

Công ty CP Kinh Đô (KDC)

NĂM GIỮ

Nguyễn Thế Anh

Chuyên viên cao cấp

anh.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 194

Cập nhật

Hạ KN từ MUA xuống NĂM GIỮ

Hạ giá mục tiêu từ 62.400 VND xuống 45.000 VND

Giá hiện tại 51.000VND
Giá mục tiêu 45.000VND
TL tăng 12%
Lợi suất cổ tức 4%

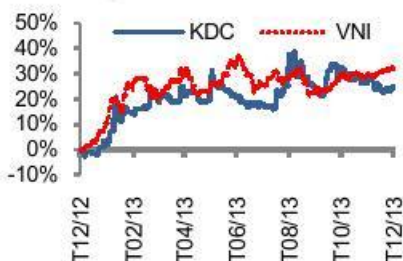
Hàng tiêu dùng

Giá trị vốn hóa 396 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành 166,5 triệu
Mức cao nhất 52 tuần 55.500VND
Mức thấp nhất 52 tuần 24.200VND

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua 0,4 triệu USD
Room còn lại cho khối ngoại 0 USD
Sở hữu của KN / Tối đa (%) 49,0% / 49,0%

Cơ cấu cổ đông

PPK Ltd 10,5%
Ezaki Glico 10,1%
Kinh Do Investment co. 8,5%
CEO Trần Lệ Nguyễn 8,4%
Khác 62,5%



Tăng trưởng một con số, giá cổ phiếu cao

Chúng tôi hạ giá mục tiêu từ 62.400 đồng/cổ phiếu xuống 45.000 đồng/cổ phiếu do tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty thấp hơn dự kiến, do biên lợi nhuận gộp có khả năng giảm và cổ phiếu đang được định giá tương đối cao. Doanh thu trong 9 tháng đầu năm 2013 đạt 3.400 tỷ đồng (tăng 6,7% so với cùng kỳ năm trước) và biên lợi nhuận gộp tăng 44,9%, nhờ cơ cấu sản phẩm hợp lý hơn, chuỗi cung ứng được cải thiện và chi phí nguyên liệu thấp, tuy nhiên chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận sẽ giảm dần xuống 41%. Hiện tại, KDC đang giao dịch ở mức 18 lần EPS 2013 theo ước tính của chúng tôi, cao hơn so với các công ty khác trong ngành. Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ với rủi ro tỷ lệ giảm là 12%, được giảm thiểu bởi lợi suất cổ tức là 4%.

Tăng trưởng doanh thu một con số - Để tăng trưởng tốt hơn so với mức tăng trưởng ước tính 6-7% của ngành, trong một thị trường ngày càng có nhiều đối thủ xuất hiện mà trong đó cạnh tranh về giá khiến công ty không thể đưa toàn bộ chi phí tăng thêm vào giá bán sản phẩm, KDC cần tạo thêm thị trường mới tiêu thụ các sản phẩm mới hoặc tăng cường khả năng chiếm lĩnh thị trường của các dòng sản phẩm hiện tại. Tuy tin rằng KDC có nền tảng cho điều này nhưng chúng tôi cho rằng KDC cần thời gian để thực hiện, do đó chúng tôi đưa ra dự báo KDC sẽ tăng trưởng ít trong năm 2014, và chúng tôi sẽ xem xét lại khuyến nghị một khi có những kết quả nhất định từ công ty. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng tăng trưởng năm 2013 cho các sản phẩm bánh mì và bánh quy giảm từ 20% xuống 10%, bánh bông lan từ 20% xuống 6%, kem từ 30% xuống 0%, sữa chua từ 20% xuống 0% và các sản phẩm khác từ 49,7% xuống 7,9%.

