

**SSC [HSX]**

**MUA**

**Giá mục tiêu\***

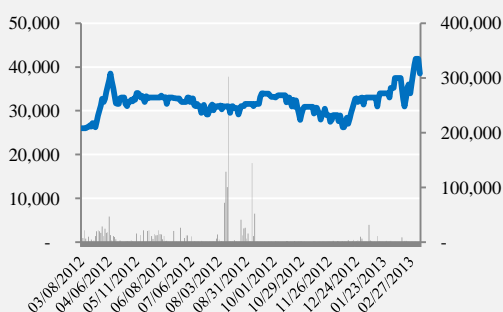
**45,800**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Giá (13/03/2013)	VND	33,300
Chênh lệch **	%	37.5%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	499
Số cp lưu hành	Triệu cp	15.0
Số cp được chuyển nhượng tự do	Triệu cp	7.8
Giá trị công ty	Tỷ đồng	451
Diễn biến (30 ngày)	%	-11.20%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	775
Lĩnh vực	Vật tư nông nghiệp	

\*\* Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**



Nguồn: Bloomberg

**DIỄN BIẾN**

	1T	3T	12T
<b>Cổ phiếu</b>	-11.20%	27.10%	6.87%
<b>Vs VN- index</b>	-7.65%	5.57%	0.85%

Chuyên viên phân tích

**Trần Hà Xuân Vũ**

(84 8) 3 914 6888

tranhaxuanvu@baoviet.com.vn

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chúng tôi khuyến nghị “MUA” SSC với mức giá mục tiêu 45,800 đồng/cổ phiếu theo phương pháp P/E. Mức giá này cao hơn 37.5% so với mức giá đang giao dịch vào ngày 13/03/2013. Có thể nhận thấy rằng trong hiện tại, tăng trưởng doanh thu của SSC phụ thuộc nhiều vào hoạt động phân phối sản phẩm cho Monsanto. Việc tăng doanh thu từ các nhóm sản phẩm truyền thống của Công ty có nhiều khó khăn do cạnh tranh trên thị trường rất lớn nên khả năng tăng giá bán hay mở rộng thị phần đều bị hạn chế. Tuy nhiên, SSC vẫn được xem là cổ phiếu hấp dẫn nhờ ngành nghề kinh doanh gắn liền với ngành nông nghiệp, một ngành có vị trí quan trọng và tiềm năng tăng trưởng tốt tại Việt Nam. Với lợi thế về sản phẩm từ bắp, lúa cộng với định hướng phát triển ngành nông nghiệp nước ta đến năm 2020 là tập trung nâng cao năng suất giống lúa và mở rộng diện tích gieo trồng các giống bắp, rau đã tạo ra cơ hội lớn cho SSC trong hoạt động kinh doanh.

Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng Công ty sẽ có thể gia tăng lợi nhuận từ những dự án mới như mở rộng thị trường Myanmar, dự án kinh doanh rau và đặc biệt là dự án bất động sản Tổ hợp chung cư - Văn phòng - Thương mại với quy mô 17 tầng và 2 tầng hầm tại 282 Lê Văn Sỹ.

**Thị phần bắp lai lớn.** Với thị phần khoảng 15% có thể xem SSC là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong cung ứng hạt giống bắp, vị trí này càng được củng cố vững chắc hơn khi SSC được phân phối độc quyền 3 loại hạt giống bắp của Monsanto thông qua công ty Dekalb (công ty con của Monsanto tại Việt Nam). Các sản phẩm bao gồm C919, DK 6919, DK 8868. Dự kiến trong năm 2013, sản lượng tiêu thụ cho Monsanto khoảng 2,000 tấn.

**Sản phẩm của SSC có khả năng cạnh tranh tốt về chất lượng và giá bán so với các đối thủ trong ngành.** Giá bán các sản phẩm của SSC thấp hơn so với các công ty đa quốc gia giúp cho SSC nâng cao khả năng cạnh tranh so với những đối thủ chính trong ngành. Nếu so với những doanh nghiệp trong nước, SSC có giá bán cao hơn, tuy nhiên vẫn được nông dân chấp nhận do sản phẩm có chất lượng tốt.

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2013:** doanh thu năm 2013 đạt 700 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 93.3 tỷ, tương ứng tăng 52.5% và 36.7% so với 2012. EPS dự phóng đạt 6,200 đồng/cổ phần.

