

PME (HOSE)

CTCP Pymepharco (HOSE: PME) – Một con đường tăng trưởng

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

	Dược phẩm
Giá niêm yết (VND):	68,000
Giá mục tiêu (VND) :	124,400
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	82.9%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	2.9%
Suất sinh lợi bình quân năm:	85.8%

Thống kê 31/10/2017

SL lưu hành (triệu cp)	65.2
Vốn hóa (dự kiến)	4,434 tỷ
Vốn hóa (triệu USD)	195
% khối ngoại sở hữu	49%
SL cp tự do (triệu cp)	13.2 - 21.7
KLGD TB 3 tháng (cp)	n/a
VND/USD	22,750
Index: VNIIndex / HNX	837/105

Cơ cấu sở hữu 31/10/2017

Stada Service Holding B.V.	49.0%
Trương Viết Vũ	13.2%
Well Light Investment JSC	10.0%
Well Link Investment JSC	5.0%
Ban lãnh đạo PME	2.6%
Cổ đông khác	20.2%

Nguồn: PME, KISV research

Nguyễn Hoàng Hà

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1457

ha.nh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Động lực ngành Dược nội địa vẫn hấp dẫn trong hơn 20 năm tới, với bức tranh cơ cấu dân số già hóa, chi tiêu thuốc/đầu người còn thấp, tình trạng phụ thuộc thuốc nhập khẩu trong kênh ETC và lĩnh vực tương đương điều trị cho thuốc generic nội địa chưa được khai phá.
- Pymepharco được đánh giá về quy mô và công nghệ nằm trong top 2 ngành Dược, chỉ đứng sau CTCP Dược Hậu Giang (HOSE: DHG).
- Lợi thế cạnh tranh bền vững tạo nên từ lợi thế của người đi đầu trong việc hướng đến chuẩn sản xuất thuốc châu Âu EU-GMP, chuỗi giá trị mang chiều sâu hơn các doanh nghiệp cùng ngành và kinh nghiệm đấu thầu lâu năm trong kênh ETC.
- Triển vọng từ Luật Dược sửa đổi số 105/2016/QH13 ưu tiên thuốc nội địa và dự thảo Thông tư quy định đấu thầu kênh ETC loại bỏ chuẩn PIC-S trong đấu thầu thuốc cấp cao sẽ tạo cơ hội rất lớn cho doanh nghiệp chuẩn EU-GMP như Pymepharco.
- Chiến lược tăng trưởng xuyên suốt trong cả ngắn và dài hạn, đảm bảo mục tiêu tăng trưởng 15% mỗi năm khả thi, bao gồm: (1) hoàn tất chứng nhận EU-GMP cho xưởng bột pha tiêm Cephalosporin, tăng doanh số năm 2018 (2) đẩy mạnh kênh bán hàng OTC trong trung hạn (3) vận hành nhà máy thuốc viên Non-βlactam quy mô lớn theo chuẩn EU-GMP kể từ 2020.
- Hiệu quả kinh doanh vượt trội qua mức tăng trưởng lợi nhuận 20% CAGR và ROE trên 20% trong 5 năm qua. Tài chính lành mạnh: không nợ vay, lượng tiền mặt ròng 500 tỷ.

Bắt lợi:

- Q3/2017, doanh thu PME giảm nhẹ 4.3% yoy vì phân xưởng bột pha tiêm Cephalosporin tạm dừng hoạt động để thanh tra trước khi cấp chứng nhận EU-GMP, song biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 47.6%, giúp lợi nhuận ròng vẫn tăng trưởng 12% so với cùng kỳ.
- Nếu dự thảo Thông tư đấu thầu ETC không được thông qua, PME sẽ gặp cạnh tranh lớn từ các loại thuốc đấu thầu theo chuẩn EU-GMP từ Imexpharm (IMP) hay chuẩn PIC-S từ các đối thủ như Bidiphar (DBD) và Dược Hậu Giang (DHG).
- Stada VN & PME từng bị Thanh tra Chính phủ điều tra nguồn gốc nguyên vật liệu thuốc Tamiflu vào năm 2014.
- Full room 49% sẽ rất khó hấp dẫn nhà đầu tư ngoại nếu không có kế hoạch nơi room.

