

AGM – CTCP Xuất nhập khẩu An Giang (HOSE)

BSC RESEARCH**Trưởng phòng****Trần Thăng Long**

longtt@bsc.com.vn

Chuyên viên thực hiện**Nguyễn Quốc Trường**

truongnq@bsc.com.vn

CTCP Xuất nhập khẩu An Giang (AGM) là doanh nghiệp kinh doanh hai mảng chính bao gồm (1) kinh doanh lúa gạo và (2) cung cấp phụ tùng xe máy, trong đó mảng cốt lõi là phân phối, mua bán lúa gạo đóng góp 75% trong cơ cấu doanh thu và 70% cơ cấu lợi nhuận gộp. Hiện tại, công ty đã phát triển được 2 nhãn hàng gạo tiêu dùng trong nước là An Gia và Mực Đồng.

KQKD cải thiện trở lại: Sau cơn sốt khủng hoảng lương thực năm 2008, KQKD của công ty trong giai đoạn 2009 – 2013 kém tích cực với LNST giảm dần với tỷ lệ -20%/năm và đạt mức thấp kỷ lục 5.2 tỷ vào năm 2014. Đến năm 2015, LNST đạt 47.3 tỷ, tăng 9 lần so với năm 2014 do Việt Nam ký được các hợp đồng xuất khẩu lớn với Philippines và Indonesia.

Tỷ lệ cổ tức đều đặn: AGM luôn thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt, tỷ lệ 10-15% giai đoạn 2012 đến nay.

Cổ đông lớn SCIC công bố thoái vốn lần 2 với giá khởi điểm gấp đôi giá thị trường: Sau lần thoái vốn bất thành vào quý 3/2015, SCIC mới đây tiếp tục đưa ra kế hoạch thoái vốn tại AGM với mức giá khởi điểm là 19.000 đồng/cổ phiếu, cao gần gấp đôi giá thị trường. Hiện tại, SCIC đang là cổ đông lớn thứ 2 với tỷ lệ sở hữu 28.17%. Tháng 8/2016, cổ đông lớn nhất là CTCP Đầu tư và Phát triển Nguyễn Kim đã mua vào 276.500 cổ phiếu, đưa tỷ lệ sở hữu lên 51.8%. Nếu Nguyễn Kim mua lại phần vốn thoái từ SCIC thì sẽ nắm quyền kiểm soát tại AGM. Ngoài AGM, còn có các công ty lương thực khác như Docimexco, Lương thực Thực phẩm Vĩnh Long, Sài Gòn Lương thực và CTCP Hoàn Mỹ.

Định giá hấp dẫn: Kế hoạch 2016 của AGM là 21.14 tỷ LNST, Trong 6 tháng đầu năm, LNST đạt 1.3 tỷ (-76% y.o.y), bằng 6.1% kế hoạch năm, EPS 12 tháng là 2.597 đồng/cp. Kết thúc phiên giao dịch ngày 12/9, AGM đóng cửa tại mức giá 9.950 đồng/cổ phiếu, tương ứng mức P/E = 3.8, vẫn ở mức hấp dẫn so với thị trường chung.

Quan điểm đầu tư: KQKD của AGM tuy không thực sự hấp dẫn do biên lợi nhuận thấp và doanh thu biến động mạnh vì phụ thuộc nhiều vào tình hình xuất khẩu gạo của Việt Nam, nhưng tỷ lệ cổ tức của AGM rất đều đặn và định giá hấp dẫn. Câu chuyện thoái vốn của SCIC với giá thoái gấp đôi thị giá sẽ tác động kỳ vọng của nhà đầu tư và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Tổng quan doanh nghiệp

Ngành nghề kinh doanh

AGM hoạt động chính trong 2 lĩnh vực là (1) bán xe máy và cung cấp phụ tùng xe máy của Honda, và (2) mua bán, phân phối gạo trong và ngoài nước.

Về mảng cung cấp phụ tùng cho Honda, mảng này không có nhiều đột biến do thị trường xe gắn máy cũng dần bão hòa, nhu cầu thay thế phụ tùng ổn định, phân khúc khách hàng chính là nông dân trong tỉnh An Giang.