	DVT	2009A	2010A	2011A	2012A
Doanh thu	Tỷ VND	258	311	384	459
EBIT	Tỷ VND	57	63	73	81
EBITDA	Tỷ VND	77	88	112	121
LNST	Tỷ VND	51	50	58	68
EPS	VND	5,063	3,323	3,852	4,560
Tăng trưởng EPS	%	67%	-34%	16%	18%
P/E	x	6.6	10.0	8.6	7.2
Cổ tức	x	0.033	0.030	0.050	0.059
P/B	x	2.7	3.3	3.0	2.6
ROE	%	33%	26%	27%	28%
Nợ/VCSH	%	0.3	0.3	0.4	0.6

Nguồn: Dữ liệu công ty

## KẾT QUẢ KINH DOANH 2012

Kết thúc năm 2012, doanh thu hợp nhất của SSC đạt 449.2 tỷ đồng, tăng 19.7% so với năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế đạt 68.3 tỷ, tương ứng tăng 18.37%. EPS trong năm 2012 đạt 4,560 đồng/cổ phiếu.

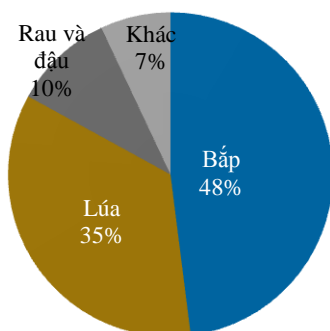
Trong năm 2012, đã có sự chuyển dịch cơ cấu doanh thu từ lúa sang bắp. Dù biên lợi nhuận gộp của bắp cao hơn lúa nhưng việc chi phí thu mua đầu vào gia tăng 10% đẩy giá vốn hàng bán của công ty tăng, dẫn đến biên lợi nhuận gộp trong năm 2012 chỉ đạt 32.09%, thấp hơn mức 37.59% của năm 2011. Ngoài ra, một nguyên nhân khác chính là biên lợi nhuận gộp từ phân phối sản phẩm bắp của Monsanto thấp đã kéo biên lợi nhuận chung sản phẩm bắp giảm xuống.

Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp năm 2012 đạt 15.29%, giảm 3.85% so với cùng kỳ năm ngoái do: (1) nhờ doanh thu của SSC tăng 19.73%; (2) SSC quản lý chi phí hiệu quả cộng thêm các chi phí liên quan đến việc phân phối sản phẩm đã được Monsanto tài trợ nên SG&A giảm nhẹ 4.35% so với năm ngoái. Một điều cần chú ý đến trong bảng cân đối kế toán đó chính là lượng hàng tồn kho. Kết thúc năm 2012, lượng hàng tồn kho của SSC tăng từ 101 tỷ lên 201 tỷ, chủ yếu nằm ở khoản mục thành phẩm. Theo chia sẻ từ SSC, đây chính là giá trị của 1,000 tấn sản phẩm bắp mà SSC sẽ phân phối cho Monsanto, lượng hàng này có giá trị vào khoảng 70 tỷ đồng. Ngoài ra, SSC còn tồn kho khoảng 3,000 tấn lúa thuần tự sản xuất.

**Thị phần bắp lai lớn và ngày càng được củng cố.** Với thị phần khoảng 15% có thể xem SSC là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong cung ứng hạt giống bắp, vị trí này càng được củng cố vững chắc hơn khi SSC bắt đầu phân phối sản phẩm hạt giống cho tập đoàn Monsanto từ giữa năm 2012. Hằng năm, sản phẩm bắp đóng góp 40% doanh thu của SSC. Công ty kỳ vọng sẽ lấy lại vị thế dẫn đầu nếu việc phân phối sản phẩm gặp thuận lợi. Sản phẩm bắp vàng (dùng để làm thức ăn cho gia súc) chiếm 20% thị phần và sản phẩm bắp nếp chiếm 50%.

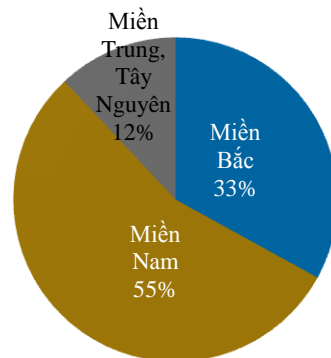
Bên cạnh bắp, lúa là sản phẩm hạt giống thứ hai có đóng góp lớn trong doanh thu của SSC với 35%. Tuy nhiên, thị phần lúa của Công ty lại khá khiêm tốn chỉ khoảng 5%. Đối với thị trường cung cấp giống lúa mức cạnh tranh thường cao hơn hẳn so với thị trường bắp giống do lúa là cây lương thực chính ở Việt Nam nên số lượng nhà cung cấp lớn và số lượng giống lúa cũng rất nhiều hơn 600 chủng loại.

