

Ngày 07/04/2015

Ngành: **Nông Nghiệp**Mã cổ phiếu: **HKB**Khuyến nghị: **MUA****Thông tin niêm yết**

Ngày niêm yết	08/04/2015
Sàn niêm yết	HNX
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	200
KL cổ phiếu niêm yết	20.000.000
Giá chào sàn (VNĐ/cp)	15.000

Nguồn: HKB

Chỉ số tài chính cơ bản (tỷ đồng)

	2013	2014
Doanh thu thuần	394	455
Tăng trưởng (%)	-35%	16%
Lợi nhuận sau thuế	2,7	19
Tăng trưởng (%)	2.994%	603%
ROA (%)	2,5%	7,2%
ROE (%)	5,8%	10,9%
Tỷ lệ cổ tức	0%	15%

Nguồn: HKB, MSBS tổng hợp

Điểm nhấn cơ bản

- **CTCP Nông Nghiệp và Thực Phẩm Hà Nội - Kinh Bắc** được thành lập từ năm 2009 với vốn điều ban đầu là 1,8 tỷ đồng, đến nay, sau 5 lần tăng vốn, vốn điều lệ của Công ty đã tăng lên 200 tỷ đồng.
- **Năng lực sản xuất lớn:** Hiện tại, HKB đang có 8 kho (vừa sở hữu và đi thuê) và 4 dây chuyền chế biến nông sản. Tất cả các kho tập trung ở Gia Lai và Bình Định, mỗi vụ Công ty có đủ năng lực kho chứa khoảng 270.000 tấn sản phẩm, đây là lợi thế rất lớn so với các Công ty cùng ngành.
- **Hoạt động kinh doanh đang dần khởi sắc** với lãi ròng tăng mạnh qua các năm, (năm 2012 chỉ đạt 89 triệu đồng đến năm 2014 lãi ròng là 19 tỷ đồng). Năm 2014, doanh thu thuần đạt 455,1 tỷ đồng, tăng 15,6% so với năm 2013, Lợi nhuận sau thuế đạt 19 tỷ đồng, gấp 7 lần so với năm 2013.
- **Tiêu sẽ là mặt hàng xuất khẩu chủ lực trong các năm tới.** Từ năm 2014, Công ty đã thực hiện mở rộng cơ cấu sản phẩm kinh doanh, bên cạnh mặt hàng sản phẩm chủ đạo, HKB lựa chọn mặt hàng tiêu là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Công ty để phát triển trong các năm tới, nguồn thu từ tiêu xuất khẩu sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của Công ty.
- **Niêm yết trên sàn HNX:** Ngày 08/04, 20 triệu cổ phiếu HKB sẽ chính thức niêm yết trên HNX với mức giá chào sàn là 15.000 đồng/cổ phiếu.

Luận điểm đầu tư

Năm 2015 đánh dấu bước chuyển mình quan trọng của HKB khi cổ phiếu của Công ty chính thức được niêm yết trên Sở GDCK Hà Nội. Với động lực từ kết quả hoạt động kinh doanh khởi sắc trong năm 2014, cùng với việc đẩy mạnh đầu tư gia tăng năng lực sản xuất khi dây chuyền và nhà máy chế biến tiêu và nông sản sẽ hoàn thành trong năm 2015, HKB tự tin đặt kế hoạch tăng trưởng vượt bậc (Doanh thu và lợi nhuận tăng gấp 3 lần kết quả thực hiện năm 2014) và mức chi trả cổ tức 15%, tương đương năm 2014. Theo kế hoạch, HKB sẽ chào sàn với mức giá 15.000 đồng/cổ phiếu – một mức giá khá hấp dẫn, đây sẽ là cơ hội mới cho nhà đầu tư trong năm 2015. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HKB cho mục tiêu trung và dài hạn.

Tên Công ty và địa chỉ

Tên Công ty: CTCP Nông nghiệp và Thực phẩm Hà Nội – Kinh Bắc

Tên tiếng Anh: Hanoi – Kinh bac AgriFood

Tên viết tắt: HKB/Hakinvest

Vốn điều lệ: 200.000.000.000 đồng

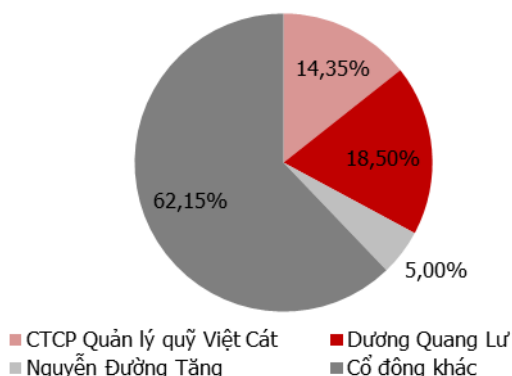
Số lượng cổ phiếu phát hành: 20.000.000

Trụ sở chính: Nhà 905, CT1-2 Khu đô thị Mễ Trì Hạ, Phường Mễ Trì, Quận Nam Từ Liêm, Hà Nội

Website: www.hakinvest.com.vn

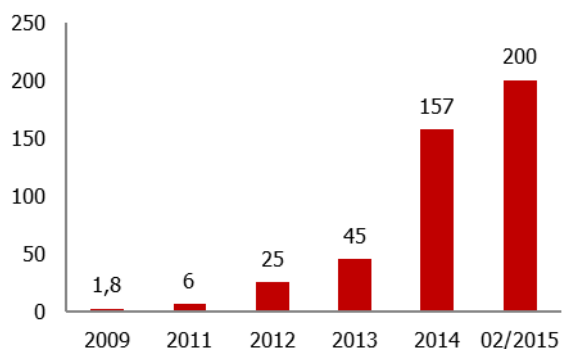
Email: trading@hakinvest.com.vn

Cơ cấu cổ đông:



Quá trình tăng vốn điều lệ

Đvt: tỷ đồng



Quá trình hình thành và phát triển

- CTCP Nông nghiệp và thực phẩm Hà Nội – Kinh Bắc tiền thân là CTCP Thương mại và Đầu tư Hà Nội – Kinh Bắc, được thành lập ngày 09/11/2009 với mức vốn điều lệ ban đầu là 1,8 tỷ đồng.
- Ngày 02/07/2014, Công ty chính thức đổi tên thành CTCP Nông nghiệp và thực phẩm Hà Nội – Kinh Bắc.
- Đến nay, Công ty đã tăng vốn điều lệ lên 200 tỷ đồng và được UBCKNN chấp thuận Công ty đại chúng ngày 13/02/2015. Ngày 08/04/2015, Công ty sẽ chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán HNX.

Các hoạt động kinh doanh chính

- Chế biến và kinh doanh sản phẩm, hồ tiêu phục vụ xuất khẩu và tiêu dùng trong nước;
- Chế biến và kinh doanh nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi: Ngô, sắn, cám gạo, đậu tương;
- Chế biến lúa gạo xuất khẩu và tiêu dùng nội địa.

Chiến lược kinh doanh

Công ty xây dựng định hướng chiến lược phát triển sản xuất và kinh doanh theo các giai đoạn cụ thể:

- Giai đoạn 1 (2009 – 2012):** Tạo lập thị trường và phát triển thương hiệu.
- Giai đoạn 2 (2013 – 2020):** Phát triển năng lực cạnh tranh thông qua đầu tư cơ sở vật chất, mở rộng thị trường, đầu tư chiều sâu và công nghệ chế biến tinh.
- Giai đoạn 3 (2020 về sau):** Tham gia phát triển bền vững trong nông nghiệp và mở rộng sang lĩnh vực mới có giá trị chuỗi từ Nông nghiệp.

