

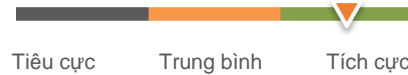
CTCP XUẤT NHẬP KHẨU SA GIANG (SGC)

Giá thị trường VND42.300	Giá mục tiêu N/A	Tỷ suất cổ tức 6%	Khuyến nghị N/A	Ngành Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------	-----------------------------	---------------------------	--------------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Ngày 17/08/2016
Huỳnh Minh Tuấn
tuan.huynh@vndirect.com.vn

NHẬN ĐỊNH CỦA VNDIRECT

SGC là một doanh nghiệp có kinh nghiệm hoạt động lâu năm trong ngành sản xuất thực phẩm và có lịch sử tăng trưởng ổn định trong nhiều năm nay. Sau buổi gặp mặt ban lãnh đạo DN, chúng tôi nhận thấy trong các năm tiếp theo của giai đoạn 2017-2020, DN nhiều khả năng sẽ bước vào thời kỳ tăng trưởng nhanh hơn. Đồng thời, việc SCIC thoái vốn cũng được chúng tôi kỳ vọng sẽ tạo nên nhiều điểm mới tích cực đối với SGC.

Tăng trưởng tốt hơn các năm trước

Công ty bắt đầu bước vào giai đoạn tăng trưởng tốt hơn các năm trước do: 1/ Công ty đang trong giai đoạn nâng công suất nhà máy. Quá trình nâng công suất lên gấp đôi sẽ hoàn thành vào cuối năm 2016. Vì vậy, giai đoạn 2017-2020, DN không còn phải bận tâm về việc thiếu công suất như giai đoạn 2014-2015 và chỉ tập trung khâu bán hàng. 2/ Thương hiệu Sa Giang và kinh nghiệm hơn 50 năm trong nghề được kỳ vọng sẽ giúp DN này có lợi thế hơn trong việc tiếp cận khách hàng mới. Đồng thời, việc cải tiến công nghệ cũng như nâng cao công suất sẽ giúp giảm giá thành nên sản phẩm của SGC cũng trở nên cạnh tranh hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2017-2020, doanh thu SGC sẽ tăng trưởng cao hơn 10%/năm.

SCIC thoái vốn mở ra nhiều điểm mới cho SGC

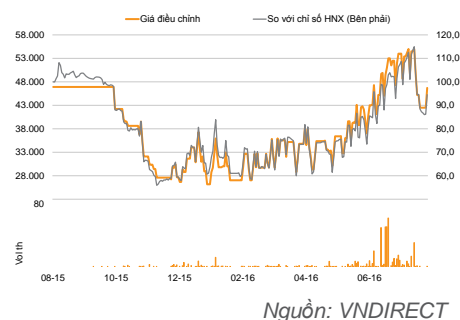
Theo công văn số 1787/Ttg ban hành ngày 08/10/2015, SGC thuộc danh sách các công ty sẽ phải thoái vốn của SCIC. Tuy nhiên, thời gian thoái vốn chính xác vẫn chưa được xác nhận từ phía SGC cũng như SCIC.

Tạo cơ hội cho các doanh nghiệp trong ngành mua lại thương hiệu nổi tiếng Sa Giang. Theo tìm hiểu của chúng tôi, một đơn vị trong cùng ngành với SGC là công ty thực phẩm Bích Chi cũng đang có nhu cầu mua lại phần vốn của SCIC. Nếu thành công, Bích Chi và Sa Giang sẽ tạo nên thế độc quyền trên thị trường sản xuất bánh phồng tôm. Đồng thời, cả hai doanh nghiệp này đều tọa lạc tại tỉnh Đồng Tháp nên rất am hiểu lẫn nhau.

Sẽ có cơ hội đẩy mạnh tăng trưởng hơn nữa. Khi là doanh nghiệp bị chi phối vốn Nhà nước, doanh nghiệp sẽ phải gặp rất nhiều thủ tục phức tạp khi cần đầu tư lớn, như mở rộng thêm nhà máy sản xuất. Hiện tại SGC vẫn phải mua bột nguyên liệu mà vẫn chưa có nhà máy tự sản xuất bột nguyên liệu. Điều này dễ kiềm hãm sự phát triển của doanh nghiệp. Vì vậy, nếu trở thành doanh nghiệp tư nhân, SGC sẽ có cơ hội mở rộng thêm các ngành hàng thực phẩm mới thông qua đầu tư thêm nhà máy hoặc thực hiện đầu tư chuỗi sản xuất khép kín nhằm gia tăng hiệu quả.