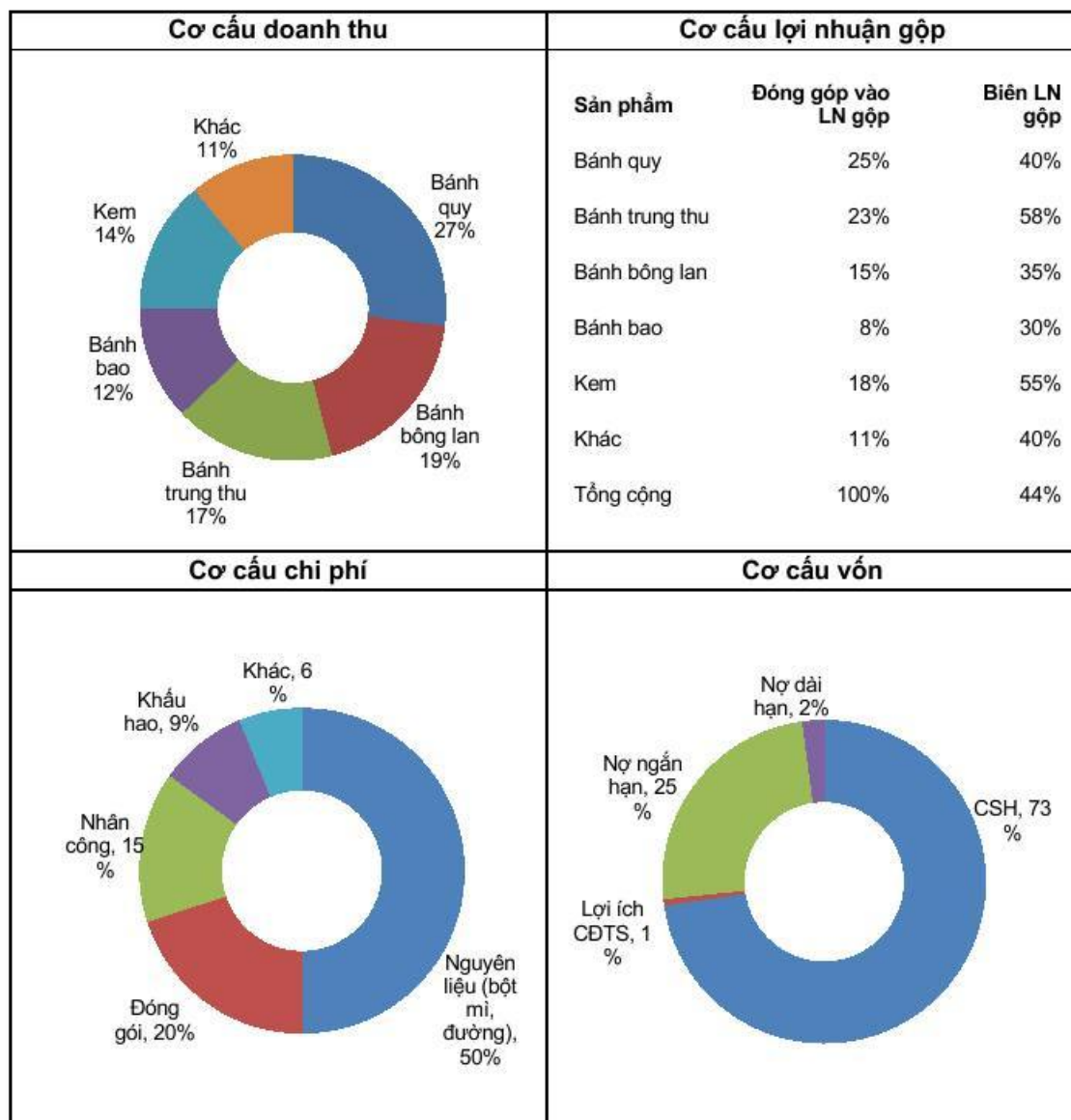
Áp lực đối với biên lợi nhuận - Chúng tôi tin rằng giá nguyên liệu đã chạm đáy và đang ở mức thấp nhất trong 4 năm qua. Giá nguyên liệu tăng sẽ ảnh hưởng xấu đến biên lợi nhuận gộp của KDC. Sản phẩm bánh trung thu và sữa chua, có biên lợi nhuận gộp cao nhất (trên 50%) và đóng góp 47% cho tổng lợi nhuận gộp, chuẩn bị đạt đỉnh và chịu sự cạnh tranh quyết liệt. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của KDC sẽ giảm dần xuống mức 41%.

Định giá phù hợp - Ở mức giá hiện tại, KDC đang giao dịch ở mức PER năm 2013 là 18 lần trong khi Vinamilk (HSX:VNM) đang giao dịch ở mức 17 lần, điều này khiến giá cổ phiếu KDC tỏ ra đắt nếu xem xét việc Vinamilk tăng trưởng tốt hơn và ROE tốt hơn. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá là phối hợp giữa phương pháp PER và phương pháp chiết khấu dòng tiền để tính giá mục tiêu của KDC trong 12 tháng tới là 45.000 đồng/cổ phiếu.

	Thực tế		Ước tính		
Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	4.247	4.286	4.602	5.134	5.622
Biên LN gộp	39,4%	43,6%	43,8%	42,5%	41,4%
Biên LN hoạt động (%)	9,4%	13,2%	12,6%	11,3%	10,2%
Biên LN ròng	6,4%	8,3%	10,1%	9,3%	8,7%
LN ròng chia cổ đông (tỷ VND)	274	354	467	478	487
EPS (đồng)	1.590	1.844	2.785	2.849	2.902
Tăng trưởng EPS (%)	-47,9%	16,0%	25,9%	2,3%	1,9%
Cổ tức/CP (đồng)	2.400	2.000	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức (%)	9,5%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	31.917	25.077	29.618	31.043	32.494
PER (lần)	11,0	18,1	17,9	17,5	17,2
PBR (lần)	0,8	1,6	1,7	1,6	1,5
ROA (%)	5,1%	6,3%	7,8%	7,3%	7,2%
ROE (%)	7,2%	9,1%	10,4%	9,4%	9,2%
Nợ/CSH (%)	25,9%	14,4%	12,1%	7,5%	4,8%

