

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

THÊM VÀO

Giá hiện tại 142.000VND

Giá mục tiêu 164.000VND

TL tăng 15,5%

Tỉ suất cổ tức 2,1%

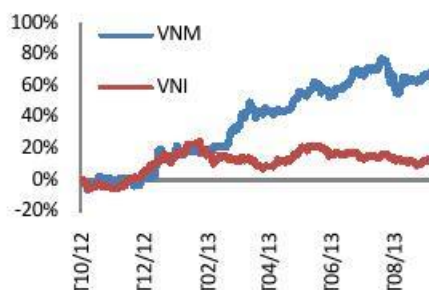
Hàng tiêu dùng

Giá trị vốn hóa 5.610,8 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành 833,9 triệu
Mức cao nhất 12 tháng 149.000VND
Mức thấp nhất 12 tháng 56.000VND

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua 0,8 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 (Nhà nước) 45.05%
F&N Dairy Investment 9.53%
Deutsche Bank 6.00%



Tăng trưởng mạnh, biên lợi nhuận gộp ở mức cao

So với cùng kỳ năm ngoái, doanh thu 9 tháng đầu năm 2013 của VNM tăng 16,8% trong khi lợi nhuận ròng tăng 21,4%. Biên lợi nhuận gộp đạt 37,4%, mức cao nhất trong vòng năm năm qua nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện (đặc biệt là sữa bột) và quản lý chi phí đầu vào hiệu quả. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị VNM cho đầu tư dài hạn và cho rằng tăng trưởng sẽ duy trì được tốc độ hiện tại trong vòng ba năm tới. Hiện cổ phiếu VNM đang giao dịch tại mức PER 17 lần EPS 2013 và 14 lần EPS 2014. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 164.000VND/cổ phiếu. **KN THÊM VÀO.**

Cơ cấu sản phẩm và chính sách quản lý hàng tồn kho giúp duy trì biên lợi nhuận gộp tại mức cao

VNM hưởng lợi từ vụ bột đạm Fonterra nhiễm khuẩn vì công ty nhập khẩu nguyên liệu từ Mỹ và châu Âu trong khi các công ty sữa khác lại nhập nguyên liệu của Fonterra. Doanh thu sữa bột tăng và việc chuyển dịch sang các sản phẩm cao cấp như sữa nước bổ sung khoáng chất, sữa chua men sống và sữa bột cao cấp cho người già và trẻ em đã giúp biên lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm tăng 3,7% lên 37,4%, đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm qua. Việc quản lý chặt chẽ hàng tồn kho cũng giúp biên lợi nhuận cao hơn. Tuy thị trường nguyên liệu có nhiều biến động nhưng nhờ khả năng thượng lượng và biết nắm bắt thời cơ nên VNM có thể mua với giá thấp hơn 15-20% so với giá giao ngay trên thị trường thế giới. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp dài hạn sẽ ổn định tại mức 35%.

Doanh thu từ xuất khẩu trong quý 3 tăng, đóng góp 62% vào tỷ lệ tăng trưởng của quý 3

Doanh thu và lợi nhuận ròng của VNM lần lượt đạt 8.027 tỉ VND và 1.690 tỉ VND. Doanh thu từ xuất khẩu đạt 1.441 tỉ VND (+156% so với cùng kỳ năm ngoái), giúp doanh thu và lợi nhuận ròng quý 3 tăng lần lượt 21,3% và 21,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Với việc hoàn tất nhà máy sữa Dielac 2, hiện nay sữa bột Vinamilk có thể đáp ứng được cả những yêu cầu khắt khe nhất về chất lượng tiêu biểu như đạt chuẩn chứng nhận của FDA. Điều này giúp VNM ký thêm được nhiều hợp đồng xuất khẩu từ thị trường chính của công ty là Iraq, Kuwait và các Tiểu Vương quốc Ả Rập Thống nhất.