TỔNG QUAN NÔNG NGHIỆP VIỆT NAM

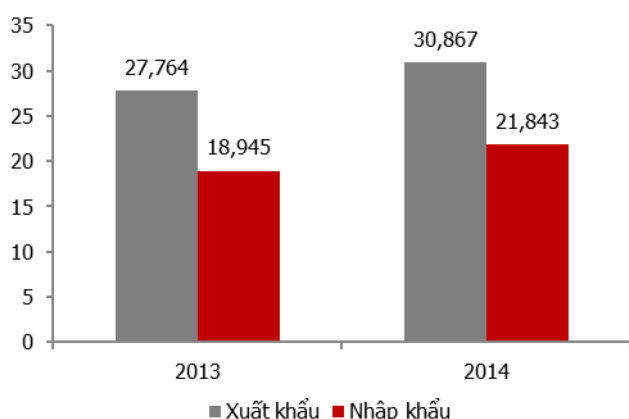
Nông nghiệp vẫn là ngành chủ lực của nền kinh tế

Việt Nam cơ bản vẫn là một nước Nông nghiệp, lực lượng lao động trong Nông nghiệp chiếm 60% tổng lực lượng lao động xã hội. Với khoảng 10,3 triệu hecta đất nông nghiệp, đem lại giá trị xuất khẩu lớn, khoảng 30 tỷ USD/năm (chiếm 20% tổng kim ngạch xuất khẩu).

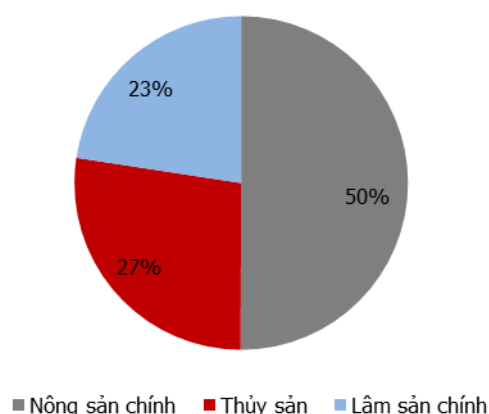
Trong gần 30 năm đổi mới, nông nghiệp Việt Nam đạt được mức tăng trưởng khá đều đặn và tương đối cao so với các nước trong khu vực, giai đoạn 2000 – 2012 tăng trưởng nông nghiệp của Việt Nam trung bình là 3,7%. Năm 2014, tốc độ tăng GDP toàn ngành ước đạt 3,3%, vượt chỉ tiêu Chính phủ đề ra (3,27%) và là mức tăng trưởng cao nhất trong vòng 3-4 năm trở lại đây; chất lượng tăng trưởng tiếp tục được cải thiện, tỷ trọng giá trị gia tăng trong tổng giá trị sản xuất ngành đã tăng từ 57% năm 2010 lên 64,7% năm 2013 và 67,8% năm 2014.

Tình hình xuất nhập khẩu nông nghiệp

Đvt: tỷ USD



Tỷ trọng xuất khẩu nông lâm thủy sản



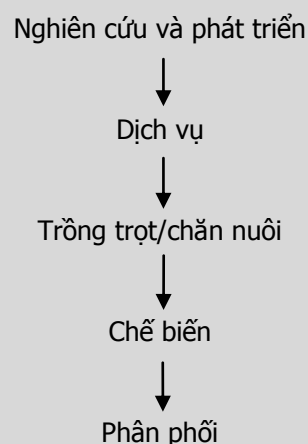
Nguồn: Thống kê hải quan, MSBS thống kê

Giá trị gia tăng trong nông nghiệp không cao

Việt Nam chưa hình thành được khối liên kết tạo giá trị chuỗi trong Nông nghiệp nên chưa đem lại giá trị gia tăng cao và bình đẳng trong phân phối chuỗi giá trị/lợi nhuận giữa các bên tham gia.

Trong 30 năm qua, nông nghiệp Việt Nam chủ yếu phát triển theo hướng quan tâm đến năng suất, sản lượng, số lượng mà chưa quan tâm nhiều đến chất lượng, công nghệ sau thu hoạch, bảo quản hàng hóa và chế biến thành phẩm, trong khi đây là phân khúc đem lại giá trị gia tăng cao hơn nhiều lần. Đây chính là một trong những nguyên nhân khiến sản phẩm nông nghiệp nước ta chưa đi vào được các thị trường lớn như Mỹ, EU..., chủ yếu vẫn phụ thuộc lớn vào thị trường Trung Quốc.

Chuỗi giá trị trong Nông nghiệp



Tiềm năng ngành nông nghiệp Việt Nam là rất lớn

Hiện tại, Nông nghiệp là ngành được Chính phủ rất coi trọng, với việc ban hành nhiều thông tư nghị định như: Nghị định 41/2010/NĐ-CP về cho vay vốn Nông nghiệp, Nghị định số 210/2013/NĐ-CP về ưu đãi cho đầu tư phát triển Nông nghiệp và Nông thôn sẽ tạo đà, khuyến khích tăng trưởng Ngành trong năm 2015 và các năm tiếp theo.

Trong năm 2015, ngành Nông nghiệp đặt mục tiêu tăng trưởng GDP toàn ngành đạt từ 3,0-3,3%; giá trị sản xuất tăng từ 3,4-3,7% so với năm 2014 (trong đó trồng trọt 2,5-2,8%, chăn nuôi 2,8-3,2%, lâm nghiệp 6,0-6,5%, thủy sản 6,0-6,5%). Giá trị kim ngạch xuất khẩu hàng nông lâm thủy sản đạt 31 tỷ USD.

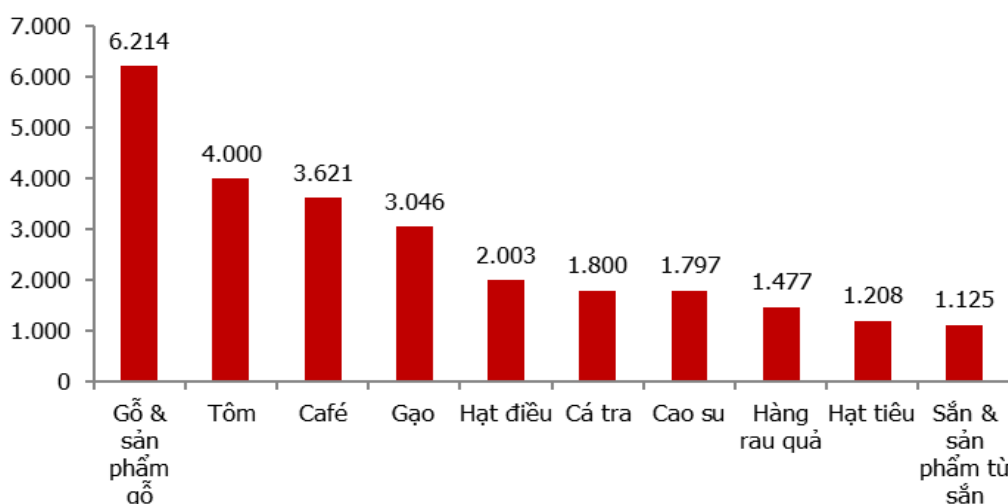
Hoạt động xuất khẩu được đẩy mạnh, đảm bảo lợi ích cho nông dân

Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, năm 2014, tổng kim ngạch xuất khẩu nông, lâm, thủy sản của toàn ngành nông nghiệp đạt 30,86 tỷ USD, tăng 11,2% so với năm 2013. Thặng dư thương mại của ngành ước đạt 9,5 tỷ USD tăng 7,7% so với năm 2013. Xuất khẩu tăng mạnh đã tạo điều kiện duy trì giá trong nước có lợi cho người nông dân.

