

Vinamilk (VNM)

THÊM VÀO



Nguyễn Thế Anh
Chuyên viên cao cấp
anh.nguyen@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 194

Cập nhật công ty

Giám KN từ MUA xuống NĂM GIỮ

Giá hiện tại	133.000VND
Giá mục tiêu	149.000VND
TL tăng	12,0%
Tỷ suất cổ tức	2,6%

Hàng tiêu dùng

Giá trị vốn hóa	5.366,8 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	833,9 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	140.000VND
Mức thấp nhất 12 tháng	56.000VND

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua	1,6 triệu USD
Sở hữu của nước ngoài	0
TL sở hữu của nước ngoài/room tối đa cho nước ngoài	49% / 49%

Cơ cấu cổ đông

SCIC	45,05%
F&N Dairy investment	9,53%
Deutsche Bank	6,00%
Khác	39,42%

So sánh diễn biến với chỉ số VNI



Lợi nhuận ròng Quý 1 tăng 21%, PER 2013 hấp dẫn tại mức 16 lần

Trong Quý 1, doanh thu của VNM tăng 14% trong khi lợi nhuận ròng tăng 21%, chủ yếu nhờ doanh thu từ thị trường trong nước tăng 29%. Biên lợi nhuận gộp đạt 36,8%, mức cao nhất trong 13 quý qua, nhờ một số sản phẩm cao cấp mới, có biên lợi nhuận cao hơn và quản lý chi phí đầu vào hiệu quả. KQLN Quý 1 cho thấy tăng trưởng lợi nhuận của Vinamilk phù hợp với dự báo của chúng tôi là tăng trưởng trong ba năm tới bình quân đạt 16%. Chúng tôi tiếp tục lạc quan về cổ phiếu VNM do giá cổ phiếu vẫn ở mức thấp tại mức PER dự phóng 2013 là 16 lần và PER 2014 là 14 lần. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **THÊM VÀO** đối với VNM, với giá mục tiêu tăng lên 149.000 đồng/cổ phiếu.

Lợi nhuận ròng tăng 16% trong 3 năm tới nhờ các sản phẩm mới, quản lý nguyên liệu hiệu quả và công suất tăng.

Trong Quý 1, doanh thu của VNM đạt 6.700 tỷ đồng (tăng 13,5% so với cùng kỳ năm ngoái) và thu nhập ròng đạt 1.530 tỷ đồng (tăng 21%), phù hợp với dự báo tăng trưởng mà chúng tôi đưa ra cho Vinamilk. Trong Quý 1, biên lợi nhuận gộp được hỗ trợ phần nào nhờ VNM có thể mua bột sữa tách béo với giá 3.164USD/tấn, thấp hơn so với mức giá giao ngay bình quân là 3.652USD/tấn. Bên cạnh đó, VNM đã thêm một số sản phẩm chất lượng cao (có biên lợi nhuận cao) vào danh mục sản phẩm. Cuối cùng, Nhà máy sữa bột Dielac 2 đã đi vào hoạt động trong tháng tư. Nhà máy có công suất 54.000 tấn/năm, dự kiến sẽ tăng gấp đôi công suất sữa bột.

Vinamilk giao dịch tại mức PER hấp dẫn là 16 lần trong năm 2013, PER 14 lần trong năm 2014.

Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu VNM khá hấp dẫn với ước tính EPS của chúng tôi là 8.396 đồng trong năm 2013 và 9.815 đồng trong năm 2014. Theo Bloomberg, các công ty sữa trong khu vực hiện đang giao dịch tại ngưỡng PER bình quân 20 lần EPS 2013 và 18 lần EPS 2014.

Giá nguyên liệu cao vẫn còn là rủi ro chính.

