



## CTCP Khử trùng Việt Nam (VFG-HSX)

### Hoạt động kinh doanh ổn định trong bức tranh khó khăn chung

- Ngành nông dược Việt Nam: Hàng nhập khẩu thống lĩnh thị trường
- VFG - Tăng trưởng ổn định nhờ mở rộng thị phần
- Triển vọng năm 2016-2020: Giảm dần công việc mang lại GTGT thấp

#### Quan điểm và Định giá:

Là một doanh nghiệp hoạt động lâu năm trong ngành nông dược Việt Nam, VFG sở hữu nhiều lợi thế về kinh nghiệm cũng như kênh phân phối mà ít công ty trong ngành có được. Trong bối cảnh ngành nông nghiệp đang gặp nhiều khó khăn do diễn biến phức tạp của thời tiết, việc duy trì được đà tăng trưởng là điểm sáng đáng lưu ý so với các doanh nghiệp còn lại khi thị trường thuốc BVTV Việt Nam đang bị thống lĩnh bởi nguồn hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Trong giai đoạn 2016-2017, công ty có bước chuyển mình khi giảm dần phần công việc mang GTGT thấp (đóng gói, phân phối) sang khâu mang lại GTGT cao hơn (phối trộn, pha chế). Đây kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho VFG về dài hạn khi xu hướng tự sản xuất trong nước và giảm nhập khẩu từ Trung Quốc là định hướng về lâu dài của ngành nông dược Việt Nam.

Tính chung cho năm 2016, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của VFG tăng trưởng lần lượt khoảng 8% và 4% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng, VFG sẽ có sự bứt phá tốt hơn về tăng trưởng lợi nhuận trong năm sau với con số dự báo là 14% so với cùng kỳ nhờ thay đổi cấu trúc trong doanh thu khi tỷ trọng sản phẩm tự sản xuất được gia tăng khi nhà máy mới thuốc BVTV Long An đưa vào hoạt động. Rủi ro lớn nhất đối với kịch bản tăng trưởng của VFG chính là diễn biến phức tạp của thời tiết, điều này tác động tiêu cực đến triển vọng bán hàng cũng như khả năng hấp thụ của thị trường khi vận hành nhà máy mới.

Với EPS 2016 và 2017 được dự báo lần lượt đạt 7.258 đồng/cp và 8.127 đồng/cp, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý cho cổ phiếu VFG là 112.000 đồng/cp, cao hơn 27% so với giá đóng cửa ngày 23/09/2016. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu VFG.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2015	1H2016	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	2.020	1.101	2.182	2.378
% tăng trưởng	7%	6%	8%	9%
LNST của Cty mẹ	139	75	145	165
% tăng trưởng	37,1%	7,8%	3,9%	14,1%
Tỷ suất LNST (%)	6,9%	6,8%	6,6%	6,9%
ROA (%)	10,7%		10,0%	10,1%
ROE (%)	20,4%		18,9%	19,2%
EPS (VND) *	7.526		7.258	8.127
EPS đ/chính (VND)	6.852		7.119	8.127
Giá trị sổ sách (VND)	38.590		41.869	46.996
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000		3.000	3.000
P/E (x)	6,4		12,4	10,8
P/BV (x)	1,3		2,1	1,9

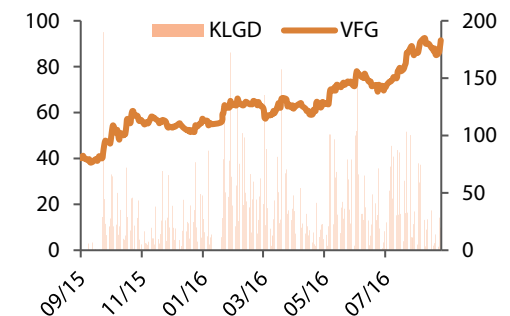
Nguồn: VFG, RongViet Research, Đã điều chỉnh việc trích chi phí phúc lợi-khen thưởng (10%/LNST) và tính trên SLCPDLH tại 23/09/2016.

## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	88.100
Giá mục tiêu (VND)	<b>112.000</b>
Thời gian đầu tư	<b>Dài Hạn</b>

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa chất cơ bản
Vốn hóa ( tỷ đồng)	1.611
SLCPDLH	18.283
Beta	-0,29
Free Float (%)	77,8
Giá cao nhất 52 tuần	92.500
Giá thấp nhất 52 tuần	38.251
KLGD bình quân 20 phiên	22.951



Nguồn: Bloomberg

#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VFG	21	120	N/a
Hóa chất cơ bản	-5	-4	N/a
VN30 Index	6	15	20
VN Index	7	20	37

#### Cổ đông lớn (%)

CTCP chứng khoán Sài Gòn	13,27
Quỹ tâm nhìn SSI	13,04
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	29,1

#### Trần Thị Diễm My

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1311

My.ttd@vdsc.com.vn



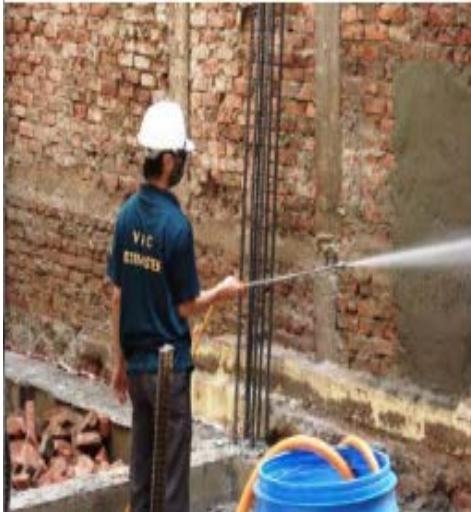
## Tổng quan về doanh nghiệp

Công ty cổ phần Khử trùng Việt Nam (VFG-HSX) là một trong hai doanh nghiệp nội địa có thị phần lớn trong ngành nông dược Việt Nam, đứng thứ 2 sau tập đoàn Lộc Trời (tên cũ: CTCP thuốc BVTV An Giang). Hoạt động của doanh nghiệp tập trung ở các mảng chính gồm Nông dược và giống cây trồng; Dịch vụ khử trùng, Kiểm soát dịch hại và Cho thuê văn phòng. Năm 2001, công ty hoàn tất việc cổ phần hóa toàn bộ công ty và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009. ([Phụ lục 1: Tiến trình cổ phần hóa của VFG](#))

