

CÔNG TY CỔ PHẦN KIÊN HÙNG

Mã chứng khoán: KHS

Sàn giao dịch: HNX



KQKD 2017 vượt kế hoạch. Triển vọng tăng trưởng mới từ Nhà máy đông lạnh tăng gấp đôi công suất

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KHS**, với giá kỳ vọng 12 tháng là **23.500 VND/cổ phiếu** (upside 62% so với giá chào sàn ngày 26/12/2017) dựa trên cơ sở: **(1)** Sản phẩm đa dạng, cạnh tranh và có dư địa tăng trưởng lớn với (i) hơn 100 mặt hàng đông lạnh, định hướng tập trung gia tăng nhóm sản phẩm giá trị gia tăng và (ii) nhà máy bột cá có công suất thuộc hàng lớn nhất cả nước 33.000 tấn/năm; **(2)** Thị trường đầu ra ổn định với các khách hàng lớn cả trong và ngoài nước (Nhật Bản, EU); **(3)** Hoạt động kinh doanh tăng trưởng khả quan, Doanh thu và LNST công ty mẹ 2017 dự kiến vượt kế hoạch đề ra, tăng trưởng lần lượt 22% và 13,4% y-o-y; **(4)** Triển vọng tăng trưởng 2 con số giai đoạn 3 năm tới, CAGR DT và LNST dự kiến đạt 15% và 20%, đến từ sự đóng góp của Nhà máy đông lạnh mới với công suất tăng gấp đôi đạt 3.000 tấn/năm.

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh PE, PB để xác định giá trị cổ phiếu KHS. Theo đó, với mức giá kỳ vọng là 23.500 VND/cp, tiềm năng tăng giá của KHS đạt 62% so với mức giá chào sàn ngày 26/12/2017.

Một số chỉ tiêu tài chính chủ yếu

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017f
Doanh thu	325	699	842	904	1103
LN gộp	29	50	89	83	95
LN ròng	8	10	29	29	33
Tổng tài sản	251	289	399	519	545
Vốn CSH	73	82	142	156	199
EPS cuối kỳ	1.483	1.800	5.142	3.903	3.062
Giá trị sổ sách	13.092	14.630	17.416	15.496	14.372

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015	2016	2017f
% Doanh thu	-	115%	20%	7%	22%
% LNST	-	21%	186%	0%	13%
% LN gộp/DT	9%	7%	11%	9%	9%
ROA	3,3%	3,5%	8,5%	5,6%	6,0%
ROE	11,3%	12,3%	23,9%	19,3%	16,4%

Nguồn: KHS, CTS tổng hợp

Vũ Ánh Nguyệt

nguyetva@vietinbanksc.com.vn

NGÀNH CẤP 5: Nuôi trồng thủy hải sản BÁO CÁO LẦN ĐẦU 25/12/2017

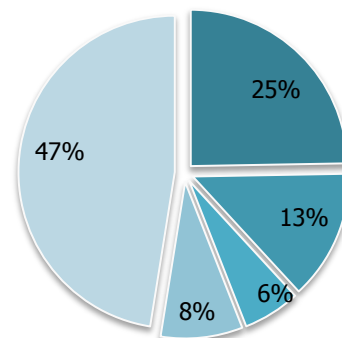
Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị 12 tháng	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	23.500
Giá chào sàn 26/12/2017 (VND)	14.500
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	62%

Thông tin cổ phiếu

Số lượng CP niêm yết (cp)	10.700.000
Ngày niêm yết	26/12/2017

Cổ đông lớn



- Ông Trần Quốc Dũng
- Bà Lâm Thị Hương Mai
- Ông Trần Quốc Hùng
- VietinBank Securities
- Cổ đông khác

Nguồn: KHS

MỤC LỤC

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ	3
▪ Tiêu điểm (Key catalysts).....	3
▪ Rủi ro.....	5
▪ Định giá.....	6
▪ Phân tích độ nhạy.....	8
PHÂN TÍCH CẠNH TRANH	9
▪ Phân tích ngành.....	9
▪ Vị thế của Công ty trong ngành.....	11
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	13
▪ Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh.....	13
▪ Triển vọng tăng trưởng.....	16
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	18
▪ Dự báo kết quả kinh doanh.....	18
▪ Dự báo bảng cân đối kế toán.....	19
▪ Chỉ tiêu tài chính.....	19
BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT	

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

Sản phẩm đa dạng, có sức cạnh tranh với dư địa tăng trưởng lớn

- **Hơn 100 mặt hàng đông lạnh khác nhau, tập trung đẩy mạnh thành phẩm thủy sản đông lạnh có giá trị gia tăng (GTGT)**

Sản phẩm đông lạnh của KHS hiện có khoảng 100 mặt hàng khác nhau. Sự đa dạng hóa là yếu tố đảm bảo được đầu ra cho sản phẩm, cũng như mở rộng nguồn cung đầu vào, duy trì hoạt động sản xuất ổn định cho Công ty trong giai đoạn khó khăn của thị trường vừa qua.

Bên cạnh đó, điểm nổi bật trong định hướng kinh doanh của Kiên Hùng từ những ngày đầu thành lập là tập trung vào mặt hàng đông lạnh GTGT, chủ yếu là sushi mực – vốn yêu cầu cao về tiêu chuẩn chất lượng. Mặt hàng sushi tươi sống của Công ty đã có mặt tại thị trường Nhật Bản 13 năm, cùng với đó là uy tín trên thị trường đã được khẳng định, qua đó củng cố năng lực cạnh tranh của KHS.

Tỷ trọng hàng GTGT đang có xu hướng tăng dần qua các năm, từ 20% lên 35% trong 3 năm trở lại đây và dự kiến sẽ đạt trên 50% trong năm 2018 (cao hơn mức bình quân ngành khoảng 35%). Thực tế trong vài năm trở lại đây, nhu cầu khách hàng thường xuyên vượt quá năng lực sản xuất của doanh nghiệp (DN). Do đó, định hướng đẩy mạnh mặt hàng này sẽ mang lại triển vọng tăng trưởng lớn khi dự án nhà máy đông lạnh mới với công suất gấp đôi hiện nay đi vào hoạt động cuối năm 2018 và dự án nuôi tôm công nghệ cao được triển khai.

- **Nhà máy bột cá công suất thuộc hàng lớn nhất Việt Nam – 33.000 tấn/năm**

Hiện Công ty đang cung ứng ra thị trường các sản phẩm với độ đạm 55%, 60%, 65% và 67%, đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng, được khách hàng tại thị trường xuất khẩu đánh giá tốt và khách hàng nội địa đặt mua với số lượng ổn định qua các năm. Với thị trường đầu ra là ngành Thức ăn chăn nuôi (TACN), bột cá chính là nhóm sản phẩm giúp DN đa dạng hóa nguồn thu, giảm thiểu rủi ro trước những biến động ngành thủy sản.

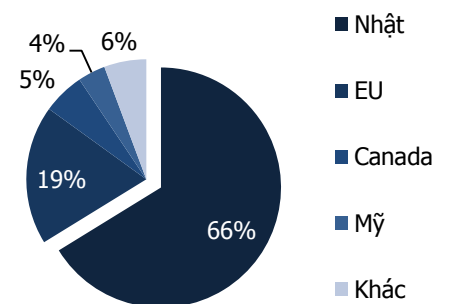
Tỷ trọng đóng góp doanh thu thường xuyên chiếm trên 50%, quy mô hiện khoảng 500 tỷ đồng/năm, mảng bột cá được kỳ vọng sẽ mang lại dòng tiền đáng kể khi gia tăng năng lực sản xuất trong thời gian tới nhờ (1) nhu cầu TACN nội địa dự báo tiếp tục gia tăng (CAGR 2018-2020 đạt 5-6%/năm theo dự báo USDA), (2) đẩy mạnh thị trường xuất khẩu như Thái Lan, Nhật Bản.

Thị trường đầu ra ổn định với các khách hàng lớn cả trong và ngoài nước (Nhật Bản, EU)

- **Trên 90% doanh thu sản phẩm đông lạnh đến từ thị trường xuất khẩu lớn như Nhật, EU, trong đó Nhật Bản là thị trường truyền thống, chiếm tới trên 60%**

Năm 2016, thị trường Nhật chiếm tới 66% cơ cấu doanh thu và tiếp tục duy trì trên 60% trong 9 tháng đầu năm 2017. Việc duy trì tỷ trọng lớn trong nhiều năm liên tại thị trường khó tính này, đặc biệt đối với nhóm sản phẩm GTGT cho thấy uy tín về chất lượng sản phẩm của Công ty, đặc biệt là mặt hàng sushi (đã có mặt 13 năm với những khách hàng lớn như Shokuryo, Progress, Itochu,...). Đây tiếp tục là thị trường mục tiêu của

Cơ cấu thị trường thành phẩm đông lạnh 2016 (theo giá trị)



Nguồn: KHS

KHS trong giai đoạn tới. Bên cạnh đó, Công ty tiếp tục duy trì và mở rộng khách hàng tại các thị trường khác như Canada và Mỹ.

Trong tháng 10/2017, Kihusea VN đã đạt được yêu cầu về cung cấp nguyên liệu cho tập đoàn Sushiro - Tập đoàn sushi lớn nhất Nhật Bản với chuỗi hơn 500 nhà hàng tại Nhật Bản và thế giới. Đơn hàng này tiếp tục khẳng định uy tín của KHS cũng như mở ra cơ hội tiến vào thị trường thế giới qua hệ thống nhà hàng của Sushiro. Lô hàng đầu tiên 25 tấn sushi đã được xuất cho Sushiro trong tháng 11/2017.

Riêng đối với chả cá/surimi, sản phẩm của công ty con AOKI, liên doanh giữa KHS (nắm giữ 51%), và Neptune S.A.S - thương hiệu sản phẩm surimi cao cấp Alliance Ocean với công nghệ chế biến tiên tiến tại Châu Âu, dẫn đến tỷ trọng giá trị xuất khẩu tại thị trường này thường chiếm tới trên 50% giai đoạn trước năm 2016. Tuy nhiên trong năm 2017, trước tình hình tiêu thụ giảm tại thị trường EU do cạnh tranh về giá bán, nhằm hạn chế rủi ro biến động từ thị trường này cũng như đa dạng hóa đầu ra, KHS đã nhanh chóng đẩy mạnh các thị trường như Nhật và Hàn Quốc, tăng tỷ trọng lên lần lượt 54% và 34%. Ngoài ra, các thị trường Trung Quốc, Thái Lan đây tiềm năng cũng đang được AOKI tiếp cận.

