

Nguyễn Trần Phương Nga

nganpt@ssi.com.vn

+84 28 3824 2897 ext. 2153

Ngày 05/09/2017

NGÀNH NGUYÊN VẬT LIỆU

Các chỉ số chính

| | |
|--|-----------|
| Giá trị vốn hoá (triệu USD): | 151 |
| Giá trị vốn hoá (tỷ VND): | 3.425 |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu) | 67 |
| Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND) | 72,0/50,4 |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) | 43,5 |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%) | 24,15 |
| Tỷ lệ sở hữu BLĐ(%) | 17,3 |

Nguồn: LTG, SSI dự báo

Dự báo

| | 16A | 17F | 18F |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 7.783 | 8.690 | 8.816 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) | 347 | 426 | 504 |
| EPS (đồng) | 4.392 | 5.391 | 6.381 |
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 6.159 | 6.720 | 6.896 |
| Tổng nguồn vốn (tỷ đồng) | 2.176 | 2.339 | 2.568 |
| ROE | 16,3% | 19,0% | 20,7% |
| ROA | 5,6% | 6,6% | 7,4% |

Nguồn: LTG, SSI dự báo

Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Tập đoàn Lộc Trời thành lập vào năm 1993 là doanh nghiệp Nhà nước dưới tên cũ là Bảo vệ Thực vật An Giang (AGPPS), có vốn đầu tư ban đầu là 750 triệu đồng. Năm 2004, AGPPS cổ phần hóa và nâng vốn điều lệ lên 150 tỷ đồng. Năm 2015, công ty đổi tên thành CTCP Tập đoàn Lộc Trời (LTG). Trong giai đoạn 2004-2016, công ty trải qua một số đợt nâng vốn điều lệ và đạt 672 tỷ đồng vào cuối năm 2016. AGPPS lên kế hoạch niêm yết trên Upcom vào ngày 24/07/2017

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh 6T2017 đáng khích lệ

| (tỷ đồng) | 6T2017 | 6T2016 | YoY | % KH2017 | TSLN | | |
|---------------------------------|--------|--------|-------|----------|--------|--------|-------|
| | | | | | 6T2017 | 6T2016 | 2015 |
| Doanh thu thuần | 4075,4 | 3541,3 | 15,1% | 49,2% | | | |
| Lợi nhuận gộp | 864,5 | 694,4 | 24,5% | | 21,2% | 19,6% | 22,1% |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 302,2 | 265,3 | 13,9% | | 7,4% | 7,5% | 6,9% |
| EBIT | 311,5 | 267,6 | 16,4% | | 7,6% | 7,6% | 6,9% |
| EBITDA | 377,6 | 327,3 | 15,4% | | 9,3% | 9,2% | 8,2% |
| Lợi nhuận trước thuế | 254,5 | 206,5 | 23,2% | | 6,2% | 5,8% | 5,4% |
| Lợi nhuận ròng | 196,0 | 159,6 | 22,8% | 42,6% | 4,8% | 4,5% | 4,1% |
| Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông | 196,1 | 158,8 | 23,5% | | 4,8% | 4,5% | 4,1% |

Nguồn: LTG, SSI Research

Doanh thu thuần 6T2017 đạt 4.075,4 tỷ đồng (+15,1% YoY), hoàn thành 49,2% kế hoạch năm 2017. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 21,2% từ mức 19,6% trong 6T2016. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 24,5% YoY.

