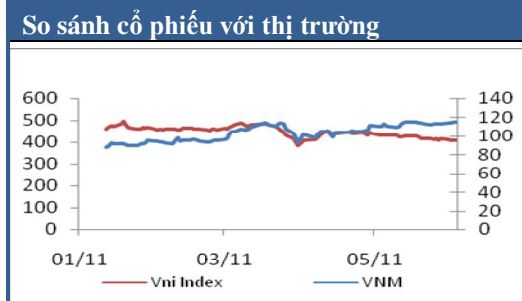
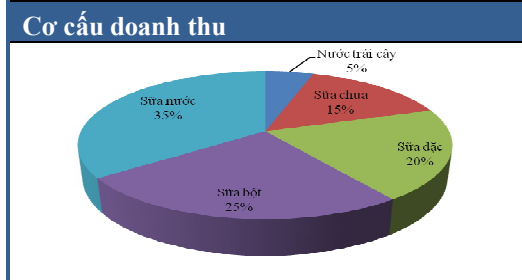




Ngày 26/07/2011	
Giá đóng cửa	115,000
P/E 2011	9.3x
Giá mục tiêu	130,000

Thông tin cơ bản	
Sản phẩm chính	Sữa
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,707
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	38,480
Sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nhà nước	45.1%
Tỷ lệ HĐQT và BKS	45.8%

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày khuyến nghị	Khuyến nghị



**Tên công ty** CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - VNM  
**Khuyến nghị** MUA

### Khuyến nghị đầu tư:

Vinamilk là doanh nghiệp sản xuất sữa hàng đầu với khoảng 44% thị phần sữa Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân hàng năm của công ty khá cao, trung bình khoảng 26% giai đoạn 2005-2010 và là một trong số ít những doanh nghiệp trên sàn hiện nay có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tương đối ổn định qua các năm. Tình hình tài chính lành mạnh và tăng trưởng tốt khiến VNM trở thành cổ phiếu khá hấp dẫn đối với nhà đầu tư trong và ngoài nước. Sắp tới, dự kiến VNM sẽ chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 2:1, điều này sẽ càng làm tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu VNM, vì vậy chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chọn mức giá hợp lý MUA VÀO với giá mục tiêu kỳ vọng 130,000 đồng.

### Những điểm chú ý:

- Thị trường tiêu thụ của Vinamilk chủ yếu là thị trường nội địa chiếm 90% cơ cấu doanh thu năm 2010 với hơn 140,000 điểm bán lẻ trên toàn quốc.
- Sản lượng sữa nguyên liệu sản xuất trong nước chỉ đáp ứng 25% nhu cầu.
- Trong năm 2010, giá sữa nguyên liệu tại Úc đã tăng 18.42% và có xu hướng giảm nhẹ trong những tháng đầu năm 2011.
- Năm 2010, VNM đạt 15,753 tỷ đồng doanh thu thuần và 3,616 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng lần lượt 48.42% và 52.22%.
- Quý 1/2011, VNM đạt 4,535 tỷ đồng doanh thu và 1,006 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 39.55% và 23.09% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Hủy bỏ niêm yết 5% vốn trên sàn Singapore và phát hành riêng lẻ thành công 10.7 triệu CP giá 129,359 đồng/CP.
- VNM dự kiến sẽ phát hành và niêm yết số cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 2:1. Thời gian tiến hành dự kiến sau khi hoàn thành phát hành riêng lẻ.

