



# **ICF - INCOMFISH**



**Ngày 11 tháng 07 năm 2008**

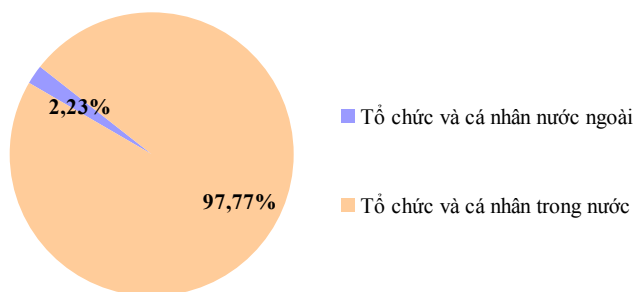
**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN KIM LONG**



# CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI THỦY SẢN

## TỔNG QUAN

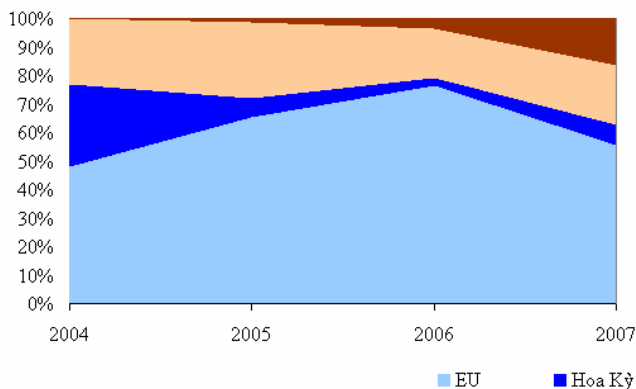
Tên công ty	CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI THỦY SẢN
Tên tiếng Anh:	INVESTMENT COMMERCE FISHERIES CORPORATION
Tên viết tắt	INCOMFISH
Vốn điều lệ	118.000.000.000 VND
Sàn niêm yết:	HOSE
Mã chứng khoán:	ICF
Ngành nghề kinh doanh chính	Chế biến, xuất khẩu thủy sản
Sản phẩm chính	Các sản phẩm chế biến từ tôm, cá Tra, Basa
Thị trường tiêu thụ chủ yếu	EU, Nhật Bản
Cơ cấu sở hữu đến hết ngày 10/07/2008:	



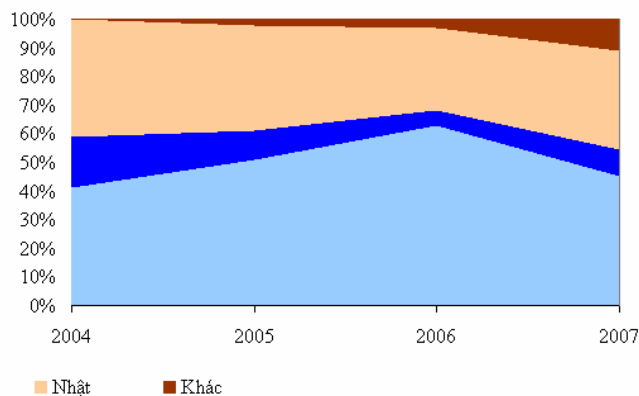
## TỔNG QUAN VÀ NHẬN ĐỊNH

ICF không xây dựng được các thị trường xuất khẩu ổn định. Công ty chịu ảnh hưởng nặng nề từ các vụ kiện chống bán phá giá xuất khẩu thủy sản vào thị trường Hoa Kỳ. Các thị trường quan trọng khác (Nhật, EU) cũng không duy trì được mức tiêu thụ ổn định qua các năm. Giai đoạn gần đây ICF mới chú trọng phát triển các thị trường xuất khẩu mới ngoài các thị trường truyền thống EU, Hoa Kỳ và Nhật, tuy nhiên hoạt động này chưa được đẩy mạnh. ICF hoàn toàn không chủ động về nguyên liệu sản xuất, phải phụ thuộc nguồn thu mua trực tiếp hoặc nhập khẩu. Tổng hợp các yếu tố trên khiến doanh thu và lợi nhuận qua các năm của ICF thấp, nhà máy chế biến hoạt động không hết công suất dẫn đến thiếu hiệu quả và tổn kém chi phí.