- Màng thuốc bảo vệ thực vật** đạt doanh thu thuần tăng với 18,3% YoY trong đó tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 28,2% trong 6T2016 lên 31,6% trong 6T2017. Trong khi nhà cung cấp Syngenta chưa tăng giá bán, đồng USD tăng khiến chi phí đầu vào thuốc bảo vệ thực vật tăng. Trong 6T2017, đồng USD tăng hơn 1,7% so với 6T2016. Tuy nhiên, công ty chưa tăng giá bán trong giai đoạn này. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện có thể do tỷ lệ đóng góp sản phẩm CPC tự sản xuất tăng.
- Phân khúc hạt giống** đạt tăng trưởng mạnh 25,7% doanh thu thuần, và tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 16,9% trong 6T2016 lên 24,1% trong 6T2017. Mạng lưới phân phối tiếp tục cải thiện và điều kiện thời tiết thuận lợi hơn trong năm nay là yếu tố chính giúp kết quả kinh doanh màng thuốc bảo vệ thực vật và hạt giống tăng.
- Màng Gạo** đạt doanh thu thuần tăng 12,3% YoY, nhưng TSLNG giảm từ 6,1% trong 6T2016 còn 2,5% trong 6T2017 (sau khi ghi nhận hoàn nhập lại dự phòng lỗ giảm giá hàng tồn kho ghi nhận trong năm 2016), do công ty tăng cường hoạt động giải phóng gạo tồn kho trong giai đoạn này. LTG chưa quản lý hiệu quả gạo tồn kho trong năm 2016, do đó công ty cần giải phóng hàng tồn kho trong 6T2017. Công ty đã bán khoảng 50 nghìn tấn gạo, giúp giảm lượng gạo tồn kho tính đến cuối 6T2017 xuống còn 28 nghìn tấn, chủ yếu là gạo thu hoạch từ mùa vụ mới. Thêm vào đó, năm 2017, LTG lên kế hoạch giảm diện tích nuôi trồng còn 30 nghìn ha từ mức 60 nghìn ha trong năm 2016, do đó, chúng tôi cho rằng công ty có thể chưa chịu áp lực giải phóng gạo tồn kho trong nửa cuối năm 2017. Do đó, chúng tôi cho rằng màng gạo có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2017.

Tỷ lệ SG&A tăng nhẹ lên 13,8% từ mức 12,4% trong 6T2016 do chi phí quảng cáo tăng (+2,8x YoY) và chi phí hội nghị khách hàng (+5% YoY). Lợi nhuận ròng ở mức 196 tỷ đồng (+22,8% YoY), hoàn thành 42,6% kế hoạch tham vọng năm 2017.

Ước tính lợi nhuận năm 2017-2018

Năm 2016 là năm khó khăn đối với ngành nông nghiệp, chúng tôi ước tính năm 2017 sẽ hồi phục so với mức cơ sở so sánh thấp trong năm ngoái. Bên cạnh đó, hiệu quả tái cơ cấu mạng lưới phân phối có thể tiếp tục đạt cải thiện tích cực. Thêm vào đó, LTG lên kế hoạch giảm diện tích nuôi trồng còn 30 nghìn ha trong năm 2017 từ mức 60 nghìn ha trong năm 2016 nhằm quản lý chi phí hiệu quả hơn đối với mảng gạo. Điều này không chỉ đem lại lợi ích cho mảng gạo mà còn để lại một phần giống dư ra để bán ra ngoài.

Thuốc bảo vệ thực vật (CPC): Chúng tôi ước tính doanh thu thuần năm 2017 đạt 5.328,9 tỷ đồng (+12,7% YoY), sát với ước tính công ty. Mặc dù điều kiện thời tiết kém thuận lợi trong năm 2016, doanh thu thuần phân khúc này tăng 15,8% YoY và dần phục hồi sau đợt tái cơ cấu mạng lưới phân phối trong năm 2015. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần tiếp tục tăng trưởng trong năm nay, nhưng với tốc độ thấp hơn là 12,7% YoY. Năm 2018, chúng tôi cần trọng đặt doanh thu thuần mảng CPC tăng 5% YoY. Chúng tôi lưu ý rằng mảng CPC có thể tăng trưởng chậm lại trong tương lai ở mức 2-3%/năm bằng với mức tăng trưởng ngành thuốc BVTV nếu công ty không giành được thêm thị phần từ đối thủ. Thêm vào đó, chúng tôi cần trọng ước tính TSLNG năm 2017 và 2018 là 29%, đây là mức trung bình trong giai đoạn 2011-2016.

Hạt giống: Chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 680 tỷ đồng (+19,8% YoY, thấp hơn kế hoạch công ty là 25,2% YoY) và doanh thu thuần năm 2018 là 783,6 tỷ đồng (+15,2% YoY). Tăng trưởng doanh thu thuần là nhờ kết quả đáng khích lệ từ việc tái cơ cấu mạng lưới phân phối, giành lại thị phần cho giống lúa, và xu hướng chuyển dần sang sử dụng giống hàng hóa thay vì sử dụng giống tự để lại như trước kia. Năm 2017, danh mục sản phẩm hạt giống của LTG sẽ có 5 loại hạt giống rau mới và 10 loại hạt giống lúa mới, trong đó 3 loại là công ty tự phát triển và phân phối độc quyền. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính hạt giống ngô tăng trưởng không đáng kể do giá ngô thế giới thấp, do đó làm tăng nhập khẩu ngô thay vì tự nuôi trồng ngô trong nước. Chúng tôi giả định TSLNG năm 2017 và 2018 có thể trở lại mức trung bình là 30% so với 14% trong năm 2016, nhờ quản lý hiệu quả hàng tồn kho hơn và điều kiện thời tiết thuận lợi.