Hạn hán tại New Zealand khiến giá bột sữa tách kem (SMP) tăng 59% so với Quý 4/2012 lên mức cao bất thường 5.394USD/tấn. Chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu sẽ giảm còn 4.300USD/tấn do tác động của đợt hạn hán tại New Zealand giảm dần. Giá bột sữa tách kem có thể tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của VNM.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	21.627	26.562	32.985	38.649	45.374
Biên LN gộp	30,5%	34,2%	33,8%	33,7%	34,3%
Biên LN hoạt động (%)	20,0%	23,4%	23,3%	23,7%	24,4%
Biên LN ròng	19,5%	21,9%	21,2%	21,2%	20,2%
LNST (tỷ đồng)	4.218	5.819	7.002	8.185	9.157
EPS (đồng)	5.180	6.976	8.396	9.815	10.980
Tăng trưởng EPS (%)	13%	35%	20%	17%	12%
Cổ tức/CP (đồng)	3.000	3.800	3.400	3.400	3.400
Tỷ suất cổ tức (%)	2,4%	3,0%	2,6%	2,6%	2,6%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	15.323	18.573	23.574	29.989	37.570
PER (x)	25,7	19,1	15,8	13,6	12,1
PBR (x)	8,2	6,7	5,6	4,4	3,5
ROA (%)	27,1%	29,5%	29,0%	27,0%	24,3%
ROE (%)	33,8%	37,6%	35,6%	32,7%	29,2%
Nợ/CSH (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh Sản xuất các sản phẩm từ sữa và nước giải khát.
Doanh thu 1,3 tỷ USD, thị phần ước đạt 50% (2012)
Lợi nhuận ròng 279 triệu USD (2012)

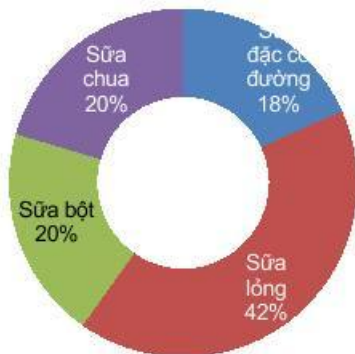
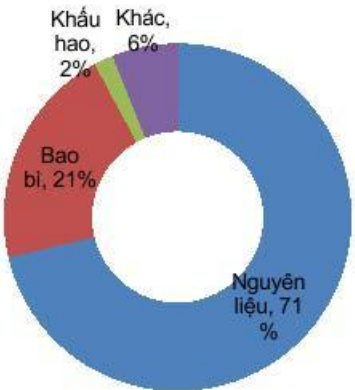
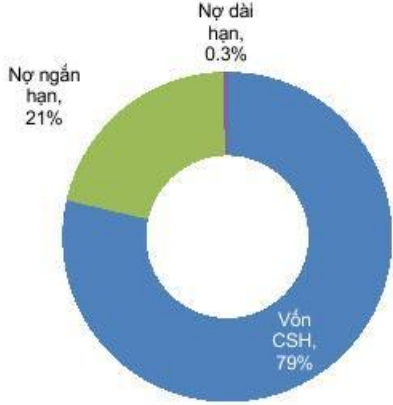
Yếu tố doanh thu chính Các sản phẩm từ sữa (sữa đặc có đường, sữa lỏng, sữa bột, sữa chua)
Yếu tố chi phí chính Sữa tươi, sữa bột nguyên kem, sữa bột tách béo (70%)
Yếu tố rủi ro chính Giá sữa tươi, bột sữa tách béo, sữa bột nguyên kem biến động

Các đối thủ chính Friesland, TH Milk
Các khách hàng chính n/a

Lãnh đạo Bà Mai Kiều Liên (Chủ tịch HĐQT & TGĐ)

Địa chỉ 10 Tân Trào,
P. Tân Phú, Q. 7
TP. HCM

Website www.vinamilk.com.vn
Email vinamilk@vinamilk.com.vn
Điện thoại +84.8.5415 5555

Cơ cấu doanh thu và biên lợi nhuận gộp	Thành phần lợi nhuận gộp																					
	<table><tr><th>Sản phẩm</th><th>Biên LN gộp</th><th>Tỷ lệ trong LN gộp</th></tr><tr><td>Sữa đặc có đường</td><td>18%</td><td>8%</td></tr><tr><td>Sữa lỏng</td><td>40%</td><td>40%</td></tr><tr><td>Sữa bột</td><td>38%</td><td>18%</td></tr><tr><td>Sữa chua</td><td>44%</td><td>22%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>35%</td><td>2%</td></tr><tr><td>Xuất khẩu</td><td>21%</td><td>9%</td></tr></table>	Sản phẩm	Biên LN gộp	Tỷ lệ trong LN gộp	Sữa đặc có đường	18%	8%	Sữa lỏng	40%	40%	Sữa bột	38%	18%	Sữa chua	44%	22%	Khác	35%	2%	Xuất khẩu	21%	9%
Sản phẩm	Biên LN gộp	Tỷ lệ trong LN gộp																				
Sữa đặc có đường	18%	8%																				
Sữa lỏng	40%	40%																				
Sữa bột	38%	18%																				
Sữa chua	44%	22%																				
Khác	35%	2%																				
Xuất khẩu	21%	9%																				
Cơ cấu chi phí	Cơ cấu vốn																					
																						

