

**CÔNG TY CỔ PHẦN NAFODS GROUP (HSX:NAF)**
**Phạm Quang Thành**

Chuyên viên phân tích

 Email: [thanhpq@fpts.com.vn](mailto:thanhpq@fpts.com.vn)

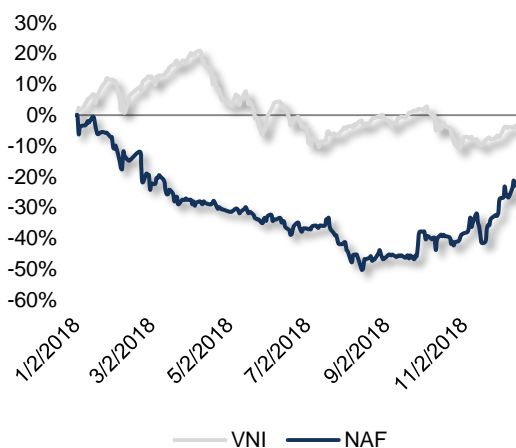
Tel: (8424) – 3773 7070 Ext: 4304

 Giá hiện tại: **14.400**

 Giá mục tiêu: **10.893**

 Tăng/giảm: **-22%**

Khuyến nghị

**BÁN**
**Biến động giá cổ phiếu NAF**

**GIÁ BÁN GIẢM MẠNH**
**DÒNG TIỀN LÀ VẤN ĐỀ CẦN LƯU TÂM**

Chúng tôi tiến hành phân tích và định giá cổ phiếu NAF – Công ty cổ phần Nafoods Group bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của NAF là **10.893 VNĐ/cp** thấp hơn 22% so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cho mục tiêu dài hạn. Quan điểm phân tích dựa trên những luận điểm sau:

- **Màng nước ép chanh leo cô đặc: Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh do giá bán giảm, giá nguyên liệu không đổi.** Giá bán nước ép chanh leo cô đặc năm 2018 giảm 18%yoy, trong khi đó, giá dịch chanh leo nguyên liệu nhập vào không có biến động đáng kể. Màng nước ép chanh leo cô đặc chiếm 54% doanh thu và 47% lợi nhuận gộp.
- **Màng giống cây trồng: Tốc độ tăng trưởng chững lại.** Tốc độ tăng trưởng sản lượng và doanh thu màng giống cây trồng năm 2017 lần lượt là 19% và 12%. Chỉ tiêu này của NAF trong năm 2016 lần lượt là 124% và 52%. Tốc độ tăng trưởng chậm lại do giá bán các sản phẩm chanh leo giảm ảnh hưởng đến nhu cầu trồng mới của nông dân. Hiện tại, sản lượng bán của NAF đã đạt 3,5 triệu cây giống/năm đạt 87,5% công suất thiết kế của vườn ươm.
- **Cơ cấu tài sản với tỷ lệ các khoản phải thu lớn (hơn 50%) cho thấy doanh nghiệp đang bị chiếm dụng tài sản mạnh.** Khả năng thu hồi các khoản phải thu này là yếu tố cần theo dõi khi đánh giá mức độ rủi ro của tài sản doanh nghiệp. Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh và dòng tiền đầu tư âm trong nhiều năm khiến nguồn tiền vận hành doanh nghiệp chủ yếu đến từ dòng tiền tài chính (thông qua vay nợ). Điều này cho thấy doanh nghiệp đang bị phụ thuộc vào các nguồn lực bên ngoài để duy trì hoạt động.
- **Rủi ro đầu ra lớn.** Việc sụt giảm mạnh doanh thu trong 2 quý đầu năm 2018 đến từ việc một vài đối tác ngừng nhập khẩu nước ép chanh leo cô đặc. Điều này cho thấy, đầu ra của NAF đang bị phụ thuộc vào đối tác mua, doanh nghiệp chưa có phương án dự phòng.

**Thông tin giao dịch (14/12/2018)**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	14.400
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	21.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	10.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	36.300.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	36.299.782
KLGD b/quân 30 ngày (cp/phiên)	187.936
% sở hữu nước ngoài	13,8
EPS (VNĐ)	890
P/E	15,73
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	522,71

**Thông tin doanh nghiệp**

Tên	Công ty CP Nafoods Group
Địa chỉ	Số 47 Nguyễn Cảnh Hoan, phường Quán Bàu, Thành phố Vinh, tỉnh Nghệ An
Doanh thu chính	Sản xuất kinh doanh nước trái cây
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu chanh leo, chi phí nhân công
Lợi thế cạnh tranh	Xây dựng chuỗi giá trị khép kín
Rủi ro chính	Rủi ro giá thị trường, rủi ro dòng tiền

# 1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

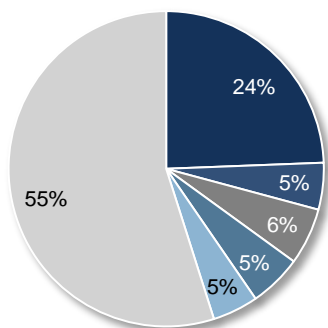
## 1.1. LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

Thời gian	Sự kiện
1995 – 1999	Công ty cổ phần Nafoods Group tiền thân là công ty TNHH Thành Vinh được thành lập năm 1995. Thời gian đầu công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và phân phối nước giải khát mang thương hiệu Festi. Hoạt động này mang lại lợi nhuận lớn cho công ty trong thời gian đầu, tuy nhiên khoảng cuối những năm 90 công ty chịu sự cạnh tranh mạnh từ các thương hiệu nước ngoài như CocaCola, Pepsi... nên doanh số giảm đáng kể.
2000 – 2007	Chuyển đổi mô hình sản xuất kinh doanh sang chế biến xuất khẩu các sản phẩm rau quả với sản phẩm chủ lực là nước dứa cô đặc. Do không cạnh tranh được trên thị trường xuất khẩu, công ty rơi vào tình trạng khó khăn.
2009 – 2011	Phát triển sản phẩm mới: nước ép chanh leo. Sản phẩm này dần thay thế nước dứa và trở thành sản phẩm chủ lực của công ty. Công ty từng bước vượt qua giai đoạn khủng hoảng.
2013	Đầu tư dây chuyền sản xuất rau củ đông lạnh IQF.
2014	Tiến sâu hơn trong chuỗi giá trị với việc đưa vào hoạt động vườn ươm giống chanh leo cung ứng cho vùng nguyên liệu của công ty và kinh doanh cây giống trên thị trường.
2015	Phát triển sản phẩm nước hoa quả Juice Smile mang thương hiệu Nafoods. Sản phẩm này được tiêu thụ tại thị trường trong nước.  Cũng trong năm này, công ty chính thức niêm yết trên sàn giao dịch với mã chứng khoán NAF.
2016 – 2018	Nâng công suất viện giống cây trồng lên 4 triệu cây giống/năm.  Hoàn thành tổ hợp chế biến hoa quả xuất khẩu tại Long An.



## 1.2. CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

**Cơ cấu cổ đông NAF**



- Nguyễn Mạnh Hùng
- Vietnam Holding Limited
- Indochina Capital Vietnam Holdings Ltd
- Endurance Capital Vietnam I Ltd
- Phan Thị Minh Châu
- Khác

Ông Nguyễn Mạnh Hùng là cổ đông sáng lập doanh nghiệp. Trước thời điểm công ty niêm yết (năm 2015) ông Nguyễn Mạnh Hùng sở hữu 80% vốn điều lệ. Sau thời điểm niêm yết (2015), tỷ lệ sở hữu của ông Hùng ở Nafoods Group giảm dần và hiện tại ông sở hữu khoảng 24% vốn điều lệ công ty.

Các quỹ đầu tư Vietnam Holding Limited và Indochina Capital Vietnam Holding Ltd bắt đầu đầu trở thành cổ đông của Nafoods Group từ năm 2015. Từ khoảng đầu năm 2018 đến nay Vietnam Holding Limited giảm tỷ lệ sở hữu từ 7% xuống 5%.

Quỹ đầu tư Endurance Capital Vietnam Ltd trở thành cổ đông lớn của Nafoods Group vào đầu năm 2018 sau khi cổ đông này mua số lượng cổ phiếu vừa đủ để nâng tỷ lệ sở hữu lên 5%. Quỹ đầu tư này hiện có một thành viên trong hội đồng quản trị công ty.

### 1.3. LĨNH VỰC KINH DOANH

Sản xuất và kinh doanh các loại nước ép hoa quả, rau củ quả đông lạnh, trái cây tươi và và kinh doanh giống cây trồng.

