

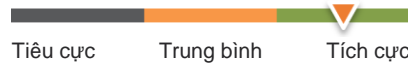
TẬP ĐOÀN LỘC TRỜI (LTG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND22.800	Giá mục tiêu VND27.300	Tỷ suất cổ tức 7,0%	Khuyến nghị MUA	Ngành Nông nghiệp
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	-----------------------------

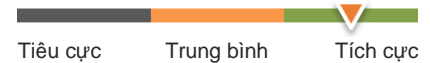
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

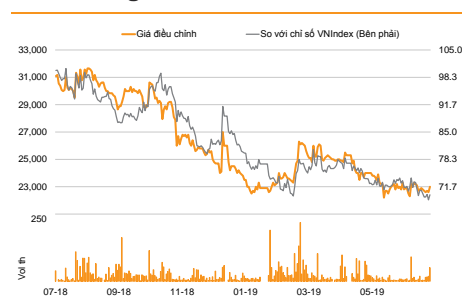


Ngày 18/07/2019

Phạm Lê Mai

mai.phamle@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	31.650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.200
KLGDDBQ 3 tháng (cp)	20.292
GTGDDBQ 3 tháng (tr VND)	484
Thị giá vốn (tỷ VND)	1.836
SL CP đang lưu hành (tr)	80,6
Free float (%)	31
P/E trượt (x)	5,3
P/B hiện tại (x)	0,7

Cơ cấu sở hữu

Marina Viet Pte. Ltd	25,2%
An Giang People's Committee	24,2%
Kingsmead	6,0%
Khác	44,6%

Nguồn: VNDIRECT

Quá trình tái cơ cấu sẽ mang lại hiệu quả tích cực từ năm 2019.

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với quá trình tái cấu trúc của LTG. Năm 2019, công ty sẽ tiếp tục cơ cấu danh mục thuốc BVTV; mạnh dạn bán bớt 2 nhà máy lương thực do thừa công suất, và chú trọng phát triển thương hiệu bán lẻ nội địa nhằm giảm lệ thuộc vào xuất khẩu. Chúng tôi nhận định Ban lãnh đạo mới có tính chuyên môn cao sẽ phù hợp hơn với chiến lược hiện tại của công ty.

Cập nhật tình hình kinh doanh Quý 1/2019: LN giảm do mảng gạo và chi phí tài chính tăng. Mặc dù doanh thu Q1/19 tăng 6,5% yoy nhưng LNST giảm 20,7% yoy do (1) doanh thu và biên LN gộp mảng gạo giảm lần lượt 23,1% và 4,9 điểm % do giá gạo trong nước và thế giới giảm mạnh và xuất khẩu sang Trung Quốc yếu; và (2) lãi vay tăng mạnh 48,6% yoy do nợ ngắn hạn cao tài trợ vốn lưu động.

Chúng tôi dự phóng LNST 2019 tương đương kế hoạch công ty đặt ra. Doanh thu thuần ước đạt 8.631 tỷ đồng (giảm 4,4% yoy tương đương kế hoạch), và LNST ước tính 530 tỷ đồng (tăng 27,9% yoy cao hơn kế hoạch 1,6%). Dự báo của chúng tôi dựa trên cơ sở doanh thu mảng gạo giảm 28% yoy do xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc khó khăn nhưng ghi nhận lợi nhuận bất thường từ việc bán 2 nhà máy lương thực trong 2019.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 27.300đ/cp. Giá mục tiêu được tính dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau 2 phương pháp DCF và hệ số P/E mục tiêu 5,3x cho năm 2020 (chúng tôi không sử dụng EPS 2019 do có lợi nhuận bất thường trong năm). Hệ số P/E mục tiêu được tính trên cơ sở chiết khấu 40% so với trung bình ngành 8,9x, phản ánh kỳ vọng tăng trưởng EPS thấp hơn trung bình ngành và thanh khoản thấp của cổ phiếu.

Chúng tôi cho rằng những bất lợi về xuất khẩu gạo và sự bão hòa của thị trường thuốc BVTV đã phần nào phản ánh vào giá. Định giá hiện tại P/E TTM 5,3x là tương đối an toàn, cộng với tỷ suất cổ tức 7% tạo ra cơ hội tích lũy cổ phiếu khá hấp dẫn trong dài hạn.

Rủi ro khuyến nghị: 1) giá gạo trong nước và quốc tế giảm sâu; 2) thanh khoản cổ phiếu thấp.