Cơ cấu thị trường theo Khối lượng xuất khẩu



Cơ cấu thị trường theo Giá trị xuất khẩu



**DOANH THU**

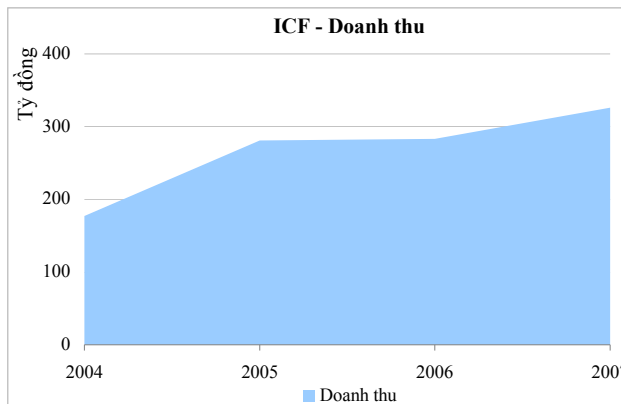
Tình hình tài chính của ICF không tốt thể hiện ở khả năng thanh toán thấp, kiểm soát không tốt vốn lưu động, hiệu quả sử dụng tài sản dài hạn thấp và phụ thuộc quá nhiều vào nợ vay.

ICF chú trọng vào đầu tư tài sản dài hạn mà không tập trung giải quyết vấn đề đầu ra cho sản phẩm. Trong khi nhà máy chế biến hiện tại mới đạt trên 60% công suất, ICF đã triển khai thêm các dự án nhà máy chế biến khác. Hai trong số các dự án này đã phải tạm dừng theo Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên năm nay. Tỷ lệ nợ vay quá lớn gây áp lực về lãi vay và khó khăn trong việc tiếp tục huy động vốn trong khi khả năng huy động vốn chủ sở hữu rất hạn chế (*đặc biệt trong thời điểm hiện tại*).

Xu hướng tập trung đầu tư bất động sản thể hiện rất rõ trong giai đoạn gần đây. Một trong số các dự án bất động sản ICF tham gia đã được triển khai dưới hình thức góp vốn liên doanh (*dự án cao ốc văn phòng tại Tp. Hồ Chí Minh*). Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên năm nay tiếp tục đưa ra hai dự án bất động sản triển khai trong năm (*dự án KCN tại Đồng Tháp, dự án khách sạn, trung tâm thương mại tại Thủ Đức*). Trong khi hoạt động kinh doanh chính không được chú trọng, việc tập trung quá nhiều vào đầu tư dài hạn, đầu tư bất động sản tiềm ẩn rủi ro lớn đối với ICF.

Kế hoạch doanh thu lợi nhuận năm 2008 (*ICF đặt kế hoạch đạt 535 tỷ doanh thu, 33 tỷ lợi nhuận sau thuế trong năm nay – theo Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên năm nay*) khó có thể hiện thực hóa khi các thị trường xuất khẩu đều bất ổn (*rào cản chất lượng ngày càng nâng cao, doanh nghiệp không chủ động được nguồn nguyên liệu đảm bảo*). Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh của ICF trong năm nay không khả quan do gánh nặng chi phí lãi vay, quản lý vốn lưu động không hiệu quả, nhất là không tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. Đặc biệt các dự án đầu tư bất động sản tiềm ẩn rủi ro rất lớn đối với ICF.

