



Cập Nhật KDF – BÁN

Ngày 11/05/2018



Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250
giaonbt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

BÁN

HOSE: KDF

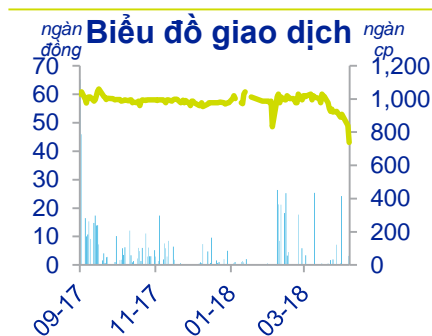
Sản xuất kem và ngành hàng lạnh

Giá hiện tại (VND)	42.000
Giá mục tiêu (VND)	34.900
Tỷ lệ tăng giá	-16,9%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	3,3%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	-13,6%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-26,3	-28,1	-32,6	-
Tương đối	-33,0	-14,0	-35,3	-

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Kido	65,0%
Tundra Sustainable Frontier Fund	3,25%
Ông Trần Lệ Nguyên (Chủ tịch)	0,28%

Thông kê 11/05/18

Mã Bloomberg	KDF VU
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	35.100-84.000
SL lưu hành (triệu cp)	56
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.352
Vốn hóa (triệu USD)	103
Room khối ngoại còn lại (%)	29,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	100,0
KLGD TB 3 tháng (cp)	69.326
VND/USD	22.805
Index: VNIndex / HNX	1.044,85/122,77

CTCP Thực phẩm đông lạnh Kido (KDF VU)

Lợi nhuận sụt giảm, tăng trưởng một chữ số

Sự kiện: KDF báo cáo KQKD 2017 với tăng trưởng một chữ số. Cụ thể, doanh thu tăng trưởng +6,9% n/n (1.492,7 tỷ đồng) và lợi nhuận tăng trưởng +6,8% n/n (152,4 tỷ đồng), hoàn thành 81,7% và 76,2% kế hoạch cả năm do công ty đề ra. Kết quả kém khả quan này do 1) doanh thu sụt giảm từ phân khúc sữa chua và sữa chua đá và 2) tỷ suất LNG thấp hơn do khấu hơn cao từ nhà máy Bắc Ninh.

KQKD quý 1/2018 càng kém lạc quan hơn nữa khi doanh thu giảm -17,8% n/n (215,9 tỷ đồng) và KDF đã ghi nhận 10,5 tỷ đồng lợi nhuận âm.

Tác động và kỳ vọng: Chúng tôi giảm dự báo doanh thu 2018 xuống 24,3% còn 1.666,2 tỷ đồng (+11,6% n/n) để phản ánh hoạt động kém khả quan từ mảng sữa chua và sữa chua đá. Kem sẽ tiếp tục là lực đẩy chính cho KDF, đặc biệt là thương hiệu Celano với sản phẩm kem cá taiyaki mới. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự hiện diện của sản phẩm mới này vẫn chưa được bao phủ rộng khắp.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF sẽ giảm theo thời gian do mảng thực phẩm đông lạnh sẽ đóng góp nhiều hơn vào tổng doanh thu với lợi nhuận thấp hơn mảng kem và sữa chua truyền thống. Ngoài ra chúng tôi dự báo giá bán trung bình của các sản phẩm sữa chua và sữa chua đá sẽ phải điều chỉnh giảm để thúc đẩy doanh số. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2018 dự kiến sẽ giảm 0,5 ptd, đạt 52,8%.

Chi phí bán hàng & QLDN được dự báo sẽ duy trì ở mức cao do KDF sẽ phải triển khai những chiến dịch quảng cáo và khuyến mãi để quảng bá sản phẩm, thúc đẩy doanh thu.

Nhìn chung, chúng tôi ước tính lợi nhuận KDF sẽ sụt giảm 9,1% n/n trong năm 2018, đạt 138,5 tỷ đồng. Sang năm 2019, khi sản phẩm mới được biết đến rộng rãi hơn, lợi nhuận dự kiến tăng trưởng một chữ số, đạt +2,7% n/n trong năm 2019.