Tổng quan tài chính (VND)	12-17A	12-18A	12-19E	12-20E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.687	9.031	8.631	8.959
Tăng trưởng DT thuần	11,6%	4,0%	(4,4%)	3,8%
Biên lợi nhuận gộp	21,7%	21,4%	22,4%	22,7%
Biên EBITDA	9,0%	9,6%	11,1%	9,6%
LN ròng (tỷ)	414	412	526	474
Tăng trưởng LN ròng	19,4%	(0,7%)	27,9%	(10,0%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	19,4%	(0,7%)	(1,0%)	16,4%
EPS cơ bản	5.140	5.107	6.533	5.882
EPS điều chỉnh	4.369	4.341	5.553	5.000
BVPS	34.049	30.885	35.818	40.100
ROAE	18,7%	17,2%	19,6%	15,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH QUÝ 1/2019

Lãi vay tăng mạnh ảnh hưởng đến lợi nhuận

Trong Q1/2019, LTG ghi nhận tổng doanh thu tăng 6,5% nhưng lợi nhuận sau thuế giảm 20,7% so với cùng kỳ, chủ yếu do lãi vay tăng mạnh 48,6% yoy. LTG duy trì mức nợ ngắn hạn cao trong 2018 và Quý 1/2019 để tài trợ vốn lưu động (+8,1% yoy, số liệu cuối kỳ). Tuy nhiên theo thông tin tại ĐHCĐ 2019 của LTG, công ty có kế hoạch giảm các khoản phải thu và tồn kho trong 2019 mà tập trung chủ yếu vào việc giảm mua vào để giảm hàng tồn kho, từ đó giảm nợ ngắn hạn và giảm rủi ro về thanh toán.

Hình 1: Tổng quan kết quả kinh doanh Quý 1/2019

Đơn vị: tỷ đồng	Q1/18	Q1/19	% thay đổi	so với KH 2019 Nhận định	
Tổng doanh thu	1.545	1.645	6,5%	Doanh thu của công ty phụ thuộc vào thời điểm gieo trồng của từng năm nên mang tính mùa vụ cao.	
<i>Thuốc bảo vệ thực vật (BVTV)</i>	744	973	30,8%	Doanh thu Quý 1 từ thuốc BVTV tăng mạnh do vụ Đông Xuân gieo trồng và thu hoạch sớm hơn cùng kỳ, dẫn đến lượng tiêu thụ thuốc trừ sâu tăng.	
<i>Lương thực</i>	615	473	-23,1%	Xuất khẩu gạo trên thị trường nói chung giảm mạnh chủ yếu do Trung Quốc giảm nhập khẩu trong quý đầu năm (4T19 giảm 8% về khối lượng và 23,9% về giá trị), đồng thời giá gạo xuất khẩu của Việt Nam cũng giảm trung bình 13,4% trong Q1.	
<i>Giống</i>	133	138	3,9%		
<i>Khác</i>	54	62	15,0%		
Doanh thu thuần	1.522	1.569	3,0%	18,1%	
Lợi nhuận gộp	353	343	-3,0%	17,7%	
<i>Biên LN gộp</i>	23,2%	21,8%	-1,4 điểm %	-0,4 điểm %	Biên lợi nhuận gộp giảm do ảnh hưởng từ mẫn gạo và tỷ trọng tiêu thụ một số mặt hàng biên LN cao hơn (như thuốc điều hòa sinh trưởng) giảm so với cùng kỳ.
Chi phí bán hàng	173	157	-9,6%	17,9%	
Chi phí QLDN	70	67	-5,2%	16,5%	
LN HĐKD	110	119	8,6%	18,2%	
Lợi nhuận trước thuế	88,3	77,5	-12,2%	11,8%	Lãi vay tăng 48,6% yoy do dư nợ ngắn hạn cao để tài trợ cho vốn lưu động
Lợi nhuận sau thuế	73,5	58,3	-20,7%	11,2%	
Lợi nhuận ròng	73,2	56,4	-22,9%		
Lợi nhuận ròng cốt lõi	73,5	58,3	-20,7%	14,8%	LTG kỳ vọng ghi nhận 162 tỷ đồng doanh thu bất thường từ việc cơ cấu lại mảng Lương thực trong 2019 (bán 2 nhà máy).

Nguồn: LTG, VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù LTG chỉ hoàn thành 18,1% kế hoạch doanh thu và 11,2% kế hoạch lợi nhuận năm 2019, chúng tôi lưu ý rằng Quý 1 thường là quý thấp điểm trong năm và **kỳ vọng KQKD sẽ được bù đắp bởi tăng trưởng tốt hơn trong các quý sau**. Giá gạo xuất khẩu tăng nhẹ trở lại từ tháng 4 cũng là dấu hiệu tích cực hơn cho doanh nghiệp.

Đại diện công ty cũng cho biết sơ bộ Quý 2, doanh thu mảng thuốc BVTV tăng khoảng 10-15%, mảng giống đi ngang, và mảng gạo tăng 15-20% trong Quý 2/2019. Chúng tôi sẽ cập nhật thông tin khi doanh nghiệp công bố kết quả chính thức vào cuối tháng 07.