Gạo: Chúng tôi ước tính doanh thu thuần năm 2017 đạt 2.428 tỷ đồng (+8% YoY), cao hơn kế hoạch công ty là 1.977 tỷ đồng. Mặc dù năm nay LTG sẽ giảm diện tích nuôi trồng còn 30 nghìn ha từ mức 60 nghìn ha trong năm 2016, chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu thuần tăng 8% do gạo tồn kho ở mức cao từ năm 2016. Tuy nhiên, do thời hạn bảo quản gạo ngắn (12 tháng) và bắt đầu giảm chất lượng sau 3 tháng, gạo từ năm 2016 được bán với mức giá chiết khấu cao, khiến TSLNG giảm. Điều này khiến TSLNG còn 2,5% trong 6T2017. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính TSLNG nửa cuối năm 2017 hồi phục lên mức lịch sử là 7,6% nhờ gạo tồn kho tại thời điểm cuối 1H 2017 chủ yếu là gạo từ mùa vụ mới. Do đó, chúng tôi ước tính TSLNG năm 2017 đạt 3,6%, tăng nhẹ từ mức 3,4% trong năm 2016 nhưng vẫn thấp hơn trung bình trong quá khứ là 7,6%. Doanh thu thuần năm 2018 ước tính đạt 2.069 tỷ đồng (-15% YoY do công ty không còn bán gạo tồn kho ở mức giá ưu đãi), trong khi đó TSLNG ước tính tăng lên 7,9% nhờ quản lý hàng tồn kho hiệu quả hơn.

Lợi nhuận năm 2017 và 2018 ước tính như sau:

| (tỷ đồng) | 2015 | 2016 | 2017F | 2018F |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 7.856 | 7.783 | 8.690 | 8.816 |
| Tăng trưởng doanh thu thuần | -11,3% | -0,9% | 11,7% | 1,4% |
| Lợi nhuận gộp | 1.737 | 1.616 | 1.894 | 2.104 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 22,1% | 20,8% | 21,8% | 23,9% |
| Thu nhập tài chính | 24 | 25 | 25 | 27 |
| Chi phí tài chính | -205 | -150 | -190 | -199 |
| Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp | -1.131 | -1.055 | -1.197 | -1.298 |
| Lợi nhuận ròng khác | 0 | 27 | 23 | 23 |
| Lợi nhuận trước thuế | 425 | 464 | 555 | 657 |
| Lợi nhuận ròng | 319 | 349 | 428 | 507 |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng | -36,4% | 9,2% | 22,8% | 18,4% |
| Tỷ suất Lợi nhuận ròng | 4,1% | 4,5% | 4,9% | 5,7% |
| EPS (VND) | 4.024 | 4.392 | 5.391 | 6.381 |

Nguồn: LTG, SSI Research

Cập nhật kế hoạch kinh doanh 5 năm

| Tỷ đồng | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 8.287 | 12.117 | 14.293 | 16.433 | 19.023 |
| YoY | 6% | 46% | 18% | 15% | 16% |
| Lợi nhuận trước thuế | 597 | 862 | 1.063 | 1.352 | 1.674 |
| YoY | 29% | 44% | 23% | 27% | 24% |
| Lợi nhuận ròng | 460 | 672 | 829 | 1.055 | 1.305 |
| YoY | 32% | 46% | 23% | 27% | 24% |

Nguồn: LTG, SSI Research

LTG đặt kế hoạch kinh doanh 5 năm đầy tham vọng, doanh thu ước tính tăng với tỷ lệ CAGR là 20%.

