

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

Giá hiện tại 145.000 VND
Giá mục tiêu 164.000 VND
TL tăng 13,1%
Tỷ suất cổ tức 2,6%

Hàng tiêu dùng

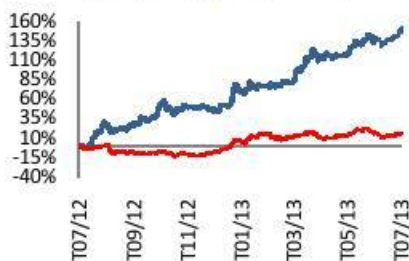
Giá trị vốn hóa 5.650,3 triệu USD
 SL cổ phiếu lưu hành 833,9 triệu
 Mức cao nhất 52 tuần 145.000 VND
 Mức thấp nhất 52 tuần 56.000 VND

GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua 1,8 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 45,05%
 F&N Dairy investment 9,53%
 Deutsche Bank 6,00%
 EPSOM limited 0,37%

So sánh diễn biến cổ phiếu VNM với VNI



KQLN 6 tháng đầu năm như dự báo, quản trị hàng tồn kho tốt giúp lợi nhuận biên cao

Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu của VNM tăng 14,1% trong khi lợi nhuận ròng tăng mạnh 21,6% nhờ doanh thu từ thị trường trong nước tăng 21,3%. Biên lợi nhuận gộp đạt 37,3%, mức cao nhất trong 3 năm qua nhờ cơ cấu danh mục sản phẩm có thêm các sản phẩm cao cấp, mang lại biên lợi nhuận cao hơn và quản lý chi phí đầu vào hiệu quả hơn. KQLN 6 tháng đầu năm cho thấy tăng trưởng lợi nhuận của Vinamilk phù hợp với ước tính của chúng tôi là trong ba năm tới, tăng trưởng mỗi năm bình quân đạt 16%. Chúng tôi vẫn tin tưởng vào VNM về mặt đầu tư dài hạn. Hiện VNM đang giao dịch tại mức PER 17 lần trong năm 2013 và PER 15 lần năm 2014. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **THÊM VÀO** với giá mục tiêu 12 tháng là 164.000 đồng/cổ phiếu.

KQLN Quý 2

Trong Quý 2, doanh thu của VNM đạt 8.100 tỷ đồng (tăng 14,5% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận ròng đạt 1.800 tỷ đồng (tăng 22,2%), phù hợp với dự báo tăng trưởng của chúng tôi dành cho công ty. Trong Quý 2, biên lợi nhuận gộp tăng một phần nhờ VNM mua được bột sữa nguyên liệu với giá thấp hơn. Bên cạnh đó, nhu cầu các sản phẩm sữa trên thị trường trong nước ở mức cao, nhất là sữa bột, giúp Vinamilk duy trì mức tăng trưởng mạnh và tăng biên lợi nhuận gộp trong Quý 2.

Biên lợi nhuận dài hạn tỏ ra tích cực

Nhờ cơ cấu sản phẩm có sự chuyển dịch sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn và lợi thế về quy mô, biên lợi nhuận gộp dài hạn được cải thiện và theo ước tính của chúng tôi sẽ tăng từ 32% lên 34% trong dài hạn. Quản lý hàng tồn kho hiệu quả cho phép VNM hạn chế tác động của việc giá nguyên liệu lên xuống thất thường.

Định giá Vinamilk

KQLN 6 tháng đầu năm của VNM phù hợp với dự báo của chúng tôi. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 12 tháng dành cho VNM là 164.000 đồng/cổ phiếu. Mức giá này được tính toán dựa trên phương pháp PER 20 lần EPS 2013 và phương pháp chiết khấu dòng tiền với hệ số lần lượt là 30% và 70%.

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 chia cho cổ đông công ty mẹ (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 sau điều chỉnh(%)	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 sau điều chỉnh (lần)	25,7	19,1	15,8	13,6	12,1
PBR sau điều chỉnh (lần)	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

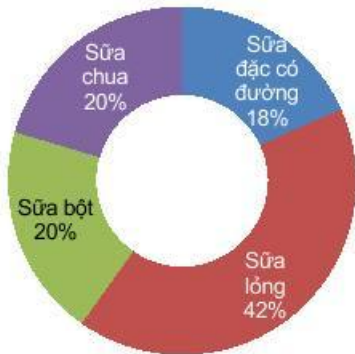
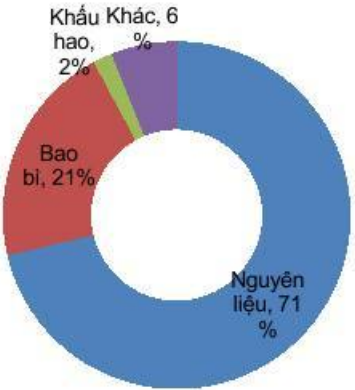
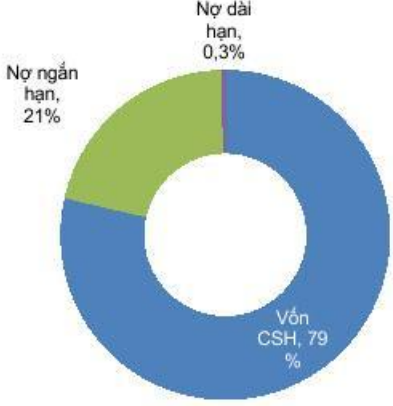
Lĩnh vực kinh doanh Sản xuất các sản phẩm từ sữa và nước giải khát.
Doanh thu 1,3 tỷ USD, thị phần ước đạt 50% (2012)
Lợi nhuận ròng 279 triệu USD (2012)