TRIỂN VỌNG NĂM 2019: ĐÁNH DẤU CHUYÊN BIẾN TÍCH CỰC CỦA QUÁ TRÌNH TÁI CẤU TRÚC

Kế hoạch kinh doanh 2019: LNST tăng 25,9%

LTG đặt kế hoạch doanh thu thuần 2019 giảm 3,9% yoy trên cơ sở doanh thu mảng gạo giảm mạnh 28,0% yoy trong bối cảnh tình hình thị trường khó khăn do Trung Quốc siết chặt các quy định xuất khẩu. Các mảng CPC và giống kỳ vọng tăng trưởng doanh thu lần lượt 9,0% và 14,2% yoy. Lợi nhuận sau thuế 2019 đặt kế hoạch tăng mạnh 25,9% yoy, đạt 521 tỷ đồng nhờ việc bán bớt 2 nhà máy lương thực trong 2019 và ghi nhận lợi nhuận bất thường 162 tỷ đồng. Ban lãnh đạo chưa tiết lộ phương án cụ thể cho thương vụ này; nếu loại

trừ khoản lợi nhuận từ bán tài sản, LNTT cốt lõi theo kế hoạch giảm 9,3% yoy, đạt 494 tỷ đồng.

Thay đổi về mặt nhân sự kỳ vọng mang lại làn gió mới

Năm 2018, LTG đã thuê PwC tư vấn chiến lược về mô hình kinh doanh và cơ cấu doanh nghiệp. LTG đã bổ nhiệm nhiều vị trí lãnh đạo mới, bao gồm Giám đốc các nhóm ngành (Lương thực, Giống & thuốc, Sản xuất, v.v.), Giám đốc Tài chính, Giám đốc Nhân sự, Giám đốc marketing, Trưởng ban kiểm soát, và một số nhân sự cấp cao khác. Các thành viên mới bổ nhiệm này đều có từ 15-20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực họ phụ trách và từng đảm nhiệm các vị trí cấp cao tại các doanh nghiệp khác.

Bên cạnh đó, trong Đại hội cổ đông (ĐHCĐ) 2019, hai thành viên độc lập của Hội đồng quản trị cũng được bầu mới, lần lượt do ông Mark Peacock và ông Trần Thanh Hải đảm nhiệm. Ông Mark Peacock đã từng đảm nhiệm nhiều vị trí tại tập đoàn Syngenta, và ông Trần Thanh Hải hiện là chủ tịch Hội đồng quản trị của Nutifood, một trong những doanh nghiệp đầu ngành sữa và thực phẩm dinh dưỡng tại Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng các nhân sự mới có thể mang lại các thay đổi quan trọng và giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả, trong bối cảnh phương thức quản lý của doanh nghiệp đã được tái cấu trúc tập trung hơn về mặt tài chính, nhân sự nhưng phân quyền cho các ngành hàng để tăng tính chuyên môn hóa.

Mảng CPC: tăng trưởng thấp trong trung hạn

Hai lo ngại lớn nhất trong ngành thuốc BVTV là diện tích đất trồng cả nước không tăng (hoặc thậm chí giảm) và xu hướng giảm sử dụng các sản phẩm hóa chất độc hại trong trồng trọt nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm xanh/an toàn/ít dư lượng hóa chất. Trong bối cảnh miếng bánh ngành ít dư địa tăng trưởng, ban lãnh đạo cho biết **chiến lược trong thời gian tới sẽ tập trung vào việc chiếm lĩnh thị phần từ đối thủ**, thông qua việc tối ưu hóa danh mục sản phẩm, đẩy mạnh các mặt hàng biên lợi nhuận cao hơn như hàng generic tự sản xuất và các sản phẩm sinh học ít độc hại, thân thiện hơn với môi trường. Năm 2018 tỷ trọng hàng tự phối trộn của LTG là 35%, với biên lợi nhuận gộp cao hơn so với 65% còn lại là sản phẩm thương hiệu phân phối cho các công ty đa quốc gia như Syngenta, Corteva, Bayer, v.v. Một hướng đi khác, theo đại diện từ Syngenta trong HĐQT, là tập trung vào cải thiện hiệu quả của hệ thống bán hàng (gồm 3.000 đại lý nông dược trên toàn quốc), từ đó tăng biên lợi nhuận của mảng này trong tương lai.

LTG đặt mục tiêu doanh thu cả năm 2019 từ CPC tăng 9% so với cùng kỳ, trên cơ sở tăng tỷ trọng hàng generic (tự phối trộn) có biên lợi nhuận cao hơn và phát triển các nhãn hiệu mới từ đối tác, ví dụ như thuốc trừ rầy Pexena 106SC từ Corteva. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi do doanh thu mảng CPC năm 2018 thấp, giảm 7,9% yoy do LTG siết chặt chính sách bán hàng trong 2018 với các đại lý có nợ quá hạn.