Thuốc bảo vệ thực vật (CPC): Công ty đặt kế hoạch doanh thu đạt 8.700 tỷ đồng đối với phân khúc này đến năm 2021, tỷ lệ CAGR tăng lên 12%. Dù tốc độ tăng trưởng dài hạn trong ngành thuốc BVTV ước tính chỉ đạt 2-3%/năm, LTG lên kế hoạch vượt trung bình ngành và đạt kế hoạch doanh thu thông qua nâng thị phần từ mức hiện tại là 21% lên 30% đến năm 2021. Cụ thể, LTG sẽ:

- **Phân hóa danh mục sản phẩm và M&A:** Hiện tại, vì Syngenta là hãng nổi tiếng về thuốc trừ bệnh và là đối tác chiến lược của LTG, doanh thu chính mảng CPC đến từ thuốc trừ bệnh (54,9% trong năm 2016). Trong tương lai, công ty lên kế hoạch giành thêm thị phần thông qua phân hóa vào sản phẩm khác như thuốc trừ sâu và thuốc diệt cỏ. Thêm vào đó, các sản phẩm của Syngenta đều có giá khá cao trên thị trường, do đó người nông dân khó có thể chi trả trong bối cảnh giá nông sản đi xuống. Do đó, LTG lên kế hoạch bán sản phẩm thuốc BVTV tầm trung trong tương lai, giúp công ty tăng thị phần, và giảm rủi ro khi giá nông sản giảm. Vì vậy, hiện tại LTG đang xem xét đầu tư tài chính sang các công ty thuộc ngành công nghiệp khác. Nếu thương vụ này thành công, LTG có thể bán sản phẩm thuốc BVTV tầm trung.
- **Tham gia vào mảng phân bón sinh học:** Do nhận thấy việc sử dụng nhiều thuốc bảo vệ thực vật cho cây trồng là độc hại và có thể cản trở tăng trưởng dài hạn của LTG, công ty lên kế hoạch bán phân bón sinh học, đây là loại khác với phân bón hóa học hiện đang được sử dụng rộng rãi tại Việt Nam. Mặc dù chiến lược này rất đáng khích lệ, công ty cần thời gian để nghiên cứu, phát triển và thương mại hóa phân bón sinh học. LTG đã bắt đầu phân phối phân bón sinh học nhưng sản phẩm này chưa đóng góp đáng kể vào doanh thu. Công ty sẽ vẫn tiếp tục nghiên cứu và tìm ra các sản phẩm mới và đối tác mới để tối ưu chiến lược dài hạn này.

Hạt giống: LTG đặt kế hoạch doanh thu năm 2021 đạt 3.000 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ CAGR là 37%.

- **Hạt giống lúa:** sản lượng tiêu thụ hạt giống lúa ước tính đạt 120 nghìn tấn, với tỷ lệ CAGR là 32%. Khoảng 40% hạt giống lúa được để lại từ vụ trước và được buôn bán qua kênh không chính thống, do đó chất lượng hạt giống kém và không ổn định, ảnh hưởng đến chất lượng gạo xuất khẩu. Thêm vào đó, khi có các đơn hàng xuất khẩu lớn, hạt giống từ mùa vụ trước sẽ không đủ. Điều này giúp các công ty sản xuất giống hàng hóa như Lộc Trời có cơ hội tăng trưởng.
- **Hạt giống ngô:** LTG sẽ tiếp tục phát triển thị trường hạt giống ngô lai. Tuy nhiên, điều này còn phụ thuộc vào giá ngô thế giới cũng như ngành chăn nuôi trong nước, ước tính gặp khó khăn do tình trạng thừa cung thịt heo. Do đó, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng hạt giống ngô còn hạn chế.
- **Hạt giống rau:** Việt Nam hiện đang phụ thuộc vào giống rau nhập khẩu do thiếu R&D cho hạt giống rau trong nước. Theo Agroinfo, 15% hạt giống rau có nguồn gốc trong nước, trong khi 85% còn lại từ nước ngoài. LTG lên kế hoạch dần thay thế hạt giống rau nhập khẩu bằng hạt giống sản xuất trong nước.

Gạo: LTG chưa đặt mục tiêu cụ thể cho mảng kinh doanh gạo. Công ty vẫn đang tìm kiếm một giám đốc tiếp thị để điều hành phân khúc kinh doanh này. Ngoài ra, phân khúc gạo tiếp tục chịu lỗ trong những năm gần đây do kiểm soát hàng tồn kho kém hiệu quả, công ty vẫn đang rút kinh nghiệm từ những sai lầm trong quá khứ và hy vọng giảm lỗ bằng cách điều chỉnh diện tích trồng sát với sản lượng gạo bán ra. Mặc dù vậy, LTG vẫn cho rằng mảng gạo có tiềm năng lâu dài nhờ tiềm năng xuất khẩu sang Trung Quốc và sự thay đổi thói quen sang sử dụng gạo có thương hiệu có nguồn gốc xuất xứ (xem báo cáo trước của chúng tôi).

