



Sức Sống Mỗi Ngày

THÔNG TIN ĐẦU GIÁ

Tổng số cp chào bán	11.328.002
Tổng số cp/lô trúng giá	11.328.002
Giá trúng cao nhất	102.000
Giá trúng thấp nhất	67.000
Giá trung bình	80.053
Tổng số NĐT trúng giá	5
Tổng số tổ chức trúng giá	1
Tổng giá trị trúng giá	906.840.138.000

Ngày 7/3/2016, Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức đầu giá thành công “Bán đấu giá lần đầu ra công chúng của Công ty TNHH MTV Việt Nam Kỹ nghệ Súc Sản (Vissan)” với giá trúng thấp nhất là 67.000 đồng/cp, giá trúng cao nhất là 102.000 đồng/cp. Toàn bộ số cổ phần chào bán của Vissan đã được 6 nhà đầu tư, bao gồm 1 nhà đầu tư tổ chức và 5 nhà đầu tư cá nhân mua toàn bộ.

Vissan là công ty 100% vốn nhà nước thuộc Tổng Công ty thương mại Sài Gòn- TNHH MTV (Satra).

Vốn điều lệ sau cổ phần hóa: 809.143 triệu đồng.

Tỷ lệ chào bán cho các cổ đông

TT	Cổ đông	Số lượng cổ phần	Mệnh giá	Tỷ lệ so với vốn điều lệ
1	Nhà nước	52.594.295	525.942.950.000	65%
2	Người lao động	4.869.300	48.693.000.000	6,02%
3	Công đoàn cơ sở Vissan	794.701	7.947.010.000	0,98%
4	Nhà đầu tư bên ngoài	11.328.002	113.280.020.000	14%
5	Nhà đầu tư chiến lược	11.328.002	113.280.020.000	14%
Tổng cộng		80.914.300	809.143.000.000	100%

Nguồn: Bản cáo bạch Vissan

1. Hoạt động sản xuất kinh doanh.

Lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính của công ty là chế biến thực phẩm tươi sống, thực phẩm khô và thực phẩm đông lạnh. Trong đó, chế biến thực phẩm tươi sống chiếm đến 43% doanh thu, thực phẩm khô (sản phẩm tiêu biểu là xúc xích) chiếm 37% và thực phẩm đông lạnh chiếm 12% doanh thu.

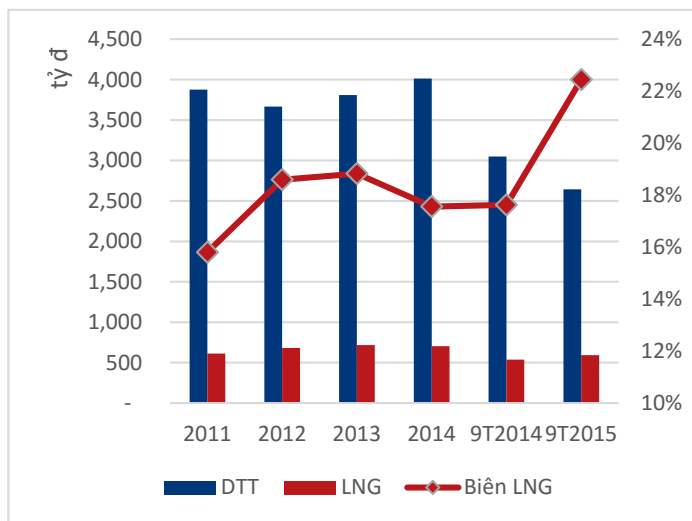
Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

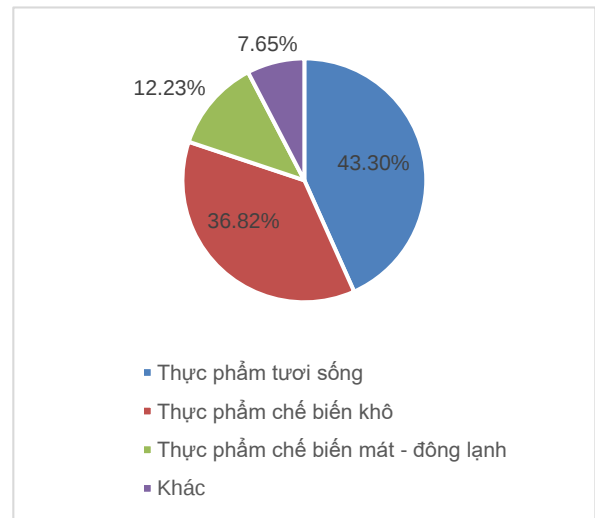
Email: tuoith@bsc.com.vn

Tel: + 84 4 39352722 (108)