Trong giai đoạn 2019-2022F, chúng tôi dự báo doanh thu mảng thuốc sẽ tăng trưởng 8% năm 2019 và 2%/năm từ 2020 trở đi với biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2019-2022F ổn định, tương đương mức 31,4% trong năm 2018.

Mảng Lương thực: giảm quy mô và mở rộng tập khách hàng mục tiêu

Trong khi hai mảng thuốc BVTV và giống gần như đã cơ bản hoàn thành việc tái cơ cấu, **năm 2019 LTG tiếp tục cấu trúc lại mảng gạo với kế hoạch giảm quy mô sản xuất**. Diện tích vùng nguyên liệu chuyên canh tăng nhẹ lên 35.000ha trong năm 2018 tập trung

Tiêu biểu cho phân khúc gạo chất lượng cao là sản phẩm gạo mầm Vibigaba mang giá trị dinh dưỡng cao, có chứa chất Gaba giúp cân bằng đường huyết, phòng ngừa và hỗ trợ điều trị cho người bệnh tiểu đường, người già và người cần phục hồi sức khỏe. Đây cũng là sản phẩm có biên lợi nhuận cao nhất trong các sản phẩm gạo (ước tính 25-30%), tuy nhiên còn đóng góp tỷ trọng thấp trong cơ cấu sản phẩm của LTG.



Gạo Mầm Vibigaba

Hình 2: Gạo Hạt Ngọc Trời tại siêu thị Vinmart



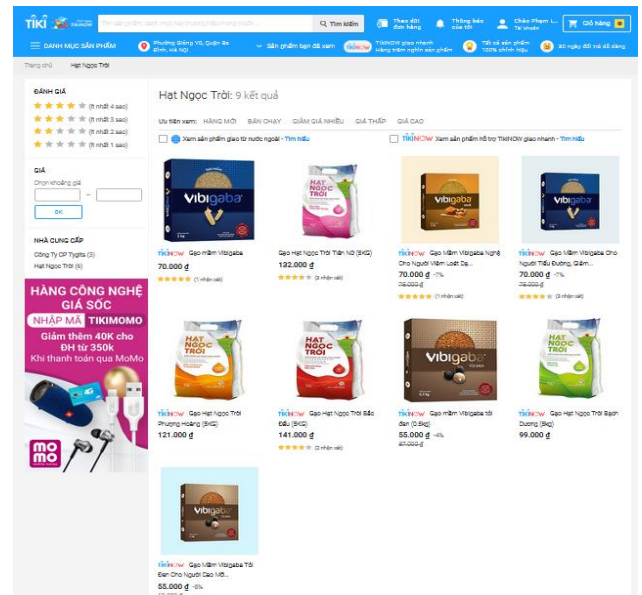
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

vào mô hình cánh đồng lớn, liên kết với hộ nông dân; tuy nhiên LTG dự định bán 2 nhà máy lương thực để giảm công suất dư thừa, tăng hiệu suất chung. Điều này kỳ vọng sẽ mang lại lợi nhuận bất thường khoảng 162 tỷ đồng cho công ty trong 2019.

Chiến lược của ngành hàng trong 2019 là phát triển thị trường hàng nội địa và phân khúc gạo chất lượng cao. Trong năm 2018, thị trường nội địa chiếm khoảng 35-40% trong cơ cấu sản lượng gạo của LTG (với biên lợi nhuận cao hơn ở mức 7,5% so với trung bình 5%), và tỷ trọng này đã tăng lên mức 47% trong 6T19, một phần do sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc giảm và một phần do chính sách bán hàng mới hướng đến thị trường trong nước.

Chúng tôi nhận thấy Lộc Trời đã phân phối sản phẩm gạo trắng/gạo thơm (túi 5kg, 10kg) tại một số hệ thống siêu thị trên cả nước như Coopmart, Bách Hóa Xanh, Vinmart (ở cả miền Bắc và miền Nam). Sản phẩm của LTG cũng xuất hiện trên các kênh bán hàng online như Tiki, Adayroi (trang thương mại điện tử của Vinmart), Lazada, Shopee kể từ đầu 2019. LTG đang nghiên cứu khả năng đưa sản phẩm gạo Lộc Trời vào các cửa hàng tiện lợi (convenience store) nằm gần hoặc tại các khu chung cư. Điều này nhất quán với chiến lược hướng đến đối tượng khách hàng trẻ, có thu nhập cỡ trung, quan tâm đến chất lượng sản phẩm và sẵn sàng chi tiêu cho các sản phẩm an toàn, dinh dưỡng và sự tiện lợi. Giá bán các sản phẩm gạo thương hiệu Hạt Ngọc Trời ở mức trung bình 100.000-150.000/túi 5kg, tương đương với giá các sản phẩm gạo có thương hiệu khác được bày bán trong siêu thị.