#### Các sản phẩm của NAF

**Nước ép chanh leo cô đặc**



**Nước ép Gấc Puree**



**Rau củ quả đông lạnh IQF**



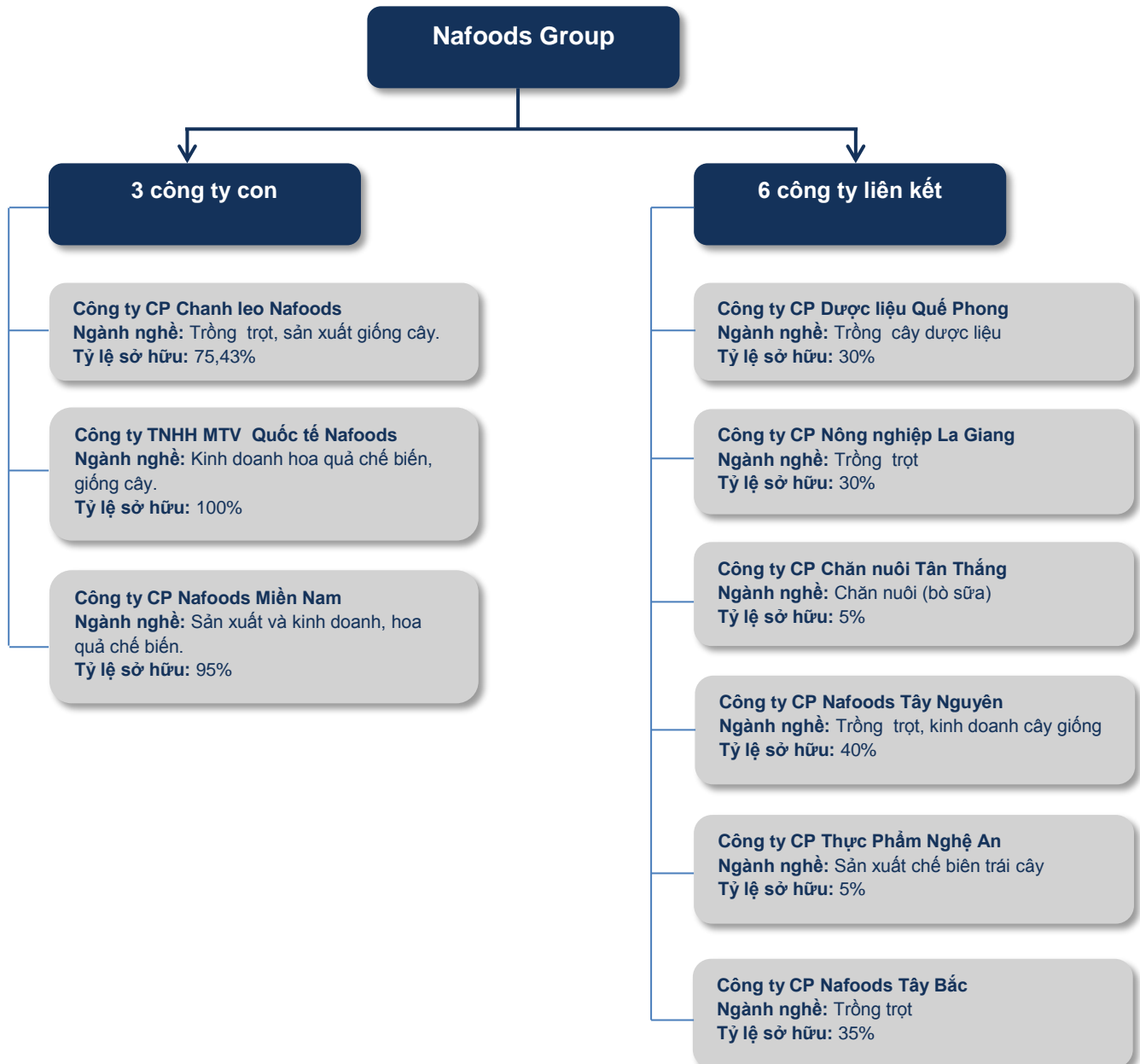
**Trái cây tươi**



**Giống cây trồng**



### 1.4. CƠ CẤU DOANH NGHIỆP



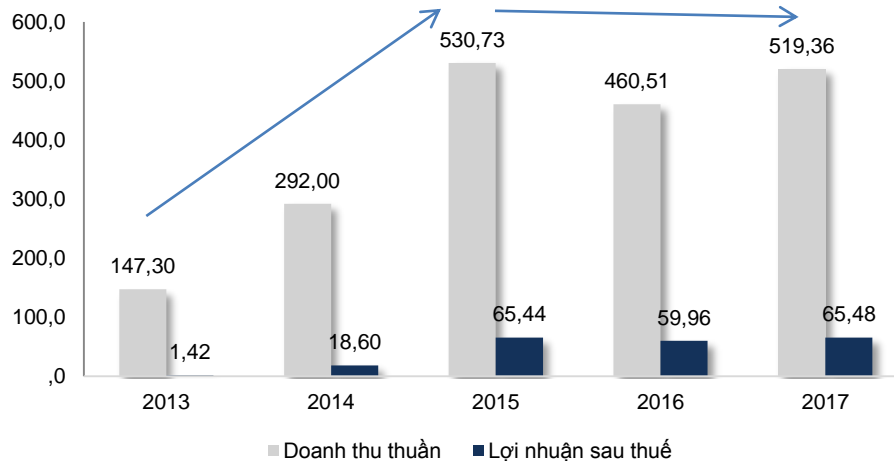
## 2. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### 2.1. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

#### 2.1.1. Kết quả kinh doanh chừng lại sau thời kì tăng trưởng nóng

**Doanh thu và lợi nhuận NAF giai đoạn 2013 – 2017**

(đv: Tỷ đồng)



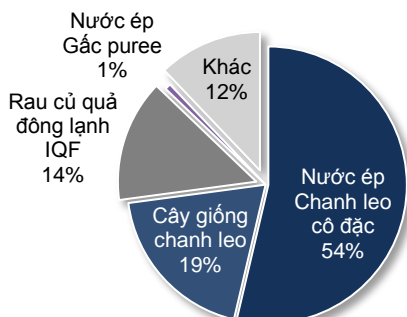
Kết quả kinh doanh của NAF có sự thay đổi rõ rệt ở 2 giai đoạn: trước và sau năm 2015

- **Giai đoạn 2013 – 2015:** Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng nóng với CAGR doanh thu là 90%, CAGR lợi nhuận sau thuế 679%. Theo báo cáo của doanh nghiệp, đây là thời kì bùng nổ các đơn hàng xuất khẩu nước ép cô đặc chanh leo, việc tích cực tìm kiếm thị trường và đầu tư mở rộng vùng nguyên liệu là nguyên nhân giúp NAF vượt qua thời kì khó khăn trước đó để đạt mức tăng trưởng này.
- **Giai đoạn 2015 – 2017:** Doanh thu và lợi nhuận có xu hướng giảm với CAGR doanh thu là -1%, CAGR lợi nhuận sau thuế là 0%. Đây là giai đoạn diễn biến giá chanh leo cô đặc biến động với xu hướng giảm ([chi tiết](#)), kết quả kinh doanh các sản phẩm rau củ quả IQF không tích cực. Trong giai đoạn này, NAF hợp tác với các đối tác tại châu Âu để sản xuất các sản phẩm đồ uống sau cùng trong chuỗi giá trị (JuiceSmile, Gacday). Trong đó, NAF sản xuất nước ép cô đặc, còn đối tác thực hiện khâu thiết kế đóng gói. Sản phẩm này được nhập lại và bán thử nghiệm tại thị trường trong nước, tuy nhiên kết quả kinh doanh chưa thành công khi các sản phẩm này chỉ đóng góp khoảng 1% doanh thu và vẫn chưa hề sinh lợi nhuận.

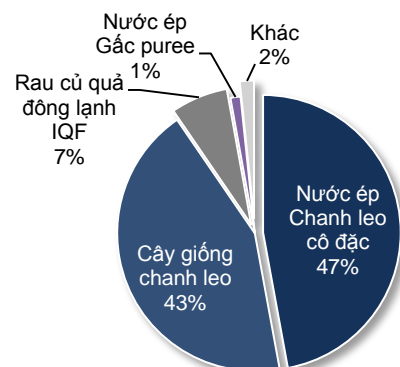
Năm 2015 là năm Nafoods thực hiện tăng vốn điều lệ từ 200 tỷ lên 300 tỷ đồng. Đây cũng là năm cổ phiếu NAF lần đầu tiên niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp. HCM (HSX).

