

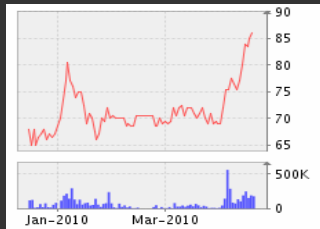
**VFG: Công ty Cổ phần Khử trùng Việt nam**

**Giới thiệu chung**

Tiền thân là Công ty Khử trùng Việt Nam, chính thức cổ phần hóa vào năm 2001, niêm yết trên HOSE tháng 12 năm 2009. Hiện tại vốn điều lệ của VFG đạt tỷ 81,3 tỷ đồng.

Công ty hoạt động trong 3 lĩnh vực chính: phân phối nông được, cung cấp dịch vụ khử trùng và kiểm soát dịch hại.

**Thông tin cổ phiếu (15/04/10)**



Giá cổ phiếu (VND)	86,000
Số CP đang lưu hành	8,133,855
Vốn hóa (tỷ đ)	700
% sở hữu nhà nước	0%
% sở hữu nhà ĐTNN	2,06%
KL trung bình 3 tháng	69,194



**Thông tin doanh nghiệp:**

Địa chỉ: VFC Tower, 29 Tôn Đức Thắng, Q.1, TP.Hồ Chí Minh  
Điện thoại: 08 38291617  
Fax: 08 38293564  
<http://www.vfc.com.vn>

**Chuyên viên phân tích:**

Lê Trọng Tú  
[tu.le@ipa.com.vn](mailto:tu.le@ipa.com.vn)

**Trưởng bộ phận:**

Vũ Đình Độ  
[do.vu@vndirect.com.vn](mailto:do.vu@vndirect.com.vn)

Năm	2008	2009	2010E	Năm	2008	2009
Doanh thu (tỷ đ)	598	817	1.052	Tổng tài sản (tỷ đ)	564	639
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28,8%	27,5%	25%	Tăng trưởng tài sản	33%	13%
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	52	103	116	Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	302	354
EPS (đ)	7.049	12.654	14.270	Vay ngắn hạn (tỷ đ)	71	74
Tăng trưởng EPS	-45%	80%	13%	Hệ số TS ngắn hạn/TTS	54%	55%
P/E (lần)	12,2	6,8	6,0	Nợ ngắn hạn/ TS ngắn hạn	37%	32%
P/B (lần)	2,1	1,8	1,5	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	23%	19%
Cổ tức/giá	2,6%	2,9%	2,9%	Số ngày tồn kho	101	73
ROE	17%	26%	24%	Số ngày phải thu	82	75
ROA	9%	16%	15%	Số ngày phải trả	91	62

**Quan điểm đầu tư**

VFG là một trong mười công ty nông được hàng đầu Việt Nam với 7% thị phần cả nước. VFG đã tạo được một thương hiệu mạnh và quen thuộc với người nông dân nhờ cam kết phân phối các sản phẩm chất lượng cao ứng dụng công nghệ tiên tiến trên thế giới và thân thiện với môi trường từ những nhà cung cấp uy tín hàng đầu thế giới. Đồng thời, VFG cũng là doanh nghiệp dẫn đầu trong mảng cung cấp dịch vụ khử trùng và kiểm soát dịch hại với hơn 80% thị phần cả nước. Công ty sở hữu hai bất động sản chính là VFC Tower (Tôn Đức Thắng, HCM - diện tích sử dụng 2.500 m2) và khách sạn Novotel (Nha Trang – với tổng số 154 phòng).

Năm 2009, VFG ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng với 817 tỷ đồng doanh thu và 103 tỷ đồng lợi nhuận, mức tăng trưởng tương ứng là 36,6% và 98% nhờ hiệu quả của việc mở rộng mạng lưới chi nhánh phân phối từ năm 2008 cùng với hoạt động xúc tiến bán hàng trực tiếp đến người nông dân. Số ngày hàng tồn kho và phải thu đã ghi nhận cải thiện rõ nét. Biên lợi nhuận gộp đạt mức 27,4% - giảm gần 1,3% so với năm 2008, chủ yếu do tác động của yếu tố tỷ giá khi nguyên liệu đến từ nhập khẩu.

Năm 2010, chúng tôi dự báo doanh thu các mảng hoạt động tiếp tục tăng trưởng mạnh: nông được (25%), khử trùng (30%), kiểm soát dịch hại (30%), tuy nhiên biên lợi nhuận gộp chung tiếp tục giảm xuống gần 25% phản ánh sự gia tăng của chi phí đầu vào do yếu tố tỷ giá. Trên cơ sở thận trọng, ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 1.052 tỷ đồng và 116 tỷ đồng. EPS 2010 theo đó đạt 14.270 đồng/cổ phiếu.