Hình 3: Sản phẩm của LTG trên trang TMĐT Tiki



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng sau khi thu hẹp quy mô sản xuất gạo trong 2019, LTG sẽ tìm được quy mô sản xuất tối ưu và tập trung hơn vào việc phát triển thị trường tiêu thụ cả trong nước và xuất khẩu, nhờ đó doanh thu và biên lợi nhuận mảng gạo sẽ ổn định hơn.

Chúng tôi cho rằng giá gạo sẽ không duy trì đà giảm trong các quý tới

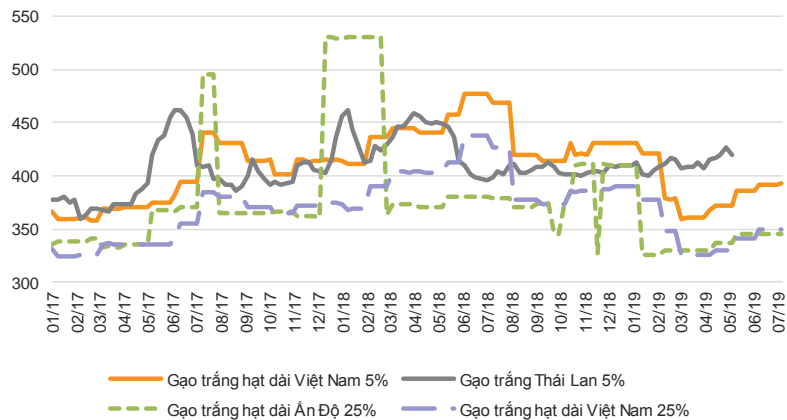
Giá gạo trong nước và thế giới giảm đồng tốc từ giữa năm 2018 khi Trung Quốc thực hiện việc cắt giảm dự trữ 5 loại ngũ cốc cơ bản, trong đó gạo bị cắt giảm khoảng 17 triệu tấn, đồng nghĩa với việc giảm nhập khẩu từ các nước như Việt Nam, Thái Lan. Đồng thời, kể từ giữa năm 2018, Trung Quốc đã áp dụng một số rào cản nhập

Kể từ tháng 07/18, các mức thuế đối với gạo chưa xát, gạo nguyên, gạo tấm, bột gạo xay nhuyễn/bột gạo xay thô và gạo thành phẩm nhập khẩu từ các nước Đông Nam Á (ASEAN) lần lượt là 50%, 50%, 5%, 40% và 5%. Trong quá khứ, gạo nếp thường chiếm khoảng 80% lượng xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường Trung Quốc.

khẩu ví dụ như tăng thuế nhập khẩu với mặt hàng gạo nếp từ 5% lên 50%, xiết chặt quy định kỹ thuật đối với một số mặt hàng gạo từ ASEAN cũng như chỉ cấp giấy phép xuất khẩu cho 22 trên tổng số hơn 150 doanh nghiệp xuất khẩu gạo từ Việt Nam. Bên cạnh đó, lượng gạo Việt Nam xuất đi một vài thị trường truyền thống khác trong nửa đầu 2019 cũng bị ảnh hưởng, cụ thể là Indonesia (-97,6% yoy về giá trị) do hoạt động trầm lắng trong mùa bầu cử và Bangladesh khôi phục lại sản xuất sau lũ lụt (-81,4% yoy).

Chúng tôi cho rằng các tín hiệu xấu trên thị trường gạo đã phản ánh chủ yếu trong Quý 1/2019, với việc các doanh nghiệp ký được nhiều đơn hàng xuất khẩu hơn và giá gạo trong nước và xuất khẩu đều cải thiện trong Quý 2. Tín hiệu tích cực đến từ việc chuyển dịch cơ cấu từ các thị trường cũ như Trung Quốc, Indonesia sang các thị trường tiềm năng như Philippines (do thay đổi chính sách nhập khẩu sang cơ chế thị trường), châu Phi, EU. Minh chứng là việc tổng khối lượng gạo xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2019 chỉ giảm 3,6% so với cùng kỳ 6 tháng 2018, với giá trị xuất khẩu giảm khoảng 18,0% yoy.

