

LIX [KHÔNG ĐÁNH GIÁ] - Ngày càng phụ thuộc vào Unilever - CPVHN

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên

08/06/2015

Các chỉ số chính

Cổ phần của khối ngoại	21,2%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	21,6 triệu
Số cổ phiếu sau pha loãng	21,6 triệu
Giá cao nhất 12 tháng VND	37.500
Giá thấp nhất 12 tháng VND	24.700

Cơ cấu cổ đông

Vinachem	51,0%
PYN Elite	5,2%
Red River Holding	5,0%
Khác	38,8%

Công ty Cổ phần Bột giặt Lix (LIX), Sản xuất chất tẩy rửa

Giá: 38.800 VND Giá mục tiêu: N/A TL tăng: N/A
Giá trị vốn hóa: 37 tr USD GTGD/ngày: 0,02 tr USD (30 ngày) Room KN: 27,8%

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014	2015G
Tăng trưởng doanh thu	13%	6%	14%	0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế từ HĐ cốt lõi	-7%	14%	13%	N/A
Tăng trưởng EPS	-8%	15%	18%	0%
PER theo giá thị trường	14,0	12,2	10,4	10,4
PBR theo giá thị trường	3,0	2,6	2,3	N/A
ROE	22,8%	22,8%	23,4%	N/A
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	2%	4%	6%	6%

- Gia công bột giặt cho Unilever mang lại lợi nhuận nhưng lại gây ra sự phụ thuộc.
- Kế hoạch kinh doanh 2015 cực kỳ thận trọng khi lợi nhuận ròng sau thuế quý 1/2015 đã tăng 139% so với cùng kỳ.
- Thu nhập bất thường khoảng 60 tỷ đồng từ việc bán đất nhà xưởng ở Hà Nội cho VIC sẽ được ghi nhận vào cuối năm 2015 hoặc muộn nhất là quý 2/2015.
- Ở mức giá hiện tại, LIX hiện đang giao dịch với PER 10,4 lần năm 2015 dựa vào kế hoạch của ban lãnh đạo, khá cao so với mức 8,4 lần so với đối thủ cạnh tranh NET.

Thị trường chất tẩy rửa tại Việt Nam mang tính độc quyền nhóm cao với Unilever và P&G chiếm tổng cộng khoảng 70% thị trường trị giá 15.000 tỷ đồng này. Phần lớn các nhà sản xuất trong nước đang gia công cho Unilever hoặc P&G. Thị trường chất tẩy rửa theo dự báo trong tương lai sẽ có sự cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất với các nỗ lực tăng cường mở rộng danh mục sản phẩm và xây dựng thương hiệu, qua đó cạnh tranh với các tập đoàn lớn trong lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh. Tăng trưởng của thị trường, tuy vẫn ở mức cao, dự kiến sẽ giảm xuống 7,9% trong giai đoạn 2013-2018 từ mức 19,7% giai đoạn 2008-2013 (Euromonitor).

LIX chiếm 8% trong 30% thị phần của các nhà sản xuất chất tẩy rửa nội địa (như vậy, thị phần của LIX là 2,4% trên tổng thị phần ngành chất tẩy rửa) và có ba ngành hàng chính: gia công chất tẩy rửa cho Unilever (60% sản lượng, 8% doanh thu), sản xuất sản phẩm theo hình thức OEM (gia công nhãn hàng riêng) và các sản phẩm mang thương hiệu riêng của LIX, tổng cộng chiếm 40% sản lượng và 92% doanh thu.

- Gia công cho Unilever: Unilever cung cấp máy móc, công thức và nguyên liệu. LIX chỉ thực hiện gia công và hưởng phí từ 5%-7% giá xuất xưởng (phí trên đã bao gồm chi phí nhân công trực tiếp, khấu hao trực tiếp, tiện ích và một khoản phí gia công). Dòng doanh thu từ hoạt động này về bản chất giống như phí dịch vụ gia công vì LIX chỉ nhận gia công thuần túy mà không hề chịu chi phí đầu vào.
- Lĩnh vực OEM là hoạt động sản xuất các sản phẩm mang thương hiệu riêng của các công ty khác và đóng góp 30% doanh thu, khách hàng chủ yếu là Co.opmart.
- Các sản phẩm mang thương hiệu riêng của LIX đóng góp 58% doanh thu.
- 4% doanh thu còn lại chủ yếu đến từ việc bán các sản phẩm nhựa nhập khẩu cho các công ty bao bì nhựa.
- Xuất khẩu chiếm 23% doanh thu (30% là hàng OEM sang Nhật Bản, 30% là sản phẩm mang nhãn hiệu của LIX xuất khẩu sang Campuchia, còn lại là sản phẩm mang nhãn hiệu của LIX xuất khẩu sang Trung Đông, Châu Phi, và các nước Châu Á khác).

