



CÔNG TY CỔ PHẦN KHỬ TRÙNG VIỆT NAM

Ngành: Hoá chất

Mã chứng khoán: VFG

Sàn: HOSE

Khuyến nghị: GIỮ

Giá mục tiêu: 71.600

Chuyên viên phân tích: Lê Thành Trung

Email: trung.lt@mhbs.vn

Tel: 08.4.456.6789 Ext: 323

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	97,6
SLCP đang lưu hành (cp)	9.748.234
GTVH thị trường (tỷ đồng)	584,9
KLCPGD bình quân 10 ngày (cp)	9.482
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	54.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	96.500
EPS trailing (đồng)	9.597
BV (đồng)	41.517
P/E (lần)	6,04
P/B (lần)	1,39

Giá tham chiếu ngày 29/10/2010

BIỂU ĐỒ GIÁ CỔ PHIẾU VFG



Nguồn: MHBS

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	2010F
Tổng tài sản	564	640	831
Vốn chủ sở hữu	310	390	493
Doanh thu thuần	599	817	1.041
Lợi nhuận gộp	173	222	233
LNTT	74	138	143
LNST	50	103	110
ROE	18%	30%	25%
ROA	10%	17%	15%
EPS (đồng/cp)	6.707	10.040	11.284
BV (đồng)	41.910	47.165	49.753

Nguồn: MHBS

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Công ty cổ phần Khử trùng Việt Nam (VFG) là một trong mười công ty nông dược hàng đầu của Việt Nam, chiếm hơn 7% thị phần thuốc bảo vệ thực vật (BVTV) của cả nước*. VFG đã tạo dựng được một thương hiệu mạnh từ việc phân phối những sản phẩm chất lượng cao, thân thiện với môi trường từ những nhà cung cấp nông dược hàng đầu trên thế giới như: Pháp, Đức, Thụy Sĩ, Nhật Bản...

Hiện tại, VFG là thành viên của hiệp hội khử trùng quốc tế IMFO từ năm 1999 và là công ty đầu tiên Việt Nam đạt chứng chỉ ISO 9001:2000 do tổ chức BVQI – UKAS/ANSI – RAB chứng nhận tháng 12/2002. VFG cũng là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ khử trùng, chủ yếu phục vụ cho hoạt động khử trùng hàng hoá xuất nhập khẩu nhằm đảm bảo các tiêu chuẩn vệ sinh an toàn trước khi xuất nhập cảnh. Với hơn 50% thị phần cả nước*. (*: *Bản cáo bạch niên yết của VFG*).

Ngành dịch vụ khử trùng có nhiều tiềm năng tăng trưởng mạnh trong tương lai do những yêu cầu chặt chẽ hơn về công tác khử trùng của hàng hoá xuất nhập khẩu.

Tiềm năng từ các khoản đầu tư từ hoạt động liên kết liên doanh.

RỦI RO

Rủi ro về Nhà cung cấp: VFG chủ yếu làm đại lý phân phối sản phẩm nông dược của các nhà sản xuất nước ngoài. Nếu trong thời gian tới, chính sách phân phối hay tiêu chuẩn làm đại lý phân phối của các công ty nông dược nước ngoài có sự thay đổi, điều này sẽ tác động tới hoạt động của Công ty.

Rủi ro cạnh tranh: Nhiều nhà cung cấp sản phẩm nông dược của nước ngoài bắt đầu được cấp phép mở hệ thống phân phối tại Việt Nam, trở thành đối thủ cạnh tranh trực tiếp với các đại lý hiện nay. Đây sẽ là khó khăn lớn cho các đại lý phân phối nội địa do khó cạnh tranh được về vốn và kinh nghiệm so với các công ty nước ngoài.

Rủi ro Tỷ giá: Do tỷ giá hối đoái ngày càng tăng khiến việc nhập khẩu gặp khó khăn trong trường hợp khan hiếm ngoại tệ, dẫn đến việc hàng nhập khẩu bị đẩy giá lên, làm tăng chi phí hoạt động của doanh nghiệp.

Phụ thuộc vào giá sản phẩm nông dược trên thế giới.

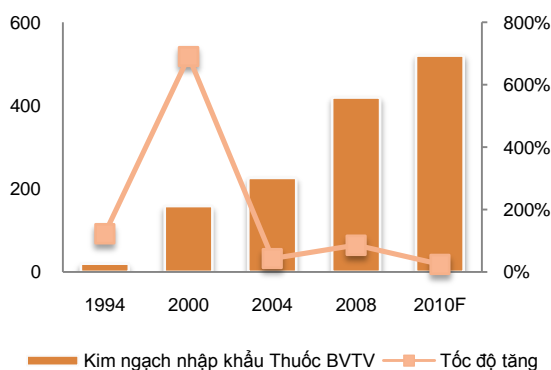
KHUYẾN NGHỊ

Dự báo trong năm nay doanh thu từ các mảng nông dược, khử trùng, kiểm soát dịch hại tiếp tục tăng. Đặc biệt doanh thu cho thuê văn phòng sẽ có xu hướng gia tăng trong năm nay khi dự án khách sạn ở Nha Trang có kết quả thương lượng tốt. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2010 đạt 1.041 tỷ đồng và 110 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tương ứng tăng 27% và 7% so với năm 2009.

Dựa vào các giả định và phương pháp định giá FCFF và FCFE kết hợp với các phương pháp định giá thông dụng khác là P/E và P/B, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu VFG là 71.600 đồng/cổ phiếu. So với giá tham chiếu ngày 29/10/2010, giá kỳ vọng cao hơn 19%, vì vậy chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư xem xét **GIỮ** cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

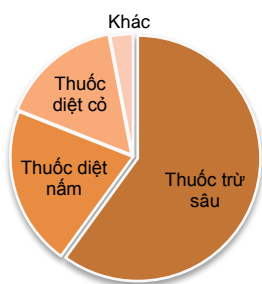
TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG VÀ NHỮNG RỦI RO CỦA NGÀNH NÔNG DƯỢC - KHỦ TRÙNG