Chỉ tiêu	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011F	Q3 2011F	Q4 2011F	2010	2011F
Doanh thu (triệu đồng)	4,139,979	4,535,428	5,217,197	6,001,718	5,771,545	15,752,866	21,525,888
Tăng trưởng	44.08%	39.55%	30.86%	37.15%	39.41%	48.42%	36.65%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	30.73%	33.28%	33.75%	32.53%	31.15%	32.84%	32.61%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	17.87%	24.51%	25.05%	23.83%	22.45%	23.12%	23.90%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	839,226	1,186,061	1,354,384	1,484,825	1,348,233	4,251,208	5,373,503
Lợi nhuận ròng (triệu đồng)	730,905	1,006,454	1,151,227	1,262,101	1,145,998	3,616,186	4,565,780
Tăng trưởng	21.52%	23.09%	23.66%	11.03%	56.79%	52.22%	26.26%
<b>EPS (Đồng)</b>	<b>2,070</b>	<b>2,715</b>	<b>3,105</b>	<b>3,404</b>	<b>3,091</b>	<b>10,242</b>	<b>12,316</b>

\* EPS 2010 tính trên 353,072,100 CPLH, EPS 2011 tính trên 370,721,660 CPLH



## THÔNG TIN CHÍNH



Tiềm năng tăng trưởng của ngành còn khá cao.

Sản lượng sữa nguyên liệu sản xuất trong nước chỉ đáp ứng 25% nhu cầu.

Giá sữa có xu hướng giảm nhẹ trong nửa đầu năm 2011.

### 1. Giới thiệu công ty:

**Tên công ty** : Công ty cổ phần sữa Việt Nam

**Mã giao dịch** : VNM – **Sàn giao dịch**: HOSE

**Tên viết tắt** : Vinamilk

**Địa chỉ** : 184 - 186 - 188 Nguyễn Đình Chiểu, Phường 6, Quận 3, TP HCM

**Điện thoại** : (08) 9300 358

**Website** : [www.vinamilk.com](http://www.vinamilk.com)

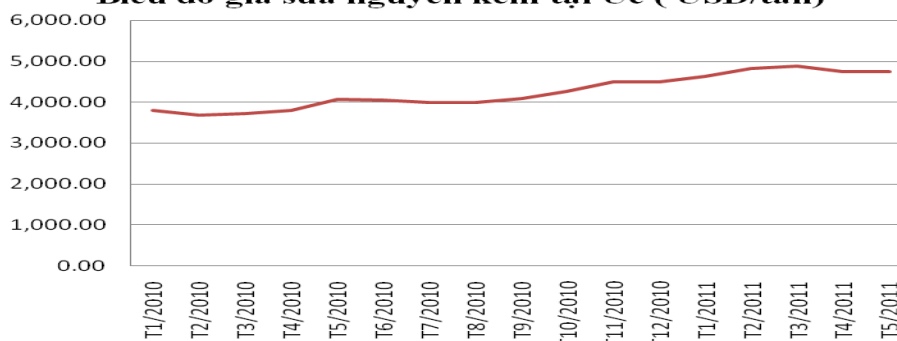
### 2. Ngành sữa và giá sữa:

Hiện, tỷ lệ tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam là 14.8 lít/người/năm, trong khi ở Thái Lan là 23 lít/người/năm, tuy nhiên tỷ lệ này đang tăng rất nhanh ở Việt Nam. Tetra Pak dự báo tỷ lệ này sẽ tăng khoảng 15% từ nay đến năm 2013. Vì vậy tiềm năng tăng trưởng của ngành sữa còn khá cao.

Năm 2010, cả nước nhập khẩu sữa và sản phẩm sữa với tổng trị giá 708 triệu USD, tăng 37.3% so với năm 2009. Sữa và sản phẩm sữa được nhập từ các nước truyền thống là New Zealand (45.6%), Hoa Kỳ (22.1%), Hà Lan (7.9%), Australia (3.5%), Ba Lan (3.1), Thái Lan (2.3) và các nước khác.

Năm qua Việt Nam sản xuất trong nước đạt 306,000 tấn sữa tươi nguyên liệu, tăng 10.2% so với năm 2009. Sản lượng sữa này tính trên tổng đàn bò sữa 128.5 nghìn con tăng 11.3% so với năm 2009. Tuy nhiên, với sản lượng sữa này mới chỉ đáp ứng được 25% nhu cầu tiêu dùng sữa trong nước. Phần thiếu hụt phải nhập khẩu để bù đắp.