Hình 4: Giá xuất khẩu một số mặt hàng gạo trong khu vực (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Đối với LTG, chúng tôi cho rằng xuất khẩu gạo của doanh nghiệp có thể tích cực hơn so với mặt bằng chung của ngành nhờ các lý do sau: (1) LTG là một trong 22 doanh nghiệp được cấp phép xuất khẩu trực tiếp sang Trung Quốc. Điều này là nhờ quy trình sản xuất gạo bài bản và đảm bảo các chỉ tiêu quốc tế như BRC, HACCP, giúp LTG đáp ứng được các quy định ngày càng khắt khe hơn từ thị trường Trung Quốc (các yếu tố như truy xuất nguồn gốc, quy định về kiểm dịch, xông hơi khử trùng, bao bì nhãn mác, v.v.). Đây chính là thế mạnh của LTG so với các doanh nghiệp xuất khẩu cùng ngành. (2) Liên doanh của LTG với đối tác Trung Quốc có thể giúp doanh nghiệp có cơ hội tìm hiểu sâu hơn về nhu cầu thị trường cũng như cập nhật những biến động mới nhất trong ngành. Sau Quý 1 với kết quả thất vọng, Lộc Trời đã ký được thỏa thuận hợp tác về xuất khẩu sang Trung Quốc trong tháng 5 (5 biên bản ghi nhớ với thương nhân Trung Quốc, kết hợp với công ty TNHH Lương thực Tấn Vương, với tổng lượng gạo 84.000 tấn/năm) – điều này hàm ý khả năng ghi nhận doanh thu trong mảng gạo trong các quý tiếp theo.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng gạo giảm 28,0% trong năm 2019, tương đương với kế hoạch công ty và từ 2020 tăng trưởng 6%/năm. Biên lợi nhuận gộp mảng gạo dự báo giảm từ 7,0% năm 2018 xuống 3,0% năm 2019 và ổn định ở 5,0% từ năm 2020 trở đi.

Màng giống: tập trung phát triển sản phẩm

Lộc Trời đặt kế hoạch doanh thu năm 2019 màng giống tăng 14,2% yoy, cao nhất trong 3 mảng hoạt động chính trên cơ sở đẩy mạnh tiêu thụ các giống lúa thuần và giống ngô phân phối cho Syngenta. Chiến lược trong trung hạn là tiếp tục nghiên cứu, đa dạng hóa giống lúa, ngô và rau màu để mở rộng danh mục sản phẩm. Liên doanh Lộc Trời – Viên Thị thành lập trong năm 2018 (LTG sở hữu 51%, công ty con Lương thực Thoại Sơn 1%) cũng được kỳ vọng sẽ góp phần phát triển mảng giống dựa trên thế mạnh nhiều năm nghiên cứu trong ngành của đối tác Trung Quốc, và mở rộng cơ hội tiếp cận thị trường Trung Quốc cho Lộc Trời.

Chúng tôi dự phóng một cách thận trọng mảng giống cây trồng sẽ tăng trưởng 12,0% trong 2019, 8% trong 2020 và 6% cho các năm sau đó, với biên lợi nhuận gộp mảng này tăng từ 22,3% năm 2018 lên 23,5% trong 2019-2022F do tỷ trọng đóng góp của giống ngô (có biên lợi nhuận cao hơn giống lúa) tăng lên.

Kế hoạch chuyển sàn lùi lại đến năm 2020

Trong Đại hội cổ đông 2019 tổ chức cuối tháng 6, ban lãnh đạo đề xuất việc gia hạn thời gian niêm yết cổ phiếu trên HOSE từ năm 2019 sang năm 2020 do tình hình kinh doanh trong năm 2019 chưa thuận lợi, mặc dù các bước triển khai cho việc đăng ký niêm yết trên HOSE vẫn đang được chuẩn bị. Điều này đã được chấp thuận bởi các cổ đông, do vậy đây sẽ là động lực tăng giá trong trung hạn, với kỳ vọng việc chuyển sàn có khả năng cải thiện thanh khoản của cổ phiếu.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng năm 2019-2020

Chúng tôi dự phóng doanh thu tập đoàn năm 2019 giảm 4,4% so với cùng kỳ, đạt 8.631 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 27,9% yoy lên 530 tỷ đồng. Các giả định của chúng tôi bao gồm:

- Doanh thu mảng CPC tăng 8,0% yoy trong năm 2019 và tăng ổn định ở mức 2% từ năm 2020 trở đi. Doanh thu mảng gạo giảm 28,0% yoy năm 2019 và tăng 6%/năm các năm sau đó. Doanh thu mảng giống cây trồng tăng 12,0% yoy trong năm 2019 và 8% yoy năm 2020.
- Lợi nhuận gộp 2019 đạt 1.932 tỷ đồng, tương đương 2018 nhưng biên lợi nhuận gộp tăng 1 điểm % lên 22,4% nhờ tăng trưởng biên lợi nhuận gộp trong mảng giống.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN/Doanh thu tăng từ 13,5% năm 2018 lên 14,7% năm 2019 và giữ nguyên cho các năm tiếp theo do công ty quay trở lại phát triển đội ngũ “3 cùng” (đội kỹ sư nông nghiệp cùng ăn – cùng ở - cùng làm với người nông dân) đồng thời đẩy mạnh bán hàng, marketing trong mảng gạo.
- Lãi vay giảm dần chủ yếu do giảm nợ ngắn hạn, số ngày hàng tồn kho giảm từ 159 ngày trong 2018 xuống 130 ngày trong 2019 và 120 ngày trong giai đoạn 2020-2022F.
- Công ty ghi nhận lợi nhuận bất thường 162 tỷ đồng từ việc bán 2 nhà máy trong mảng lương thực trong năm 2019.
- Tỷ lệ cổ tức duy trì ở mức 16%/mệnh giá trong giai đoạn 2019-2022F.