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm**



Nguồn: SSC

**Cơ cấu doanh thu theo thị trường**



Nguồn: SSC

**Sản phẩm của SSC có khả năng cạnh tranh tốt về chất lượng và giá bán so với các đối thủ trong ngành.**

Giá bán các sản phẩm của SSC thấp hơn so với các công ty đa quốc gia, giúp cho SSC nâng cao khả năng cạnh tranh so với những đối thủ chính trong ngành. Nếu so với những doanh nghiệp trong nước, SSC có giá bán cao hơn, tuy nhiên vẫn được nông dân chấp nhận do sản phẩm có chất lượng tốt. Cụ thể đối với những giống bắp cùng loại và tên thì giá bán SSC cao hơn 5,000 – 7,000 đồng/kg, đối với giống lúa thì giá bán cao hơn từ 1,000 – 2,000 đồng/kg.

Thời gian bảo quản hạt giống lâu: đây cũng là một ưu điểm của các sản phẩm của SSC nhờ vào quy trình công nghệ sấy và chế biến, giúp kéo dài tuổi thọ của sản phẩm hạt giống lên đến 1 năm, làm tăng thời gian lưu kho đến 2 năm. Trong khi các sản phẩm của Trung Quốc chỉ sử dụng 6 tháng, nếu không sử dụng thì hạt giống có thể sẽ bị nảy mầm.

Là nhà sản xuất và kinh doanh lâu năm trong ngành nên SSC hiểu rất rõ về tập quán sản xuất của người nông dân. Dựa trên những hiểu biết đó, SSC luôn chú trọng phát triển và đưa ra những nguồn gen mới và phù hợp với thổ dưỡng của Việt Nam.

**Thị trường tiêu thụ trải dài khắp cả nước.** Các giống cây của SSC đã được phân phối rộng ở các vùng nông nghiệp chính trong cả nước. Trong đó, thị trường miền Nam đóng góp khoảng 55% doanh thu và là thị trường tiêu thụ chính của các sản phẩm lúa giống. Thị trường miền Bắc đóng góp khoảng 33% doanh thu, đây là thị trường chính cho các sản phẩm bắp và lúa lai. Ngoài tiêu thụ trong nước, SSC còn xuất khẩu sản phẩm sang Lào, Campuchia và các tỉnh phía Nam Trung Quốc. Doanh thu từ 2 thị trường Lào và Campuchia chiếm khoảng 10% tổng doanh thu với sản phẩm chủ yếu là bắp vàng. Trong những năm tới, SSC đã lên kế hoạch mở rộng thị phần xuất khẩu hơn nữa bằng việc nhắm vào thị trường khác là Myanmar.

SSC thường đạt doanh thu cao nhất vào quý 2 và kế đến là quý 4. Nguyên nhân là do vụ khai thác chính đối với khu vực miền Nam và miền Trung rơi vào tháng 11 đến tháng 4. Doanh thu trong 6 tháng đầu năm của SSC thường đạt 59% tổng doanh thu cả năm.

**Mở rộng vùng nguyên liệu bằng hình thức hợp tác sản xuất với nông dân và các đơn vị khác.** Hạt giống của Công ty được tổ chức sản xuất ở hai khu vực (1) các trại trực thuộc Công ty và (2) hợp tác sản xuất. Tuy nhiên, giai đoạn gần đây việc mở rộng các trại tự sản xuất khá tốn kém nên SSC chủ yếu phát triển vùng nguyên liệu bằng hình thức hợp tác sản xuất. Hiện nay, vùng nguyên liệu của Công ty tập trung ở khu vực phía Nam với 400 ha trồng lúa tại Cần Thơ, 500 ha lúa tại Tiền Giang, trên 600 ha bắp tại TP.HCM, 200 ha lúa lai tại Đắk Lắk, 100 ha lúa lai ở Quảng Nam. Các vùng nguyên liệu này đều nằm ở các khu vực gần nhà máy chế biến. Đối với nguồn cung giống cây cho thị trường miền Bắc, SSC chỉ làm với quy mô nhỏ vì giá thành sản xuất cao. SSC có nhà máy sản xuất giống ngoài miền Bắc nhưng công ty vẫn chủ yếu sử dụng nguyên liệu từ miền Nam chuyển ra và chỉ huy động thêm nguồn nguyên liệu tại thị trường miền Bắc khi mà nhu cầu tăng.

## TRIỂN VỌNG 2013

**Trong năm 2013, SSC đặt mục tiêu đạt 700 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận sau thuế khoảng 70 tỷ đồng, tương ứng tăng 52.5% và 2.9%.**

Doanh thu của SSC có sự tăng trưởng mạnh do SSC bắt đầu phân phối độc quyền thêm hạt giống của tập đoàn Monsanto với sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt khoảng 2,000 tấn. Các giống bắp của Monsanto đều đã được khảo nghiệm phù hợp với điều kiện Việt Nam cho năng suất tốt nên công ty có thể sẽ gia tăng được sản lượng tiêu thụ của mặt hàng này.