Doanh thu nội địa trong quý 4 có thể tăng

Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa sẽ tăng nhờ xuất khẩu mạnh và doanh thu tại khu vực miền Trung cải thiện khi ảnh hưởng của cơn bão vừa giảm dần. Chúng tôi dự phóng doanh thu và thu nhập ròng quý 4 sẽ tăng 21% so với cùng kỳ năm ngoái.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	21.627	26.562	31.895	37.588	44.378
Biên LN gộp	30,5%	34,2%	36,0%	33,6%	34,2%
Biên LN hoạt động (%)	20,0%	23,4%	24,4%	23,5%	24,2%
Biên lợi nhuận ròng	19,5%	21,9%	22,2%	21,1%	20,6%
LNST chia cho cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	4.218	5.819	7.084	7.913	9.132
EPS (đồng)	5.180	6.976	8.494	9.488	10.950
Tăng trưởng EPS sau điều chỉnh (%)	13%	35%	21,8%	11,7%	15,4%
Cổ tức/CP (đồng)	3.000	3.800	3.000	3.000	3.000
Tỷ suất cổ tức (%)	2,4%	3,0%	2,1%	2,1%	2,1%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	15.323	18.573	23.672	29.760	37.310
PER sau điều chỉnh (lần)	25,7	19,1	17,1	15,3	13,2
PBR sau điều chỉnh (lần)	8,2	6,7	6,1	4,9	3,9
ROA (%)	27,1%	29,5%	29,5%	26,4%	24,5%
ROE (%)	33,8%	37,6%	35,9%	31,9%	29,3%
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 Doanh thu 1,3 tỷ đồng, thị phần ước đạt 50% (2012)
Lợi nhuận ròng 279 triệu USD (2012)

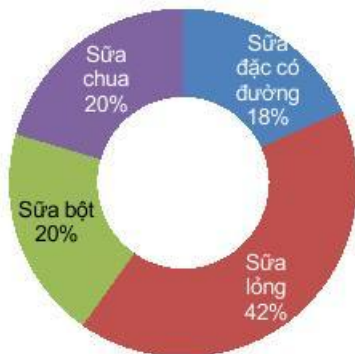
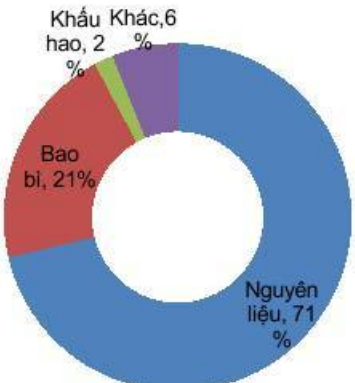
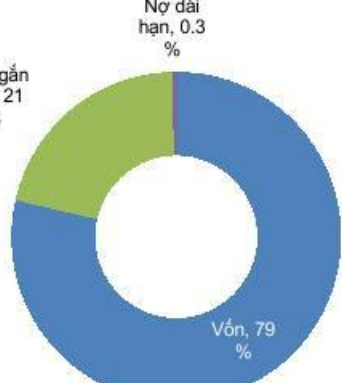
Yếu tố doanh thu chính Các sản phẩm từ sữa (sữa đặc có đường, sữa lỏng, sữa bột, sữa chua)
Yếu tố chi phí chính Sữa tươi, sữa bột nguyên kem, sữa bột tách béo (70%)
Yếu tố rủi ro chính Giá sữa tươi và sữa bột nguyên kem biến động

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

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

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

Website www.vinamilk.com.vn
Email vinamilk@vinamilk.com.vn
Telephone +84.8.5415 5555

Cơ cấu doanh thu và biên lợi nhuận gộp	Cơ cấu 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

- KQLN 9 tháng đầu năm
- Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra
- Định giá

