

Chi tiêu			Mô hình dự báo lợi nhuận					
Đơn vị: tỷ đồng	Từ 1/5 đến 31/12/2008	2009		Từ 1/5 đến 31/12/2008	FY2008	y/y (%)	FY2009	y/y(%)
Tổng tài sản	12,945	15,170	Sản lượng bia tiêu thụ (triệu lít)	498	777	18.6%	895	15%
Nguồn vốn CSH	6,425	7,951	Tổng doanh thu (tỷ đồng)	9,065	10,350	NA	15,954	54%
Tổng doanh thu	9,065	15,954	Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7,165	NA	NA	12,813	NA
Lợi nhuận trước thuế	1,019	2,030	Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1,333	NA	NA	2,859	NA
Lợi nhuận sau thuế	756	1,608	Doanh thu HĐTC thuần (tỷ đồng)	162	NA	NA	-160	NA
Nguồn: Công ty			Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	1,019	1,171	NA	2,030	73%
			Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	756	889	NA	1,608	81%
			Tỷ suất LN gộp	14.7%	NA	NA	17.9%	NA
			Tỷ suất LN trước thuế	11.2%	11.3%	NA	12.7%	12%
			Tỷ suất LN sau thuế	8.3%	8.6%	NA	10.1%	17%
Chỉ số chính	Từ 1/5 đến 31/12/2008	2009	EPS (đồng)		1,387	NA	2,508	81%
Khả năng thanh khoản			P/E tại mức giá 42,000đ		30.3	NA	16.7	-45%
			P/B tại mức giá 42,000		4.2	NA	3.4	-19%
Hệ số thanh toán hiện thời	0.9	1.2		FY2010F	y/y (%)		FY2011F	y/y (%)
Hệ số thanh toán nhanh	0.7	1.0	Sản lượng bia tiêu thụ (triệu lít)	1,039	16%		1,178	13%
Khả năng sinh lời			Tổng doanh thu (tỷ đồng)	17,765	11%		20,091	13%
			Doanh thu thuần (tỷ đồng)	15,014	17%		16,879	12%
			Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	4,472	56%		5,149	15%
Lợi nhuận biên gộp	11.7%	11.4%	Doanh thu HĐTC thuần (tỷ đồng)	-24	-85%		-17	-27%
Lợi nhuận biên sau thuế	23.5%	22.4%	Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	3,396	67%		3,985	17%
ROE	14.7%	17.9%	Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	2,634	64%		3,090	17%
ROA	8.3%	10.1%	Tỷ suất LN gộp	25.2%	40%		25.6%	2%
Hiệu quả hoạt động			Tỷ suất LN trước thuế	19.1%	50%		19.8%	4%
			Tỷ suất LN sau thuế	14.8%	47%		15.4%	4%
			EPS (đồng)	4,107	64%		4,819	17%
Vòng quay khoản phải thu	12.3	14.8	P/E tại mức giá 42,000đ	10.2	-39%		8.7	-15%
Vòng quay hàng tồn kho	11.9	11.3	P/B tại mức giá 42,000	3.2	-5%		2.7	-17%
Vòng quay tổng tài sản	18.9	14.1						
Vòng quay vốn CSH	1.1	0.9						

Nguồn: Công ty

Chú thích: Báo cáo tài chính năm 2008 không được kiểm toán. Sabeco chính thức trở thành công ty cổ phần từ ngày 1 tháng 5 năm 2008 nên chỉ có báo cáo tài chính cho giai đoạn từ 1/5 đến 31/12/2008 được kiểm toán

F: HSC dự báo

## Sabeco – Ghi nhận từ ĐHCĐ và triển vọng 2010

- Trong năm 2009, công ty đã có sự tăng trưởng ấn tượng cả về doanh thu và lợi nhuận. Và chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2010 và những năm sau đó nhờ sự tăng trưởng mạnh của ngành và tăng trưởng thị phần do công ty mở rộng năng lực sản xuất.
- Mức định giá của cổ phiếu của Sabeco là khá hợp lý với P/E dự phóng là 10 lần.
- Tuy nhiên, Sabeco còn nhiều vấn đề nổi cộm cần giải quyết liên quan đến quản trị công ty, tính minh bạch trong hoạt động quản lý và thanh khoản của cổ phiếu của công ty. Kế hoạch niêm yết vẫn đang bị trì hoãn do công ty chưa tìm được đối tác chiến lược.