Cải thiện thanh khoản. SCIC nắm giữ 50% cổ phần của SGC, 40% thuộc ban lãnh đạo và đối tác của Công ty và 10% thuộc cổ đông nhỏ lẻ. Do đó, giao dịch cổ phiếu của SGC rất hạn chế, nhưng khi phần vốn của SCIC được thoái ra chúng tôi tin rằng nhiều khả năng sẽ tạo thêm thanh khoản cho thị trường.

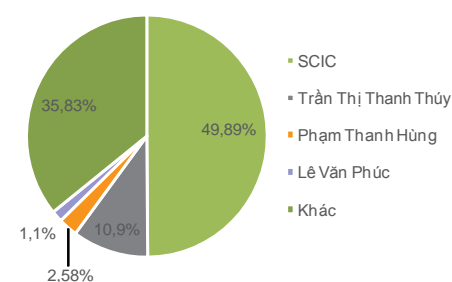
Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	55.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26.170
KLGDDBQ (3thg)	6,247
Thị giá vốn(tỷ VND)	303
SL CP đang lưu hành (tr)	7,15
Free float (%)	10
Beta	0,58

Cơ cấu sở hữu



MỘT SỐ ĐIỂM NHẤN VỀ HOẠT ĐỘNG CỦA SGC

Là một thương hiệu bánh phồng tôm nổi tiếng nhất Việt Nam. Công ty có kinh nghiệm sản xuất bánh phồng tôm trên 50 năm, sản phẩm bánh phồng tôm được tiêu thụ trong nước và xuất khẩu. Trong đó, Công ty hiện đang chiếm hơn 90% thị trường bánh phồng tôm Việt Nam và doanh thu từ mảng này chiếm 88,5% tổng doanh thu. Theo ước tính của chúng tôi, giá trị doanh thu từ bánh phồng tôm trên thị trường nội địa của SGC vào khoảng 100 tỷ đồng trong năm 2015. Ngoài ra, Công ty cũng có dòng sản phẩm làm từ gạo như phở, hủ tiếu, miến,... nhưng các dòng sản phẩm này chỉ phục vụ nhu cầu xuất khẩu.

Kỳ vọng mở rộng thị trường xuất khẩu nhờ tăng công suất. Thị trường xuất khẩu đang chiếm hơn 55% giá trị doanh thu của Công ty, trong đó, xuất khẩu bánh phồng tôm chiếm hơn 80%. Thị trường xuất khẩu chính của SGC tập trung tại các quốc gia như: Anh, Pháp, Đức, Đan Mạch. Chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu tăng trưởng mạnh trong tương lai do công suất nhà máy đang trong quá trình mở rộng lên gấp đôi.

Trong các năm gần đây, SGC đã hoạt động hết công suất thiết kế, tức vào khoảng 7.000 tấn sản phẩm/năm. Do đó, Ban lãnh đạo SGC đã quyết định mở rộng công suất lên gấp đôi trong năm 2016 thông qua việc cải tiến công nghệ. Cụ thể, SGC có hai nhà máy Sa Giang 1 và Sa Giang 2, với tiến độ nâng công suất như sau:

Thông tin mở rộng công suất của SGC

Tên nhà máy	Công suất hiện tại	Công suất mới	Tiến độ
Sa Giang 1	3.000 tấn/năm	5.500 tấn/năm	Dự kiến hoàn thành trong 10/2016
Sa Giang 2	4.000 tấn/năm	6.000 tấn/năm	Đã hoàn thành

