

**NSC – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 07/06/2016)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	92.000
Vốn hoá (tỷ đồng)	1.406
Số lượng CPLH	15.288.378
% sở hữu nước ngoài	14,66%
BVPS	55.000

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Nguyễn Nguyễn Phương  
[npquang@vcbs.com.vn](mailto:npquang@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6425 ext 116

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**NSC: TĂNG TRƯỞNG MẠNH SO VỚI CÙNG KỲ  
NHỜ KẾT QUẢ HỢP NHẤT VỚI SSC**

**KQKD Q1.2016:** Tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan nhờ các thương vụ M&A từ năm 2015, kết thúc Q1.2016, DT hợp nhất của NSC đạt 295,98 tỷ đồng (+64,28% yoy, 23,18% KH) và LNST hợp nhất đạt 41,37 tỷ đồng (+13,98% yoy, 26,33% KH).

**Triển vọng:** NSC đặt kế hoạch kinh doanh 2016 với chỉ tiêu DT đạt 1.277 tỷ đồng (+2,27% yoy), chỉ số LNST đạt 200 tỷ đồng (+27,30% yoy) và LNST của cổ đông công ty mẹ là 175 tỷ đồng (+23,56% yoy). Đây là một kế hoạch tương đối khả thi với NSC khi DT sẽ khó tăng trưởng mạnh do tình hình thời tiết diễn biến phức tạp nhưng LNST sẽ tăng trưởng tốt khi SSC chấm dứt phân phối sản phẩm của Monsanto và NSC giải thể chi nhánh Miền Trung và Tây Nguyên do NSC sẽ nới rộng biên LN gộp và tiết giảm được các chi phí hoạt động.

**Đánh giá:** EPS forward 2016 của NSC sẽ ở mức 11.443 đồng/cp, tương ứng với P/E ở mức 8x, thấp hơn trung bình ngành là 12,4x. Đây là mức P/E khá hấp dẫn cho một cổ phiếu đầu ngành như NSC. Tuy nhiên, do tính thanh khoản thấp trên thị trường của cổ phiếu NSC khá thấp nên chúng tôi chỉ khuyến nghị **MUA** đối với các nhà đầu tư dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đồng)	547	598	719	1.248
+/- yoy (%)	12,5%	9,2%	20,3%	73,6%
LNST (tỷ đồng)	78	96	124	157
+/- yoy (%)	25,7%	22,9%	29,1%	26,7%
VCSH (tỷ đồng)	214	323	745	1.002
Nợ/TTS (%)	30,9%	25,6%	21,2%	35,6%
TS LN gộp (%)	36,4%	39,4%	39,9%	36,5%
TS LN ròng (%)	14,3%	16,1%	17,3%	12,6%
ROA – TTM (%)	19,7%	21,7%	12,9%	9,1%
ROE – TTM (%)	29,0%	29,6%	16,5%	14,1%
EPS - TTM (đồng)	7.737	9.518	8.026	9.255
BVPS (đồng)	26.687	32.204	48.705	63.533

**PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH**

**KQKD 2015:** NSC tiếp tục duy trì kết quả tăng trưởng khá quan trọng năm 2015 với DT đạt 1.248 tỷ đồng (+73,63% yoy, 104,05% KH) và LNST đạt 157 tỷ đồng (+26,67% yoy, 92,42% KH)

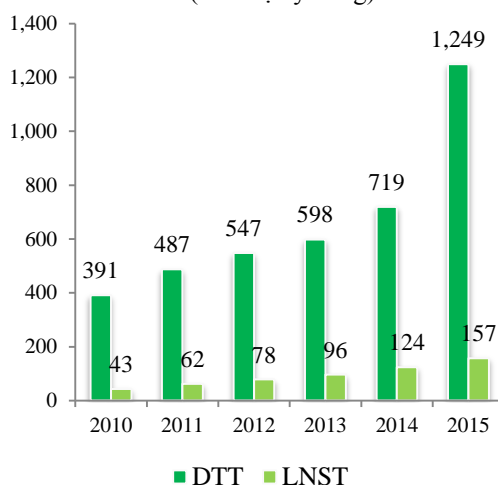
**KQKD hợp nhất của NSC trong năm 2015 khá ấn tượng** với DT đạt 1.248 tỷ đồng (+73,63% yoy, 104,05% KH) và LNST đạt 157 tỷ đồng (+26,67% yoy, 92,42% KH). Doanh thu tăng ấn tượng trong năm qua nhờ kết quả hợp nhất với SSC từ tháng 04/2015 khi NSC nắm quyền kiểm soát SSC và trở thành công ty mẹ với 61,49% sở hữu.