Nội dung cập nhật

- Kế hoạch và chiến lược kinh doanh năm 2013
- KQLN Quý 1
- Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra
- Điều chỉnh tăng giá mục tiêu

Kế hoạch và chiến lược kinh doanh năm 2013

Liệu VNM có thể vượt kế hoạch kinh doanh?

Công ty đặt ra kế hoạch doanh thu tăng 20% lên 32.500 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 7% lên 6.200 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng VNM sẽ vượt kế hoạch này. Chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng 24% và lợi nhuận ròng tăng 20% nhờ nhu cầu sữa rất lớn, việc chuyển dịch sang các sản phẩm chất lượng cao hơn và quản lý hàng tồn kho hiệu quả.

Tung ra thị trường các sản phẩm chất lượng cao dưới các nhãn hàng sẵn có.

Tiếp tục chiến lược kinh doanh của mình, Vinamilk đã tung ra các sản phẩm có giá trị gia tăng nhiều hơn dưới các nhãn hàng sẵn có. Vinamilk giới thiệu các sản phẩm sữa đậu nành Gold Soy, sữa chua ăn nhãn hiệu Probi và smoothies dưới nhãn hàng V-fresh và một số sản phẩm bột dinh dưỡng cho các khách hàng lớn tuổi dưới nhãn hàng Dielac. Vinamilk kỳ vọng các giá trị gia tăng này, với biên lợi nhuận cao hơn, sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của công ty trong tương lai.

Hình 1: Các sản phẩm mới của Vinamilk

Sản phẩm	Miêu tả sản phẩm	Customer
Gold soy	Các sản phẩm có bổ sung vitamin và dinh dưỡng	Toàn thị trường
Vinamilk Sure Prevent		Khách hàng lớn tuổi
Vinamilk CanxiPro		Khách hàng lớn tuổi
Sữa chua Probi	Sữa chua Probi	Toàn thị trường
Sữa chua ít đường		Toàn thị trường
Smoothies	Sữa và nước ép trái cây	Toàn thị trường

Nguồn: Vinamilk

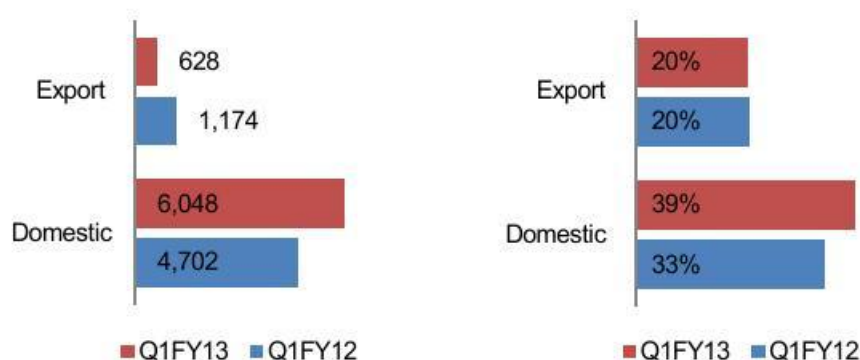
Nhà máy sữa bột Dielac 2 đi vào hoạt động.

Việc hoàn thành nhà máy Dielac 2 giúp VNM hạn chế sử dụng nguyên liệu nhập khẩu để sản xuất sữa bột cũng như kiểm soát chất lượng tốt hơn. VNM tiếp tục theo đuổi chiến lược tăng thị phần sữa bột bằng cách cải thiện nhận diện thương hiệu thông qua việc cải thiện chất lượng và giá cả cạnh tranh.