Bên cạnh hai mảng truyền thống là Dịch vụ khử trùng và Kiểm soát dịch hại, mảng nông dược được xem là xương sống đối với hoạt động kinh doanh của công ty. Với lợi thế về hệ thống bán hàng, VFG có cơ sở được nhiều nhãn hàng thuốc BVTV lớn trên thế giới như Syngenta, Kumiai, Sumimoto, Nipon Soda,...chọn làm đối tác chiến lược trong khâu phân phối sản phẩm tại thị trường Việt Nam. Trong đó, doanh thu đến từ Syngenta chiếm 65% tổng doanh thu của mảng này với các thương hiệu quen thuộc như Anvil (trừ bệnh) và Karate (trừ sâu).

**Hình 1: Các sản phẩm của VFG**

### Dịch vụ Khử trùng



### Thuốc trừ sâu



### Thuốc trừ bệnh



### Dịch vụ Kiểm soát dịch hại



### Thuốc trừ cỏ



### Bấp biến đổi gen



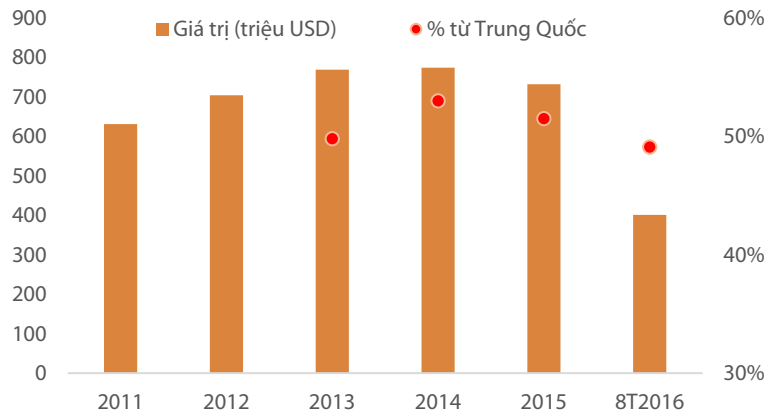
Nguồn: VFG, Syngenta

**Ngành nông dược Việt Nam: Hàng nhập khẩu thống lĩnh thị trường**

Trong chuỗi các giá trị đầu vào của ngành nông nghiệp, trừ ngành phân bón nội địa về cơ bản đã đáp ứng nhu cầu sản xuất trong nước, nông dược và giống là hai mảng chịu sự phụ thuộc lớn từ nguồn nhập khẩu.

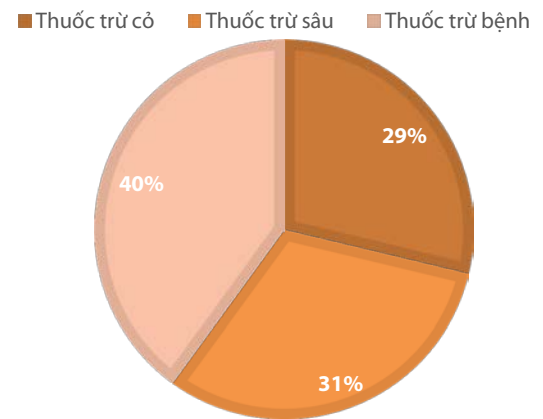
Giá trị nhập khẩu thuốc trừ sâu bệnh và các nguyên liệu liên quan tăng trưởng ổn định và duy trì mức cao trong giai đoạn 2011-2014. Tuy nhiên, nhu cầu nhập khẩu bắt đầu có sự suy giảm tốc độ tăng trưởng hai năm gần đây, trong khi giá trị nhập khẩu vào Việt Nam, đặc biệt từ Trung Quốc vẫn duy trì mức cao. Lũy kế 8 tháng đầu năm 2016, giá trị nhập khẩu thuốc trừ sâu và nguyên liệu vào Việt Nam đạt 453 triệu USD, giảm 7,3% so với cùng kỳ, trong đó có một nửa là đến từ Trung Quốc.

**Hình 2: Giá trị nhập khẩu thuốc BVTV và tỷ trọng từ Trung Quốc**



Nguồn: MARD

**Hình 3: Tỷ trọng nhập khẩu phân theo loại thuốc**



Nguồn: Cục BVTV

Giá trị thị trường thuốc BVTV ở Việt Nam đạt khoảng 800 triệu USD trong năm 2015 và mức tăng trưởng kép trong giai đoạn 2016-2020 dự báo đạt 6,8%/năm (Mordor Intelligence). Cả nước hiện tại có trên 300 doanh nghiệp thuốc BVTV và nhà máy chế biến thuốc, tuy vậy, năng lực sản xuất nội địa hiện chỉ đáp ứng được khoảng 30.000 – 40.000 tấn/năm, rất thấp nếu so với nhu cầu thuốc BVTV hàng năm của Việt Nam (~165.000-170.000 tấn/năm).