Về mảng mua bán, phân phối gạo, mảng này chiếm 78% tổng doanh thu của AGM, trong đó 67% là xuất khẩu và 11% là tiêu thụ nội địa. Thị trường xuất khẩu chính của AGM là Hongkong, Singapore, Philippine, Bờ Biển Ngà, còn thị trường tiêu thụ nội địa chủ yếu là các tỉnh ĐBSCL.

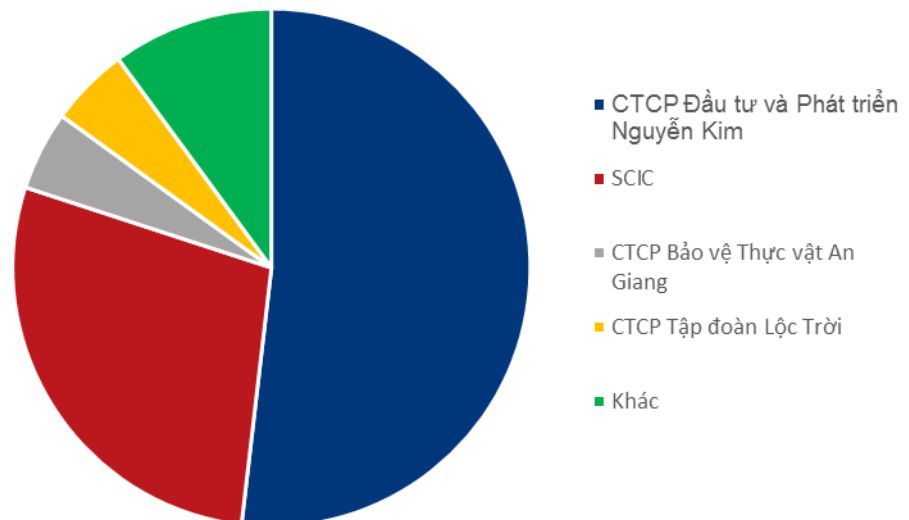
- *Sản phẩm chính* của AGM là gạo thơm, gạo lứt, gạo nếp, gạo trắng các loại 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35% tấm và gạo tấm. Hiện tại, AGM đang chuyển dịch sang hướng tập trung cho gạo chất lượng cao vì dòng sản phẩm này có lợi thế cạnh tranh hơn. Tỷ trọng gạo chất lượng cao ngày càng tăng, chiếm hơn 30% trong tổng khối lượng xuất khẩu năm 2015, tăng 37% so cùng kỳ. AGM đang đẩy mạnh xuất khẩu gạo thơm vào các thị trường châu Âu, Hongkong và Singapore do đây đều là các thị trường khó tính.
- *Để ổn định nguyên vật liệu đầu vào*, AGM tiến hành xây dựng các cánh đồng liên kết, hợp tác với nông dân. Theo đó, công ty sẽ cung cấp giống lúa đầu vào, cung cấp vật tư cho nông dân, khi đến vụ thu hoạch thì sẽ trực tiếp thu mua và xay xát, đảm bảo về chất lượng của sản phẩm. Theo kế hoạch, công ty sẽ có cánh đồng liên kết có diện tích 15.000 ha vào năm 2015, tuy nhiên đã không đạt được. Hiện tại, kế hoạch phát triển vùng nguyên liệu của AGM trong năm 2016 là 5670 ha, tăng mạnh 268% so với 2015. Đông Xuân là vụ chính nên tồn kho nhiều vào quý 1. Rủi ro lưu kho khi cứ 3 tháng thì lúa gạo lại bị sâu mọt, giảm giá trị của gạo. Do cánh đồng liên kết chỉ đáp ứng được tầm 20% nhu cầu, do đó AGM vẫn phải đi thu mua gạo từ các hộ dân nhỏ lẻ như những công ty khác. Điều này sẽ khiến gạo đầu vào không được đồng nhất về chất lượng, làm giảm khả năng cạnh tranh khi xuất khẩu.
- *Về đầu ra của hoạt động buôn bán gạo*, 67% doanh thu của công ty đến từ gạo xuất khẩu, các thị trường chính là Philippine, Trung Quốc, Indonesia, Bờ Biển Ngà (với gạo cấp thấp) và Hongkong, Singapore (với gạo cấp cao). Rủi ro về đầu ra của AGM là (1) cạnh tranh với Ấn Độ ở phân khúc gạo cấp thấp và Thái Lan với phân khúc gạo cấp cao, và (2) các quốc gia như Philippine hay Indonesia đang đẩy mạnh hệ thống thủy lợi, tiến tới tự cung tự cấp lương thực, do đó sẽ giảm lượng nhập khẩu. 11% doanh thu đến từ tiêu thụ gạo nội địa, hiện tại chủ yếu vẫn ở khu vực ĐBSCL. AGM đã phát triển thương hiệu gạo Angimex ra các tỉnh, tuy nhiên không dễ để cạnh tranh với