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 & TGD)

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	Cơ cấu lợi nhuận gộp																					
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Sản phẩm</th> <th>Biên LN gộp</th> <th>Tỷ lệ trong LN gộp</th> </tr> </thead> <tbody> <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> </tbody> </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

- Kết quả 6 tháng
- Dự báo KQLN
- Định giá

KQLN 6 tháng đầu năm 2013

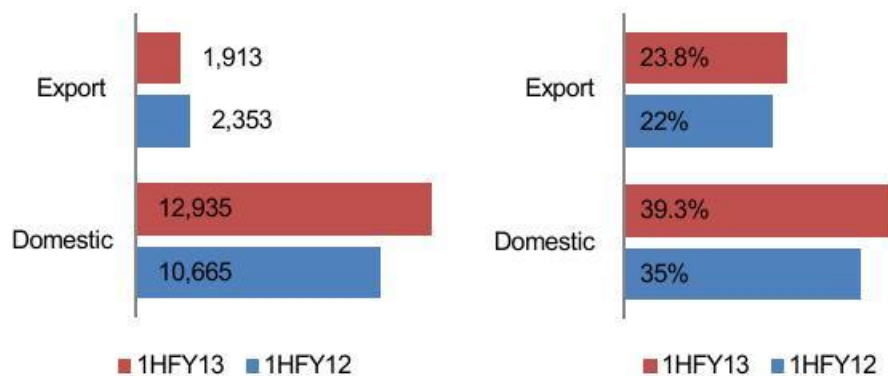
Doanh thu 6 tháng đầu năm của VNM tăng 14,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp của VNM trong 6 tháng đầu năm tăng nhờ đối phó thành công với việc giá nguyên liệu biến động thất thường với chính sách quản lý hàng tồn kho hiệu quả và nhờ doanh thu từ thị trường trong nước tăng trưởng mạnh (21,3%), có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với doanh thu xuất khẩu (39,3% so với 23,8%). Kết quả này có được 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, VNM sẽ có đủ sản lượng để xuất khẩu trong nửa cuối năm. Cuối cùng, chúng tôi ước tính VNM mua sữa bột gầy tại mức giá 3.245 USD/tấn trong khi giá trung bình trong 6 tháng đầu năm là 4.523 USD/tấn.

Biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến, biên lợi nhuận dài hạn tỏ ra tích cực.

Cơ cấu sản phẩm đang dịch chuyển sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn. Với danh mục sản phẩm ngày càng được cải thiện, các sản phẩm giá trị gia tăng cao lần lượt được tung ra thị trường như sữa chua probi, sữa có bổ sung vitamin và khoáng chất, đã giúp tăng cường biên lợi nhuận gộp. Với nhà máy Dielac 2 đi vào hoạt động với công nghệ được hiện đại, nhu cầu sữa bột VNM tăng mạnh, nhất là sản phẩm Optimum (dành cho trẻ em).

Giá nguyên liệu thấp mà VNM đã chốt theo hợp đồng trước đó cũng giúp biên lợi nhuận tăng. Chúng tôi ước tính giá nguyên liệu trung bình trong Quý 1 là 3.164 USD/tấn, trong Quý 2 là 3.325 USD/tấn (thấp hơn so với ước tính của chúng tôi là 3.425 USD/tấn), tăng 5%. Tuy nhiên, giá nguyên liệu vẫn thấp hơn nhiều so với giá trung bình là 5.394 USD/tấn. Giá bán trung bình tăng 7% trong tháng hai cũng phần nào giúp công ty đối phó với tác động từ việc nguyên liệu tăng giá.

Hình 1: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp từ thị trường trong nước và xuất khẩu



Nguồn: Báo cáo tài chính của VNM

Nhà máy sữa Việt Nam đi vào hoạt động vào cuối tháng tám sẽ giúp tăng gấp đôi công suất sữa nước.

Vinamilk dự kiến sẽ đưa Nhà máy sữa Việt Nam đi vào hoạt động trong tháng tám. Với công nghệ hiện đại và tổng chi phí đầu tư lên đến 2.349 tỷ đồng, nhà máy sẽ đóng góp thêm 400 triệu lít sữa nước vào công suất của VNM, là cơ sở để phát triển các sản phẩm với giá trị gia tăng nhiều hơn trong tương lai. Sau Nhà máy Dielac 2 và Nhà máy sữa Việt Nam, Vinamilk

không có kế hoạch đầu tư tài sản cố định nào trong ngắn hạn. Với dòng tiền hiện tại mạnh, chúng tôi cho rằng VNM có thể tăng cổ tức. Vinamilk dự kiến trả tỷ lệ cổ tức là 50% (ĐHCĐ 2013 đã thông qua mức cổ tức 3.400 đồng/cổ phiếu).