Tại mức giá 86.000 đ/cổ phiếu, P/E và P/B 2010 lần lượt là 6,0 và 1,5 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá rất thấp so với thị trường chung và chưa phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng của công ty trong thời gian tới.

Một số rủi ro cần lưu ý: (1) Sự phụ thuộc vào 2 nhà cung cấp chính tại Thụy Sĩ và Nhật Bản; (2) Rủi ro cạnh tranh từ các công ty khác trên thị trường nông được; (3) Rủi ro tỷ giá

**Hoạt động**

VFG hoạt động trong 3 lĩnh vực chính là kinh doanh nông được, cung cấp dịch vụ khử trùng và kiểm soát dịch hại. Ngoài ra công ty đang phát triển thêm dịch vụ cho thuê văn phòng và kinh doanh bất động sản.

**Kinh doanh nông được:** Sản phẩm chính bao gồm: thuốc trừ sâu, thuốc trừ cỏ, trừ bệnh,... chiếm 80 - 85% doanh thu toàn công ty với tỷ lệ lãi gộp khoảng 20 - 25%. Trong đó, 50% doanh thu nông được đến từ thương mại (công ty nhập khẩu trực tiếp thuốc đã đóng chai và phân phối lại trong nước) còn lại 50% đến từ sang chai đóng gói. Hiện nay, VFG chiếm 7% thị phần sản phẩm nông được tại Việt Nam. Thị trường tiêu thụ chủ yếu tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. Sự cạnh tranh trong ngành nông được hiện nay khá gay gắt do sự tương đồng về sản phẩm và số lượng đông đảo hơn 150 doanh nghiệp tham gia thị trường. VFG định vị sản phẩm bằng việc cam kết phân phối và bán các sản phẩm chất lượng cao ứng dụng công nghệ tiên tiến trên thế giới, thân thiện với môi trường từ những nhà cung cấp uy tín hàng đầu thế giới của Nhật Bản và Thụy Sĩ.

**Dịch vụ khử trùng:** gồm khử trùng tàu biển, khử trùng lô hàng, khử trùng container,...Mảng dịch vụ này chiếm 13% trong cơ cấu doanh thu với tỷ suất lãi gộp khá cao từ 35% - 38%. VFG chiếm thị phần 50% - 80% tùy từng mặt hàng và là thành viên đầu tiên, duy nhất của Việt Nam tại IMFO – Hiệp hội khử trùng quốc tế từ năm 1999.

**Dịch vụ kiểm soát dịch hại:** bao gồm kiểm soát côn trùng, các loài bò sát, động vật gây hại và vệ sinh môi trường tại các cao ốc văn phòng, khách sạn, nhà hàng, siêu thị,... Mạng dịch vụ này chiếm 3% doanh thu với tỷ suất lãi gộp rất cao từ 45-48%, tiềm năng tăng trưởng rất lớn.

**Cho thuê văn phòng:** mạng hoạt động này chỉ mới có sau khi tòa nhà trụ sở của Công ty VFC Tower với tổng diện tích sử dụng là 2.500 m2 tại 29 Tôn Đức Thắng Quận 1, TP Hồ Chí Minh đưa vào hoạt động từ tháng 6/2008 với đóng góp 12 tỷ - chiếm 1% tổng doanh thu. Ngoài ra, công ty còn đang sử hữu một số bất động sản khác gồm 300 m2 tại Nha Trang và 14.403 m2 tại Tân Thới Hiệp Quận 12, TP Hồ Chí Minh, chưa có kế hoạch đưa vào khai thác.

**Các dự án đầu tư khác :**

Tên dự án	Mục đích đầu tư	Tỷ lệ cổ phần sở hữu		Vốn đầu tư	Tình trạng
		Theo đăng ký	Thực góp		
Cty TNHH Hải Yến	KD khách sạn, nhà hàng	66,75%	294%	179 tỷ	Tranh chấp pháp lý
Cty CP TM Nông Nghiệp Sông Mê Kông	KD phân bón, thuốc trừ sâu	40%	34,47%	13,7 tỷ	Đang triển khai
Cty CP Giám Định Lừa Việt	Giám định hàng hóa	35,77%	35,77%	863 triệu	Đang triển khai

Đến thời điểm 31/12/2009, VFG đã đầu tư 179 tỷ (~ 294% vốn điều lệ) – chiếm tỷ trọng 28% tổng tài sản của VFG vào Cty TNHH Hải Yến (đơn vị đầu tư và khai thác khách sạn 4 sao Novotel tại Nha Trang với tổng số 154 phòng). Hiện tại các bên đầu tư chưa đạt được thỏa thuận về tỷ lệ góp vốn và đang trong giai đoạn tranh chấp pháp lý. Theo dự kiến, chậm nhất vào quý II./2010 việc tranh chấp này sẽ có kết quả và khả năng ghi nhận lợi nhuận của dự án trong năm 2010 là hoàn toàn có thể xảy ra. Các dự án còn lại đang trong quá trình triển khai và chưa mang lại lợi nhuận trong năm 2010.