Theo đó, EPS điều chỉnh 2019 đạt 5.553 đồng/cp và EPS điều chỉnh 2020 đạt 5.000 đồng/cp (do không có doanh thu bất thường trong 2020), sau khi điều chỉnh 15% cho quỹ khen thưởng phúc lợi.

Định giá

Chúng tôi cho rằng LTG là cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt và còn dư địa để cải thiện về mặt hiệu quả, mặc dù tăng trưởng doanh thu trong vài năm tới không lớn do diện tích canh tác và nhu cầu tiêu thụ vật tư nông nghiệp khó tăng mạnh. Sự cải thiện trong hiệu quả quản lý nhờ việc tái cấu trúc, đồng thời biên lợi nhuận gộp tăng do cơ cấu lại danh mục sản phẩm trong cả 3 mảng kinh doanh chính là các yếu tố tích cực của doanh nghiệp.

Về mặt định giá, LTG đang giao dịch ở mức P/E trượt 12 tháng là 5,3x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành 12,7x. Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá với tỷ trọng bằng nhau: (1) chiết khấu dòng tiền 5 năm trong giai đoạn 2019-2023 với các giả định lãi suất phi rủi ro 5,0%, phần bù rủi ro thị trường 11,0%, WACC 8,0% và tăng trưởng dài hạn 2,0%; và (2) hệ số P/E mục tiêu ở mức 5,3x, áp dụng với EPS điều chỉnh năm 2020 là 5.000 đồng/cp do năm 2019 ghi nhận lợi nhuận bất thường. Hệ số P/E mục tiêu được tính dựa trên mức chiết khấu 40% so với trung bình ngành 8,9x do chúng tôi nhận thấy tăng trưởng EPS của LTG trong 2 năm tới thấp hơn trung bình ngành khoảng 50% (loại trừ giá trị đột biến), mặc dù ROE cao hơn trung bình ngành trên cơ sở đòn bẩy cao.

Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua cho LTG với giá mục tiêu VND27.300/cp.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (dữ liệu ngày 17/07/2019)

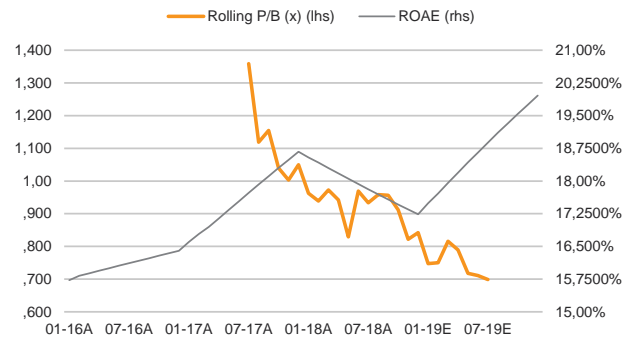
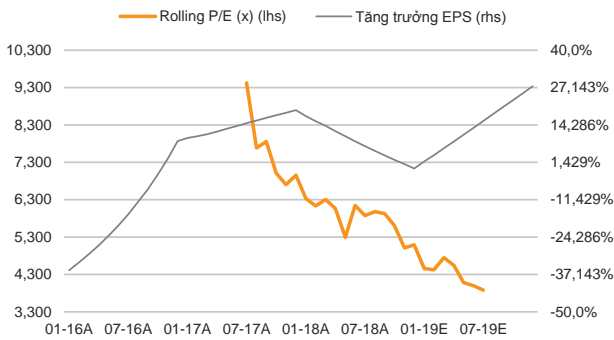
Công ty	Mã cp	Khuyến nghị	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR EPS 2018-2020 (%)	P/E (x)			P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		Nợ/VC SH (%)
						TTM	FY19F	FY20F	TTM	FY19F	TTM	FY19F	TTM	FY19F	
LT Foods Ltd	LTFO IN	KKN	Gạo	97	14%	4,8	4,1	3,7	0,5	0,4	11%	11%	4%	4%	116,4
KRBL Ltd	KRB IN	KKN	Gạo	734	11%	10,0	9,0	8,1	1,9	1,5	20%	18%	12%	NA	51,9
BISI International Tbk	BISI IJ	KKN	Giống	305	14%	9,6	9,2	8,2	1,8	NA	19%	19%	16%	16%	4,3
Dhanuka Agritech Ltd	DAGRI IN	KKN	Thuốc BVTV	279	18%	17,5	15,3	12,7	3,0	NA	18%	19%	14%	NA	3,5
Hunan Haili Chemical	600731 CH	KKN	Thuốc BVTV	349	119%	18,1	12,3	9,7	2,2	2,0	7%	15%	3%	NA	47,4
Sharda Cropchem Ltd	SHCR IN	KKN	Thuốc BVTV	418	20%	16,3	13,7	11,4	2,2	2,0	15%	15%	8%	14%	0,0
Trung bình				363	33%	12,7	10,6	8,9	1,9	1,5	15%	16%	10%	11%	37,2
Trung vị				327	16%	13,2	10,8	8,9	2,0	1,8	16%	17%	10%	14%	25,9
Lộc Trời	LTG VN	MUA		79	7%	5,3	4,1	4,6	0,7	0,7	21%	20%	7%	7%	125,2