Phân tích bảng cân đối kế toán

ĐẦU TƯ XÂY DỰNG CƠ BẢN

Hình 2: Kế hoạch đầu tư xây dựng cơ bản của Vinamilk

CAPEX	Tổng chi phí (tỷ đồng)	Giải ngân 2012 (tỷ đồng)	Giải ngân năm 2013	Giải ngân từ 2014-2016
Nhà máy sữa Việt Nam	2.349	1.683	654	12
Nhà máy Dielac 2	1.906	1.438	400	68
Nhà máy sữa Đà Nẵng	418	362	14	43
Nhà máy 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 chi nhánh, nhà kho	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 tất nhà máy Dielac 2. Theo dự kiến, Nhà máy Sữa Việt Nam sẽ được hoàn tất vào cuối tháng 08/2013. Với hai nhà máy này, VNM sẽ tăng gấp đôi công suất sữa bột và sữa nước hiện tại. Sau năm 2013, VNM không có kế hoạch đầu tư xây dựng cơ bản nào đáng kể ngoài đầu tư vào vận chuyển và đầu tư theo chiều dọc vào nông trại bò sữa, với chi phí 2.336 tỷ đồng trong giai đoạn 2014-2016.

Dự báo KQLN do VCSC đưa ra

Hình 3: Dự báo KQLN do VCSC đưa ra

	2012A	2013	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	26.562	32.985	24,2%	Giá bán dự kiến sẽ tăng 12%
Lợi nhuận gộp	9.077	11.163	23,0%	Biên lợi nhuận gộp giảm 34,2% xuống 33,8%.
Lợi nhuận từ HĐKD	6.206	7.693	23,9%	
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	727	839		Đầu tư dài hạn
Lợi nhuận trước thuế	6.930	8.539	23,3%	
Lợi nhuận sau thuế	5.819	7.002	20,3%	Thuế suất tăng từ 16% lên 18%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Doanh thu tăng mạnh chủ yếu nhờ sản lượng bán ra tại các sản phẩm chính tăng.

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

Cuối cùng, giá nguyên liệu ở mức cao sẽ khiến biên lợi nhuận gộp giảm. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp 6 tháng cuối năm 2013 sẽ giảm, qua đó biên lợi nhuận của cả năm chỉ còn 33,8% (thấp hơn 0,4% so với năm 2012). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan do Nhà máy

Dielac 2 và Nhà máy sữa Việt Nam, với công nghệ hiện đại, có thể giúp VNM nâng cao cơ cấu sản phẩm, cũng như giữ biên lợi nhuận dài hạn an toàn tại mức 34%.

Định giá

Chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá là phối hợp 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 cho Vinamilk tại mức 164.000 đồng/cổ phiếu.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Hình 4: 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%
FCFF	118.913	126.987	138.493
Giá trị từng cổ phiếu	142.589	152.271	166.067

Nguồn: Dự báo của VCSC

P/E và P/B

Hình 5: 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%	13%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 6: 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	9.111	19,7	22,3	69,5	20,9	47,8	26,8	n/a	n/a
INNER MONG YIL-A	Trung Quốc	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	Ý	5.465	4,4	3,7	5,0	3,9	21,6	1,0	18,9	17,5
VIET NAM DAIRY P	Vietnam	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	Mỹ	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

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	6.676	8.125	na	na	14.801
LN gộp	2.456	3.100	na	na	5.556
Biên LN gộp (%)	36,8%	38,2%	na	na	37,5%
LN từ hoạt động	1.749	2.071	na	na	3.820
Biên LN hoạt động (%)	26,2%	25,5%	na	na	25,8%
LN ròng	1.531	1.822	na	na	3.353
Biên LN ròng (%)	22,9%	22,4%	na	na	22,7%

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 KQLN

	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	32.985	38.649	45.374
- Giá vốn hàng bán	-17.485	-21.823	-25.609	-29.821
Lợi nhuận gộp	9.077	11.163	13.040	15.553
- Chi phí bán hàng	-2.346	-2.877	-3.234	-3.771
- Chi phí quản lí DN	-525	-593	-657	-731
LN thuần HĐKD	6.206	7.693	9.149	11.052
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	66	66	66	66
- Lợi nhuận khác	661	780	768	907
EBIT	6.933	8.539	9.982	12.024
- Chi phí lãi vay	-3	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	6.930	8.539	9.982	12.024
- Thuế TNDN	-1.110	-1.537	-1.797	-2.867
LNST	5.819	7.002	8.185	9.157
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	5.819	7.002	8.185	9.157
EBITDA	7.457	9.421	10.870	12.918
Số CP lưu hành (triệu)	695	834	834	834
EPS	8.373	8.396	9.815	10.980

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 bẫy 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
Khả năng TT lãi vay	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 chênh lệch 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

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
03/06/2013	THÊM VÀO	133.000	149.000
19/12/2012	MUA	84.500	106.000