Định giá và quan điểm đầu tư

Ở mức giá hiện tại là 48.300 đồng/cp, LTG đang giao dịch tại PE 2017 và 2018 là 9x và 7,6x, đây là mức tương đối rẻ do (1) thị phần thuộc BVTV lớn nhất với 21% so với công ty lớn thứ 2 chỉ 7%, (2) vị thế dẫn đầu ĐBSCL về giống lúa, (3) ước tính triển vọng khả quan hơn sau khi tái cơ cấu mạng lưới phân phối và (4) sự thay đổi thói quen sang sử dụng gạo có thương hiệu và nguồn gốc xuất xứ. Chúng tôi cũng lưu ý rằng lợi nhuận ròng năm 2016 ở mức thấp do điều kiện thời tiết kém thuận lợi và phân khúc gạo kém hiệu quả, lợi nhuận năm 2017 sẽ tăng trưởng so với mức cơ sở so sánh thấp này. Tính đến cuối quý 3/2017, LTG sẽ trả cổ tức đợt 1 năm 2016, là 15% trên mệnh giá (30% cho cả năm 2016, tương ứng tỷ suất cổ tức là 5,9%). So sánh với các công ty cùng ngành, công ty tương quan nhiều nhất với LTG là NSC và VFG, có PE trung bình là 10x. Do vốn hóa thị trường của LTG lớn hơn các công ty này, chúng tôi cho rằng LTG xứng đáng với mức PE lớn hơn. Với PE mục tiêu là 11x, chúng tôi đặt giá mục tiêu 1 năm là 66.000 đồng/cp, tương ứng tăng 37% so với mức giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu.

| Mã CP | Tên Công ty | TTM P/E | Vốn hóa (triệu USD) |
|-------------------|---------------------------------|-------------|---------------------|
| VFG VN Equity | CTCP Khử trùng Việt Nam | 10,9 | 63,8 |
| HAI VN Equity | CTCP Nông dược H.A.I | 27,3 | 75,6 |
| SPC VN Equity | CTCP Bảo vệ Thực vật Sài Gòn | 7,2 | 9,7 |
| CPC VN Equity | CTCP Thuốc sát trùng Cần Thơ | 12,3 | 7,1 |
| NSC VN Equity | CTCP Giống cây trồng Trung ương | 10,3 | 86,1 |
| SSC VN Equity | CTCP Giống cây trồng Miền Nam | 24,8 | 41,1 |
| PAN VN Equity | CTCP Tập đoàn PAN | 24,6 | 182 |
| 4996 JP Equity | Kumiai Chemical Industry Co Ltd | 14 | 783 |
| 002004 CH Equity | Huapont Life Sciences Co Ltd | 29,6 | 2.407,90 |
| 000525 CH Equity | Nanjing Redsun Co Ltd | 28,1 | 1.769,30 |
| MON US Equity | Monsanto Co | 22,5 | 51.409,60 |
| BAYN GR Equity | Bayer AG | 20,5 | 104.796,80 |
| 4005 JP Equity | Sumitomo Chemical Co Ltd | 10,2 | 9.717,70 |
| SYNN SW Equity | Syngenta AG | 40,4 | 42.228,00 |
| Trung bình | | 20,2 | 15.255,60 |

Nguồn: Bloomberg

Yếu tố khiến cổ phiếu tăng giá:

- Cải thiện tăng nhờ tái cơ cấu mạng lưới phân phối
- Chuyển dần sang sử dụng giống hàng hóa
- Cải cách quản lý gạo tồn kho để cải thiện hiệu quả hoạt động

Yếu tố khiến cổ phiếu giảm giá:

- Phụ thuộc vào điều kiện thời tiết
- Giá nông sản biến động tương đối cao
- Thời hạn bảo quản ngắn, đối với gạo (1 năm) và hạt giống lúa (6 tháng)
- Thanh khoản cổ phiếu thấp