**Biểu đồ giá sữa nguyên kem tại Úc ( USD/tấn)**



Trong năm 2010, giá sữa nguyên liệu tại Úc đã tăng 18.42% và có xu hướng giảm nhẹ trong những tháng đầu năm 2011. Giá sữa nguyên liệu đầu vào tăng, ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh của VNM, tuy nhiên VNM có thể giảm thiểu rủi ro bằng cách chuyển một phần rủi ro tăng giá nguyên liệu đầu vào sang cho người tiêu dùng. Từ đầu năm đến nay, VNM đã tăng giá sữa khoảng 6%.

Cung sữa thế giới dự báo sẽ tăng nhẹ, theo FAO tổng lượng sữa thế giới sẽ tăng nhẹ khoảng 2% và đạt 730 triệu tấn. Trong khi nhu cầu về sữa trên thế giới ngày càng tăng do mức sống ngày càng cải thiện và tốc độ tăng trưởng kinh tế của các thị trường tiêu thụ sữa hàng đầu như Châu Á (đặc biệt là Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ sữa lớn nhất), Châu Đại Dương vẫn đảm bảo ổn định. Vì vậy, chúng tôi dự báo trong thời gian tới, giá sữa nguyên liệu sẽ không biến động nhiều và tiếp tục giữ ở mức giá cao.



Năm 2010, VNM đạt 15,752 tỷ đồng doanh thu thuần và 3,616 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 48.42% và 52.22%.

Quý 1/2011, VNM đạt 4,535 tỷ đồng doanh thu và 1,006 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 39.54% và 23.09% so với cùng kỳ năm ngoái.

Hiện nay TH True milk có thể nói là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Vinamilk về mặt hàng sữa tươi.

Hủy bỏ niêm yết 5% vốn trên sàn Singapore và phát hành riêng lẻ thành công 10.7 triệu CP giá 129,359 đồng/CP.

### **3. Kết quả kinh doanh năm 2010 và quý 1/2011:**

Năm 2010, VNM đạt 15,752 tỷ đồng doanh thu thuần và 3,616 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 48.42% và 52.22%.

Sản phẩm của VNM chủ yếu tiêu thụ nội địa chiếm 90% cơ cấu doanh thu với 140,000 điểm bán lẻ trên toàn quốc, doanh thu xuất khẩu chỉ chiếm khoảng 10% cơ cấu doanh thu của công ty. Thị trường xuất khẩu gồm: Campuchia, Philippin, Úc và Trung Đông. Hiện VNM đang tiếp tục mở rộng thị trường Trung Đông.

Doanh thu VNM tăng mạnh chủ yếu là do tăng sản lượng tiêu thụ 32.5% so với năm 2009, trong khi đó giá bán chỉ đóng góp tăng 12% trong năm 2010. Sản phẩm chủ lực của VNM chia làm 5 nhóm chính: sữa bột và bột dinh dưỡng; sữa nước và sữa chua uống; sữa chua ăn; sữa đặc; kem, phô mai và nước giải khát. Tính đến cuối năm 2010, VNM có 11 nhà máy với tổng công suất 677,150 tấn sản phẩm.

Đóng góp một phần không nhỏ vào lợi nhuận năm 2010 là khoản lợi nhuận khác 400.7 tỷ đồng đến từ ghi nhận doanh thu bán nhà máy café Sài Gòn cho Trung Nguyên vào quý 3/2010.

Quý 1/2011, VNM đạt 4,535 tỷ đồng doanh thu và 1,006 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 39.54% và 23.09% so với cùng kỳ năm ngoái.

Doanh thu tăng mạnh chủ yếu đóng góp từ tăng trưởng sản lượng 32%, từ đầu năm đến nay VNM chỉ tăng giá bán 6% trong khi tăng giá mua sữa nguyên liệu lên đến 15%.