Hầu hết các mặt hàng xuất khẩu đều tăng giá trị so với năm 2013; trong đó, có 10 mặt hàng đóng góp kim ngạch xuất khẩu vượt ngưỡng trên 1 tỷ USD gồm: gạo, cà phê, tôm, cao su, điều, tiêu, sắn, rau quả, cá tra, lâm sản.

10 mặt hàng Nông nghiệp xuất khẩu trên 1 tỷ USD năm 2014

Đvt: triệu USD



Nguồn: Thống kê hải quan

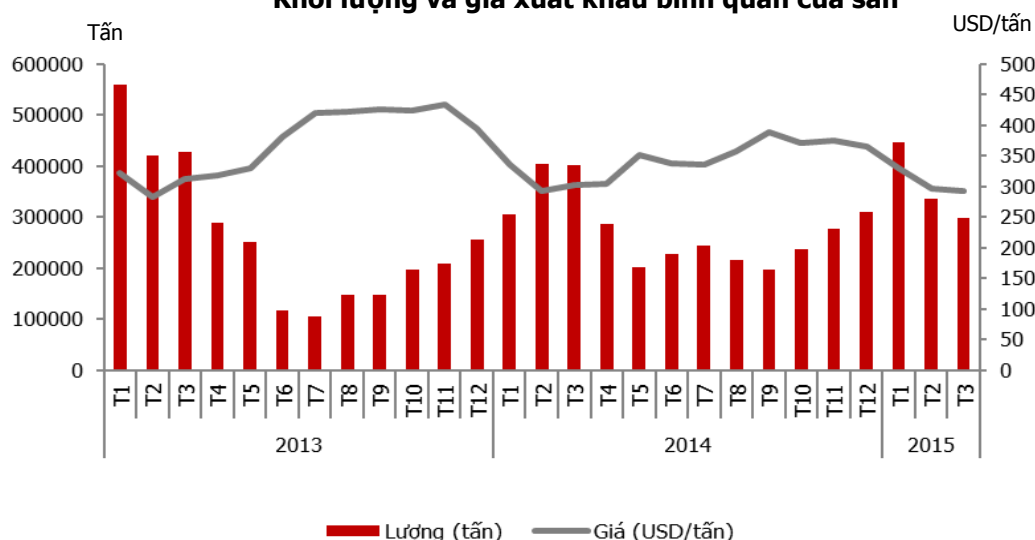
Một số sản phẩm nông nghiệp xuất khẩu chính:

Sắn và các sản phẩm từ sắn

- **Sắn – cây công nghiệp quan trọng:** Trong khoảng 10 năm trở lại đây, cây sắn của Việt Nam đã từ một cây lương thực phụ, trở thành cây công nghiệp quan trọng, với diện tích, năng suất và sản lượng tăng nhanh. Tổng diện tích trồng sắn của cả nước năm 2012 đạt 560.000 ha với tổng sản lượng củ sắn tươi đạt khoảng 9.750 triệu tấn (số liệu của FAO), tăng 0,07% so với năm 2013. Với sản lượng này, Việt Nam là quốc gia đứng thứ 03 trong khu vực Châu Á về sản lượng sắn, chỉ sau Thái Lan và Indonesia.

- **Xuất khẩu sản:** Sản và sản phẩm từ sản là mặt hàng xuất khẩu tăng trưởng nóng trong những năm qua. Việt Nam hiện đứng thứ hai thế giới về xuất khẩu sản và sản phẩm từ sản, sau Thái Lan. Các sản phẩm sản đã gia nhập nhóm các mặt hàng có kim ngạch xuất khẩu hơn 1 tỷ USD/năm. Theo thống kê của Tổng Cục Hải quan, năm 2014, Việt Nam đã xuất khẩu 3,3 triệu tấn sản phẩm sản các loại trị giá 1,1 tỷ USD, tăng hơn 7,91% về lượng và gần 3,82% về giá trị so với năm 2011. Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu sản chủ lực của Việt Nam trong năm 2014, chiếm 85,6% tổng lượng sản xuất khẩu.
- **Tình hình tiêu thụ sản:** Sản và các sản phẩm từ sản được dùng: (1) 30% sản lượng thu được phục vụ nhu cầu tiêu dùng trong nước làm lương thực, chế biến thức ăn chăn nuôi, công nghiệp dược phẩm, làm nguyên liệu sản xuất xăng sinh học, cồn công nghiệp; (2) 70% được xuất khẩu dưới dạng tinh bột hoặc sản lát khô.
- **Sản xuất cồn:** Hiện tại, cả nước có 06 Nhà máy sản xuất xăng Ethanol với công suất thiết kế 535 triệu lít/năm, tập trung chủ yếu tại Miền Trung – Tây Nguyên và Miền Nam Việt Nam. Trong đó có 04/07 Nhà máy có khả năng sản xuất được E100. Nếu 04 Nhà máy này hoạt động đạt 80% công suất thiết kế sẽ cung cấp ra thị trường 320.000 m³ E100/năm, dư đủ cho nhu cầu pha xăng E5 từ cuối 2014 và E10 từ 2016 theo lộ trình của Chính phủ.