Định giá: Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu KDF từ Giữ xuống **BÁN** với giá mục tiêu mới là **34.900 đồng/cổ phiếu (-14,6% tổng tỷ suất sinh lợi)**. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức 17,0x EPS năm 2018 là 2.473 đồng, tương ứng với 33,1% chiết khấu so với trung bình các doanh nghiệp ngành thực phẩm tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu trên là hợp lý do cổ phiếu KDF niêm yết trên sàn Upcom với thanh khoản thấp, và KDF có mức chi phí bán hàng & QLDN quá cao và kém hiệu quả.

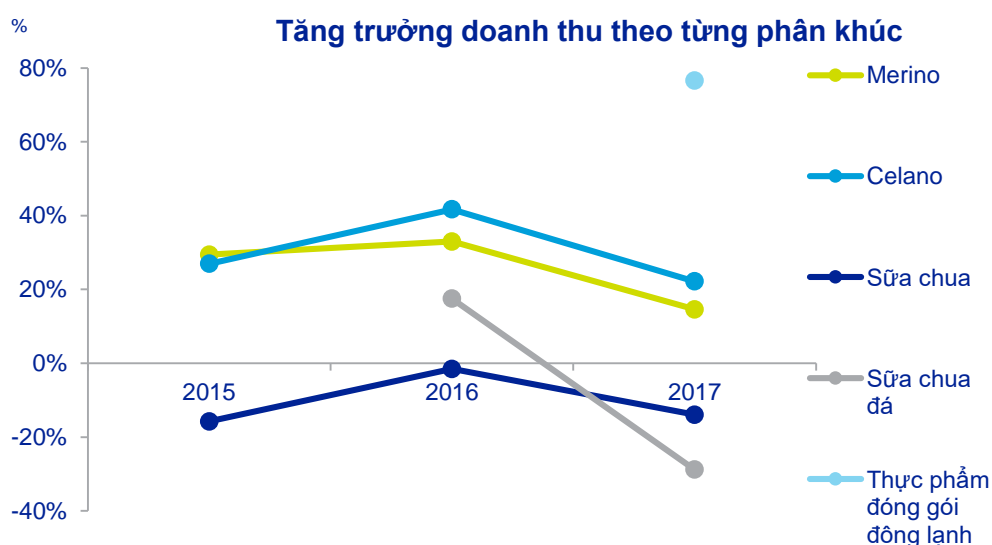
	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	1.067,9	1.396,8	1.492,7	1.666,2	1.909,2
Tăng trưởng (%)	-	30,8	6,9	11,6	14,6
EBITDA (tỷ đồng)	131,8	230,7	258,1	284,3	286,5
Tăng trưởng (%)	-	75,0	11,9	10,2	0,8
LN ròng (tỷ đồng)	76,9	142,6	152,4	138,5	142,2
Tăng trưởng LN (%)	-	85,4	6,8	-9,1	2,7
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.286	4.028	2.721	2.473	2.539
Tăng trưởng (%)	-	76,2	-32,4	-9,1	2,7
ROE (%)	51,8	29,7	21,8	18,1	17,2
ROIC (%)	25,5	15,5	12,3	10,3	9,9
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,5	1,4	0,9	0,8	0,5
EV/EBITDA (x)	11,8	7,3	10,3	9,1	8,7
PER (lần)	18,4	10,4	15,4	17,0	16,5
PBR (lần)	2,5	3,5	3,2	3,0	2,7
Cổ tức (đồng)	-	1.622	1.400	1.400	1.400
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	3,9	3,3	3,3	3,3

KQKD năm 2017 kém lạc quan

Tăng trưởng doanh thu chậm lại

KDF đã không hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra cho năm 2017. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận đạt được lần lượt thấp hơn chỉ tiêu là 18,3% và 23,8% với 1.492,7 tỷ đồng doanh thu (+6,9% n/n) và 152,4 tỷ đồng lợi nhuận (+6,8% n/n). KQKD đạt được tương đương với 85,0% và 86,7% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Phân khúc sữa chua và sữa chua đá mang lại kết quả đáng thất vọng với doanh thu giảm 23,3% n/n, đạt 274,0 tỷ đồng. Mặc dù mảng sữa chua đá (được tung ra từ năm 2015) dự kiến sẽ là lực đẩy hỗ trợ tăng trưởng cho KDF, nhưng cả 2 mảng sữa chua và sữa chua đá đều ghi nhận doanh thu sụt giảm trong năm 2017, lần lượt là -13,9% n/n và -28,8% n/n.