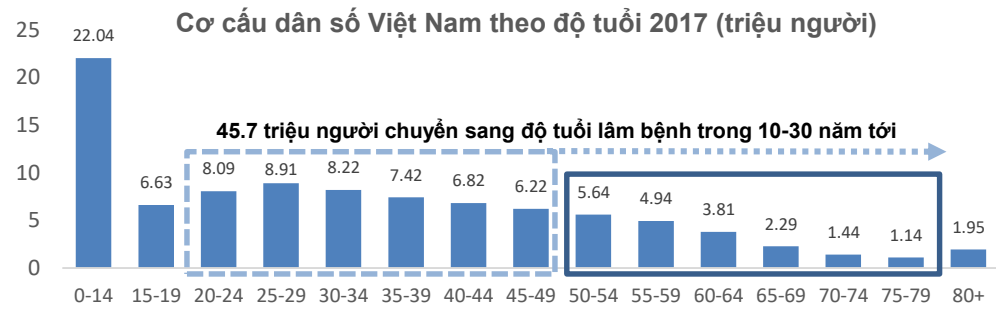
Định giá:

- Theo phương pháp PEG ratio, chúng tôi định giá PME ở mức **124,400đ/cp, tổng mức sinh lợi là 85.8%; khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG**

Tỷ đồng	2015	2016	2017F	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	1,309	1,508	1,616	1,858	2,137
Tăng trưởng (%)	13.9%	15.2%	7.2%	15.0%	15.0%
LN hoạt động (tỷ đồng)	234	284	343	395	454
Biên lợi nhuận (%)	17.8%	18.8%	21.2%	21.2%	21.2%
LNST (tỷ đồng)	184	239	293	339	383
Biên lợi nhuận (%)	14.0%	15.9%	18.1%	18.3%	17.9%
SLCP lưu hành (triệu cp)	40.1	50.2	65.2	65.2	65.2
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2794	3647	4464	5183	5846
Tăng trưởng (%)	24.8%	30.5%	22.4%	16.1%	12.8%
ROE (%)	18%	20%	21%	21%	21%
Nợ ròng/VCSH (%)	-	-	-	-	-
PE (x)	24.3	18.6	15.2	13.1	11.6
Cổ tức (VND)	-	-	2,000	2,000	2,000

I. Động lực ngành Dược vẫn hấp dẫn sau 20 năm tới

(1) Bức tranh lớn về chuyển dịch dân số và tầng lớp trung lưu

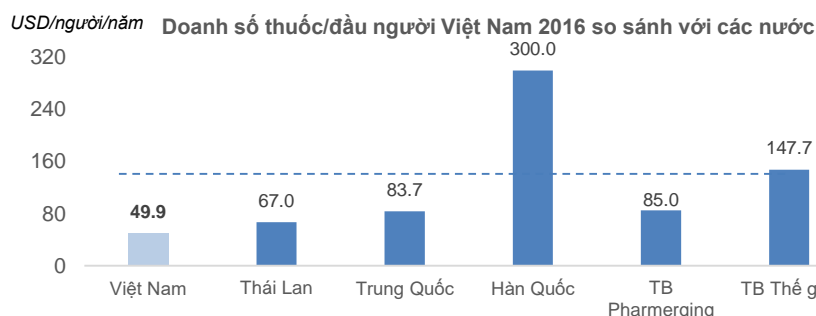


Nguồn: Euromonitor International

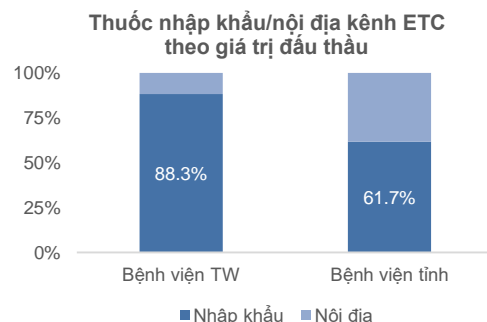
- Sau 1975, gần 46 triệu người nhóm dân số sinh năm 1975-2000 hiện đang chiếm đại đa số cư dân Việt Nam. Trong 10-30 năm tới, chúng tôi dự đoán nhóm dân số này sẽ là động lực tiêu thụ dược phẩm chính – góp phần giữ vững tốc độ tăng 10%-15% CAGR của ngành. Theo nghiên cứu của Health Extension Foundation, từ độ tuổi 50 trở đi, khả năng mắc bệnh tim mạch, ung thư, đột quỵ và Alzheimer's trung bình sẽ tăng mạnh 2%-5% mỗi năm.

(2) Dư địa tiêu thụ thuốc/đầu người khá lớn

- Theo dự phóng Euromonitor, tầng lớp trung lưu (middle-class) tại Việt Nam, với thu nhập từ 10-100USD/ngày, sẽ tăng 3.7% CAGR lên 49.5 triệu người vào năm 2021. Với thu nhập cao, tầng lớp này sẽ tiêu thụ các loại thuốc chất lượng cao với giá cao hơn.