Tuy nhiên, nếu tách riêng KQKD của từng công ty, tốc độ tăng trưởng DT của NSC và SSC không quá ấn tượng như kỳ vọng:

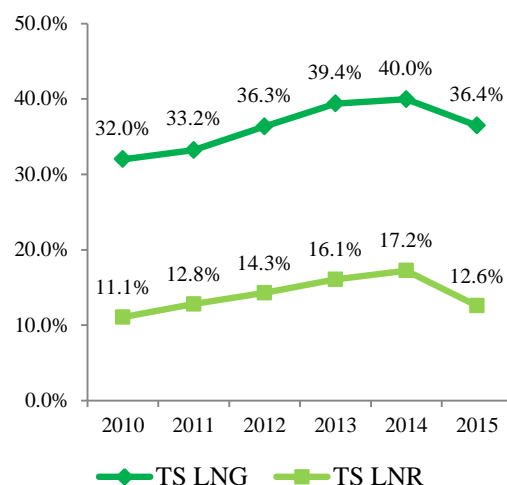
- Tốc độ tăng trưởng DTT của công ty mẹ NSC chỉ đạt +14,56% yoy, thấp hơn cùng kỳ năm ngoái là +20,29% yoy do tình hình thời tiết không thuận lợi: biến đổi khí hậu và hạn hán kéo dài khiến DT tiêu thụ của NSC bị ảnh hưởng.
- Đối với SSC, DTT 2015 chỉ đạt 522 tỷ đồng, giảm mạnh 14,21% so với cùng kỳ năm trước đó do (1) tỷ trọng các sản phẩm công nghệ cao giảm vì số lượng sản phẩm phân phối độc quyền cho Monsanto mọi năm đóng góp tới 30% DT của SSC gặp khó khăn trong việc tiêu thụ, (2) giá các sản phẩm chủ lực của SSC là ngô và lúa đều giảm và (3) công tác bảo quản hàng hoá chưa tốt khiến tỷ trọng hàng bán bị trả lại trên tổng DT tăng từ 5,82% năm 2014 lên 7,32% năm 2015.

Do SSC đóng góp tới 38% DT hợp nhất của NSC nên việc tỷ trọng các sản phẩm công nghệ cao có biên lợi nhuận tốt của SSC giảm cũng ảnh hưởng không tích cực lên biên LN gộp của NSC sau hợp nhất. Cụ thể, biên LN gộp của SSC ở mức 30,02%, thấp hơn nhiều so với mức 39,68% của công ty mẹ khiến biên LN gộp hợp nhất chỉ đạt 36,45%. Do vậy, **tốc độ tăng trưởng của LN gộp hợp nhất (+58,40% yoy) có phần chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng của DT hợp nhất (+73,63% yoy).**

**KQKD của NSC qua các năm**  
(Đơn vị: tỷ đồng)



**Tỷ suất LN của NSC qua các năm**



Nguồn: BCTC của NSC, VCBS tổng hợp

Hợp nhất KQKD với SSC giúp NSC tăng trưởng ấn tượng về mặt DT nhưng cũng kéo theo nhiều biến động không tích cực lên cơ cấu chi phí tài chính cũng như chi phí hoạt động của doanh nghiệp:

- Tỷ trọng chi phí tài chính/DT tăng từ 0,51% năm 2014 lên 2,43% năm 2015 do (1) phải

ghi nhận thêm khoản lỗ 15,88 tỷ đồng đánh giá lại cổ phần của SSC được NSC nắm giữ trước ngày nắm quyền kiểm soát, chiếm đến 52,3% tỷ trọng chi phí tài chính trong báo cáo hợp nhất và (2) chi phí lãi vay tăng gần 13 lần so với cùng kỳ năm 2014 khi NSC tăng sử dụng đòn bẩy tài chính để đẩy mạnh hoạt động M&A (tổng chi phí đầu tư M&A năm 2015 chiếm đến 96,78% tổng vốn vay).