- **Đối với sản phẩm bột cá, thị trường nội địa chiếm tỷ trọng trên 90% doanh thu, chủ yếu là các DN lớn có quan hệ lâu năm như Tong Wei, Cargill, Greenfeed...**

Hầu hết khách hàng lớn, truyền thống của KHS đối với mảng bột cá đều là các DN hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất TACN hiện nay. Ngay cả trong giai đoạn ngành TACN gặp phải những khó khăn về thị trường tiêu thụ nhưng nhờ uy tín trong suốt quá trình hoạt động mà KHS gần như không chịu tác động tiêu cực nào, hiệu quả kinh doanh duy trì tương đối ổn định.

Bên cạnh đó, Công ty cũng đang đẩy mạnh thị trường xuất khẩu như Nhật Bản, Thái Lan..., mục tiêu hướng đến các khách hàng lớn và uy tín về thanh toán giúp cải thiện hơn nữa dòng tiền của DN.

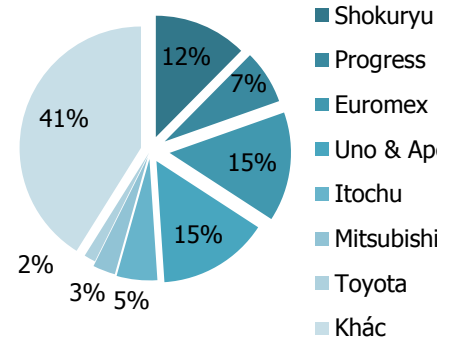
Hoạt động kinh doanh tăng trưởng tích cực. Dự kiến Doanh thu thuần và LNST 2017 sẽ vượt kế hoạch, tăng trưởng lần lượt 22% và 13,4% so với năm 2016

Ngành thủy sản trong khoảng vài năm trở lại đây đang phải đối mặt với những khó khăn cả ở đầu vào và đầu ra, cộng với vấn đề vay nợ cao khiến kết quả kinh doanh của không ít DN trong ngành có diễn biến không mấy khả quan.

Sản phẩm bột cá và sự đa dạng hóa sản phẩm đông lạnh giúp KHS đứng vững trong giai đoạn khó khăn của ngành. Một trong những điểm mạnh của KHS đối với mảng thành phẩm đông lạnh là duy trì được ổn định thị trường đầu ra nhờ uy tín về chất lượng. Đối với vấn đề nguyên liệu đầu vào, mặc dù cũng chịu ảnh hưởng từ khó khăn chung của ngành, tuy nhiên nhờ nhanh nhạy trong việc chủ động tích trữ cũng như đa dạng hóa nguyên liệu từ nhập khẩu nên KHS vẫn duy trì được hoạt động sản xuất. Bên cạnh đó, mảng bột cá với những lợi thế về quy mô, uy tín và thị trường tiêu thụ vẫn duy trì được hiệu quả kinh doanh ổn định cũng là yếu tố giúp DN giảm bớt tác động tiêu cực từ tình hình chung ngành thủy sản.

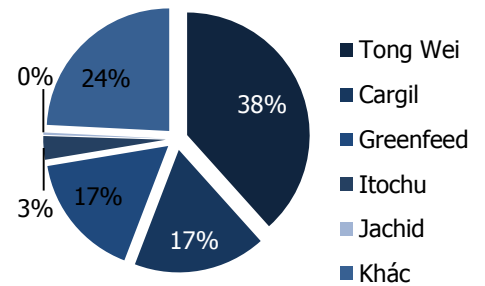
Tính trong giai đoạn 2 năm trở lại đây, **tốc độ tăng trưởng bình quân DT và LNST công ty mẹ của KHS lần lượt đạt 13,7% và 69,2%**, mức tăng trưởng rất khả quan so với bình quân DN niêm yết ngành là 6% và 24%. Tính riêng DT từ mảng thành phẩm đông lạnh (chưa bao gồm surimi), thì mức tăng trưởng DT đạt 26%. Kết quả này cho thấy định

Cơ cấu khách hàng sản phẩm đông lạnh 2016 (theo sản lượng)



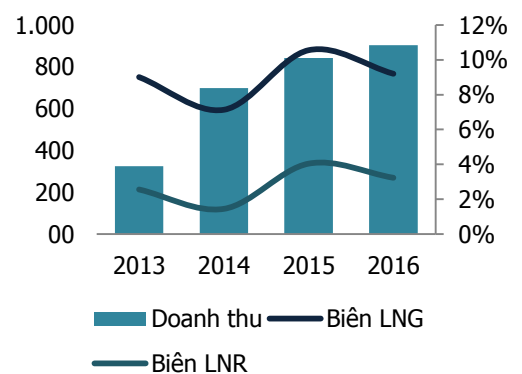
Nguồn: KHS

Cơ cấu khách hàng sản phẩm bột cá 2016 (theo sản lượng)



Nguồn: KHS

Tình hình kinh doanh



Nguồn: BCTC KHS

hướng hoạt động hợp lý của Công ty trong suốt giai đoạn vừa qua.

Tính riêng 9 tháng 2017, DTT đạt 790 tỷ đồng, tăng 18% yoy, trong đó doanh thu từ mảng đông lạnh tăng mạnh 46% yoy, cao hơn nhiều so với mức 18,1% toàn ngành. **Tính riêng KQKD công ty mẹ (mảng đông lạnh và bột cá) LNST 9 tháng 2017 đã vượt 15% kế hoạch đề ra.** Dự kiến năm 2017, DTT và LNST đạt lần lượt khoảng 1.100 tỷ đồng và 32,7 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 22% và 13,4%, theo đó sẽ vượt kế hoạch LN 11%. EPS 2017 tương ứng đạt khoảng 3.062 VND/cp.

Triển vọng tăng trưởng 2 con số giai đoạn 2018-2020 từ Dự án Nhà máy đông lạnh

Theo Kế hoạch kinh doanh (KHKD) giai đoạn 2018-2020, với đóng góp chính từ mảng thủy sản khi Nhà máy đông lạnh (NMĐL) mới đi vào hoạt động từ cuối năm 2018, tăng công suất lên gấp đôi đạt 3.000 tấn/năm, **tốc độ tăng trưởng CAGR DT và LNST công ty mẹ dự phóng lần lượt đạt 15% và 20%**, cao hơn khá nhiều so với mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu bình quân toàn ngành khoảng 6-7%/năm trong cùng giai đoạn.

KHKD này được KHS xây dựng trên cơ sở thực tế về nhu cầu khách hàng của Công ty. Với uy tín thương hiệu, số lượng đơn hàng và hỏi hàng trong vài năm gần đây của sản phẩm đông lạnh luôn vượt qua khả năng cung cấp của nhà máy.

Đồng thời, tiếp tục định hướng đẩy mạnh và đa dạng hóa sản phẩm GTGT, và đáp ứng nhu cầu khách hàng Nhật Bản đối với sản phẩm tôm (sản phẩm được ưa chuộng hàng đầu tại thị trường này), công ty cũng đang lên kế hoạch triển khai dự án Nuôi tôm công nghệ cao trong nhà kính nhằm chủ động kiểm soát nguồn nguyên liệu đầu vào cả về số lượng và chất lượng cũng như nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Bên cạnh đó, sản phẩm surimi cũng đang trong quá trình định hướng chiến lược phát triển mới, với công suất mới đạt 9.000 tấn/năm, tăng so với mức 5.000 tấn dự kiến sẽ đóng góp đáng kể vào DT và LN của DN khi bước vào giai đoạn ổn định.

RỦI RO

Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào

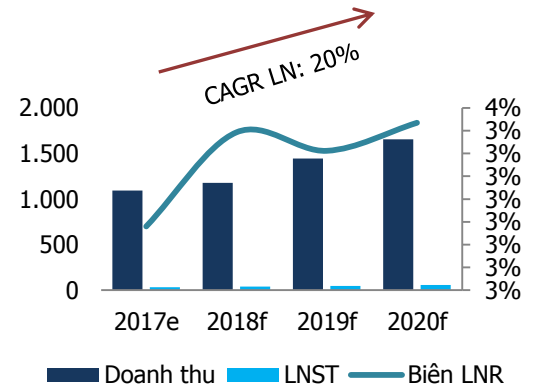
Là một DN xuất khẩu với nguyên liệu chủ lực là mực và cá từ nguồn từ khai thác đánh bắt, Công ty không tránh khỏi sự phụ thuộc vào các yếu tố tự nhiên ảnh hưởng đến hoạt động đánh bắt, sự suy giảm nguồn lợi thủy sản qua các năm trong khi áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng... Tất cả những yếu tố trên đã làm ảnh hưởng đến chi phí cho nguyên liệu cũng như sự ổn định trong sản xuất của Công ty.

Tuy nhiên, trong thời gian vừa qua, Công ty đã có chính sách tăng cường nhập khẩu nguyên liệu để phục vụ cho việc sản xuất và thương mại hàng hóa. Các đối tác cung cấp hàng hóa của Công ty hiện nay khá rộng do Công ty đã tạo được mạng lưới nhà cung cấp cũng như xây dựng được uy tín và thương hiệu trên thị trường.

Rủi ro cạnh tranh nguồn lao động, đặc biệt nhóm lao động tay nghề cao

Định hướng gia tăng sản lượng thành phẩm đông lạnh, đặc biệt nhóm GTGT sẽ là thách thức không nhỏ đối với KHS về vấn đề lực lượng lao động. Hiện DN đã có những chính sách đãi ngộ đối với người lao động, tuy nhiên cần được triển khai đẩy mạnh hơn nữa trong bối cảnh cạnh tranh lao động gay gắt hiện nay.