Nguồn: Euromonitor, KISVN research



Nguồn: Cục quản lý Dược

- Cũng theo Euromonitor, doanh số thuốc/đầu người Việt Nam 2016 là 49.9USD, thấp hơn 1/3 so với trung bình thế giới là 147.4USD. Với thu nhập, nhận thức sức khỏe và lượng thuốc cao cấp ngày càng gia tăng, khoảng cách này sẽ dần thu hẹp trong 20 năm tới.

(3) Cán cân lệch pha giữa thuốc nhập khẩu và thuốc nội địa

- Ngoài ra, với Luật Dược sửa đổi số 105/2016/QH13, thuốc nội địa sẽ được ưu tiên chào thầu nếu đáp ứng đủ quy chuẩn chất lượng trong kênh ETC. Hiện thuốc nhập khẩu đang chiếm lần lượt 88% và 62% trong thị phần dược phẩm tại bệnh viện trung ương và tuyến tỉnh, thể hiện mức dư địa vô cùng lớn. Hơn nữa, dự thảo Thông tư đấu thầu thuốc vào kênh ETC hiện đang đề xuất loại bỏ chuẩn PIC-S trong đấu thầu thuốc cấp 1 & 2 do tính đại trà của chuẩn này, tạo cơ hội chiếm thị phần lớn cho các doanh nghiệp EU-GMP như Pympharco.

(4) Mạng thuốc tương đương sinh học (bioequivalent) chưa được khai phá

- Để đơn giản hóa, thuốc tương đương sinh học & tương đương điều trị (bioequivalent) là loại thuốc generic được thử nghiệm và chứng nhận hiệu quả so với thuốc gốc. Đây là yêu cầu bắt buộc với mọi loại thuốc generic tại các quốc gia phát triển, song khái niệm này vẫn còn rất mới ở Việt Nam. Theo Pympharco, 90% thuốc generic tại Việt Nam chưa được thử nghiệm tương đương sinh học, mở ra cơ hội rất lớn cho các doanh nghiệp Dược chất lượng cao khai phá.

II. Tiềm năng của Pymerpharco

a. Giới thiệu

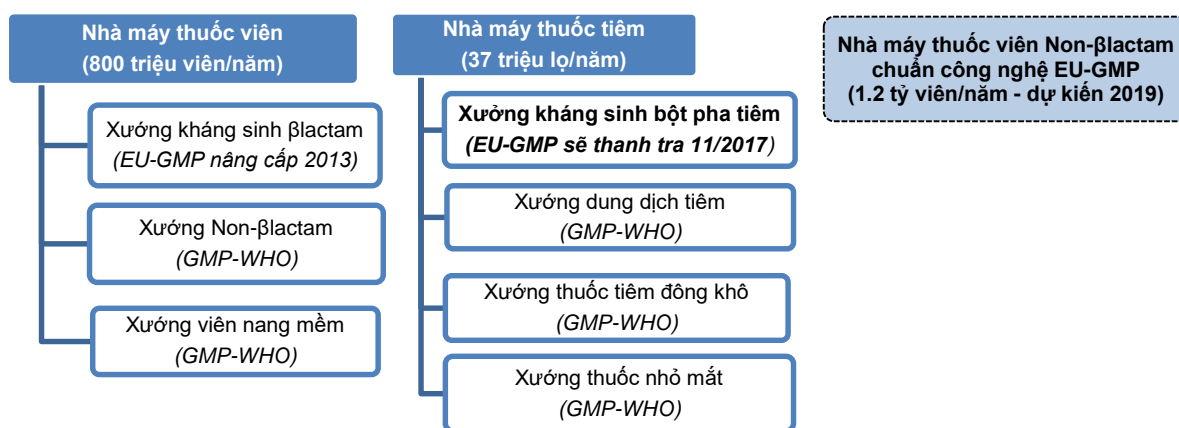
Được thành lập từ 1989, CTCP Pymepharco (PME) đã phát triển bền vững từ một công ty dược phẩm nhỏ tỉnh Phú Yên lên đến quy mô hàng đầu quốc gia. Sự phát triển này được góp phần không nhỏ đến từ Stada Germany khi tập đoàn này nắm cổ phần chi phối vào năm 2008.