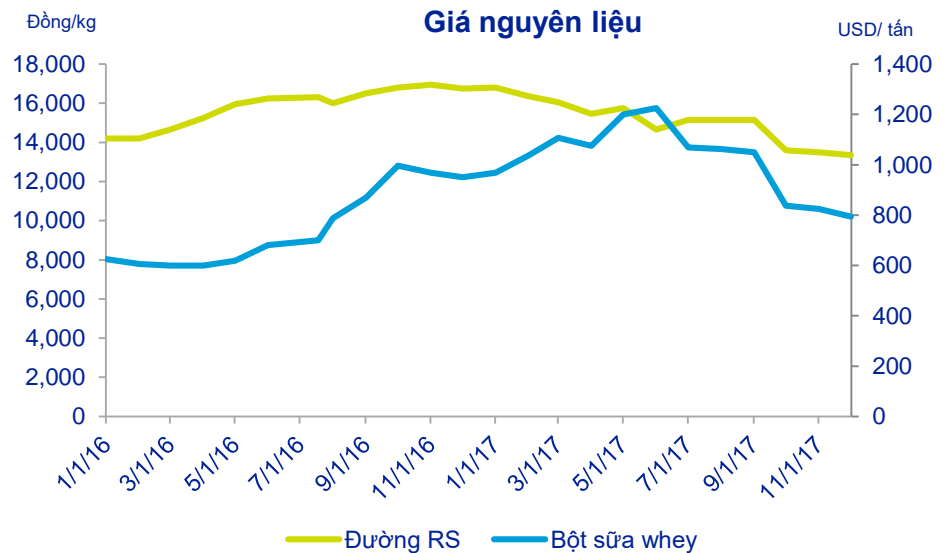
Nguồn: KDF, ACBS

Phân khúc kem tiếp tục đạt được mức tăng trưởng doanh thu hợp lý là 16,9% n/n với thương hiệu Celano, theo ước tính của chúng tôi, đạt tăng trưởng mạnh hơn ở mức 22,2% n.n. Theo số liệu của Euromonitor, thị phần kem của KDF đã tăng từ 36,9% trong năm 2016 lên 40,2% trong năm 2017. Cả hai nhãn hiệu Celano và Merino đều tăng thị phần 2,3 ptd và 3,1 ptd, đạt lần lượt 15% và 22%. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng doanh thu đang chậm lại trong vòng 3 năm qua, có lẽ do cạnh tranh từ các loại nước giải khát và tráng miệng khác ngày càng gay gắt như trà sữa, thạch, chè thảo mộc...

Phân khúc thực phẩm đông lạnh đóng gói, ra đời vào năm 2016, đạt mức tăng trưởng doanh thu cao là 76,6% n/n.

Tỷ suất lợi nhuận giảm do khấu hao tăng

Giá đường và giá dầu thực vật giảm nhẹ trong năm 2017, lần lượt giảm -4,7% n/n và -3,5% n/n nhưng giá bột sữa whey đã tăng mạnh +36,1% n/n, đạt mức cao nhất là 1.225,0 USD/tấn trong tháng 6/2017. Mặc dù chi phí bột sữa whey chỉ chiếm ~10,1% tổng chi phí nguyên vật liệu của KDF hoặc ~6,2% tổng giá vốn hàng bán, nhưng giá bột sữa whey tăng cao cũng đã gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của KDF.



Nguồn: Bộ tài chính, Agriculture and Applied Economics (AAE)

Khấu hao cũng tăng mạnh trong năm 2017 do nhà máy mới tại Bắc Ninh được đưa vào hoạt động. Cụ thể, khấu hao chiếm 7,8% tổng giá vốn hàng bán của KDF, tăng 2,4 ptđ. Kết quả là tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF trong năm 2017 giảm 2,7 ptđ xuống còn 53,4%.