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Bánh quy, bánh bông lan, bánh trung thu, kem và các sản phẩm khác.		
Doanh thu	206 triệu USD, thị phần ước đạt 36% (2012)		
Lợi nhuận ròng	17 triệu USD (2012)		
Yếu tố doanh thu chính	Bánh quy, kem		
Yếu tố chi phí chính	Nguyên liệu (50% giá vốn hàng bán), đóng gói (20% giá vốn hàng bán)		
Yếu tố rủi ro chính	Bột mì, dầu ăn, trứng, sữa và chi phí đóng gói		
Các đối thủ chính	Bibica (BBC), Hải Hà, URC, Lotte Confectionery		
Các khách hàng chính	Kênh phân phối truyền thống (80% doanh số)		
Lãnh đạo	Ông Trần Kim Thành (Chủ tịch HĐQT), ông Trần Lệ Nguyên (CEO)		
Địa chỉ	141 Nguyễn Du TP. HCM, Việt Nam	Website www.kinhdo.vn	Email info@kinhdo.vn
		Điện thoại	+84.8.3827.0838



Nguồn: Tính đến 31/12/2013, theo báo cáo tài chính của KDC và VCSC

Nội dung cập nhật

- Tăng trưởng doanh thu ở mức một con số
- Biên lợi nhuận gộp đã đạt đỉnh
- Tăng cường hoạt động tiếp thị
- Chiến lược tái định vị nhãn hàng và các dòng sản phẩm mới
- BĐS – rủi ro hoạt động
- Định giá

Tăng trưởng doanh thu một con số

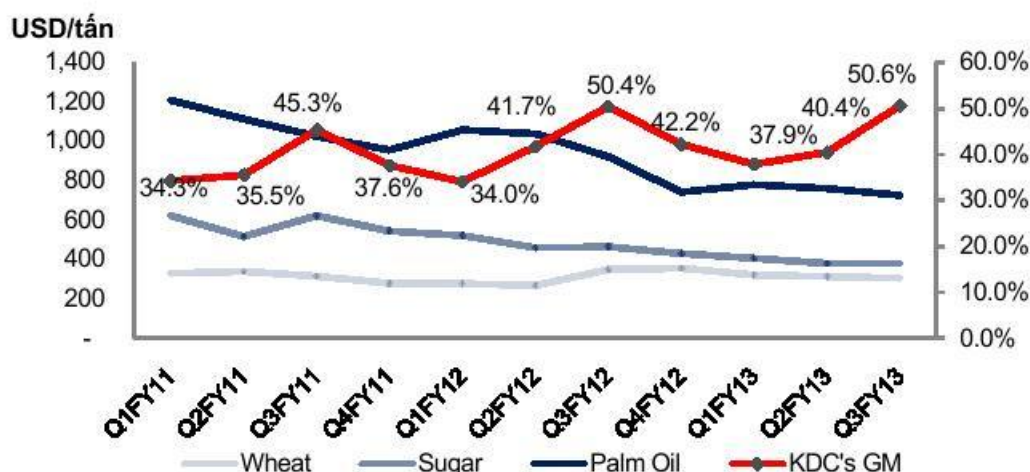
KDC đạt doanh thu 3.433 tỷ đồng (tăng 6,7% so với cùng kỳ năm trước), nhờ dòng sản phẩm bánh quy và bánh bông lan tăng trưởng mạnh. Bánh trung thu, bánh quy và bánh bông lan chiếm tổng cộng 63% tổng doanh thu, trong đó bánh trung thu tăng 8%, cả bánh quy và bánh mì vẫn tiếp tục tăng trưởng hai con số, lần lượt tăng 10% và 11%. Tình hình bão lụt ở miền Trung và áp lực cạnh tranh đã khiến sản phẩm kem và sữa chua có kết quả kinh doanh không tốt, khiến cho tổng doanh thu giảm.

Để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, KDC tiếp tục đưa ra các sản phẩm mới, với cơ cấu sản phẩm cao cấp hơn và nhắm đến các khách hàng quan tâm đến các sản phẩm tốt cho sức khỏe. Để tăng trưởng, KDC sẽ cần thâm nhập vào thị trường các sản phẩm được tiêu thụ hàng ngày như mì ăn liền, các sản phẩm từ sữa và các sản phẩm thay thế bữa ăn hàng ngày. KDC rất chú trọng chiến lược này, tuy nhiên đây là thị trường có nhiều thách thức cho các doanh nghiệp như KDC.