KQLN Quý 1/2013

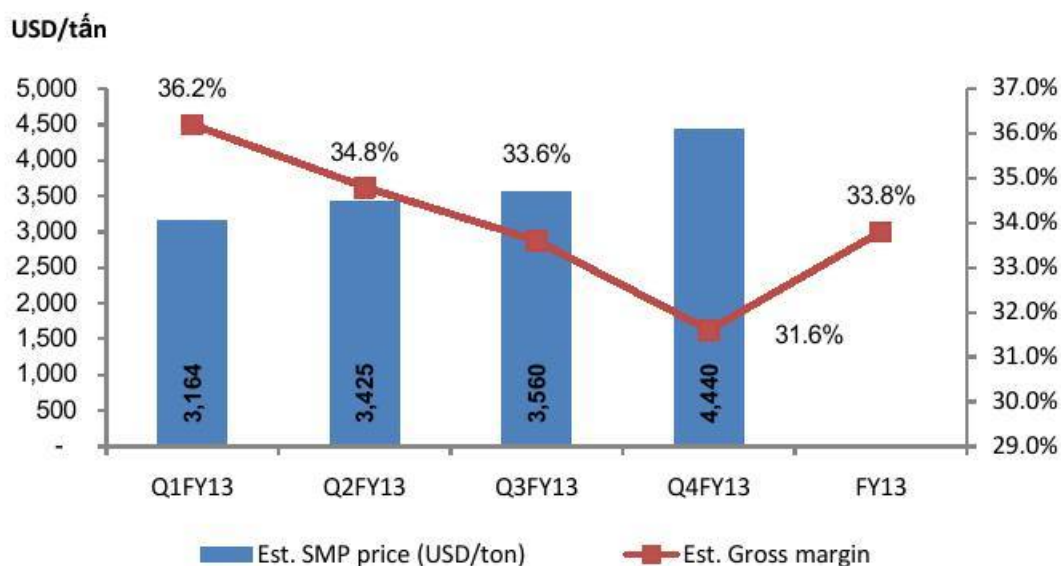
Doanh thu Quý 1 của VNM tăng 13,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp của VNM tăng trong Quý 1 nhờ quản lý tốt giá nguyên liệu đầu vào nhờ chính sách hàng tồn kho hiệu quả và nhờ doanh thu từ thị trường trong nước tăng trưởng mạnh (29%), có biên lợi nhuận cao hơn so với doanh thu nước ngoài (giảm 47%). Đạt được kết quả này là nhờ các sản phẩm sữa bột tăng trưởng mạnh tại thị trường trong nước. Với Nhà máy sữa bột Dielac 2 đi vào hoạt động trong tháng tư, từ Quý 2 trở đi, VNM sẽ có đủ sản lượng để xuất khẩu. Cuối cùng, chúng tôi ước tính VNM đã mua sữa bột gầy với giá khoảng 3.164USD/tấn so với giá giao ngay bình quân là 3.652USD/ton trong Quý 1. Biên lợi nhuận gộp Quý 1/2013 của VNM tăng lên 36,2% từ mức 35,6% trong Quý 4/2012.

Hình 2: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp từng phân khúc



Nguồn: BC tài chính của VNM

Hình 3: Ước tính biên lợi nhuận hợp và giá sữa bột tách béo hàng quý



Nguồn: Ước tính của VCSC

Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

Hình 4: Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

	2012A	2013	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	26.562	32.985	24,2%	Dự kiến giá bán sẽ tăng 12%
LN gộp	9.077	11.163	23,0%	Biên LN gộp giảm từ 34,2% năm 2012 xuống 33,8% năm 2013
LN từ HĐKD	6.206	7.693	23,9%	
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	727	839		Đầu tư dài hạn
LN trước thuế	6.930	8.539	23,3%	
LN sau thuế (PAT & MI)	5.819	6.466	20,3%	Thuế TNDN tăng từ 16% lên 18%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Doanh thu dự báo sẽ tăng mạnh, chủ yếu nhờ sản lượng tăng tại các phân khúc chính.