Thuế suất giảm, bù đắp chi phí tài chính cao hơn

Tính đến thời điểm cuối năm 2017, tổng nợ của KDF là 324,4 tỷ đồng, giảm 15,3% n/n. Tuy nhiên, với lãi suất bình quân cao hơn là 6,6%/năm (so với 4,2%/năm trong năm 2016), tổng chi phí lãi vay của KDF tăng 1/3 lên 21,5 tỷ đồng, dẫn đến tổng chi phí tài chính tăng lên gấp đôi. Một số khoản vay ngắn hạn có mức lãi suất cao hơn trong năm 2017, lên tới 7,0%-8,0%/năm, trong khi lãi suất cao nhất đối với các khoản vay ngắn hạn trong năm 2016 là 6,5%/năm. Tình trạng tương tự cũng xảy ra với các khoản vay dài hạn khi lãi suất tăng 0,5 ptđ đối với các khoản vay hiện hữu. Ngoài ra, KDF có một khoản vay mới từ BIDV với lãi suất 9,4%/năm cho giai đoạn 2017-2024.

Biên lợi nhuận trước thuế từ đó giảm 0,9 ptđ xuống còn 11,7% trong năm 2017.

Với nhà máy Bắc Ninh được đưa vào hoạt động, KDF được hưởng ưu đãi thuế dẫn đến thuế suất năm 2017 là 12,6%, thấp hơn so với mức 19,0% vào năm 2016. Từ đó, KDF đạt được mức lợi nhuận ròng là 152,4 tỷ đồng, hoàn thành 76,2% mục tiêu cả năm do công ty đề ra và biên LNR đạt 10,2%, không đổi so với 2016.

KQKD quý 1/2018

Lợi nhuận âm 10,5 tỷ đồng

KQKD quý 1/2018 của KDF kém lạc quan hơn với doanh thu sụt giảm 17,8% n/n (đạt 215,9 tỷ đồng) và công ty ghi nhận lợi nhuận âm 10,5 tỷ đồng. Tỷ suất LNG giảm mạnh 2,7 ptd xuống còn 45,6% trong khi chi phí bán hàng & QLDN tăng từ 41,5% doanh thu trong quý 1/2017 lên 48,7% doanh thu trong quý 1/2018. Do chi phí tăng vọt nên KDF ghi nhận lợi nhuận âm 10,5 tỷ đồng cho quý 1/2018.

Ra mắt sản phẩm mới

Doanh thu mảng sữa chua đã giảm sâu có thể được lý giải bởi giá bán cao. Giá bán lẻ đối với sản phẩm này là 3.000 đồng/bịch trong khi các sản phẩm truyền thống tương tự được bán tại các tiệm tạp hóa gia đình chỉ có giá là 2.000 đồng/bịch (thấp hơn 33,3%).

KDF đã cho ra mắt loại kem cá taiyaki mới dưới thương hiệu Celano vào tháng 2/2018. Đây là sản phẩm giống với các sản phẩm được nhập khẩu từ Hàn Quốc, Nhật Bản, đã có mặt tại Việt Nam từ vài năm trước. Sản phẩm kem cá có mức giá bán lẻ thấp hơn từ 24,4% - 43,3% so với các sản phẩm nhập khẩu từ Hàn Quốc như Melona, Samanco.



Celano	Binggrae – Nhập khẩu từ Hàn Quốc	Snowbaby – Nhập khẩu từ Nhật Bản
17.000 đồng/cái	22.500 – 30.000 đồng/cái	12.000 đồng/cái

Nguồn: ACBS khảo sát thị trường

Thương hiệu Snowbaby – một thương hiệu nhập khẩu từ Nhật Bản, cũng có sản phẩm kem cá tương tự với mức giá bán thấp hơn nhiều, chỉ ở mức 12.000 đồng/cái, thấp hơn 29,4% so với giá bán của sản phẩm taiyaki Celano của KDF. Tuy nhiên, chúng tôi không thấy sự hiện diện của sản phẩm này tại các siêu thị tại TP.HCM.