các sạp gạo truyền thống vì (1) hệ thống phân phối chưa rộng, (2) marketing chưa hiệu quả. Hướng đi của Angimex là hướng tới phân phối sản phẩm tại các siêu thị.

Cơ cấu cổ đông

CTCP Đầu tư và Phát triển Nguyễn Kim đang là cổ đông lớn nhất của AGM với tỷ lệ sở hữu 51.85%, đứng ngay sau là SCIC với tỷ lệ 28.17%. Danh mục đầu tư hiện tại của CTCP Đầu tư Nguyễn Kim còn có các công ty lương thực khác như Docimexco, Lương thực Thực phẩm Vĩnh Long, Sài Gòn Lương thực và CTCP Hoàn Mỹ. Ngoài ra, Nguyễn Kim còn đang đầu tư vào dược phẩm như Dược phẩm 3/2 và Dược phẩm Lâm Đồng.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông AGM

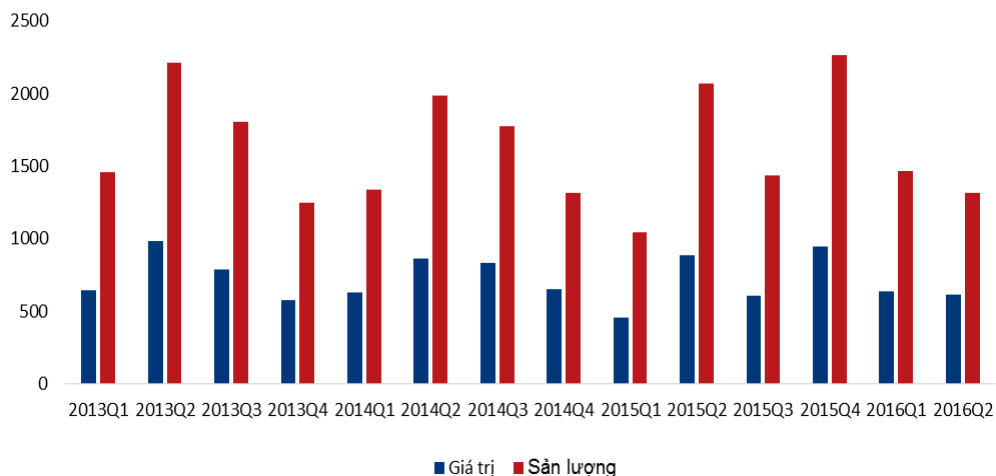


Tổng quan ngành

Tình hình xuất khẩu gạo của Việt Nam

Tổng giá trị và sản lượng xuất khẩu gạo của VN trong 3 năm vừa qua không tăng trưởng nhiều, ngoại trừ 2015Q4 khi nước ta ký hợp đồng xuất khẩu với Philippines (450 nghìn tấn) và Indonexia (1 triệu tấn). Điều đó cho thấy việc mở rộng thị trường xuất khẩu của Việt Nam diễn ra chậm.

Hình 2: Giá trị xuất khẩu gạo của Việt Nam 2013 - 2016



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Phân tích mô hình 5 áp lực cạnh tranh

Vị thế của các nhà xuất khẩu gạo của Việt Nam: Thấp. Gạo Việt Nam không có thương hiệu và dư thuốc bảo vệ thực vật. So với gạo của Thái Lan, chất lượng gạo Việt Nam thấp hơn nên giá bán cũng thấp hơn và không cạnh tranh được khi xuất khẩu vào các thị trường khó tính như Mỹ và EU.