Khối lượng và giá xuất khẩu bình quân của sản

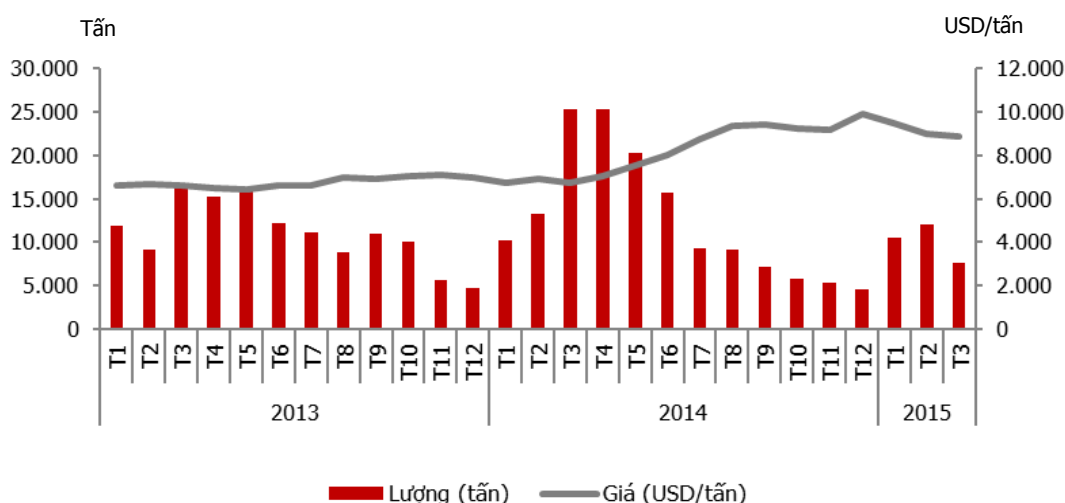


Nguồn: Tổng cục hải quan, MSBS thống kê

Hồ tiêu

- **Là nước xuất khẩu lớn nhất:** Kể từ năm 2001 đến nay, Việt Nam liên tục là nước dẫn đầu xuất khẩu hạt tiêu của thế giới, chiếm tới 50% sản lượng hạt tiêu xuất khẩu của toàn thế giới. Nếu như năm 2001, xuất khẩu hồ tiêu mới chỉ trên 50.000 tấn, đạt khoảng 90 triệu USD thì đến năm 2014 đạt trên 150.000 tấn, trị giá trên 1,2 tỷ USD. Từ năm 2008, tốc độ tăng hàng năm đạt 15% – 20%/năm, vượt xa nhiều nước vốn có truyền thống sản xuất, xuất khẩu hồ tiêu lâu đời.
- **Năm 2015, tình hình cung cầu Hồ tiêu thế giới không thay đổi lớn so với 2014.** Theo dự báo của Hiệp hội Hồ tiêu Quốc tế (IPC), sản lượng hồ tiêu thế giới vụ 2015 khoảng 374.500 tấn, tăng 38.300 tấn (tăng chủ yếu từ Ấn Độ, Indonesia và Sri Lanka), tổng nguồn cung hồ tiêu thế giới năm 2015 là khoảng 433.536 tấn (tăng 12.630 tấn so với năm 2014). Nhu cầu tiêu thụ khoảng 416.000 tấn và giá bình quân cả năm vẫn có thể duy trì ở mức cao. Tại thị trường trong nước, theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, diện tích hồ tiêu cả nước năm 2015 sẽ đạt khoảng 70.000 ha, năng suất dự báo sẽ giảm mạnh trên tất cả các tỉnh, dự kiến sản lượng ước khoảng 126.000 tấn, xuất khẩu 144.000 tấn, giá trị đạt khoảng 1,1 tỷ USD.

Khối lượng và giá xuất khẩu bình quân của hồ tiêu Việt Nam



Nguồn: Tổng cục hải quan, MSBS thống kê

Gạo

- **Top 3 nước xuất khẩu lúa gạo lớn nhất trên thế giới:** Năm 2014, Việt Nam xuống vị trí thứ ba xuất khẩu gạo thế giới, sau Thái Lan và Ấn Độ. Năm 2014, sản lượng đạt đến 45 triệu tấn lúa hay tăng 2,3% so với 2013, năng suất bình quân 5,77 tấn/ha và xuất khẩu 6,378 triệu tấn gạo, trị giá 2,955 tỷ USD, giảm 3,2% về lượng và tăng 1,1% về trị giá so với cùng kỳ năm 2013. Trung Quốc và Châu Phi là những thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam.
- **Năm 2015 sẽ khó khăn hơn:** Xuất khẩu gạo của Việt Nam sẽ gặp nhiều khó khăn do phải cạnh tranh với Thái Lan, ngoài ra, thị trường nhập khẩu gạo lớn nhất Việt Nam là Trung Quốc đang tạm ngưng thu mua khiến số lượng hợp đồng xuất khẩu gạo giảm mạnh.

Sản lượng, xuất khẩu gạo tại một số nước xuất khẩu quan trọng và thế giới 2013 và 2014.

Quốc gia trồng lúa lớn nhất	Sản lượng (triệu tấn)		Xuất khẩu (triệu tấn)	
	2013	2014F	2013	2014F
Thế giới	497,5	496,6	37,3	40,2
Trung Quốc	140,7	141,7	0,5	0,3
Ấn Độ	106,5	103,5	10,5	9,5
Indonesia	44,9	44	-	-
Việt Nam	29,3	29,7	6,7	6,2
Thái Lan	25,2	24,8	6,6	10,5
Brazil	7,9	8,1	0,8	0,9
Hoa Kỳ	6,8	6,7	3,6	3,5
Pakistan	6,1	7	3,5	3,3

Phân tích SWOT Ngành Nông nghiệp Việt Nam**Điểm mạnh:**

- Là một nước có nền nông nghiệp phát triển lâu đời, diện tích đất nông nghiệp lớn, đất đai màu mỡ, khí hậu thuận lợi cho việc phát triển trồng trọt và chăn nuôi.
- Các doanh nghiệp trong lĩnh vực nông nghiệp luôn có được sự ưu tiên của nhà nước (ưu đãi về chính sách, vốn vay...).

Điểm yếu:

- Là ngành kinh tế theo thời vụ, phụ thuộc quá nhiều vào điều kiện khí hậu.
- Cơ sở hạ tầng ngành nông nghiệp còn kém phát triển, bên cạnh đó có sự thiếu hụt về lực lượng lao động được đào tạo bài bản.
- Sản phẩm nông nghiệp của Việt Nam hiện nay vẫn chủ yếu ở dạng thô, chưa đem lại giá trị gia tăng nhiều cho lĩnh vực này.
- Sản xuất nông nghiệp trong nước còn nhỏ lẻ, manh mún nên năng suất thấp, giá trị sản phẩm còn chưa cao, thường dẫn đến hiện tượng được mùa – mất giá và ngược lại.
- Thiếu sự gắn kết của các thành phần trong chuỗi giá trị từ khâu nghiên cứu phát triển, dịch vụ, trồng trọt chăn nuôi, chế biến và phân phối.

Cơ hội:

- Các hiệp định thương mại tự do giúp các doanh nghiệp Việt Nam có cơ hội tiếp xúc với các thị trường mới, cân bằng lại quan hệ thương mại với các khu vực thị trường trọng điểm, tránh phụ thuộc quá mức vào một khu vực thị trường nhất định.
- Nông nghiệp đang có cơ hội thu hút vốn đầu tư từ các thành phần kinh tế khác nhau khác nhau, mở ra cơ hội tái cơ cấu ngành nông nghiệp.

Thách thức:

- Diện tích đất nông nghiệp đang bị thu hẹp để thực hiện công nghiệp hóa.
- Lực lượng lao động trong ngành đang giảm dần do sức hút của công nghiệp hóa.
- Tác động của biến đổi khí hậu đến hoạt động sản xuất nông nghiệp. Bên cạnh đó, ô nhiễm môi trường cũng ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất nông nghiệp.
- Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các quốc gia khác trên cả thị trường nội địa cũng như thị trường xuất khẩu.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA HKB

Hoạt động kinh doanh chính:

CTCP Nông nghiệp và Thực phẩm Hà Nội - Kinh Bắc kinh doanh chính trong lĩnh vực:

- Chế biến và kinh doanh sản lát, hồ tiêu phục vụ xuất khẩu và tiêu dùng trong nước;
- Chế biến và kinh doanh nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi: Ngô, sắn, cám gạo, đậu tương;
- Chế biến lúa gạo xuất khẩu và tiêu dùng nội địa.

Từ năm 2014, Công ty đã thực hiện mở rộng cơ cấu sản phẩm kinh doanh, bên cạnh mặt hàng sản lát vẫn là sản phẩm chủ đạo, HKB lựa chọn mặt hàng tiêu là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Công ty để phát triển trong các năm tới, nguồn thu từ tiêu xuất khẩu sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của Công ty.