Triệu USD



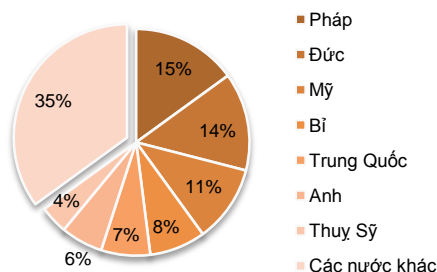
(Nguồn: Agroinfo, Tổng cục hải quan)

Nhu cầu thuốc bảo vệ thực vật năm 2009



(Nguồn: Agroinfo, Tổng cục hải quan)

Thị phần xuất khẩu thuốc BVTV trên thế giới



(Nguồn: FAO, Tổng cục hải quan)

TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

Nông nghiệp Việt Nam tăng trưởng khả quan trong thời gian qua: Năm 2009, diện tích gieo cấy lúa tăng gần 30.000 ha so với 2008, tổng sản lượng lương thực có hạt cả năm đạt 43,5 triệu tấn tăng 0,4%. Ngoài ra, sản lượng của nhiều loại cây trồng như sắn, rau, đậu tăng cao do tăng diện tích trồng và năng suất tăng... Với diện tích sản xuất nông nghiệp tăng, sản lượng nông dược và kiểm soát dịch hại sử dụng trong nông nghiệp cũng tăng theo đáng kể.

Quy mô thị trường thuốc bảo vệ thực vật ngày càng mở rộng: Trung bình mỗi năm Việt Nam sử dụng hơn 50.000 tấn thuốc bảo vệ thực vật với chi phí gần 500 triệu USD. Các doanh nghiệp sản xuất thuốc bảo vệ thực vật trong nước chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu, phần còn lại là nhập khẩu, không chỉ thành phẩm mà cả nguyên liệu phục vụ cho việc sản xuất. Nguồn nhập khẩu thuốc bảo vệ thực vật của Việt Nam từ các nước Trung Quốc, Ấn Độ, Thụy Sĩ, Đức...

Tiềm năng dịch vụ Khử trùng ngày càng lớn: Nước ta là một trong những nước xuất khẩu nhiều loại nông sản giá trị cao như cà phê, gạo, hồ tiêu, cao su,...(kim ngạch xuất khẩu nông sản năm 2009 đạt 7,8 tỷ USD). Cùng với việc gia nhập WTO sẽ đẩy mạnh việc mở rộng thị trường xuất khẩu hàng nông sản, đây là mặt hàng cần phải thực hiện khử trùng kỹ càng khi thực hiện xuất khẩu. Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn đã đặt mục tiêu giá trị kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng nông – lâm – thủy sản đạt hơn 15 tỷ USD vào năm 2010, như vậy việc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu, nhu cầu sử dụng dịch vụ khử trùng cũng sẽ gia tăng trong thời gian tới.

RỦI RO CÓ THỂ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NGÀNH NÔNG DƯỢC

Cung cầu và giá cả trên thị trường thế giới sẽ ảnh hưởng mạnh đến giá cả trong nước do phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu chủ yếu từ Đức, Pháp, Mỹ, Bỉ và Trung Quốc (chiếm trên 50% thuốc BVTV xuất khẩu trên thế giới).

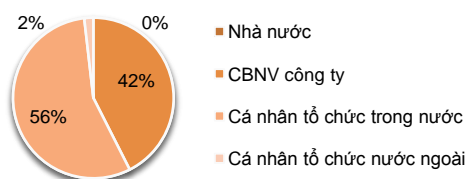
Trung Quốc đang tiếp tục đóng cửa các nhà máy sản xuất thuốc BVTV để hạn chế hoá chất làm ô nhiễm nguồn nước. Sự sụt giảm nguồn cung thuốc BVTV đặc biệt từ Trung Quốc (hiện tại có hơn 2.500 nhà máy sản xuất thuốc BVTV, sản lượng hơn 1,9 triệu tấn/năm) sẽ làm cho giá thuốc BVTV tăng trong thời gian tiếp theo.

Sử dụng thuốc BVTV quá mức sẽ ảnh hưởng đến môi trường và sức khoẻ con người, do vậy để đảm bảo tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm thì nhu cầu thuốc có thể sẽ giảm sút. Nhu cầu về thuốc BVTV của cả nước hiện khoảng 50.000 tấn/năm. Cơ cấu nhu cầu tiêu dùng thuốc BVTV trong những năm qua được duy trì khá ổn định.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Tên công ty:	Công ty cổ phần Khử trùng Việt Nam
Tên quốc tế:	Vietnam Fumigation Joint Stock Company
Địa chỉ:	29 Tôn Đức Thắng, P. Bến Nghé, Q.1, TP.HCM
Điện thoại:	(+84.8) 3829 1617
Fax:	(+84.8) 3829 3564
Website:	www.vfc.com.vn

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG (20/05/2010)



CỔ ĐÔNG LỚN

Quỹ tâm nhìn SSI	7%
Kumiai Co.,Ltd	1,25%
Marusa Co.,Ltd	0,34%
Jeong Seon Koo	0,06%

LỊCH SỬ HOẠT ĐỘNG

Tháng 12/2003, Thành lập Công ty Khử Trùng Việt Nam trực thuộc Bộ Nông nghiệp.

Tháng 12/1999, Công ty tách một bộ phận kinh doanh nông dược sang cổ phần hóa, lấy tên là Công ty CP Khử Trùng Việt Nam. Vốn điều lệ 16.633.500.000 đồng. Tháng 03/2001, Công ty tiếp tục cổ phần hóa bộ phận còn lại, lấy tên là Công ty CP Khử Trùng Giám Định Việt Nam. Vốn điều lệ 12.000.000.000 đồng.

Tháng 12/2001, quyết định sáp nhập Công ty cổ phần Khử trùng Việt Nam vào Công ty cổ phần Khử trùng - Giám định Việt Nam để thành lập Công ty Cổ phần Khử trùng Giám định Việt Nam với vốn điều lệ là 28.633.500.000 đồng.

Năm 2009, Công ty thực hiện tăng vốn lên 81.338.550.000 đồng và đổi tên thành Công ty Cổ phần Khử trùng Việt Nam.