#### 2.1.2. Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận: Các sản phẩm chanh leo vẫn là chủ đạo

**Cơ cấu doanh thu năm 2017**



**Cơ cấu lợi nhuận năm 2017**



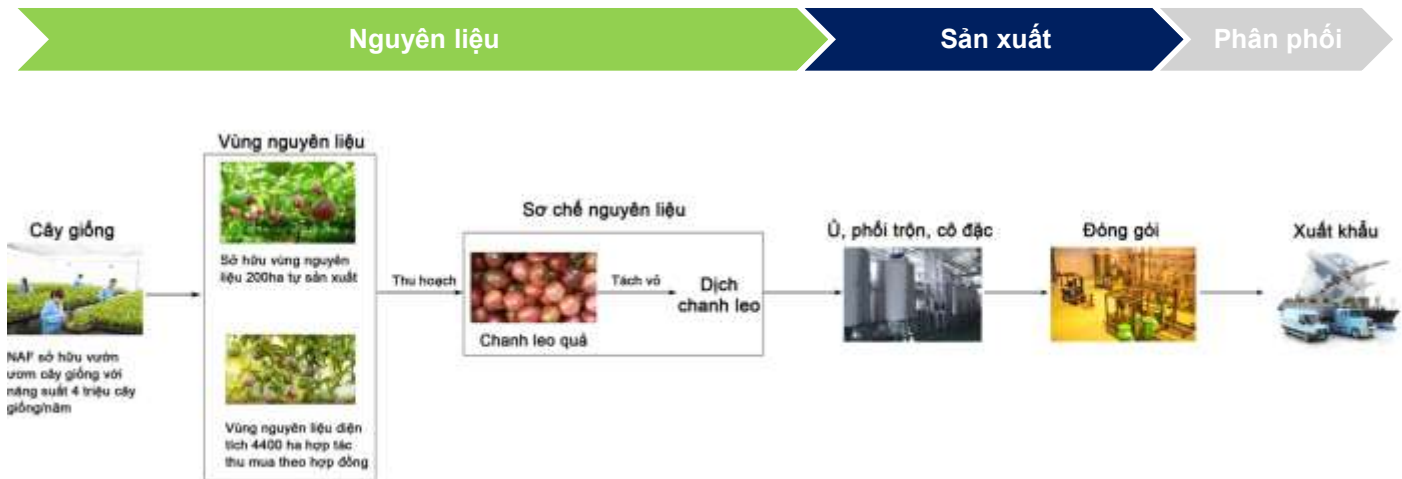
Nguồn: NAF

Doanh thu của NAF năm 2017 chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh các sản phẩm chanh leo. Trong đó, sản

phẩm nước ép chanh leo cô đặc chiếm tỷ trọng cao nhất với 54% doanh thu, mức tỷ trọng này giảm so với năm 2016 (chiếm 63% doanh thu) nhưng vẫn vượt trội so với các mảng khác, cho thấy đây vẫn là sản phẩm chủ lực của NAF.

Lợi nhuận của NAF năm 2017 chủ yếu đến từ mảng nước ép chanh leo cô đặc (47%) và cây giống chanh leo (43%). Mảng cây giống chanh leo chỉ chiếm 19% doanh thu nhưng đóng góp tới 43% lợi nhuận cho thấy đây hiện đang là mảng hiệu quả nhất của NAF. Nguyên nhân do NAF đang là một trong số ít các đơn vị ở Việt Nam có khả năng sản xuất giống chanh leo Đài Nông F1, nhu cầu thị trường cao trong những năm gần đây khiến giá bán được duy trì tốt. Mảng Rau củ quả IQF chiếm 14% doanh thu nhưng chỉ đóng góp 7% lợi nhuận do mảng này có biên lợi nhuận nhỏ, khoảng cách đến vùng nguyên liệu xa làm các chi phí vận chuyển cao.

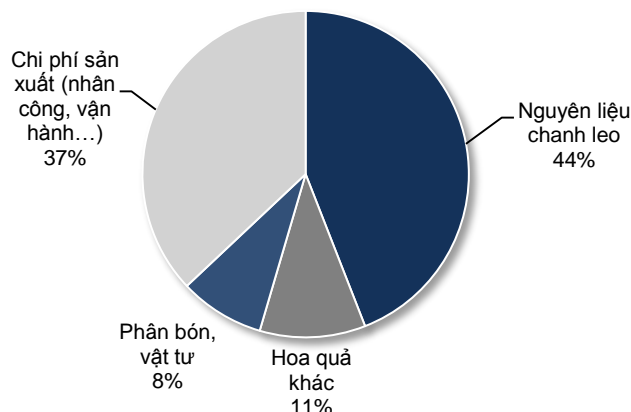
## 2.2. CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP



Nguồn: FPTs Research

### 2.2.1. Đầu vào: Nguồn cung được đảm bảo, chi phí nguyên liệu đi ngang sau thời gian giảm nóng.

Cơ cấu giá vốn NAF 2017



Nguồn: NAF, FPTs Research

**Nguyên liệu dịch chanh leo:** Các đối tác địa phương tại vùng nguyên liệu của Nafoods thu mua quả chanh leo từ nông dân và thực hiện sơ chế tách vỏ lấy dịch. Nafoods thu mua nguyên liệu là dịch chanh leo từ các đối tác này sau đó vận chuyển về nhà máy để chế biến. Do đã loại bỏ phần không sử dụng là vỏ (chiếm 50% trọng lượng quả) nên việc thu mua nguyên liệu dưới dạng dịch giúp tiết giảm chi phí vận chuyển hơn. Nguyên liệu dịch chanh leo hiện chiếm khoảng 44% cơ cấu giá vốn, là thành phần nguyên liệu chiếm tỷ trọng cao nhất. Do đó, khả năng ổn định nguồn cung, chất lượng và diễn biến giá dịch chanh leo nhập có ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất kinh



doanh của NAF.

- **Nguồn cung lớn:** Diện tích vùng nguyên liệu hiện tại của Nafoods gồm 200 ha đất sản xuất và 4400 ha đất hợp tác thu mua nguyên liệu theo hợp đồng. Vùng nguyên liệu này chủ yếu phân bố ở khu vực Nghệ An, Tây Bắc, và Tây Nguyên. Đây là những vùng có điều kiện thuận lợi cho phát triển cây chanh leo. Lợi ích kinh tế mang lại từ cây chanh leo khá cao (lãi khoảng 300 triệu đồng/ha), cây dễ trồng ít cần chăm sóc là những nguyên nhân khiến việc mở rộng vùng nguyên liệu chanh leo của Nafoods thuận lợi trong các năm gần đây.
- **Chất lượng nguyên liệu tốt:** Dịch chanh leo để sản xuất nước ép cô đặc của NAF là dịch của quả chanh leo tím (giống Đài Nông F1). Đây là giống chanh leo có nguồn gốc từ Đài Loan, là giống chanh leo có nhiều ưu điểm so với giống chanh leo cũ (chanh leo vàng).

**Chanh leo tím**



- Kích thước quả lớn
- Vị ngọt
- Năng suất từ trung bình đến cao.

**Chanh leo vàng**



- Kích thước quả nhỏ
- Vị chua
- Năng suất thấp đến trung bình.

Nguồn: FPTs Research

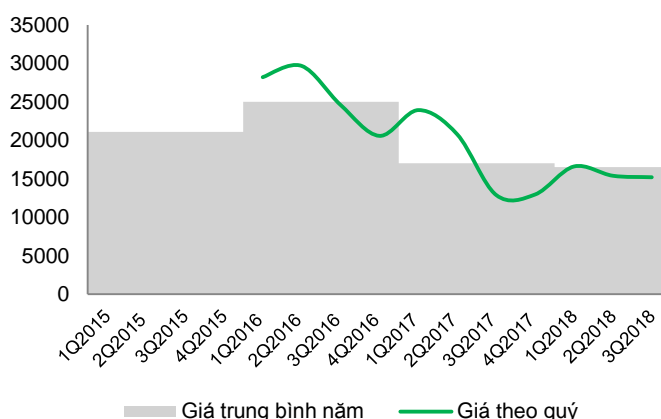
Hiện tại, NAF có khả năng tự sản xuất cây giống chanh leo (giống Đài Nông F1) với công suất vườn ươm đạt 4 triệu cây giống/năm. NAF cũng là đơn vị duy nhất tại Việt Nam ươm thành công cây giống Đài Nông F1 ở quy mô thương mại. Sản phẩm của công ty được chuyển giao công nghệ từ Đài Loan và có chất lượng tương đương. Cây giống sản xuất được tiêu thụ qua 2 kênh:

- (1) Bán cho các công ty liên kết và cam kết thu mua đầu ra (chiếm 5%),
- (2) Bán cho các công ty và các hộ kinh doanh khác không cam kết đầu ra (chiếm 95%) [\(chi tiết\)](#).

Việc có viện nghiên cứu và ươm giống chanh leo mang lại nhiều lợi ích cho NAF:

- Kiểm soát chất lượng đầu vào của nguyên liệu.
  - Xây dựng quan hệ với các nhà cung cấp nguyên liệu (dịch chanh leo), do đó nguồn cung đầu vào ổn định.
  - Tạo doanh thu với biên lợi nhuận cao.
- **Diễn biến giá dịch chanh leo duy trì ở mức thấp trong năm 2018 và có thể tăng trở lại trong giai đoạn 2019 – 2022:**

**Diễn biến giá dịch chanh leo nguyên liệu giai đoạn 2016 – 2017 (đv: VNĐ/kg)**



Chi phí nguyên liệu của NAF có xu hướng giảm. Từ năm 2016, giá dịch chanh leo thu mua giảm mạnh từ mức 30.000 VNĐ/kg về mức 13.000 VNĐ/kg. Giá thu mua dịch chanh leo thường có xu hướng cao hơn trong 2 quý đầu năm do không phải thời điểm thu hoạch của chanh leo, vào vụ thu hoạch chính (quý 3) giá dịch nguyên liệu giảm đáng kể. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2018, giá dịch nguyên liệu ở mức tương đương so với cùng kì (khoảng 16.000 đồng/kg). Theo ước lượng của chúng tôi, giá dịch chanh leo trung bình năm 2018 của NAF duy trì ở mức tương đương năm 2017. Tuy nhiên, giá dịch chanh leo nguyên liệu có thể tăng nhẹ trở lại từ

năm 2019 do tính chu kỳ của nguyên liệu này. Cụ thể, cây chanh leo có chu kỳ sinh trưởng 3 năm, cây có thể khai thác sau khi trồng từ 5 đến 6 tháng và phá bỏ để trồng mới sau 3 năm. Như vậy, lượng cây được trồng nhiều vào khoảng năm 2015 - 2016 sẽ tàn và bị phá bỏ vào năm 2018 – 2019. Điều này làm giảm nguồn cung chanh leo quả và dịch chanh leo nguyên liệu trên thị trường.