Nguyên liệu đầu vào:

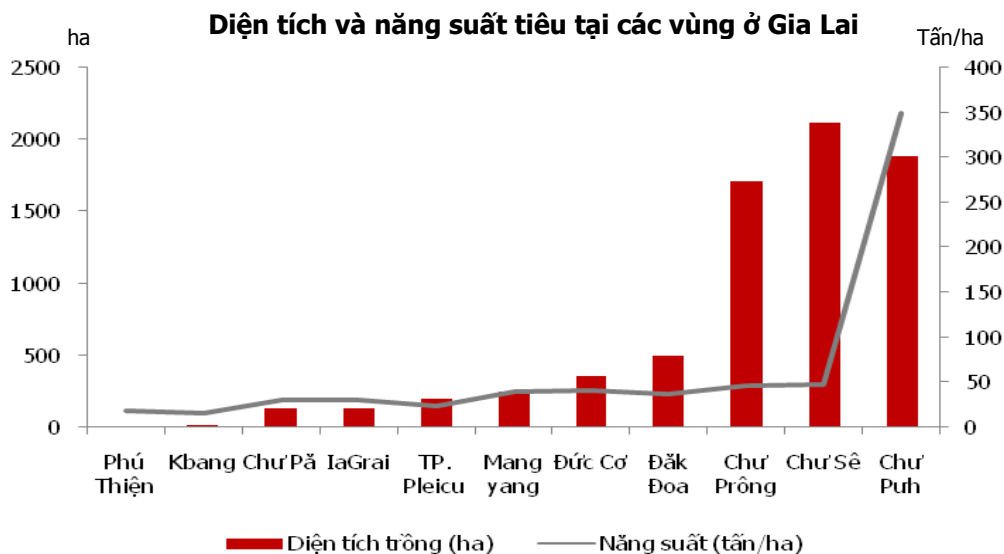
Nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng rất lớn trong giá thành sản phẩm, do đó, biến động giá nguyên liệu đầu vào sẽ tác động rất lớn đến lợi nhuận của Công ty.

Hồ tiêu:

Hồ tiêu là mặt hàng có sự biến động giá cả lớn nhất do mỗi năm chỉ có một vụ thu hoạch. Đây là rủi ro nhưng cũng là lợi thế của Doanh nghiệp bởi hồ tiêu thường có tỷ suất lợi nhuận biên cao nhờ vào sự biến động giá mạnh trong vụ thu hoạch và ngoài vụ thu hoạch. Nắm bắt được xu hướng biến động giá cả và xây dựng được nguồn tiêu nguyên liệu cho chất lượng và năng suất cao sẽ là lợi thế cho HKB khi bước chân gia nhập xuất khẩu mặt hàng này.

Từ năm 2015, HKB sẽ tập trung phát triển nguồn thu mua hồ tiêu tại Gia Lai và xuất khẩu sang các thị trường như Trung Quốc, Châu Âu và Mỹ. Gia Lai là tỉnh có sản lượng hồ tiêu lớn nhất Việt Nam, năng suất cây tiêu cao nhất nước từ 3 – 6 tấn/ha do có thổ nhưỡng và khí hậu phù hợp, trong đó, chất lượng hạt tiêu ở Chư Sê và Chư Pưh đứng đầu Việt Nam với dung trọng rất cao (từ 550 – 600 g/l) trong khi các khu vực khác là 380 – 550g/l. Thương hiệu hạt tiêu Chư Sê và Chư Pưh nổi tiếng cả nước và được đăng ký bảo hộ tên thương hiệu vùng sản xuất hồ tiêu trên thị trường thế giới.

Trong giai đoạn 2015/2016, HKB được Hiệp hội tiêu Chư Sê, Chư Pưh, ĐakNong giao cho 160ha trồng tiêu, dự kiến, Công ty sẽ trồng được 272.000 trụ tiêu, đảm bảo việc cung cấp nguồn nguyên liệu tiêu ổn định cho Công ty trong các năm tới.



Nguồn: Hiệp hội tiêu Việt Nam

Sắn, Ngô, Gạo:

Các mặt hàng kinh doanh khác của Hakinvest như gạo, ngô, sắn biến động giá cả ít hơn so với mặt hàng hồ tiêu do nguồn cung trong nước rất lớn và số vụ trong năm nhiều. Hiện tại, nguồn nguyên liệu sắn, ngô được Công ty thu mua từ các khu vực có sản lượng trồng ngô và sắn lớn nhất nước như Tây Nguyên, Bình Định và Đồng bằng Sông Cửu Long. Vì vậy, HKB đặt các cơ sở thu mua nguyên liệu và chế biến tại các nguồn nguyên liệu nhằm chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào.

Với mặt hàng Gạo thường được Công ty mua các nhà cung cấp tổ chức. Các nhà máy của Công ty đều được đặt tại các vùng nguyên liệu: Nhà máy tại khu vực Bình Định nằm gần trung tâm sản xuất gạo ở miền Trung; Nhà máy gạo Chư Sê - Gia Lai nằm gần cánh đồng Azumba, Phú Thiện và Japa là vựa lúa của Tây Nguyên.

Năng lực sản xuất

Năng lực kho: Hiện tại, HKB đang có 8 kho vừa sở hữu và đi thuê, tất cả các kho tập trung ở Gia Lai và Bình Định, mỗi vụ Công ty có đủ năng lực kho chứa khoảng 270.000 tấn sắn, đây là lợi thế rất lớn so với các Công ty cùng ngành.

Năng lực chế biến: Tính đến cuối năm 2014, Công ty đang có 4 dây chuyền chế biến nông sản. Giai đoạn 2015 – 2016, HKB dự kiến sẽ lắp thêm 1 dây chuyền chế biến tiêu theo tiêu chuẩn ASTA+, công nghệ Hà Lan để xuất khẩu sang Mỹ, châu Âu.

Năng lực chế biến nông sản

Dây chuyền	Sản lượng và địa điểm dây chuyền		Ghi chú
	Gia Lai	Bình Định	
Tiêu	10.000 tấn/năm		Tiêu chuẩn ASTA, công nghệ Sino (Việt Nam)
Ngô/sắn	30.000 tấn/năm	75.000 tấn/năm	Tại Gia Lai: Dây chuyền sấy bán công nghiệp, sấy được tiêu/ngô/lúa/sắn. Tại Bình Định: Dây chuyền công nghệ Đài Loan.
Gạo	20.000 tấn/năm		Công nghệ Sino (Việt Nam)

Nguồn: Theo HKB

Đầu ra ổn định

Hiện tại, HKB đã có được hệ thống bạn hàng lớn và rộng khắp trong nước và quốc tế, đảm bảo nguồn tiêu thụ cho Công ty.

- **Sắn lát:** Công ty đã thiết lập quan hệ với các bạn hàng là các nhà máy sản xuất cồn Ethanol trong nước và quốc tế với nhu cầu mua của khách hàng lên đến triệu tấn sắn lát/năm. Mạng lưới khách hàng xuất khẩu của HKB tập trung tại các nước Trung Quốc, Hồng Kông, Thụy Sĩ. Trong nước, Công ty là bạn hàng của Công ty Tùng Lâm và PV Alcohol Production.
- **Tiêu:** Hồ tiêu là mặt hàng mới được HKB đưa và kinh doanh trong năm 2014. Hiện tại, HKB chế biến tiêu sạch theo tiêu chuẩn ASTA (*American spicetrade association standards*) với công suất 10.000 tấn/năm (giai đoạn 1) phục vụ xuất khẩu. Để đáp ứng đầu ra cho mặt hàng hồ tiêu tiêu chuẩn ASTA, Công ty đã thiết lập quan hệ với khoảng 20 bạn hàng quốc tế tại nhiều quốc gia trên thế giới như Tây Ban Nha, Thổ Nhĩ Kỳ, Algieri, Mexico, Đài Loan, Mỹ và các tiểu vương quốc Ả rập thống nhất. Trong tương lai, Công ty sẽ đầu tư thêm công nghệ ASTA+ có giá trị gia tăng cao hơn sản phẩm tiêu chuẩn ASTA để tăng cường xuất khẩu vào thị trường Mỹ và EU.