- ◆ SSC mở rộng hơn nữa sang thị trường Lào và Campuchia. Tỷ trọng doanh thu từ thị trường Lào và Campuchia chiếm khoảng 10% tổng doanh thu, chủ yếu là sản phẩm Bắp vàng. Trong đó, tổng sản lượng xuất khẩu sang Lào và Campuchia khoảng 1,000 tấn bắp/năm chủ yếu qua đường tiểu ngạch. Trong năm 2013 dự kiến sản lượng xuất khẩu sang 2 thị trường Lào và Campuchia khoảng 1,500 tấn/năm, tương ứng với doanh thu khoảng 105 tỷ đồng. Ngoài 2 thị trường này ra, SSC còn nhắm đến Myanmar như là một thị trường mới khác cho những sản phẩm của mình. Tuy nhiên SSC vẫn còn lo ngại những vấn đề liên quan đến tỷ giá, luật pháp. SSC kỳ vọng doanh thu xuất khẩu hằng năm tại các thị trường sẽ đạt mức tăng trưởng 30%.
- ◆ Ngoài 2 sản phẩm chủ lực là lúa và bắp, SSC đang xây dựng dự án thành lập công ty con kinh doanh rau quả để có thể mở rộng hơn nữa danh mục sản phẩm, đồng thời tăng thêm doanh thu cho bản thân công ty. Kế hoạch này được chia làm 2 bước, phòng kinh doanh rau được thành lập hoạt động từ tháng 1 với nhiệm vụ là khảo sát nhu cầu các loại giống rau của nước ngoài tại Việt Nam, nếu nhận thấy giống rau khảo sát có tiềm năng thì phòng kinh doanh rau sẽ nhập khẩu hạt giống và phân phối độc quyền dưới tên của SSC. Theo chia sẻ của SSC, rau là loại sản phẩm đặc thù về thị trường, vòng đời sản phẩm thấp. Lợi nhuận từ sản phẩm rau cao nhưng việc nghiên cứu, sản xuất khó. Hầu hết 70%-80% rau trên thị trường Việt Nam là nhập khẩu.

Dù doanh thu có sự tăng trưởng mạnh 52.5% nhưng biên lợi nhuận phân phối các hạt giống bắp cho Monsanto khá thấp cộng thêm chi phí sản xuất có xu hướng tăng và giá bán của SSC vẫn ổn định khiến cho lợi nhuận sau thuế theo kế hoạch chỉ tăng trưởng nhẹ 2.9%. Tuy nhiên, năm 2013 SSC có khả năng sẽ chuyển sang hoạt động dưới hình thức công ty khoa học công nghệ để nhận được các chính sách ưu đãi của nhà nước. Công ty có thể được miễn thuế TNDN trong 4 năm và giảm thuế trong 9 năm tiếp theo. Để được công nhận là công ty khoa học công nghệ, Công ty phải đáp ứng được điều kiện “70% tổng doanh thu đến từ các sản phẩm công ty tự nghiên cứu sản xuất”. Hiện tại các sản phẩm SSC tự nghiên cứu sản xuất đã đóng góp gần 70% doanh thu nên khả năng lớn SSC sẽ đủ điều kiện công nhận là Công ty khoa học công nghệ. Theo đó, SSC sẽ được miễn thuế 100%, lợi nhuận sau thuế 2013 tương ứng với mức lợi nhuận 93 tỷ đồng, tăng 36.7% so với 2012.

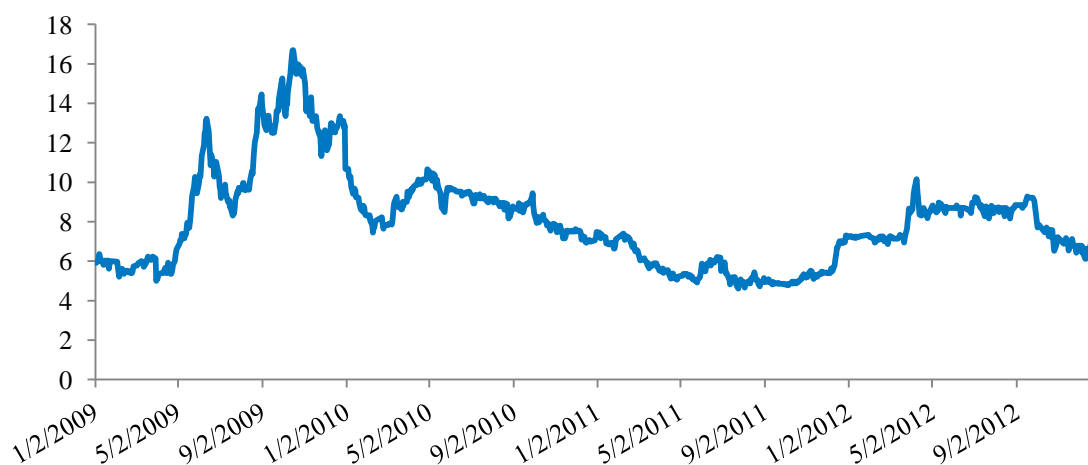
**Dự án Tổ hợp chung cư - Văn phòng - Thương mại với quy mô 17 tầng và 2 tầng hầm tại 282 Lê Văn Sỹ, Phường 1, Quận Tân Bình, TP HCM.** Dự án có tổng diện tích quy hoạch là 7,771 m<sup>2</sup>, SSC sẽ hợp tác cùng Daewon để xây dựng dự án. SSC dự kiến góp 49% vốn điều lệ với chi phí khoảng 5.88 triệu USD góp vốn bằng giá trị đất. Khu đất tại 282 Lê Văn Sỹ được định giá 8.5 triệu USD, như vậy phần dư sẽ được liên doanh hoàn trả lại cho SSC. Từ tầng 1 đến tầng 4 của dự án là trung tâm thương mại và khu trưng bày sản