KQLN 9 tháng đầu năm

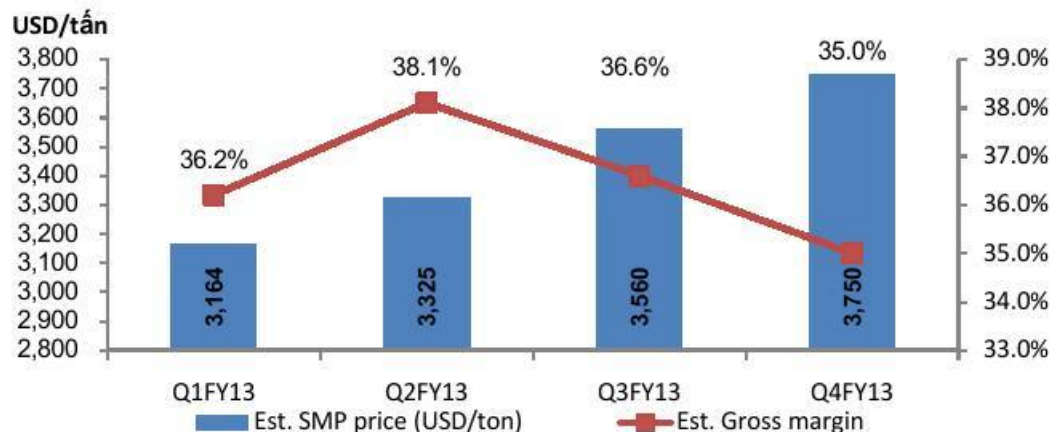
Ảnh hưởng nghiêm trọng do bão tại miền Trung đã khiến tăng trưởng doanh thu nội địa trong Quý 3 giảm từ 15,6% trong nửa đầu năm 2013 xuống còn 8,8%. Tính chung 9 tháng đầu năm 2013, tăng trưởng doanh thu nội địa đạt 17,1% so với cùng kỳ năm ngoái, còn doanh thu từ xuất khẩu tăng 14,9%. VNM vẫn duy trì được biên lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2013 ở mức cao nhờ áp dụng những chính sách quản lý hàng tồn kho hiệu quả để khắc phục tình trạng giá nguyên liệu biến động mạnh và chuyển sang cơ cấu sản phẩm cao cấp hơn. Đây là kết quả của việc sản phẩm sữa bột tăng trưởng mạnh tại thị trường nội địa. Với nhà máy sản xuất sữa Dielac 2 đi vào hoạt động, VNM có khả năng vượt mục tiêu doanh thu xuất khẩu là 230 triệu USD. Cuối cùng, chúng tôi ước tính VNM đã mua sữa bột gầy với giá 3.350USD/tấn trong khi giá giao ngay trên thị trường là 4.200USD/tấn trong 9 tháng đầu năm 2013. Biên lợi nhuận gộp của VNM trong 9 tháng đầu năm 2013 tăng lên 37,4% từ mức 33,6% của cùng kỳ năm ngoái.

Biên lợi nhuận gộp cao hơn dự báo, biên lợi nhuận dài hạn tỏ ra khả quan

Vụ bê bối sữa Fonterra nhiễm khuẩn đã mang lại cho Vinamilk cơ hội tăng doanh thu sữa bột. Trong khi hầu hết các công ty sản xuất sữa khác sử dụng các sản phẩm protein nhập từ Fonterra thì VNM lại nhập các sản phẩm đó từ các nhà nhập khẩu Mỹ và châu Âu và đã được chứng minh là an toàn. Nhờ vậy, doanh thu sữa bột của VNM tăng đáng kể. Biên lợi nhuận cao hơn từ sữa bột phần nào giúp cho biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2013 lên tới 37,4%.

Mua được nguyên liệu với giá thấp là lý do chính giúp VNM đạt được biên lợi nhuận cao. Chúng tôi đã ước tính giá mua sữa bột tách kem tồn kho trong Quý 1, 2, và 3 lần lượt là 3.164, 3.325 và 3.560USD/tấn. Trong khi giá giao ngay cho sữa bột tách kem hiện nay là 4.500USD/tấn, nhờ lượng nguyên liệu mua được với giá thấp trong quý 3, biên lợi nhuận gộp của Quý 4 sẽ vào khoảng 35%, qua đó duy trì biên lợi nhuận gộp cả năm tại mức 36,0%.