Tính từ đầu năm đến nay, đóng góp từ gia công cho Unilever đã tăng (hoạt động này chỉ chiếm một nửa tổng sản lượng năm ngoái). Chúng tôi xin lưu ý rằng NET, đối thủ của LIX, đã để mất một số hợp đồng gia công với Unilever về tay LIX, phần nào lý giải việc doanh thu và sản lượng từ hoạt động gia công cho Unilever năm nay tăng. Năm 2015, LIX dự kiến sẽ sản xuất tổng cộng 205.000 tấn sản phẩm, trong đó có 93.000 tấn sản phẩm mang nhãn hiệu của riêng LIX, 112.000 tấn sản phẩm theo hình thức OEM và sản phẩm gia công cho Unilever.

Hiện LIX đang hoạt động với khoảng 80% công suất thiết kế là 260.000 tấn/năm, trong đó 170.000 tấn là bột giặt và 90.000 tấn là dung dịch tẩy rửa. Công ty có mạng lưới phân phối hiệu quả với 116 nhà cung cấp trên cả nước và 36.000 điểm bán lẻ, chủ yếu tại khu vực miền Tây và Đồng Bằng Sông Cửu Long.

Lợi nhuận bất thường khoảng 60 tỷ đồng từ việc bán lại mặt bằng nhà máy tại Hà Nội cho VIC, sẽ ghi nhận vào cuối năm 2015 hoặc chậm nhất là Quý 2/2016. LIX sẽ di dời nhà máy sang KCN Việt Nam-Singapore tại tỉnh Bắc Ninh, với tổng giá trị đầu tư XDCB lên đến 90 tỷ đồng, công suất bằng nhà máy cũ.

Mục tiêu LNST không tăng trưởng của ban lãnh đạo là quá thận trọng vì KQLN Q1/2015 đạt mức cao. LNST tăng 139% lên 33 tỷ đồng dù doanh thu chỉ tăng 2% lên 388 tỷ đồng, phần lớn nhờ biên lợi nhuận gộp tăng 4,2% so với cùng kỳ. Các yếu tố thúc đẩy biên lợi nhuận gộp tăng bao gồm 1) Chi phí nguyên liệu thấp và 2) Sản lượng gia công dành cho Unilever tăng (gia công cho Unilever chiếm 60% sản lượng so với 50% năm 2014).

- Các nguyên liệu chính bao gồm LAS (Linear Alkylbenzene Sulfonate, một chất hoạt động bề mặt được sử dụng rộng rãi có nguồn gốc từ dầu thô) và nhựa (để đóng gói) chiếm khoảng 70% giá bán sản phẩm. Các nguyên liệu này có giá phụ thuộc vào giá dầu thô.

Tại mức giá hiện tại 38.800 đồng, LIX hiện đang giao dịch với PER 2015 là 10,4 lần theo mục tiêu của ban lãnh đạo, tương đối cao so với mức 8,4 lần của đối thủ NET. Khoản chênh lệch này phần nào được cho là vì LIX có quy mô lớn hơn (doanh thu năm 2014 gấp hai lần của NET), quan hệ với Unilever khăng khít hơn và mục tiêu của ban lãnh đạo cho năm 2015 đầy thận trọng.

Tỷ lệ trả cổ tức luôn ở mức cao, trong đó cổ tức bằng tiền mặt năm 2014 đạt 2.500 đồng/cổ phiếu. Tỷ lệ trả cổ tức năm 2015 cũng được quyết định tại mức 25%. Nếu toàn bộ cổ tức được trả bằng tiền mặt, lợi suất cổ tức sẽ là 6%. Quý 1/2015, LIX có số dư tiền mặt lớn (145 tỷ đồng), dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lành mạnh (80 tỷ đồng) và gần như không có nợ.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.