Biên lợi nhuận gộp đã đạt đỉnh

Giá nguyên liệu hiện đang ở mức thấp nhất trong 4 năm qua và việc tái cấu trúc của KDC đã giúp biên lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm tăng 0,45% lên 44,9%. Do hiện tại mức độ cạnh tranh trong ngành rất cao trong khi nhu cầu lại yếu, KDC sẽ gặp nhiều thách thức trong việc đưa toàn bộ giá nguyên liệu biến động mạnh vào giá thành sản phẩm và giữ vững được biên lợi nhuận gộp ở mức hiện tại. Để cân bằng giữa tăng trưởng và biên lợi nhuận, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp trong dài hạn của KDC sẽ giảm xuống mức 41% trong vòng 3-5 năm tới.

Hình 1: Giá nguyên liệu & Biên lợi nhuận gộp



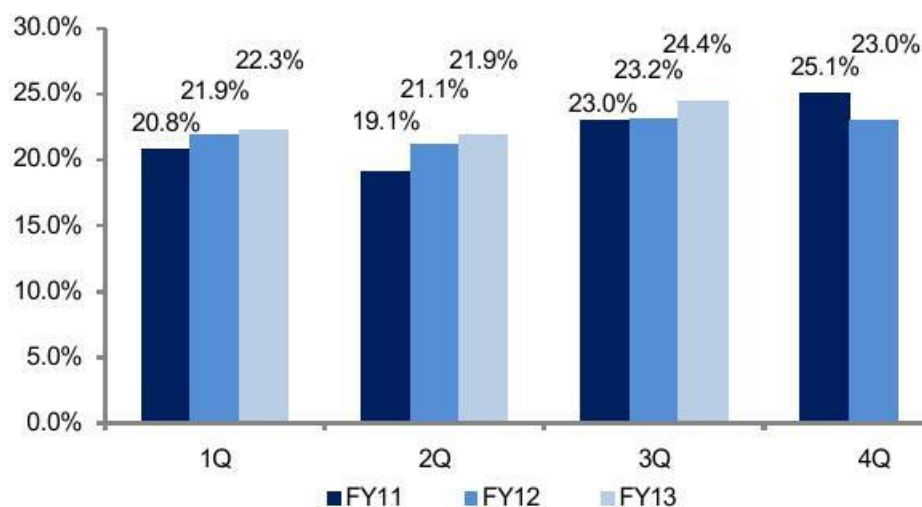
Nguồn: Bloomberg, báo cáo tài chính của KD, VCSC

Tăng cường hoạt động tiếp thị để thúc đẩy doanh thu

Kinh tế khó khăn và tình hình cạnh tranh tăng đã gây áp lực lên chi phí bán hàng. Chi phí bán hàng trong 9 tháng đầu năm 2013 tăng 11% so với 9 tháng đầu 2012, đạt 799 tỷ đồng. Tuy nhiên kết quả này chỉ giúp doanh thu tăng 6,8% trong 9 tháng đầu năm. Để tăng thị phần, KDC phải đẩy mạnh cơ cấu danh mục sản phẩm và chiến lược tiếp thị, do đó chi phí bán hàng sẽ tăng khi công ty thực hiện kế hoạch này.

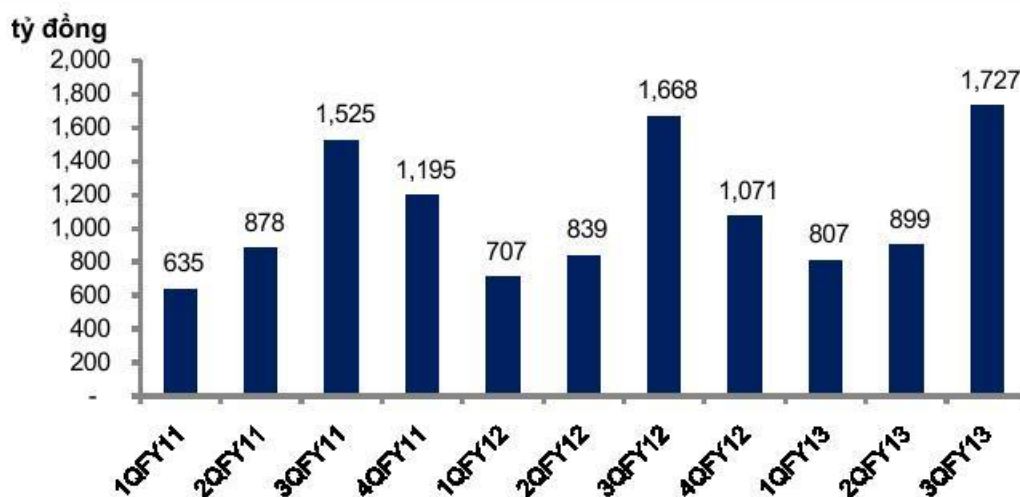
KDC đang nhắm đến việc thâm nhập thị trường tiêu thụ các sản phẩm sử dụng hàng ngày khác (như mì ăn liền). Đây là thị trường cạnh tranh khốc liệt và KDC là một doanh nghiệp mới tham gia. Để chiếm được thị phần, KDC sẽ phải tiếp tục đẩy mạnh khoản chi cho hoạt động tiếp thị. Do đó, chúng tôi dự báo về lâu dài, chi phí bán hàng của KDC sẽ tăng lên và chiếm 23,3% doanh thu.