Giá sữa nguyên liệu trong nước tăng, cùng với giá sữa thế giới vẫn khá cao dù đã giảm nhẹ so với đầu năm, làm cho lợi nhuận gộp của VNM giảm xuống 31.75% so với 35.07% cùng kỳ năm trước.

### **4. Đối thủ cạnh tranh:**

Hiện nay TH True milk có thể nói là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Vinamilk về mặt hàng sữa tươi.

TH True Milk sẽ đầu tư 1.2 tỷ USD vào dự án chăn nuôi bò sữa cho đến năm 2017. Đến nay, dự án của công ty này đã có 10,000 con bò sữa cho sữa. Năm 2011, công ty kỳ vọng sẽ cung cấp ra thị trường khoảng 50,000 tấn sữa, bằng khoảng 17% tổng sản lượng cả nước trong năm 2010.

Theo dự kiến, số lượng bò sữa của dự án này sẽ tăng lên 45,000 con vào tháng 7/2012, trong đó có trên 30,000 con đã sẵn sàng cho sữa. Và sẽ có 137,000 con vào năm 2017, trong đó 70% sẵn sàng cho sữa và nhà máy sẽ đưa ra thị trường 500 triệu lít sữa chất lượng cao mỗi năm, đáp ứng 50% nhu cầu sữa tươi của Việt Nam.

TH True milk có thế mạnh về công nghệ và tài chính, tuy nhiên giá các sản phẩm của TH milk ngoài thị trường cao hơn Vinamilk khoảng 15 -17%, ngoài ra hệ thống phân phối còn hạn chế, trong khi VNM đến 140,000 điểm bán lẻ thì TH True milk chỉ có 20 cửa hàng. Vì vậy chúng tôi tin rằng VNM sẽ vẫn giữ được vị trí số một của mình tại thị trường sữa trong nước.

### **5. Hủy bỏ niêm yết 5% vốn trên sàn Singapore và phát hành riêng lẻ thành công 10.7 triệu CP giá 129,359 đồng/CP.**

VNM đã thông qua việc hủy phát hành và niêm yết 5% vốn điều lệ tăng thêm tại thị trường Singapore, thay vào đó công ty đã chào bán riêng lẻ 3% vốn để tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài từ 46% lên 49%.



#### Dự kiến chia thưởng cổ phiếu 2:1.

VNM đặt kế hoạch 2011 với 20,560 tỷ đồng doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 3,586 tỷ đồng.

Ngày 30/5/2011, VNM đã chào bán riêng lẻ thành công 10.7 triệu CP – tương đương 3% vốn điều lệ cho 5 nhà đầu tư nước ngoài. Giá chào bán thành công bình quân 129,359 đồng/CP. Tổng số tiền thu được từ đợt chào bán hơn 1,384 tỷ đồng.

#### 6. Dự kiến chia thưởng cổ phiếu 2:1.

VNM dự kiến sẽ phát hành và niêm yết số cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 2:1. Thời gian tiến hành dự kiến sau khi hoàn thành phát hành riêng lẻ.

#### 7. Triển vọng kinh doanh:

Trước những biến động bất ổn của nền kinh tế, VNM đặt kế hoạch 2011 khá thận trọng với 20,560 tỷ đồng doanh thu tăng 30.52% và lợi nhuận sau thuế đạt 3,586 tỷ đồng giảm 0.83% so với doanh thu và lợi nhuận thực hiện năm 2010.

Xu hướng tiêu dùng các sản phẩm sữa của VNM khá ổn định, vì vậy chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh 2011 của công ty vượt mức kế hoạch đề ra, doanh thu 2011 đạt 21,525 tỷ đồng tăng 36.65% so với doanh thu thực hiện năm 2010, trong đó tăng sản lượng tiêu thụ sẽ đóng góp 25.4%. Giá bán sẽ chỉ tăng trung bình 9%, từ đây đến cuối năm sẽ có một đợt gia tăng giá nhẹ khoảng 2.8%-3% vì hiện nay chính phủ đang siết chặt quản lý mặt hàng này.