- Gạo:** Công ty đã xây dựng được mạng lưới tiêu thụ gạo hạt trung với các đại lý tại 02 tỉnh Gia Lai và Đắk Lắk và các nhà máy sản xuất bia rượu trong nước như Nhà máy bia Sabeco Quy Nhơn, Sabeco Tuy Hòa, Sabeco Đắk Lắk, Đại lý mua gạo biên mậu Trung – Việt. Trên thị trường xuất khẩu, Công ty hiện đang duy trì một số hợp đồng xuất khẩu gạo hạt dài đi Hồng Kông, Haiti và Jamaica. Ngoài ra, Công ty còn phát triển thêm các hợp đồng xuất khẩu sang Trung Quốc và Châu Âu với sản lượng lớn.

Các sản phẩm gạo của HKB

STT	Sản phẩm	Chủng loại	Thị trường
1	Gạo hạt dài	504, 604, 6016, gạo thơm dẻo Jasmine	Xuất khẩu
2	Gạo hạt trung	2 Gạo hạt trung	Nội địa
3	Gạo hạt tròn	Japonica, Mai Lâm	Nội địa (siêu thị)
4	Gạo nếp		Nội địa và xuất khẩu

Nguồn: Theo HKB

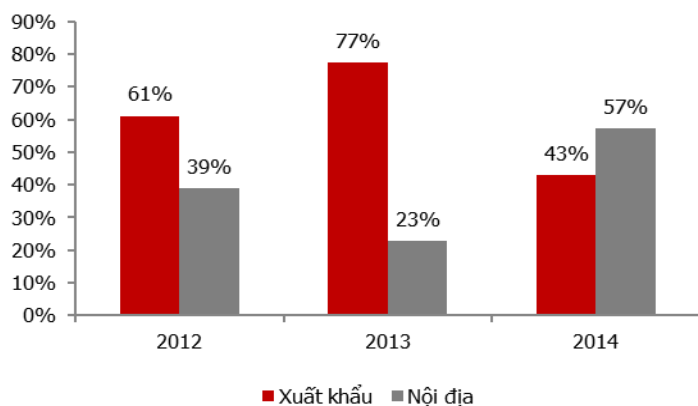
- Nguyên liệu chế biến thức ăn chăn nuôi:** Các sản phẩm của Công ty gồm ngô, hạt đậu, cám gạo, tấm đều đạt chất lượng tiêu chuẩn của khách hàng là các nhà máy sản xuất thức ăn gia súc/gia cầm lớn nhất của Việt Nam và thế giới. Công ty hiện đã thiết lập mối quan hệ được với 18 bạn hàng là các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi trong nước và thế giới, điển hình như NewHope (Trung Quốc), ANT (Đài Loan), PROCONCO (Việt Nam), EASTHOPE (Trung Quốc), CP (Thái Lan), UniPresident (Đài Loan), GoldCoin (Singapore) và Dabaco (Việt Nam).

Kết quả hoạt động kinh doanh

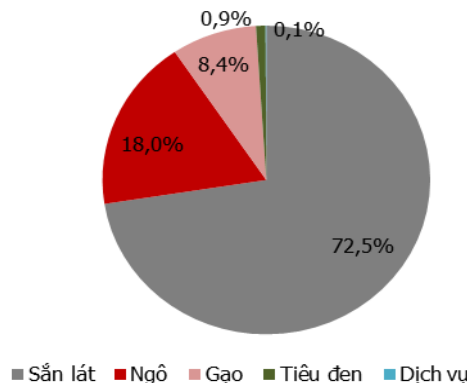
Kết quả kinh doanh đã khởi sắc: Năm 2014, HKB đạt 455,1 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 15,6% so với năm 2013. Nhờ kiểm soát tốt chi phí, đặc biệt là giá vốn hàng bán (tỷ lệ giá vốn/doanh thu thuần năm 2014 là 85%, giảm so với mức 89% năm 2013) đã giúp lợi nhuận sau thuế tăng mạnh, lợi nhuận sau thuế năm 2014 đạt 19 tỷ đồng, gấp gần 7 lần so với năm 2013.

- Sắn lát là mặt hàng đem lại nguồn thu lớn nhất với 330 tỷ đồng, chiếm 72,5% tổng doanh thu, ngô là mặt hàng lớn thứ hai khi đóng góp 18% doanh thu, đạt 82 tỷ đồng. Trong năm 2014, HKB có thêm nguồn thu từ mặt hàng tiêu đen tuy vẫn ở mức khiêm tốn với doanh thu 4,28 tỷ đồng.
- Theo thị trường, cơ cấu nguồn thu đã có sự thay đổi lớn khi các năm trước, doanh thu đến chủ yếu từ hoạt động xuất khẩu (chiếm 77,34% tổng doanh thu năm 2013) nhưng tới năm 2014, Công ty chú trọng khai thác thị trường nội địa, đặc biệt là cung cấp nguyên liệu thức ăn chăn nuôi và sắn lát cho một số Công ty sản xuất Ethanol trong nước (tỷ trọng doanh thu nội địa tăng lên 57,2% trong tổng doanh thu). Theo đánh giá của HKB, từ năm 2015, với triển vọng của mặt hàng tiêu, doanh thu xuất khẩu sẽ tăng trưởng và đóng góp lớn vào nguồn thu của Công ty.

Cơ cấu kinh doanh theo thị trường



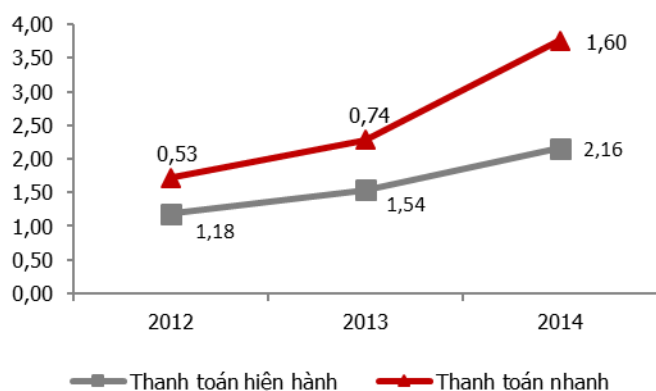
Cơ cấu doanh thu theo mặt hàng kinh doanh



Nguồn: BCTC HKB

Chỉ tiêu tài chính

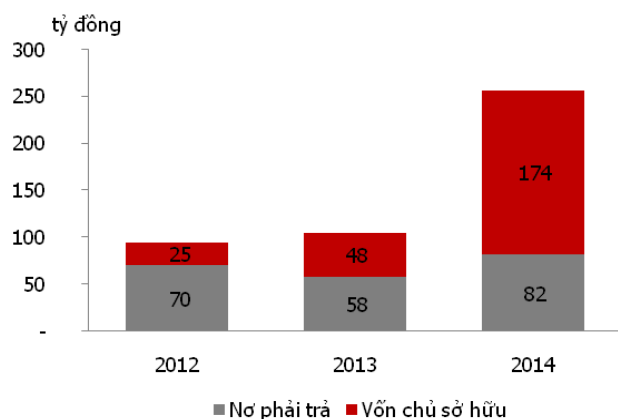
Chỉ tiêu thanh toán ngắn hạn



Chỉ tiêu thanh khoản

Giai đoạn 2012 – 2014 chứng kiến sự cải thiện đáng kể trong các chỉ số thanh khoản của HKB khi chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh của Công ty tăng dần từ 1,18 và 0,53 lần ở cuối năm 2012 lên 2,16 lần và 1,6 lần cuối năm 2014. Điều này cho thấy thể hiện tình hình tài chính lành mạnh và có đủ khả năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn của Công ty.