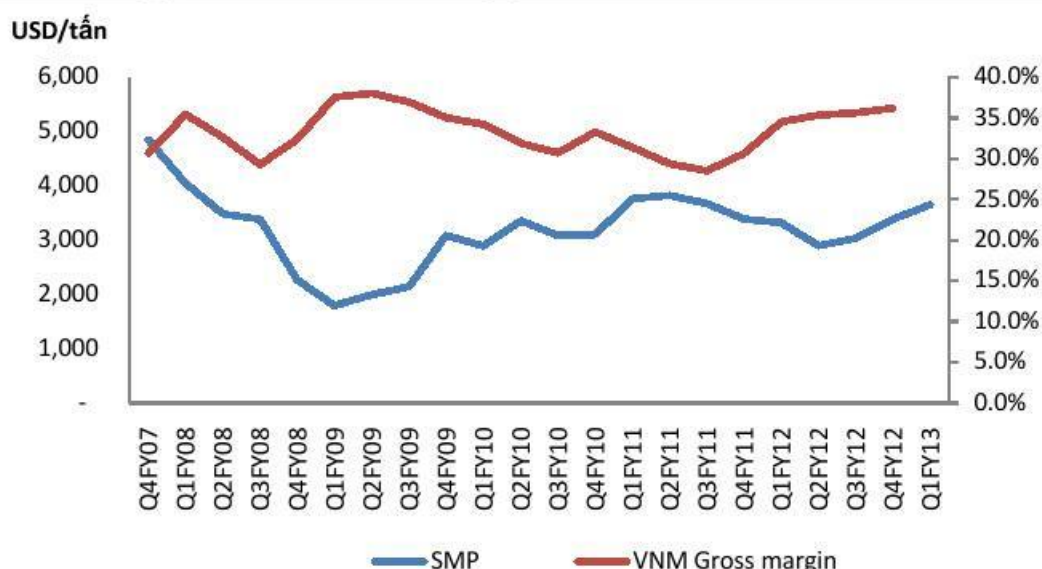
Chúng tôi cho rằng doanh thu năm 2013 của công ty sẽ tăng 24% so với năm 2012, cao hơn mục tiêu của công ty là 20%, chủ yếu nhờ sản lượng tăng. Chúng tôi cho rằng công ty có thể tăng sản lượng 15% đối với sữa lỏng (khoảng 42% tổng doanh thu) và sữa chua (khoảng 20% tổng doanh thu), 12% đối với sữa bột (20% tổng doanh thu) và 10% đối với các sản phẩm khác. Trong tháng hai, trung bình VNM đã tăng giá bán các sản phẩm 7% và chúng tôi cho rằng trong năm nay, tổng cộng VNM sẽ tăng giá bán 12%.

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do chi phí nguyên liệu cao.

Do giá nguyên liệu năm 2013 ở mức cao, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ giảm 0,4%. Mặc dù VNM đã quản lý nguyên liệu đầu vào rất tốt, nhưng vẫn không thể hoàn toàn loại bỏ rủi ro này.

Chúng tôi dự báo giá bột sữa tách béo trong Quý 2 là 3.425USD/tấn (tăng 8,3% so với Quý 1). Doanh thu từ xuất khẩu dự kiến chiếm 20% tổng doanh thu. Do giá bán gần đây đã tăng 7% phần nào bù lại, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của VNM Quý 2 sẽ đạt 34,8%.

Hình 5: Giá nguyên liệu và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: BC tài chính của VNM

Thuế suất năm 2013 tăng.

Dù thuế thu nhập doanh nghiệp tăng lên 18% so với mức 16% năm 2012, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ tăng 20,3% lên 7.000 tỷ đồng. Quản lý hiệu quả sẽ giúp khống chế phần chi phí điều hành tăng thấp hơn so với mức tăng của doanh thu. Ngoài ra, vị thế tiền mặt dồi dào của VNM và thị trường chứng khoán tăng trở lại sẽ mang lại thêm lợi nhuận.