Ngày 17/12/2009, Công ty CP Khử trùng Việt Nam chính thức giao dịch trên sàn HOSE với mã chứng khoán là VFG

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

VFG hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực nông dược như sản xuất, gia công, sang chai, đóng gói, mua bán các loại thuốc bảo vệ thực vật, vật tư bảo vệ thực vật. Phân phối thuốc Bảo vệ thực vật từ các hãng nông dược nổi tiếng trên thế giới như: Syngenta (Thụy Sĩ), Kumiai (Nhật Bản), FMC (Hoa Kỳ). VFG đã tạo cho mình một thương hiệu mạnh và quen thuộc với nhà nông nhờ vào các sản phẩm chất lượng cao, ứng dụng công nghệ tiên tiến trên thế giới. Đây là mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu hơn 80% và đóng góp hơn 75% lợi nhuận của VFG.

Cung cấp dịch vụ khử trùng, diệt sinh vật gây hại nông lâm sản và các vật thể khác. Lĩnh vực này đóng góp hơn 10% doanh thu hàng năm của VFG

Ngoài ra VFG còn cung cấp dịch vụ chống mối mọt, xử lý, bảo dưỡng và vệ sinh môi trường trong nhà máy, kho tàng, văn phòng cơ quan, các công trình xây dựng, giám định hàng hóa, cho thuê văn phòng...

CÔNG TY LIÊN KẾT, LIÊN DOANH (30/06/2010)

Tên công ty	Tỷ lệ nắm giữ	Hoạt động kinh doanh
Công ty TNHH Hải Yến	(*)	Khách sạn, nhà hàng
Công ty CP TM Nông nghiệp Sông Mê Kông	40%	Thương mại nông nghiệp
Công ty CP Giám định Lửa Việt	35,77%	Giám định hàng hoá XNK

(*): Công ty TNHH Hải Yến có vốn điều lệ là 60 tỷ đồng. Đến ngày 30/06/2010, VFG đã đầu tư 176,5 tỷ - gần 294% vốn điều lệ của Công ty TNHH Hải Yến (đơn vị đầu tư và khai thác khách sạn 4 sao Novotel tại Nha Trang với tổng số 154 phòng). VFG nắm giữ 66,67% và Công ty Thực phẩm và Đầu tư Công nghệ là 33,33%. Hiện các bên đầu tư chưa đạt được sự thỏa thuận về tỷ lệ góp vốn, vì vậy giá trị đầu tư này có thể có sự thay đổi do chuyển sang ghi nhận một phần là khoản phải thu để phù hợp với thỏa thuận góp vốn giữa các bên.

GIỚI THIỆU MỘT SỐ TÀI SẢN CỦA VFG

	DT (m ²)	Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	Hình thức sở hữu
Toà nhà VFC	638,8	8,12	Quyền sử dụng đất lâu dài
Quy Nhơn	288	2,24	Quyền sử dụng đất lâu dài
Nha Trang	300	3,96	Quyền sử dụng đất lâu dài
Đà Nẵng	125	0,28	Quyền sử dụng đất lâu dài
Đà Lạt	757	0,99	Quyền sử dụng đất lâu dài
Tại Tân Thới Hiệp, Q.12, HCM	14.403	0,31	Quyền sử dụng đất thuê 50 năm/trả 1 lần bắt đầu 2001
Tại KCN Lê Minh Xuân, HCM	6.800	3,60	Quyền sử dụng đất thuê 50 năm/trả 1 lần bắt đầu 1999
Tại KCN Trà Nóc, Cần Thơ	2.000	1,30	Quyền sử dụng đất thuê 50 bắt đầu 2002

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ NGUYÊN VẬT LIỆU CỦA VFG

Công ty hoạt động trong 3 lĩnh vực chính là phân phối nông dược, thực hiện dịch vụ khử trùng và kiểm soát dịch hại. Bên cạnh đó, VFG cũng đang mở rộng kinh doanh sang lĩnh vực khác như: kinh doanh khách sạn, cho thuê văn phòng.

- Hoạt động kinh doanh nông dược**

Sản phẩm chính là thuốc trừ sâu, diệt cỏ được phân phối qua hệ thống đại lý bán lẻ và hơn 10 chi nhánh trực thuộc trên khắp cả nước. Đối tượng khách hàng mà công ty nhắm đến là những nông dân có trình độ kỹ thuật, sản xuất hiệu quả và thu nhập ổn định.

Nguồn nguyên vật liệu chính của VFG là các hóa chất nhập khẩu từ các nhà sản xuất thuốc nông dược uy tín trên thế giới. VFG là nhà phân phối sản phẩm nên dựa trên việc khảo sát nhu cầu thực tế của thị trường công ty sẽ ký kết hợp đồng cả năm với nhà cung ứng. Trong trường hợp có sự thay đổi về giá thì nhà cung ứng sẽ thông báo cho VFG trước niên vụ hay ít nhất trước 3 tháng để công ty có chính sách giá phù hợp và chủ động điều chỉnh trước khi điều chỉnh khi nhập khẩu hàng hoá.

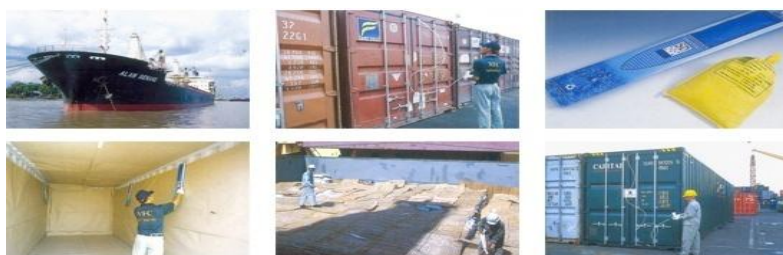
Thuốc trừ cỏ	Thuốc trừ sâu	Thuốc bệnh
 Tên sản phẩm AMETREX 80HBN Nhà sản xuất MAKHTESHIM-AGAN - ISRAEL	 Tên sản phẩm MARSHAL 200SC Nhà sản xuất FMC - USA	 Tên sản phẩm ANVIL 88C Nhà sản xuất SYNGENTA - SWISS
 Tên sản phẩm DUAL GOLD 960 EC Nhà sản xuất SYNGENTA - SWISS	 Tên sản phẩm PROCLAIM 1,9EC Nhà sản xuất SYNGENTA - SWISS	 Tên sản phẩm NEVO Nhà sản xuất SYNGENTA - SWISS

- Dịch vụ khử trùng:**

Bao gồm khử trùng tàu biển, khử trùng lô hàng trong kho, khử trùng container, khử trùng đất, gỗ... Khử trùng là lĩnh vực hoạt động phổ biến hiện nay, đối tượng khách hàng chủ yếu là doanh nghiệp Xuất nhập khẩu nông sản, gỗ, thủ công mỹ nghệ.