Rủi ro sản phẩm thay thế: Trung bình. Về mặt lý thuyết, các sản phẩm ngũ cốc khác đều có khả năng thay thế gạo. Tuy nhiên, hiện tại thế giới có xu hướng tiêu dùng gạo nhiều hơn ở ngoài khu vực châu Á như Châu Phi, Mỹ và châu Âu do (1) người dân có nhu cầu chuyển khẩu phần ăn từ protein sang nhiều chất xơ và (2) do sự nhập cư của dân châu Á vào các lãnh thổ châu lục khác.

Sự xuất hiện của các đối thủ mới: Trung bình. Các quốc gia châu Phi hoàn toàn có thể sớm trở thành nước xuất khẩu gạo thay vì nhập khẩu gạo như trước đây, mới nhất là trường hợp của Nigeria. Ngoài ra, các bạn hàng nhập khẩu truyền thống của Việt Nam như Philippines hay Indonexia cũng đang đẩy mạnh chương trình tự túc lương thực để giảm sản lượng nhập khẩu gạo từ bên ngoài.

Cạnh tranh trong ngành: Cao. Ấn Độ và Thái Lan là hai trong số các đối thủ cạnh tranh của gạo xuất khẩu VN, trong đó, Ấn Độ cạnh tranh tại phân khúc gạo cấp thấp, còn Thái Lan cạnh tranh trong phân khúc gạo cấp cao. Theo Hiệp hội Lương thực Việt Nam VFA, giá xuất khẩu gạo cấp thấp của Ấn Độ ngày 14/07/2016 là 360 USD/tấn, còn giá xuất khẩu gạo cấp cao của Thái Lan là 455 USD/tấn. Giá xuất khẩu gạo của Việt Nam ở phân khúc cấp thấp tầm 355 – 360 USD/tấn, nhưng chất lượng bị đánh giá thấp hơn gạo Ấn Độ do (1) không đồng nhất về loại gạo và (2) gạo có dư thuốc bảo vệ thực vật.

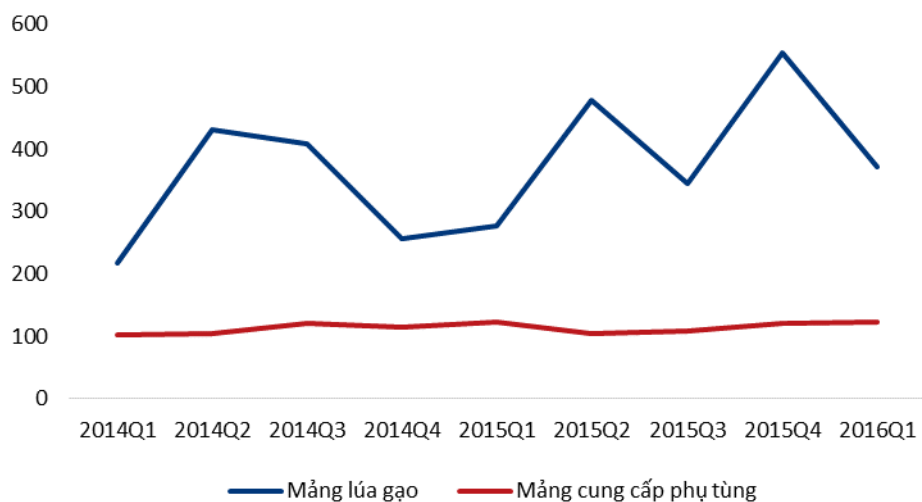
Tình hình tài chính

Cơ cấu doanh thu

75% doanh thu đến từ mảng bán gạo (xuất khẩu và nội địa). Tỷ lệ tăng trưởng CAGR trong 9 quý vừa qua đạt 7%. Còn lại 25% doanh thu đến từ mảng bán xe và cung cấp phụ tùng cho xe máy Honda. Mảng này duy trì ổn định qua các năm, tỷ lệ CAGR 9 quý đạt 2%, biên gộp bình quân đạt 8-9%.