Nguồn: VNDIRECT

Đội ngũ kỹ sư giúp cải tiến công nghệ và tiết giảm chi phí đầu tư nhà máy mới. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo SGC, Công ty hiện đang sở hữu đội ngũ kỹ sư có chuyên môn cao, gồm 4 kỹ sư về điện, 4 kỹ sư về cơ và 4 kỹ sư về tự động hóa. Tất cả đều tốt nghiệp đại học Bách khoa. Công ty đã tổ chức các đợt học hỏi kinh nghiệm tại các quốc gia có công nghệ tiên bộ và sau đó các kỹ sư này đã tự cải tiến công nghệ nhằm nâng cao năng suất, thay vì phải đầu tư nhà máy mới. Điều này đã giúp SGC nâng công suất nhà máy gấp đôi nhưng không cần tiêu tốn nhiều chi phí đầu tư, với giá trị đầu tư cải tiến công nghệ chỉ khoảng 3,5-5 tỷ/nhà máy.

Chính sách cổ tức tiền mặt hào phóng nhưng khá thận trọng trong việc đầu tư thêm tài sản. Liên tiếp hai năm gần đây, Công ty luôn thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt rất cao, chi hơn 90% lợi nhuận làm ra để trả tiền mặt. Tỷ suất cổ tức tiền mặt trung bình ba năm gần đây khoảng 7,2%. Đồng thời, Công ty cũng đã dự định chi trả cổ tức tiền mặt khoảng 2.500 đồng/cổ phiếu đối với KQKD năm 2016.

Theo đó, Công ty rất thận trọng trong việc đầu tư mới tài sản để mở rộng quy mô. Hàng năm, công ty chỉ đầu tư tài sản mới xấp xỉ mức khấu hao tài sản của công ty, tức khoảng 7-8 tỷ đồng/năm. Điều này được chúng tôi đánh giá có thể đến từ đặc thù của doanh nghiệp vẫn đang có phần vốn Nhà nước nắm quyền chi phối.

Hiệu quả tài chính cao hơn trung bình ngành. Theo quan sát của chúng tôi, SGC có hiệu quả hoạt động (hiệu quả sử dụng vốn lưu động, hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu, hiệu quả trên tài sản và tỷ suất sinh lời) khá ấn tượng, đều cao hơn nhiều so với trung bình ngành.

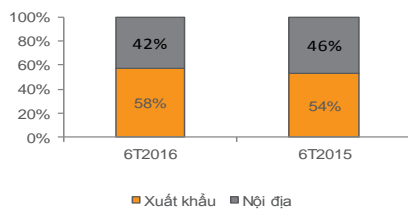
So sánh hiệu quả hoạt động SGC và DN ngành thực phẩm

Chi tiêu	ĐVT	SGC	TB ngành	BBC	BHS	CAN	DBC	HHC	HNM	KDC	KTS	LAF	LSS	MSN	SAF	SBT	SLS	TAC	VCF	VNM	
Hiệu quả Quản lý																					
ROE %	%	25.9	14.0	11.6	14.0	11.8	20.1	11.0	1.3	6.4	29.9	16.3	6.2	8.7	28.5	11.7	58.5	15.6	17.4	41.9	
ROA %	%	20.8	7.1	8.7	5.3	5.9	8.6	7.2	0.8	5.2	26.0	7.1	3.7	3.1	18.5	4.7	40.3	6.2	12.3	32.1	
TGTB thu tiền KH	Ngày	46.0	20.0	20.0	43.0	15.0	35.0	19.0	96.0	51.0	60.0	17.0	22.0	11.0	14.0	60.0	15.0	9.0	4.0	21.0	
TGTB xử lý HTK	Ngày	36.0	58.0	45.0	94.0	150.0	127.0	50.0	124.0	37.0	30.0	90.0	103.0	55.0	27.0	111.0	44.0	58.0	65.0	56.0	
TGTB thanh toán nhà cung cấp	Ngày	9.0	27.0	28.0	34.0	76.0	26.0	31.0	84.0	43.0	13.0	2.0	18.0	29.0	10.0	25.0	27.0	26.0	33.0	26.0	
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	Ngày	73.0	51.0	37.0	103.0	89.0	136.0	38.0	136.0	45.0	77.0	105.0	107.0	37.0	31.0	146.0	32.0	41.0	36.0	51.0	
Tỷ suất lợi nhuận																					
Tỷ suất LN gộp	%	20.8	18.9	36.4	13.7	25.9	12.6	18.9	30.8	43.5	16.5	5.2	13.6	30.1	10.4	14.6	26.0	9.1	33.8	41.6	
Tỷ suất EBITDA	%	13.8	12.8	11.6	12.5	7.0	12.8	6.5	6.6	19.1	15.3	4.0	14.5	21.3	4.6	15.0	28.0	3.9	12.9	27.0	
Tỷ suất EBIT	%	13.1	9.3	9.0	9.3	4.7	9.6	4.2	3.5	18.1	14.4	3.6	7.7	15.8	4.4	11.6	23.3	2.8	11.0	24.5	
Tỷ suất LN TT	%	13.0	7.8	9.0	6.8	4.5	7.8	4.2	1.2	17.9	14.2	3.1	5.6	10.4	4.4	7.8	22.9	2.4	10.8	24.4	
Tỷ suất LN ST	%	10.7	6.9	7.3	5.7	3.3	6.9	3.3	1.0	18.1	14.1	2.9	4.9	8.5	3.5	7.4	23.0	1.9	9.7	20.3	