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**



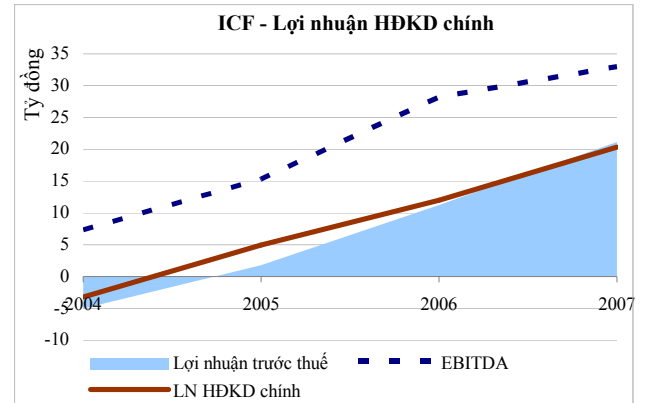
ICF nằm trong số những doanh nghiệp chịu ảnh hưởng mạnh từ cả hai vụ kiện chống bán phá giá (*CBPG*) thủy sản Việt Nam tại thị trường Hoa Kỳ do có cơ cấu sản phẩm đa dạng. Năm 2004, doanh thu của ICF đạt mức thấp khi nhóm hàng cá da trơn bị áp thuế CBPG. Năm 2005, xuất khẩu vào Hoa Kỳ tiếp tục giảm mạnh sau khi nhóm hàng tôm bị áp thuế CBPG, chuyển hướng thị trường và đẩy mạnh xuất khẩu sang EU là động lực tăng trưởng doanh thu trong năm này. Năm 2006, xuất khẩu vào EU tiếp tục tăng tuy nhiên doanh thu trong năm không tăng trưởng khi xuất khẩu vào thị trường Nhật giảm sút do các quy định kiểm soát chất lượng gắt gao của thị trường này. Năm 2007 ICF tiếp tục mở rộng thêm các thị trường mới, là nhân tố chính thúc đẩy doanh thu tăng trong năm.

Thay đổi cơ cấu sản phẩm cũng ảnh hưởng mạnh đến biến động doanh thu. Tỷ trọng lượng chế biến các sản phẩm từ cá Tra, Basa qua các năm mạnh nhưng giá thấp hơn so với các sản phẩm chế biến từ tôm. Doanh thu không tăng tương đương với khối lượng xuất khẩu.

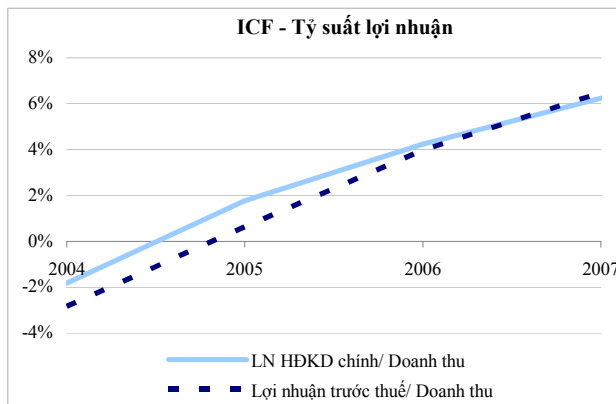
## LỢI NHUẬN

Quá trình chuyển dịch cơ cấu theo hướng tăng tỷ trọng các sản phẩm chế biến từ cá Tra, Basa (*có tỷ suất lợi nhuận cao hơn các sản phẩm từ tôm*) khiến lợi nhuận HĐKD chính của ICF tăng nhanh qua các năm dù doanh thu của công ty tăng chậm.

Điểm đáng chú ý đối với ICF là hiệu quả sử dụng tài sản cố định thấp (*nhà máy của ICF cho đến hiện tại chỉ hoạt động với một phần công suất thiết kế*) khiến tỷ trọng chi phí khấu hao trong tổng chi phí cao. Bên cạnh đó sự phụ thuộc vào vốn vay trong quá trình đầu tư và những năm đầu vận hành nhà máy chế biến làm phát sinh chi phí lãi vay rất lớn là nguyên nhân khiến lợi nhuận HĐKD chính thấp hơn nhiều so với EBITDA.