- Tỷ trọng chi phí QLDN/DT cũng tăng mạnh từ 17,36% năm 2014 lên 36,35% năm 2015 bởi (1) khoản giảm giá đánh giá lại lợi thế thương mại 20,30 tỷ đồng (+ 7,26 lần yoy) và (2) chi phí QLDN khác 49,58 tỷ đồng (+2,27 lần yoy).
- Chi phí thuế TNDN tăng đáng kể +11,94% yoy do tỷ trọng sản phẩm công nghệ cao của SSC chưa đủ để được miễn thuế TNDN theo chính sách ưu đãi áp dụng đối với doanh nghiệp khoa học công nghệ nên

Theo đó, tỷ suất LN ròng của công ty cũng bị ảnh hưởng, giảm mạnh từ 17,25% cùng kỳ năm trước xuống còn 12,58%.

**KQKD Q1.2016:** DT hợp nhất của NSC đạt 295,98 tỷ đồng (+64,28% yoy, 23,18% KH) và LNST hợp nhất đạt 41,37 tỷ đồng (+13,98% yoy, 26,33% KH).

Tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan nhờ các thương vụ M&A từ năm 2015, kết thúc Q1.2016, DT hợp nhất của NSC đạt 295,98 tỷ đồng (+64,28% yoy, 23,18% KH) và LNST hợp nhất đạt 41,37 tỷ đồng (+13,98% yoy, 26,33% KH).

Mặc dù biên LN gộp trong kỳ đạt 35,60%, cải thiện so với cùng kỳ năm 2015 là 34,53% do giá nguyên nông sản tiếp tục duy trì ở mức thấp, biên LN ròng hợp nhất của NSC trong kỳ chỉ đạt 13,98%, giảm khá nhiều so với cùng kỳ năm 2015 là 16,71%. Nguyên nhân của việc sụt giảm này vẫn chủ yếu đến từ việc NSC tăng cường sử dụng vốn vay để tài trợ hoạt động sản xuất và việc ghi nhận lỗ đánh giá lại lợi thế thương mại sau khi hợp nhất với SSC khiến chi phí hoạt động và chi phí tài chính tăng, lần lượt ở mức 86,10% yoy và 663,36% yoy.

## Sức khoẻ tài chính

Kết thúc Q1.2016, hệ số nợ (D/A) của NSC hiện đang ở mức 31,98%, cao hơn nhiều so với mức 25,98% tại thời điểm kết thúc Q1.2015 nhưng đã cải thiện hơn mức 37,88% tại thời điểm kết thúc Q4.2015. Trong đó, vay ngắn hạn và phải trả ngắn hạn chiếm tới 58,94% tổng nợ phải trả, giảm mạnh so với tỷ trọng 71,35% của cùng kỳ năm 2015, chủ yếu từ các khoản vay và phải trả ngắn hạn của SSC, tương đương với 18,85% tổng nợ vay hợp nhất của NSC. Theo đó, hệ số nợ D/A của NSC vẫn ở mức thấp so với trung bình ngành nông sản và thủy sản là 57%.

Hệ số thanh toán hiện thời của NSC đang ở mức 2,10, tăng nhẹ so với thời điểm kết thúc Q1.2015 (trước hợp nhất SSC) là 2,08 nhưng đã cải thiện rất nhiều so với thời điểm kết thúc năm 2015 (sau hợp nhất SSC) là 1,66. Mặc dù, hệ số thanh toán hiện thời của NSC vẫn thấp hơn trung bình ngành nông thủy sản là 2,19 nhưng chúng tôi cho rằng hệ số này vẫn ở mức khá an toàn đối với một doanh nghiệp sản xuất.

## TRIỂN VỌNG 2017

NSC đặt kế hoạch kinh doanh 2016 với chỉ tiêu DT đạt 1.277 tỷ đồng (+2,27% yoy) và chỉ số LNST đạt 200 tỷ đồng (+27,30% yoy).

NSC đặt kế hoạch kinh doanh 2016 với chỉ tiêu DT đạt 1.277 tỷ đồng (+2,27% yoy), chỉ số LNST đạt 200 tỷ đồng (+27,30% yoy) và LNST của cổ đông công ty mẹ là 175 tỷ đồng (+23,56% yoy). Chúng tôi đánh giá đây là một kế hoạch tương đối khả thi với NSC khi:

- (1) DT sẽ khó tăng trưởng mạnh do tình hình thời tiết diễn biến phức tạp, khu vực đất nhiễm mặn tăng cao khiến cơ cấu cây trồng của khu vực Nam Bộ thay đổi, kéo theo doanh thu của một số mặt hàng chính của NSC cũng sẽ bị ảnh hưởng.
- (2) Việc SSC chấm dứt phân phối sản phẩm của Monsanto từ 1/1/2016 và thay thế bằng các sản phẩm công nghệ cao do SSC tự nghiên cứu sẽ giúp biên LN gộp hợp nhất của NSC

được cải thiện cũng như hưởng lợi về thuế TNDN dành cho các doanh nghiệp khoa học công nghệ.