DTT, LNG và biên LNG của Vissan từ 2011-9T2015



Cơ cấu doanh thu của Vissan 9T2015



Nguồn: BCTC, Bản cáo bạch của Vissan

Doanh thu tăng trưởng chậm. Doanh thu thuần hầu như không tăng trưởng từ năm 2011-2014 (CAGR = 1%), đạt 4.013 tỷ đồng vào năm 2014. 9T2015 doanh thu thuần giảm 13%, đạt 2.644 tỷ đồng.

- Thuận lợi:** Vissan sở hữu hệ thống phân phối mạnh với 223 siêu thị (Co-op mart, Big C, Metro, Vinatex,...), 703 cửa hàng tiện lợi, 59 cửa hàng giới thiệu sản phẩm, hệ thống nhà phân phối và đại lý, điểm bán. Vissan cũng sở hữu nhiều sạp chợ với vị thế đẹp. Nhiều sản phẩm của Vissan đã được nhận diện thương hiệu và có sức tiêu thụ tốt. Xúc xích chiếm 65% thị phần cả nước, lập xưởng 70% thị phần, đồ hộp 20% thị phần, hàng đông lạnh 40% thị phần, thịt nguội 10% thị phần, giò các loại 30% thị phần.
- Thách thức:** Sản phẩm của Vissan cạnh tranh chủ yếu với các đối thủ là C.P, Masan và chịu tác động bởi thói quen mua sắm ngoài chợ của người Việt Nam. Chúng tôi cho rằng, ngành hoạt động của Vissan sẽ phải đối mặt với cạnh tranh cao khi các hiệp định TPP và FTAs được ký kết.

Doanh thu theo lĩnh vực của Vissan

		2012	2013	2014	9T2015	CAGR 2012-2014
Thực phẩm tươi sống	DT	1,954,835	2,154,167	2,272,066	1,449,479	
	Biên LNG	6%	5%	4%	9%	8%
Thực phẩm chế biến khô	DT	1,510,532	1,589,043	1,604,178	1,232,273	
	Biên LNG	28%	29%	30%	30%	3%
Thực phẩm chế biến mát- đông lạnh	DT	501,217	534,705	531,956	409,491	
	Biên LNG	20%	22%	20%	21%	3%
Khác	DT	416,330	410,589	480,823	255,906	
	Biên LNG	9%	10%	6%	3%	7%

Nguồn: Vissan

Chế biến thực phẩm tươi sống. Thực phẩm tươi sống gồm thịt lợn, thịt bò chiếm đến 43% tổng doanh thu của công ty, tuy nhiên chỉ chiếm 21% lợi nhuận gộp do biên lợi nhuận mỏng (trung bình từ 4-6% trong các năm 2012-2014). 9T2015, biên lợi nhuận gộp tăng lên 9%. Công ty sở hữu quy trình khép kín từ khâu chăn nuôi, giết mổ, chế biến tới phân phối. Các trại chăn nuôi của Vissan đạt tiêu chuẩn Vietgap.

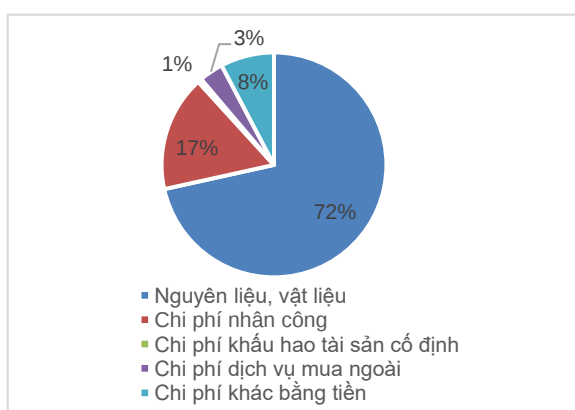
Chế biến thực phẩm khô gồm xúc xích, lap xường và thịt hộp. Đây là nhóm sản phẩm chủ lực của Vissan, với thị phần chiếm lĩnh cả nước. Tuy chỉ chiếm 37% tổng doanh thu nhưng chế biến thực phẩm khô lại chiếm đến 63% lợi nhuận gộp do hàng sản xuất giá trị gia tăng mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn (duy trì ở định khoảng 30%). Hiện Vissan đang chiếm 65% thị phần xúc xích bán trong nước với 3 thương hiệu chính là: Vissan, 3 Bông Mai, Dzui Dzui. Ngoài ra, sản phẩm này còn được xuất khẩu sang Lào và Campuchia.