KHKD KHS 2018-2020



Nguồn: KHS

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh PE, PB, trong đó:

- Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), chúng tôi sử dụng tỷ trọng 70%-30% cho phương pháp FCFE và FCFD do DN đang sử dụng vay nợ nhiều nhằm phục vụ tài trợ vốn lưu động và hoạt động đầu tư, nhưng sẽ có xu hướng giảm dần khi hoạt động kinh doanh đi vào ổn định và mang lại dòng tiền.
- Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng tỷ trọng 50%-50% cho PE và PB.

Một số giả định chính trong mô hình định giá

- (1) Thời gian bắt đầu định giá từ năm 2017 và kéo dài 5 năm, tương ứng với giai đoạn 2017-2022
- (2) Tăng trưởng đều (g) 2%, bắt đầu tính kể từ sau năm 2022

Mô hình dự báo lợi nhuận

Doanh thu

- Về sản lượng:

- ✓ Nhà máy đông lạnh bắt đầu đi vào hoạt động cuối năm 2018 sẽ giúp sản lượng tăng mạnh kể từ năm 2019. Dự kiến đến năm 2020, sản lượng sản xuất sẽ đạt xấp xỉ khoảng 4.000 tấn và duy trì ổn định giai đoạn sau đó.
- ✓ Nhà máy bột cá: Mặc dù đầu ra tương đối ổn định và có dư địa tăng trưởng lớn, tuy nhiên do diễn biến nguyên liệu còn nhiều phức tạp nên giả định tăng trưởng sản lượng sản xuất cũng như tiêu thụ ở mức thận trọng, bình quân khoảng 2,5% giai đoạn 2017-2020 và duy trì ổn định giai đoạn sau đó.
- ✓ Nhà máy surimi: Thị trường có dấu hiệu hồi phục từ nửa cuối năm 2017, dự kiến từ năm 2018, sản lượng tiêu thụ tăng mạnh khi CSTK tăng lên 9.000 tấn/năm và duy trì ở mức ổn định khoảng 7.500 tấn/năm.

- Về giá bán: giá bán được dự báo trên cơ sở về nhu cầu thị trường, tốc độ tăng trưởng trong quá khứ từng nhóm hàng, lạm phát cũng như tốc độ tăng trưởng của giá đồng VND so với đồng USD.

- Về cơ cấu doanh thu: Sản lượng sản phẩm đông lạnh bắt đầu tăng mạnh từ năm 2019, tỷ trọng đạt trên 60% và duy trì ổn định thay vì khoảng 45% như hiện nay. Tỷ trọng sản phẩm GTGT sẽ có xu hướng tăng nhưng ở mức thận trọng do đề phòng rủi ro về trình độ tay nghề nhân công.

Lợi nhuận gộp

- ✓ Biên LNG mảng đông lạnh sẽ giảm khi nhà máy mới đi vào hoạt động năm 2019 khiến chi phí khấu hao tăng, tuy nhiên sẽ được cải thiện ngay trong năm sau khi nhà máy đi vào hoạt động ổn định giúp tiết giảm các chi phí khác, cũng như tăng tỷ trọng hàng GTGT.
- ✓ Biên LNG mảng surimi sẽ được tăng đáng kể ngay từ năm 2018 do không còn khoản lỗ định phí như giai đoạn đầu năm 2017 cũng như dự báo tình hình thị trường được cải thiện. DN thoát lỗ và có lợi nhuận trở lại kể từ năm 2018.
- ✓ Biên LNG mảng bột cá giả định duy trì ở mức ổn định.

Chi phí bán hàng và QLDN. Mặc dù chi phí bán hàng tăng mạnh trong

năm 2017 do phát sinh chi phí dịch vụ mua ngoài mang tính đột biến phục vụ lưu kho nhưng vấn đề này sẽ được cải thiện khi NMĐL mới đi vào hoạt động với công suất kho lạnh tăng thêm 1.000 tấn từ mức 500 tấn trước đây. Tuy nhiên do DN đang trong giai đoạn chuyển biến về chiến lược hoạt động kinh doanh nên chi phí này được dự phóng trên cơ sở thực tế khoảng 5%/DTT năm 2017 và có điều chỉnh thận trọng tăng lên thành 5,5%/DT cho giai đoạn sau.

Chi phí lãi vay. Chi phí tài chính dự phóng tăng trong giai đoạn 2018-2020, bình quân khoảng 22 tỷ/năm, chủ yếu phát sinh từ các khoản vay dài hạn tài trợ khoản đầu tư vào dự án NMĐL và dự án nuôi tôm công nghệ cao (70% TMĐT). Lãi vay ngắn hạn dao động khoảng từ 10-12 tỷ/năm phục vụ chủ yếu cho nhu cầu vốn lưu động. Từ năm 2021 trở đi lãi vay giảm dần.

Chi phí thuế TNDN. Miễn thuế TNDN theo ND số 12/2015/NĐ-CP đối với thu nhập từ công ty mẹ và thuế TNDN 20% đối với công ty con.

Kết quả định giá theo các phương pháp

Phương pháp DCF – Giá cổ phiếu trung bình 29.900 VND/cp

Đơn vị: Triệu đồng	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Lợi nhuận hoạt động	41.608	62.270	74.300	84.993	86.637	90.205
(+) Khấu hao	22.083	30.919	57.501	70.080	68.399	61.584
(-) Đầu tư	(87.201)	(115.648)	(59.065)	0	0	0
(+) Thay đổi vốn lưu động	27.983	(11.545)	(50.734)	(35.942)	(4.328)	(1.952)
FCFF	4.473	(34.004)	22.003	119.131	150.708	149.837
Terminal value						1.155.421
Giá trị hiện tại của FCFF	692.067					
Giá cổ phiếu (VND)	39.600					

Đơn vị: Triệu đồng	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Lợi nhuận sau thuế	22.754	42.330	51.073	62.787	68.174	74.368
(+) Khấu hao	22.083	30.919	57.501	70.080	68.399	61.584
(-) Đầu tư	(87.201)	(115.648)	(59.065)	0	0	0
(+) Thay đổi vốn lưu động	27.983	(11.545)	(50.734)	(35.942)	(4.328)	(1.952)
(+) Thay đổi vay nợ	(16.295)	55.818	44.160	(9.678)	(36.575)	(8.109)
FCFE	(30.676)	1.874	42.935	87.248	95.669	125.891
Terminal value						599.723
Giá trị hiện tại của FCFE	275.636					
Giá cổ phiếu (VND)	25.800					

Beta	1,40	Chi phí vay nợ	10,5%
Lãi suất phi rủi ro	6,5%	Tỷ lệ vay nợ	63,4%
Phần bù rủi ro	12,1%	WACC	15,2%
Chi phí vốn chủ	23,4%	Thuế	0%

	Tỷ trọng	Giá trị
Giá trị/cổ phần FCFF	30%	39.600
Giá trị/cổ phần FCFE	70%	25.800
Trung bình (VND/cp)		29.900

Phương pháp so sánh – Giá cổ phiếu trung bình 20.800 VND/cp

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa	P/E	P/B
Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	200,64	7,24	0,54
Thủy sản Bạc Liêu	BLF	40,95	8,85	0,28
Thủy sản Sao Ta	FMC	883,35	7,24	1,59
Thủy sản Ngô Quyền	NGC	19,80	7,73	0,84
Trung bình theo tỷ trọng vốn hóa			7,31	1,35

Nguồn: FiinPro ngày 20/12/2017

	Tỷ trọng	EPS 2018f	P/E	Giá trị cổ phần
Phương pháp PE	50%	3.639	7,31	26.583
		Bookvalue 30/09/2017	P/B	Giá trị cổ phần
Phương pháp PB	50%	14.591	1,35	19.654
Trung bình (VND/cp)				23.120
Tỷ lệ chiết khấu*				10%
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)				20.800

*Phương pháp định giá so sánh ngang sử dụng các chỉ số định giá của các DNNY trên TTCK, do đó cần xem xét đến rủi ro thanh khoản thị trường đối với các doanh nghiệp mới niêm yết như CTCP Kiên Hùng. Các chỉ số định giá PE và PB theo đó sẽ được chiết khấu theo tỷ lệ hợp lý là 10%.

Kết quả định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị (VND/cp)	Giá mục tiêu (VND/cp)
Phương pháp DCF	30%	29.900	23.500
Phương pháp so sánh	70%	20.800	
Giá chào sàn			14.500
<i>Upside</i>			62%

Phân tích độ nhạy

Chi phí vốn chủ

Tăng trưởng g	23.500	21%	22%	23%	24%	25%
	1,0%		24.300	23.600	23.000	22.400
1,5%		24.500	23.800	23.200	22.600	22.100
2,0%		24.900	24.100	23.500	22.900	22.300
2,5%		25.200	24.500	23.700	23.100	22.600
3,0%		25.500	24.800	24.000	23.400	22.800

PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

PHÂN TÍCH NGÀNH

THỦY SẢN

Ngành xuất khẩu mũi nhọn, tăng trưởng KNXK bình quân đạt 15,6% trong 20 năm trở lại đây, Việt Nam nằm trong top 5 quốc gia xuất khẩu thủy sản lớn nhất Thế giới, trên 160 thị trường, trong đó Mỹ, Nhật Bản, EU là 3 thị trường lớn nhất, chiếm 50-60% KNXK.