phẩm; Từ tầng 5 trở lên là căn hộ với giá bán dự kiến 1,600 USD/m<sup>2</sup>. Do thị trường bất động sản trong thời gian gần đây không thuận lợi nên dự án đến nay vẫn chưa được triển khai. Hiện tại, Công ty đang thực hiện thay đổi điều lệ nhằm bổ sung chức năng kinh doanh bất động sản và thay đổi một số điều khoản hợp đồng đã ký kết trước đây với đối tác Deawon trong đó chủ đầu tư sẽ là SSC (theo quy định mới của nhà nước chủ đầu tư dự án phải là đơn vị sở hữu đất) ngoài ra tỷ lệ góp vốn và giá trị đất không thay đổi. Dự kiến dự án sẽ được triển khai vào quý 2/2013. Nếu dự án được thực hiện đúng tiến độ thì SSC có thể sẽ nhận được phần hoàn tiền giá trị đất trong năm nay.

### **KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Theo ước tính của chúng tôi, lợi nhuận sau thuế của SSC trong năm 2013 vào khoảng 93.3 tỷ đồng, tương đương với EPS khoảng 6,200 đồng/cổ phiếu và P/E forward là 5.7. Có thể nhận thấy rằng trong hiện tại, tăng trưởng doanh thu của SSC phụ thuộc nhiều vào hoạt động phân phối sản phẩm cho Monsanto. Việc tăng doanh thu từ các nhóm sản phẩm truyền thống của Công ty có nhiều khó khăn do cạnh tranh trên thị trường rất lớn nên khả năng tăng giá bán hay mở rộng thị phần đều bị hạn chế. Tuy nhiên, SSC vẫn được xem là cổ phiếu hấp dẫn nhờ ngành nghề kinh doanh gắn liền với ngành nông nghiệp Việt Nam. Cần biết rằng ngành nông nghiệp Việt Nam hằng năm đóng góp 20% vào GDP, tốc độ tăng trưởng ngành đạt 2.72% trong năm 2012. Với lợi thế về sản phẩm từ bắp, lúa cộng với định hướng phát triển ngành nông nghiệp nước ta đến năm 2020 là tập trung nâng cao năng suất giống lúa và mở rộng diện tích gieo trồng các giống bắp, rau đã tạo ra cơ hội lớn cho SSC trong hoạt động kinh doanh. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng Công ty sẽ có thể gia tăng lợi nhuận từ những dự án mới như mở rộng thị trường Myanmar, dự án kinh doanh rau và đặc biệt là dự án bất động sản Tổ hợp chung cư - Văn phòng - Thương mại với quy mô 17 tầng và 2 tầng hầm tại 282 Lê Văn Sỹ. Do đó chúng tôi khuyến nghị “MUA” cổ phiếu SSC với mức giá mục tiêu là 45,800 đồng dựa vào phương pháp định giá P/E.

**Biểu đồ P/E của SSC**



*Nguồn: Bloomberg*

## THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ DOANH NGHIỆP

**Lĩnh vực hoạt động:** Được thành lập từ năm 1976, SSC là công ty đầu tiên trong ngành giống cây trồng thực hiện cổ phần hóa và cũng là công ty đi đầu ở cả 3 lĩnh vực: nghiên cứu chọn tạo, sản xuất – kinh doanh và xuất nhập khẩu giống cây trồng. Bên cạnh đó, SSC còn là công ty hàng đầu trong ngành giống cây trồng ở Việt Nam với sản lượng cung ứng hàng năm từ 8,000 tấn đến 10,000 tấn hạt giống các loại. Trong đó, SSC cung ứng hàng năm hơn 3,200 tấn bắp, chiếm 10% thị phần giống bắp lai cả nước. Công ty cũng đã cung ứng cho sản xuất trên 4,000 tấn giống lúa mỗi năm với 20 giống lúa khác nhau, riêng năm 2011, sản lượng hạt giống lúa cung ứng lên đến hơn 11,000 tấn. Ngoài ra, SSC còn cung ứng khoảng 640 tấn đậu; 150 tấn hạt giống rau hàng năm. Công ty cũng đã chọn tạo được một số giống bắp, lúa lai, dưa hấu lai được Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn công nhận và cho phép đưa vào sản xuất phổ biến.