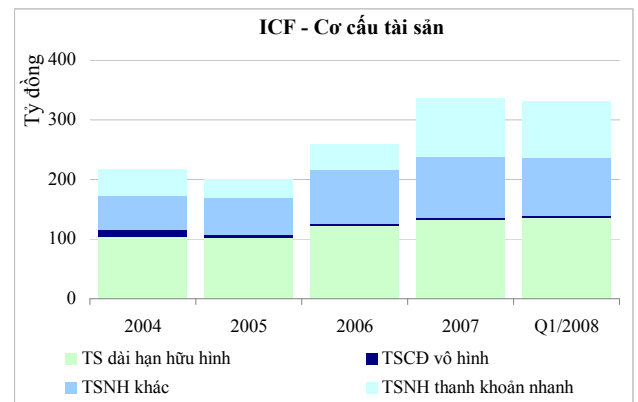
## TỶ SUẤT LỢI NHUẬN



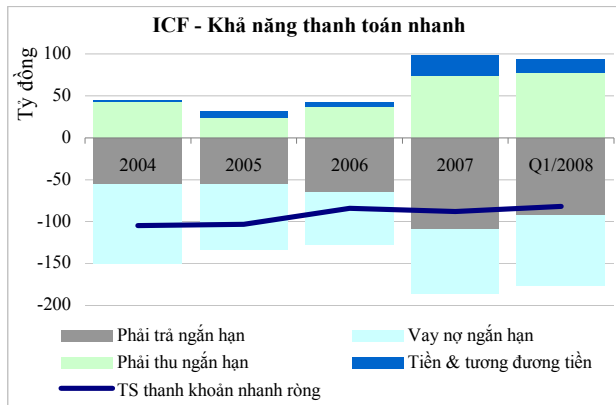
Tỷ suất lợi nhuận phản ánh quá trình chuyển đổi cơ cấu sản phẩm, hiệu quả sử dụng tài sản của ICF qua các năm. Cơ cấu sản phẩm đa dạng của ICF (*bao gồm sản phẩm chế biến từ cá tôm và cá Tra, Basa*) thay đổi qua các năm theo hướng gia tăng tỷ trọng sản phẩm từ cá Tra, Basa (*36% năm 2004 lên trên 60% năm 2007 về khối lượng*) – nhóm hàng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn – là nguyên nhân chính làm tăng tỷ suất lợi nhuận qua các năm. Công suất chế biến của nhà máy tăng lên qua các năm (*dù chưa đạt công suất thiết kế, công suất chế biến đã tăng từ dưới 50% năm 2004 lên trên 60% năm 2007*) làm giảm chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị sản phẩm cũng là yếu tố làm tăng tỷ suất lợi nhuận của ICF.

## CƠ CẤU TÀI SẢN

Khác với các doanh nghiệp khác cùng ngành thường có cơ cấu tài sản tập trung vào tài sản ngắn hạn, tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của ICF. Vòng quay tổng tài sản ở mức rất thấp (*trung bình 1,23 trong 3 năm gần đây*) so với các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu thủy sản khác (*3,78 của FMC, 2,62 của ABT, 2,64 của AGF,...*). Việc không tìm được đầu ra cho sản phẩm, không tận dụng hết năng lực chế biến của nhà máy làm giảm hiệu quả sử dụng tài sản dài hạn của ICF.