Hình 1: Giá sữa bột tách kem & Biên lợi nhuận gộp

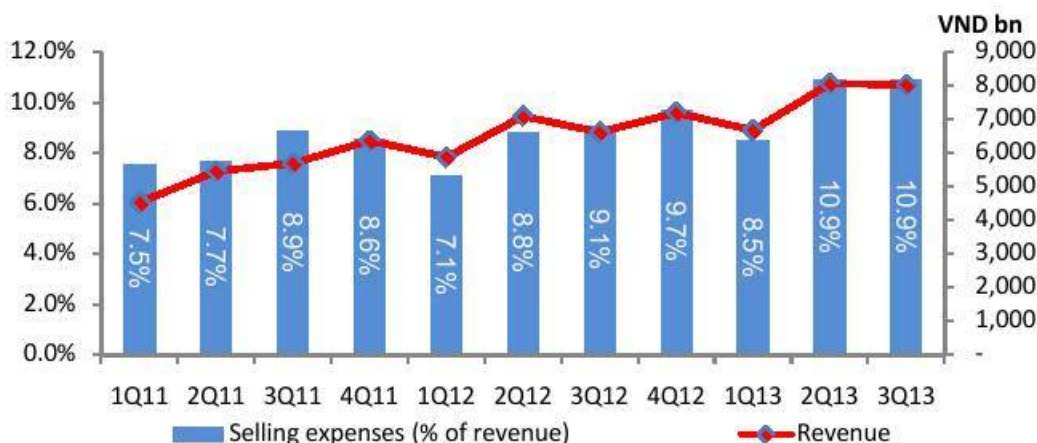


Nguồn: Dự báo của VCSC

Tăng cường các hoạt động tiếp thị

Thị trường sữa trở nên cạnh tranh hơn trong Quý 3/2013. Vụ bê bối Fonterra, nhu cầu tiêu dùng thấp đã tạo áp lực buộc các công ty sản xuất sữa phải tăng kinh phí cho các hoạt động tiếp thị. VNM cũng không phải là ngoại lệ. Trong quý 3 chi phí bán hàng tăng lên 876 ỉ đồng (+45,6% so với cùng kỳ năm ngoái), khiến chi phí bán hàng 9 tháng đầu năm 2013 lên đến 2.300 ỉ đồng (+41,2% so với cùng kỳ năm ngoái), tương đương 10,9% doanh thu 9 tháng đầu năm. Con số này cao hơn 2,1% so với mức trung bình của 3 năm trước là 8,8%. Chúng tôi tin rằng VNM dự kiến đến cuối năm 2013 sẽ cắt giảm tỷ lệ này xuống 9,7%.

Hình 2: Chi phí bán hàng



Nguồn: Báo cáo tài chính của VNM & VCSC tổng hợp

Đầu tư theo chiều sâu vào nông trại bò sữa

Với kế hoạch tăng tỷ lệ nguyên liệu tự cung cấp từ 30% như hiện nay lên 40% trong năm năm tới, VNM sẽ tiếp tục đầu tư vào nông trường bò sữa. Hiện công ty có 5 nông trường tại các tỉnh Nghệ An, Thanh Hóa, Bình Định và Lâm Đồng với đàn bò sữa lên đến 8.500 con. Về các khoản đầu tư trong tương lai, VNM sẽ đầu tư vào hai nông trường, trong đó một nông trường sẽ có 3.000 bò sữa và một "siêu nông trường" có diện tích 2.600 hecta và đàn bò 20.000 con. Tại tỉnh Hà Tĩnh, VNM sẽ đầu tư vào một nông trường với đàn bò sữa 3.000 con. Chúng tôi ước tính chi phí đầu tư vào các dự án này lần lượt là 480 tỷ đồng và 1.600 tỷ đồng. VNM sẽ còn đầu tư vào một nông trường nữa tại tỉnh Tây Ninh với 10.000 bò sữa, chi phí ước tính là 800 tỷ đồng. Dự kiến đàn bò sữa của VNM sẽ lên đến 25.500 con trong năm 2015 và 28.000 con trong năm 2016.

Bảng 3: Nông trại bò sữa của VNM – Những khoản đầu tư chính

Vị trí nông trại	Số lượng bò sữa	Đầu tư ước tính (tỷ đồng)	Thời điểm khởi công	Thời điểm hoàn thiện
Thanh Hóa	3.000	240	FY14	FY15
Thanh Hóa	20.000	1.600	FY14	FY17
Hà Tĩnh	3.000	240	FY14	FY15
Tây Ninh	10.000	800	FY15	FY16
Tổng cộng	36.000	2.880		

Nguồn: Source: Kế hoạch của VNM & Dự báo của VCSC

Dự đoán KQLN do VCSC đưa ra

Bảng 4: Dự đoán kết quả lợi nhuận do VCSC đưa ra

	2012A	2013	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	26,562	31,895	20.1%	Thiên tai trong quý 3 kiềm hãm tăng trưởng của năm nay
Lợi nhuận gộp	9,077	11,466	26.3%	GM increase 34.2% to 36.0%
Lợi nhuận từ HĐKD	6,206	7,791	25.5%	
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	727	783		Long-term investments
Lợi nhuận trước thuế	6,930	8,639	24.7%	
Lợi nhuận sau thuế	5,819	7,084	21.7%	Increase in tax to 18% from 16%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Cầu trong nước lẫn doanh thu từ xuất khẩu đều tăng.