Hiện công ty có 2 Chi nhánh, 3 Trại-Trại, 1 Trung tâm Nghiên cứu, 1 VPĐD và 2 nhà máy chế biến giống cây trồng. Công suất sản xuất của SSC là 10,000 tấn/năm. Trong những tháng khai thác chính (tháng 5, 6, 7, 8) công ty đạt 100% công suất. Trung bình trong cả năm sản lượng khai thác đạt 70- 80% công suất thiết kế.

### Hệ thống trại giống, nhà máy và chi nhánh của SSC

Năm	Hệ thống nhà trạm-trại	Địa điểm	Diện tích (ha)	Công suất (tấn/năm)
1983	Trại giống Cai Lậy	Tiền Giang		
1989	Trại giống Cờ Đỏ	Cần Thơ	336	
1991	Trại giống Lâm Hà	Lâm Đồng	38	
2009	Trung tâm nghiên cứu giống cây trồng miền Nam	Bình Dương	77	
1995	Nhà máy chế biến hạt giống	Củ Chi		5,000
2007	Nhà máy chế biến giống cây trồng Hà Nội.	Hưng Yên		2,000
	Nhà máy chế biến giống Trà Vinh (đang xây dựng)	Trà Vinh		2,000
1997	Chi nhánh Hà Nội	Hà Nội		
2005	Chi nhánh Tây Nguyên	Đak Lak		
	Chi nhánh miền Trung (đang xây dựng)	Thăng Bình, Quảng Nam		
2007	Văn phòng đại diện	Campuchia		

Nguồn: BVSC tổng hợp

### Các sản phẩm hạt giống của SSC

	Bắp lai	Lúa lai	Cà chua	Dưa
Hợp tác	P11, P60, P848, P963	Bắc Ưu 903, Bắc Ưu 64, Bắc Ưu 253, Nhị Ưu 63, Nhị Ưu 838	F1 Red Crown 250	F1 Happy (dưa leo)
Nghiên cứu	MX2, MX4, MX10, SSC 2095	Nam Ưu 603, Nam Ưu 604,	F1 T42, F1T43	An Tiêm 95 (dưa hấu)

Nguồn: BVSC tổng hợp



## RỦI RO TRONG SẢN XUẤT KINH DOANH CỦA SSC

Trong nước hiện có hơn 200 công ty phân phối sản phẩm giống cây trồng (chủ yếu là các công ty thương mại). Đối với những doanh nghiệp nội có thể kể đến: CTCP sản xuất Giống cây trồng Trung Ương - NSC, CTCP Bảo vệ thực vật Sài Gòn - SPC, CTCP Bảo vệ thực vật An Giang. Bên cạnh đó, các đối thủ nước ngoài- các tập đoàn đa quốc gia gồm: Công ty CP Seed Việt Nam – Thái Lan, Công ty Bioseed Genetics Việt Nam - Ấn Độ, Công ty Syngenta.

**Rủi ro cạnh tranh thị phần.** Các công ty đa quốc gia với tiềm lực mạnh về vốn và công nghệ đã và sẽ là những đối thủ cạnh tranh của SSC trong tương lai. Các doanh nghiệp đa quốc gia luôn nhập nội nhiều giống mới, có chất lượng tốt và tính cạnh tranh cao. Không chỉ có các doanh nghiệp nước ngoài, các doanh nghiệp trong nước cũng là vấn đề phải quan tâm. Ví dụ như: Công ty cổ phần giống cây trồng Trung Ương (NSC) gần đây vừa mua được bản quyền giống bắp nếp lai HN68 nhằm khai thác thị trường bắp thực phẩm ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long; hay công ty bảo vệ thực vật An Giang mặc dù các sản phẩm giống chưa phải là chủ lực của công ty nhưng uy tín thương hiệu sau thời gian dài phân phối các sản phẩm thuốc trừ sâu, thương hiệu Bảo vệ thực vật An Giang sẽ tạo điều kiện thuận lợi để công ty phát triển và phân phối các sản phẩm giống cây trồng. Do đó để có thể cạnh tranh được, SSC có thể phải giảm giá bán, ảnh hưởng đến doanh thu hàng năm.