Ước tính chi phí nguyên vật liệu năm 2011 sẽ tăng 15% so với năm 2010, trong khi giá bán ước tính chỉ tăng 9%. Tuy vậy, chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng còn được bù đắp bởi sự tăng trưởng mạnh của các mảng sản phẩm có tỷ lệ lợi nhuận gộp biên cao và chi phí cố định trên một sản phẩm giảm do khai thác hiệu quả công suất sản xuất, vì vậy tỷ lệ lợi nhuận gộp biên cả năm sẽ chỉ giảm nhẹ từ 32.84% xuống 32.61%. Lợi nhuận sau thuế năm 2011 đạt 4,565 tỷ đồng tăng 26.26% so với lợi nhuận thực hiện năm 2010.

Hiện nay công ty đang triển khai các dự án đầu tư, tăng công suất của các nhà máy nhằm hoàn thành mục tiêu lọt vào Top 50 doanh nghiệp sản xuất sữa lớn nhất Thế Giới vào năm 2017:

#### Các dự án đầu tư của VNM

Dự án	Chi phí (tỷ đồng)	Thời gian
Nhà máy Sữa Đà Nẵng	460	2005-2011
Nhà máy Dielac2	1,341	2010-2013
Nhà máy Mega	2,758	2011-2013

*Nhà máy Sữa Đà Nẵng:* chuyên sản xuất sữa tươi và sữa chua, công suất: 64.4 triệu lít sữa tươi và 240 triệu hũ sữa chua/năm, thời gian đi vào hoạt động khoảng cuối quý 3 năm 2011

*Nhà máy Dielac2:* với công suất gấp 3 – 4 lần hiện tại, dự kiến đem doanh thu và lợi nhuận vào năm 2013 và phục vụ cho mục tiêu chiếm lĩnh thị trường sữa bột Việt Nam ít nhất 35% trong 2 năm sắp tới.

*Nhà máy Mega:* đây là dự án có quy mô lớn, chủ yếu sản xuất sản phẩm sữa nước, 400 triệu lít/năm tại Bình Dương, hiện máy móc thiết bị đã được nhập về Việt Nam. Dự kiến, đến tháng 7/2012, nhà máy sữa nước sẽ hoàn thành.

*Bên cạnh những hoạt động đầu tư trong nước VNM còn xúc tiến đẩy mạnh đầu tư ra nước ngoài:* VNM đầu tư vào nhà máy chế biến nguyên liệu sữa chất lượng cao



này sẽ đặt tại trung tâm Đảo Bắc của New Zealand thuộc công ty Miraka Limited. Nhà máy sẽ thu mua sữa tươi từ các nông dân tại vùng Taupo và sản xuất các sản phẩm sữa chất lượng cao bán ra thị trường quốc tế, với công suất 32,000 tấn bột sữa một năm, tổng vốn đầu tư là 121 triệu đô la New Zealand, tương đương với 1,623 tỷ đồng Việt Nam. Vinamilk chiếm 19.3% vốn cổ phần của dự án. Nhà máy sẽ hoạt động chính thức từ tháng 8/2011.



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP SỮA VIỆT NAM

*Đơn vị tính: triệu đồng*

Kết quả kinh doanh	2007	2008	2009	2010	2011F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6,537,964</b>	<b>8,208,982</b>	<b>10,613,771</b>	<b>15,752,866</b>	<b>21,525,888</b>
Giá vốn hàng bán	4,836,283	5,610,969	6,735,062	10,579,208	14,505,503
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,701,681</b>	<b>2,598,013</b>	<b>3,878,709</b>	<b>5,173,658</b>	<b>7,020,384</b>
Chi phí bán hàng	864,363	1,052,308	1,245,476	1,438,186	1,565,742
Chi phí quản lý	204,192	297,804	292,942	388,147	429,075
Lợi nhuận tài chính	201,465	-6,761	255,108	295,098	118,825
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>834,591</b>	<b>1,241,140</b>	<b>2,595,399</b>	<b>3,642,423</b>	<b>5,144,310</b>
Lợi nhuận khác	120,790	130,173	135,959	608,785	229,691
Lợi nhuận trước thuế	955,381	1,371,313	2,731,358	4,251,208	5,373,503
Thuế thu nhập	8,017	201,133	367,781	654,403	807,723
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>963,448</b>	<b>1,250,120</b>	<b>2,375,692</b>	<b>3,616,186</b>	<b>4,565,780</b>
<b>EPS</b>	<b>5,497</b>	<b>7,132</b>	<b>6,763</b>	<b>10,242</b>	<b>12,316</b>