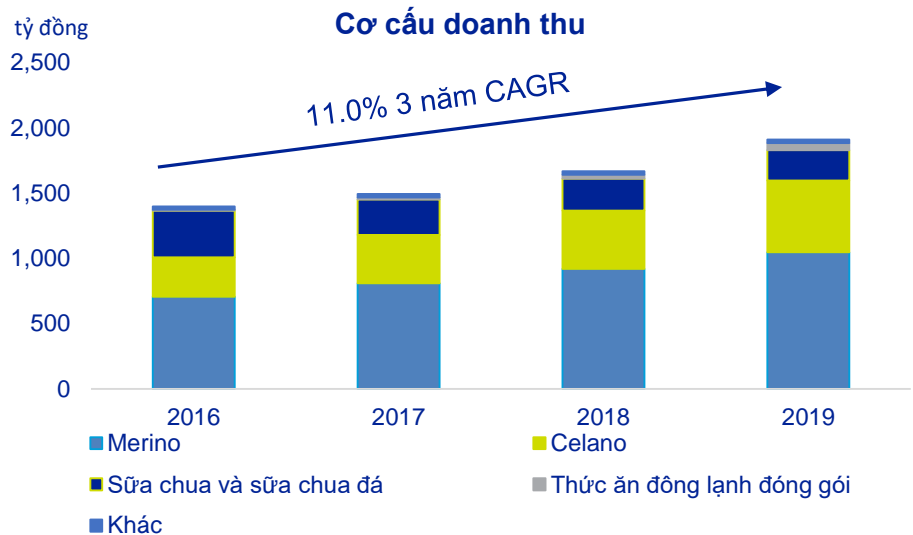
Chúng tôi cũng đã khảo sát các cửa hàng tiện lợi quanh khu vực quận 1 tại TP.HCM như Circle K, Ministop, Familymart trong tuần đầu tiên của tháng 5/2018. Chúng tôi nhận thấy rằng sản phẩm Samanco có mặt khắp nơi nhưng chúng tôi chưa tìm thấy sản phẩm kem cá của Celano tại các cửa hàng này.

Triển vọng

Kem vẫn là động lực tăng trưởng chính của KDF

Chúng tôi hạ dự báo doanh thu năm 2018 xuống 24,3% còn 1.666,2 tỷ đồng (+11,6% n/n) để phản ánh doanh thu sụt giảm của mảng sữa chua và sữa chua đá. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu KDF sẽ đạt mức tăng trưởng 3 năm CAGR là 11,0%, đạt 1.909,6 tỷ đồng vào năm 2019 (+14,6% n/n). Tốc độ tăng trưởng này cao hơn tốc độ tăng trưởng ngành kem tại Việt Nam là 9,4% do Euromonitor ước tính.

Chúng tôi kỳ vọng mảng kem sẽ tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng khá là 15,9% trong năm 2018, được hỗ trợ bởi sản phẩm kem cá taiyaki mới để bắt kịp xu hướng tráng miệng từ Hàn Quốc và Nhật Bản. Trong 2 năm tới, chúng tôi tin rằng kem sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho KDF, chiếm hơn 80% tổng doanh thu của công ty.



Nguồn: KDF, ACBS

Chúng tôi kỳ vọng mảng thực phẩm đông lạnh đóng gói sẽ tiếp tục xu hướng tăng, đạt mức tăng trưởng ba chữ số. Từ mức đóng góp thấp là 0,9% trong năm 2017, mảng sản phẩm này dự kiến sẽ đóng góp 1,7% vào tổng doanh thu vào năm 2018 và 2,9% tổng doanh thu vào năm 2019.