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu năm 2013 của VNM 4% xuống 20,1% so với năm 2012 do ảnh hưởng nghiêm trọng của thiên tai tại miền Trung. Chúng tôi cho rằng công ty có thể đạt tăng trưởng 15% về sản lượng sữa lỏng (khoảng 36% tổng doanh thu) và sữa chua (khoảng 18% tổng doanh thu), 15% đối với sản lượng sữa bột (khoảng 29% tổng doanh thu) và 20% đối với các sản phẩm khác. Trong năm 2013, vì biên lợi nhuận gộp cao hơn so với dự kiến nên VNM không cần tăng giá bán 5% vào cuối năm.

Chúng tôi tăng dự báo biên lợi nhuận gộp 2013 từ 33,8% như trước đây lên 36% nhờ lượng hàng tồn kho của VNM thấp hơn so với dự báo của chúng tôi. Với việc đầu tư theo chiều sâu, VNM sẽ có thể duy trì biên lợi nhuận gộp trên 34% và ổn định tại mức 35%.

Định giá

Chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá là phối hợp giữa phương pháp PER và phương pháp chiết khấu dòng tiền để tính giá mục tiêu. Do VNM có dòng tiền ổn định và tính minh bạch cao, chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ hai phương pháp DCF và P/E lần lượt tại mức 70% và 30%. Tình hình hoạt động hiện tại của Vinamilk đã được phản ánh trong mô hình định giá của chúng tôi, vì vậy, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu trong 12 tháng cho Vinamilk tại mức 164.000 đồng/cổ phiếu.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng 5: 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 CSH	14,0%	14,0%	14,0%
Chi phí nợ	12%	12%	12%

Nguồn: Dự báo của VCSC

P/E and P/B

Bảng 6: Giá mục tiêu

Chỉ số mục tiêu	Chỉ số mục tiêu (lần)	FY13E	FY14E
EPS	P/E @ 20x	169.896	198.651
Giá mục tiêu DCF		142.589	152.271
Giá mục tiêu		149.000	164.000
TL tăng		3%	15,5%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Bảng 7: So sánh VNM với một số công ty sữa khác

Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	Biên LN từ hoạt động (%)	ROA (%)	ROE (%)	Tăng trưởng doanh thu bình quân 3 năm (%)	PER (x)	PBR (x)	Est. FY13 PER (x)	Est. FY14 PER (x)
NESTLE INDIA LTD	Ấn Độ	8.670	19,7	22,3	69,5	20,9	49,4	29,3	n/a	n/a
VIET NAM DAIRY P	Việt nam	5.610	23,8	35,6	43,4	35,1	17,5	4,7	16,7	14,3
NESTLE (MALAY)	Malaysia	5.097	14,7	28,2	80,8	5,8	28,9	25,8	28,4	26,4
DEAN FOODS CO	Mỹ	3.798	3,7	2,9	n/a	(0,1)	15,6	1,8	19,4	15,0
MEIJI HD	Nhật Bản	4.175	3,4	2,7	6,9	n/a	18,7	1,2	19,8	18,3
NESTLE PAKISTAN	Pakistan	2.815	8,3	12,2	62,6	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	1.662	17,1	16,0	10,6	0,9	21,2	1,4	16,6	14,0
ULTRAJAYA MILK	Indonesia	1.287	16,9	28,7	19,5	16,9	29,1	7,4	29,0	22,1
MEGMILK SNOW	Nhật Bản	990	2,4	7,5	2,7	n/a	11,2	0,8	10,5	9,3
DUTCH LADY MILK	Malaysia	953	18,5	33,6	60,3	7,8	23,1	15,2	23,8	22,5
Average		3.345	12,6	18,2	38,5	13,4	26,9	10,4	21,9	18,8

Nguồn: Bloomberg

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	6.676	8.125	8.027	na	22.774
LN gộp	2.456	3.100	2.935	na	8.513
Biên LN gộp (%)	36,8%	38,2%	36,6%	na	37,4%
LN từ hoạt động	1.749	2.071	1.908	na	5.741
Biên LN hoạt động (%)	26,2%	25,5%	23,7%	na	25,2%
LN ròng	1.531	1.822	1.690	na	5.064
Biên LN ròng (%)	22,9%	22,4%	21,0%	na	22,2%

2012	1Q	2Q	3Q	4Q	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	1Q	2Q	3Q	4Q	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 KQLN