Phân tích bảng cân đối kế toán

Kế hoạch đầu tư xây dựng cơ bản (XDCB)

Hình 6: Kế hoạch đầu tư XDCB của Vinamilk

Đầu tư XDCB	Tổng chi phí (tỷ đồng)	Giải ngân 2012 (tỷ đồng)	Giải ngân FY13	Giải ngân 2014-16
Nhà máy sữa Việt Nam	2.349	1.683	654	12
Nhà máy Dielac 2	1.906	1.438	400	68
Sữa Đà Nẵng	418	362	14	43
Sữa Lam Sơn	503	66	300	137
Bò sữa Việt Nam	1.780	225	473	1.082
Nâng cấp chuỗi cung	2.796	1.704	554	538
Văn phòng, kho bãi	786	126	204	456
Tổng cộng	10.538	5.604	2.599	2.336

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ VNM

Trong tháng 04/2013, VNM đã hoàn thành Nhà máy Dielac 2. Dự kiến Nhà máy Sữa Việt Nam sẽ được hoàn tất trong tháng 08/2013. Với hai nhà máy này, VNM sẽ tăng gấp đôi sản lượng sữa bột và sữa lỏng hiện tại. Sau năm 2013, VNM không có kế hoạch XDCB nào ngoài đầu tư vào vận chuyển và đầu tư chiều dọc vào nông trại bò sữa, trị giá 2.336 tỷ đồng trong giai đoạn 2014-2016.

Định giá

Chúng tôi phối hợp hai phương pháp P/E và chiết khấu dòng tiền để tính giá mục tiêu. Do dòng tiền ổn định và tính minh bạch, chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ của phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp P/E là 70:30. Do môi trường kinh tế vĩ mô cải thiện và thị trường hiện đang phát triển, chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng của VNM lên 149.000 đồng/cổ phiếu.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Hình 7: Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định	FY13	FY14	FY15
Lãi suất phi rủi ro	8,5%	8,5%	8,5%
Phí bảo hiểm rủi ro	8,0%	8,0%	8,0%
Chi phí vốn CSH	14,0%	14,0%	14,0%
Chi phí nợ	12%	12%	12%
FCFF	118.913	126.987	138.493
Giá trị/cổ phiếu	142.589	152.271	166.067

Nguồn: dự báo của VCSC

P/E và P/B

Hình 8: Giá mục tiêu

Chỉ số	Chỉ số mục tiêu (lần)	FY13E	FY14E
EPS	P/E @ 20x	169.896	198.651
Giá mục tiêu tính theo DCF		142.589	152.271
Giá mục tiêu		149.000	164.000
TL tăng		12%	23%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Tại mức giá hiện tại 133.000 đồng/cổ phiếu, VNM hiện đang giao dịch tại mức PER 12 tháng qua là 18 lần và PBR là 7 lần và PER dự phóng là 16 lần và PBR dự phóng là 5 lần. Chúng tôi áp dụng PER 20 lần cho VNM, phù hợp với mức bình quân toàn ngành. Về tăng trưởng và biên lợi nhuận, VNM thậm chí còn hấp dẫn hơn và thuộc nhóm các mã cổ phiếu tốt nhất.

Hình 9: So sánh VNM với các công ty sữa khác

Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa (triệu USD)	Biên LN từ hoạt động (%)	ROA (%)	ROE (%)	Tăng trưởng bình quân 3 năm (%)	PER (lần)	PBR (lần)	PER 2013 ước tính (lần)	PER 2014 ước tính (lần)
INNER MONG YIL-A	TQ	8.620	3,9	8,6	25,7	18,0	26,1	4,8	24,0	19,7
CHINA MENGNIU DA	HongKong	6.176	4,0	6,1	10,5	15,2	29,0	2,5	24,0	19,4
PARMALAT SPA	Y	5.465	4,4	3,7	5,0	3,9	21,6	1,0	18,9	17,5
VIET NAM DAIRY P	Việt Nam	5.081	23,4	33,0	41,6	35,1	17,8	4,7	16,7	14,3
NESTLE (MALAY)	Malaysia	4.935	14,2	25,8	72,0	5,8	28,0	19,6	28,4	26,4
DEAN FOODS CO	USA	3.798	3,7	2,9	n/a	(0,1)	15,6	1,8	19,4	15,0
MEIJI HD	Nhật Bản	3.622	2,3	2,2	5,5	n/a	21,7	1,0	19,8	18,3
NESTLE PAKISTAN	Pakistan	3.036	13,0	13,6	61,2	23,1	49,9	18,6	n/a	n/a
CENTRALE LAITIER	Morocco	1.742	10,4	10,8	28,3	10,3	31,6	8,2	33,2	27,2
YASHILI INTERNAT	HongKong	1.687	15,4	9,2	11,9	0,9	21,2	1,4	16,6	14,0
CHINA MODERN DAI	HongKong	1.575	19,9	5,1	8,2	n/a	23,4	1,4	19,9	14,7
ULTRAJAYA MILK	Indonesia	1.256	16,1	15,3	23,4	16,9	30,7	2,3	29,0	22,1
MEGMILK SNOW	Nhật Bản	1.023	2,9	3,1	8,7	n/a	10,4	0,9	10,5	9,3
DUTCH LADY MILK	Malaysia	1.018	18,4	31,6	51,9	7,8	24,8	13,8	23,8	22,5
Trung bình		3.622	11,4	12,9	30,2	12,7	24,8	7,2	19,9	18,3