Về cơ cấu biên lợi nhuận gộp, chúng tôi cũng nhận thấy một tỷ lệ tương tự trong giai đoạn 2015 trở về trước khi mảng lúa gạo cũng đóng góp 74% – 76% lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, có một sự dịch chuyển trong nửa đầu năm 2016 khi tỷ lệ đóng góp của mảng lúa gạo chỉ còn 64%. Giải thích cho điều này, chúng tôi cho rằng tình hình xuất khẩu gạo của VN đã gặp khó khăn do bị cạnh tranh gay gắt từ gạo giá rẻ từ xả gạo tồn kho của Thái Lan, đồng thời sức mua từ các bạn hàng quen thuộc như Trung Quốc và Philippines giảm nên xuất khẩu 6 tháng đầu năm chỉ đạt 2,66 triệu tấn gạo, thu về gần 1,2 tỷ USD (giảm 11,5% về lượng và giảm 7,5% về kim ngạch so với cùng kỳ năm 2015).

Hình 3: Doanh thu của AGM qua các năm

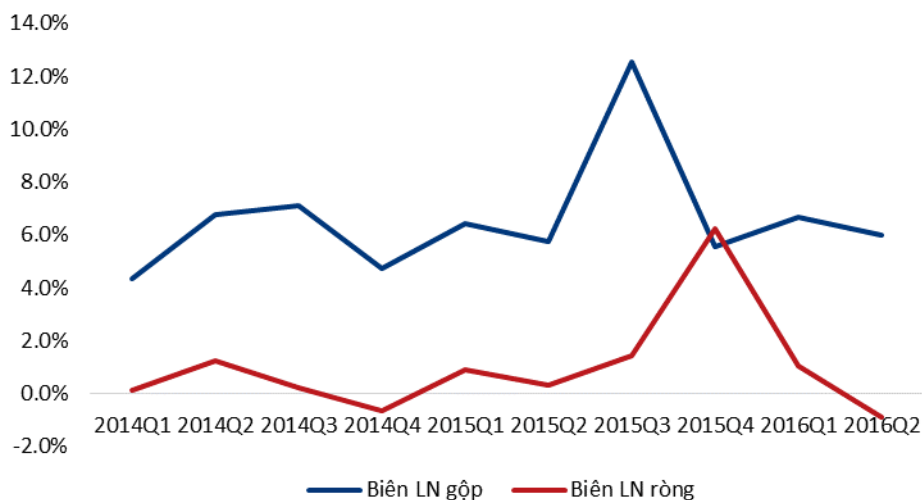


Nguồn: AGM

Biên lợi nhuận thấp

Biên gộp của AGM không cao, chỉ tầm 5-7%, trong khi chi phí bán hàng cao đã bào mòn biên lợi nhuận ròng của AGM. Biên lợi nhuận ròng của AGM đạt mức 1% năm 2014 và tăng mạnh lên 6% vào quý 4/2015 do được hưởng lợi từ việc Việt Nam ký được 2 hợp đồng xuất khẩu gạo với Philippines và Indonesia vào cuối năm ngoái với tổng sản lượng đạt 1.5 triệu tấn.