- Sản phẩm: sở hữu danh mục gần 400 sản phẩm, đa dạng bao gồm dòng kháng sinh (chiếm 30%-35% tỷ trọng), giảm đau hạ sốt, tim mạch, tiểu đường, và các loại thuốc nhuận tràng

- Năng lực sản xuất: hiện PME đang vận hành 02 nhà máy, bao gồm thuốc viên và thuốc tiêm. Hơn nữa, công ty đã nâng cấp 02 xưởng kháng sinh chuẩn EU-GMP trong mỗi nhà máy và dự kiến sẽ xây dựng nhà máy thứ ba cũng theo chuẩn cao cấp này.



PYMEPHARCO



Nguồn: PME management

- Nguyên vật liệu: nguyên liệu cho dòng kháng sinh do đáp ứng tiêu chuẩn EU-GMP nên phải nhập khẩu từ Đức; trong khi đó, nguyên liệu cho các dòng sản phẩm còn lại theo chuẩn GMP-WHO sẽ nhập từ các nguồn đa dạng khác với giá rẻ hơn.

- Kênh phân phối: theo ban lãnh đạo PME, tỷ trọng kênh phân phối của công ty là 52% OTC, 48% ETC – khá đặc biệt trong ngành vì mảng ETC chiếm tỷ trọng khá lớn. Hiện công ty đang phân phối qua 19 chi nhánh đến 12,000 điểm bán.

b. Lợi thế cạnh tranh bền vững

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược cạnh tranh khác biệt hóa (differentiation) bằng việc tập trung phát triển công nghệ và đầu tư vào các phân khúc thuốc cấp cao (cấp 1 & 2) trong kênh ETC – vốn đang bị trên 90% thuốc ngoại chiếm lĩnh. Pymepharco được đánh giá là công ty dược phẩm **top 2 Việt Nam về quy mô và công nghệ** - chỉ đứng sau Dược Hậu Giang.

▪ Người đi đầu trong việc hướng đến chuẩn EU-GMP

- PME nằm trong 4/179 công ty dược phẩm duy nhất tại Việt Nam đã nâng cấp thành công dây chuyền sản xuất theo chuẩn EU-GMP, tự động hóa khoảng 40% quy trình. Trên thực tế, PME đã đi trước các doanh nghiệp khác đến gần 10 năm nhờ vào sự hỗ trợ từ Stada.

- Nếu nhà máy thuốc viên Non-βlactam EU-GMP đi vào hoạt động sau 2019, quy mô công nghệ sản xuất dược phẩm theo chuẩn châu Âu của Pymepharco sẽ đứng đầu khu vực Đông Nam Á với đầy đủ các dòng thuốc βlactam & Non-βlactam, cũng như thuốc viên & thuốc tiêm.

▪ Chuỗi giá trị sản xuất dược phẩm với chiều sâu hơn đối thủ cùng ngành

- Theo ban lãnh đạo PME, thế mạnh của công ty là đội ngũ nhân lực chất lượng cao được Stada đào tạo tại Đức từ giai đoạn 2006 – 2007. Kể từ đó, đội ngũ này của công ty đã góp phần đáng kể trong việc đẩy mạnh hoạt động nghiên cứu và liên tục phát triển các dòng sản phẩm. PME cũng đi đầu trong việc phát triển trung tâm R&D đầu tiên trong ngành Dược.

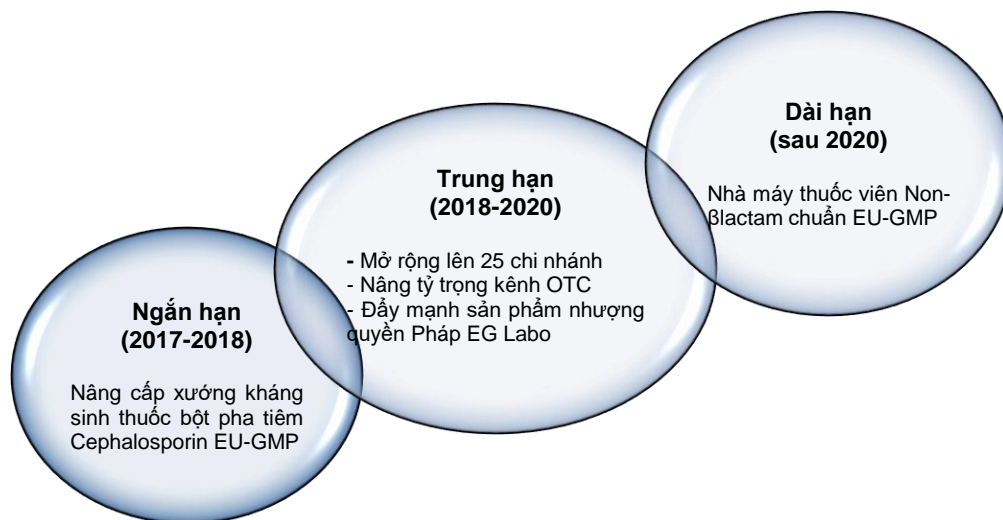
- Ngoài ra, ban lãnh đạo của công ty cũng tự hào với việc đi tiên phong thử nghiệm tương đương sinh học (bioequivalent) & tương đương điều trị cho hơn 70 sản phẩm của công ty, giúp tái khẳng định chất lượng của dòng sản phẩm generic mang thương hiệu Pymepharco