Trong 3 năm trở lại đây, tốc độ tăng trưởng KNXK chậm lại so với giai đoạn trước, kết quả kinh doanh của hầu hết các DN trong ngành không đạt mức tăng trưởng khả quan, nguyên nhân chủ yếu đến từ:

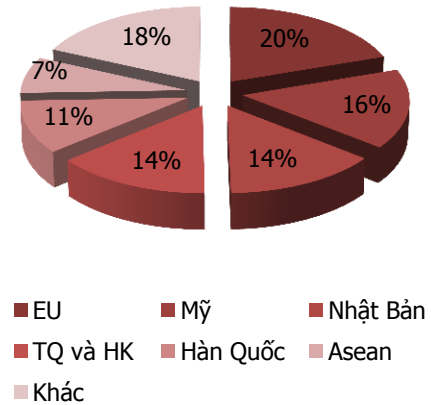
- (1) **Nguồn nguyên liệu tiếp tục khan hiếm** dẫn đến chi phí đầu vào tăng do (i) tình hình khai thác đánh bắt trái phép dẫn đến nguồn nguyên liệu tự nhiên ngày càng cạn kiệt, cùng với đó là (ii) tình hình hạn hán và xâm nhập mặn ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động nuôi trồng. Nhiều đã duy trì việc nhập khẩu các nguồn nguyên liệu (tôm, cá ngừ, mực-bạch tuộc, một số loài cá biển...) để tạo ra sự ổn định và duy trì năng lực cạnh tranh.
- (2) **Tiến trình gia nhập các HDTM khiến áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng và rào cản kỹ thuật các nước dựng lên ngày càng nhiều.** Áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng về mọi mặt từ sản lượng, chất lượng, đến giá thành sản xuất..., các đối thủ cạnh tranh lớn như Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan... Đồng thời, bên cạnh những lợi thế về thuế quan thì tự do hóa thương mại cũng sẽ khiến thủy sản Việt Nam trở thành đối tượng để các thị trường áp dụng các rào cản nhằm bảo hộ ngành sản xuất nội địa hoặc hạn chế nhập khẩu. Những rào cản như thuế CBPG, thuế chống trợ cấp, các quy định kiểm tra hóa chất, kháng sinh, bảo vệ nguồn lợi IUU hay chương trình thanh tra riêng biệt đang và sẽ được tăng cường áp dụng.

Vào cuối tháng 10/2017, sự kiện EU rút thẻ vàng trong vòng 6 tháng đối với ngành đánh bắt hải sản Việt Nam (không bao gồm hoạt động nuôi trồng) do chưa có nhiều tiến bộ trong việc thực hiện các quy định của EU về IUU (khai thác thủy sản bất hợp pháp) cũng sẽ là 1 thách thức không nhỏ đối với các DN trong ngành. Hiện chưa có tác động rõ ràng từ quyết định này đến hoạt động xuất khẩu do đây là giai đoạn cảnh báo, tuy nhiên trong thời gian này Việt Nam cần nỗ lực triển khai các quy định EC để có thể được EU gia hạn hoặc thu lại thẻ vàng.

Dự báo KNXK cả năm 2017 đạt 8,3 tỷ USD, tăng 18% yoy (theo VASEP). Theo số liệu ước tính của Tổng cục Hải quan, KNXK thủy sản 11 tháng 2017 đạt 7,6 tỷ USD, tăng 18,9% yoy, dự kiến cả năm sẽ cán đích hơn 8 tỷ USD (+18% yoy). Năm 2017 được xem là một năm thăng lợi của ngành Thủy sản Việt Nam sau giai đoạn khó khăn vừa qua.

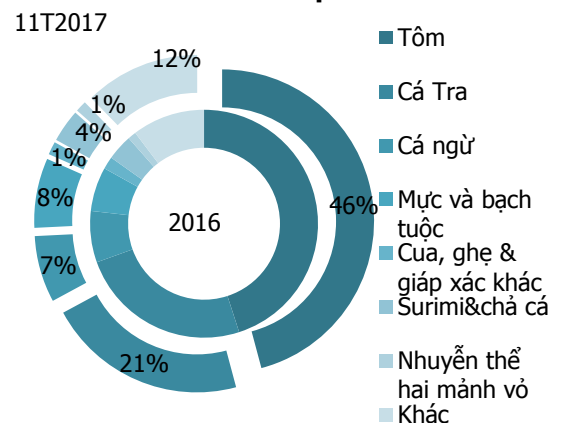
- **Mực và bạch tuộc là mặt hàng đạt mức tăng trưởng cao nhất 47,8%.** Tính đến hết 11 tháng 2017, Tôm và cá tra vẫn là hai mặt hàng đóng góp KNXK lớn nhất lần lượt là 45,8% và 21,3%, đạt mức tăng trưởng so với cùng kỳ tương ứng là 21,6% và 5,4%. Tuy nhiên mức tăng trưởng cao nhất lại thuộc về nhóm mực và bạch tuộc đạt 47,8%, giá trị xuất khẩu tương ứng đạt 565 triệu USD, chiếm tỷ trọng khoảng 7,4%. Hàn Quốc, Nhật Bản và EU là 3 thị trường tiêu thụ hàng đầu cho nhóm hàng này. Dự báo giá mực và bạch tuộc sẽ tăng khi sản lượng khai thác

Thị trường xuất khẩu 11 tháng 2017 (theo giá trị)



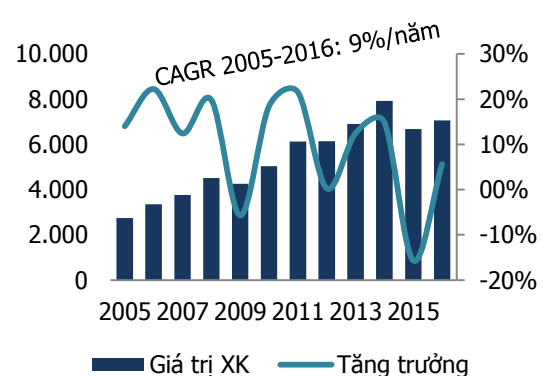
Nguồn: Tổng cục hải quan

Cơ cấu sản phẩm XK



Nguồn: Tổng cục hải quan

KNXK 2005-2016



Nguồn: Tổng cục hải quan

trên thế giới vẫn ở mức thấp, đặc biệt là các mặt hàng GTGT.

- **EU, Mỹ và Nhật Bản tiếp tục là 3 thị trường XK hàng đầu với tỷ trọng đóng góp lần lượt đạt 19,8%, 15,9% và 14,1%** theo số liệu 11 tháng 2017. Đáng chú ý thị trường Trung Quốc đạt mức tăng trưởng mạnh nhất 39,4%, đứng vị trí thứ 4, nếu chỉ tính riêng tháng 11/2017, mức tăng trưởng này là 52,8% yoy. Đây được xem là thị trường đầy tiềm năng của thủy sản Việt Nam nhờ sự gia tăng dân số, đặc biệt là tầng lớp trung lưu.

Dự địa tăng trưởng của ngành thủy sản Việt Nam vẫn còn lớn, tốc độ tăng trưởng bình quân dự báo đến 2020 đạt 6-7%/năm, tương ứng KNXK 2020 đạt 9-10 tỷ USD, nhờ:

- (1) Vị trí và điều kiện tự nhiên phù hợp cho hoạt động thủy sản với bờ biển dài hơn 3,260 km cùng hệ thống sông ngòi, kênh rạch thuận lợi.
- (2) Ngành thủy sản là một trong những ngành mũi nhọn luôn được sự quan tâm và hỗ trợ của Chính phủ.
- (3) Quy mô thị trường toàn cầu được dự báo tiếp tục có sự tăng trưởng tích cực trong năm giai đoạn tới, đến từ cả yếu tố giá bán và nhu cầu tiêu thụ. CAGR 2016-2020f đạt khoảng 5%, cao hơn mức 4% giai đoạn 2014-2016 (theo dự báo của Technavio).
- (4) Tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người/năm được dự báo tăng 7% từ 20,3kg năm lên 21,8kg năm 2025, tập trung chủ yếu tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương nhờ thu nhập tăng, quá trình đô thị hóa cũng như thói quen ăn uống. Tiêu thụ thủy sản nuôi trồng thế giới dự báo tăng từ 49% năm 2012 lên 62% năm 2030 (theo FAO).
- (5) Cơ hội từ những thị trường mới, đặc biệt là Trung Quốc nhờ sự gia tăng dân số, nhất là tầng lớp trung lưu (dự báo đến năm 2022, tầng lớp trung lưu chiếm 54% dân số, tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người đạt xấp xỉ 36/kg/năm).
- (6) Bên cạnh những mặt hàng truyền thống như tôm, cá tra, mực và bạch tuộc thì sản phẩm còn chiếm tỷ trọng nhỏ như surimi có nhiều dự địa tăng trưởng. Nhiều tổ chức uy tín dự báo nhu cầu tiêu thụ sản phẩm này có xu hướng gia tăng tại hầu hết các thị trường lớn như EU, Mỹ và Nhật Bản.
- (7) Ưu đãi về thuế quan đến từ các Hiệp định thương mại

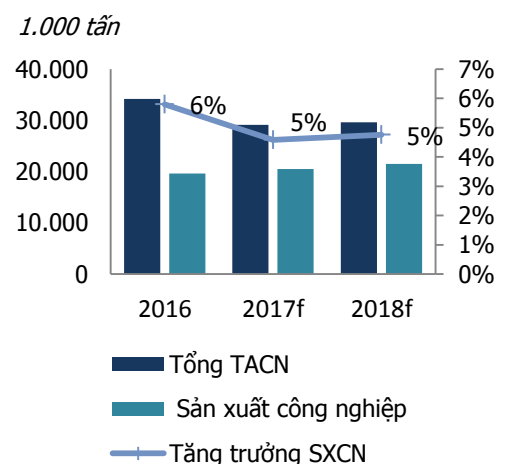
Bên cạnh đó, mặc dù chưa đóng góp tỷ trọng DT đáng kể, thị trường nội địa cũng được dự báo có nhiều triển vọng tăng trưởng: Sản lượng tiêu thụ tăng trung bình 7% mỗi năm, trong khi giá trị tiêu thụ lại tăng 14% mỗi năm. (Theo Cục Chế biến Nông lâm thủy sản và Nghề muối). Dự báo mức tiêu thụ thủy sản đến năm 2020 là 37 kg/người, cao hơn năm 2015 là 33 kg/người.

BỘT CÁ

Bột cá là thành phần quan trọng không thể thiếu trong thức ăn chăn nuôi (TACN) gia súc và thủy sản. Những biến động ngành sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới tình hình hoạt động cũng như triển vọng kinh doanh của các DN sản xuất bột cá.