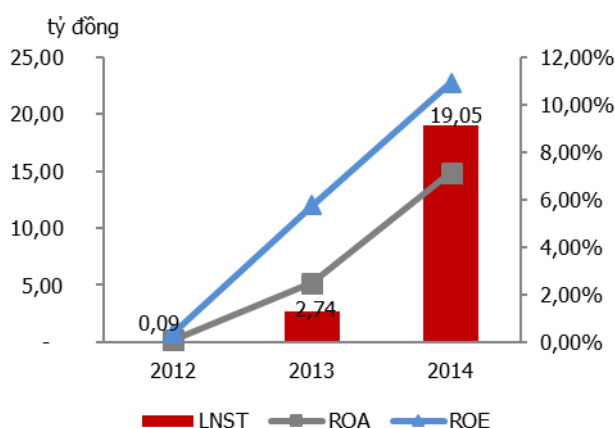
Cơ cấu nguồn vốn



Cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn của Công ty cũng đang có xu hướng lành mạnh hóa khi tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn đang tăng dần, tỷ trọng Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn tăng từ 24% năm 2012 lên 65% ở thời điểm cuối năm 2014. Nguyên nhân là do Công ty đã thực hiện tăng vốn điều lệ từ 25 tỷ đồng năm 2012 lên 157 tỷ đồng năm 2014. Công ty đang dần tự chủ hơn về tài chính và gia tăng nguồn vốn phục vụ hoạt động kinh doanh.

Lợi nhuận sau thuế và tăng trưởng ROA, ROE



Hiệu quả kinh doanh

Trong giai đoạn 2012 -2014, các chỉ số về khả năng sinh lời đều tăng rất rõ rệt, thể hiện những biến đổi vô cùng tích cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty (lợi nhuận cận biên tăng từ 0,01% trong năm 2012 lên 4,18% trong năm 2014).

Trong khi các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, chế biến nông sản không tăng trưởng hoặc tăng trưởng âm trong năm 2014, thì HKB là một trong số ít các doanh nghiệp trong ngành sản xuất lương thực vẫn duy trì được hiệu quả trong hoạt động kinh doanh với chỉ số ROE năm 2014 đạt xấp xỉ 11%, tăng mạnh so với mức 0,36% năm 2012.

Nguồn: BCTC HKB

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG CỦA HKB TRONG NĂM 2015

Triển vọng phát triển ngành

Nông nghiệp đóng góp tới 70% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam năm 2014, và là ngành kinh tế có lượng lao động đông đảo nhất. Nhu cầu các sản phẩm của nông nghiệp luôn tăng trưởng, song song với tốc độ tăng trưởng dân số thế giới; và trong bối cảnh nhiều nơi trên thế giới chịu ảnh hưởng của biến đổi khí hậu, thì nhu cầu lương thực và các sản phẩm nông nghiệp từ các nước như Việt Nam, Thái Lan... (các nước nông nghiệp) càng tăng cao. Như vậy, tuy tốc độ tăng trưởng ngành chỉ ở mức 4-5%, tiềm năng của ngành nông nghiệp vẫn còn rất cao.

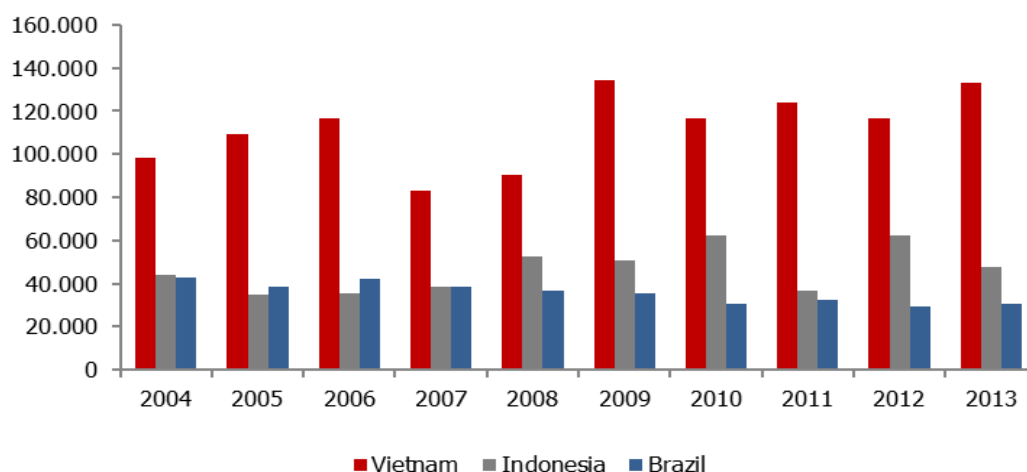
▪ **Triển vọng phát triển sản**

Sắn là thành phần chính chế biến xăng Ethanol, xăng sinh học, hiện nhu cầu sử dụng tại Việt Nam và tại nhiều quốc gia khác như Mỹ, Brazil, Trung Quốc... đang tăng cao, nhằm thay thế dần cho loại xăng sử dụng nhiên liệu hóa thạch. Đồng thời, trong năm 2015, dự báo GDP của Việt Nam sẽ ở mức 6,2%, sẽ là sự kích thích cho nhu cầu xăng dầu, Ethanol khi các ngành kinh tế trên đà phát triển.

▪ **Triển vọng phát triển hồ tiêu**

Vị thế hồ tiêu Việt Nam đã được khẳng định bằng việc giữ vững kỷ lục sản xuất và xuất khẩu số một thế giới suốt 14 năm liền. Với vai trò hàng đầu trên bản đồ hồ tiêu thế giới, Việt Nam có vai trò lớn trong việc kiểm soát giá cả của mặt hàng này. Đây là điều kiện thuận lợi giúp HKB chủ động hơn trước sự biến động giá cả hồ tiêu trên thế giới. Hiện thị phần nhập khẩu hồ tiêu Việt Nam vào châu Âu chiếm 34%, châu Á 36%, châu Mỹ 20% và châu Phi 10%. Với chất lượng hồ tiêu càng ngày được nâng cao, kiểm soát chặt chẽ, tiềm năng phát triển hồ tiêu Việt Nam là rất lớn.

Sản lượng hồ tiêu các nước xuất khẩu lớn nhất thế giới (tấn)



Nguồn: Hiệp hội Tiêu quốc tế

Triển vọng của HKB

▪ **Lợi nhuận tăng cao nhờ nguồn thu từ các hợp đồng đã ký kết**

Năm 2015 đặt kế hoạch doanh thu thuần là 1.600 tỷ đồng, tăng 251,57% so với năm 2014. Lợi nhuận sau thuế kế hoạch là 60,84 tỷ đồng, tăng 219,44%. Tỷ lệ cổ tức giữ ở mức tương đương năm 2014, bằng 15%. Với các hợp đồng đã được ký kết, kế hoạch của HKB đặt ra trong năm 2015 được chúng tôi đánh giá là hoàn toàn khả thi.