Nguồn: Bloomberg

Cổ tức

Lịch trả cổ tức	Loại hình	Ngày GD không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối	Ngày thanh toán	Tình trạng
Cổ tức 2012	Cổ tức bằng tiền mặt 3.800 đồng/cổ phiếu, chưa trả 1.800 đồng/cổ phiếu	06/2013	18/06	28/06	Đã thông qua

Nguồn: VNM

VNM sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt tại ngưỡng 3.800 đồng/cổ phiếu cho năm 2012. Trong đó, công ty đã trả 2.000 đồng/cổ phiếu, 1.800 đồng còn lại sẽ được trả vào ngày 28/06/2013. Ngoài ra, ĐHCĐ cũng đã thông qua kế hoạch trả cổ tức cho năm 2013 tại mức 3.400 đồng/cổ phiếu, tỷ suất 2,6% dựa trên giá cổ phiếu hiện hành.

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	6.676	na	na	na	6.676
LN gộp	2.456	na	na	na	2.456
Biên LN gộp (%)	36,8%	na	na	na	36,8%
LN từ hoạt động	1.749	na	na	na	1.749
Biên LN hoạt động (%)	26,2%	na	na	na	26,2%
LN ròng	1.531	na	na	na	1.531
Biên LN ròng (%)	22,9%	na	na	na	22,9%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	5.876	7.011	6.619	7.055	26.562
LN gộp	1.800	2.422	2.342	2.514	9.077
Biên LN gộp (%)	30,6%	34,5%	35,4%	35,6%	34,2%
LN từ hoạt động	1.268	1.662	1.600	1.676	6.206
Biên LN hoạt động (%)	21,6%	23,7%	24,2%	23,8%	23,x%
LN ròng	1.270	1.506	1.395	1.648	5.819
Biên LN ròng (%)	21,6%	21,5%	21,1%	23,4%	22,x%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	4.535	5.420	5.697	5.975	21.627
LN gộp	1.509	1.702	1.673	1.704	6.588
Biên LN gộp (%)	33,3%	31,4%	29,4%	28,5%	30,5%
LN từ hoạt động	1.078	1.169	1.673	1.021	4.941
Biên LN hoạt động (%)	23,8%	21,6%	29,4%	17,1%	22,8%
LN ròng	1.006	1.107	1.687	1.042	4.842
Biên LN ròng (%)	22,2%	20,4%	29,6%	17,4%	22,4%

Lịch công bố kết quả lợi nhuận

Quý	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/ 2013	Hợp nhất	20/04
Q2/ 2013	Hợp nhất	20/07
Q3/ 2013	Hợp nhất	20/10
Q4/ 2013	Hợp nhất	20/01