Ngành TACN tăng trưởng ngoài dự đoán. Ngành TACN duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 10% trong nhiều năm trở lại đây tuy nhiên đang tăng trưởng với tốc độ chậm lại do tình hình chăn nuôi gặp khá nhiều khó khăn khi giá bán giảm mạnh. Tuy nhiên, theo số liệu Tổng cục Thống kê, 10 tháng đầu năm 2017, ngành TACN tăng trưởng 2,2% yoy, vượt dự báo của các tổ chức chuyên môn. Theo ước tính của Bộ Nông

Nhu cầu TACN



Nguồn: USDA

ngành Hoa Kỳ (USDA), tổng nhu cầu TACN của Việt Nam 2017 vào khoảng 29,1 triệu tấn, giảm khoảng 15% so với năm 2016. Trong khi con số mà Hiệp hội Thức ăn chăn nuôi Việt Nam đưa ra là 24,73 triệu tấn.

Phụ thuộc lớn vào nguyên liệu nhập khẩu. Ngành TACN Việt Nam phụ thuộc khoảng 50% nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ Argentina, Mỹ, Ấn Độ, Brazil..., trong đó bột cá sản xuất trong nước đáp ứng khoảng 20% nhu cầu, còn lại 80% là bột cá nhập khẩu với giá khá cao, chủ yếu là thị trường Peru.

Diễn biến của thị trường cho thấy, nhu cầu về nguyên liệu thức ăn chăn nuôi vẫn ở mức cao, đặc biệt là các sản phẩm ngô, lúa mì, bột cá... Lượng nhập khẩu nguyên liệu tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái. Cụ thể, bột đậu tương nhập khẩu năm 2017 ước đạt 5,8 triệu tấn, tăng 200.000 tấn; ngô 5,7 triệu tấn, lúa mì 2,6 triệu tấn, tăng gấp đôi so với năm 2016. Tăng mạnh nhất trong cơ cấu các loại thức ăn chăn nuôi là thức ăn thủy sản, ước hơn 400.000 tấn.

Mảng hoạt động có tiềm năng tăng trưởng ổn định nhờ:

- (1) Ngành TACN được dự báo đạt mức tăng trưởng kép giai đoạn 2015-2022f là 6,4% (theo báo cáo của Grand View Research).
- (2) Sản xuất thức ăn tự chế có xu hướng giảm cho thấy nhận thức của người nông dân về hiệu quả của thức ăn chăn nuôi công nghiệp đang ngày càng tăng
- (3) Định hướng tập trung mạnh cho ngành nuôi trồng thủy sản của Chính phủ được thể hiện tại Hội nghị thích ứng với biến đổi khí hậu khu vực đồng bằng sông Cửu Long gần đây, ngành thức ăn thủy sản đang có cơ hội tăng trưởng lớn, nhất là tại các lĩnh vực sản xuất thức ăn cho tôm như bột cá, chế phẩm vi sinh...

VỊ THẾ CỦA CÔNG TY TRONG NGÀNH

Công ty Cổ phần Kiên Hùng được thành lập trên cơ sở sáp nhập Công ty TNHH Bột cá Kiên Hùng vào Công ty TNHH Kiên Hùng. Tháng 12/2009, Công ty TNHH Kiên Hùng chính thức chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Kiên Hùng với lĩnh vực hoạt động chính là xuất khẩu thủy sản, mặt hàng chủ lực là mực và cá đông lạnh, chế biến bột cá – nguyên liệu cho thức ăn gia súc gia cầm và nuôi trồng thủy sản. Tính đến thời điểm hiện tại, KHS đã có 17 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động.

Đối với xuất khẩu thủy sản (bao gồm cả surimi), kim ngạch trung bình khoảng trên 20 triệu USD/năm, danh mục với hơn 100 sản phẩm, thường là các mặt hàng GTGT. Khách hàng chủ yếu là các thị trường lớn như Nhật Bản, EU, và mở rộng lên hơn 20 quốc gia.

Đối với sản phẩm bột cá được Công ty đầu tư phát triển đã có được những thành công nhất định. Nhà máy bột cá Kiên Hùng đã đi vào hoạt động từ năm 2008 với thị trường tiêu thụ là nội địa, từ cuối năm 2009 đã bắt đầu xuất khẩu, được thị trường nước ngoài đánh giá tốt và nhiều đối tác nước ngoài quan tâm với tỷ lệ cam kết mua đến 100% sản phẩm bột cá do Công ty sản xuất. Từ năm 2014, nhà máy bột cá thứ hai (Biển Xanh) đi vào hoạt động, nâng tổng công suất nhà máy đạt 33.000 tấn/năm, cao nhất cả nước hiện nay, góp phần nâng cao năng lực sản xuất.

Kiên Hùng là DN đầu tiên vừa chế biến kinh doanh hàng thủy sản đông lạnh, vừa chế biến kinh doanh bột cá tại địa phương.

CHỈ TIÊU	CHẾ BIẾN THỦY SẢN		BỘT CÁ	
	KHS	Ngành	KHS	Ngành
Sản lượng 2016	Thành phẩm đông lạnh: >1.500 tấn/năm	6,7 triệu tấn	CSCB: 19- 20 nghìn tấn/năm	CSCB: 80 -100 nghìn tấn/năm
	Surimi/chả cá: 9.000 tấn/năm	Trong đó surimi/chả cá: 200-300 nghìn tấn	CSTK: 33 nghìn tấn/năm	
Giá trị 2016	KNXK: 20 triệu USD Trong đó tỷ trọng hàng GTGT: 35%	KNXK: 7-8 tỷ USD Trong đó tỷ trọng hàng GTGT: 35%	400 – 500 tỷ VND	1.600-1700 tỷ VND
Thị trường chính 2016	Nhật (66%), EU (19%), Canada (5%)	Mỹ (21%), EU (17%), Nhật Bản (16%)	Nội địa chiếm 90%	Nội địa
Sản phẩm chính 2016	Mực (17%), Cá (4%), Surimi (21%)	Tôm (45%), Cá tra (25%), Mực (7%), Surimi/chả cá (3,4%)	Độ đậm TB 55-67%	Độ đậm TB
CAGR 2013-2016	Thành phẩm đông lạnh: 50,1% Surimi/chả cá: 104%	Thành phẩm đông lạnh: 0,3% Surimi/chả cá: 4%	23,3%	10%
CAGR 2017-2020f	Thành phẩm đông lạnh: 34% Surimi/chả cá: 9%	6-7%	6%	6%*
Biên LNG	Thành phẩm đông lạnh: 12% Surimi/chả cá: 7-8%	10,7%*	7%	

*Số liệu tính toán dựa trên các DNNY

Nguồn: CTS tổng hợp

2016	KHS	ACL	AGF	ANV	BLF	FMC	IDI	MPC	NGC	SJ1	SPD	VHC
EPS (VND)	3.903	1.031	153	295	476	3.056	520	1.030	1.248	1.986	530	6.133
Bookvalue (VND)	15.496	15.456	28.114	19.917	13.321	15.855	11.252	25.747	11.354	14.074	11.537	25.833
CAGR DT 3 năm	40%	9%	3%	3%	9%	12%	31%	3%	10%	28%	-16%	13%
CAGR LNR 3 năm	52%	66%	-40%	42%	16%	46%	32%	-36%	4%	38%	73%	53%
ROA	6,3%	2,0%	0,2%	0,6%	0,8%	7,6%	2,2%	0,8%	2,9%	3,9%	1,8%	12,9%
ROE	19,3%	7,2%	0,6%	1,5%	4,4%	25,0%	5,6%	3,6%	13,9%	15,1%	5,4%	25,3%
Biên LNG	9,2%	14,8%	6,6%	12,8%	17,7%	7,7%	8,3%	8,2%	9,4%	9,7%	4,5%	14,6%
Biên LNST	3,2%	1,8%	0,1%	0,5%	0,8%	3,3%	2,5%	0,7%	1,4%	2,8%	0,7%	7,7%
Vay nợ/VCSH	2	2,21	1,18	1,06	2,11	1,72	1,2	2,91	2,53	2,68	1,92	0,58
Công nợ/TTS	0,7	0,7	0,68	0,57	0,77	0,65	0,58	0,72	0,78	0,79	0,69	0,46
Vòng quay phải thu	17,27	5,06	3,12	4,17	5,5	14,73	6,22	11,2	16,48	6,6	5,41	7,6
Vòng quay HTK	5,68	2,41	3,19	1,97	1,95	6,19	5,9	2,89	5,74	6,17	7,61	4,64
TSTT nhanh	0,38	0,35	0,72	0,45	0,38	0,65	0,87	1,2	0,26	0,54	0,58	0,87
TSTT hiện thời	1,03	1,03	1,18	1,28	1,00	1,21	1,69	2,83	0,68	1,00	1,17	1,81

Nguồn: FiinPro

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Công ty Cổ phần Kiên Hùng hoạt động trên lĩnh vực kinh doanh chính là sản xuất, chế biến các mặt hàng thủy sản đông lạnh và bột cá. Trong cơ cấu Doanh thu năm 2016, bột cá và thủy sản đông lạnh chiếm tỷ trọng lớn nhất, tương ứng với tỷ lệ lần lượt là 53,92% và 44,83% tổng doanh thu. Phần còn lại là doanh thu phế liệu, nước đá và dịch vụ chiếm tỷ trọng nhỏ, lần lượt là 1,16%, 0,05% và 0,05%.

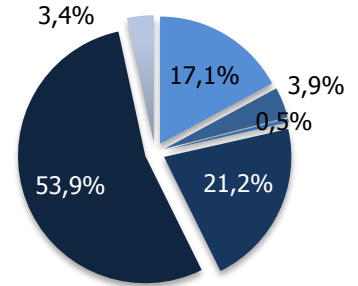
Doanh thu thủy sản đông lạnh 2016 đạt mức tăng trưởng 16,7% yoy, chiếm tỷ trọng 44,8% tổng DT

Thị trường đầu ra ổn định giúp KHS duy trì tăng trưởng tốt đối với nhóm sản phẩm đông lạnh. Mức tăng trưởng DTT 2016 đạt 16,7% của mảng thủy sản đông lạnh cao hơn khá nhiều so với mức bình quân của các DN cùng ngành là khoảng 10%.