- **Mặt hàng tiêu:** Cuối năm 2014 và 2 tháng đầu năm 2015, Công ty đã ký 3 hợp đồng xuất khẩu hồ tiêu với các khách hàng nước ngoài, doanh thu dự kiến từ 3 hợp đồng này đạt gần 109 tỷ đồng.
- **Mặt hàng sản lát,** trong quý IV/2014, Công ty đã ký 3 hợp đồng xuất khẩu với 2 Doanh nghiệp Trung Quốc và 1 Doanh nghiệp Thụy Sĩ. Với 2 hợp đồng này, doanh thu từ mặt hàng sản lát có thể đạt 1.450 tỷ đồng.
- **Mặt hàng ngô và các nguyên liệu thức ăn chăn nuôi khác,** nhà máy chế biến nông sản Hà Nội – Kinh Bắc Quy Nhơn đi vào hoạt động giúp Công ty tăng sản lượng và doanh số với các đơn hàng cung cấp cho các nhà máy thức ăn chăn nuôi tại địa bàn.
- **Mặt hàng gạo,** Công ty tiếp tục hoạt động như năm trước và tự tin với kế hoạch 70 tỷ doanh thu.

Kế hoạch sản xuất kinh doanh, lợi nhuận và cổ tức trong năm 2015

Chỉ tiêu	Năm 2015	
	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ lệ so với năm 2014
Vốn điều lệ	200	27,21%
Doanh thu thuần	1.600	251,57%
Lợi nhuận sau thuế	60,84	219,44%
Tỷ lệ cổ tức (%)	15%	

Nguồn: Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2015 của Công ty

Phương án sản xuất kinh doanh năm 2015 cho các sản phẩm

Tên hàng	Sản lượng (tấn)	Đơn giá (nghìn VNĐ/tấn)	Trị giá (tỷ đồng)
1. Hạt tiêu chế biến xuất khẩu	3.000	160.000	480
2. Sản lát:			
<i>Nguyên liệu sản xuất cồn</i>	210.000	4.500	945
<i>Sản xuất thức ăn chăn nuôi</i>	9.100	4.500	40
3. Ngô và các sản phẩm khác	17.000	5.000	85
4. Lương thực - Gạo (xuất khẩu và nội địa)	5.000	10.000	50
Tổng	244.000		1.600

▪ **Tăng năng lực sản xuất**

- **Nhà máy chế biến tiêu sạch xuất khẩu:** Công ty đã lắp ráp hoàn thành dây chuyền chế biến tiêu xuất khẩu tiêu chuẩn ASTA tại Gia Lai với sản lượng chế biến ban đầu 10.000 tấn/năm và đã bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 2/2015. Trong giai đoạn 2015 – 2016, HKB sẽ đầu tư mở rộng công suất và công nghệ chế biến sâu dây chuyền chế biến tiêu sạch, tiêu tiết trùng ASTA+.
- **Nhà máy chế biến nông sản Hà Nội – Kinh Bắc Quy Nhơn** tại Khu công nghiệp Nhơn Hòa – Quy Nhơn với các hạng mục: (1) 03 tổng kho diện tích 12.240 m²: sức chứa 30.000 tấn nông sản; (2) 02 hệ thống sấy công nghiệp công suất 40.000 tấn/năm; (3) 01 dây chuyền chế biến gạo công suất 40.000 tấn/năm.

▪ **Hồ tiêu sẽ là nguồn thu quan trọng trong thời gian tới.**

Với những triển vọng phát triển chung của mặt hàng hồ tiêu, HKB đã định hướng mặt hàng hồ tiêu là mặt hàng xuất khẩu chủ lực cho Công ty trong những năm tiếp theo. Hiện tại, Công ty đang có kế hoạch xây dựng vùng trồng tiêu ở Chư Sê và DakNong với 160ha, đảm bảo đầu vào ổn định với giá hợp lý, giúp gia tăng lợi nhuận. Bên cạnh đó, HKB thực hiện nâng cao năng lực sản xuất của các nhà máy, dây chuyền chế biến tiêu theo tiêu chuẩn ASTA+ để thâm nhập thị trường Mỹ và Châu Âu. Với dây chuyền này, giá bán hồ tiêu sẽ tăng hơn so với giá xuất sang Trung Quốc khoảng 20 đô la Mỹ/kg, đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận cho Công ty.

ĐỊNH GIÁ

▪ Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM):

Các giả định sử dụng:

- Năm 2014, HKB trả cổ tức 15% và năm 2015 cũng dự kiến sẽ trả cổ tức cùng tỷ lệ. Chúng tôi giả định từ năm 2016, Công ty sẽ duy trì kết quả kinh doanh ổn định và tỷ lệ cổ tức như năm 2015.
- Giá trị cổ phiếu theo phương pháp DDM: 25.926 VND/cổ phiếu

- ### ▪ Phương pháp so sánh thị trường:
- Do HKB là doanh nghiệp đặc thù chuyên về chế biến và kinh doanh thương mại hàng nông sản (chưa có doanh nghiệp nào cùng lĩnh vực niêm yết trên sàn) nên MSBS so sánh với các Công ty trong ngành Nông nghiệp có cùng ngành nghề kinh doanh (có thể không phải là ngành nghề kinh doanh chính) và có vốn điều lệ tương đương để đánh giá giá trị cổ phiếu có tính đến yếu tố thị trường.

Mã CP	Sàn	EPS	P/E	Giá (07/04/2015)
FMC	HSX	4.936	5,13	25.700
TSC	HSX	3.939	6,47	26.800
KHA	HSX	4.881	6,86	33.000
CAP	HNX	5.062	6,26	32.000
P/E bình quân:				6,16

Mã CP	Sàn	BV	P/B	Giá (07/04/2015)
FMC	HSX	19.465	1,30	25.700
TSC	HSX	17.506	1,46	26.800
KHA	HSX	25.952	1,29	33.000
CAP	HNX	16.874	1,88	32.000
P/B bình quân:				1,41

▪ Kết quả định giá Cổ phiếu HKB:

Phương pháp áp dụng	Giá định giá	Trọng số
P/E	18.746	1/3
P/B	19.028	1/3
DDM	25.926	1/3
GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU (VND/cổ phiếu)		21.233

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MARITIME BANK

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Tòa nhà Sky City, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, Maritime Bank Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Các điểm mở tài khoản liên kết:

Gần 200 điểm mở tài khoản trên toàn quốc tại các chi nhánh Ngân hàng MSB tại Hà Nội, TP HCM, Hải Phòng, Quảng Ninh, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Ninh Bình, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Tiền Giang, Tây Ninh và Cần Thơ.

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Nguyễn Mai Phương – Head of Research

Email: phuongnm@msbs.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh – Chief Economist/Head of Trading Strategy

Email: khanhld@msbs.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai – Analyst

Email: maiptn1@msbs.com.vn

Trịnh Thị Hồng – Analyst

Email: hongtt@msbs.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam – Analyst

Email: namnn1@msbs.com.vn

Để nhận các sản phẩm nghiên cứu của MSBS, vui lòng đăng ký qua email:

msbs_research@msbs.com.vn

Để đọc trực tuyến các sản phẩm nghiên cứu và tương tác trực tiếp với MSBS, vui lòng truy cập:

Website: www.msbs.com.vn

Facebook: <https://facebook.com/MaritimeBankSecurities>

Khuyến cáo: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

MSBS có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Trung tâm Nghiên cứu MSBS hoạt động độc lập với bộ phận Tự doanh, bộ phận Tự doanh của MSBS có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Nhân viên của MSBS có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khẩu vị rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSBS. Khi sử dụng các nội dung đã được MSBS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.