**Nguyên liệu các loại hoa quả khác** (dứa, thanh long, vải...) là đầu vào cho mảng sản xuất rau củ quả IQF. Các nguyên liệu này chiếm tỷ trọng khá nhỏ (khoảng 11%) do mảng sản xuất Rau củ quả IQF hiện chỉ chiếm 14% doanh thu. Trong tương lai NAF có kế hoạch phát triển mở rộng mảng này, tỷ trọng chi phí cho các loại hoa quả khác có thể tăng trong thời gian tới. **Các chi phí sản xuất chung** (nhân công, năng lượng...) chiếm 37%. Hiện tại, chi phí sản xuất này chủ yếu phát sinh từ việc thuê ngoài công ty thực phẩm Nghệ An (gia công nước ép cô đặc) và các chi phí vận chuyển khác. NAF vận hành nhà máy Long An sẽ kỳ vọng làm giảm chi phí này. Tuy nhiên, áp lực khấu hao lớn sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

### Nhà máy Long An đi vào hoạt động sẽ mở ra cơ hội tiếp cận vùng nguyên liệu rộng lớn

Nhà máy Long An đặt tại khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long, vừa hoa quả lớn nhất cả nước. Điều này cho phép Nafoods tiếp cận một vùng nguyên liệu rộng lớn và đa dạng. Khoảng cách địa lý từ nhà máy Long An đến vùng nguyên liệu và khu vực cảng biển đều thuận lợi cho quá trình vận chuyển. Cụ thể:

	Nhà máy Long An	Nhà máy Nghệ An
Khoảng cách từ vùng nguyên liệu đến nhà máy	Từ 70 đến 200km	Từ 130 đến 600km
Khoảng cách từ nhà máy đến cảng biển xuất khẩu	Khoảng 70km	Khoảng 300km
Đặc điểm vùng nguyên liệu	Vùng nguyên liệu là Đồng bằng sông Cửu Long.  Quy mô canh tác lớn, năng suất cao, trái cây thu hoạch đa dạng quanh năm.  Mật bằng giá nguyên liệu thấp hơn.	Vùng nguyên liệu là khu vực Bắc và Bắc Trung Bộ.  Quy mô canh tác nhỏ, năng suất thấp hơn, trái cây kém đa dạng hơn. Bị ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố mùa vụ.  Mật bằng giá nguyên liệu cao hơn các khu vực khác.

Nguồn: NAF, FPTs Research

### Vị trí các nhà máy sản xuất trong chuỗi giá trị của Nafoods Group và vùng nguyên liệu

Nguồn: NAF, FPTs Research



### 2.2.2. Khả năng sản xuất được cải thiện, rủi ro giao dịch với các bên liên quan

Các sản phẩm của NAF hiện đang được sản xuất tại 2 nhà máy: Nhà máy Nghệ An và nhà máy Long An.

- **Nhà máy Nghệ An:** Nhà máy Nghệ An là nhà máy chính chịu trách nhiệm sản xuất các sản phẩm của NAF trong giai đoạn trước năm 2018. Nhà máy này thuộc sở hữu của công ty Thực phẩm Nghệ An, một công ty liên kết của NAF. Dù chỉ sở hữu 5% tại Thực phẩm Nghệ An nhưng NAF có mối quan hệ mật thiết với công ty này. Cụ thể, người đại diện theo pháp luật của công ty Thực phẩm Nghệ An là ông Nguyễn Tiến Chinh – cựu phó giám đốc Nafoods Group. Giám đốc công ty Thực phẩm Nghệ An là ông Nguyễn Mạnh Hùng – chủ tịch hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc Nafoods Group. Nhiều thành viên ban giám đốc Nafoods Group từng công tác làm việc tại công ty Thực phẩm Nghệ An.
- **Nhà máy Long An:** Nhà máy Long An là nhà máy mới, hoàn thành vào tháng 4/2018. Nhà máy thuộc sở hữu của công ty cổ phần Nafoods miền Nam – công ty con của Nafoods Group (sở hữu 95% cổ phần)

**Nhà máy Long An vận hành giúp tăng công suất lên 2,5 lần, giảm chi phí sản xuất từ 15% đến 20%**



#### Thông tin dự án:

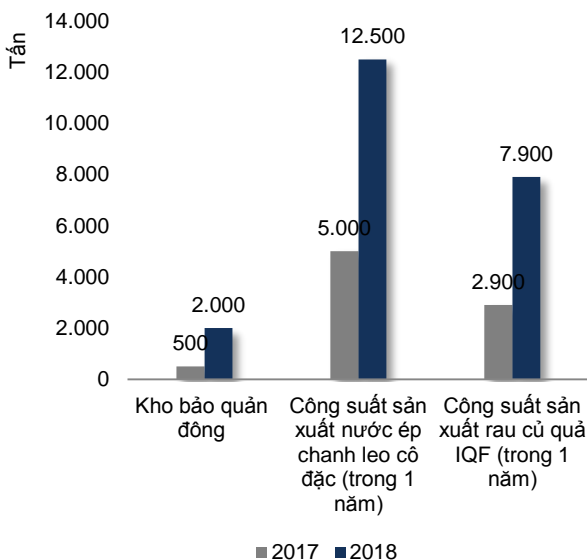
- **Địa điểm:** Xã Hòa Khánh Tây, Đức Hòa, Long An
- **Tổng mức đầu tư:** 410 tỷ đồng
- **Quy mô dự án:**  
Dây chuyền sản xuất dịch chanh leo cô đặc công suất 7.500 tấn/năm  
Dây chuyền sản xuất rau củ quả đông lạnh IQF công suất 5.000 tấn/năm
- **Tình trạng dự án:** Đã hoàn thành và bắt đầu đi vào sản xuất từ tháng 4/2018

Nhà máy Long An đi vào vận hành cải thiện đáng kể khả năng sản xuất của doanh nghiệp. Công suất toàn hệ thống với mảng nước ép chanh leo tăng lên 12.500 tấn/năm (+150% yoy), công suất mảng chế biến rau củ quả đông lạnh IQF tăng lên 7.900 tấn/năm (+172% yoy).

Nhà máy Long An với công nghệ vượt trội so với nhà máy Nghệ An (Nafoods thuê gia công) cho phép doanh nghiệp tiết giảm chi phí (thông qua cắt giảm chi phí thuê ngoài) và đa dạng hóa sản phẩm.

**Công suất hệ thống của NAF trước và sau khi nhà máy Nafoods Long An vận hành**

**So sánh một số tiêu chí 2 nhà máy Long An và Nghệ An**



Tiêu chí	Nhà máy Long An	Nhà máy Nghệ An
Mức tiêu hao năng lượng	Giảm 15 đến 20% mức tiêu hao năng lượng so với nhà máy Nghệ An	
Tự động hóa	Tự động hoàn toàn	Bán tự động
Khả năng đa dạng hóa sản phẩm	Phù hợp cho tất cả các loại sản phẩm trên dây chuyền đông lạnh (dây chuyền IQF) đặc biệt là các loại sản phẩm mềm	Bị giới hạn bởi một số sản phẩm
Kho bảo quản đông	Hơn 1.500 tấn	Nhỏ hơn 500 tấn
Công suất dây chuyền nước ép chanh leo cô đặc	7.500 tấn/năm	5.000 tấn/năm
Công suất dây chuyền sản xuất Rau củ quả đông lạnh IQF	5.000 tấn/năm	2.900 tấn/năm

Nguồn: NAF



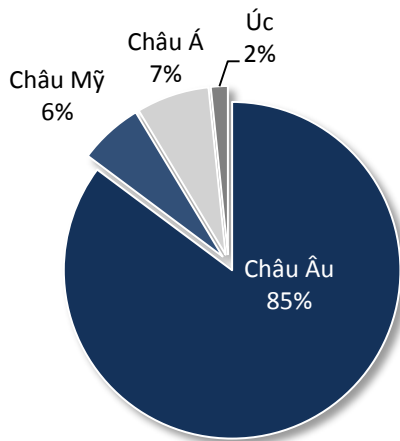
**Đánh giá:** Nhà máy Long An hoàn thành đã cải thiện năng lực sản xuất của NAF. Điều này giúp nâng cao chất lượng sản phẩm, giảm giá thành sản xuất, tăng tính cạnh tranh cho NAF. FPTTS lưu ý nhà đầu tư, nhà máy Nghệ An hiện đang vận hành sản xuất các sản phẩm nước ép cô đặc và rau củ quả IQF của Nafoods Group, đây là nhà máy quan trọng (chịu trách nhiệm chế biến các loại trái cây tại khu vực phía Bắc) nhưng không thuộc sở hữu của Nafoods Group. Giao dịch giữa NAF và công ty Thực phẩm Nghệ An (chủ sở hữu của nhà máy Nghệ An) là vấn đề cần theo dõi.