Chuyên viên phân tích - Trần Hương Mỹ  
(84 8) 3 8233299  
my.th@hsc.com.vn

Đại hội cổ đông thường niên của Tổng Công ty Bia-Rượu-Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) đã được tổ chức vào thứ 7 tuần trước. Trong cuộc họp, công ty đã công bố kết quả kinh doanh năm 2009 khá khả quan.

Năm 2009, tổng sản lượng bia tiêu thụ của công ty đạt 895 triệu lít, tăng 15%. So với tổng sản lượng bia tiêu thụ tại Việt Nam là 2,013 triệu lít, sản lượng bia do Sabeco sản xuất chiếm 44.5%. Điều này có nghĩa là thị phần của Sabeco đã tăng thêm 2.5% so với mức 42% của năm trước. Có được điều này chủ yếu nhờ nỗ lực không ngừng của công ty trong việc mở rộng năng lực sản xuất. Trong năm 2009, 2 nhà máy mới đã được đưa vào hoạt động là Nhà máy bia Sài Gòn – Bạc Liêu và nhà máy bia Sài Gòn – Hà Nội bên cạnh 5 dự án mở rộng công suất khác đã hoàn thành. Năng lực sản xuất năm 2009 đạt tổng cộng 900 triệu lít, tăng khoảng 300 triệu lít, tương đương tăng 50% so với năm 2008.

Chúng tôi cũng nhận thấy sản lượng tiêu thụ của công ty tăng mạnh trong vòng 5 năm qua (từ 2004 đến 2009) với tốc độ tăng trưởng gộp bình quân là 17%/năm. Với bề dày 30 năm tại Việt Nam, các thương hiệu bia của Sabeco như “Sài Gòn” và “333” đã rất quen thuộc với người dân Việt Nam. Với vai trò là một thương hiệu truyền thống với hương vị đặc trưng, giá cả phải chăng và mạng lưới phân phối rộng khắp tập trung vào mảng thị trường chính, “Sài Gòn” và “333” đã tạo dựng được một lượng khách hàng trung thành lớn. Chúng tôi cho rằng sự trung thành của khách hàng là điểm mấu chốt đối với Sabeco trong việc giành thêm thị phần trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt. Các sản phẩm bia của công ty vẫn là thức uống ưa chuộng của người dân Việt Nam và có vẻ như nhu cầu của người tiêu dùng cao hơn sản lượng bia do công ty cung cấp, và việc mở rộng năng lực sản xuất trong thời gian gần đây đã giúp giải quyết vấn đề này.

Tổng doanh thu hợp nhất năm 2009 đạt 15,954 tỷ đồng, tăng 54% so cùng kỳ năm ngoái. Do báo cáo tài chính năm 2008 không được kiểm toán, việc so sánh kết quả kinh doanh giữa 2 năm không hoàn toàn chính xác. Do đó, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu 54% có thể không phản ánh chính xác hoạt động kinh doanh và không nên lấy làm cơ sở phân tích. Tuy nhiên con số doanh thu này là cao so với doanh thu hợp nhất trong khoảng thời gian 8 tháng từ 1/5 đến 31/12/2008 là 9,065 tỷ đồng (phần doanh thu năm 2008 đã được kiểm toán).

Việc xác định cơ cấu doanh thu hợp nhất của Sabeco là tương đối khó khăn do doanh thu hợp nhất của công ty bao gồm doanh thu từ công ty mẹ và tất cả các công ty con bao gồm cả doanh thu bán hàng cho khách hàng bên ngoài và doanh thu nội bộ. Có nhiều giao dịch trong

nội bộ công ty bao gồm doanh thu bán bia và rượu từ công ty mẹ và các công ty con (chuyên sản xuất) cho Công ty thương mại Sabeco – một công ty con chuyên phân phối; doanh thu bán nguyên liệu đầu vào và các hàng hóa khác từ công ty mẹ cho các công ty con và giao dịch khác giữa các công ty con. Chẳng hạn, trong năm 2009, công ty mẹ đã bán 1,501 tỷ đồng giá trị nguyên liệu đầu vào cho các công ty con, bằng 25% tổng doanh thu của công ty mẹ. Hiện tại Sabeco có tổng cộng 12 công ty con.

Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2009 đạt 17.9%, cao hơn so với mức 14.7% trong 8 tháng cuối năm 2008. Điều này đạt được chủ yếu là do giá nguyên liệu đầu vào giảm. Dựa trên những thông tin về giá malt (mầm lúa mạch) trên thị trường thế giới, chúng tôi ước tính giá mạch nha bình quân năm 2009 giảm 32.5% so với năm 2008. Nguyên liệu đầu vào chiếm 20% tổng giá vốn hàng bán của công ty mẹ và các công ty con chuyên sản xuất.