Nguyên vật liệu, dụng cụ dùng cho hoạt động khử trùng được nhập khẩu từ nước ngoài (bạt, thuốc, máy móc chuyên dụng)... Một số dụng cụ được mua trong nước như băng keo, dây dẫn, bạt nhỏ, dụng cụ khác. Khử trùng là lĩnh vực hoạt động phổ biến hiện nay nên nguồn cung cấp nguyên vật liệu rất dồi dào và đa dạng.

VFG hiện là thành viên hiệp hội khử trùng quốc tế IMFO. Còn về phương diện phát triển công nghệ, từ năm 1994 VFG cũng là đơn vị đầu tiên và duy nhất tại Việt Nam áp dụng các phương pháp khử trùng tiên tiến nhất trên thế giới.



• **Dịch vụ kiểm soát dịch hại**

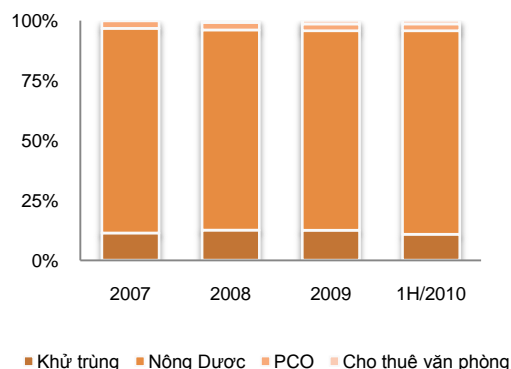
Như kiểm soát côn trùng, mối, bọ sát gây hại môi trường...VFG là thành viên chính thức của tổ chức kiểm soát dịch hại đa quốc gia NPMA, VFC – Pestmaster chuyên cung cấp dịch vụ kiểm soát dịch hại cho: Cao ốc văn phòng, trung tâm thương mại, siêu thị, khu công nghiệp, công trình xây dựng, phương tiện vận tải, giàn khoan dầu khí...



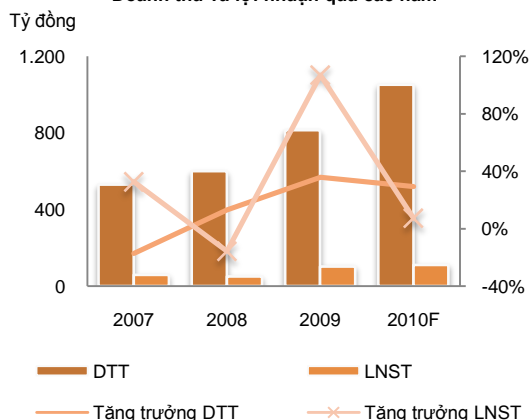
• **Hoạt động khác:**

VFG liên kết với Công ty TNHH Hải yển đầu tư và khai thác khách sạn Novotel tiêu chuẩn 4 sao tại Nha Trang, cho thuê cao ốc văn phòng VFC Tower, Trung tâm thương mại và nông nghiệp Sông Mê Kông. Dịch vụ cho thuê văn phòng chỉ mới có sau khi toà nhà VFC Tower được đưa vào sử dụng, với diện tích hơn 2.500 m² đã đóng góp hơn 12 tỷ đồng chiếm gần 1% doanh thu. Ngoài ra, công ty còn sở hữu một số bất động sản khác nhưng chưa có kế hoạch sử dụng như ở Nha Trang, Quận 12 – TP.HCM...

Cơ cấu doanh thu



Doanh thu và lợi nhuận qua các năm



DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN TỪNG NHÓM SẢN PHẨM

Đơn vị tính: tỷ đồng

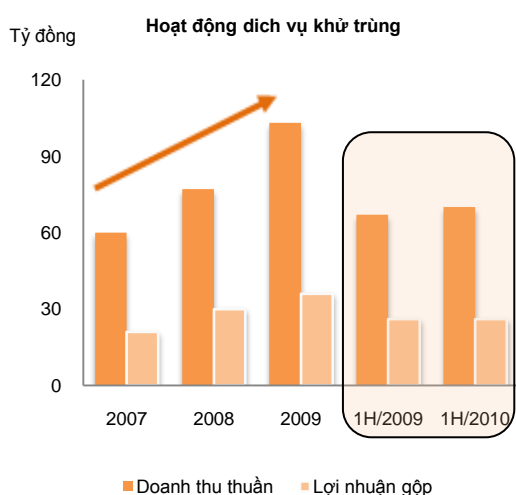
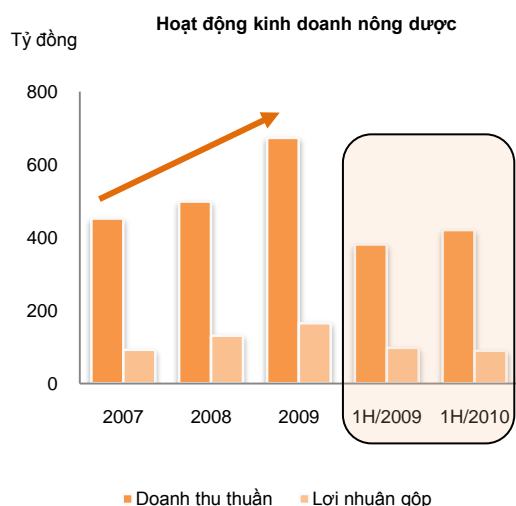
	2008	%y/y	2009	%y/y	1H/2010	%y/y
Doanh thu	612	15%	827	35%	505	9%
Nông dược	510	12%	688	34%	427	10%
Khử trùng	77	28%	103	33%	55	-6%
PCO (*)	20	18%	24	21%	15	40%
Cho thuê văn phòng	5	-	12	140%	8	33%
Lợi nhuận gộp	173	82%	224	29%	121	-6%
Nông dược	131	55%	169	29%	92	-6%
Khử trùng	30	42%	36	20%	18	-10%
PCO	9	-20%	10	0%	6	0%
Cho thuê văn phòng	3	-	9	200%	5	10%

(*): PCO (Pest Master) Hoạt động Kiểm soát dịch hại

Hoạt động kinh doanh VFG trong những năm qua có sự tăng trưởng ổn định, tổng doanh thu năm 2009 đạt 827 tỷ đồng tăng 35% so với 2008, lợi nhuận gộp đạt hơn 224 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận đạt trên 27%.