Bảng cân đối kế toán	2007	2008	2009	2010	2011F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5,425,117</b>	<b>5,966,959</b>	<b>8,482,036</b>	<b>10,773,033</b>	<b>11,001,237</b>
Tài sản ngắn hạn	3,177,727	3,187,605	5,069,157	5,919,803	6,038,850
Tiền	117,819	338,654	426,135	263,472	538,253
Khoản phải thu	654,720	646,385	728,634	1,124,862	1,142,003
Hàng tồn kho	1,675,164	1,775,342	1,311,765	2,351,354	2,400,817
Đầu tư dài hạn	401,018	570,657	602,479	1,141,798	1,166,303
Tài sản cố định	1,641,669	1,936,923	2,524,964	3,428,571	3,507,153
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,073,230</b>	<b>1,154,432</b>	<b>1,808,931</b>	<b>2,549,201</b>	<b>2,600,911</b>
Nợ ngắn hạn	933,357	972,502	1,552,606	2,385,617	2,435,616
Khoản phải trả	923,394	784,280	1,539,323	1,817,657	1,855,466
Nợ dài hạn	139,873	181,930	256,325	163,584	167,095
Nợ khác	0	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,315,937</b>	<b>4,761,913</b>	<b>6,637,739</b>	<b>8,223,832</b>	<b>8,400,326</b>
Vốn điều lệ	1,752,757	1,752,757	3,512,653	3,530,721	3,707,216
Lợi nhuận giữ lại	525,757	803,037	892,344	1,909,022	1,909,022
<b>Phần hùn thiểu số</b>	<b>35,950</b>	<b>50,614</b>	<b>35,366</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn</b>	<b>5,425,117</b>	<b>5,966,959</b>	<b>8,482,036</b>	<b>10,773,033</b>	<b>11,001,237</b>



Lưu chuyển tiền tệ	2007	2008	2009	2010	2011F
<b><u>Dòng tiền từ HĐKD</u></b>	<b>313,478</b>	<b>1,269,759</b>	<b>3,096,503</b>	<b>2,018,774</b>	<b>2,812,342</b>
Lợi nhuận sau thuế	963,448	1,250,120	2,375,692	3,616,186	4,115,104
Khấu hao	130,772	178,430	234,078	290,131	513,564
Thay đổi về vốn kinh doanh	-725,660	-399,968	357,533	-1,873,207	-1,795,050
Tiền mặt kinh doanh khác	-55,082	241,177	129,200	-14,336	-21,277
<b><u>Dòng tiền đầu tư</u></b>	<b>-1,015,978</b>	<b>-531,785</b>	<b>-2,476,274</b>	<b>-993,051</b>	<b>-249,605</b>
Chi vốn đầu tư	-743,965	-445,062	-654,817	-1,432,288	-275,236
FCF	-430,487	824,697	2,441,686	586,486	2,537,106
Đầu tư bằng nguồn tiền khác	-272,013	-86,723	-1,821,457	439,237	25,631
<b><u>Dòng tiền hoạt động tài chính</u></b>	<b>663,413</b>	<b>-517,149</b>	<b>-532,691</b>	<b>-1,188,384</b>	<b>-2,287,957</b>
Chi cổ tức	-538,181	-680,733	-351,281	-1,765,200	-1,112,165
Chi quản lý tài chính khác	1,201,594	163,584	-181,410	576,816	-1,175,792
<b>Phát sinh tiền mặt trong kỳ</b>	<b>-39,087</b>	<b>220,825</b>	<b>87,538</b>	<b>-162,661</b>	<b>274,780</b>
<b>Tiền mặt đầu kỳ</b>	<b>156,895</b>	<b>117,819</b>	<b>338,654</b>	<b>426,135</b>	<b>263,473</b>
<b>Ảnh hưởng tỷ giá quy đổi ngoại tệ</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>-57</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>117,819</b>	<b>338,654</b>	<b>426,135</b>	<b>263,473</b>	<b>538,253</b>