Do có thể tạo ra lượng tiền mặt lớn và ổn định từ hoạt động kinh doanh, Sabeco thường có lượng tiền gửi ngân hàng lớn. Trong khi đó, một nửa nhu cầu tiền cần cho các dự án mở rộng sản xuất lại được vay từ các ngân hàng. Điều này là dễ hiểu vì mặc dù có nhiều tiền mặt ở cấp tổng công ty (số liệu hợp nhất), nhưng trên thực tế, dòng tiền ra và dòng tiền vào là khác nhau giữa các thành viên của tổng công ty và việc chuyển tiền mặt giữa các thành viên này là gần như không thể thực hiện được do đây là những pháp nhân tách biệt nhau.

Vào cuối năm 2009, số dư tiền gửi ngân hàng kỳ hạn ngắn đạt 1,113 tỷ đồng và tiền gửi không kỳ hạn đạt 2,534 tỷ đồng. Do đó, trong năm ngoái, công ty có một khoản thu nhập đáng kể từ tiền gửi ngân hàng là 182 tỷ đồng. Ngược lại, công ty cũng phải trả 49 tỷ đồng chi phí lãi vay. Số dư nợ ngắn hạn và dài hạn cuối kỳ lần lượt là 137 tỷ đồng và 1,297 tỷ đồng. Với các khoản vay ngắn hạn, lãi suất vay từ 9-12%. Với các khoản vay dài hạn, lãi suất dao động từ 5.4-12%.

Trong năm 2009, Sabeco trích lập 270 tỷ đồng dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính dài hạn của mình. Vào ngày 31/12/2009, đầu tư dài hạn của Sabeco gồm 1,523 tỷ đồng đầu tư vào 24 công ty con và công ty liên doanh liên kết; 854 tỷ đồng đầu tư vào cổ phiếu; 279 tỷ đồng đầu tư vào trái phiếu và 104 tỷ đồng cho vay. Những cổ phiếu chính mà Sabeco nắm giữ là là Quỹ đầu tư tăng trưởng Sabeco (giá trị sổ sách là 357 tỷ đồng) và cổ phiếu các ngân hàng Đông Á, OCB.

Do sự lên giá của đồng USD và đồng euro, công ty có một khoản lỗ ròng từ chênh lệch tỷ giá hối đoái là 88 tỷ đồng. Tổng lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính năm 2009 là âm 160 tỷ đồng.

Do công ty không đầu tư nhiều cho hoạt động marketing trong năm 2009, nên chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên tổng doanh thu giảm, đạt 5.4% so với mức 6.4% của 8 tháng đầu năm 2008.

Trong năm 2009, các công ty liên doanh liên kết của Sabeco cũng có kết quả kinh doanh tốt. Vì vậy, công ty đã hạch toán một khoản lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết là 163 tỷ đồng.

Nhờ những nhân tố trên, lợi nhuận năm 2009 của công ty đã tăng trưởng mạnh. Lợi nhuận thuần hợp nhất năm 2009 của công ty (lợi nhuận thuần thuộc về cổ đông công ty mẹ) đạt 1,608 tỷ đồng, tăng 81%. P/E năm 2009 của cổ phiếu Sabeco đạt mức 17 lần so với mức 30 lần trong năm trước; và mức P/E này vẫn là cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Chỉ số ROE cải thiện từ mức 14% trong năm 2008 lên 20% trong năm 2009.

### **Lợi nhuận dự phóng**

Chúng tôi dự báo sản lượng bia tiêu thụ của Sabeco sẽ tăng trưởng 16% trong năm 2010 và 13% trong năm 2011. Dự báo của chúng tôi dựa trên những giả định sau:

- Chúng tôi dự báo ngành tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 11%/năm xét về sản lượng bia trong 2 năm tới. Năm ngoái, sản lượng bia của Việt Nam đạt 2,013 triệu lít, tăng 9% (theo Tổng cục thống kê). Từ năm 2002-2007, tốc độ tăng trưởng gộp bình quân của ngành là 11%/năm. Mức tiêu thụ bia trên đầu người của Việt Nam trong năm 2009 là 23.4 lít/năm, gần bằng mức bình quân của các nước châu Á (nhưng vẫn thấp hơn so với Trung Quốc là 32 lít/năm). Tốc độ tăng trưởng của ngành được thúc đẩy bởi mức tăng thu nhập, ngành du lịch đang phát triển mạnh và sự đầu tư mạnh mẽ để tăng năng lực sản xuất của các công ty bia. Chúng tôi cho rằng tổng sản lượng bia của ngành sẽ đạt 3 tỷ lít vào năm 2013.
- Nhờ mở rộng năng lực sản xuất, chúng tôi dự báo Sabeco có thể nâng thị phần từ mức 44.5% trong năm 2009 lên 46.5% trong năm 2010 và 47.5% vào năm 2011. Do không có số liệu doanh thu của toàn ngành nên chúng tôi chỉ có thể phân tích thị phần trên cơ sở sản lượng bia tiêu thụ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị phần nếu xét theo doanh thu cũng không có sự khác biệt lớn.
- Chúng tôi cũng kỳ vọng công suất của Sabeco sẽ tăng trưởng 33%, đạt 1.2 triệu tấn vào năm 2010 và sau đó sẽ là 12.5%, đạt 1.35 triệu tấn vào năm 2011.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Sabeco sẽ chỉ có thể đạt được tối đa 50% tổng thị phần do (1)“ yếu tố khẩu vị theo vùng”, một rào cản gia nhập sẽ tạo ra khó khăn cho Sabeco trong việc thâm nhập vào các thị trường khu vực miền Bắc và Bắc Trung Bộ; (2) công ty khó giành được thị phần trong mảng bia cao cấp từ tay Heineken do thương hiệu bia này có vị thế mạnh và hệ thống phân phối tại các quán ăn, nhà hàng của Heneiken khó có thể vượt qua. Do đó, chúng tôi dự báo trong trung hạn, tăng trưởng sản lượng bia của công ty sẽ chỉ vượt trội một chút so với mức tăng trưởng chung của ngành.

Theo kế hoạch, công ty sẽ không tăng giá bán trong năm nay. Do đó, chúng tôi giả định giá bán cũng sẽ không thay đổi trong năm 2010 và 2011. Do vậy, chúng tôi dự báo tổng doanh thu hợp nhất năm 2010 sẽ đạt 17,765 tỷ đồng, tăng 11%; năm 2011 dự báo đạt 20,091 tỷ đồng, tăng 13%.

Chúng tôi dự báo năm 2010, lợi nhuận thuần sẽ đạt 2,634 tỷ đồng, tăng 64%; lợi nhuận thuần năm 2011 đạt 3,090 tỷ đồng, tăng 17%. Dự báo này dựa trên những yếu tố sau:

- Từ năm 2010, thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ giảm xuống còn 45% thay vì 75%. Với dự báo doanh thu như trên, chúng tôi ước tính Sabeco có thể được lợi 1,047 tỷ đồng trong năm 2010 và 1,223 tỷ đồng trong năm 2011 nhờ thuế tiêu thụ đặc biệt giảm. Lưu ý rằng thuế suất thuế tiêu thụ đặc biệt tính cho giá trước thuế chứ không phải giá sau thuế. Do đó, thuế suất thực tính trên tổng doanh thu là 31.3% (=45%/(1+45%))
- Chúng tôi cho rằng trong năm nay, công ty sẽ đạt được mức tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn là 25.2% do trong năm 2010, chúng tôi dự tính giá malt, nguyên liệu đầu vào chính, bình quân sẽ giảm 30% so với năm trước.
- Lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính dự kiến sẽ không đóng góp nhiều vào lợi nhuận của công ty trong năm nay và năm sau do công ty sẽ phải trả chi phí lãi vay cao do lãi suất và dư nợ vay của công ty tăng. Sabeco dự kiến sẽ thoái vốn khỏi quỹ tăng trưởng Sabeco 1 trong năm nay. Vào cuối năm 2009, khoản đầu tư này có giá trị sổ sách là 357 tỷ đồng. Chúng tôi giả định sẽ không có lãi/lỗ trong việc thoái vốn này.
- Sabeco vừa giới thiệu sản phẩm bia chai 333, một sản phẩm bia cao cấp trong năm nay. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tăng cường hoạt động quảng cáo và khuyến mãi và dự báo chi phí bán hàng và quản lý trên tổng doanh thu sẽ đạt 6.1%, tăng từ mức 5.4% của năm 2009.

- Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết sẽ tăng trưởng 10%/năm. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết sẽ đạt 179 tỷ đồng trong năm 2010 và 197 tỷ đồng trong năm 2011.