Hình 2: Chi phí bán hàng hàng quý/doanh thu (%)



Nguồn: báo cáo tài chính của KDC & VCSC

Hình 3: Doanh thu theo quý



Nguồn: báo cáo tài chính của KDC

Chiến lược tái định vị nhãn hàng

KDC muốn tái cơ cấu để trở nên hiệu quả hơn về mặt quản lý chi phí và tiếp thị. Với chiến lược này, KDC hiện đang áp dụng chiến lược định vị nhãn hàng chéo để phát huy các nhãn hàng mạnh và giảm bớt các sản phẩm kém hiệu quả. Vì vậy, tổng chi phí tiếp thị sẽ không đổi, nhưng số nhãn hàng được phân bổ chi phí sẽ giảm đi, qua đó có thể tổ chức được nhiều sự kiện để quảng bá nhãn hàng hơn, và điều này cũng có lợi cho các sản phẩm bên dưới nhãn hàng đó. Với chiến lược này, KDC phải đẩy mạnh việc quản lý chất lượng đối với từng sản phẩm, vì một sản phẩm thất bại sẽ có thể hủy hoại cả một nhãn hàng.

Cũng theo chiến lược này, KDC sẽ tập trung vào nghiên cứu và phát triển để tìm kiếm ý tưởng sản phẩm mới. Hàng năm, KDC tung ra 30-40 sản phẩm, nhưng duy trì danh mục sản phẩm cốt lõi dưới 180 SKU.

Rủi ro hoạt động từ đầu tư dài hạn và các khoản phải thu

Ban lãnh đạo cho biết dù KDC đang tìm cách thoái vốn khỏi dự án BĐS, thị trường BĐS trầm lắng đã khiến công việc này tiến triển chậm lại. KDC vẫn có tổng cộng 1.800 tỷ đồng (tương đương 28% tổng tài sản tính đến cuối tháng 09/2013) dưới dạng các khoản vay và các khoản phải thu cho các bên liên quan - Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô và đầu tư vào BĐS. KDC có ý định thu hồi các khoản phải thu và nợ. Tuy nhiên, nếu lĩnh vực BĐS không phục hồi đáng kể, công việc này có thể sẽ cần nhiều thời gian.

Hình 4: Tài sản Phân bổ vốn cho bên liên quan & khoản đầu tư bất động sản

Danh mục trong bảng cân đối kế toán	FY11	FY12	9MFY13
Cho Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô vay (tỷ đồng)	265	157	172
Các khoản phải thu từ Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô (tỷ đồng)	265	345	394
Dự án Lavenue *(tỷ đồng)	1,004	1,254	1,255
Tổng cộng	1,535	1,756	1,822
Tổng tài sản	5,832	5,515	6,420
% tổng tài sản	26%	32%	28%

Nguồn: báo cáo tài chính của KDC & VCSC

Rủi ro pha loãng

Hình 5: Tổng quan kế hoạch phát hành cổ phiếu

	Người mua	Cổ phiếu (triệu)	Giá bán
Phát hành riêng lẻ	Đối tác chiến lược	40,0	chưa xác định
ESOP	Thành viên Ban Giám Đốc	0,5	18.000VNĐ
ESOP	Nhân viên	6,0	18.000VNĐ
Cổ phiếu thưởng tỷ lệ 5:1	Cổ đông hiện tại	42,5	-

Nguồn: Nghị quyết của KDC & VCSC

KDC sẽ phát hành riêng lẻ 40 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược, cổ phiếu cho nhân viên và cổ phiếu thưởng. Khi việc phát hành hoàn tất, tổng số cổ phiếu lưu hành sẽ tăng 53,7% lên 256,6 triệu. Số tiền thu về từ đợt phát hành riêng lẻ và phát hành cho nhân viên sẽ được đầu tư vào việc phát triển các sản phẩm mới như mì và các sản phẩm hàng tiêu dùng hàng ngày khác. Với số vốn bổ sung này, KDC sẽ được chuẩn bị đầy đủ về mặt tài chính để cạnh tranh trong tương lai, mà công ty cho rằng sẽ quyết liệt.