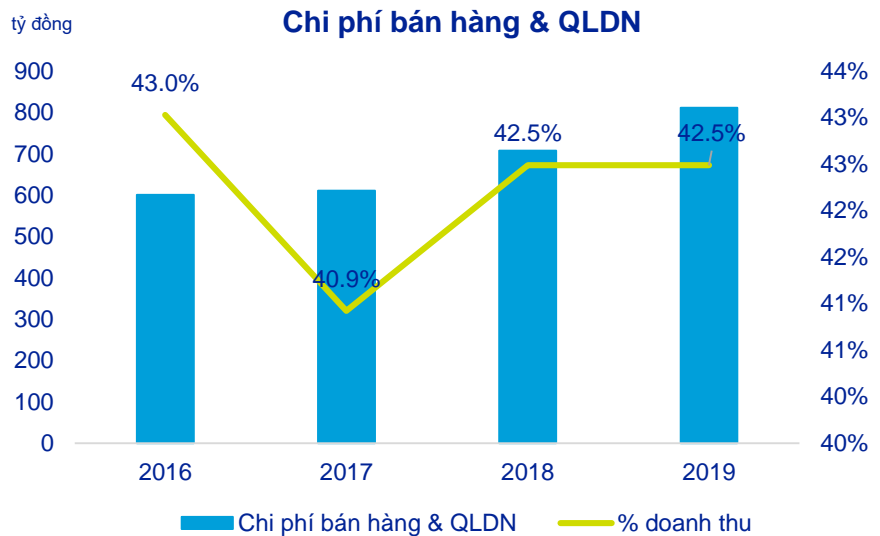
Mặt khác, chúng tôi ước tính sự đóng góp của mảng sữa chua và sữa chua đá vào tổng doanh thu KDF sẽ giảm theo thời gian, từ mức 18,4% doanh thu trong năm 2017, giảm xuống còn 14,7% trong năm 2018 và 12,2% trong năm 2019.

Biên lợi nhuận gộp sụt giảm

Giá đường trong nước tăng cao và đạt đỉnh vào tháng 1/2017, sau đó bắt đầu xu hướng giảm kể từ đó. Trong năm 2018, giá đường tinh luyện giảm 5,2% so với cuối năm 2017 và đạt 12.050 đồng/kg vào tháng 4/2018. Giá bột sữa whey giảm từ giữa năm 2017 xuống còn 775,0 USD/tấn trong tháng 12/2017 và sau đó tăng trở lại. Giá bột sữa whey trung bình đã tăng 8,5% so với cuối năm 2017, đạt 881,9 USD/tấn. Dựa theo kịch bản năm 2017, với giá bột sữa whey cao và khấu hao cao, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF trong năm 2018 sẽ giảm 0,5 ptd.

Chi phí bán hàng & QLDN tăng cao để thúc đẩy doanh số

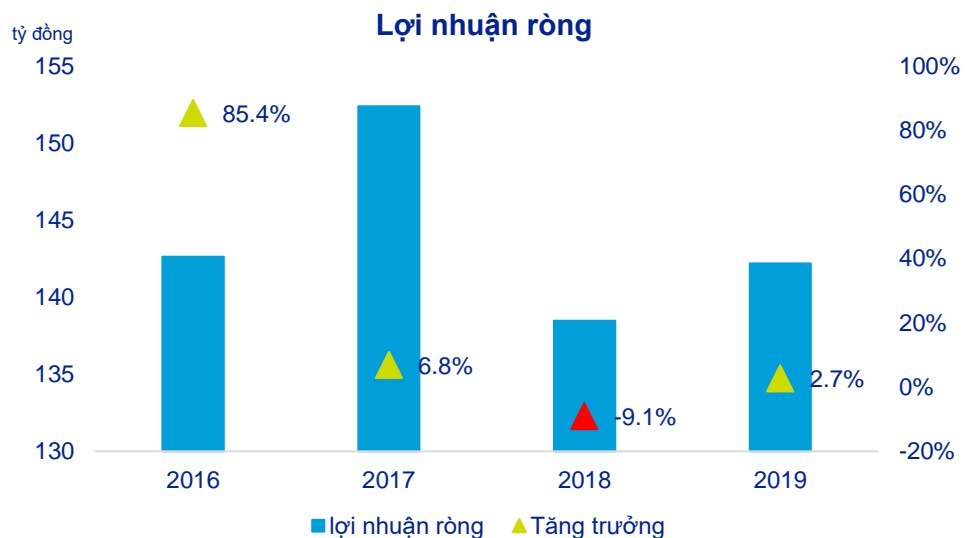
Với kỳ vọng doanh thu tăng trưởng cao hơn trong năm 2018 và 2019, chúng tôi dự kiến chi phí bán hàng & QLDN của KDF sẽ cao hơn trong năm 2018 để quảng bá sản phẩm mới. Sau sự cố doanh số sụt giảm đối với sản phẩm sữa chua và sữa chua đá, KDF sẽ phải chi nhiều hơn cho các chiến dịch quảng cáo và khuyến mãi. Do đó, mặc dù tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN trên doanh thu được cải thiện và đạt 40,9% doanh thu trong năm 2017, chúng tôi vẫn dự phóng chi phí sẽ tăng trong 2 năm tới và đạt 42,5% doanh thu.