Phân tích tỷ lệ	2007	2008	2009	2010	2011F
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	4.68%	25.56%	29.29%	48.42%	36.65%
Lợi nhuận gộp	8.56%	52.67%	49.30%	33.39%	35.69%
Lợi nhuận kinh doanh	36.51%	48.71%	109.11%	40.34%	41.23%
Lợi nhuận ròng	46.00%	29.75%	90.04%	52.22%	26.26%
<b>Khả năng sinh lợi</b>					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp biên	26.03%	31.65%	36.54%	32.84%	32.61%
Tỷ lệ LN HĐKD/doanh thu	12.77%	15.12%	24.45%	23.12%	23.90%
Tỷ lệ lãi sau thuế/doanh thu	14.74%	15.21%	22.39%	22.95%	21.21%
ROA	17.76%	20.93%	28.01%	33.56%	41.50%
ROE	22.32%	26.22%	35.80%	43.96%	54.35%
<b>Cơ cấu nguồn vốn</b>					
Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu	24.87%	24.24%	27.25%	31.00%	30.96%
Tỷ lệ Nợ/ Tổng tài sản	19.78%	19.35%	21.33%	23.66%	23.64%
Tỷ lệ Nợ NH/Tổng nợ	86.97%	84.24%	85.83%	93.58%	93.64%
<b>Phân tích tỷ lệ khác</b>					
Số ngày tồn kho	98	111	83	62	59
Số ngày phải thu	32	29	23	21	19
Số ngày phải trả	62	55	62	57	46



### **KHUYẾN CÁO:**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Phương Nam (PNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng PNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phương Nam (PNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của PNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

## **PNS RESEARCH**

Cố vấn	: Jerry Chen	<a href="mailto:jerry.c@capital.com.tw">jerry.c@capital.com.tw</a>
Trưởng phòng	: Tô Bình Quyền	<a href="mailto:quyen.to@chungkhoanphuongnam.com.vn">quyen.to@ chungkhoanphuongnam.com.vn</a>
Chuyên viên phân tích	: Đặng Thị Khánh Duyên	<a href="mailto:duyen.dang@chungkhoanphuongnam.com.vn">duyen.dang@ chungkhoanphuongnam.com.vn</a>
	: Huỳnh Thị Diệu Linh	<a href="mailto:linh.huynh@chungkhoanphuongnam.com.vn">linh.huynh@ chungkhoanphuongnam.com.vn</a>
	: Lê Thị Thạch Thảo	<a href="mailto:thao.le@chungkhoanphuongnam.com.vn">thao.le@ chungkhoanphuongnam.com.vn</a>
	: Lê Thị Tú Uyên	<a href="mailto:uyen.tu@chungkhoanphuongnam.com.vn">uyen.tu@ chungkhoanphuongnam.com.vn</a>

### **LIÊN HỆ**

**Phòng Phân tích – Công ty cổ phần chứng khoán Phương Nam**

Địa chỉ: 28 – 30 – 32 Nguyễn Thị Nghĩa, P. Bến Thành, Q.1, Tp.HCM.

Tel: (848) 62556518 – Fax: (848) 62556519

Email: [info@chungkhoanphuongnam.com.vn](mailto:info@chungkhoanphuongnam.com.vn)

Website : [www.chungkhoanphuongnam.com.vn](http://www.chungkhoanphuongnam.com.vn)