Với những dự báo trên, EPS dự phóng năm 2010 sẽ đạt 4,107đ, tăng 64%. Dựa trên mức EPS này, cổ phiếu của Sabeco có P/E khá hợp lý là 10 lần.

### **Những vấn đề nổi cộm**

Sabeco là một công ty hàng đầu trong lĩnh vực đồ uống, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận của công ty đạt thấp. Mặc dù hoạt động kinh doanh của công ty đã được cải thiện trong thời gian gần đây, chúng tôi nhận thấy vẫn còn nhiều trở ngại cho Sabeco để có thể phát huy hết tiềm năng của mình. Trước tiên, chúng tôi nhận thấy có những vấn đề trong hoạt động quản trị công ty. Có những mâu thuẫn rõ ràng giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc công ty và những mâu thuẫn giữa một số bộ phận trong nội bộ công ty. Không những thế, sau khi đợt thanh tra đối với Tổng giám đốc của Sabeco do Bộ Công thương tiến hành vào cuối năm 2009, Bộ này đã kết luận đã có những sai phạm liên quan đến việc mua nguyên liệu.

Bên cạnh đó, còn có những vấn đề về khả năng chuyển giá giữa công ty mẹ và các công ty con do những giao dịch và luồng tiền luân chuyển nội bộ phức tạp của công ty.

Sabeco cũng là một công ty có cấu trúc quá phức tạp và quy mô quá lớn để có thể quản lý tốt. Với 12 công ty con (không kể 9 công ty con mà Sabeco mẹ sở hữu gián tiếp

thông qua Công ty TNHH 1 thành viên thương mại Sabeco (công ty con chuyên phân phối của Sabeco. Công ty TNHH 1 thành viên Thương Mại Sabeco hiện đang sở hữu 90% cổ phần của 9 công ty này) và 24 công ty liên doanh liên kết trên khắp cả nước, công ty cần một hệ thống quản trị toàn diện được hỗ trợ bởi công nghệ thông tin mạnh và hệ thống kế toán hoạt động tốt. Tuy nhiên, đây lại là những điều mà Sabeco đang thiếu.

Cuối cùng, việc thiếu thanh khoản của cổ phiếu của công ty cũng là một vấn đề nổi cộm do công ty chưa có kế hoạch niêm yết rõ ràng. Theo luật chứng khoán, một điều kiện quan trọng đối với việc niêm yết là phải có ít nhất 20% tổng số lượng cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ. Tuy nhiên, 90% cổ phần của Sabeco là hiện đang do Bộ Công thương nắm giữ với vai trò đại diện cho Nhà nước. Do đó, cổ đông Nhà nước sẽ cần chuyển nhượng 10% cổ phần cho đối tác chiến lược trước khi tiến hành các thủ tục niêm yết.

Tuy nhiên, hiện tại, điều này là gần như không thể xảy ra do giá chào cho các nhà đầu tư chiến lược phải ít nhất bằng giá IPO bình quân tức 70,000đ, theo như các quy định về cổ phần hóa. Trong khi đó, trên thị trường OTC, giá hiện tại của cổ phiếu Sabeco là 42,000đ/cp.

Một giải pháp khả thi là có sự chấp thuận đặc biệt của Thủ tướng Chính phủ cho phép niêm yết trước khi tìm được đối tác chiến lược. Tuy nhiên, vẫn chưa có kế hoạch cụ thể về việc này và do đó, kế hoạch niêm yết vẫn bị trì hoãn. Do đó, trong khi lần đầu tiên kể từ khi IPO Sabeco có vẻ hấp dẫn về mặt định giá và tăng trưởng, vẫn còn nhiều vấn đề cần giải quyết và cổ phiếu của Sabeco chỉ thích hợp với những nhà đầu tư có sự tiếp cận kỹ càng đồng thời chấp nhận rủi ro.