Năm 2010 doanh thu vẫn giữ đà tăng trưởng tốt, 6 tháng đầu năm 2010 doanh thu đạt 505 tỷ đồng tăng 9% so với cùng kỳ năm 2009, hoàn thành 48% kế hoạch năm 2010. Doanh thu chủ yếu được đóng góp từ hoạt động nông dược và một phần của hoạt động khử trùng. Dự báo tăng trưởng hàng năm của dịch vụ nông dược từ 20% - 25%. Hiện tại, VFG đang có kế hoạch đầu tư 40 tỷ đồng cho nhà máy nông dược do đó sẽ hỗ trợ cho việc tăng trưởng này.

Tuy nhiên, lợi nhuận gộp chỉ đạt 121 tỷ đồng giảm 6% so với cùng kỳ 2009, lợi nhuận



sau thuế đạt 50 tỷ đồng, giảm 17,3% so với cùng kì 2009, hoàn thành 63% kế hoạch năm 2010.

Nguyên nhân

- Năm 2009 công ty được hỗ trợ về lãi suất vay ngân hàng (4%) của Chính phủ, nên chi phí hoạt động giảm, lợi nhuận của VFG tăng đáng kể. Doanh thu và lợi nhuận VFG tăng trong năm 2009 là nhờ hiệu quả của việc mở rộng mạng lưới phân phối bán hàng từ năm 2008 cùng với hoạt động xúc tiến bán hàng trực tiếp đến tay người nông dân.
- Năm 2010, chương trình hỗ trợ lãi suất của Chính phủ chấm dứt, chi phí lãi vay những tháng đầu năm giao động 14% - 16%, đồng thời tỷ giá hối đoái được điều chỉnh tăng tác động không nhỏ đến chi phí hoạt động của Công ty do đó đã làm giảm lợi nhuận của VFG.

Mặc dù lợi nhuận của VFG bị ảnh hưởng bởi yếu tố tỷ giá khi nguyên liệu chủ yếu là nhập khẩu, VFG vẫn đạt mức tỷ suất lợi nhuận gộp cao với 27,4% năm 2009, và 25% vào 6T/2010.

Hoạt động kinh doanh nông dược: Năm 2009, doanh thu từ hoạt động nông dược tăng 34%, lợi nhuận gộp tăng 29% so năm 2008. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu từ hoạt động này tuy tăng thêm 10% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận gộp đã giảm 6% do ảnh hưởng giá vốn nguyên liệu đầu vào. Công ty không trực tiếp sản xuất sản phẩm mà chủ yếu nhập khẩu nông dược và nguyên liệu cho dịch vụ khử trùng từ các nhà cung cấp nước ngoài. Việc nhập khẩu mua bằng ngoại tệ nên sự biến động của tỷ giá hối đoái cũng đã tác động đến lợi nhuận của công ty. Trong thời gian vừa qua, tỷ giá hối đoái liên tục tăng, khiến chi phí nhập khẩu tăng, tác động đến lợi nhuận của công ty. Đây cũng là tình trạng chung của các doanh nghiệp trong ngành.

Hoạt động khử trùng: Hoạt động khử trùng có hiệu quả sinh lời khá cao, trung bình từ 25%/năm, biên lợi nhuận gộp đạt trên 30%/năm. Trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu khử trùng đạt 55 tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 18 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp đạt 32%. So với cùng kỳ 2009 thì doanh thu và lợi nhuận giảm lần lượt là 6% và 10%.

Hoạt động kinh doanh bất động sản (dựa trên các dự án đang triển khai của các công ty liên kết, liên doanh)

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Hình thức đầu tư	Tình trạng
Khách sạn Novotel Nha Trang	176,5	294%	Liên doanh	Đang tranh chấp
Trung tâm thương mại Siêu thị và nông nghiệp MêKông	13,8	40%	Liên doanh	Đang triển khai
Công ty CP Giám định Lửa Việt	0,9	35,77%	Liên doanh	Đang triển khai

Khả năng ghi nhận lợi nhuận của dự án Novotel Nha Trang trong năm 2010 là hoàn toàn có thể xảy ra, theo dự kiến, chậm nhất vào quý II./2010 việc tranh chấp này sẽ có kết quả. Còn các dự án còn lại đang trong quá trình triển khai và chưa mang lại lợi nhuận trong năm 2010.

CHI PHÍ SẢN XUẤT GIA TĂNG TRONG NHỮNG NĂM GẦN ĐÂY DO ẢNH HƯỞNG GIÁ NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

Chi phí hoạt động kinh doanh gia tăng qua các năm, 2009 đã tăng 24,3% so với năm 2008 chiếm tỷ trọng gần 84% so với doanh thu thuần. 6 tháng đầu năm 2010 chi phí này tăng 15% so với cùng kì, chiếm khoảng 87% so với doanh thu thuần. Giá vốn hàng bán vẫn là khoản chi phí chủ yếu của công ty, chiếm hơn 75% trong 6 tháng đầu năm. Tỷ lệ này trong những năm qua vẫn duy trì ở mức trung bình từ 70% - 80% trong giai đoạn 2006 – 2009.