▪ Kinh nghiệm phân phối hệ điều trị ETC và năng lực đầu thầu cao

- PME là công ty duy nhất trong nhóm cổ phiếu Dược có doanh thu cao từ kênh ETC, chiếm gần 50% tỷ trọng (xấp xỉ 700 tỷ mỗi năm). Đặc biệt, công ty đã đầu thầu thành công đến nhiều bệnh viện lớn tại TPHCM như Chợ Rẫy, 115, Răng Hàm Mặt, ĐHY Dược.

- Với chất lượng sản phẩm cao hơn tương đối so với các nhà sản xuất nội địa trong khi có mức giá bán tương đối thấp hơn nhà sản xuất ngoại, chúng tôi tin rằng PME có nhiều khả năng đón đầu được cơ hội thắng thầu lớn mở ra từ Luật Dược sửa đổi 2016, chính sách đấu thầu bảo hiểm y tế tập trung toàn quốc và dự thảo Thông tư đấu thầu loại bỏ chuẩn PIC-S trong đấu thầu thuốc cấp 1 & 2 trong kênh ETC.

c. Chiến lược tăng trưởng với tầm nhìn dài hạn



Nguồn: PME management, KISVN research

Chúng tôi khá tin tưởng vào chiến lược tăng trưởng của ban lãnh đạo PME với kế hoạch cụ thể cho từng giai đoạn:

- Ngắn hạn: thanh tra EU-GMP xưởng kháng sinh bột pha tiêm Cephalosporin tháng 11/2017. Nếu được cấp chứng nhận thành công, xưởng này có thể đầu thầu ở phân khúc ETC cao cấp và đóng góp cho doanh thu 2018 ít nhất 200-300 tỷ đồng (tương ứng tăng ít nhất 15% yoy).

- Trung hạn: (1) mở rộng chi nhánh từ 19 lên 25 chi nhánh toàn quốc, nâng tỷ trọng doanh số miền Bắc lên 25% từ mức 15% hiện tại (2) đẩy mạnh các dòng sản phẩm giảm đau hạ sốt, thực phẩm chức năng, nâng tỷ trọng kênh OTC lên 60% (3) đẩy mạnh gia công sản phẩm nhượng quyền của Pháp EG Labo, tăng doanh thu xuất khẩu.

- Dài hạn: dự kiến hoàn tất xây dựng và vận hành nhà máy thuốc viên Non-βlactam EU-GMP, vốn 500 tỷ đồng, công suất 1.2 tỷ viên/năm trong năm 2019 – tăng công suất thuốc viên hiện tại lên gấp 2.5 lần.

