

Xếp hạng Chưa xếp hạng
Công ty TNHH Diên Khánh

Đồ uống
Giá đầu giá khởi điểm (VND) 23,000

Thông kê 29-06-16
SL lưu hành (triệu cp) 23
Vốn hóa (tỷ đồng) 529
Vốn hóa (triệu USD) 23.7
% khối ngoại sở hữu 0%
Tỷ lệ cp tự do (%) 21.74
VND/USD 22,300
Index: VN-Index/HNX 631.06/83.61

Cơ cấu sở hữu kỳ vọng 29June-16
Nhà nước 51%
Cty CP TM- DL Nha Trang 20.48%
Cổ đông khác 28.52%

Ms.Nu Le

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1460

Nu.lt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Công ty Nước giải khát Yến Sào Diên Khánh- phụ thuộc vào công ty mẹ

Tổng quan

Công ty TNHH Nước giải khát Yến Sào Diên Khánh tiền thân là nhà máy sản xuất nước yến, cuối năm 2014 được tái cấu trúc trở thành công ty con của Công ty TNHH Nhà nước MTV Yến sào Khánh Hòa,

Công ty sản xuất nước giải khát yến sào với một vài thương hiệu như Sanest, nước Yến Sào cao cấp Fucoidan Nhân Sâm, nước Yến Sào Collagen



Sản phẩm không chỉ được phân phối tại thị trường trong nước thông qua hơn 500 cửa hàng và đại lý mà còn được xuất khẩu sang Hong Kong, Singapore, Nhật Bản, Mỹ, Úc, Thái Lan...(chủ yếu là tại châu Á, nơi mà yến sào được coi là tốt cho sức khỏe và nhiều chất dinh dưỡng).

Diên Khánh hưởng lợi rất nhiều từ hệ thống bán lẻ rộng khắp của công ty mẹ và nguồn đầu vào ổn định từ các công ty thành viên, tất cả nguyên liệu đầu vào của công ty đều từ công ty trong tổng công ty. Tuy nhiên, vì Diên Khánh vẫn chưa phát triển hệ thống đầu vào và đầu ra của riêng mình, phụ thuộc quá nhiều vào công ty mẹ Khánh Hòa có thể dẫn đến xung đột lợi ích cho cổ đông thiểu số của công ty.

11.27 triệu cổ phiếu được chào bán ở mức giá khởi điểm 23,000 VND

Vốn chủ sở hữu của Diên Khánh được định giá lại ở mức 225 tỷ đồng tại thời điểm đầu năm 2015 từ 119 tỷ đồng. 11.27 triệu cổ phiếu trong tổng số 23 triệu cổ phiếu được chào bán ra công chúng với mức giá khởi điểm là 23,000 VND/ cổ phiếu. Nếu thành công, Nhà nước sẽ thu về ít nhất 259 tỷ đồng tiền mặt từ IPO, giảm tỷ lệ sở hữu tại Diên Khánh xuống còn 51%.

Bên cạnh việc bán phần vốn của Khánh Hòa, công ty cũng phát hành thêm 526,937 cổ phiếu, tương ứng với 2.29% vốn điều lệ mới để tài trợ vốn lưu động. Tỷ lệ sở hữu kỳ vọng của Diên Khánh sau khi IPO như sau:

Cổ đông	Số lượng CP	Tỷ trọng (%)	Ghi chú
Nhà nước	11,730,000	51	
Người lao động	1,551,500	6.75	
Công đoàn	7,500	0.03	
Nhà đầu tư chiến lược	4,711,000	20.48	Cty CP TM- DL Nha Trang
Công chúng	5,000,000	21.74	
Tổng cộng	23,000,000	100	

Thị trường yến sào

Khoảng 90% sản lượng yến sào trên thế giới từ Malaysia, Thái Lan, Indonesia và Việt Nam. Việt Nam được cho là có điều kiện tự nhiên thuận lợi nhất cho chim yến, do đó tạo ra sản phẩm có chất lượng cao nhất.

Hiện tại, có rất nhiều nhà sản xuất yến sào tại Việt Nam như Yến Việt, Hoàng Yến, Yến sào Khánh Hòa, Bảo Ngọc, Yến Sào Anpha, Vua Yến.... trong đó Yến Sào Khánh Hòa với thương hiệu Sanest là một trong những công ty dẫn đầu trong ngành.

Yến Sào có giá cao nhờ vào sự quý hiếm, được coi là có giá trị dinh dưỡng cao và hương vị độc đáo, do đó, chỉ những người tiêu dùng có điều kiện mới có thể mua được sản phẩm xa xỉ này.

Kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	555	575	651	713	727
<i>Tăng trưởng (%)</i>		4	13	10	2
LN hoạt động	59	68	74	76	62
<i>Biên LN hoạt động (%)</i>	10.7	11.8	11.3	10.6	8.6
Chi phí lãi vay ròng	12	15	14	16	0
LN ròng	35	39	44	46	49
<i>Biên LN (%)</i>	6.4	6.8	6.8	6.5	6.7
EPS (*)	1,534	1,704	1,928	2,001	2,109
<i>Tăng trưởng (%)</i>		11	13	4	5

**Dựa trên 23 triệu cổ phiếu sau khi IPO*

Cả tăng trưởng doanh thu thuần và biên lợi nhuận hoạt động đều giảm trong những năm gần đây. Trong năm 2015, doanh thu thuần chỉ tăng trưởng 2%. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 81.5% cũng không bù đắp được sự gia tăng 37.7% của giá vốn hàng bán, đã làm giảm lợi nhuận hoạt động 18.4% xuống 62 tỷ đồng, tương đương mức biên LN là 8.6%.

Năm 2015, Khánh Hòa đã chuyển đổi khoản vay cho Diên Khánh thành vốn chủ sở hữu để thành lập công ty TNHH Diên Khánh. Do đó, chi phí lãi vay không được ghi nhận trong năm 2015 giống như các năm trước. Nhờ vào việc giảm chi phí tài chính, lợi nhuận ròng trong năm 2015 tăng 6.5% so với cùng kỳ từ 46 tỷ đồng năm 2014 lên 49 tỷ đồng năm 2015 mặc dù có lợi nhuận hoạt động thấp hơn.

Thanh khoản và khả năng trả nợ

	2013	2014	2015
Chỉ số thanh toán hiện hành	3.56	4.24	3.09
Chỉ số thanh toán nhanh	0.90	0.02	2.22
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0.0	0.0	0.0

Cuối năm 2015, 99% tài sản ngắn hạn là khoản phải thu và hàng tồn kho. Việc thiếu tiền mặt sẽ tạo ra ảnh hưởng tiêu cực tại hoạt động hàng ngày của Diên Khánh trong ngắn hạn.

Năm 2015, sự gia tăng đột biến của khoản phải thu từ 330 triệu đồng lên 111.4 tỷ đồng và hàng tồn kho giảm từ 73.6 tỷ đồng xuống 44.7 tỷ đồng đã kéo tỷ số thanh toán nhanh tăng cao.

Quản lý tài sản

	2013	2014	2015
Asset Turnover	13.78	11.38	6.28
Inventory Turnover	11.23	8.20	10.68
Receivable Turnover	78.81	114.04	13.63

Trong năm 2015, trong khi vòng quay hàng tồn kho tăng, vòng quay tổng tài sản và khoản phải thu giảm đáng kể, đặc biệt là vòng quay khoản phải thu. Khoản phải thu từ công ty Yến sào Khánh Hòa chiếm tới 99.97% khoản phải thu, vì hầu hết sản phẩm của Diên Khánh được phân phối bởi công ty mẹ. Thời gian thu tiền bình quân cũng tăng vọt từ 3 ngày năm 2014 lên 26.4 ngày năm 2015.

Kế hoạch sau cổ phần hóa

Sau khi cổ phần hóa, Diên Khánh sẽ đổi tên thành Công ty Cổ phần nước giải khát Yến sào Khánh Hòa, là công ty con của công ty TNHH Yến sào Khánh Hòa, và tiếp tục sử dụng thương hiệu Sanest cho các sản phẩm yến sào.

Mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân trong giai đoạn 2011-2015 ở mức 7%, trong giai đoạn 2016-2018 sau khi IPO, Diên Khánh đặt mục tiêu thận trọng như sau:

VND bn	2016E	2017E	2018E
Doanh thu thuần	720	725	730
<i>Tăng trưởng (%)</i>	0.7	0.7	0.7
LN ròng	47.2	48	48.8
<i>Biên LN (%)</i>	6.6	6.6	6.7
EPS (VND) (1)	2,052	2,087	2,122
<i>Tăng trưởng (%)</i>	n/a	1.7	1.7
Vốn CSH	230	230	230
ROE (%)	20.5	20.9	21.2
<i>PER(2)</i>	11.2	11	10.8
<i>PBR(2)</i>	2.3	2.3	2.3
Cổ tức (VND)	1,300	1,400	1,500
<i>Suất sinh lợi cổ tức (2)</i>	5.7	6.1	6.5