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ VND | 2015 | 2016 | 2017F | 2018F |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bảng cân đối kế toán | | | | |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 190 | 279 | 156 | 413 |
| + Đầu tư ngắn hạn | 0 | 25 | 25 | 25 |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn | 1,526 | 1,733 | 1,816 | 1,842 |
| + Hàng tồn kho | 2,684 | 2,170 | 2,705 | 2,671 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 145 | 63 | 100 | 102 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 4,545 | 4,270 | 4,803 | 5,054 |
| + Các khoản phải thu dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + GTCL Tài sản cố định | 1,558 | 1,563 | 1,585 | 1,511 |
| + Bất động sản đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Đầu tư dài hạn | 203 | 176 | 176 | 176 |
| + Lợi thế thương mại | 9 | 0 | 0 | 0 |
| + Tài sản dài hạn khác | 90 | 150 | 155 | 154 |
| Tổng tài sản dài hạn | 1,861 | 1,889 | 1,917 | 1,842 |
| Tổng tài sản | 6,406 | 6,159 | 6,720 | 6,896 |
| + Nợ ngắn hạn | 3,866 | 3,857 | 4,098 | 4,047 |
| Trong đó: vay ngắn hạn | 2,325 | 1,905 | 2,114 | 2,087 |
| + Nợ dài hạn | 435 | 126 | 283 | 280 |
| Trong đó: vay dài hạn | 372 | 74 | 224 | 221 |
| Tổng nợ phải trả | 4,302 | 3,983 | 4,381 | 4,327 |
| + Vốn góp | 672 | 672 | 672 | 672 |
| + Thặng dư vốn cổ phần | 278 | 278 | 278 | 278 |
| + Lợi nhuận chưa phân phối | 282 | 335 | 495 | 723 |
| + Quỹ khác | 872 | 891 | 894 | 896 |
| Vốn chủ sở hữu | 2,104 | 2,176 | 2,339 | 2,568 |
| Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu | 6,406 | 6,159 | 6,720 | 6,896 |
| Lưu chuyển tiền tệ | | | | |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh | -320 | 1,060 | -137 | 538 |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư | -373 | -157 | -143 | -50 |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính | 707 | -815 | 157 | -230 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 14 | 88 | -123 | 257 |
| Tiền đầu kỳ | 176 | 190 | 279 | 156 |
| Tiền cuối kỳ | 190 | 279 | 156 | 413 |
| Các hệ số khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 1.18 | 1.11 | 1.17 | 1.25 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 0.44 | 0.53 | 0.49 | 0.56 |
| Hệ số thanh toán tiền mặt | 0.05 | 0.08 | 0.04 | 0.11 |
| Nợ ròng / EBITDA | 3.21 | 3.00 | 2.38 | 2.22 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 4.59 | 5.03 | 4.96 | 5.74 |
| Ngày phải thu | 77.6 | 73.5 | 72.1 | 72.5 |
| Ngày phải trả | 80.0 | 83.3 | 81.6 | 80.8 |
| Ngày tồn kho | 133.0 | 143.6 | 130.9 | 146.2 |
| Cơ cấu vốn | | | | |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản | 0.33 | 0.35 | 0.35 | 0.37 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0.67 | 0.65 | 0.65 | 0.63 |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu | 2.04 | 1.83 | 1.87 | 1.68 |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu | 1.28 | 0.91 | 1.00 | 0.90 |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu | 1.10 | 0.88 | 0.90 | 0.81 |

| Tỷ VND | 2015 | 2016 | 2017F | 2018F |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Báo cáo kết quả kinh doanh | | | | |
| Doanh thu thuần | 7,856 | 7,783 | 8,690 | 8,816 |
| Giá vốn hàng bán | -6,119 | -6,167 | -6,796 | -6,712 |
| Lợi nhuận gộp | 1,737 | 1,616 | 1,894 | 2,104 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 24 | 25 | 25 | 27 |
| Chi phí tài chính | -205 | -150 | -190 | -199 |
| Chi phí bán hàng | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -690 | -628 | -721 | -788 |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | -441 | -427 | -476 | -509 |
| Thu nhập khác | 425 | 436 | 533 | 634 |
| Thu nhập từ các công ty liên kết | 0 | 27 | 23 | 23 |
| Lợi nhuận trước thuế | 425 | 464 | 555 | 657 |
| Lợi nhuận ròng | 319 | 349 | 428 | 507 |
| Lợi nhuận chia cho cổ đông | 319 | 347 | 426 | 504 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 0 | 2 | 2 | 3 |
| EPS cơ bản (VND) | 4,024 | 4,392 | 5,391 | 6,381 |
| Giá trị sổ sách (VND) | 31,005 | 32,018 | 34,409 | 37,790 |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu) | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| EBIT | 543 | 579 | 696 | 796 |
| EBITDA | 648 | 701 | 816 | 920 |
| Tăng trưởng | | | | |
| Doanh thu | -11.3% | -0.9% | 11.7% | 1.4% |
| EBITDA | -25.2% | 8.2% | 16.4% | 12.7% |
| EBIT | -30.4% | 6.5% | 20.2% | 14.4% |
| Lợi nhuận ròng | -36.4% | 9.2% | 22.8% | 18.4% |
| Vốn chủ sở hữu | 4.8% | 3.4% | 7.5% | 9.8% |
| Vốn điều lệ | 3.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Tổng tài sản | 12.3% | -3.9% | 9.1% | 2.6% |
| Định giá | | | | |
| PE | N.a | N.a | 9.5 | 8.0 |
| PB | N.a | N.a | 1.5 | 1.3 |
| Giá/Doanh thu | N.a | N.a | 0.4 | 0.4 |
| Tỷ suất cổ tức | N.a | N.a | 5.9% | 5.9% |
| EV/EBITDA | N.a | N.a | 6.2 | 5.5 |
| EV/Doanh thu | N.a | N.a | 0.6 | 0.6 |
| Các hệ số khả năng sinh lời | | | | |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 22.1% | 20.8% | 21.8% | 23.9% |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động | 6.9% | 7.1% | 7.7% | 8.8% |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 4.1% | 4.5% | 4.9% | 5.7% |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần | 8.8% | 8.1% | 8.3% | 8.9% |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần | 5.6% | 5.5% | 5.5% | 5.8% |
| ROE | 15.5% | 16.3% | 19.0% | 20.7% |
| ROA | 5.3% | 5.6% | 6.6% | 7.4% |
| ROIC | 9.5% | 9.7% | 12.1% | 12.8% |