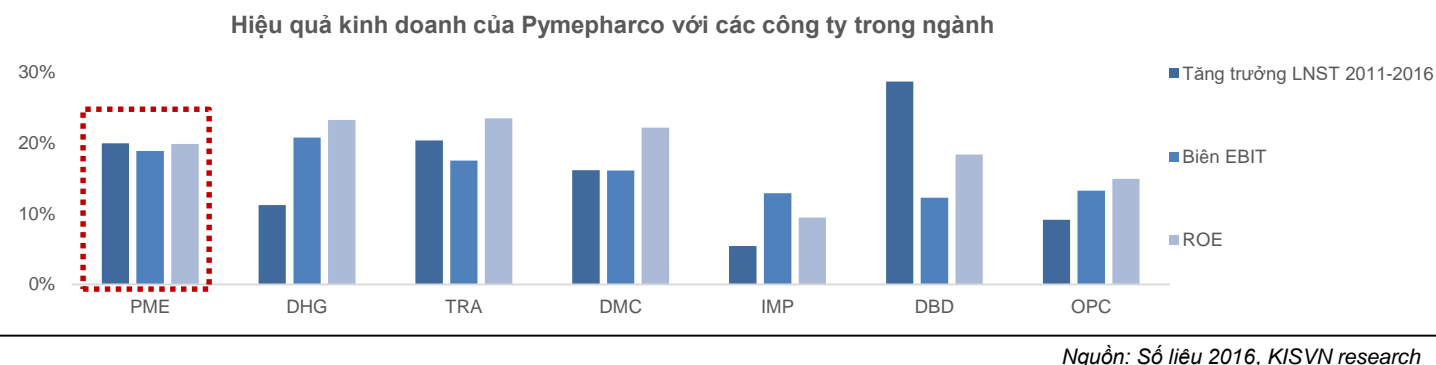
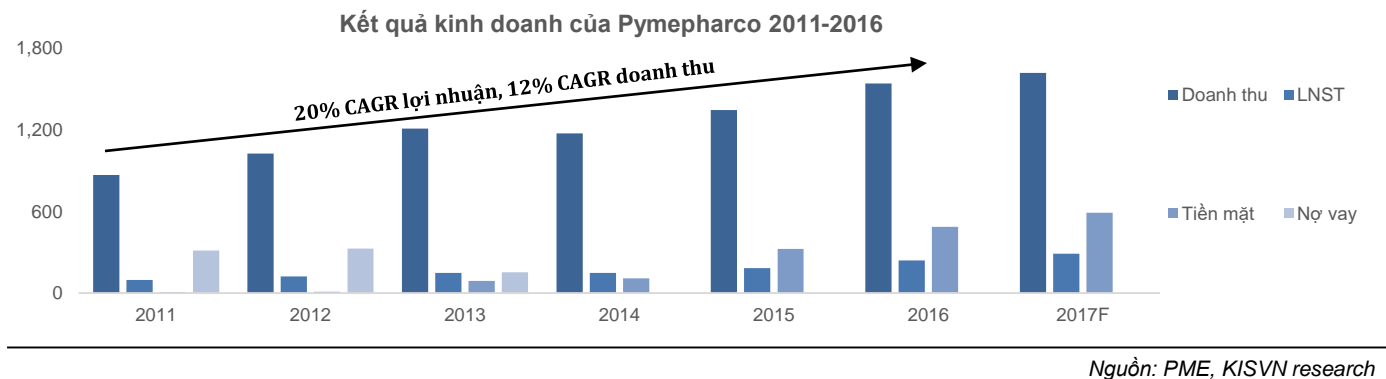
Như vậy, kể từ 2020, PME sẽ tăng quy mô sản xuất và danh mục sản phẩm dược theo chuẩn châu Âu lên hàng đầu khu vực Đông Nam Á, đủ đảm bảo mục tiêu tăng trưởng 15%-20% mỗi năm trong dài hạn.

d. Tài chính lành mạnh với kết quả kinh doanh ấn tượng

- Về hiệu quả sinh lời, kể từ 2011 – 2016, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng của PME tăng trưởng kép lần lượt 12% và 20% CAGR, khá cao so với trung bình ngành là 11%. Hơn nữa, với việc giữ vững biên lợi nhuận gộp cao ở mức 48%, trả hết hoàn toàn nợ vay và tiết giảm chi phí SG&A giúp ROE của PME mang về cho cổ đông đều đặn cao hơn 20%.

- Kể từ 2014, dòng tiền tự do mà PME mang lại mỗi năm vô cùng lớn. Trước năm 2011, tiền mặt của PME chỉ vốn vụn dưới 10 tỷ, đến năm 2016 đã tăng lên gần 500 tỷ đồng, hoàn toàn trả hết nợ vay. Ngoài ra, các khoản mục phải thu và hàng tồn kho đều được công ty quản trị tốt, vòng quay luôn được giữ ở mức cao từ 4-5 lần, tương đương trung bình ngành.

- Kết thúc 9 tháng đầu năm 2017, công ty đạt doanh thu thuần 1200 tỷ, lợi nhuận sau thuế 215 tỷ, lần lượt tăng 12% và 24% so với cùng kỳ.



e. Dự phóng kết quả kinh doanh

Một cách thận trọng, ban lãnh đạo PME chỉ dự phóng doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng 15% trong các năm tới. Năm 2017 dự phóng doanh thu chỉ tăng nhẹ 7.2% vì phân xưởng bột pha tiêm Cephalosporin chưa được thanh tra. Chúng tôi tin rằng con đường tăng trưởng của PME là tất yếu, song tỷ lệ tăng có thể dao động từ 15%-20% xét đến triển vọng ngành tích cực và chiến lược tăng trưởng xuyên suốt của công ty.