	2008	%/DTT	2009	%/DTT	1H/2010	%/DTT
Giá vốn hàng bán	426	71%	593	73%	375	75%
Chi phí tài chính	26	4%	10	1%	15	3%
Chi phí bán hàng	55	9%	57	7%	30	6%
Chi phí quản lý	22	4%	26	3%	13	3%

Trong năm 2009, VFG đã đàm phán được với đối tác cung ứng ký hợp đồng nhập khẩu cả năm, thông báo trước cho VFG 3 tháng trường hợp nhà cung ứng tăng giá bán. Do đó, VFG đã chủ động được nguồn tài chính để giảm thiểu rủi ro về tỷ giá, giá vốn đầu vào tăng không đáng kể. Ngoài ra, năm 2009, VFG được hưởng lợi thế từ ưu đãi lãi suất của chính phủ. Đến năm 2010 VFG không còn ưu đãi lãi suất, 6 tháng đầu năm tỷ giá đã được điều chỉnh tăng, lãi suất vay tăng cao, và chi phí hoạt động đã có phần gia tăng (chi phí tài chính: 15 tỷ đồng, chiếm gần 3% doanh thu, trong khi năm 2009 chỉ có 10 tỷ đồng, chiếm 1% doanh thu). Chi phí bán hàng của VFG được cải thiện qua các năm, năm 2008 tỷ lệ này ở mức 9%, do công ty đang trong giai đoạn mở rộng mạng lưới phân phối, năm 2009 tỷ lệ này là 7%, 6 tháng đầu năm 2010 tỷ lệ này chỉ còn 6%. Đây là một yếu tố tích cực cho việc quản lý chi phí.

CẤU TRÚC VỐN VẪN ĐƯỢC GIỮ ỒN ĐỊNH VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN AN TOÀN

Là công ty kinh doanh thương mại, VFG cần nhiều vốn lưu động nên hệ số nợ/tổng tài sản cũng chiếm tỷ trọng khá cao (trên 40% tổng tài sản). Tuy nhiên, hoạt động của Công ty vẫn được tài trợ phần lớn bằng nguồn vốn chủ sở hữu. Công ty vẫn duy trì được khả năng thanh toán tốt nên tỷ trọng nợ cao cho thấy Công ty đã sử dụng công cụ đòn bẩy tài chính một cách hiệu quả.

	2007	2008	2009	2010F
Thanh toán hiện tại	2,0	1,5	1,7	1,9
Thanh toán nhanh	1,1	0,7	0,9	1,2
Tỷ số Nợ dài hạn / Tổng tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1
Tỷ số Tổng nợ / Tổng tài sản	0,4	0,5	0,4	0,4
Tỷ số Tổng tài sản / Tổng VCSH	1,8	1,8	1,7	1,7
Chu kỳ tiền mặt	89	57	56	16

Hệ số thanh toán ngắn hạn của Công ty cũng ở mức an toàn, Quý II/2010 khả năng thanh toán hiện tại và thanh toán nhanh được duy trì ở mức 1,9 và 1,2. Tỷ lệ này đã được duy trì ổn định qua các năm.

Chu kỳ tiền mặt được cải thiện qua các năm, năm 2009 chu kỳ tiền mặt là 56 ngày, dự kiến trong năm nay chu kỳ tiền mặt tiếp tục được cải thiện chỉ còn 16 ngày, do vòng quay khoản phải thu nhanh hơn trong năm 2009 (năm 2009 là 4,9, năm 2010 dự kiến là 7,7). Chu kỳ tiền mặt thấp cho thấy công ty quản lý dòng vốn lưu động tốt hơn.

NĂNG LỰC HOẠT ĐỘNG VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI

	2007	2008	2009	2010F
Lợi nhuận gộp biên	23%	29%	27%	22%
Lợi nhuận trước thuế biên	13%	12%	17%	14%
Lợi nhuận ròng biên	11%	8%	13%	11%
ROA **	15%	10%	17%	15%
ROE **	30%	18%	30%	25%

** : Tính đến 4 quý gần nhất

Các chỉ tiêu về khả năng sinh lợi trên Tài sản của công ty đều đạt từ 15% trở lên. So với năm 2008 thì tình hình 2009 đã được cải thiện rất tốt, ROA đạt 17%, hiện tại 6 tháng đầu năm 2010 ROA đạt 12%, dự kiến cuối năm 2010 tỷ suất sinh lợi trên tài sản sẽ đạt hơn 15%. Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu năm 2009 đạt 30%, so với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành thì đây là mức khá cao. Trong 6 tháng đầu năm 2010, ROE đạt hơn 22%, dự kiến sẽ đạt 25% trong năm 2010.

VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

VFG là doanh nghiệp sản xuất kinh doanh thuốc bảo vệ thực vật đã tạo được uy tín, tên tuổi trong vùng Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) và cả nước. So với các đơn vị khác, VFG có nhiều lợi thế cạnh tranh như: sự ổn định về nguồn nguyên liệu, sản phẩm chất lượng cao và mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước... Các nhà cung cấp nguyên liệu cho VFG hầu hết là các hãng sản xuất lớn, có thương hiệu nổi tiếng trên thế giới như Syngenta, Bayer CropScience, FMC... VFG là đối tác truyền thống, đã có quá trình làm ăn lâu dài với họ nên khả năng gián đoạn về cung cấp nguyên vật liệu là điều khó xảy ra. VFG luôn ký kết các hợp đồng thời hạn dài khoảng một năm, trong đó xác định rõ giá cả và sản lượng. Dựa trên kế hoạch kinh doanh hàng tháng, qui để qui định tiến độ giao hàng, đảm bảo ổn định và kịp thời nhất. Đối với các nguyên vật liệu phục vụ cho sản xuất, Công ty luôn đa dạng hóa nhà cung cấp để tránh bị động và luôn lựa chọn nhà cung cấp tối ưu nhất trong từng thời điểm.

Thương hiệu VFG đã trở nên thân quen với bà con nông dân, VFG rất chú trọng đến công tác kiểm tra - kiểm soát chất lượng sản phẩm. Quy trình này được thực hiện liên tục, xuyên suốt trong quá trình sản xuất từ nguyên liệu phụ gia đầu vào cho đến sản phẩm xuất xưởng theo hệ thống quản lý chất lượng quốc tế ISO 9001: 2000. Nhờ vậy, các sản phẩm thuốc bảo vệ thực vật mang thương hiệu VFG đã được nông dân tin dùng, và ngày càng khẳng định uy tín trên thị trường. VFG còn được xem là đơn vị tiên phong trong việc cải tiến đóng gói bao bì, tạo thêm sự tiện lợi cho bà con nông dân trong quá trình sử dụng, bảo quản.

SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

Trong lĩnh vực Nông dược hiện tại đang có sự cạnh tranh gay gắt do đặc tính các sản phẩm tương đồng nhau. Thị trường chính vẫn là khu vực phía Nam. Với hơn 150 doanh nghiệp đang hoạt động, trong đó có các công ty lớn trên thị trường như Công ty cổ phần

Nông dược H.A.I, Công ty cổ phần thuốc Bảo vệ thực vật An Giang, Công ty thuốc sát trùng Cần Thơ...

KQKD một số Doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành tính đến cuối Quý II/2010			
Chỉ tiêu	CPC	VFG	HAI
Vốn điều lệ	41,1	97,6	145,0
Tổng tài sản	105	776,0	578,0
Doanh thu thuần	62,6	498,1	387
LNG	5,5	112,8	64,4
LNG/DTT	8,8%	22,6%	17%
Doanh Thu HĐTC	0,4	1,5	3,0
LN Thuần từ HĐKD	6,2	67,0	38,9
LNTT	6,4	66,3	45,8
LNST	5,9	49,4	39,9
ROA	11%	12%	7%
ROE	14%	22%	11%
EPS (đồng/cổ phiếu)	2.842	9.597	4.155

So với các doanh nghiệp cùng ngành, hiệu quả sinh lời của VFG đạt rất cao, suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu đạt trung bình trên 22%/năm trong khi mức trung bình của các doanh nghiệp trong ngành chỉ từ 10% - 15% /năm. Do biên lợi nhuận gộp đạt trên 22% trong khi các doanh nghiệp khác chỉ ở mức 17%.

MÔ HÌNH PHÂN TÍCH SWOT

CƠ HỘI

- Hiện nay, Việt Nam đã gia nhập WTO nên các doanh nghiệp kinh doanh hàng hoá xuất nhập khẩu trong đó hàng nông sản sẽ có điều kiện thâm nhập thị trường thế giới dễ dàng hơn.
- Nông nghiệp ngày càng có vai trò quan trọng trong nền kinh tế, nhiều sản phẩm nông nghiệp trở thành sản phẩm xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như hạt tiêu, gạo, cà phê, Do đó, hoạt động kinh doanh khử trùng của VFG cũng có cơ hội tăng trưởng cao

RỦI RO

- Sự cạnh tranh trên thị trường ngày càng khốc liệt giữa các doanh nghiệp trên mọi lĩnh vực hoạt động, không chỉ trong lĩnh vực kinh doanh nông dược mà cả trong lĩnh vực khử trùng, đặc biệt là cạnh tranh về giá đã ảnh hưởng không nhỏ tới kết quả kinh doanh của Công ty. Sản phẩm của VFG có chất lượng cao nên giá thành cũng cao hơn so với mức giá của các sản phẩm cấp thấp trên thị trường.
- Các quy định pháp luật về quản lý hàng nông dược vẫn chưa chặt chẽ. Nhiều sản phẩm hàng nhái, chất lượng thấp vẫn được tiêu thụ trên thị trường, cạnh tranh với các sản phẩm chất lượng cao, đặc biệt là hàng có xuất xứ từ Trung Quốc.
- Hoạt động kinh doanh gắn liền với sự phát triển của kinh tế nông nghiệp. Nền nông nghiệp Việt Nam vẫn phát triển theo hướng tự phát, chưa có quy hoạch và hướng dẫn cụ thể của các cơ quan quản lý nên tình trạng nông dân tự nuôi trồng sản phẩm theo thị trường, không đạt hiệu quả cao. Việc kiểm soát dịch bệnh chưa kiểm soát tốt nên người nông dân, chịu rủi ro cao về thiệt hại mùa màng khi xảy ra dịch bệnh.

THẾ MẠNH

- Với phong cách phân phối hàng đến tận tay người nông dân, các bộ phận kinh doanh của Công ty rất năng động, luôn chủ động tìm kiếm khách hàng, kết

ĐIỂM YẾU

- Nguồn nguyên liệu phụ thuộc vào nhập khẩu.
- Giá thành sản phẩm cao so với mức giá trung bình trên thị trường nên Chủ yếu cạnh tranh bằng chất lượng.

hợp với mạng lưới phân phối và bán hàng rộng khắp Việt Nam đã giúp Công ty cung cấp hàng cho khách hàng kịp thời, góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh và uy tín của thương hiệu VFG trên thị trường.

- Về tài chính: kiểm soát nợ tốt và có tỷ lệ nợ xấu rất thấp, vốn lưu động được sử dụng hiệu quả và an toàn.
- Dòng sản phẩm đa dạng với những thương hiệu nổi tiếng đã được khẳng định trên thị trường.

- Quy mô công ty vừa phải nên chịu sự cạnh tranh mạnh từ các doanh nghiệp cùng ngành.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2010

Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2010 của VFG tương đối khả quan, doanh thu ước đạt 1.050 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 110 tỷ đồng. So với năm 2009, doanh thu tăng 29% và lợi nhuận tăng 6%, dựa trên các yếu tố sau:

Doanh thu từ hoạt động nông được tăng hơn 20% (bằng mức tăng bình quân của ngành trong năm 2010). VFG dự kiến đầu tư xây dựng thêm nhà máy nông được để hỗ trợ cho việc tăng trưởng này, sản lượng hàng năm dự kiến tăng 1%/năm. Theo thông báo của nhà cung cấp nông được, giá thuốc bảo vệ thực vật nhập khẩu đã tăng hơn 6% trong năm 2009. Dự kiến trong năm 2010 giá thuốc vẫn tiếp tục tăng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ giảm so với năm 2009 do tác động của tỷ giá.

Doanh thu dịch vụ khử trùng chủ yếu từ khử trùng hàng hoá xuất nhập khẩu, do vậy tốc độ tăng doanh thu khử trùng sẽ biến động theo tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu. Dự kiến sẽ tăng hơn 20% do kỳ vọng hoạt động xuất nhập khẩu cải thiện khi kinh tế hồi phục tạo điều kiện tăng trưởng dịch vụ khử trùng và hiện nay VFG là thành viên Hiệp hội khử trùng quốc tế đầu tiên và duy nhất ở Việt Nam.