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	27.935	50%	13.968
P/E mục tiêu 2020 ở mức 5,3x	26.699	50%	13.350
Giá trị hợp lý			27.317
Giá mục tiêu (làm tròn)			27.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
Doanh thu thuần	9.031	8.631	8.959
Giá vốn hàng bán	(7.098)	(6.698)	(6.922)
Chi phí quản lý DN	(349)	(388)	(403)
Chi phí bán hàng	(866)	(880)	(913)
LN hoạt động thuần	718	664	720
EBITDA thuần	865	780	832
Chi phí khấu hao	(147)	(116)	(112)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	718	664	720
Thu nhập lãi	20	34	40
Chi phí tài chính	(194)	(195)	(152)
Thu nhập ròng khác	5	163	5
TN từ các Cty LK & LD	(1)	(1)	(1)
LN trước thuế	549	665	612
Thuế	(135)	(135)	(135)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3)	(3)	(3)
LN ròng	412	526	474
Thu nhập trên vốn	412	526	474
Cổ tức phổ thông	(128)	(129)	(129)
LN giữ lại	284	398	345

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
Tiền và tương đương tiền	151	709	706
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.594	2.479	2.573
Hàng tồn kho	3.096	2.386	2.276
Các tài sản ngắn hạn khác	161	154	160
Tổng tài sản ngắn hạn	6.002	5.728	5.715
Tài sản cố định	1.544	1.323	1.280
Tổng đầu tư	36	36	36
Tài sản dài hạn khác	126	121	125
Tổng tài sản	7.708	7.206	7.155
Vay & nợ ngắn hạn	3.000	2.320	1.936
Phải trả người bán	1.509	1.379	1.425
Nợ ngắn hạn khác	504	482	500
Tổng nợ ngắn hạn	5.013	4.181	3.861
Vay & nợ dài hạn	150	80	0
Các khoản phải trả khác	30	30	30
Vốn điều lệ và	806	806	806
LN giữ lại	564	830	1.057
Vốn chủ sở hữu	2.489	2.887	3.232
Lợi ích cổ đông thiểu số	26	29	32
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	7.708	7.206	7.155

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
LN trước thuế	549	665	612
Khấu hao	147	116	112
Thuế đã nộp	(121)	(135)	(135)
Các khoản điều chỉnh khác	(102)	(155)	(2)
Thay đổi VLĐ	(1.068)	678	77
LC tiền thuần HĐKD	(596)	1.169	663
Đầu tư TSCĐ	(76)	(90)	(69)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	43	353	0
Các khoản khác	(3)	6	(5)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	11	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(26)	268	(74)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	784	(750)	(464)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(128)	(129)	(129)
LC tiền thuần HĐTC	656	(879)	(593)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	116	151	709
LC tiền thuần trong năm	35	558	(3)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	151	709	706

Các chỉ số cơ bản

	12-18A	12-19E	12-20E
Dupont			
Biên LN ròng	4,6%	6,1%	5,3%
Vòng quay TS	1,26	1,16	1,25
ROAA	5,8%	7,1%	6,6%
Đòn bẩy tài chính	2,99	2,77	2,35
ROAE	17,2%	19,6%	15,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	101	101	101
Số ngày nắm giữ HTK	159	130	120
Số ngày phải trả tiền bán	77,6	75,2	75,4
Vòng quay TSCĐ	5,63	6,02	6,89
ROIC	7,3%	9,9%	9,1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,20	1,37	1,48
Khả năng thanh toán nhanh	0,58	0,80	0,89
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,03	0,17	0,18
Vòng quay tiền	182	155	146
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	4,0%	(4,4%)	3,8%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	13,8%	(7,6%)	8,4%
Tăng trưởng LN ròng	(0,7%)	27,9%	(10,0%)
Tăng trưởng EPS	(0,7%)	27,9%	(10,0%)
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5.107	6.533	5.882
BVPS (VND)	30.885	35.818	40.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích

Email: mai.phamle@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>