## KHẢ NĂNG THANH TOÁN

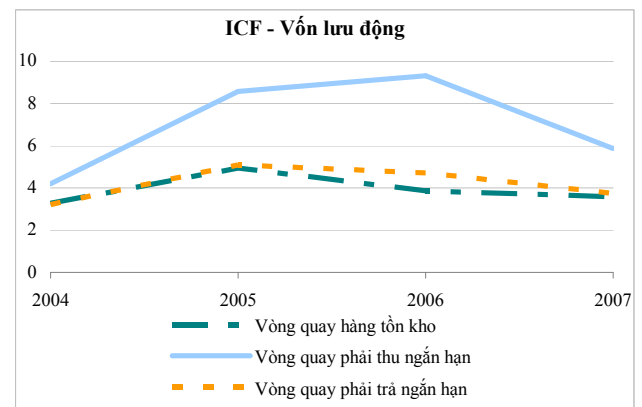


## NGUỒN VỐN LƯU ĐỘNG

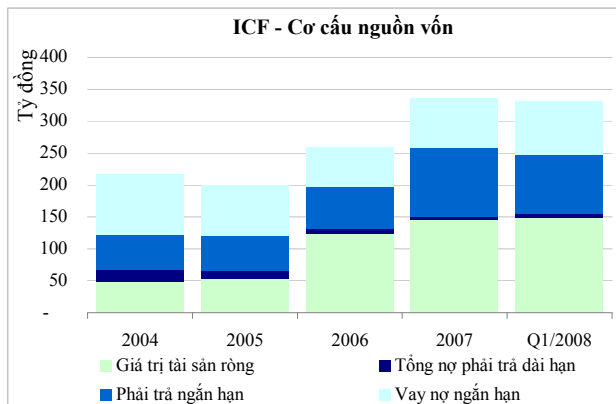
Các chỉ tiêu về vốn lưu động ở mức rất thấp so với các doanh nghiệp khác trong ngành thể hiện khả năng quản lý vốn lưu động không hiệu quả của ICF. Vòng quay hàng tồn kho có tăng trong các năm 2005, 2006 nhưng giảm trong năm 2007 là dấu hiệu không tốt thể hiện những khó khăn của công ty trong việc tìm kiếm đầu ra cho sản phẩm. Thực tế cho thấy khả năng tiêu thụ sản phẩm của ICF không cao, các thị trường xuất khẩu chính không ổn định.

Khả năng thanh toán nhanh của ICF ở mức rất thấp, tài sản ngắn hạn của công ty tập trung ở các tài sản kém thanh khoản (*hàng tồn kho và tài sản ngắn hạn khác*) trong khi nợ vay ngắn hạn và các khoản phải trả ngắn hạn rất lớn.

Đợt phát hành tăng vốn năm 2006 của ICF không thu được nhiều thặng dư, không giúp công ty cơ cấu lại nguồn vốn một cách đáng kể, mặt khác vốn và thặng dư thu được chủ yếu được dùng đầu tư vào công ty con, góp vốn liên doanh liên kết và tài trợ cho tài sản ngắn hạn kém thanh khoản (*chủ yếu là hàng tồn kho*) khiến khả năng thanh toán nhanh không được cải thiện.