### 1.2.3 Đầu ra

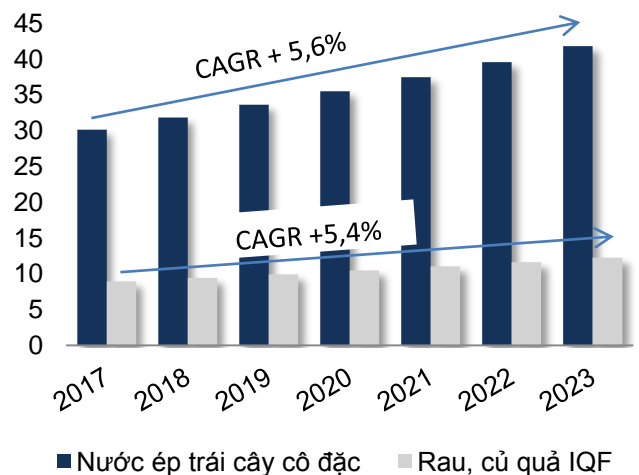
#### Mãng nước ép chanh leo cô đặc và Rau củ quả IQF: Nhu cầu tiêu thụ tăng nhẹ

Đầu ra của NAF có sự khác nhau theo sản phẩm. Các sản phẩm nước chanh leo cô đặc, rau củ quả IQF chủ yếu được xuất khẩu và là nguồn đóng góp chính vào doanh thu của NAF (70%). Thị trường xuất khẩu của NAF chủ yếu là Châu Âu (85%) và châu Á (7%), các thị trường châu Mỹ và Úc vẫn đang ở mức tiềm năng khi chỉ chiếm tỷ trọng khá nhỏ, lần lượt đạt 6% và 2%. Sản phẩm của NAF là các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu, ít bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế, quy mô thị trường nước ép trái cây cô đặc và rau củ quả IQF được dự báo tăng trưởng ổn định với CAGR lần lượt là 5,6% và 5,4%.

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu nước chanh leo cô đặc NAF 2017**



**Dự báo quy mô thị trường nước ép trái cây giai đoạn 2017 – 2023 (đv: Tỷ USD)**



Nguồn: NAF, FPTTS Tổng hợp

#### Cạnh tranh bằng lợi thế giá rẻ nhưng các đối thủ có ưu đãi về thuế

Các sản phẩm xuất khẩu của NAF đều là các sản phẩm nông sản chế biến đơn giản không có nhiều khác biệt:

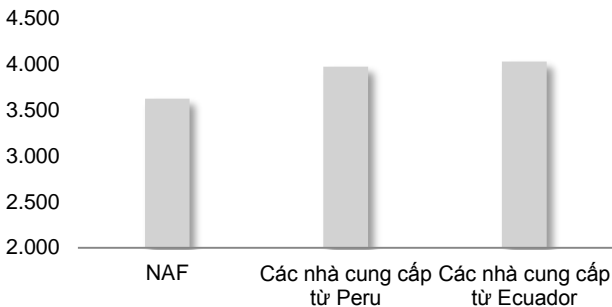
- **Nước ép chanh leo cô đặc:** Đây là sản phẩm được tạo ra thông qua quá trình khai thác ruột của quả chanh leo và làm cô đặc qua hệ thống ly tâm. Quy trình sản xuất khá đơn giản và không có sự khác biệt nhiều với các đối thủ cạnh tranh.
- **Rau củ quả IQF:** Là sản phẩm của quá trình đông lạnh từng cá thể (từng miếng, lát). Các loại rau củ sau khi được mua từ vùng nguyên liệu sẽ được phân loại, rửa sạch và cắt miếng đi qua hệ thống làm lạnh nhanh IQF. Sau đó được đóng gói bảo quản và phân phối.

Đối thủ cạnh tranh của NAF là các công ty xuất khẩu nước ép chanh leo đến từ Nam Mỹ (khu vực xuất khẩu chanh leo chính của thế giới). So sánh với các đối thủ này, NAF có ưu nhược điểm như sau:

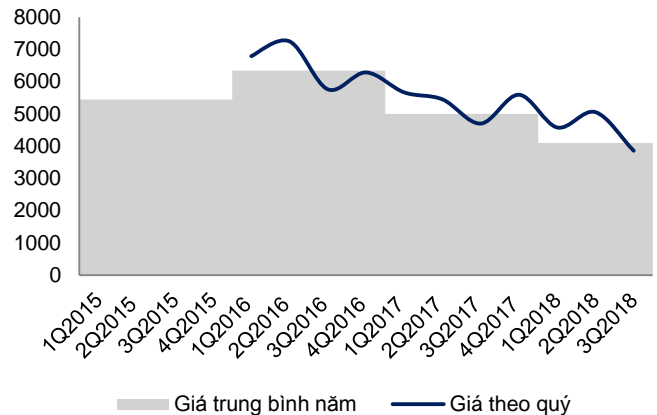
- **Ưu điểm:** Lợi thế nhân công giá rẻ và khả năng ổn định nguồn cung giúp giá thành sản xuất thấp hơn.
- **Nhược điểm:** Tại thị trường châu Âu, sản phẩm của NAF bị áp thuế 7% trong khi sản phẩm của các đối thủ đến từ Nam Mỹ không bị áp thuế.

Do áp lực cạnh tranh từ các đối thủ nên giá bán nước ép chanh leo cô đặc của NAF có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2016 – 2018. 9 tháng đầu năm 2018, giá bán nước ép chanh leo cô đặc trung bình khoảng 4100 USD/tấn giảm 18% so với mặt bằng giá 2017. Trong ngắn và trung hạn, chúng tôi dự báo giá nước ép chanh leo cô đặc tiếp tục duy trì ở mức thấp do áp lực cạnh tranh tại thị trường châu Âu.

**Giá thành sản xuất của NAF so với các đối thủ cạnh tranh năm 2017 (đv: USD/tấn)**



**Giá bán nước ép chanh leo cô đặc giai đoạn 2016 – 2017 (đv: USD/tấn)**



Nguồn: NAF, FPTs Tổng hợp

**Đánh giá:** Kết quả kinh doanh mảng nước ép chanh leo cô đặc của NAF bị ảnh hưởng trực tiếp từ giá bán nước ép chanh leo trên thế giới và nhu cầu từ các đối tác nhập khẩu tại châu Âu. Giá bán nước ép chanh leo đang trong xu thế giảm và đối tác nhập khẩu từ châu Âu ngưng nhập sản phẩm trong Quý 1/2018 có thể khiến doanh thu mảng nước ép chanh leo cô đặc năm 2018 giảm khoảng 10% so với năm 2017.

Kết quả kinh doanh mảng Rau củ quả IQF được dự báo tăng trưởng tốt do trong năm 2018, nhà máy Long An đi vào vận hành sẽ mở ra cơ hội tiếp cận vùng nguyên liệu lớn, hạ giá thành sản xuất, tăng khả năng cạnh tranh cho sản phẩm của NAF.

### Mảng giống cây trồng: tốc độ tăng trưởng giảm dần

Sản phẩm bán trong nước chủ yếu là giống cây trồng và hoạt động thương mại nông sản.

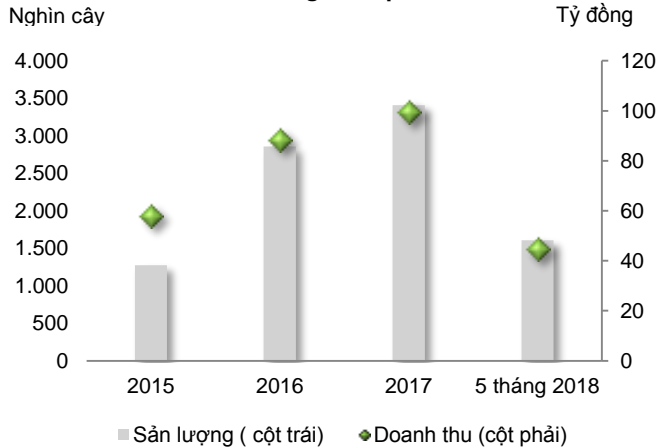
Với ưu thế là đơn vị duy nhất tại Việt Nam sản xuất giống cây chanh leo tím (Đài Nông F1), sản phẩm cây giống của NAF có giá bán hợp lý và khả năng tiêu thụ tốt. Sau khi vườn ươm cây giống tại Quế Phong vận hành, giai đoạn 2014 - 2017, sản lượng cây giống tiêu thụ tăng từ 1 triệu cây giống lên 3,5 triệu cây giống vào (CAGR +87%), doanh thu mảng tăng từ 60 tỷ lên xấp xỉ 100 tỷ đồng (CAGR +29%).