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2013	Hợp nhất	20/4
Q2/2013	Hợp nhất	20/7
Q3/2013	Hợp nhất	24/10
Q4/2013	Hợp nhất	24/1

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2012	2013	2014	2015	
KQLN					
Doanh thu thuần	26.562	31.895	37.588	44,378	
- Giá vốn hàng bán	-17.485	-20.428	-24.959	-29,210	
Lợi nhuận gộp	9.077	11.466	12.629	15,168	
- Chi phí bán hàng	-2.346	-3.083	-3.156	-3,697	
- Chi phí quản lý DN	-525	-593	-657	-731	
LN thuần HĐKD	6.206	7.791	8.816	10,739	
- (Lỗ)/lãi tỷ giá	66	66	66	66	
- Lợi nhuận khác	661	782	768	903	
EBIT	6.933	8.639	9.650	11,708	
- Chi phí lãi vay	-3	0	0	0	
Lợi nhuận trước thuế	6.930	8.639	9.650	11,708	
- Thuế TNDN	-1.110	-1.555	-1.737	-2,576	
LNST	5.819	7.084	7.913	9,132	
- Lợi ích CĐT	0	0	0	0	
LNST cổ đông CT Mẹ	5.819	7.084	7.913	9,132	
EBITDA	7.457	9.520	10.537	12,601	
Out. shares (m)	695	834	834	834	
EPS	8.373	8.494	9.488	10,950	

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	22,8%	20,1%	17,8%	18,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	43,8%	25,5%	13,2%	21,8%
Tăng trưởng EBIT	38,8%	24,6%	11,7%	21,3%
Tăng trưởng EPS	34,7%	21,8%	11,7%	15,4%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,2%	36,0%	33,6%	34,2%
Tỷ suất LNST	21,9%	22,2%	21,1%	20,6%
ROE %	41,6%	40,2%	35,5%	32,7%
ROA %	33,0%	32,4%	29,3%	27,1%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	70,4	64,7	61,2	62,4
Số ngày phải thu	16,5	15,0	14,4	14,4
Số ngày phải trả	42,6	40,1	36,9	38,5
TG luân chuyển tiền	44,4	39,6	38,7	38,2

Chỉ số TK/đơn bầy TC				
CS thanh toán hiện hành	2.68	2,76	3,42	4.07
CS thanh toán nhanh	1.84	1,87	2,52	3.19
CS thanh toán tiền mặt	0.30	0,26	1,12	1.94
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
Khả năng TT lãi vay	2,226	0,00	0,00	0.00

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2012	2013	2014	2015	
Bảng cân đối kế toán					
+ Tiền và tương đương	1.252	1.105	5.754	11.856	
+ Đầu tư TC ngắn hạn	3.909	4.085	4.256	4.423	
+ Các khoản phải thu	1.266	1.360	1.602	1.892	
+ Hàng tồn kho	3.473	3.766	4.601	5.384	
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.210	1.331	1.331	1.331	
Tổng tài sản ngắn hạn	11.111	11.647	17.545	24.886	
+ 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	24.014	30.009	37.283	
+ Phải trả ngắn hạn	2.248	2.239	2.804	3.361	
+ Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0	
+ Phải trả ngắn hạn khác	1.897	1.974	2.327	2.747	
Nợ ngắn hạn	4.145	4.213	5.130	6.108	
+ 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	4.273	5.190	6.168	
+ 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	10.125	15.202	21.498	
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	
Vốn chủ sở hữu	15.493	19.741	24.818	31.115	
Tổng cộng nguồn vốn	19.698	24.014	30.009	37.283	

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	3.157	902	1.105	5.754
Lợi nhuận sau thuế	5.819	7.084	7.913	9.132
+ Khấu hao lũy kế	535	881	887	893
+ Điều chỉnh	-487	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-201	-439	-161	-95
Tiền từ hoạt động KD	5.667	7.526	8.640	9.930
+ Chi mua sắm TSCĐ	-3.134	-4.221	-968	-809
+ Đầu tư khác	-2.229	-266	-187	-184
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	203	4.649	6.102
Tiền cuối năm	1.252	1.105	5.754	11.856

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 đưa 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

Bیتexco, 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, Ngô Bích Vân, ext 130

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

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149

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
24/10/2013	THÊM VÀO	142.000	164.000
03/06/2013	THÊM VÀO	133.000	149.000
19/12/2012	MUA	84.500	106.000