Tính chung toàn thị trường nông dược Việt Nam, sản phẩm có nguồn gốc từ Trung Quốc chiếm khoảng 40% tổng nguồn cung và phân phối thông qua kênh bán hàng của hàng trăm doanh nghiệp, đại lý nhỏ. Phần còn lại của miếng bánh thị phần tập trung vào các công ty nước ngoài như Syngenta (phân phối sản phẩm qua Lộc Trời và VFG), Bayer hay các công ty sản xuất trong nước có lịch sử hoạt động lâu đời tại Việt Nam (HAI, SPC).

**Bảng 1: Các đối thủ chính của VFG**

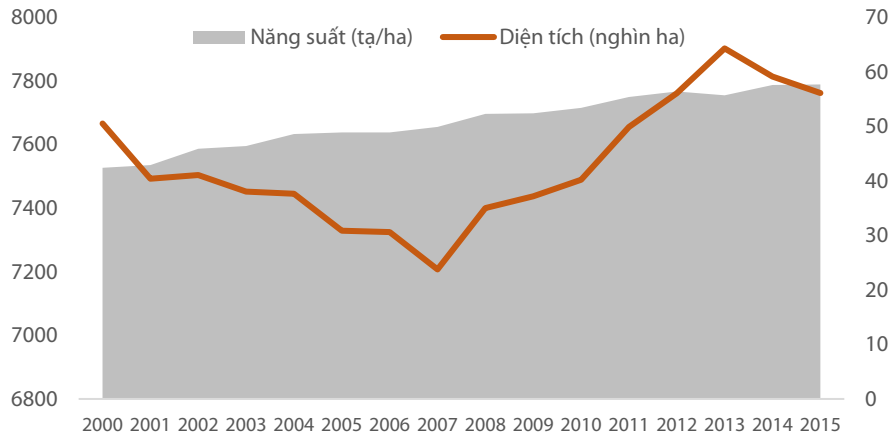
STT	Công ty	Thị phần (năm 2015)
1	Lộc Trời (BVTV An Giang)	20%
2	Bayer (Đức)	7-8%
3	VFG	7%
4	Nông dược HAI (HAI)	3-4%
5	BVTV Sài Gòn (SPC)	3-4%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp, VFG

Về phía cầu, do ảnh hưởng của thời tiết cực đoan, ngành nông dược ghi nhận mức giảm 8% về nhu cầu sản lượng trong năm 2015. Số liệu từ Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn cho thấy trong 07 tháng đầu năm, diện tích gieo trồng giảm 7% so với cùng kỳ do diện tích đất trồng trọt bị ảnh hưởng bởi thời tiết khắc nghiệt. Tuy vậy, nhìn về triển vọng nhu cầu các sản phẩm đầu vào của ngành nông nghiệp nửa

cuối năm 2016 và năm 2017, diễn biến khô hạn chấm dứt sẽ giúp hoạt động sản xuất trồng trọt của nhiều khu vực trọng điểm gồm Đồng bằng sông Cửu Long và Đồng bằng sông Hồng phục hồi trở lại.

**Hình 4: Diện tích và năng suất lúa của Việt Nam (2000-2015)**



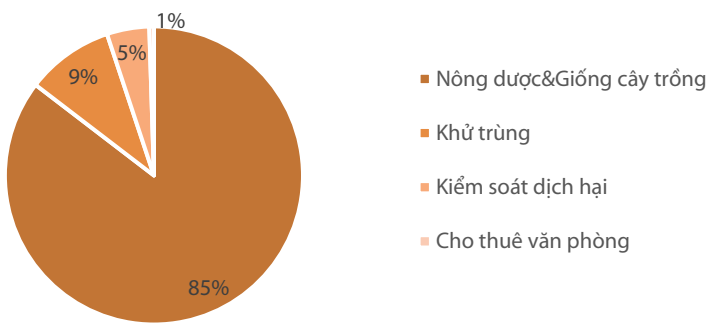
Nguồn: Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn

**VFG - Tăng trưởng ổn định nhờ mở rộng thị phần**

Khu vực đồng bằng sông Cửu Long với tổng diện tích gồm 3,96 triệu ha đất nông nghiệp, cung cấp một nửa sản lượng lương thực cho cả nước. Do đó, đây cũng là thị trường chính của nhiều doanh nghiệp hoạt động trong ngành nông dược. Đối với VFG, thị trường phía Nam đóng góp trên 75% về doanh thu và 79% về lợi nhuận. Tuy nhiên, khu vực này cũng chịu tác động nặng nề của hạn hán và xâm nhập mặn trong nửa đầu năm 2016, dẫn đến nhu cầu về các sản phẩm đầu vào như phân bón, thuốc trừ sâu giảm mạnh.

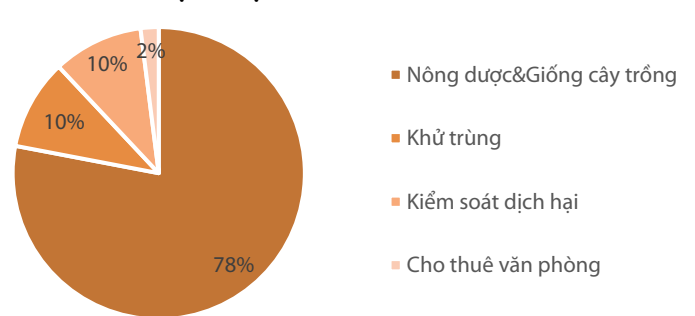
Đi ngược với xu hướng chung, hoạt động kinh doanh của VFG vẫn bám sát với kế hoạch đặt ra từ đầu năm. Kết quả từ BCTC 6 tháng đầu năm cho thấy doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty đạt xấp xỉ 50% kế hoạch năm, tăng trưởng tương ứng 6% và 8% yoy, đạt lần lượt 1.157 tỷ đồng và 74,94 tỷ đồng. Trong bối cảnh khó khăn chung của ngành và áp lực cạnh tranh lớn từ Trung Quốc, việc VFG vẫn giữ được đà tăng trưởng là một tín hiệu đáng khích lệ.