Giá bán cho cổ đông chiến lược sẽ tác động đến việc định giá của cổ phiếu KDC. KDC dự kiến phát hành với mức chiết khấu cao nhất là 20% giá giao dịch trung bình 20 ngày và không thấp hơn giá trị sổ sách của KDC tại thời điểm đợt phát hành riêng lẻ. Với cổ phiếu KDC hiện có giá 50.000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi ước tính giá cổ phiếu đợt phát hành riêng lẻ sẽ nằm trong khoảng 30.000-40.000 đồng/cổ phiếu. Với giả định này, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá như trước đây và định giá KDC sau pha loãng là 32.000-33.000 đồng/cổ phiếu.

Định giá

Hình 6: Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra:

	2012A	DB 2013 trước đây	DB 2013 hiện nay	Ghi chú
Doanh thu	4.286	5.212	4.602	Tăng trưởng doanh thu giảm do toàn ngành bão hòa và các phân khúc con tăng trưởng thấp
Lợi nhuận ròng	1.869	2.270	2.017	Tăng 0,3% nhờ giá nguyên liệu thấp và kết quả của việc tái cơ cấu
LN từ hoạt động	567	654	578	
Lãi/lỗ ngoài HĐKD	17	19	78	Lãi suất giảm và không dự phòng cho đầu tư
LN trước thuế	490	593	597	
LN sau thuế (PAT & MI)	354	441	467	

Doanh thu từng phân khúc	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
Bánh Trung thu	729	809	890	979	1.076
Bánh biscuit	1.138	1.252	1.377	1.515	1.666
Bánh bông lan	814	863	949	1.044	1.128
Kem	600	600	642	687	735
Sữa chua	214	214	231	250	270
Khác	791	864	1.045	1.148	1.261
Tổng cộng	4.286	4.602	5.134	5.622	6.137

Nguồn: Dự báo của VCSC

Tăng trưởng dưới 10%, tương lai phụ thuộc vào thành công của việc tung ra sản phẩm mới

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu 2013 so với 2012 của KDC xuống 7,3% do cầu vẫn rất yếu. Doanh thu tăng chủ yếu là nhờ sản lượng tăng và do cạnh tranh ngày càng gay gắt nên giá bán không được điều chỉnh.

Doanh thu từ bánh Trung thu phù hợp với dự báo và đạt khoảng 2.600 tấn (tăng 8% so với năm 2012). Phân khúc bánh biscuit đạt kết quả kinh doanh tích cực khi tăng trưởng 11% (so với năm 2012). Các phân khúc khác không có tăng trưởng.

Chúng tôi vẫn thận trọng với lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của KDC và ước tính tăng trưởng kép hàng năm trong 5 năm là 7,2% do toàn ngành tăng trưởng thấp và dự báo cạnh tranh sẽ gay gắt. KDC hiện đang tiến hành tái cơ cấu và các sản phẩm mới, nếu thâm nhập thành công vào thị trường mì, có thể sẽ hỗ trợ tăng trưởng. Nhưng cho đến khi KDC đạt được những thành công nhất định, chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng trung bình 5 năm là 9,4%.

Chiết khấu dòng tiền và định giá tương đối

Hình 6: Tổng kết định giá KDC

Đơn vị: tỷ đồng	PP	Tỷ trọng	Đóng góp vào KDC
Giá trị doanh nghiệp	CKDT		6.617
Tài sản ngoài hoạt động	GTSS		1.050
Tổng GTTS ròng			7.667
GTTS ròng/CP (VND)		60%	45.740
Định giá tương đối (PER mục tiêu 15 lần)	PER	40%	42.741
Giá mục tiêu (VND)			45.000

Chúng tôi phối hợp hai phương pháp P/E và chiết khấu dòng tiền để tính giá mục tiêu. Với dòng tiền ổn định và đầu tư XD CB minh bạch, chúng tôi cho rằng phương pháp chiết khấu dòng tiền rất đáng tin cậy. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ cho hai phương pháp trên lần lượt là 40% và 60%. Giá mục tiêu 12 tháng chúng tôi đưa ra là 45.000 đồng/cổ phiếu.

Giá cổ phiếu phù hợp so với các công ty trong khu vực

Chúng tôi lựa chọn các công ty trong lĩnh vực thực phẩm và giải khát trong khu vực thị trường mới nổi (không tính Trung Quốc). KDC hiện đang giao dịch với PER 2013 theo ước tính của chúng tôi là 18 lần, bằng mức trung bình của các công ty khác cùng ngành, còn P/B thấp hơn so với mức trung bình là 3,8 lần. Tuy nhiên, do ROE và ROA lần lượt là 10,1% và 7,6%, KDC hiện đang thấp hơn mức bình quân của các công ty cùng ngành. Tỷ lệ sinh lời thấp hơn trong khi giao dịch tại mức bình quân toàn ngành trong khu vực khiến giá cổ phiếu KDC tỏ ra cao.