Doanh thu từ kiểm soát dịch hại dự báo duy trì được tốc độ tăng trung bình trong những năm gần đây là 15%. Tiềm năng của dịch vụ này rất lớn khi chất lượng cuộc sống được nâng cao và hiện tại VFG có kế hoạch đầu tư thêm 20 tỷ cho mảng này.

Doanh thu từ kinh doanh bất động sản: toà nhà VFC Tower và khách sạn Novotel Nha Trang đã đi vào hoạt động, tuy nhiên doanh thu chỉ ghi nhận từ việc cho thuê văn phòng dự kiến thu về 15 tỷ đồng trong năm nay. Ngoài ra, nếu việc tranh chấp liên quan đến khách sạn Novotel thành công thì VFG sẽ thu về hơn 5 tỷ trong năm nay.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Trọng số	Giá trị đóng góp
P/E	78.890	25%	19.723
P/B	62.919	25%	15.730
FCFF	83.795	25%	20.949
FCFE	60.951	25%	15.238
Giá hợp lý cổ phiếu VFG			71.639

Doanh thu dự kiến trong năm 2010 đạt 1041 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ước đạt 110 tỷ đồng. Trong những năm tiếp theo, doanh thu dự kiến tăng trưởng ngang mức trung bình ngành là 20%.

Lãi suất chiết khấu WACC được tính trên cơ sở bình quân vốn VCSH và bình quân nợ trong giai đoạn 2010 – 2014 vào khoảng 15,1% có thể xem là hợp lý trong tình hình hiện nay. Chi phí vốn (Re) ước tính khoảng 16,5% được tính dựa trên lãi suất tiền gửi tiết kiệm bình quân cộng với mức bù rủi ro khoảng 5%.

P/E và P/B bình quân được dự báo dựa trên một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành ở mức 7 lần và 1,5 lần.

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN TÓM TẮT		
Đvt: Triệu đồng	Năm 2009	6T/2010
A - TÀI SẢN NGẮN HẠN	354.113	479.275
Tiền và các khoản tương đương tiền	64.420	59.006
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	167.330	211.612
Hàng tồn kho	118.543	202.075
Tài sản ngắn hạn khác	3.821	6.582
B - TÀI SẢN DÀI HẠN	285.073	294.091
Các khoản phải thu dài hạn	-	-
Tài sản cố định	39.160	49.938
Bất động sản đầu tư	37.789	37.460
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	207.669	206.243
Lợi thế thương mại	-	-
Tài sản dài hạn khác	455	449
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	639.186	773.366
A - NỢ PHẢI TRẢ	249.424	350.100
Nợ ngắn hạn	204.773	304.967
Nợ dài hạn	44.651	45.133
B - VỐN CHỦ SỞ HỮU	389.762	423.266
Vốn chủ sở hữu	383.989	405.236
Nguồn kinh phí và quỹ khác	5.774	18.030
C. LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	-	-
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	639.186	773.366

BẢNG KQKD TÓM TẮT		
Đvt: Triệu đồng	Năm 2009	6T/2010
1. Tổng doanh thu	827.923	503.501
2. Các khoản giảm trừ	10.923	6.947
3. Doanh thu thuần	817.000	496.554
4. Giá vốn hàng bán	592.548	375.975
5. Lợi nhuận gộp	224.452	120.580
6. DT HĐTC	6.629	5.703
7. Chi phí tài chính	10.128	14.806
- Trong đó: Chi phí lãi vay	5.396	5.293
8. Chi phí bán hàng	56.567	29.522
9. Chi phí QLDN	26.164	13.624
10. Lợi nhuận từ HĐKD	138.223	68.330
11. Thu nhập khác	461	116
12. Chi phí khác	742	735
13. Lợi nhuận khác	(281)	(619)
14. Lãi (lỗ) trong LKLD	-	-
15. LNTT	137.942	67.711
16.1. Thuế TNDN	35.013	17.304
16.2. Thuế TNDN hoãn lại	-	-
17. LNST	102.929	50.407
17.1. Lợi ích của CĐTS	-	-
17.2. LNST của công ty mẹ	102.929	50.407
18. Thu nhập cổ phần thường	102.929	50.407

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2007	2008	2009	2010F
TĂNG TRƯỞNG				
1. Tăng trưởng doanh thu thuần	-17%	13%	36%	27%
2. Tăng trưởng lợi nhuận gộp	14%	41%	30%	4%
3. Tăng trưởng lợi nhuận ròng	32%	-16%	108%	7%
4. Tăng trưởng tổng tài sản	25%	33%	13%	30%
5. Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	63%	29%	24%	26%
KHẢ NĂNG SINH LỢI				
1. Lợi nhuận gộp biên	23%	29%	27%	22%
2. Lợi nhuận trước thuế biên	13%	12%	17%	14%
3. Lợi nhuận ròng biên	11%	8%	13%	11%

5. ROA	15%	10%	17%	15%
6. ROE	30%	18%	30%	25%
SỨC MẠNH TÀI CHÍNH				
1. Thanh toán hiện tại	2,0	1,5	1,7	1,9
2. Thanh toán nhanh	1,1	0,7	0,9	1,1
3. Tỷ số Tổng nợ - Tổng tài sản	0,4	0,5	0,4	0,4
4. Tỷ số Tổng tài sản - Tổng vốn chủ sở hữu	1,8	1,8	1,7	1,7
HIỆU QUẢ QUẢN LÝ				
1. Vòng quay phải thu	3,3	4,4	4,9	7,7
2. Vòng quay phải trả	3,7	2,9	4,0	3,7
3. Vòng quay tồn kho	4,8	3,6	5,0	5,4
4. Chu kỳ tiền mặt	89	57	56	16

KHUYẾN CÁO

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cẩn trọng. Những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này thuộc cá nhân chuyên viên phân tích, không đại diện cho công ty nên MHB không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này



Hội sở chính

236 – 238, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel : 08.4.456.6789

Fax: 08.3.824.1572

Website: www.mhbs.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, Minexport, 28 Bà Triệu, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel : 04. 6.268.2888

Fax : 08. 627.02146

PGD Nguyễn Công Trứ

84, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel : 08.3915.3674 – 75

Fax: 08.3915.3676

BẢN QUYỀN

© 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB

Mọi bản quyền thuộc về Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán MHB. Mọi sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.