**Hình 5: Cấu trúc doanh thu**



Nguồn: BCTN năm 2015 của VFG

**Hình 6: Cấu trúc lợi nhuận**



Nguồn: BCTN năm 2015 của VFG

Trong giai đoạn 2013-2015, hoạt động kinh doanh mảng nông dược của Lộc Trời, doanh nghiệp nổi bật trong ngành suy giảm, trong khi đó, doanh thu sản phẩm nông dược của VFG cho thấy sự cải thiện (**Bảng 2**). SPC, công ty sản xuất thuốc BVTV lâu đời và có thị phần gần tương tự VFG cũng không tăng

trường nhiều trong những năm gần đây. Việc VFG vẫn duy trì tăng trưởng trong bối cảnh ngành suy giảm là một bằng chứng cho thấy VFG đang mở rộng thị phần nhờ một số lợi thế mà công ty đang sở hữu.

**Bảng 2: Doanh thu mảng nông dược của một số doanh nghiệp niêm yết**

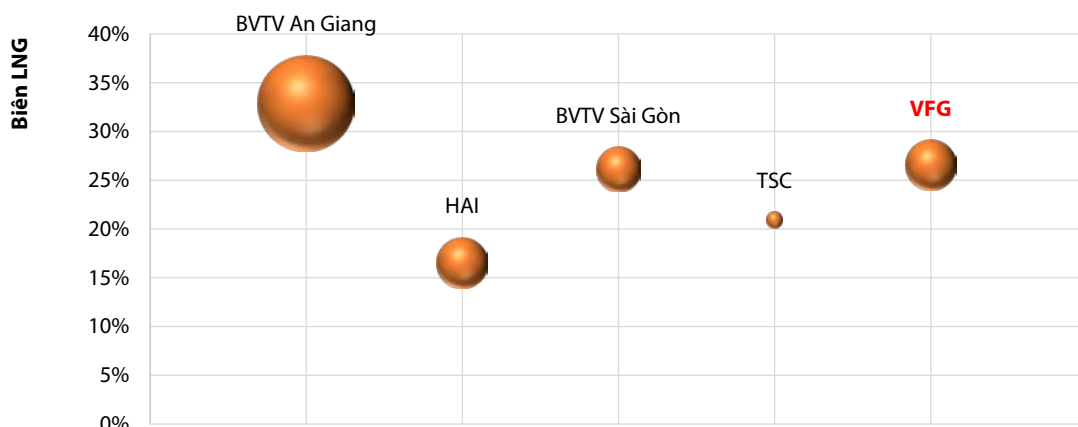
Doanh thu (tỷ đồng)	2013	2014	2015
HAI	831	650	995
Lộc Trời	5.499	5.347	4.170
SPC	857	880	872
TSC	93	88	112
VFG	1.190	1.431	1.563
Biên LNG (%)	2013	2014	2015
HAI	18,6%	17,3%	16,5%
Lộc Trời	33%	31%	33%
SPC	24,0%	24,3%	26,1%
TSC	-4%	26%	21%
VFG	26%	28%	27%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Thứ nhất, VFG cùng với Lộc Trời là hai công ty phân phối độc quyền các dòng sản phẩm thuốc trừ cỏ, trừ sâu, trừ bệnh và giống cho Syngenta tại Việt Nam. Syngenta là thương hiệu uy tín và lâu đời trong lĩnh vực sản xuất và phân phối các dòng thuốc BVTV và giống cây trồng chất lượng cao. Công ty này có nhà máy sản xuất thuốc BVTV với công suất hoạt động 16.000 tấn sản phẩm/năm. Nửa cuối năm 2015 và đầu năm 2016, khô hạn ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thuốc BVTV ở khu vực phía Nam, Lộc Trời chuyển hướng sang kinh doanh lúa gạo và giảm sự tập trung cho mảng nông dược dẫn tới thị phần sụt giảm. Trong khi đó, VFG vẫn tiếp tục tận dụng lợi thế phân phối cho Syngenta để mở rộng việc phân phối, kinh doanh nhiều chủng loại thuốc BVTV khác.

Thứ hai, với hơn 20 năm hoạt động trong ngành nông dược, công ty đã xây dựng cho mình một kênh bán hàng trải rộng, phủ khắp cả ba miền và thị trường Campuchia. Hiện tại, kênh bán hàng của VFG gồm 15 chi nhánh với 350 nhân viên bán hàng, 400 đại lý, 2.500 nhà bán lẻ với 4.500 hộ nông dân kiểu mẫu. Ngoài ra, khả năng cung cấp tín dụng cho các đại lý cũng như người nông dân cũng là một điểm mạnh của doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp. So với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành nông dược, biên lợi nhuận mảng nông dược của VFG được xếp vào nhóm cao (~27%), chỉ đứng sau Lộc Trời.

**Hình 7: Biên LNG mảng nông dược của các DN trong ngành (năm 2015)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Triển vọng năm 2016-2020: Giảm dần công việc mang lại GTGT thấp

Sản xuất nông nghiệp được dự đoán sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2016 do hiện tượng La Nina làm tăng lượng mưa tại Việt Nam (*IPSARD*) giúp giảm bớt những tác động bất lợi từ khô hạn. Đây là tín hiệu tích cực cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp phân phối nông dược như VFG trong các năm tới. Ngoài ra, xu hướng sử dụng sản phẩm sạch cũng là một điều kiện để nhà sản xuất nông nghiệp, nông dân cân nhắc sử dụng các sản phẩm BVTV có thương hiệu, chất lượng cao, để giảm thiểu liều lượng cần thiết. Do đó, VFG sẽ gián tiếp hưởng lợi xu hướng này về lâu dài.