+ *Cạnh tranh trong thị trường bắp lai:* thị trường bắp trong nước do 5 doanh nghiệp là SSC, Công ty CP Seed Việt Nam (Thái Lan), Công ty Bioseed Genetics Việt Nam (Ấn Độ), Viện nghiên cứu bắp và Công ty Syngenta chi phối, trong đó thị phần của SSC khoảng 10% - 15%. Nếu như trước đây, thị phần bắp của SSC khoảng 25% - 30% thì so với hiện tại, thị phần của SSC đã sụt giảm khá nhiều. Các công ty đa quốc gia có lợi thế về mặt công nghệ, họ đã liên tục đưa ra thị trường nhiều loại giống mới với nhiều tính năng ưu việt như năng suất cao, thời gian trồng ngắn, chống chịu tốt với khí hậu và các loại sâu bệnh.

**Thị phần các doanh nghiệp kinh doanh bắp**

Doanh nghiệp	Thị phần
Syngenta	> 20%
SSC	10% - 15%
CP Seed Việt Nam	
Bioseed Genetics	

*Nguồn: BVSC tổng hợp*

+ *Cạnh tranh trong thị trường lúa lai:* SSC chiếm 8% thị phần chung. Hai công ty còn lại là NSC và bảo vệ thực vật An Giang. Hạt giống lúa lai của công ty được tiêu thụ tại các tỉnh miền Bắc, Tây Nguyên, Duyên Hải Miền Trung trong khi lúa thuần lai tiêu thụ mạnh tại vùng đồng bằng sông Cửu Long. Sản lượng tiêu thụ lúa hàng năm tại miền Bắc là 1,000 tấn, trong khi miền Nam lên đến 8,000 tấn.

**Rủi ro từ những sản phẩm biến đổi gen:** Hiện tại, chỉ có 4 loại cây trồng biến đổi gen được phép trồng thử nghiệm tại Việt Nam là bông vải, bắp, đậu tương và cải dầu. Nếu cho phép trồng những loại cây này, nông dân thu lợi ít nhất từ 100 - 200 USD/ha. Dự kiến vào năm 2015, nước ta sẽ đưa vào sản xuất cây trồng biến đổi

gen, đầu tiên là giống bắp (năng suất vượt trội, chống chịu tốt và kháng sâu). Điều này có thể ảnh hưởng đến sản phẩm bắp lai của SSC. Dù có những ưu điểm nhất định về nhiều mặt nhưng vẫn còn một số nghi ngờ về những sản phẩm biến đổi gen như gây tác hại đến vật nuôi trong phòng thí nghiệm hay có thể tạo ra các độc tố, các chất gây dị ứng không ngờ tới trong thực phẩm và ảnh hưởng tới giá trị dinh dưỡng của thực phẩm. Vì vậy chủ trương của Việt Nam là thận trọng tiếp nhận và ứng dụng có chọn lọc những thành tựu khoa học về biến đổi gen.

**Rủi ro thời tiết,** thời tiết là nguyên nhân gián tiếp làm ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của SSC. Thời tiết không tốt sẽ ảnh hưởng đến việc gieo trồng của nông dân, từ đó ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ hạt giống của SSC. Vùng duyên hải miền Trung và miền Bắc là 2 vùng chịu ảnh hưởng nhiều nhất từ rủi ro thời tiết, trong khi miền Trung chịu nhiều mưa bão thì ở miền Bắc là rét và lạnh.

**Rủi ro thu hẹp diện tích đất nông nghiệp.** Trong những năm gần đây, sự phát triển công nghiệp hóa hiện đại hóa đã làm cho diện tích đất nông nghiệp nước ta suy giảm. Hiện tại theo quy hoạch sử dụng đất cho sản xuất nông nghiệp đến năm 2020, diện tích trồng lúa là 3,8 triệu ha. Tuy nhiên, nhiều quan điểm cho rằng diện tích trồng lúa của Việt Nam khó mà duy trì được như kế hoạch khi mà dân số ngày một gia tăng và điều quan trọng là sự dâng lên của nước biển làm thu hẹp diện tích đất tại 2 khu vực đồng bằng sông Hồng và sông Cửu Long.

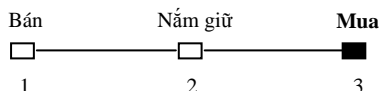
**Rủi ro của việc phân phối giống mới.** Thời gian gần đây, tập đoàn Monsanto và CTCP bảo vệ thực vật Sài Gòn (SPC) xảy ra tranh chấp về vấn đề phân phối hạt giống bắp. Theo SPC, tập đoàn Monsanto đã không thực hiện đầy đủ nghĩa vụ trong việc bồi thường số hàng bị lỗi kỹ thuật, bên cạnh đó dù là nhà phân phối hạt giống bắp của Monsanto nhưng SPC vẫn phải cạnh tranh với Deklab (công ty con của Monsanto) trong việc phân phối sản phẩm, gây ảnh hưởng nhiều đến việc tiêu thụ. Trong tương lai, SSC cũng có khả năng rơi vào khó khăn vì SSC sẽ bị chấm dứt hợp đồng nếu không tiêu thụ được hơn 50% sản lượng cam kết với Monsanto, khi đó Monsanto có thể tìm một nhà phân phối mới để thay thế SSC.