Nguồn: KDF, ACBS

Lợi nhuận 2018 sụt giảm, tăng trưởng 1 chữ số năm 2019

Với doanh số bán hàng chậm, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm và chi phí bán hàng & QLDN cao, chúng tôi ước tính lợi nhuận KDF sẽ giảm 9,1% n/n trong năm 2018, xuống còn 138,5 tỷ đồng. Con số này thấp hơn 28,9% so với dự báo ban đầu. Khi những hiệu quả của nỗ lực về quảng cáo và quảng bá sản phẩm được thể hiện rõ nét hơn, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2019 sẽ tăng 2,7% n/n, chủ yếu đến từ tăng trưởng doanh thu.



Nguồn: KDF, ACBS

Định giá

Như bảng so sánh dưới đây cho thấy, tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF trong năm 2017 là 53,4%, cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, biên lợi nhuận từ HĐKD của KDF lại thấp hơn trung bình ngành. Điều này cho thấy chi phí bán hàng & QLDN của KDF là quá cao và không hiệu quả.

Cổ phiếu KDF hiện đang giao dịch ở mức 17,0x EPS năm 2018 là 2.473 và 3,0x BVPS năm 2018 là 14.231, thấp hơn 33,1% và 47,4% so với mức trung bình các công ty cùng ngành tại Việt Nam. Do cổ phiếu KDF niêm yết trên sàn Upcom với thanh khoản thấp, chi phí bán hàng & QLDN cao và không hiệu quả cũng như tốc độ tăng trưởng doanh thu đang chậm lại, chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này là hợp lý đối với cổ phiếu KDF.

So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Doanh thu năm 2017 (triệu USD)	LNR năm 2017 (triệu USD)	Biên LNG năm 2017	Biên LN HĐKD năm 2017	ROE năm 2017	ROA năm 2017	P/E năm 2018	P/B năm 2018
Thực phẩm đông lạnh Kido	103,1	1.493,1	6,7	53,4	12,4	21,8	12,3	17,0	3,0
Trung bình	4.771,1	1.198,3	174,6	21,5	13,0	36,2	12,7	25,4	5,7
Vinamilk	11.793,7	2.246,7	453,2	40,5	32,2	47,5	22,4	27,0	10,8
Tập đoàn Masan	4.371,2	1.656,0	136,6	20,6	4,5	30,9	11,8	29,4	5,3
Masan hàng tiêu dùng	2.595,1	581,6	93,8	19,5	12,2	45,7	17,4	-	-
Tập đoàn Kido	324,3	308,8	14,9	5,4	3,3	20,7	-0,9	19,8	1,1
Trung bình ngành các nước châu Á đang phát triển (trừ Trung Quốc)	1.546,5	857,6	57,6	21,1	9,9	25,9	10,2	29,5	8,2