Theo chiến lược phát triển ngành Công nghiệp hóa chất Việt Nam 2020-2030, Chính Phủ đặt mục tiêu tự chủ nguồn cung để đáp ứng đủ nhu cầu nội địa ở mảng thuốc BVTV và giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện tại, hoạt động của ngành nông dược Việt Nam chỉ dừng lại ở các khâu đơn giản như phân phối, đóng gói, bao bì. VFG là một trong những doanh nghiệp đi đầu trong việc lên kế hoạch giảm dần phần công việc tạo ra giá trị gia tăng thấp (phân phối, đóng gói) sang hướng tự sản xuất. Cụ thể, vào tháng 04/2016, VFG đã khởi công nhà máy nông dược ở Long An, với tổng công suất 9.500 tấn/năm, gấp ba lần công suất đang hoạt động hiện tại với mục đích thay thế hoàn toàn nhà máy cũ đang hoạt động ở KCN Lê Anh Xuân (công suất: 3.500 tấn/năm). Tổng số vốn đầu tư vào dự án ~150 tỷ đồng với thời gian hoàn vốn 4,5 năm.

#### Bảng 3: Dự án nhà máy nông dược ở Long An

<b>Sản phẩm</b>	Thuốc bảo vệ thực vật
<b>Địa điểm</b>	Tỉnh Long An
<b>Tổng vốn đầu tư</b>	150 tỷ đồng
<b>Công suất</b>	9.500 tấn/năm
<b>Thời gian thu hồi vốn</b>	4,5 năm
<b>Thời gian đầu tư</b>	04/2016-Q2/2017

Nguồn: VFG

Trong thời gian đầu đi vào hoạt động, công suất dự kiến duy trì ~4.500-5.500 tấn/năm (tương đương với 50-60% công suất thiết kế), giúp tăng 10-15% lợi nhuận so với hiện nay. Trong giai đoạn 2016-2020, công ty đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu và LNST bình quân mỗi năm lần lượt 14% và 20% nhờ vào việc mở rộng thị phần sang phân khúc thấp hơn. Đối với mục tiêu tăng trưởng này, chúng tôi quan ngại nhiều nhất là khả năng hấp thụ của thị trường ở phân khúc sản phẩm mới mà VFG hướng đến, và điều này phụ thuộc vào mức độ đầu tư của VFG đối với hệ thống phân phối và đại lý hiện hữu. Bên cạnh đó, diễn biến phức tạp của thời tiết cũng là một rủi ro quan trọng ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

### Novotel Nha Trang – Kỳ vọng hợp nhất vào KQKD trong năm 2017

Bên cạnh hoạt động cốt lõi, khoản đầu tư vào Novotel Nha Trang là điểm nhấn đầu tư đáng chú ý trong hoạt động kinh doanh của VFG. Năm 2004, công ty TNHH Hải Yến (VĐL ban đầu là 60 tỷ) được hình thành dựa trên cơ sở liên doanh liên kết giữa VFG và CT TNHH Thực phẩm và đầu tư công nghệ (Fococev) với tỷ lệ 2:1 nhằm xây dựng và quản lý khách sạn Novotel Nha Trang. Tuy vậy, do có các tranh chấp về quyền lợi sau các lần tăng vốn tại Hải Yến (VĐL hiện tại 90 tỷ đồng), lợi nhuận hàng năm từ Novotel kể từ khi đi vào hoạt động năm 2008 vẫn chưa được hợp nhất vào KQKD của VFG. Theo BCTC của công ty, tổng số vốn đầu tư của công ty vào Hải Yến đạt 180 tỷ đồng (31/12/2015).

Theo chia sẻ từ phía VFG, tiến trình giải quyết tranh chấp) giữa hai bên (VFG khởi kiện Fococev từ năm 2013 đã có bước tiến mới trong nửa đầu năm 2016. Tuy vậy, hai bên vẫn cần có thêm thời gian đàm phán giá trị khoản tiền VFG phải bỏ ra để mua lại toàn bộ phần sở hữu tại Novotel Nha Trang. Do vậy, dưới góc nhìn thận trọng, chúng tôi cho rằng nửa đầu năm 2017 là thời gian sớm nhất để VFG hoàn tất việc thương thảo các vấn đề liên quan đến Novotel Nha Trang.

Luận điểm đầu tư đáng chú ý ở đây là hoạt động kinh doanh tại Novotel Nha Trang duy trì ổn định với doanh thu hàng năm hơn 100 tỷ đồng và LNST đạt 34 tỷ đồng. Novotel Nha Trang là khách sạn tiêu chuẩn 4-sao nằm ở trung tâm thành phố Nha Trang, tỉnh Khánh Hòa. Nha Trang sở hữu nhiều điều kiện địa lý thuận lợi là điều kiện cho tăng trưởng cao về lượt khách đến địa phương này. Trong 3 năm gần đây, thành phố ven biển này thu hút hơn 4 triệu lượt khách với tốc độ tăng trưởng 15-20%/năm. Ngoài ra, thành phố ven biển này duy trì tỷ lệ lấp đầy phòng khách sạn ở mức cao, bình quân 70% và có thể đạt mức 80-85% trong mùa cao điểm (từ tháng Hai đến tháng Chín hàng năm).

Để củng cố thêm cho luận điểm đầu tư vào VFG, chúng tôi tiến hành định giá độc lập khách sạn Novotel dựa trên phương pháp chiết khấu dòng thu nhập. Dựa trên giả định tỷ lệ lấp đầy tại khách sạn Novotel là 70% với mức tăng trưởng 2% trong dài hạn, chúng tôi ước tính giá trị của khách sạn Novotel đạt 334 tỷ đồng. Dựa trên tỷ lệ sở hữu hiện tại của VFG tại Novotel Nha Trang, chúng tôi cho rằng giá mục tiêu đối với cổ phiếu VFG có thể tăng thêm 4.000 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, do tranh chấp tại Novotel Nha Trang chưa rõ ràng nên chúng tôi không tính phần giá trị tăng thêm này vào giá mục tiêu khuyến nghị trong báo cáo này.