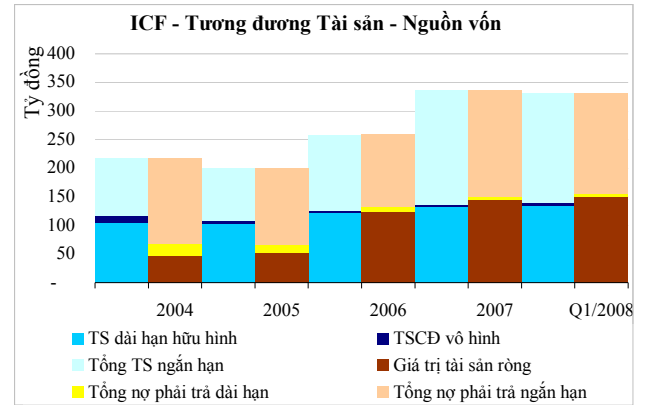
## CƠ CẤU NGUỒN VỐN



Cơ cấu nguồn vốn của ICF phụ thuộc quá nhiều vào nợ vay, đặc biệt là nợ ngắn hạn (*bình quân nợ phải trả/ VCSH của ICF trong 3 năm gần đây ở mức 1,72 lần, so với mức tương ứng 1,15 của FMC, 1,12 của ABT, 0,80 của AGF*). Hạn chế về vốn chủ sở hữu khiến ICF phải huy động nợ vay rất lớn trong quá trình xây dựng nhà máy chế biến và những năm đầu khi đưa nhà máy này vào hoạt động. Đợt phát hành thêm cổ phiếu tăng vốn năm 2006 không thu nhiều thặng dư cho ICF, hơn nữa lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh qua các năm thấp không giúp công ty cơ cấu lại nguồn vốn. Sự phụ thuộc vào nợ vay trong năm 2007 tiếp tục gia tăng. Điều này gây nhiều bất lợi cho ICF trong thời điểm hiện tại với khả năng huy động vốn cổ phần rất hạn chế trong khi lãi vay tăng cao.

**TÀI SẢN – NGUỒN VỐN**

Trong các năm 2004, 2005 một phần tài sản dài hạn hữu hình của ICF được tài trợ bởi nguồn vốn ngắn hạn gây kém hiệu quả trong sử dụng vốn. Chi phí lãi vay quá cao trong những năm này là một trong những nguyên nhân của mức lợi nhuận thấp (*thậm chí lỗ trong năm 2004*) của ICF. Cơ cấu này được cải thiện và duy trì từ sau đợt phát hành thêm tăng vốn năm 2006. Dù cơ cấu nguồn vốn phụ thuộc quá nhiều vào nợ, ICF vẫn tiến hành các hoạt động đầu tư thành lập công ty con, góp vốn liên doanh. Các hoạt động đầu tư này không nhanh chóng đem lại lợi nhuận càng làm giảm hiệu quả sử dụng nguồn vốn của doanh nghiệp.

**BẢNG TỔNG HỢP CHỈ TIÊU QUA CÁC NĂM TÀI CHÍNH**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2004	2005	2006	2007
Tổng tài sản	'000 VND	217.339.409	199.675.516	259.062.093	336.245.335
Nguồn vốn chủ sở hữu	'000 VND	48.620.999	54.199.241	123.848.477	142.879.359
Vốn điều lệ	'000 VND	48.139.020	51.948.990	118.000.000	118.000.000
Doanh thu thuần	'000 VND	177.026.313	281.202.421	283.153.481	326.127.777
Lợi nhuận gộp	'000 VND	18.339.706	31.678.139	41.608.614	54.478.336
Lợi nhuận trước thuế	'000 VND	(5.038.989)	1.768.272	11.246.607	21.145.382
Lợi nhuận sau thuế	'000 VND	(5.038.989)	1.768.272	11.246.607	21.145.382
EBIT	'000 VND	3.135.013	9.239.471	22.313.068	27.013.175
EBITDA	'000 VND	7.337.172	15.295.257	28.228.780	33.000.978
Lợi nhuận gộp/ Doanh thu thuần	%	10,36	11,27	14,69	16,70
Lợi nhuận trước thuế/ Doanh thu thuần	%	(2,85)	0,63	3,97	6,48
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu thuần	%	(2,85)	0,63	3,97	6,48
EBIT/ Doanh thu thuần	%	1,77	3,29	7,88	8,28
EBITDA/ Doanh thu thuần	%	4,14	5,44	9,97	10,12
ROE	%	(20,73)	3,44	12,63	15,86
ROA	%	(4,64)	0,85	4,90	7,10
ROCE	%	4,63	14,06	16,92	18,00
Tăng trưởng Tổng tài sản	%	-	(8,13)	29,74	29,79
Tăng trưởng Doanh thu thuần	%	-	58,85	0,69	15,18
Tăng trưởng EBITDA	%	-	108,46	84,56	16,91
Khả năng thanh toán ngắn hạn	Lần	0,68	0,69	1,05	1,07
Khả năng thanh toán nhanh	Lần	0,32	0,24	0,37	0,56
Khả năng thanh toán bằng tiền mặt	Lần	0,02	0,05	0,05	0,13
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	Lần	0,78	0,73	0,52	0,57
Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu	Lần	3,58	2,76	1,09	1,32
Vòng quay Hàng tồn kho theo Giá vốn	Vòng	2,94	4,38	3,30	2,98
Vòng quay Hàng tồn kho theo Doanh thu thuần	Vòng	3,28	4,94	3,87	3,58
Vòng quay Các khoản phải thu khách hàng	Vòng	4,20	8,58	9,32	5,87