PHỤ LỤC 2: BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÝ

| Tỷ VND | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bảng cân đối kế toán | | | | |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 226 | 279 | 264 | 165 |
| + Đầu tư ngắn hạn | 0 | 25 | 0 | 26 |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn | 1,360 | 1,733 | 1,624 | 1,740 |
| + Hàng tồn kho | 2,263 | 2,170 | 2,183 | 1,934 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 101 | 63 | 71 | 67 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 3,949 | 4,270 | 4,141 | 3,932 |
| + Các khoản phải thu dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + GTCL Tài sản cố định | 1,543 | 1,563 | 1,553 | 1,516 |
| + Bất động sản đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Đầu tư dài hạn | 245 | 176 | 206 | 192 |
| + Lợi thế thương mại | 10 | 0 | 0 | 0 |
| + Tài sản dài hạn khác | 84 | 150 | 147 | 152 |
| Tổng tài sản dài hạn | 1,882 | 1,889 | 1,906 | 1,860 |
| Tổng tài sản | 5,832 | 6,159 | 6,047 | 5,792 |
| + Nợ ngắn hạn | 3,450 | 3,857 | 3,634 | 3,640 |
| <i>Trong đó: vay ngắn hạn</i> | <i>2,154</i> | <i>1,905</i> | <i>2,749</i> | <i>2,166</i> |
| + Nợ dài hạn | 281 | 126 | 121 | 49 |
| <i>Trong đó: vay dài hạn</i> | <i>219</i> | <i>74</i> | <i>74</i> | <i>0</i> |
| Tổng nợ phải trả | 3,731 | 3,983 | 3,755 | 3,689 |
| + Vốn góp | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Thặng dư vốn cổ phần | 278 | 278 | 278 | 278 |
| + Lợi nhuận chưa phân phối | 31 | -12 | 379 | -12 |
| + Quỹ khác | 1,791 | 1,910 | 1,635 | 1,837 |
| Vốn chủ sở hữu | 2,100 | 2,176 | 2,292 | 2,103 |
| Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu | 5,832 | 6,159 | 6,047 | 5,792 |
| Lưu chuyển tiền tệ | | | | |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh | 157 | 590 | -739 | 591 |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư | -29 | -38 | -34 | -8 |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính | -23 | -500 | 733 | -658 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 105 | 52 | -40 | -74 |
| Tiền đầu kỳ | 121 | 226 | 304 | 264 |
| Tiền cuối kỳ | 226 | 279 | 264 | 190 |
| Các hệ số khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 1.14 | 1.11 | 1.14 | 1.08 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 0.46 | 0.53 | 0.52 | 0.53 |
| Hệ số thanh toán tiền mặt | 0.07 | 0.08 | 0.07 | 0.05 |
| Nợ ròng / EBITDA | 12.71 | 8.30 | 16.32 | 9.07 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 4.44 | 7.52 | 5.42 | 5.49 |