Trong năm 2016, công ty đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 110 tỷ đồng và 35 tỷ đồng. Do vậy, nếu tiến trình đàm phán giữa VFG và Fococev có bước tiến, chúng tôi ước tính lợi nhuận hợp nhất của VFG có thể tăng thêm 25% dựa trên cơ sở KQKD năm 2015.

### Quan điểm và định giá

Là một doanh nghiệp hoạt động lâu năm trong ngành nông dược Việt Nam, VFG sở hữu nhiều lợi thế về kinh nghiệm cũng như kênh phân phối mà ít công ty trong ngành có được. Trong bối cảnh ngành nông nghiệp đang gặp nhiều khó khăn do diễn biến phức tạp của thời tiết, việc duy trì được đà tăng trưởng là điểm sáng đáng lưu ý so với các doanh nghiệp còn lại khi thị trường thuốc BTVT Việt Nam đang bị thống lĩnh bởi nguồn hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Trong giai đoạn 2016-2017, công ty có bước chuyển mình khi giảm dần phần công việc mang GTGT thấp (đóng gói, phân phối) sang khâu mang lại GTGT cao hơn (phối trộn, pha chế). Đây kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho VFG về dài hạn khi xu hướng tự sản xuất trong nước và giảm nhập khẩu từ Trung Quốc là định hướng về lâu dài của ngành nông dược Việt Nam.

Tính chung cho năm 2016, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của VFG tăng trưởng lần lượt khoảng 8% và 4% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng, VFG sẽ có sự bứt phá tốt hơn về tăng trưởng lợi nhuận trong năm sau với con số dự báo là 14% so với cùng kỳ nhờ thay đổi cấu trúc trong doanh thu khi tỷ trọng sản phẩm tự sản xuất được gia tăng khi nhà máy mới thuốc BTVT Long An đưa vào hoạt động. Rủi ro lớn nhất đối với kịch bản tăng trưởng của VFG chính là diễn biến phức tạp của thời tiết, điều này tác động tiêu cực đến triển vọng bán hàng cũng như khả năng hấp thụ của thị trường khi vận hành nhà máy mới.

Với EPS 2016 và 2017 được dự báo lần lượt đạt 7.258 đồng/cp và 8.127 đồng/cp, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý cho cổ phiếu VFG là 112.000 đồng/cp, cao hơn 27% so với giá đóng cửa ngày 23/09/2016. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu VFG.

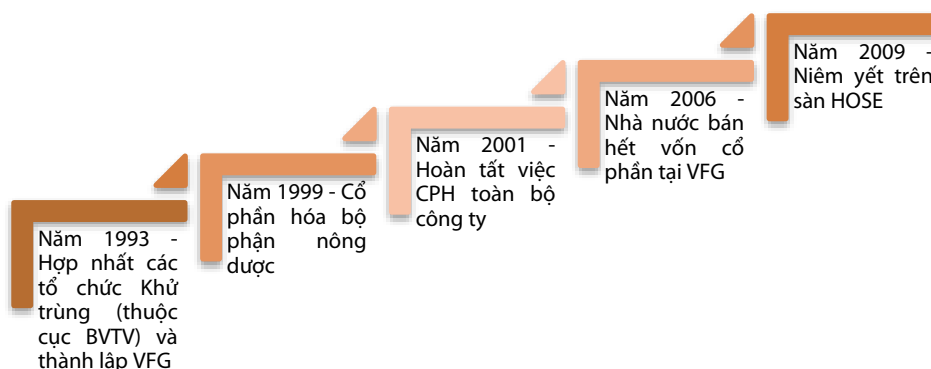
**Bảng 4: P/E của các doanh nghiệp trong ngành nông dược**

STT	Tên công ty	Nước	Vốn hóa (triệu USD)	P/E
1	Huikwang Corporation	Đài Loan	71	14
2	Hyosung Onb Co Ltd	Hàn Quốc	78	15
3	Lam Thao Fertilizers And Chemical JSC	Việt Nam	80	9
4	Mangalore Chemicals & Fert	Ấn Độ	80	10
5	Excel Industries Ltd	Ấn Độ	59	15
6	Cic Holdings Plc	Sri Lanka	60	7
7	Dongbang Agro Corp	Hàn Quốc	83	22
8	Pm Thoresen Asia Holdings Pc	Thái Lan	58	8
9	Southern Petrochemical Inds	Ấn Độ	50	48
10	Nagarjuna Agrichem Ltd	Ấn Độ	50	35
11	Bharat Rasayan Ltd	Ấn Độ	93	18
12	Binh Dien Fertilizer Jsc	Việt Nam	89	10
13	Pato Chemical Industry Pcl	Thái Lan	46	16
	<b>Trung bình</b>			<b>16,6</b>