Vòng quay Các khoản phải trả người bán	Vòng	3,21	5,09	4,72	3,75
Vòng quay Tổng tài sản	Vòng	0,81	1,35	1,23	1,10

### KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH THEO QUÝ (\*)

Đơn vị: '000 VND

Chi tiêu	Q1/2007	Q2/2007	Q3/2007	Q4/2007	Q1/2008
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>51.337.688</b>	<b>88.123.592</b>	<b>80.821.526</b>	<b>105.742.462</b>	<b>85.917.524</b>
<i>Biến động doanh thu thuần so với quý trước</i>	<i>-31,1%</i>	<i>71,7%</i>	<i>-8,3%</i>	<i>30,8%</i>	<i>-18,7%</i>
Giá vốn hàng bán	43.637.035	75.192.203	65.495.257	89.666.006	72.710.816
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7.700.653</b>	<b>12.931.389</b>	<b>15.326.268</b>	<b>16.076.456</b>	<b>13.206.709</b>
Doanh thu tài chính	8.199	991.741	256.836	1.508.828	734.701
Chi phí tài chính	1.295.979	2.298.913	1.882.306	2.529.216	1.477.971
Chi phí bán hàng	2.142.185	4.192.042	4.240.719	5.604.990	4.360.548
Chi phí quản lý	1.755.543	1.905.896	3.634.338	3.437.753	2.974.839
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>2.515.146</b>	<b>5.526.280</b>	<b>5.825.740</b>	<b>6.013.326</b>	<b>5.128.051</b>
Lợi nhuận khác	(460.807)	39.563	143.135	3.425	27.000
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.054.339</b>	<b>5.565.843</b>	<b>5.968.875</b>	<b>6.016.751</b>	<b>5.155.051</b>
<i>Lợi nhuận trước thuế/ Doanh thu thuần</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,0%</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.054.339</b>	<b>5.565.843</b>	<b>5.968.875</b>	<b>6.016.751</b>	<b>5.155.051</b>
<i>Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu thuần</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,0%</i>
<b>EBIT</b>	<b>2.999.963</b>	<b>6.486.418</b>	<b>7.129.405</b>	<b>7.723.541</b>	<b>6.224.833</b>

(\*) Các BCTC theo quý không được kiểm toán, số liệu có thể không phù hợp với BCTC kiểm toán cuối kỳ



# BẢN TIN CHỨNG KHOÁN TUẦN

*Bản tin này được tổng hợp và thực hiện dựa trên các số liệu tương đối xác thực, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo rằng thông tin và dữ liệu này hoàn toàn đầy đủ hoặc chính xác. bản tin này chỉ nhằm mục đích tham khảo, công ty cổ phần chứng khoán Kim Long sẽ không chịu trách nhiệm trước những quyết định đầu tư của quý khách hàng khi sử dụng các thông tin trong bản tin để kinh doanh chứng khoán.*



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN KIM LONG - KIM LONG SECURITIES CORPORATION

A: 22 Thành Công, Ba Đình, Hà Nội \* T: 04. 772 6868 \* F: 04. 772 6136 \* W: [www.kls.vn](http://www.kls.vn)