Mực là nhóm sản phẩm chiếm tỷ trọng DT lớn nhất trong thành phẩm đông lạnh, có thành phần dinh dưỡng cao và giá trị xuất khẩu lớn. Đây cũng là nguồn nguyên liệu lợi thế của vùng biển Kiên Giang.

Riêng surimi bắt đầu có đóng góp doanh thu kể từ năm 2015 sau khi Kiên Hùng chính thức nâng tỷ lệ nắm giữ AOKI trên 51% thời điểm cuối năm 2014. Năm 2016, do tình hình khó khăn chung của thị trường cả về sản lượng và giá bán (chủ yếu là EU) nên DTT surimi giảm 11,8% yoy, tỷ trọng DT theo đó giảm từ 25% xuống còn 21%.

Cơ cấu doanh thu 2016 (theo giá trị)



■ Mực đông lạnh
■ Cá đông lạnh
■ Cua, ghe, ốc đông lạnh
■ Surimi
■ Bột cá
■ Khác

Nguồn: KHS



Sang năm 2017, tình hình kinh doanh AOKI vẫn gặp khó khăn, đến từ:

- ✓ Yếu tố khách quan: (1) khó khăn nguồn nguyên liệu cả nội địa và nhập khẩu khiến không ít nhà máy Surimi phải đóng cửa; (2) cạnh tranh về giá cả và sản lượng do được mùa từ surimi Minh Thái của Mỹ và Nga kéo giá bình quân thế giới giảm; (3) nhu cầu tiêu thụ từ thị trường chính EU tiếp tục giảm sút.
- ✓ Yếu tố chủ quan liên quan đến kế hoạch đầu tư và phát triển dài hạn của Công ty. Cụ thể đầu năm 2017, KHS đã đầu tư và triển khai dây chuyền sản xuất thứ 02 của Aoki, nâng tổng công suất

Nguồn: CTS tổng hợp

từ 5.000 lên 9000 tấn/năm. Theo đó Aoki phải ngưng sản xuất trong quý 1 để lắp đặt và cải thiện nhà máy, đây chuyên dẫn đến (1) sản lượng giảm; (2) lỗ định phí.

Điều này đã dẫn đến kết quả kinh doanh không mấy tích cực trong năm 2017 đối với riêng mảng surimi, đặc biệt giai đoạn nửa đầu năm. Tuy nhiên trong nửa cuối năm, thị trường tiêu thụ đã có xu hướng phục hồi, theo thông tin KHS cung cấp, thị trường Nhật dự kiến tăng trưởng 300% so với năm 2016. Thị trường Hàn Quốc sẽ trở thành tâm điểm chính – chiếm 34% đầu ra của AOKI. Theo đó sản phẩm surimi sẽ bắt đầu có Lợi nhuận trở lại từ năm 2018.

Doanh thu Bột cá duy trì tương đối ổn định, quy mô doanh thu khoảng 500 tỷ đồng/năm. Kiên Hùng đang sở hữu một trong những dây chuyền chế biến bột cá lớn nhất cả nước với công suất đạt 33.000 tấn/năm. Sản phẩm bột cá có độ đậm 55%, 60%, 65% và 67%, đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng, được khách hàng tại thị trường xuất khẩu đánh giá tốt và khách hàng nội địa đặt mua với số lượng ổn định qua các năm.

Thị trường tiêu thụ không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với KHS, tuy nhiên việc phải cạnh tranh về giá bột cá nhập khẩu (chủ yếu từ Peru) vào các giai đoạn được mùa cũng sẽ ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của DN, nhưng tác động này là không quá lớn và thường xuyên do mùa vụ đánh bắt nguyên liệu các vùng biển là khác nhau.

Tuy nhiên, sản lượng sản xuất hiện nay vẫn chưa ở mức tương xứng so với nhu cầu thực tế của thị trường và chưa có được sự tăng trưởng mạnh. Nguyên nhân chính là do nguồn cung ứng về nguyên liệu đầu vào hiện chưa thực sự đảm bảo năng lực sản xuất và tiêu thụ thực tế của DN.

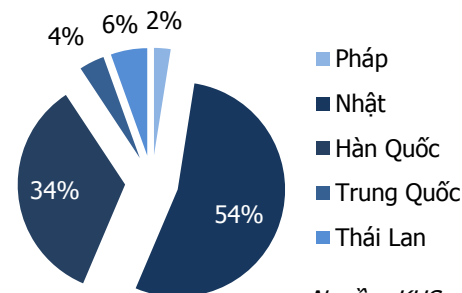
Chủ động đa dạng hóa, tích trữ nguồn nguyên liệu, hạn chế rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào

Yếu tố mùa vụ đã được Công ty khắc phục bằng việc dự trữ nguyên liệu trong những tháng cao điểm để duy trì cho thời gian thấp điểm của nguồn cung ứng (chủ yếu tập trung vào tháng 11 đến tháng 03 hàng năm). Đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh thu mua nguyên liệu đầu vào gia tăng cũng như sự suy giảm nguồn lợi thủy sản, Công ty đã nhập khẩu nguyên liệu từ nước ngoài để giải quyết và duy trì ổn định sản xuất, tạo việc làm cho người lao động tại công ty, từ đó giảm thiểu tối đa rủi ro biến động nguyên liệu.

Đổi với sản phẩm đông lạnh, nguồn nguyên liệu chính là mực, cá biển..., chủ yếu được Công ty thu mua từ vùng biển Kiên Giang – vốn có nguồn lợi thủy sản dồi dào, đa dạng và các vùng nuôi như Bạc Liêu, Đồng Tháp.... Tuy nhiên trong những năm gần đây, ảnh hưởng của biến đổi khí hậu, mưa nắng thất thường đã làm cho nguồn lợi khai thác có nhiều biến động. Trước tình hình đó Công ty đã sớm chủ động tìm kiếm nguồn nguyên liệu mới từ nhập khẩu, chiếm khoảng 50-55% tổng giá trị thu mua nguyên liệu 2 năm trở lại đây. Hiện KHS chủ yếu nhập khẩu mực ống và mực nang từ các nước Đông Nam Á như Indonesia, Malaysia, trong đó 70% phục vụ cho sản xuất sản phẩm GTGT. Đây là những hải sản tươi sống có giá trị xuất khẩu cao và đáp ứng được tiêu chuẩn của các thị trường khó tính như Nhật và Châu Âu.

Việc đi đầu trong hoạt động tìm kiếm, tiếp cận nguồn nguyên liệu nhập khẩu, cộng với tiềm lực tài chính đã giúp KHS duy trì được mối quan hệ bền vững với các nhà cung cấp lớn và uy tín. Đây được xem là lợi thế cạnh tranh của Công ty so với các DN cùng ngành trong bối cảnh khan hiếm về nguyên liệu, đặc biệt là nguyên liệu chất lượng cao.

Thị trường xuất khẩu Surimi 2017



Đối với sản phẩm bột cá, nguồn nguyên liệu chính là các loại cá biển nhỏ, có hàm lượng đạm cao như cá cơm, cá trích, cá liệt, cá xô.... Nguồn nguyên liệu của Bột cá chủ yếu đến từ vùng biển Kiên Giang gồm các địa phương như Ba Hòn, Hà Tiên, Tắc Cậu... Điều này đã tạo nên lợi thế của Công ty trong việc tiết giảm chi phí vận chuyển và đảm bảo chất lượng cá.

Riêng đối với sản phẩm Protein 55%, Công ty có thể tận dụng được từ nguồn phụ phẩm của chả cá Surimi (bao gồm đầu và xương cá, có phối trộn một số cá từ đạm 60%).

Năm 2016 là một năm khó khăn đối với ngành thủy sản Việt Nam, tuy nhiên Công ty vẫn duy trì được kết quả kinh doanh tích cực, với tỷ lệ hoàn thành chỉ tiêu LNST đạt 105,61%.

- ✓ Tăng trưởng doanh thu 7,4% yoy, đạt 904,4 tỷ đồng.
- ✓ Tỷ lệ giá vốn hàng bán/ Doanh thu thuần là 90,8%, không biến động mạnh so với năm 2015, cho thấy nỗ lực của công ty trong việc ổn định chi phí đầu vào. Hai mảng hoạt động chính là thành phẩm đông lạnh và mảng bột cá mang lại lợi nhuận gộp cao nhất, lần lượt là 43,1 tỷ đồng và 40 tỷ đồng, với tỷ suất lợi nhuận gộp lần lượt là 10,63% và 8,20%.
- ✓ Tỷ lệ chi phí hoạt động (chi phí BH&QLDN)/DTT ở mức khá ổn định qua các năm, lần lượt là 4,54% và 4,81% vào các năm 2016 và 2015.
- ✓ Lợi nhuận sau thuế năm 2016 là 29.207 triệu đồng, tỷ suất lợi nhuận sau thuế/DTT là 3,23%. Về cơ bản, công ty đã đạt được các chỉ tiêu kế hoạch kinh doanh đã đặt ra trong năm 2016.

Kết thúc 9 tháng đầu năm 2017, DTT của Kiên Hùng đạt 790 tỷ đồng (+18% yoy), LNST công ty mẹ đạt 25,5 tỷ đồng (-6,6% yoy), EPS tương ứng đạt 2.686 đồng/cp. Nguyên nhân sụt giảm LN đến từ khoản lỗ của Công ty con AOKI là 14,5 tỷ đồng so với mức lãi 2,5 tỷ đồng cùng kỳ. Việc sụt giảm này nằm trong kế hoạch của Công ty do thời gian nửa đầu năm, AOKI chủ động ngừng sản xuất để lắp đặt dây chuyền mới, bên cạnh khoản định phí vẫn tiếp tục phát sinh trong thời gian sản xuất, dự trữ hàng tồn kho ở mức cao đảm bảo nhu cầu khách hàng dẫn đến chi phí mua ngoài cũng tăng mạnh, kéo theo DT mặc dù vẫn tăng trưởng nhưng LN âm.