Nguồn: VNDIRECT

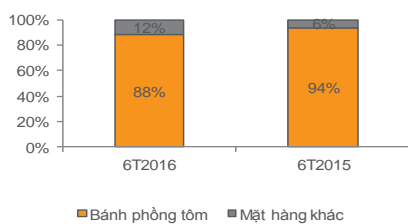
KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2016

Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: VNDIRECT

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: VNDIRECT

Doanh thu tăng trưởng đột biến tại dòng sản phẩm từ gạo. Doanh thu và LN ST của SGC trong 6T đầu năm lần lượt đạt 127,7 tỷ đồng (+17,6% yoy) và 12,3 tỷ đồng (+39,7% yoy). Trong đó, doanh thu dòng sản phẩm từ gạo đạt 14,8 tỷ đồng (+114,7% yoy), chiếm 11,6% tổng doanh thu. Dòng sản phẩm chủ lực, bánh phồng tôm vẫn chỉ tăng trưởng 11%, xấp xỉ mức tăng trưởng doanh thu trung bình của SGC giai đoạn 2013-2015.

Doanh thu từ sản phẩm gạo tuy chiếm tỷ trọng thấp (6,4% trong 6T/2015 và 11,6% trong 6T/2016) nhưng lại nhận đơn so với cùng kỳ nhờ có thêm hợp đồng xuất khẩu. Nguyên nhân chính đến từ việc người tiêu dùng Châu Âu tẩy chay hàng của Trung Quốc nên sản phẩm của Sa Giang và của Việt Nam nói chung được tiêu thụ nhiều hơn.

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ công nghệ tiên tiến giúp chi phí nhân công giảm. Biên lợi nhuận gộp và sau thuế cải thiện trong 6T đầu năm nay so với cùng kỳ lần lượt là 3,3 phần trăm (từ 17,8% lên 21,1%) và 1,6 phần trăm (từ 8,1% lên 9,7%). Chúng tôi kỳ vọng 6T cuối năm biên lợi nhuận sẽ vẫn duy trì hoặc tích cực hơn vì sẽ có thêm nhà máy Sa Giang được hoàn thành quy trình cải tiến công nghệ.

Kết quả kinh doanh hợp nhất

Chi tiêu (triệu đồng)	6T/2015	2015	6T/2016
Doanh thu thuần	108.440,0	234.893,2	127.382,2
Lợi nhuận gộp	19.471,2	45.289,2	26.997,4
Biên lợi nhuận gộp	18,0%	19,3%	21,2%
Chi phí bán hàng và QLDN	9.128,4	21.141,5	11.371,2
Doanh thu tài chính	390,1	893,4	146,9
Chi phí tài chính	289,5	544,2	262,0
LN TT	10.417,1	26.600,4	15.491,8
LN ST	8.854,6	22.507,8	12.363,4
Biên lợi nhuận sau thuế	8,2%	9,6%	9,7%

Nguồn: VNDIRECT

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.

Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Phân tích

Email: phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Lê Mai Thùy Linh – Trưởng nhóm

Email: linh.lemai@vndirect.com.vn

Huỳnh Minh Tuấn – Chuyên viên phân tích

Email: tuan.huynh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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