**Diên Khánh dự báo*

(1) Dựa trên 23 triệu cổ phiếu sau IPO

(2) Dựa trên giá khởi điểm 23,000 VND/cổ phiếu

23,000 VND/ cổ phiếu là không hấp dẫn

Với dự báo tăng trưởng doanh thu thấp ở mức 0.7% như Diên Khánh ước tính, P/E dự phóng 2016 là 11.2x ở mức giá khởi điểm 23,000 VND/cổ phiếu là thực sự cao. Chúng tôi kỳ vọng hệ thống quản lý sẽ được cải thiện sau khi IPO và lợi nhuận hoạt động sẽ tăng lên nhờ sự giám sát của các cổ đông bên ngoài. Tuy nhiên, vì đầu vào và đầu ra của Diên Khánh phụ thuộc nhiều vào công ty mẹ Khánh Hòa và công ty liên quan, lợi ích của cổ đông thiểu số thực sự cần được xem xét.

Công ty TNHH Nước giải khát Yեն sào Diên Khánh

Dien Khanh		Giá (VND): 23,000		Vốn hóa (VNDbn): 529	
Tỷ đồng	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	555	575	651	713	727
Tăng trưởng doanh thu (%)	n/a	4	13	10	2
Giá vốn hàng bán	354	384	429	459	632
Chi phí BH và QLDN	142	123	148	179	33
EBITDA (không bao gồm LN khác)	63	71	76	79	66
Biên EBITDA (%)	11.3	12.4	11.7	11.0	9.1
Khấu hao	3.5	3.7	2.7	3.1	3.7
LN hoạt động	59	68	74	76	62
Biên LN hoạt động (%)	10.7	11.8	11.3	10.6	8.6
Chi phí lãi vay ròng	12	15	14	16	0
% nợ ròng	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Khả năng chi trả lãi vay (x)	4.8	4.4	5.1	4.6	n/a
Lời/lỗ khác	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Thuế	12	13	15	13	14
Thuế suất (%)	25.0	25.0	25.0	22.0	22.0
LN ròng	35	39	44	46	49
Biên LN ròng (%)	6.4	6.8	6.8	6.5	6.7
LN phân phối		-20	124	168	154
EPS (VND) (đã điều chỉnh)	1,534	1,704	1,928	2,001	2,109
EPS growth (%) (đã điều chỉnh)		11	13	4	5

* Dựa trên 23 triệu cổ phiếu sau IPO

Công ty TNHH Nước giải khát Yến sào Diên Khánh

KEY CASHFLOW AND BS ITEMS	2011	2012	2013	2014	2015
Vòng quay khoản phải thu (x)	n/a	94.72	78.81	114.04	13.63
Vòng quay hàng tồn kho (x)	n/a	9.05	11.23	8.20	10.68
Vòng quay khoản phải trả (x)	n/a	21.93	32.81	28.82	18.45
Gia tăng vốn lưu động	-1	5	20	50	-1
Đầu tư TSCĐ	3.2	2.2	0.4	4.7	8.2
Khoản mục dòng tiền khác	-36	-42	-41	-25	6
Dòng tiền tự do	0	0	0	0	0
CP phát hành	0	0	0	0	0
Gia tăng nợ ròng	0	0	0	0	0
Nợ ròng, cuối năm	0	0	0	0	0
Giá trị doanh nghiệp	529	529	529	529	529
Tổng VCSH	0	0	0	119	259
VSCH của cổ đông	0	0	0	119	259
Giá trị sổ sách/cổ phần(VND)	0	0	0	5	11
Nợ ròng / Vốn CSH (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng tài sản	75	61	113	137	310

* Dựa trên 23 triệu cổ phiếu sau IPO

KEY RETURN AND VALUATION RATIOS	2011	2012	2013	2014	2015
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	77	26
ROA (%)	n/a	58	51	37	22
ROIC (%)	n/a	40.6%	38.4	26.7	21.7
WACC (%)	15	15	15	15	15
EVA (%)	n/a	25.6	23.4	11.7	6.7
PER (x)	8.4	7.4	6.9	6.7	8.0
EV/EBITDA (x)	8.4	7.4	6.9	6.7	8.0
EV/FCF (x)	27.1	18.5	15.4	-8.3	21
PBR (x)	1.9	1.8	1.6	4.4	2.0
PSR (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/sales (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Năng lượng, hàng hóa,
logistics**

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

**Trưởng phòng Phân tích
Vĩ mô**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích Kỹ
thuật**

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tvi@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.