**Rủi ro về mặt công nghệ** công nghệ nghiên cứu hạt giống của SSC nói riêng và Việt Nam nói chung vẫn còn lạc hậu trong khu vực, chỉ hơn được Lào, Campuchia, Myanmar. Đó là do (1) sự hạn chế về mặt tài chính khi mà ngân sách nghiên cứu còn thấp và (2) sự hạn chế về mặt con người.



## THÔNG TIN TÀI CHÍNH CỦA SSC

### KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo lần đầu	3/2013	45,800	<b>Mua</b>

### BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	311,238	383,514	459,202
Lợi nhuận gộp	109,392	144,170	147,363
EBITDA	88,331	112,272	121,721
Khấu hao	(25,205)	(39,130)	(41,149)
EBIT	63,126	73,142	80,572
Lợi nhuận trước thuế	62,632	72,680	79,621
Chi phí thuế	12,829	15,177	11,303
Cổ đông thiểu số	(21)	(245)	(53)
Lợi nhuận ròng	49,824	57,748	68,371
EPS	3,323	3,852	4,560

### BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	62,417	70,262	43,083
Khoản phải thu	52,989	67,587	100,700
Hàng tồn kho	80,124	98,350	197,253
Khác	3,496	4,281	13,562
Tài sản ngắn hạn	199,638	240,887	355,013
Tài sản cố định	56,667	70,510	68,352
Đầu tư dài hạn	-	-	-
Khác	2,149	2,712	2,617
Tổng tài sản	260,110	315,581	427,270
Nợ phải trả	52,313	86,029	158,046
Vay ngắn hạn	2,037	971	12,264
Khoản phải trả	7,625	39,385	98,475
Khác	37,528	40,330	40,355
Nợ ngắn hạn	50,087	84,664	156,384
Nợ dài hạn	2,018	1,047	784
Nợ khác	208	318	-
Tổng nợ	52,313	86,029	158,046
Nguồn vốn chủ sở hữu	206,159	228,159	267,884
Lợi nhuận cổ đông tối thiểu	1,639	1,393	1,340

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông lớn	Số cp	Tỷ lệ	Tính đến ngày
SCIC	2,784,000	18.59%	07/3/2013
Quản lý quỹ SSI (SSIAM)	2,306,070	15.39%	07/3/2013
Công ty TNHH NDT	1,649,780	11.01%	07/3/2013

### BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	0	0	0
Dòng tiền từ HĐKD	10,756	42,720	(14,898)
Tiền chi mua sắm, xây dựng	0	0	0
Dòng tiền tự do	10,756	42,720	(14,898)
Thay đổi trong VCSH	4,929	0	6,301
Thay đổi trong nợ	9,228	17,412	39,142
Cổ tức phải trả	(14,918)	(25,050)	(29,612)
Dòng tiền ròng	(25,724)	7,807	(27,179)
Tiền mặt đầu kỳ	88,156	62,417	70,262
Tiền mặt cuối kỳ	62,417	70,262	43,084

### PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	28.4%	29.3%	26.5%
Biên lợi nhuận hoạt động	19.9%	19.0%	17.3%
Biên lợi nhuận ròng	16.0%	15.1%	14.9%
ROAA	20.2%	20.1%	18.4%
ROEA	26.3%	26.6%	27.6%
Tăng trưởng doanh thu	20.6%	23.2%	19.7%
Tăng trưởng LNST	11.3%	16.0%	9.6%
Tăng trưởng doanh thu /cp	-19.6%	23.2%	19.7%
Tăng trưởng EPS	-34.4%	15.9%	18.4%
Tăng trưởng tổng tài sản	11.7%	21.3%	35.4%
Tỷ số thanh toán lãi vay	125.79	156.32	82.72
Nợ trên tổng tài sản	0.20	0.27	0.37
Nợ trên vốn chủ sở hữu	0.25	0.38	0.59
Doanh thu/tài sản	1.20	1.22	1.07
Capex/Doanh thu	(0.08)	(0.10)	(0.09)
EPS cơ bản (VND)	3,323	3,852	4,560
EBITDA mỗi cp (VND)	2,463	2,207	2,503
Cổ tức mỗi cổ phần (VND)	995	1,671	1,975
Giá trị sổ sách (VND)	13,751	15,218	17,868

## CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Trần Hà Xuân Vũ**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt..

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

### Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999