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	26.562	27.890	29.284	30.748
- Giá vốn hàng bán	-17.485	-17.485	-17.485	-17.485
Lợi nhuận gộp	9.077	10.405	11.799	13.264
- Chi phí bán hàng	-2.346	-2.463	-2.586	-2.716
- Chi phí quản lý DN	-525	-551	-579	-608
LN thuần HĐKD	6.206	7.390	8.634	9.940
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	66	69	72	76
- Lợi nhuận khác	661	0	0	0
Lợi nhuận khác	6.933	7.459	8.706	10.016
- Chi phí lãi vay	-3	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	6.930	7.459	8.706	10.016
- Thuế TNDN	-1.110	-1.195	-1.395	-1.605
LNST	5.819	6.264	7.311	8.411
- Lợi ích CĐT	0	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	5.819	6.264	7.311	8.411
EBITDA	7.457	7.459	8.706	10.016
Số CP lưu hành (triệu)	695	834	834	834
EPS	8.373	7.511	8.767	10.086

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	22,8%	24,2%	17,2%	17,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	43,8%	24,0%	18,9%	20,8%
Tăng trưởng EBIT	38,8%	23,2%	16,9%	20,5%
Tăng trưởng EPS	31,3%	-19,9%	16,9%	11,9%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,2%	33,8%	33,7%	34,3%
Tỷ suất LNST	21,9%	21,2%	21,2%	20,2%
ROE %	41,6%	39,8%	36,6%	32,5%
ROA %	33,0%	31,9%	30,0%	26,9%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	70,4	62,7	62,3	62,5
Số ngày phải thu	16,5	14,8	14,4	14,4
Số ngày phải trả	42,6	38,8	37,5	38,6
TG luân chuyển tiền	44,4	38,7	39,2	38,3

Chỉ số TK/đơn bất TC				
CS thanh toán hiện hành	2,68	2,66	3,39	4,0
CS thanh toán nhanh	1,84	1,75	2,50	3,2
CS thanh toán tiền mặt	0,30	0,21	1,12	1,9
Nợ / Tài sản	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ / Vốn sử dụng	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	2.226	0,00	0,00	0,00

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	1.252	940	5.919	12.049
+ Đầu tư TC ngắn hạn	3.909	4.085	4.256	4.423
+ Các khoản phải thu	1.266	1.406	1.648	1.934
+ Hàng tồn kho	3.473	4.023	4.721	5.497
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.210	1.331	1.331	1.331
Tổng tài sản ngắn hạn	11.111	11.786	17.875	25.235
+ Tài sản dài hạn	10.417	14.638	15.606	16.415
+ Khấu hao lũy kế	-2.289	-2.690	-3.577	-4.470
+ Tài sản dài hạn	8.127	11.948	12.029	11.945
+ Đầu tư tài chính dài hạn	66	68	69	70
+ Tài sản dài hạn khác	394	351	366	382
Tổng tài sản dài hạn	8.587	12.367	12.464	12.397
Tổng Tài sản	19.698	24.153	30.339	37.632
+ Phải trả ngắn hạn	2.248	2.392	2.877	3.431
+ Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
+ Phải trả ngắn hạn khác	1.897	2.042	2.393	2.809
Nợ ngắn hạn	4.145	4.433	5.269	6.240
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	60	60	60	60
Nợ dài hạn	60	60	60	60
Tổng nợ	4.205	4.493	5.329	6.300
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	1.277	1.277	1.277	1.277
+ Vốn điều lệ	8.340	8.340	8.340	8.340
+ LN chưa phân phối	5.877	10.043	15.393	21.715
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	15.493	19.660	25.010	31.331
Tổng cộng nguồn vốn	19.698	24.153	30.339	37.632

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	2.807	902	940	5.919
Lợi nhuận sau thuế	5.819	7.002	8.185	9.157
+ Khấu hao lũy kế	535	881	887	893
+ Điều chỉnh	-487	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-201	-523	-104	-92
Tiền từ hoạt động KD	5.667	7.361	8.969	9.959
+ Chi mua sắm TSCĐ	-3.134	-4.221	-968	-809
+ Đầu tư khác	-2.229	-266	-187	-1840
Tiền từ đầu tư	-5.346	-4.487	-1.155	-993
+ Cổ tức đã trả	-2.223	-2.835	-2.835	-2.835
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn / dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-2.225	-2.835	-2.835	-2.835
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.904	38	4.979	6.130
Tiền cuối năm	902	940	5.919	12.049

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thế Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phó Giám đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà nội

Nguyễn Quang Huy
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
03/06/2013	THÊM VÀO	133.000	149.000
19/12/2012	MUA	84.500	106.000