### Kết quả 2009

Theo kết quả sơ bộ chưa kiểm toán, năm 2009, VFG đạt 817 tỷ doanh thu và 103 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng vượt 9,8% và 56% kế hoạch năm - ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng với 36,6% và 98%. Mặc dù lợi nhuận của VFG bị ảnh hưởng bởi yếu tố tỷ giá khi nguyên liệu chủ yếu đến từ nhập khẩu, VFG vẫn đạt mức mức tỷ suất lợi nhuận gộp cao với 27,4% đến từ (1) Tăng trưởng doanh thu đến từ 3 mạng hoạt động chính: nông dược (tăng 38%), khử trùng (tăng 35%) và kiểm soát dịch hại (tăng 24%). Doanh thu từ dịch vụ bất động sản tăng từ 5 tỷ lên 11 tỷ tuy nhiên chỉ chiếm tỷ trọng 1,5% trong doanh thu năm 2009 (2) Mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước được đầu tư trong năm 2008 và trong năm 2009 đã phát huy hiệu quả.(3) Cty hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính 5,4 tỷ sau khi trích lập dự phòng 11,2 tỷ năm 2008.

### Dự báo 2010

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VFG đạt 1.052 tỷ đồng và 116 tỷ đồng, tăng tương ứng 29% và 13% so với 2009 dựa trên các yếu tố:

- Doanh thu nông dược dự kiến tăng trưởng 25% trên cơ sở mức tăng trưởng chung của ngành (20%) và hoạt động marketing tiếp tục phát huy hiệu quả. Đồng thời, kế hoạch đầu tư 40 tỷ đồng xây dựng mở rộng nhà máy nông dược sẽ hỗ trợ cho việc tăng trưởng này. Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm xuống 25% từ mức 26,1% năm 2009 bởi tác động của yếu tố tỷ giá.
- Doanh thu dịch vụ khử trùng dự kiến tăng trưởng 30% do (1) kỳ vọng hoạt động xuất nhập khẩu được cải thiện hơn khi nền kinh tế hồi phục, tiếp tục tạo điều kiện cho tăng trưởng nhu cầu dịch vụ khử trùng (2) VFG là thành viên đầu tiên và duy nhất của Việt Nam tại IMFO – Hiệp hội khử trùng quốc tế.
- Doanh thu kiểm soát dịch hại ước tính tăng trưởng 30% nhờ (1) tiềm năng phát triển lớn khi nhu cầu nâng cao chất lượng cuộc sống, vệ sinh và an toàn cộng đồng ngày càng được nâng cao (2) Định hướng mở rộng phát triển của công ty trong những năm tới, cụ thể là kế hoạch đầu tư thêm 20 tỷ cho lĩnh vực này trong năm nay.
- Kinh doanh bất động sản : tòa nhà VFC Tower đã cho thuê kín và doanh thu dự kiến ước đạt 17 tỷ đồng. Ngoài ra, nếu việc tranh chấp liên quan đến khách sạn Novotel tại Nha Trang thành công, VFG sẽ thu được một khoản lợi nhuận là 210 nghìn USD (tương đương 4,1 tỷ đồng).

### Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro nhà cung cấp: sự phụ thuộc vào 2 nhà phân phối chính tại Thụy Sĩ và Nhật Bản (Syngenta, Kumiai)
- (2) Rủi ro cạnh tranh: sản phẩm nông dược là tương đối giống nhau, do đó khác nhau duy nhất là chất lượng và giá dịch vụ
- (3) Rủi ro tỷ giá: tỷ giá USD biến động sẽ làm tăng chi phí do 100% nguyên liệu/sản phẩm được nhập khẩu từ nước ngoài

### Định giá

Tại mức giá 86.000 đ/cổ phiếu, P/E và P/B 2010 lần lượt là 6,0 và 1,5 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá rất thấp so với thị trường chung và chưa phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng của công ty trong thời gian tới.

**Khuyến cáo :**

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

**Địa chỉ liên hệ:****Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng  
Hà Nội – Việt Nam  
Tel: +84-34-941 0510  
Fax: +84-34-972 4600

**TP. Hồ Chí Minh**

51 Bến Chương Dương, Q1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-38-9.146.925  
Fax: +84-38-9.146.922