Chế biến thực phẩm đông lạnh gồm các dòng sản phẩm là giò, thịt nguội và chế biến đông lạnh khác. Mảng kinh doanh này chiếm 12% tổng doanh thu của công ty và chiếm 15% lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận ổn định, duy trì ở mức 20-22% từ năm 2012-9T2015.

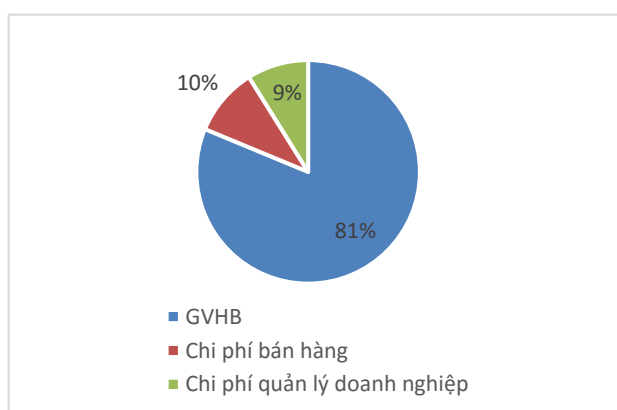
Chi phí.

- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện** tăng từ mức 18% năm 2014 lên 22% trong 9T2015 nhờ tăng biên lợi nhuận mảng thực phẩm tươi sống từ 4% lên 9% và nhờ tăng trưởng mảng chế biến thực phẩm khô và thực phẩm đông lạnh (2 mảng có biên lợi nhuận cao hơn). Tuy nhiên, biên lợi nhuận trước thuế của Vissan còn mỏng, chỉ đạt trung bình 3-4% từ 2011-2014 và đạt 5% trong năm 2015 do chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong cơ cấu tổng chi phí (19%), điều này có thể do quản lý chi phí chưa hiệu quả.
- Cơ cấu chi phí.** Chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu chi phí của Vissan là chi phí nguyên vật liệu (72%) và chi phí nhân công (17%).

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố 9T2015



Cơ cấu chi phí theo nhóm 9T2015



Nguồn: BCTC Vissan

2. Tài chính doanh nghiệp

Doanh thu tăng trưởng chậm. Doanh thu thuần hầu như không tăng trưởng từ năm 2011-2014 (CAGR = 1%), đạt 4.013 tỷ đồng vào năm 2014. 9T2015 doanh thu thuần giảm 13%, đạt 2.644 tỷ đồng.

Hiệu quả hoạt động giảm. Các chỉ tiêu sinh lời như biên lợi nhuận trước thuế, ROE, ROA đều suy giảm, dù biên lợi nhuận được cải thiện do chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhanh (+11%).

Với vốn điều lệ năm 2014 là 442 tỷ đồng (tương đương số lượng cổ phiếu giả định là 44 triệu cổ phiếu), khi đó, EPS 2014 đạt khoảng 2.361 đồng/cp. Số lượng cổ phần của Vissan sau phát hành là 81 triệu cổ phiếu, tương đương EPS 2014 là 1.357 đồng/cp.

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014	9T2015
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	1.32	0.77	0.61	0.67	0.61
Tổng tài sản/VCSH	3.27	2.60	2.18	2.30	2.50
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ Tổng TS	22%	26%	23%	20%	22%
TS ngắn hạn/Tổng TS	78%	74%	77%	80%	78%
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT nhanh	0.40	0.46	0.57	0.85	0.73
Hệ số TT ngắn hạn	1.14	1.21	1.42	1.47	1.38
Năng lực HĐ (ngày)					
Số ngày phải thu	9	19	19	18	
Số ngày tồn kho	31	62	56	50	
Số ngày phải trả	3	10	10	12	
Khả năng sinh lời (%)					
Lợi nhuận gộp biên	16%	19%	19%	18%	22%
ROS	2%	2%	3%	3%	5%
ROE	55%	28%	24%	21%	18
ROA	17%	9%	10%	9%	7%

Nguồn: BSC research

Tài sản.

Chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của Vissan là tài sản ngắn hạn, chiếm 78% cơ cấu tổng tài sản. Trong đó, 2 khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất là tiền và tương đương tiền (52% tổng tài sản ngắn hạn) và hàng tồn kho (33% tổng tài sản ngắn hạn vào 30/9/2015). Tổng giá trị tài sản dài hạn chỉ chiếm 22% cơ cấu tài sản (233 tỷ đồng), trong đó, tài sản cố định hữu hình còn lại là 94 tỷ đồng và tài sản cố định vô hình còn lại là 118 tỷ đồng.

Khi xác định giá trị doanh nghiệp để tiến hành cổ phần hóa, Vissan có định giá lại hệ thống tài sản. Trong đó, tài sản cố định hữu hình tăng 52 tỷ đồng, giá trị quyền sử dụng đất tăng 149 tỷ đồng và giá trị lợi thế thương mại (lợi thế quyền thuê 368 sạp chợ) là 177 tỷ đồng. Đồng thời, giá trị các khoản nợ được đánh giá tăng 111 tỷ đồng. Điều này khiến tổng giá trị phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp tăng 273 tỷ đồng.

Nguồn vốn.

- Vốn chủ sở hữu chiếm 43% tổng nguồn vốn, đạt 536 tỷ đồng vào 30/9/2015
- Nợ vay ngân hàng chiếm 30% tổng nguồn vốn, đạt 375 tỷ đồng vào 30/9/2015.



Chỉ tiêu thanh toán. Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh đạt lần lượt là 1,38x và 0,73x vào cuối quý 3/2015.

3. Kế hoạch kinh doanh sau cổ phần hóa

Một số chỉ tiêu kế hoạch kinh doanh của Vissan từ 2016-2020

Đơn vị: Triệu đồng

Khoản mục	2015 (*)	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần	3.775.626	3.996.253	4.235.535	4.534.660	4.863.694	5.252.565
Giá vốn hàng bán	3.106.563	3.296.413	3.526.586	3.782.912	4.156.970	4.487.375
Lợi nhuận gộp	669.063	699.840	708.949	751.748	706.724	765.190
Doanh thu từ hoạt động tài chính	19.824	10.677	11.316	12.114	12.993	14.031
Chi phí tài chính	16.825	24.212	26.323	31.724	105.872	99.281
Chi phí hoạt động	530.207	563.365	570.670	599.888	603.571	615.880
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	141.855	122.940	123.272	132.250	10.274	64.060
Lợi nhuận khác	145	1.282	1.322	1.358	1.401	1.447
Lợi nhuận trước thuế	142.000	124.222	124.594	133.608	11.675	65.507
Lợi nhuận sau thuế	109.083	99.178	99.475	106.686	9.140	52.206

(*) Năm 2015 là năm thực hiện công việc cổ phần hóa.

Nguồn: Bản cáo bạch Vissan

Tăng trưởng doanh thu kế hoạch là 7%/năm từ 2015-2020. Chúng tôi lưu ý, cạnh tranh trong ngành có thể tăng sau khi Việt Nam thực hiện các cam kết thương mại tự do TPP, FTAs làm ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp.

Theo kế hoạch, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng chậm trong 3 năm 2016-2019 (CAGR= 3.7%) sau đó suy giảm. Sau cổ phần hóa, công ty đánh giá lại tài sản làm tăng tài sản cố định thêm 206 tỷ đồng, giá trị quyền sử dụng đất tăng thêm 149 tỷ đồng. Do đó, chi phí khấu hao tài sản sẽ tăng từ năm 2016 làm giảm biên lợi nhuận của công ty. Đặc biệt, từ năm 2019, lợi nhuận giảm sâu xuống còn 9 tỷ đồng từ mức kế hoạch 107 tỷ đồng của năm 2018 do chi phí tài chính (tăng 3x lên 106 tỷ đồng) và chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh sau khi nhà máy chế biến tại Long An đi vào hoạt động từ năm 2019 (dự kiến xây dựng trong năm 2016).

ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.