Nguồn: Bloomberg

## Phụ lục

### Phụ lục 1: Tiến trình cổ phần hóa của VFG



Nguồn: VFG

### Phụ lục 2: So sánh các chỉ tiêu của VFG so với các đối thủ trong ngành

	VFG	HAI	TSC	VPS
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	<b>1.454</b>	999	680	432
<b>ROE %</b>	<b>20,55</b>	6,24	3,27	23,77
<b>ROA %</b>	<b>10,51</b>	3,82	2,85	14,87
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>29,73</b>	13,42	10,23	31,62
<b>Tỷ suất thanh toán tiền mặt</b>	<b>0,27</b>	0,05	0,71	0,26
<b>Thời gian trung bình thu tiền khách hàng (ngày)</b>	<b>74</b>	156	36	98
<b>Thời gian trung bình xử lý HTK (ngày)</b>	<b>104</b>	275	45	135
<b>Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp (ngày)</b>	<b>81</b>	89	27	73
<b>Công nợ ngắn hạn/Tổng tài sản</b>	<b>0,42</b>	0,35	0,11	0,40
<b>Vốn vay dài hạn/Tổng tài sản</b>	<b>0,00</b>	0,01	0,00	0,00

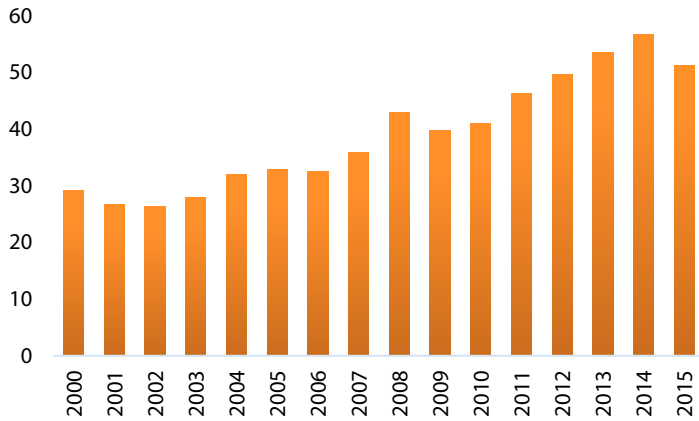
Nguồn: Fiinpro, RongViet Research tổng hợp

### Phụ Lục 3: Ngành nông dược thế giới: Cuộc chơi nằm trong tay những công ty lớn

Ngành nông dược là một mảng thuộc chuỗi sản phẩm đầu vào của ngành nông nghiệp. Hoạt động của ngành diễn biến nhạy cảm với điều kiện kinh tế, tình hình thời tiết cũng như giá nông sản. Những năm gần đây, diện tích đất sử dụng cho mục đích nông nghiệp đang ngày càng thu hẹp trong bối cảnh tỷ lệ đô thị hóa duy trì mức cao mỗi năm. Từ đó, để đáp ứng nhu cầu lương thực ngày càng gia tăng, việc chuyển mô hình nông nghiệp sang hướng thâm canh tăng sản lượng cây trồng là hướng đi cần thiết.

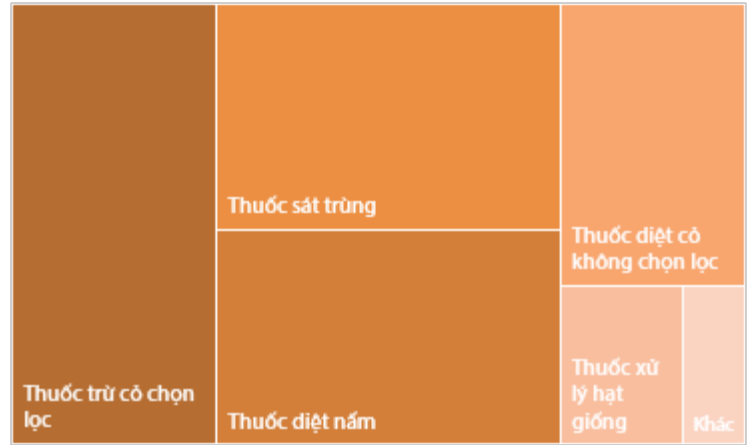
Trong năm 2015, giá trị ngành thuốc BVTV toàn cầu ước tính đạt 51,2 tỷ USD, giảm ~10% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính đến từ việc đồng USD tăng giá, giá nông sản ở mức thấp và nhu cầu suy yếu do ảnh hưởng bởi hiện tượng Elnino. Theo thống kê từ Syngenta, nhu cầu thuốc BVTV tập trung chủ yếu vào nhóm thuốc diệt cỏ với tỷ trọng 44%, theo sau đó là nhóm các loại thuốc diệt nấm (23%), sát trùng (24%), thuốc xử lý hạt giống (6%),...

**Hình 8: Giá trị ngành nông dược toàn cầu (Đvt: tỷ USD)**



Nguồn: Syngenta

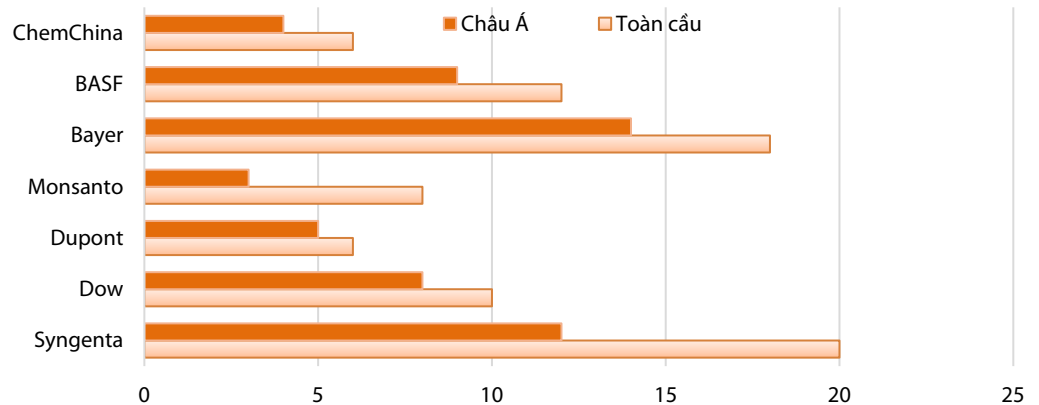
**Hình 9: Tỷ trọng phân theo loại sản phẩm**



