.276	2.276	2.276	2.276
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14%	7%	10%	11%	+ Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	7%	1%	4%	5%	+ Các loại quỹ	280	296	296	296
ROE DuPont	18%	2%	8%	11%	+ LN chưa phân phối	621	672	957	1.147
ROA DuPont	7%	1%	3%	4%	Vốn chủ sở hữu	3.195	3.262	3.547	3.737
Tỷ suất EBIT / doanh thu	11%	6%	8%	10%	Lợi ích cổ đông thiểu số	172	174	190	205
LNST / LNNT	89%	54%	82%	85%	Tổng cộng nguồn vốn	8.084	8.277	9.069	9.501
LNNT / EBIT	73%	23%	51%	58%	Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F
Vòng quay tổng tài sản	101%	88%	93%	92%	Tiền đầu năm	388	641	1.112	1.491
Đòn bẩy tài chính	253%	253%	255%	255%	Lợi nhuận sau thuế	607	61	301	433
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023A	2024F	2025F	+ Khấu hao	119	149	147	150
Số ngày phải thu	64	68	66	66	+ Điều chỉnh	-126	-182	-177	-208
Số ngày tồn kho	137	137	137	137	+ Thay đổi vốn lưu động	-69	145	-379	-211
					Tiền từ HĐKD	530	173	-108	164

Số ngày phải trả	16	16	16	16	+ Thanh lý tài sản cố định	291	5	0	0
Thời gian luân chuyển tiền	185	189	187	187	+ Chi mua sắm TSCĐ	-262	-9	-40	-43
COGS / Hàng tồn kho	2,6	2,8	2,7	2,7	+ Tăng (giảm) đầu tư	181	5	0	-200
Chỉ số TK / Đòn bẩy TC	2022A	2023A	2024F	2025F	+ Các HĐ đầu tư khác	-270	-42	177	208
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,3	1,3	Tiền từ HĐ đầu tư	-59	-41	136	-35
CS thanh toán nhanh	0,6	0,7	0,7	0,8	+ Cổ tức đã trả	-333	-8	0	-228
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,4	0,5	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,5	0,5	0,5	0,5	+ Vay nợ ròng	110	348	351	211
Nợ / VCSH	1,3	1,4	1,3	1,3	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,2	1,3	1,3	1,2	Tiền từ hoạt động TC	-223	340	351	-17
Nợ dài hạn / VCSH	0,1	0,1	0,1	0,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	248	472	379	113
Khả năng TT lãi vay	3,1	0,8	1,6	1,9	Ảnh hưởng của tỷ giá	4	0	0	0
					Tiền cuối năm	641	1.112	1.491	1.604

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu IDI, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888