Như vậy, với kết quả đạt được sau 9 tháng đầu năm, Công ty đã hoàn thành 70,4% kế hoạch DT và 86,2% LN ròng cả năm. Nếu không tính khoản lỗ từ AOKI, DTT và LNST riêng công ty mẹ đạt 588,6 tỷ đồng và 32,9 tỷ đồng, lần lượt tăng 11% yoy và 24% yoy. Theo đó LNST đã vượt 15,2% so với KH đề ra, kết quả tích cực đến từ:

- (1) **Doanh thu từ mảng đông lạnh tăng mạnh 46,2% yoy, cao hơn nhiều so với mức 18,1% toàn ngành.** Tuy nhiên giá bán bình quân trong quý 3/2017 tăng 5,7% so với nửa đầu năm nhưng đồng thời đơn giá vốn cũng tăng 7,8% dẫn đến biên lợi nhuận gộp trong quý 3 chỉ đạt 10,3% so với mức 12,1% nửa đầu năm. Tính chung 9 tháng đầu năm, biên LN gộp đạt 11,4% so với mức cùng kỳ là 12,9%.
- (2) **Biên lợi nhuận mảng bột cá được cải thiện đáng kể lên mức 11% so với mức 8,1% cùng kỳ năm 2016.** Mặc dù chịu tác động nhẹ từ nhu cầu TACN giảm trong nửa đầu năm khiến DT giảm 1,9% yoy, tuy nhiên DN vẫn kiểm soát được giá nguyên liệu đầu vào, đồng thời duy trì được giá bán ở mức tốt nhờ uy tín và chất lượng sản phẩm, nên lợi nhuận được cải thiện đáng kể. Đặc biệt, từ tháng 5/2017 đã bắt đầu có đóng góp từ hoạt động xuất

khẩu (thị trường Thái Lan) của Nhà máy bột cá Kiên Hùng. Tính đến hết tháng 9/2017, KNXX đạt hơn 1,5 triệu USD.

- (3) **Surimi (AOKI) giảm lỗ.** Kết thúc quý 3/2017, tình hình kinh doanh 2017 công ty con AOKI đã được cải thiện đáng kể, cụ thể doanh thu tăng 43,9% yoy, lợi nhuận gộp đạt xấp xỉ 7 tỷ đồng so với mức lỗ gần 1,1 tỷ nửa đầu năm. Tính riêng quý 3/2017, AOKI chỉ còn lỗ 589 triệu đồng, giảm mạnh so với mức lỗ nửa đầu năm là 13,9 tỷ nhờ chi phí giá vốn/DT giảm xuống còn 91,5% so với mức 101%, tỷ trọng chi phí BH & QLDN/Doanh thu giảm từ 8,7% xuống còn 6,8% nhờ:

- ✓ Thị trường cải thiện cả về cung và giá bán
- ✓ Hàng tồn kho được giải phóng
- ✓ Dây chuyền mới đi vào hoạt động, tăng công suất từ 5.500 tấn/năm lên 9.000 tấn/năm

Ước tính kết quả kinh doanh cả năm 2017 hoàn thành 110% lợi nhuận kế hoạch

Năm 2017, trước những khó khăn được dự tính, Công ty đặt mục tiêu kinh doanh tương đối thận trọng, kế hoạch DTT và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 1.049,5 tỷ đồng (+16% yoy) và 29,6 tỷ đồng (+2% yoy). Tuy nhiên theo kết quả ước tính của Công ty tính đến thời điểm hiện tại, tình hình kinh doanh 3 tháng cuối năm tiếp tục diễn biến khả quan, đặc biệt đối với mảng thành phẩm đông lạnh, LNST của công ty mẹ cả năm đạt khoảng 32,7 tỷ đồng, EPS ước đạt 3.062 VND/cp. Theo đó, hoàn thành xấp xỉ 110% LN kế hoạch.

Triển vọng tăng trưởng tư dự án Nhà máy đông lạnh mới và bước đầu triển khai dự án nuôi tôm công nghệ cao

- **Dự án Nhà máy đông lạnh – Công suất 3.000 tấn/năm, gấp đôi năng lực hiện nay**

(1) *Quy mô dự án:* Dự án có tổng mức đầu tư ước khoảng 140 tỷ đồng. Công suất thiết kế đạt 3.000 tấn/năm

(2) *Tiến độ triển khai:* Dự án được đặt tại khu công nghiệp Thạnh Lộc, huyện Châu Thành, Tỉnh Kiên Giang, đã bắt đầu khởi công vào tháng 10/2017, dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2018.

(3) *Thuận lợi:* Nhà máy mới được kỳ vọng là cơ sở chủ lực sản xuất những mặt hàng giá trị gia tăng từ mực và tôm, mang lại sự tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận nhờ:

- ✓ CSTK đạt 3.000 tấn/năm, tăng gấp đôi hiện nay
- ✓ Đầu tư bài bản với công nghệ bán tự động đến từ Cộng hòa liên bang Đức nhằm nâng cao năng suất lao động, tiết kiệm chi phí nhân công
- ✓ Dự án nằm trong khu công nghiệp được hưởng nhiều ưu đãi về thuế suất

(4) *Khó khăn:* Dự án đầu tư mới với quy mô tăng gấp đôi sẽ khiến chi phí khấu hao tăng lên trong giai đoạn đầu triển khai, tuy nhiên điều này sẽ được bù đắp và cải thiện dần khi hoạt động kinh doanh đi vào ổn định.

- **Dự án Nuôi tôm công nghệ cao trong nhà kính – chủ động kiểm soát nguồn nguyên liệu cả về sản lượng và chất lượng, nâng cao sản lượng thành phẩm giá trị gia tăng**

(1) *Quy mô dự án:* Dự án có TMĐT khoảng 120 tỷ đồng, được chia làm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 dự kiến là 53 tỷ đồng, diện tích vùng nuôi là 12ha. Giai đoạn 2 dự kiến khoảng 70 tỷ đồng trên diện tích khoảng 20ha.

(2) *Tiến độ triển khai*: Dự án hiện đã hoàn thành đầu tư đất, đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ thiết kế cơ sở.

(3) *Thuận lợi*: Vùng nuôi tôm được áp dụng công nghệ nuôi trong nhà kính, được kỳ vọng mang lại sự tăng trưởng cho Công ty nhờ:

- ✓ Tỷ lệ sống cao (dự kiến khoảng 90%), sản lượng thu hoạch 4 vụ/năm nhờ (1) công nghệ cao nuôi tôm bán nhà kính từ CP Việt Nam giúp kiểm soát được những yếu tố thời tiết tác động (mưa, nhiệt độ...) cùng với quy trình chăm sóc tiêu chuẩn giúp hạn chế được tối đa dịch bệnh lây lan.; (2) đối tượng chính là tôm thẻ chân trắng mang lại năng suất và sản lượng cao
- ✓ Phát triển theo định hướng hàng GTGT
- ✓ Miễn thuế TNDN trong vòng 5 năm đầu, giảm 50% trong 9 năm tiếp theo
- ✓ Thị trường tiêu thụ chính ổn định với những khách hàng truyền thống như Nhật Bản

4) *Khó khăn*: Điểm hạn chế của dự án của DN hiện nay được chỉ ra là rủi ro về tỷ lệ sống của tôm trong giai đoạn nuôi lưới lan (sau giai đoạn 1 ương giống hoàn toàn trong nhà kính). Tuy nhiên trên thực tế, đối với các DN đã triển khai công nghệ nuôi tôm này đều đã mang lại kết quả tốt với tỷ lệ sống cao như cam kết.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Chỉ số về khả năng thanh toán hiện thời được cải thiện, từ mức 0,96 lần năm 2015 lên 1,03 lần năm 2016. Riêng chỉ số thanh toán nhanh có giảm nhẹ do Công ty tập trung tích trữ nguyên vật liệu cuối năm 2016 nhằm tránh ảnh hưởng của biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào.

Hệ số nợ đang ở mức cao nhưng có xu hướng giảm dần khi HĐKD đi vào ổn định. Do đặc thù hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực thủy sản nên nhu cầu vốn lưu động phục vụ thu mua nguyên liệu đầu vào là khá cao. Bên cạnh đó, DN đang trong quá trình đầu tư mới về nhà máy, vùng nuôi cho kế hoạch tăng trưởng dài hạn nên nhu cầu vay vốn dài hạn cũng tăng lên. Hệ số nợ vay/VCSH năm 2016 khoảng 2 lần, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với mức trung bình 2,52 lần của các DN niêm yết.

Trên thực tế, công ty đã tận dụng tốt lợi thế đòn bẩy tài chính để duy trì hiệu quả kinh doanh (EPS năm 2016 là 3.903 đồng). Trong năm 2017, Công ty tăng vốn từ 74 tỷ đồng lên 107 tỷ đồng, giúp cấu trúc vốn trở nên cân đối hơn. Hệ số nợ vay/VCSH hiện giảm xuống còn khoảng 1,5 lần, so với mức trung bình DNNY ngành khoảng 1,6-1,7 lần. Xu hướng vay nợ sẽ giảm dần sau khi hoạt động đầu tư mới đem lại hiệu quả dòng tiền ổn định.

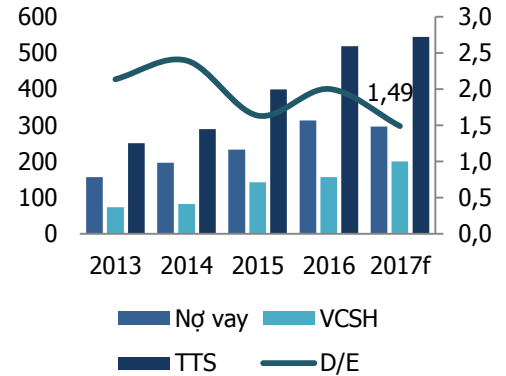
Vòng quay hàng tồn kho thường xuyên ở mức cao hơn so với các DN cùng ngành, duy trì ở mức 6,5- hơn 7 lần và theo xu hướng tăng trong giai đoạn 2013-2015, cho thấy hiệu quả kinh doanh của DN không chịu nhiều ảnh hưởng từ diễn biến tăng trưởng chậm lại của ngành thủy sản. Năm 2016, hệ số này giảm từ mức 7,72 lần xuống còn 5,68 lần nhưng đến từ nguyên nhân đột biến và nằm trong kế hoạch của DN khi chủ động tích trữ hàng hóa, chủ yếu là thành phẩm surimi nhằm phục vụ đơn hàng đầu năm do tạm dừng sản xuất để lắp đặt dây chuyền mới cho nhà máy AOKI trong quý 1/2017.