Hình 7: So sánh KDC với một số công ty cùng ngành

Công ty	GTVH (triệu USD)	Tăng trưởng trung bình 3 năm	PER FY14 Ước tính	PER FY13 Ước tính	P/E	P/B	OPM (%)	ROA (%)	ROE (%)
VIET NAM DAIRY P	5.561	36,2	15,9	17,8	17,6	7,0	23,8	35,6	43,4
INDOFOOD SUKSES	4.811	10,4	14,3	16,8	21,7	2,5	15,2	4,0	12,3
INDOFOOD CBP SUK	4.780	9,7	20,5	23,2	24,3	4,7	12,2	12,9	20,6
TATA GLOBAL BEVE	1.457	8,0	19,6	22,3	24,3	1,9	9,1	4,4	8,0
THAI PRESIDENT	947	8,9			19,6	3,2	14,8	12,4	17,4
PRESIDENT BAKERY	618	14,8			21,8	5,3	13,9	18,5	24,9
MCLEOD RUSSEL	525	14,7	9,4	10,5	11,7	1,6	20,6	10,7	14,8
NIPPON INDOSARI	470	35,1	24,6	33,5	39,2	7,8	(57,2)	10,6	21,5
Công ty Cổ phần Kinh Đô	384	10,8	15,4	18,2	17,7	1,7	20,6	7,6	10,1
RFM CORP	372	9,7	16,4	20,3	21,2	2,8	12,5	7,2	13,9
TIGA PILAR FOOD	355	79,2			15,7	2,2	14,3	6,3	15,0
TATA COFFEE LTD	300	9,9	13,0	13,7	16,2	3,0	16,4	5,8	20,5
THAI THEPAROS	271	3,1			12,2	3,9	19,3	19,6	22,1
HUP SENG INDS	227	5,2			20,7	5,2	16,8	17,4	25,1
GUAN CHONG BHD	207	34,9	7,2	11,9	18,1	1,9	(0,3)	7,2	22,6
AGRO TECH FOODS	204	6,8	25,6		29,9	5,1	7,4	13,9	18,5
Trung bình		21,0	15,9	18,0	20,7	3,8	10,0	12,1	19,4

Nguồn: Bloomberg



Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	807	899	1.727	na	3.433
LN gộp	306	363	874	na	1.543
Biên LN gộp (%)	37,9%	40,4%	50,6%	na	45,0%
LN từ hoạt động	46	77	356	na	479
Biên LN hoạt động (%)	5,7%	8,5%	20,6%	na	13,9%
LN ròng	34	46	330	na	409
Biên LN ròng (%)	4,2%	5,1%	19,1%	na	11,9%

2012	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	707	839	1.668	1.071	4.247
LN gộp	241	350	841	452	1.673
Biên LN gộp (%)	34,0%	41,7%	50,4%	42,2%	43,6%
LN từ hoạt động	4	83	375	112	567
Biên LN hoạt động (%)	0,6%	9,9%	22,5%	10,5%	13,2%
LN ròng	0	-8	316	50	354
Biên LN ròng (%)	0,1%	-1,0%	18,9%	4,7%	8,3%

2011	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	635	878	1.525	1.195	4.232
LN gộp	218	312	691	449	1.670
Biên LN gộp (%)	34,3%	35,5%	45,3%	37,6%	39,5%
LN từ hoạt động	19	68	249	59	395
Biên LN hoạt động (%)	3,0%	7,8%	16,3%	4,9%	9,4%
LN ròng	6	18	221	44	290
Biên LN ròng (%)	1,0%	2,1%	14,5%	3,7%	6,8%

Lịch công bố KQLN

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2013	BC hợp nhất	20/04
Q2/2013	BC hợp nhất	20/07
Q3/2013	BC hợp nhất	24/10
Q4/2013	BC hợp nhất	24/01/2014