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	1,309	1,508	1,616	1,858	2,137
Tăng trưởng (%)	13.9%	15.2%	7.2%	15.0%	15.0%
LNST (tỷ đồng)	184	239	290	333	384
Tăng trưởng (%)	23.9%	30.3%	21.3%	15.0%	15.0%
SLCP lưu hành (triệu cp)	40.1	50.2	65.2	65.2	65.2
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,794	3,647	4,448	5,107	5,890
Biên lợi nhuận ròng	14.1%	15.8%	17.9%	17.9%	17.9%
Lợi suất trên vốn điều lệ	45.8%	47.6%	44.5%	51.1%	58.9%
Cổ tức (VND)	-	-	2,000	2,000	2,000

Nguồn: PME management

III. Định giá

Chúng tôi lựa chọn **phương pháp PEG ratio⁽¹⁾** (so sánh tỷ số P/E với tốc độ tăng trưởng thường niên) để định giá PME bởi vì:

(1) Ngành Dược phẩm là ngành thiết yếu với tốc độ tăng trưởng đều đặn, dễ dự đoán thay vì biến động chu kỳ như những ngành khác.

(2) Tỷ số PEG ratio có sự đóng góp thêm của yếu tố tăng trưởng thay vì chỉ thuần dựa trên P/E

(3) Chúng tôi kỳ vọng Pymepharco sẽ tiếp tục tăng trưởng cao hơn trung bình ngành trong giai đoạn từ 3-5 năm tới.

Theo ước tính của chúng tôi, hiện tại thị trường đang định giá các cổ phiếu ngành Dược với mức PEG ratio như bảng sau

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST CAGR 2011 – 2016 (%)	P/E trailing	PEG ratio trailing ⁽¹⁾
DHG	12,421	11.2%	22.2x	2.0
TRA	4,970	20.3%	22.5x	1.1
DMC	3,646	16.1%	19.4x	1.2
DBD	2,567	28.6%	18.7x	0.7
OPC	1,372	9.1%	17.3x	1.9
Trung bình ngành ⁽³⁾			18.1x	1.6

Nguồn: KISVN research, cập nhật 25/10/2017

(1) PEG ratio trailing = Tỷ lệ P/E trailing chia cho (tốc độ tăng trưởng kép hằng năm * 100)

(2) Chúng tôi không so sánh với IMP và DCL vì tỷ số PEG của hai công ty này đột biến với ngành

(3) Số trung bình ngành chúng tôi tính toán dựa theo số tổng của toàn ngành, bao gồm 15 cổ phiếu

Như vậy, hiện tại thị trường đang định giá các cổ phiếu ngành Dược với mức PEG là 1.6x - khá cao so với tốc độ tăng trưởng quá khứ, thể hiện sự kỳ vọng lớn về tốc độ tăng trưởng nhanh hơn của các doanh nghiệp này.

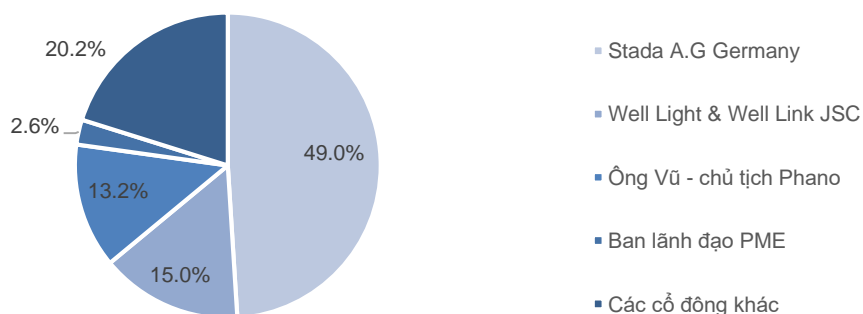
Với trường hợp của Pymepharco, từ dự phóng của ban lãnh đạo thận trọng ở mức tăng trưởng 15%, chúng tôi định giá PME theo phương pháp PEG ratio với kết quả là **VND124,400/cp, cao hơn 82.9% so với giá niêm yết.**

Cổ phiếu	Tăng trưởng LNST kép dự phóng 2018 – 2020	PEG ratio ngành	P/E hợp lý	EPS forward FY2018	Định giá
PYMEPHARCO	15.0%	1.6	24.0x	VND 5,183	VND 124,400