Các chỉ số thể hiện khả năng sinh lời khá tốt, các chỉ số ROE, ROA, tỷ suất LNR trong năm 2016 lần lượt là: 19,3%, 6,3%, và 3,3% cao hơn mức bình quân các DNNY trong ngành.

DỰ BÁO BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: Triệu VNĐ	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	1.102.591	1.161.738	1.449.971	1.652.145	1.676.552	1.686.803
Giá vốn hàng bán	1.007.233	1.036.440	1.296.758	1.471.543	1.492.914	1.499.013
Lợi nhuận gộp	95.358	125.298	153.213	180.602	183.638	187.790
Chi phí bán hàng	32.121	37.176	46.399	52.869	53.650	53.978
Chi phí quản lý DN	23.299	25.229	31.489	41.304	41.914	42.170
Lợi nhuận hoạt động	39.938	62.893	75.325	86.430	88.074	91.643
Doanh thu tài chính	1.536	-	-	-	-	-
Chi phí tài chính	18.854	19.940	23.228	22.205	18.463	15.837
Thu nhập khác	902	-	-	-	-	-
Chi phí khác	768	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	22.754	42.953	52.098	64.224	69.611	75.806
Chi phí thuế TNDN	(0)	(623)	(1.025)	(1.437)	(1.437)	(1.437)
Lợi nhuận sau thuế	22.754	42.330	51.073	62.787	68.174	74.368
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	32.761	38.936	45.493	54.962	60.348	66.543
EPS (VNĐ/cp)	3.062	3.639	4.252	5.137	5.640	6.219

Cơ cấu nợ vay



Nguồn: KHS

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Triệu VNĐ	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tài sản ngắn hạn	269.298	275.740	363.918	478.209	563.015	675.038
Tiền và các tài khoản tương đương tiền	28.352	21.869	47.136	117.199	196.682	306.465
Các khoản phải thu ngắn hạn	95.907	101.052	126.123	143.709	145.832	146.724
Hàng tồn kho	141.313	148.894	185.835	211.747	214.875	216.189
Tài sản ngắn hạn khác	3.726	3.926	4.823	5.554	5.626	5.661
Tài sản dài hạn	275.529	360.590	363.771	294.825	226.563	165.037
Tài sản cố định	248.547	259.753	354.839	284.759	216.361	154.776
Chi phí xây dựng dở dang dài hạn	20.795	94.318	795	795	795	795
Tài sản dài hạn khác	6.187	6.519	8.136	9.271	9.408	9.465
TỔNG TÀI SẢN	544.827	636.330	727.688	773.034	789.578	840.075
	-	-	-	-	-	-
Nợ phải trả	345.333	402.531	458.867	457.475	421.895	414.074
Nợ ngắn hạn	260.624	273.549	336.459	380.688	386.011	388.251
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	212.185	223.730	274.464	310.405	314.733	316.686
Phải trả người bán ngắn hạn	30.148	31.022	38.814	44.046	44.685	44.868
Phải trả người lao động	7.155	7.363	9.127	10.421	10.562	10.605
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	192	203	253	288	292	294
Nợ ngắn hạn khác	9.942	10.230	12.800	14.525	14.736	14.796
Quỹ khen thưởng phúc lợi	1.002	1.002	1.002	1.002	1.002	1.002
Nợ dài hạn	84.708	128.982	122.408	76.788	35.884	25.823
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	84.708	128.982	122.408	76.788	35.884	25.823
Vốn chủ sở hữu	199.494	233.799	268.821	315.559	367.682	426.001
Vốn chủ sở hữu	167.784	198.695	228.137	267.049	311.348	361.841
Vốn góp của chủ sở hữu	107.000	107.000	107.000	107.000	107.000	107.000
Thặng dư vốn cổ phần	2.144	2.144	2.144	2.144	2.144	2.144
Quỹ khác	11.691	11.691	11.691	11.691	11.691	11.691
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	46.949	77.860	107.302	146.214	190.512	241.005
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	31.710	35.104	40.684	48.509	56.335	64.160
TỔNG NGUỒN VỐN	544.827	636.330	727.688	773.034	789.578	840.075

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Khả năng thanh toán hiện thời	1,03	1,01	1,08	1,26	1,46	1,74
Khả năng thanh toán nhanh	0,48	0,45	0,51	0,69	0,89	1,17
Nợ vay/VCSH	1,49	1,51	1,48	1,23	0,95	0,80
Vòng quay HTK	7,13	6,96	6,98	6,95	6,95	6,93
Vòng quay phải thu	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50
Vòng quay tài sản	2,02	1,83	1,99	2,14	2,12	2,01
Biên LNR	3,0%	3,4%	3,1%	3,3%	3,6%	3,9%
ROA	6,0%	6,1%	6,3%	7,1%	7,6%	7,9%
ROE	16,4%	16,7%	16,9%	17,4%	16,4%	15,6%

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

Đơn vị: Tỷ đồng

KQKD	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	699	842	904
Giá vốn hàng bán	(649)	(753)	(821)
Lãi gộp	50	89	83
Chi phí bán hàng	(17)	(24)	(21)
Chi phí quản lý	(10)	(17)	(20)
Lợi nhuận hoạt động	23	48	42
Chi phí khác (ròng)	(0)	1	(1)
- Thu nhập khác	0	2	1
- Chi phí khác	(0)	(1)	(2)
EBIT	22	50	42
Chi phí tài chính (ròng)	(11)	(16)	(12)
- Thu nhập tài chính	3	2	4
- Chi phí tài chính	(14)	(18)	(16)
+ Chi phí lãi vay	(13)	(16)	(15)
LNR trước thuế	12	34	29
Thuế TNDN	(1)	(0)	(0)
LNR sau thuế	10	34	29
Lợi ích thiểu số	-	(5)	(0)
LNR sau lợi ích thiểu số	10	29	29

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2014	2015	2016
Tài sản lưu động	167	191	309
Tiền và tương đương	49	13	40
Đầu tư t.chính ng.hạn	-	-	-
Các khoản phải thu	76	77	74
Tồn kho	40	98	192
Tài sản lưu động khác	2	3	3
Tài sản cố định / dài hạn	122	208	210
Phải thu dài hạn	-	-	-
Đầu tư t.chính dài hạn	55	-	-
Máy móc, thiết bị (ròng)	66	203	194
Máy móc, thiết bị (d.dang)	0	1	10
Đầu tư BĐS dài hạn	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1	4	6
TỔNG TÀI SẢN	289	399	519
Công nợ	207	257	362
Nợ ngắn hạn	169	200	300
Nợ dài hạn	39	57	62
Vốn chủ sở hữu	82	96	115
Vốn góp CSH	56	56	74
Các quỹ	16	16	12
Lợi nhuận chưa p.phối	10	24	29
Khác	-	-	-
Lợi tích cổ đông thiểu số	-	46	42
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	289	399	519

BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2014	2015	2016
LNR sau lợi ích thiểu số	1	3	3
Điều chỉnh			
+ Khấu hao	8	25	17
+ Dự phòng	0	(0)	1
+ Lợi ích thiểu số	0	46	(5)
+ Chi phí tài chính ròng	0	0	0
Tiền từ hoạt động k.doanh	12	16	12
- Tăng đầu tư máy móc	6	53	(24)
- Tăng đầu tư TCSD	(4)	(162)	(18)
- Tăng đầu tư TC ng.hạn	0	0	0
- Tăng đầu tư TC d.hạn	0	0	0
- Tăng khác	0	55	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	0	(3)	(1)
Tiền tự do	(4)	(111)	(19)
- Cổ tức đã trả	2	(57)	(43)
Tiền sau trả cổ tức	(1)	(15)	(28)
+ Tăng góp vốn cổ phần	1	(72)	(72)
+ Tăng góp vốn khác	0	0	18
+ Tăng khác	0	0	0
- Tăng cổ phiếu quỹ	0	0	0
+ Tăng nợ	0	0	0
Tiền từ hoạt động t.chính	39	36	80
Tiền trước ch.lịch t.giá	38	22	70
Dòng tiền mặt ròng	40	(36)	27
Tiền mặt đầu kỳ		9	49
Tiền mặt cuối kỳ	40	49	13

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014	2015	2016
Tăng trưởng			
Doanh thu thuần	115,2%	20,5%	7,4%
Lợi nhuận gộp	70,4%	78,2%	-6,4%
Lợi nhuận ròng	21,4%	237,4%	-14,2%
Tổng tài sản	15,4%	37,9%	29,9%
Khả năng thanh toán			
Nợ ngắn hạn	0,99	0,96	1,03
Thanh toán nhanh	0,76	0,47	0,39
Tiền mặt	0,29	0,07	0,13
Hoạt động			
Vòng quay tiền mặt	14,31	64,14	22,67
Vòng quay khoản p.thu	18,09	14,09	20,11
Vòng quay tồn kho	16,38	7,72	5,68
Đòn bẩy tài chính			
Nợ/Tổng tài sản	71,7%	64,3%	69,8%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2,53	2,67	3,16
Hệ số trả chi phí lãi vay	1,85	2,90	2,79
Khả năng sinh lợi			
Tỷ suất lãi gộp	7,1%	10,6%	9,2%
Tỷ suất lãi hoạt động	3,2%	5,8%	4,7%
Tỷ suất lãi ròng	1,4%	3,4%	3,2%
Lợi nhuận/Tổng tài sản	3,5%	7,2%	5,6%
Lợi nhuận/Vốn CSH	12,3%	30,0%	25,2%
Chỉ số khác			
Lợi nhuận/Cổ phiếu	1,80	5,14	3,90
Giá trị sổ sách/CP	14,63	17,16	15,50

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANK SECURITIES

Hệ thống khuyến nghị của VietinBank Securities được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường từ 3– 5%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.