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2012	2013	2014	2015	
KQLN					
Doanh thu thuần	4.286	4.602	5.134	5.622	
- Giá vốn hàng bán	-2.417	-2.585	-2.954	-3.292	
Lợi nhuận gộp	1.869	2.017	2.180	2.330	
- Chi phí bán hàng	-959	-1.072	-1.196	-1.310	
- Chi phí quản lí DN	-343	-367	-404	-444	
LN thuần HĐKD	567	578	580	576	
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	0	-1	-1	-1	
- Lợi nhuận khác	17	78	70	77	
EBIT	584	655	650	652	
- Chi phí lãi vay	-94	-58	-31	-22	
Lợi nhuận trước thuế	490	597	619	630	
- Thuế TNDN	-133	-125	-136	-139	
LNST	357	472	482	491	
- Lợi ích CĐTS	-4	-5	-5	-5	
LNST cổ đông CT Mẹ	354	467	478	487	
EBITDA	799	845	852	874	
Số CP lưu hành (triệu)	160	168	168	168	
EPS	2.128	2.785	2.849	2.902	
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	0,9%	7,4%	11,6%	9,5%	
Tăng trưởng LN HĐKD	42,6%	1,8%	0,3%	-0,7%	
Tăng trưởng EBIT	25,3%	12,1%	-0,8%	0,4%	
Tăng trưởng EPS	16%	31%	2%	2%	
Chỉ số khả năng sinh lợi					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,6%	43,8%	42,5%	41,4%	
Tỷ suất LNST	8,3%	10,2%	9,4%	8,7%	
ROE %	9,1%	10,4%	9,4%	9,2%	
ROA %	6,3%	7,8%	7,3%	7,2%	
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	54,0	49,9	51,6	52,2	
Số ngày phải thu	16,2	15,1	15,1	15,3	
Số ngày phải trả	41,4	39,4	37,9	38,5	
TG luân chuyển tiền	28,7	25,5	28,8	29,0	
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,6	2,8	2,9	
CS thanh toán nhanh	1,5	2,3	2,4	2,5	
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,4	1,4	1,5	
Nợ / Tài sản	0,1	0,1	0,1	0,0	
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,1	0,0	
Nợ / Vốn CSH	0,1	0,1	0,1	0,0	
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	6,2	11,3	20,9	29,7	

tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2012	2013	2014	2015	
Bảng cân đối kế toán					
+ Tiền và tương đương	830	1.753	1.787	1.947	
+ Đầu tư TC ngắn hạn	238	234	260	279	
+ Các khoản phải thu	181	200	226	246	
+ Hàng tồn kho	317	390	445	496	
+ Tài sản ngắn hạn khác	725	747	769	793	
Tổng tài sản ngắn hạn	2.289	3.324	3.488	3.760	
+ Tài sản dài hạn	2.315	2.434	2.614	2.774	
+ Khấu hao lũy kế	-839	-968	-1.170	-1.393	
+ Tài sản dài hạn	1.476	1.465	1.443	1.381	
+ Đầu tư tài chính dài hạn	1.271	1.271	1.271	1.271	
+ Tài sản dài hạn khác	478	478	478	478	
Tổng tài sản dài hạn	3.225	3.215	3.193	3.130	
Tổng Tài sản	5.515	6.538	6.680	6.890	
+ Phải trả ngắn hạn	275	284	330	364	
+ Vay và nợ ngắn hạn	530	411	280	230	
+ Phải trả ngắn hạn khác	549	589	658	720	
Nợ ngắn hạn	1.353	1.284	1.268	1.315	
+ Vay và nợ dài hạn	53	192	112	31	
+ Phải trả dài hạn	64	63	63	63	
Nợ dài hạn	116	255	174	94	
Tổng nợ	1.469	1.539	1.442	1.409	
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	
+ Thặng dư	2.190	2.344	2.344	2.344	
+ Vốn điều lệ	1.599	1.676	1.676	1.676	
+ LN chưa phân phối	877	1.097	1.336	1.579	
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	35	35	35	35	
Vốn chủ sở hữu	4.045	5.000	5.239	5.482	
Tổng cộng nguồn vốn	5.515	6.539	6.681	6.891	

Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	967	829	1.753	1.787	
Lợi nhuận sau thuế	354	467	478	487	
+ Khấu hao lũy kế	215	190	202	222	
+ Thay đổi vốn lưu động	71	-65	11	3	
+ Điều chỉnh khác	10	0	0	0	
Tiền từ hoạt động KD	650	592	691	712	
+ Chi mua sắm TSCĐ	-223	-191	-180	-160	
+ Đầu tư khác	109	-2	0	0	
Tiền từ đầu tư	-253	-189	-206	-179	
+ Cổ tức đã trả	-312	-233	-239	-243	
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	0	0	0	0	
Tiền từ hoạt động TC	-535	521	-450	-374	
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-138	923	35	159	
Tiền cuối năm	829	1.753	1.787	1.947	

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 HOÃN	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 giá 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

Trường phòng cao cấp

Tôn Minh Phương, ext 146

phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Doãn Hải Phượng, ext 171

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ, ext 120

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh, ext 173

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 Huy Quang

+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
12/12/2013	NĂM GIỮ	51.000	45.000
30/08/2013	MUA	51.000	62.400
13/05/2013	MUA	50.000	62.400
21/02/2013	NĂM GIỮ	46.000	45.200
16/11/2012	NĂM GIỮ	37.300	40.700
11/10/2012	NĂM GIỮ	31.900	34.800