Các chỉ số tài chính	Từ 1/5 đến 31/12/2008	FY2009	FY2010F	FY2011F
<b>Định giá</b>				
EPS	1,178	2,508	4,107	4,819
P/E	35.6	16.7	10.2	8.7
BVPS	10,019	12,399	13,037	15,677
P/B	4.2	3.4	3.2	2.7
Doanh thu/ 1 cổ phiếu	11,173	19,980	23,413	26,321
Giá/Doanh thu	3.8	2.1	1.8	1.6
<b>Cổ tức</b>				
Cổ tức/1 cổ phiếu	700	1,700	1,700	2,000
Tổng cổ tức (triệu đồng)	448,897	1,090,178	1,090,178	1,282,562
Cổ tức/giá	1.67%	4.05%	4.05%	4.76%
Tăng trưởng cổ tức	0.0%	142.9%	0.0%	17.6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức/lợi nhuận sau thuế	59%	68%	41%	42%
Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại/lợi nhuận sau thuế	41%	32%	59%	58%
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>				
Tăng trưởng doanh thu	NA	NA	11.3%	13.1%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	NA	NA	67.3%	17.3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	NA	NA	63.7%	17.3%
Tăng trưởng EPS	NA	NA	63.7%	17.3%
<b>Khả năng thanh khoản</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0.9	1.2	0.7	1.1
Hệ số thanh toán nhanh	0.7	1.0	0.4	0.7
Hệ số thanh toán bằng tiền	0.5	0.9	0.3	0.6
Vòng quay các khoản phải thu	12.3	14.8	24.8	24.8
Vòng quay hàng tồn kho	11.9	11.3	7.8	5.7
Vòng quay các khoản phải trả	18.9	14.1	12.8	13.1
Vòng quay tài sản ngắn hạn	3.1	2.5	2.9	2.8
Vòng quay chuyển đổi tiền mặt (ngày)	41.0	31.2	33.1	50.6
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.7%	17.9%	25.2%	25.6%
Tỷ suất EBIT	10.9%	12.6%	18.2%	19.1%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.2%	12.7%	19.1%	19.8%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	8.3%	10.1%	14.8%	15.4%
Thuế suất thực	17.1%	15.8%	18.0%	18.0%
ROA	11.7%	11.4%	16.4%	17.0%
ROA - Trung bình 2 năm	11.7%	11.6%	13.9%	16.7%
ROE	23.5%	22.4%	32.3%	33.6%
ROE - Trung bình 2 năm	23.5%	22.9%	27.3%	32.9%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay tổng tài sản	1.1	0.9	0.9	0.9
Vòng quay tài sản cố định	2.9	2.3	2.0	2.0
Vòng quay vốn chủ sở hữu	2.2	1.8	1.8	1.8
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Nợ/Vốn chủ sở hữu	3.6%	9.3%	6.8%	5.0%
Nợ/Tổng tài sản	42.8%	41.1%	44.2%	41.6%

Kết quả kinh doanh (Đơn vị tính: tỷ đồng)	Từ 1/5 đến 31/12/2008	FY2009	FY2010F	FY2011F
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>9,065</b>	<b>15,954</b>	<b>17,765</b>	<b>20,091</b>
Các khoản khấu trừ	(1,900)	(3,141)	(2,751)	(3,212)
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,165</b>	<b>12,813</b>	<b>15,014</b>	<b>16,879</b>
Giá vốn hàng bán	(5,833)	(9,954)	(10,542)	(11,730)
Lợi nhuận gộp	1,333	2,859	4,472	5,149
Thu nhập tài chính	276	301	145	134
Chi phí tài chính	(114)	(461)	(169)	(151)
Chi phí bán hàng	(467)	(627)	(799)	(904)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(109)	(231)	(274)	(302)
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>919</b>	<b>1,840</b>	<b>3,217</b>	<b>3,787</b>
Doanh thu khác	117	48	-	-
Chi phí khác	(87)	(21)	-	-
Thu nhập khác	29	27	-	-
<b>Lãi (lỗ) từ công ty liên kết</b>	<b>71</b>	<b>163</b>	<b>179</b>	<b>197</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,019</b>	<b>2,030</b>	<b>3,396</b>	<b>3,985</b>
Chi phí thuế thu nhập hiện hành	(174)	(320)	(611)	(717)
Thuế thu nhập hoãn lại	15	(9)	-	-
<b>Lợi nhuận thuần sau thuế</b>	<b>859</b>	<b>1,701</b>	<b>2,785</b>	<b>3,267</b>
Phân phối cho				
Cổ đông thiểu số	(104)	(92)	(151)	(177)
<b>Cổ đông công ty mẹ</b>	<b>756</b>	<b>1,608</b>	<b>2,634</b>	<b>3,090</b>



# Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



## TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place  
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM  
**T** : (+84 8) 3 823 3299  
**F** : (+84 8) 3 823 3301

## CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
**T** : (+84 4) 3 933 4693  
**F** : (+84 4) 3 933 4822

**E**: [infor@hsc.com.vn](mailto:infor@hsc.com.vn) **W**: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)