| Tỷ VND | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh | | | | |
| Doanh thu thuần | 1,983 | 2,259 | 1,647 | 2,429 |
| Giá vốn hàng bán | -1,434 | -1,887 | -1,278 | -1,933 |
| Lợi nhuận gộp | 549 | 372 | 369 | 495 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 4 | 6 | 6 | 3 |
| Chi phí tài chính | -34 | -48 | -29 | -39 |
| Chi phí bán hàng | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -297 | -93 | -159 | -226 |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | -135 | -92 | -83 | -93 |
| Thu nhập khác | 87 | 145 | 104 | 141 |
| Thu nhập từ các công ty liên kết | 18 | 7 | 1 | 9 |
| Lợi nhuận trước thuế | 106 | 152 | 105 | 150 |
| Lợi nhuận ròng | 80 | 109 | 79 | 117 |
| Lợi nhuận chia cho cổ đông | 79 | 109 | 78 | 118 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 1 | 0 | 0 | 0 |
| EPS cơ bản (VND) | 0 | 4,392 | 0 | 0 |
| Giá trị sổ sách (VND) | 30,901 | 32,018 | 33,689 | 30,948 |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu) | 136 | 175 | 128 | 183 |
| EBIT | 169 | 205 | 157 | 221 |
| Tăng trưởng | | | | |
| Doanh thu | 6.5% | -4.0% | -7.9% | 38.5% |
| EBITDA | 33.5% | 11.8% | -13.0% | 50.1% |
| EBIT | 59.6% | 3.0% | -14.6% | 56.1% |
| Lợi nhuận ròng | 53.6% | 15.2% | -11.9% | 67.0% |
| Vốn chủ sở hữu | N.a | 3.4% | 4.9% | 5.4% |
| Vốn điều lệ | N.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Tổng tài sản | N.a | -3.9% | -0.9% | -1.0% |
| Các hệ số khả năng sinh lời | | | | |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 27.7% | 16.5% | 22.4% | 20.4% |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động | 6.0% | 7.4% | 7.7% | 7.2% |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 4.0% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần | 15.0% | 4.1% | 9.7% | 9.3% |
| Chi phí quản lý./Doanh thu thuần | 6.8% | 4.1% | 5.0% | 3.8% |
| Cơ cấu vốn | | | | |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản | 0.36 | 0.35 | 0.38 | 0.36 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0.64 | 0.65 | 0.62 | 0.64 |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu | 1.78 | 1.83 | 1.64 | 1.75 |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu | 1.13 | 0.91 | 1.23 | 1.03 |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu | 1.03 | 0.88 | 1.20 | 1.03 |

Nguồn: LTG, SSI Research

1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ

Với thời hạn đầu tư 12 tháng, SSIResearch đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 18% (*). Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 18% trở lên. Khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ -9% trở lên, và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lời dự kiến trong khoảng -9% đến 18%.

Bên cạnh đó, SSIResearch cũng cung cấp khuyến nghị ngắn hạn khi giá cổ phiếu dự kiến tăng/giảm trong vòng 3 tháng do có sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy tác động tới cổ phiếu. Khuyến nghị ngắn hạn có thể khác khuyến nghị 12 tháng.

Đánh giá ngành: Chúng tôi cung cấp khuyến nghị chung cho ngành như sau:

- ❖ Tăng tỷ trọng: Chuyên viên phân tích dự kiến trong 6-12 tháng sau ngành sẽ có diễn biến tích cực so với thị trường.
- ❖ Trung lập: Chuyên viên phân tích dự kiến trong 6-12 tháng sau ngành sẽ có diễn biến tương tự với thị trường.
- ❖ Giảm tỷ trọng: Chuyên viên phân tích dự kiến trong 6-12 tháng sau ngành sẽ có diễn biến kém tích cực so với thị trường.

**Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 1 năm và phân bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu. Khuyến nghị của chúng tôi có thể thay đổi khi hai thành phần trên có thay đổi đáng kể.*

2. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

3. THÔNG TIN LIÊN HỆ

| | | |
|------------------------|--|--|
| Nguyễn Đức Hùng Linh | Giám đốc Phân tích & TVĐT Khách hàng cá nhân | linhndh@ssi.com.vn |
| Hoàng Việt Phương | Giám đốc Phân tích & TVĐT Khách hàng tổ chức | phuonghv@ssi.com.vn |
| Nguyễn Trần Phương Nga | Chuyên viên phân tích | ngantp@ssi.com.vn |