Nguồn: KISVN research

Phụ lục. Thông tin về cổ phiếu và kế hoạch niêm yết

Cơ cấu cổ đông của Pymepharco



Nguồn: PME

Số lượng cổ phiếu niêm yết	65.2 triệu cổ phiếu
Mã chứng khoán niêm yết	PME
Sàn niêm yết	HOSE
Giá niêm yết dự kiến	68,000
Vốn hóa dự kiến	4,434 tỷ
Ngày niêm yết	08/11/2017
Room khối ngoại	49%
Tỷ lệ cổ phần tự do dự kiến	20%-30%

Nguồn: PME, HSX

- Ban lãnh đạo PME cũng đề mở khả năng nói room lên 100% của công ty. Tuy nhiên, ngay cả trong trường hợp nói room, 3 cổ đông chiến lược là Stada A.G, Well Light & Well Link Investment JSC đã nắm đến 64% cổ phần của PME, do đó lượng cổ phần còn lại sẽ hấp dẫn các quỹ đầu tư tài chính hơn nhà đầu tư chiến lược trên quan điểm của chúng tôi

- Cuối cùng, ban lãnh đạo PME tiết lộ rằng một cổ đông lớn nắm trên 10% cổ phần sẽ chốt lời khi PME niêm yết trên sàn nên tỷ lệ free float dự kiến sẽ dao động từ 20%-30%, tạo ra lượng thanh khoản tương đối lớn cho các nhà đầu tư quan tâm.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PYMEPHARCO (PME)				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu thuần	1,508	1,616	1,858	2,137
Tăng trưởng (%)	15.2%	7.2%	15.0%	15.0%
GVHB	788	845	972	1,118
Biên LN gộp (%)	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%
Chi phí BH & QLDN	436	428	492	565
EBITDA	332	392	443	503
Biên lợi nhuận (%)	22.0%	24.3%	23.9%	23.5%
Khấu hao	49	49	49	49
Lợi nhuận từ HĐKD	284	343	395	454
Biên LN HĐKD (%)	18.8%	21.2%	21.2%	21.2%
Chi phí lãi vay ròng	-19	-22	-30	-24
Lãi/lỗ khác	-2	0	0	0
Thuế	61	73	85	96
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
Lợi nhuận ròng	39	293	339	383
Biên lợi nhuận (%)	15.9%	18.1%	18.3%	17.9%
Lợi nhuận bằng tiền	288	341	388	431
LN cho công ty mẹ	239	293	339	383
Số lượng CP (triệu)	50.2	65.2	65.2	65.2
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,647	4,464	5,183	5,846
Tăng EPS (%)	30.5%	22.4%	16.1%	12.8%
Cổ tức (VND)	0	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	44.8%	38.6%	34.2%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
EBIT = EBITDA – Khấu hao
Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017E	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	3.6	3.6	3.6	3.6
Vòng quay HTK (x)	2.5	2.5	2.5	2.5
Vòng quay phải trả (x)	2.7	2.7	2.7	2.7
Thay đổi vốn lưu động	78	4	71	82
Capex	53	50	300	300
Dòng tiền khác	-5	0	0	0
Dòng tiền tự do	163	287	17	49
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	0	130	130	130
Thay đổi nợ ròng	-163	-156	114	81
Nợ ròng cuối năm	-487	-643	-530	-449
Giá trị doanh nghiệp (EV)	3,947	3,790	3,904	3,985
Tổng VCSH	1,326	1,487	1,694	1,945
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	1,326	1,487	1,694	1,945
Giá trị sổ sách/cp (VND)	26,431	22,804	25,987	29,833
Nợ ròng / VCSH (%)	-37%	-43%	-31%	-23%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.5	-1.6	-1.2	-0.9
Tổng tài sản	1,621	1,783	1,992	2,326

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017E	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	20%	21%	21%	21%
ROA (%)	15%	16%	17%	16%
ROIC (%)	28%	33%	31%	27%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	18.6	15.2	13.1	11.6
PBR (x)	2.6	3.0	2.6	2.3
PSR (x)	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	11.9	9.7	8.8	7.9
EV/sales (x)	2.6	2.3	2.1	1.9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0%	2.9%	2.9%	2.9%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 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

Hoàng Huy, CFA

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Hoàng Thế Trung, CPA

Chuyên viên cao cấp Phân tích
– Bất động sản, Bán lẻ và
Nông nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

Nguyễn Phong Danh

Chuyên viên Phân tích – Dầu
khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích –
Logistics, Hàng không
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích – Dược,
Thực phẩm, và Hóa chất
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô
(+84 28) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định
chế
(+84 28) 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.