Nguồn: Syngenta

Bên cạnh đó, do thị trường thuốc BVTV toàn cầu nằm trong tay các công ty lớn như Syngenta (Thụy Sĩ), Dow (Trung Quốc), Dupont (Mỹ), Bayer (Đức),... quyền kiểm soát giá của mặt hàng này nằm chủ yếu trong tay đại bộ phận các nhà sản xuất và đại lý lớn. Với xu hướng phát triển của khoa học công nghệ và sự gia tăng nhu cầu các sản phẩm sạch và an toàn, các loại thuốc BVTV sử dụng công nghệ mới không ngừng ra đời, tăng tính hiệu quả trong sử dụng với liều lượng dùng ít hơn và an toàn hơn. Sự kết hợp của hai yếu tố trên khiến xu hướng giá thuốc BVTV không ngừng tăng trong những năm gần đây.

**Hình 10: Thị phần mảng nông dược của các tập đoàn lớn ở khu vực châu Á và thế giới**



Nguồn: JP Morgan

Theo báo cáo của Market Research, ngành thuốc BVTV toàn cầu đạt giá trị 58,4 tỷ USD vào năm 2015 và dự báo đạt mức tăng trưởng kép 5,15%/năm trong giai đoạn 2016-2021 và chạm mức 70,57 tỷ USD vào năm 2021. Trong đó, châu Á là khu vực ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất (bình quân 7,13%/năm) và cũng là thị trường hưởng đến của các tập đoàn nông dược hàng đầu thế giới.

Đvt: tỷ đồng

<b>KQ HKKD</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Doanh thu thuần	1.883	2.020	2.182	2.378
Giá vốn	1.331	1.488	1.598	1.728
<b>Lãi gộp</b>	<b>552</b>	<b>532</b>	<b>584</b>	<b>649</b>
Chi phí bán hàng	330	295	349	386
Chi phí quản lý	83	58	55	59
Thu nhập từ HĐTC	13	18	5	2
Chi phí tài chính	0	17	5	7
Lợi nhuận khác	-4	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>148</b>	<b>180</b>	<b>181</b>	<b>199</b>
Thuế TNDN	46	41	36	34
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>101</b>	<b>139</b>	<b>145</b>	<b>165</b>
EBIT	139	179	180	204
EBITDA	148	179	209	231

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	15,6	7,3	8,0	9,0
EBITDA	7,8	28,4	17,0	10,8
EBIT	7,8	28,4	1,0	12,8
Lợi nhuận sau thuế	52,0	37,1	3,9	14,1
Tổng tài sản	11,9	0,5	11,4	13,2
Vốn chủ sở hữu	8,6	25,8	12,2	12,2

<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp / Doanh thu	29,3	26,3	26,8	27,3
LN HKKD / Doanh thu	7,4	8,8	9,6	9,7
EBITDA/ Doanh thu	7,4	8,8	8,3	8,6
EBIT/ Doanh thu	5,4	6,9	6,6	6,9
LNST/ Doanh thu	7,9	10,7	10,3	10,7
ROA	20,8	23,9	22,1	22,4
ROE	18,7	20,4	20,0	21,5

<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	4,8	5,9	4,8	4,8
Vòng quay hàng tồn kho	3,7	3,3	3,7	3,7
Vòng quay khoản phải trả	2,1	2,7	2,7	2,7

<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,5	1,7	1,7	1,6
Nhanh	0,9	0,9	0,9	0,8

<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	0,0	0,0	5,2	8,1
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	5,2	8,1

Đvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Tiền	193	168	121	112
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	389	340	457	498
Tồn kho	364	446	434	470
Tài sản ngắn hạn khác	6	4	4	4
Tài sản cố định hữu hình	75	78	167	297
Tài sản cố định vô hình	63	62	61	54
Tài sản dài hạn khác	6	4	4	5
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.290</b>	<b>1.296</b>	<b>1.443</b>	<b>1.634</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	622	550	585	633
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	40	70
Quỹ khen thưởng phúc lợi	18	0	14	31
Quỹ đầu tư KHCN	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>677</b>	<b>586</b>	<b>678</b>	<b>774</b>
Vốn đầu tư của CSH	133	177	183	183
Cổ phiếu quỹ	-1	-1	-1	-1
Lợi nhuận giữ lại	136	249	304	373
Lợi nhuận khác	28	26	26	26
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>247</b>	<b>232</b>	<b>253</b>	<b>278</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>542</b>	<b>682</b>	<b>760</b>	<b>859</b>
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.290</b>	<b>1.296</b>	<b>1.433</b>	<b>1.634</b>

<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>LN TT</b>	<b>148</b>	<b>180</b>	<b>181</b>	<b>199</b>
Khấu hao	14	11	29	28
<b>Các điều chỉnh</b>	<b>(162)</b>	<b>(191)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Thay đổi vốn lưu động	138	6	(107)	(63)
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>138</b>	<b>6</b>	<b>102</b>	<b>164</b>
Thay đổi TSCĐ	(8)	(13)	(0)	(0)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	31	99	-	-
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	-	-	-	-
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>23</b>	<b>87</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
Nhận/trả lại vốn góp	-	44	-	-
Vay mới/trả nợ vay	(81)	-	(40)	(30)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	(34)	(81)	(109)	(143)
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>(115)</b>	<b>(38)</b>	<b>(149)</b>	<b>(173)</b>
Tiền thuần trong kỳ				
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>147</b>	<b>113</b>	<b>168</b>	<b>121</b>
Tiền và tương đương tiền	46	55	(47)	(9)
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>194</b>	<b>168</b>	<b>121</b>	<b>112</b>

## BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

95 Võ Văn Tấn – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**