Sản phẩm giống cây chanh leo của NAF chủ yếu được tiêu thụ tại huyện Quế Phong, tỉnh Nghệ An (chiếm 55%); các khu vực miền núi Tây Nguyên; Sơn La và cho một số đối tác như Hoàng Anh Gia Lai, Souk Hong Heng.

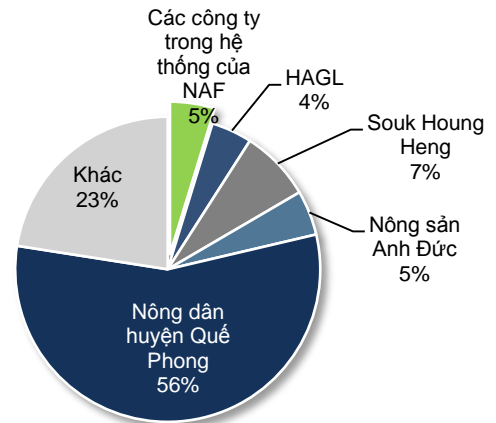
Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của mảng giống cây trồng đang có xu hướng giảm dần. Năm 2016, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và doanh thu lần lượt là 124% và 52%. Năm 2017, hai chỉ tiêu này đều giảm, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đạt 19% và tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 12%. Nguyên nhân là trong giai đoạn này giá chanh leo quả, dịch chanh leo nguyên liệu biến động mạnh với xu thế giảm. Điều này làm tâm lý đầu tư vườn chanh leo của các hộ nông dân trở nên thận trọng hơn. Ảnh hưởng đến khả năng tiêu thụ cây giống của NAF.

Dự báo kết quả kinh doanh của mảng giống cây trồng của NAF năm 2018 tiếp tục tăng trưởng khoảng 8%. Trong dài hạn, quy mô của mảng kinh doanh giống cây trồng bị hạn chế bởi công suất của vườn ươm. Hiện tại, NAF đã sử dụng khoảng 87,5% công suất của vườn.

**Sản lượng và doanh thu măng cây giồng chanh leo NAF giai đoạn 2015 - 2018**



**Cơ cấu khách hàng măng cây giồng chanh leo năm 2017**



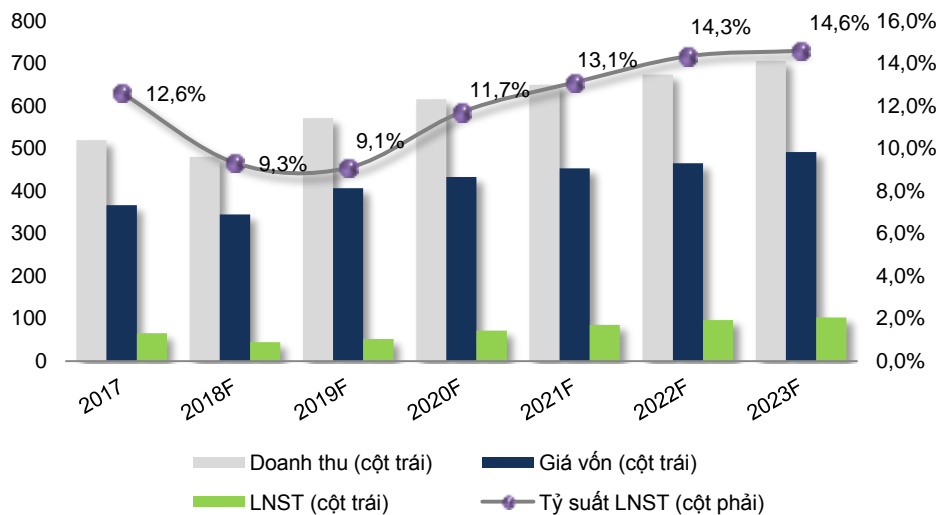
Nguồn: NAF

[\(trở lại\)](#)

### 2.3. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Với những phân tích như trên, chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả kinh doanh cho NAF trong giai đoạn 2018 – 2023 như sau:

**Dự phóng kết quả kinh doanh của NAF giai đoạn 2018 – 2023**  
(đv: Tỷ đồng)



Nguồn: FPTs Research

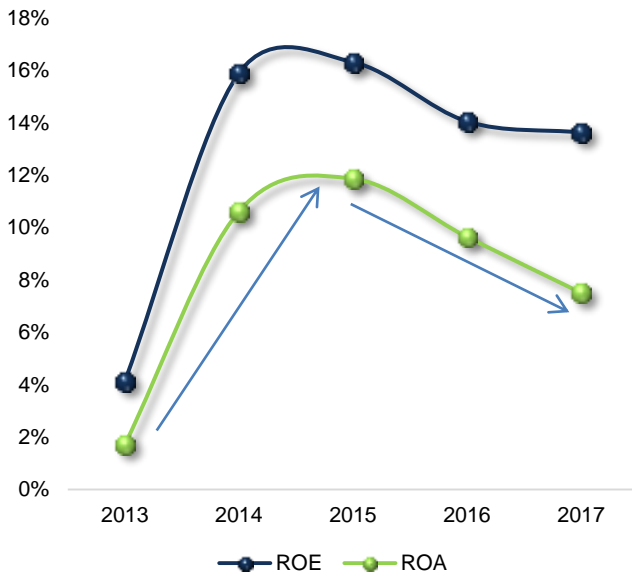
Năm 2018, chúng tôi dự báo doanh thu của NAF giảm khoảng 8% yoy do giá bán có xu hướng giảm (giảm 15% so với năm 2017), và đối tác châu Âu ngưng nhập khẩu sản phẩm nước ép chanh leo cô đặc trong Quý 1. Lợi nhuận sau thuế -34% yoy do giá bán giảm mạnh hơn giá nguyên liệu đầu vào. Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng của NAF tăng mạnh nhằm tìm kiếm đầu ra cho nhà máy mới. Bên cạnh đó các chi phí khấu hao, chi phí quản lý tăng trong kỳ cũng cũng là nguyên nhân làm giảm lợi nhuận sau thuế. FPTs dự phóng biên lợi nhuận sau thuế của NAF năm 2018 chỉ đạt 9,3%.

Giai đoạn 2019 – 2023, sau khi nhà máy Long An vận hành ổn định, chúng tôi dự báo doanh thu NAF tăng trưởng với CAGR +8%, LNST tăng trưởng với CAGR +16,2%. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế tăng từ 9,3% lên 13,5% do dự báo nhà máy mới sẽ đạt hiệu quả cao hơn khi sản lượng sản xuất tăng, giá bán nước ép chanh leo cô đặc sẽ hồi phục trong giai đoạn này.

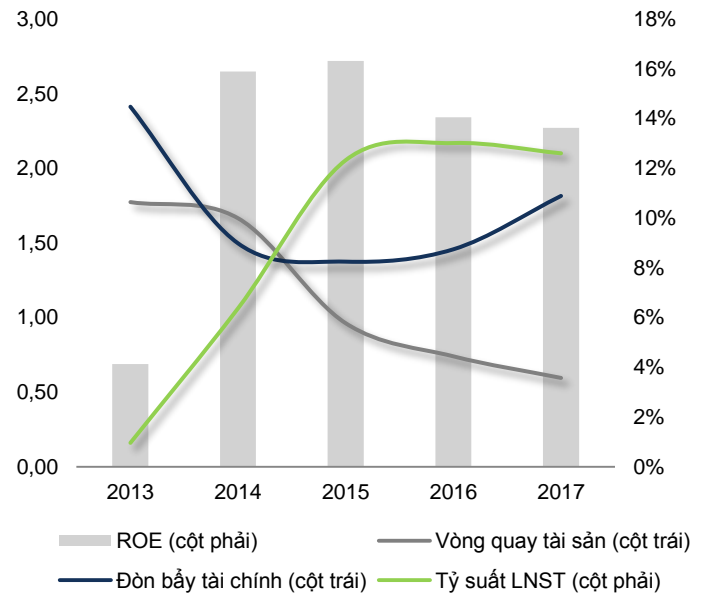
### 3. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

#### 3.1 KHẢ NĂNG SINH LỢI GIẢM DẦN

Các chỉ tiêu sinh lời của Nafoods giai đoạn 2013 – 2017



Phân tích DuPont



Nguồn: BCTC NAF

Các chỉ tiêu sinh lời (ROE, ROA) của NAF đều chứng lại và giảm dần từ năm 2015. Để làm rõ nguyên nhân của sự suy giảm này chúng tôi sử dụng phân tích Dupont và đánh giá các nhân tố cấu thành nên chỉ số ROE:

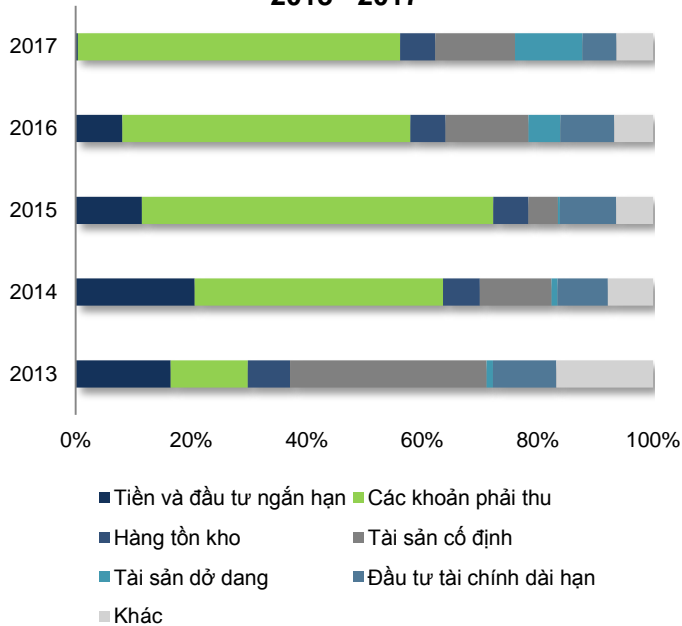
- **Đòn bẩy tài chính:** Đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm trước năm 2015 và sau đó tăng trong giai đoạn 2015 – 2017. Nguyên nhân do trong giai đoạn trước, doanh nghiệp liên tục phát hành tăng vốn điều lệ vào các năm 2014 (tăng vốn điều lệ từ 40 lên 200 tỷ đồng), năm 2015 (tăng vốn điều lệ từ 200 lên 300 tỷ đồng) dẫn đến giảm mạnh tỷ lệ đòn bẩy (từ mức 2,5 về 1,4). Sau năm 2015, NAF hạn chế tăng vốn điều lệ và chuyển sang sử dụng nợ vay, chủ yếu là để bổ sung vốn lưu động và hoạt động đầu tư (dự án nhà máy Long An). Đòn bẩy tài chính khả năng sẽ chỉ tăng nhẹ trong thời gian tới do doanh nghiệp đã hoàn thành nhà máy Long An nên các khoản vay mới phát sinh chỉ nhằm bổ sung vốn lưu động.
- **Tỷ suất lợi nhuận sau thuế:** Tăng mạnh trước năm 2015 và đi ngang trong giai đoạn 2015 – 2017. Trong giai đoạn trước năm 2015, doanh thu của NAF tăng trưởng cao (CAGR +90%), quy mô của hoạt động sản xuất đủ lớn để bù đắp cho các chi phí quản lý vận hành, tỷ lệ các chi phí quản lý, chi phí bán hàng trên doanh thu giảm mạnh. Giai đoạn 2015 – 2017, quy mô doanh thu chứng lại, hoạt động sản xuất ổn định hơn. Dự báo sau khi nhà máy Long An vận hành ổn định, tỷ suất lợi nhuận sau thuế sẽ được cải thiện.
- **Vòng quay tài sản:** giảm liên tục trong 5 năm gần nhất. Trong giai đoạn 2013 – 2017, vòng quay tài sản của NAF giảm từ 1,78 về 0,6. Nguyên nhân do trong giai đoạn này, tổng tài sản của NAF tăng liên tục (từ 82 tỷ lên 871 tỷ), trong đó chủ yếu tài sản được phân bổ vào các khoản phải thu, tài sản dở dang. Đây là những tài sản không hoặc chưa được vận hành để tạo ra doanh thu. Các tài sản dở dang (nhà máy Long An) vừa hoàn thành và được đưa vào sử dụng trong Quý 2/2018, kỳ vọng sẽ cải thiện chỉ số vòng quay này cho NAF. Diễn biến khoản phải thu là yếu tố cần theo dõi.

**Đánh giá:** Vốn của doanh nghiệp chủ yếu đi vào các tài sản đầu tư dở dang và tài sản bị chiếm dụng đang là nguyên nhân chính làm giảm tỷ suất sinh lời của NAF. Hiệu quả của nhà máy Long An sau khi được đưa vào sử dụng và khả năng thu hồi các tài sản bị chiếm dụng (các khoản phải thu) sẽ quyết định đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp.



### 3.2 CƠ CẤU TÀI SẢN BẤT HỢP LÝ

**Cơ cấu tài sản NAF giai đoạn 2013 - 2017**



Nguồn: BCTC NAF

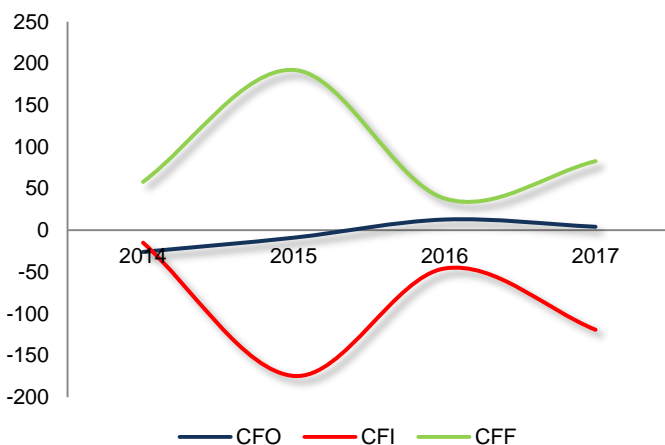
Cơ cấu tài sản của NAF không hợp lý do:

- Tỷ trọng tài sản sử dụng trong hoạt động sản xuất kinh doanh (các tài sản cố định, đầu tư) ở mức thấp.
- Tỷ trọng tài sản bị chiếm dụng ở mức cao. Các khoản phải thu thường xuyên chiếm đến hơn 50% tổng tài sản. Các khoản phải thu này chủ yếu đến từ đối tác là khách hàng nước ngoài ([chi tiết](#)). Giá trị phải thu của các khách hàng này không ngừng tăng qua các năm. Ở chiều ngược lại, tỷ trọng tiền trên tổng tài sản của doanh nghiệp không ngừng giảm dẫn đến nguy cơ thiếu khả năng thanh khoản. NAF hiện đang tăng cường sử dụng nợ vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động cho doanh nghiệp. Theo đánh giá của chúng tôi, trong năm 2018 giá trị các khoản phải thu của NAF sẽ giảm khoảng 10% do khách hàng Flagfood AG (đối tác có phải thu lớn nhất, chiếm 50% phải thu khách hàng) ngừng mua hàng trong Quý 1 (giảm lượng phải thu mới phát sinh trong kỳ). Giai đoạn 2019 – 2023, tỷ trọng khoản phải thu trên tổng tài sản dao động trong khoảng từ 45% đến 48%.

**Đánh giá:** Việc sử dụng chính sách bán hàng cho nợ trong thời kì tăng trưởng nóng là nguyên nhân gây ra sự mất cân đối trong cơ cấu tài sản của NAF. Điều này cũng cho thấy doanh nghiệp đang phụ thuộc vào các đối tác khách hàng trong vấn đề đầu ra.

### 3.3. DÒNG TIỀN HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH THẤP, NGUỒN TIỀN VẬN HÀNH PHỤ THUỘC VÀO DÒNG TIỀN TÀI CHÍNH

**Các nhóm dòng tiền của NAF giai đoạn 2014 – 2017**



Nguồn: BCTC NAF

**Dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh (CFO)** khá thấp dao động từ -25 tỷ đến 12 tỷ đồng. Nguyên nhân do chính sách bán hàng của doanh nghiệp cho phép người mua nợ tiền dẫn đến các khoản phải thu tăng, dòng tiền nhỏ.

**Dòng tiền đầu tư (CFI)** âm trong nhiều năm do hoạt động đầu tư xây mới nhà máy Long An trực thuộc công ty Nafoods miền Nam.

**Dòng tiền tài chính (CFF)** dương và có xu hướng đi đối xứng với dòng tiền đầu tư. Trong giai đoạn này công ty thực hiện phát hành tăng vốn điều lệ năm 2015 và thực hiện nhiều khoản vay nhằm tài trợ cho dự án xây dựng nhà máy mới.

**Đánh giá:** Dòng tiền đầu tư âm và dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh nhỏ khiến NAF đang bị phụ thuộc vào các hoạt động tài chính (tăng vốn và vay nợ). Dòng tiền CFO có xu hướng tăng là dấu hiệu tích cực, tuy nhiên giá trị vẫn còn nhỏ nên chưa đủ khả năng tài trợ cho hoạt động sản xuất của doanh nghiệp. Theo đánh giá của chúng tôi: trong ngắn hạn, NAF vẫn sẽ phụ thuộc vào dòng tiền tài chính; trong trung và dài hạn, cần theo dõi dự án nhà máy mới và chính sách bán hàng của NAF.

## 4. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu NAF dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) với trọng số 50:50. Giá cổ phiếu theo 2 phương pháp này có mức bình quân là **10.893 VNĐ/cp** thấp hơn 23% so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cho mục tiêu trung hạn.

### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	10,06%	Phần bù rủi ro	8,35%
Chi phí sử dụng nợ	7,34%	Hệ số Beta	0,60
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	12,91%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kì hạn 5 năm	5,18%	Thời gian dự phóng	6 năm

### Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	718.079
(+) Tiền và tương đương tiền (triệu VNĐ)	30.272
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	355.805
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>392.545</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)	36.300
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>10.814</b>
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	398.267
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>10.972</b>

**Giá mục tiêu (VNĐ/cp): 10.893**

## TỔNG HỢP BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	460.507	519.358	480.292	570.789
- Giá vốn hàng bán	334.582	366.471	345.107	406.766
Lợi nhuận gộp	125.925	152.887	135.186	164.023
- Chi phí bán hàng	29.388	34.605	35.542	42.809
- Chi phí quản lí DN	24.158	29.624	24.015	28.539
Lợi nhuận thuần HĐKD	72.379	88.658	75.630	92.674
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(3.133)	(9.119)	(20.154)	(25.544)
- Lợi nhuận khác	(1.820)	567	(491)	2.283
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	67.426	80.106	54.985	69.414
- Chi phí lãi vay	5.570	6.976	23.580	29.777
Lợi nhuận trước thuế	67.311	78.720	55.967	64.847
- Thuế TNDN	6.399	11.423	11.193	12.969
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	59.961	65.479	44.773	51.878
- Lợi ích cổ đông thiểu số	11.573	10.403	10.073	14.830
LNST của cổ đông CT Mẹ	48.387	55.076	34.700	37.048

Đơn vị: Triệu đồng

Lưu chuyển tiền tệ	2016	2017	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>30.051</b>	<b>35.338</b>	<b>3.211</b>	<b>30.272</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>67.311</b>	<b>78.720</b>	<b>34.700</b>	<b>37.048</b>
+ Khấu hao	4.240	6.661	4.196	26.849
+ Điều chỉnh	(5.074)	(10.848)	17.462	9.848
+ Thay đổi vốn lưu động	(54.244)	(70.766)	47.415	(52.577)
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>12.904</b>	<b>4.203</b>	<b>103.773</b>	<b>21.168</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(98.787)	(105.376)	(145.431)	(0)
+ Tăng (giảm) đầu tư	49.530	(18.507)	0	-
+ Các hđ đầu tư khác	3.515	4.664	-	-
<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>(45.718)</b>	<b>(119.219)</b>	<b>(145.431)</b>	<b>(0)</b>
+ Cổ tức đã trả	(35.454)	(7.700)	-	-
+ Tăng (giảm) vốn	3.872	6.528	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	1.542	3.820
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	67.177	(36.442)
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>38.100</b>	<b>82.889</b>	<b>68.719</b>	<b>(32.622)</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	5.287	(32.127)	27.061	(11.454)
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>35.338</b>	<b>3.211</b>	<b>30.272</b>	<b>18.817</b>

Đơn vị: Triệu đồng

CDKT	2016	2017	2018F	2019F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	35.338	3.211	30.272	18.817
+ Đầu tư TC ngắn hạn	15.000	-	-	-
+ Các khoản phải thu	309.993	486.485	412.909	458.842
+ Hàng tồn kho	37.867	53.064	47.275	61.294
+ Tài sản ngắn hạn khác	21.416	36.466	22.929	27.065
Tổng tài sản ngắn hạn	419.614	579.226	513.385	566.018
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	37.291	74.694	63.301	320.301
+ Khấu hao lũy kế	(8.825)	(14.711)	(18.884)	(45.710)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	28.465	59.983	44.416	274.591
+ Đầu tư tài chính dài hạn	57.735	51.349	57.935	57.935
+ Tài sản dài hạn khác	20.490	18.828	18.390	19.236
+ Xây dựng cơ bản dở dang	34.697	101.629	258.453	1.453
Tổng tài sản dài hạn	202.185	292.563	439.946	413.944
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>621.799</b>	<b>871.789</b>	<b>953.331</b>	<b>979.961</b>

<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	21.006	72.325	42.266	46.887
+ Vay và nợ ngắn hạn	141.246	172.089	173.631	177.452
+ Quỹ khen thưởng	2.844	2.844	2.844	2.844
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>189.771</b>	<b>273.365</b>	<b>242.957</b>	<b>254.152</b>
+ Vay và nợ dài hạn	4.063	114.997	182.173	145.731
+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>5.500</b>	<b>118.236</b>	<b>185.413</b>	<b>148.971</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>195.271</b>	<b>391.602</b>	<b>428.370</b>	<b>403.123</b>
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	300.000	300.000	363.000	363.000
+ LN chưa phân phối	84.615	137.113	108.813	145.861
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>426.527</b>	<b>480.187</b>	<b>524.961</b>	<b>576.838</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	39.046	40.208	50.282	65.111
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>621.799</b>	<b>871.789</b>	<b>953.331</b>	<b>979.961</b>

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016	2017	2018F	2019F
Số ngày phải thu	119,70	134,39	130,00	125,00
Số ngày tồn kho	39,10	45,28	50,00	55,00
Số ngày phải trả	27,25	30,58	32,12	29,98
Thời gian luân chuyển tiền	131,55	149,09	147,88	150,02
COGS / Hàng tồn kho	8,84	6,91	7,30	6,64

Chỉ số khả năng sinh lời	2016	2017	2018F	2019F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27,3%	29,4%	28,1%	28,7%
Tỷ suất LNST	13,0%	12,6%	9,3%	9,1%
ROE DuPont	10,6%	11,0%	6,9%	6,1%
ROA DuPont	8,2%	7,0%	4,4%	3,8%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	14,6%	15,4%	11,4%	12,2%
LNST/LNTT	71,9%	70,0%	62,0%	57,1%
LNTT / EBIT	99,8%	98,3%	101,8%	93,4%
Vòng quay tổng tài sản	78,5%	65,9%	61,0%	59,0%
Đòn bẩy tài chính	128,8%	156,7%	156,7%	158,8%

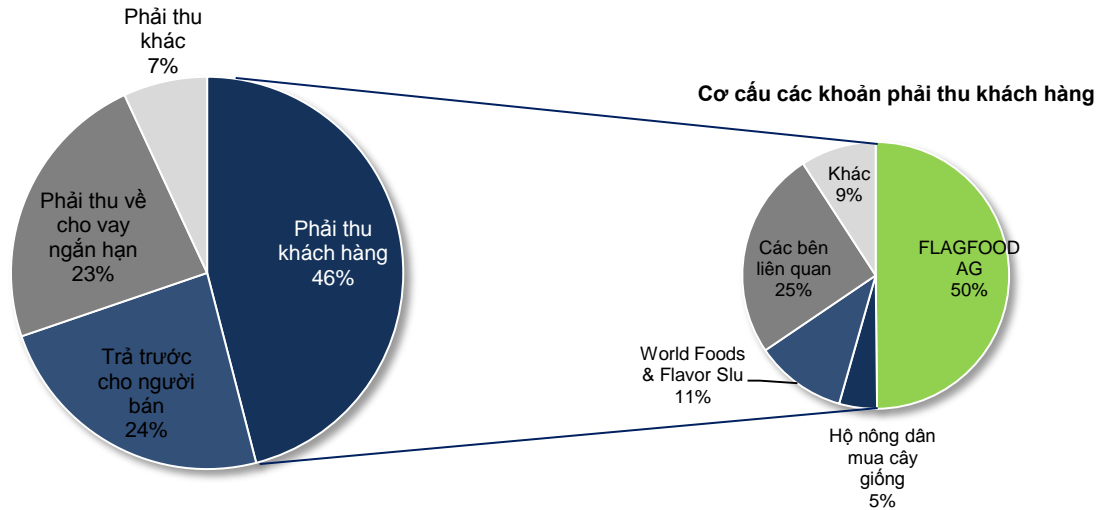
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2016	2017	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	2,21	2,12	2,11	2,23
CS thanh toán nhanh	2,01	1,92	1,92	1,99
CS thanh toán tiền mặt	0,27	0,01	0,12	0,07
Nợ / Tài sản	0,23	0,20	0,18	0,18
Nợ / Vốn CSH	0,33	0,36	0,33	0,31
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,33	0,36	0,33	0,31
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	12,10	11,48	2,33	2,33



## PHỤ LỤC

### Chi tiết khoản phải thu của NAF

**Cơ cấu các khoản phải thu năm 2017**



Nguồn: BCTC NAF

Toàn bộ các khoản phải thu của NAF là phải thu ngắn hạn. Trong đó, phải thu khách hàng chiếm tỷ trọng cao nhất (46%), tiếp theo là các khoản trả trước người bán (24%) và phải thu về cho vay ngắn hạn (23%). Các khách hàng có khoản phải thu lớn là:

- **Flagfood AG** (tỷ trọng 50%): Đây là công ty có trụ sở tại Thụy Sĩ, thành lập 1975. Flagfood AG là khách hàng lớn của Nafoods Group trong nhiều năm. Trong giai đoạn 2013 – 2017, khoản phải thu của Flagfood AG tăng từ 8 tỷ lên 113 tỷ đồng. Nửa đầu năm 2018, khoản phải thu của khách hàng Flagfoods AG giảm từ 113 tỷ xuống 58 tỷ đồng, đây cũng là giai đoạn khách hàng này ngưng nhập sản phẩm của Nafoods.
- **Các bên liên quan** (tỷ trọng 25%): Đây là các công ty liên doanh, liên kết trong hệ thống của Nafoods. Đây là các công ty chịu trách nhiệm phát triển vùng nguyên liệu và buôn bán cây giống. ([trở lại](#))

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cp NAF và chuyên viên phân tích nắm giữ 10 cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi, quận  
Tây Hồ, TP Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,  
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888