Nguồn: Bloomberg, ACBS

Chúng tôi tiếp tục định giá cổ phiếu KDF dựa theo phương pháp DCF. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là **34.900 đồng/cổ phiếu**, tương đương với 13,6% tiềm năng giảm giá so với mức giá hiện nay là 42.000 đồng/cổ phiếu (bao gồm 3,3% lợi tức). Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Giữ sáng **BÁN** đối với cổ phiếu KDF.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ GMD	Giá hiện tại (đồng):	42.000	Giá mục tiêu (đồng):	34.900	Vốn hóa (tỷ đồng):	2.352
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	1.067,9	1.396,8	1.492,7	1.666,2	1.909,6	2.166,1
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-	30,8%	6,9%	11,6%	14,6%	13,4%
GVHB trừ khấu hao	463,1	581,0	641,8	709,8	835,8	974,5
Chi phí bán hàng và QLDN	492,4	601,0	610,9	707,9	811,3	901,9
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>46,1%</i>	<i>43,0%</i>	<i>40,9%</i>	<i>42,5%</i>	<i>42,5%</i>	<i>41,6%</i>
EBITDA	131,8	230,7	258,1	284,3	286,5	294,7
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>12,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>13,6%</i>
Khấu hao	43,9	48,8	72,3	111,9	122,9	128,5
Lợi nhuận từ HĐKD	87,9	181,9	185,8	172,4	163,6	166,2
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>8,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>12,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,7%</i>
Chi phí lãi vay ròng	0,2	5,3	12,8	14,1	1,0	2,9
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,1%</i>	<i>0,5%</i>	<i>-3,4%</i>
Thuế	22,8	33,5	21,9	19,9	20,4	21,2
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>22,9%</i>	<i>19,0%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,6%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	76,9	142,6	152,4	138,5	142,2	147,9
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>7,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,8%</i>
Tiền mặt đạt được	120,8	191,4	224,7	250,4	265,1	276,4
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	17,7	56	56	56	56	56
EPS (VND)	2.286	4.028	2.721	2.473	2.539	2.641
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.286	4.028	2.721	2.473	2.539	2.641
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	-	76,2%	-32,4%	-9,1%	2,7%	4,0%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-69,1	4,0	-137,9	-29,5	-40,5	-41,7
Capex	180,7	372,5	107,5	150,0	50,0	50,0
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	30,0	-181,2	101,4	80,0	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-2,2	-56,3	-42,3	-30,0	-17,6	-14,7
Dòng tiền tự do	-151,3	-206,6	1,0	83,1	175,5	182,1
Phát hành cp	-	38,3	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	32,6	90,8	78,4	78,4	78,4	78,4
Thay đổi nợ ròng	70,2	283,8	-58,6	139,5	-137,9	-100,5
Nợ ròng cuối năm	71,8	312,5	236,4	239,9	139,9	30,1
Giá trị doanh nghiệp	813,5	2.664,5	2.588,4	2.591,9	2.491,9	2.382,1
Vốn CSH	296,9	662,9	736,9	796,9	860,7	930,2
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16.811	11.837	13.158	14.231	15.370	16.611
Nợ ròng / VCSH (%)	24,2%	47,1%	32,1%	30,1%	16,3%	3,2%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,5	1,4	0,9	0,8	0,5	0,1
Tổng tài sản	603,8	1.242,0	1.241,1	1.457,8	1.410,6	1.408,7

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	51,8%	29,7%	21,8%	18,1%	17,2%	16,5%
ROA (%)	25,5%	15,5%	12,3%	10,3%	9,9%	10,5%
ROIC (%)	25,5%	15,9%	13,1%	11,1%	10,0%	10,3%
WACC (%)	11,2%	12,5%	12,0%	11,8%	11,4%	11,5%
EVA (%)	14,4%	3,4%	1,1%	-0,7%	-1,5%	-1,1%
PER (x)	18,4	10,4	15,4	17,0	16,5	15,9
EV/EBITDA (x)	11,8	7,3	10,3	9,1	8,7	8,1
EV/FCF (x)	-5,4	-12,9	2,544,1	31,2	14,2	13,1
PBR (x)	2,5	3,5	3,2	3,0	2,7	2,5
PSR (x)	0,7	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1
EV/sales (x)	0,8	1,9	1,7	1,6	1,3	1,1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	3,9%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chilkt@acbs.com.vn

CVPT – Ngân hàng
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 218)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô
Trần Vi Phúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 28) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Xuân Hằng
(+84 28) 3823 4160
hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 5404 6626
thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 5404 6630
dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

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

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.