- (3) Ngoài ra, việc NSC giải thể chi nhánh Miền Trung và Tây Nguyên sẽ giảm thiểu chi phí hoạt động cho doanh nghiệp khi các chi nhánh này nằm ở các khu vực có điều kiện thời tiết khắc nghiệt, kinh doanh chưa hiệu quả.

Theo đó, EPS forward 2016 của NSC sẽ ở mức 11.443 đồng/cp, tương ứng với P/E ở mức 8x, thấp hơn trung bình ngành là 12,4x. Đây là mức P/E khá hấp dẫn cho một cổ phiếu đầu ngành như NSC.

## MỘT SỐ RỦI RO

### Rủi ro thanh khoản

Tại thời điểm cuối năm 2015 vừa qua, PAN đã nâng tỷ lệ cổ phần sở hữu của mình tại NSC từ 62,88% lên 75,03%. Xét về mặt tài chính và quản trị, đây là một tín hiệu tích cực đối với tầm nhìn phát triển dài hạn của NSC. Tuy nhiên, xét về mặt thanh khoản, đây là một tín hiệu không mấy tích cực đối với các cổ đông nhỏ lẻ khi số lượng cổ phiếu lưu hành tự do ngày càng giảm dần.

### Rủi ro về cạnh tranh

Việc Việt Nam sắp ký kết các hiệp định tự do thương mại lớn như TPP và Liên minh ASEAN sẽ là thách thức đối với NSC trong thời gian tới do các doanh nghiệp FDI có (1) năng lực về trình độ công nghệ mạnh hơn nhiều so với NSC và (2) quy mô sản xuất lớn hơn nhiều so với NSC nói riêng và các doanh nghiệp trong nước nói chung do chính sách quy hoạch đất đai của Chính phủ Việt Nam chưa hỗ trợ cho sản xuất nông nghiệp quy mô lớn. Tuy nhiên, với chiến lược M&A mở rộng quy mô, quỹ đất, đa dạng hoá sản phẩm theo hướng ứng dụng khoa học cao và lợi thế địa phương giúp NSC có kinh nghiệm tốt hơn về khí hậu, đặc điểm đất đai trong trồng trọt. Do vậy, chúng tôi cho rằng rủi ro về cạnh tranh đối với NSC từ các hiệp định thương mại là không đáng kể.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Khuyến nghị: MUA

Với các chỉ số tài chính ổn định cũng như các chiến lược phát triển khá vững chắc, chúng tôi đánh giá NSC là một cổ phiếu đầu ngành nông nghiệp có cơ bản tốt. Trong năm 2016, NSC đặt kế hoạch kinh doanh tương đối khả thi với chỉ tiêu DT đạt 1.277 tỷ đồng (+2,27% yoy), chỉ số LNST đạt 200 tỷ đồng (+27,30% yoy) và LNST của cổ đông công ty mẹ là 175 tỷ đồng (+23,56% yoy). Theo đó, EPS forward 2016 của NSC sẽ ở mức 11.443 đồng/cp, tương ứng với P/E ở mức 8x, thấp hơn trung bình ngành là 12,4x. Đây là mức P/E khá hấp dẫn cho một cổ phiếu đầu ngành như NSC. Tuy nhiên, do tính thanh khoản thấp trên thị trường của cổ phiếu NSC khá thấp nên chúng tôi chỉ khuyến nghị **MUA** đối với các nhà đầu tư dài hạn.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Anh Tuấn, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

**Nguyễn Nguyên Phương**

Chuyên viên Phân tích

nnphuong@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

### Trụ sở chính Hà Nội

Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106

### Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng

ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802

### Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng

Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-54136573

### Phòng Giao dịch Giảng Võ

Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội.

ĐT: (+84-4) 3726 5551

### Văn phòng Đại diện Cần Thơ

Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ

ĐT: (84-710) -3750888

### Văn phòng Đại diện An Giang

Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang

ĐT: (84-76) -3949843

### Văn phòng Đại diện Đồng Nai

F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai

ĐT: (84-61)-3918815

### Văn phòng đại diện Vũng Tàu

Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu

ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78

### Văn phòng đại diện Hải Phòng

Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

ĐT: (+84-31) 382 1630

### Văn phòng đại diện Bình Dương

Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương

ĐT: (+84-650) 385 5771