Hình 4: Biên lợi nhuận của AGM

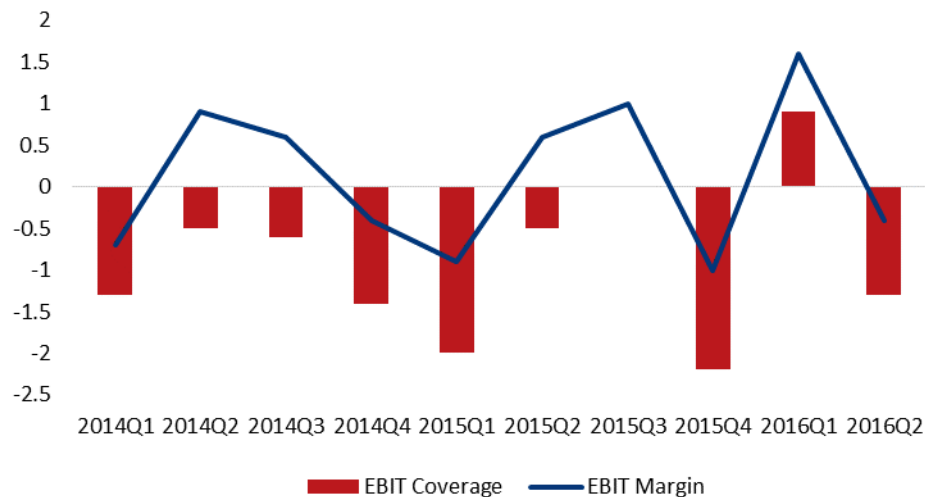


Nguồn: AGM

Khả năng chi trả lãi vay thấp

Lãi vay bình quân của AGM dao động 20-30 tỷ/năm. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT Coverage) thường xuyên có giá trị âm, phản ánh lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của AGM không đủ để bù đắp lãi vay của doanh nghiệp do chi phí bán hàng cao.

Hình 5: Hệ số khả năng thanh toán lãi vay của AGM



Nguồn: AGM

Kết luận

Hiện tại, cơ chế xuất khẩu gạo của Việt Nam còn nhiều bất cập. Việt Nam đang áp dụng cơ chế hạn ngạch trong xuất khẩu gạo, một phần vì phải đảm bảo an ninh lương thực. Việc áp hạn ngạch sẽ sinh ra cơ chế xin-cho, mua bán chỉ tiêu và tạo sự cạnh tranh không lành mạnh giữa các doanh nghiệp xuất khẩu. Ngoài ra, điều kiện ràng buộc điều kiện trở thành nhà xuất khẩu gạo chưa chặt chẽ nên có quá nhiều khâu trung gian trong cơ chế thu mua lúa gạo, dẫn đến lợi nhuận của nông dân bị giảm.

Về AGM, sự tích cực của doanh nghiệp có thể được kỳ vọng đến từ các câu chuyện sau: (1) Việt Nam thành công trong việc xây dựng thương hiệu gạo, tránh bị ép giá khi xuất khẩu, muốn thế thì phải giải quyết được bài toán đồng nhất về chất lượng gạo, tránh tình trạng gạo bị tồn dư thuốc bảo vệ thực vật và gạo bị pha trộn; (2) Mô hình cánh đồng liên kết tiếp tục được phát triển để đảm bảo chuỗi cung ứng khép kín trong nuôi trồng và thu mua gạo. Hiện nay, một trong các lí do khiến cánh đồng liên kết (CĐLK) khó mở rộng là vì lợi ích của người dân không tăng lên khi tham gia CĐLK trong khi lại phải chịu nhiều ràng buộc điều kiện đầu vào. Chừng nào CĐLK còn chưa phát triển, chuỗi cung ứng còn chưa hoàn thiện thì sản phẩm đầu ra còn thiếu đồng nhất về chất lượng, và lợi thế cạnh tranh của gạo Việt Nam sẽ còn bị giảm.

Phân tích kỹ thuật AGM

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng
- Chỉ báo xu hướng MACD: Tích cực
- Chỉ báo RSI: Tăng về vùng trung tính
- Ngưỡng hỗ trợ: 9.3 – 9.5

Khuyến nghị: AGM nhiều khả năng đã test đáy ngắn hạn 9.3 – 9.5 thành công khi có phiên tăng mạnh vào ngày 12/09 với khối lượng gấp 5 lần so với bình quân 20 phiên. Chỉ báo xu hướng MACD đã xác nhận tín hiệu đảo chiều ngắn hạn khi đường MACD đã cắt lên đường tín hiệu. Đường trung bình 50 ngày SMA(50) đang là ngưỡng kháng cự gần nhất, và với việc giao dịch tại mức giá trần 10.6 ngày 13/09, AGM đã phá vỡ ngưỡng cản này để xác nhận xu hướng Tăng trung hạn. Khuyến nghị Nhà đầu tư cân nhắc giải ngân quanh vùng 10.6 – 11.3, chốt lời tại vùng kháng cự 13. Cân nhắc cắt lỗ nếu AGM rời khỏi vùng hỗ trợ 9,3 – 9,5.

Đồ thị kỹ thuật AGM



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

