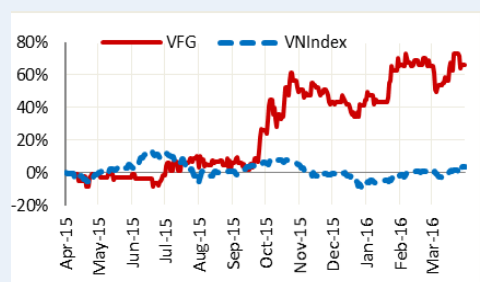


Ngày:	27/4/2016		<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016F</u>
Giá hiện tại:	63.500 VND	Tăng trưởng DT	11.6%	7.3%	15.0%
Lợi suất cổ tức:	4.6%	Tăng trưởng	52.6%	12.9%	2.2%
Ngành:	Nông dược	Biên LN gộp	29.3%	26.3%	26.2%
GT vốn hóa:	1,135.8 tỷ VND	Biên LN ròng	5.4%	6.9%	6.7%
Room NN:	6.0 triệu cp				
GTGD trung bình (30 phiên):	3.8 tỷ VND	EPS cơ bản	7,683	8,675	8,865
Sở hữu nhà nước:	0%	EPS điều chỉnh (*)	6,096	7,277	7,437
SLCP lưu hành	17.6 triệu cp	P/E	8.3x	7.3x	7.2x
SLCP lưu hành pha loãng	17.6 triệu cp	Cổ tức/CP	2,500	3,000	2,000



CTCP Khử trùng Việt Nam (VFC) kinh doanh các sản phẩm nông dược, giống cây trồng và dịch vụ khử trùng. Công ty phân phối các sản phẩm nông dược nhập khẩu có chất lượng cao và đồng thời có nhà máy pha chế và đóng gói. VFC có vị thế cạnh tranh tốt, năng lực tài chính vững mạnh và đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng quy mô.

	CT cùng		
	<u>VFG</u>	<u>ngành</u>	<u>VNI</u>
P/E (trượt)	7.3x	8.6x	12.5x
P/B (hiện tại)	1.6x	1.3x	1.2x
Nợ ròng/vốn CSH	0.00	0.30	N/A
ROE	21.1%	13.2%	13.9%
ROA	10.8%	8.4%	2.5%

(*) Điều chỉnh cho thù lao của HĐQT và quỹ khen thưởng phúc lợi cho nhân viên.

Phân tích kỹ thuật

Ngưỡng kháng cự ngắn hạn:	68,500
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn:	63,000
Xu hướng ngắn hạn (1-3 tháng):	TĂNG
Ngưỡng kháng cự trung hạn:	68,500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn:	57,000
Xu hướng trung hạn (3-6 tháng):	TĂNG

Trâm Lê
Chuyên viên cao cấp
tram.le@vcsc.com.vn
+848 3914 3588 ext. 194

Tăng trưởng ổn định trên nền tảng tốt

VFC là thương hiệu nông dược có uy tín, chuyên về các sản phẩm chất lượng cao. VFC chuyên thực hiện gia công đóng gói và phân phối các sản phẩm thuốc bảo vệ thực vật từ các tập đoàn, công ty quốc tế hàng đầu thế giới. Ngoài phân phối các thương hiệu lớn, VFC còn có 1 nhà máy pha chế và đóng gói nông dược tại Khu công nghiệp Lê Minh Xuân, Tp.HCM với công suất khoảng 3.000 tấn/năm.

Năm 2015 tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ những cải thiện về mặt quản lý. Doanh thu thuần năm 2015 đạt 2.020 tỷ đồng, tăng trưởng 7.3%; trong khi đó lợi nhuận sau thuế đạt 139 tỷ đồng, tăng trưởng 37% so với năm trước. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do mảng nông dược (có biên lợi nhuận thấp hơn) tăng trưởng mạnh hơn so với các mảng kinh doanh khác. Các khoản chi phí bán hàng, chi phí quản lý, chi phí lãi vay và thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn năm trước góp phần giúp lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh hơn.

Hệ thống phân phối mạnh, tập trung chủ yếu ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. VFC hiện có 16 chi nhánh khắp cả nước. Tuy nhiên thị trường tiêu thụ chủ yếu tập trung ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long với tỷ trọng 85% doanh số.

Đã khởi công xây dựng nhà máy mới cho mục tiêu tăng gấp đôi doanh thu. Nhà máy pha chế và đóng gói nông dược với công suất 9.500 tấn/năm, dự kiến sẽ hoàn tất việc xây dựng và đưa vào vận hành trong quý 2 năm sau. Nhà máy mới sẽ là động lực tăng trưởng chính cho mục tiêu doanh thu hơn 4.000 tỷ đồng đến năm 2020.

Thị trường nông dược vẫn rất rộng mở do năng lực sản xuất trong nước hiện tại chỉ đáp ứng phần nhỏ nhu cầu tiêu thụ. Quy mô thị trường thuốc BVTV hiện khoảng 165-170 nghìn tấn, trong đó sản xuất trong nước chỉ đạt khoảng 40 nghìn tấn. Ảnh hưởng của biến đổi khí hậu, xu hướng tăng cường thâm canh, sản xuất nông nghiệp đang và sẽ tiếp tục được thúc đẩy... sẽ thúc đẩy tiêu thụ trong nước tiếp tục gia tăng. Ngoài ra, các rào cản kỹ thuật khi xuất khẩu nông sản sẽ tác động tích cực đến nhu cầu sử dụng các sản phẩm nông dược có chất lượng cao.

Sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong năm nay. EPS 2016 ước tính sẽ đạt 7.437 đồng/cổ phiếu. Tại mức giá đóng cửa ngày 27/4/2016, cổ phiếu VFG đang giao dịch với mức P/E là 7.2 lần và P/B là 1.4 lần, lợi suất cổ tức 4.6%.

Nhìn lại năm 2015: Tiếp tục tăng trưởng ổn định

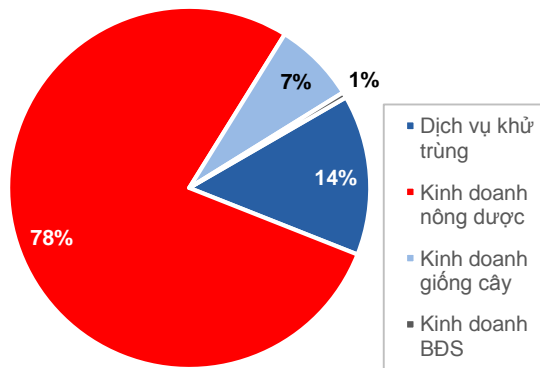
VFC là thương hiệu nông dược có uy tín, chuyên về các sản phẩm chất lượng cao.

Hoạt động kinh doanh chính của VFC gồm 3 nhóm là nông dược và giống cây trồng, dịch vụ khử trùng và cho thuê bất động sản, trong đó kinh doanh nông dược và giống cây trồng là hoạt động chủ lực. Công ty đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá ổn định với mức tăng trưởng CARG lần lượt là 14% và 8% trong 5 năm qua.

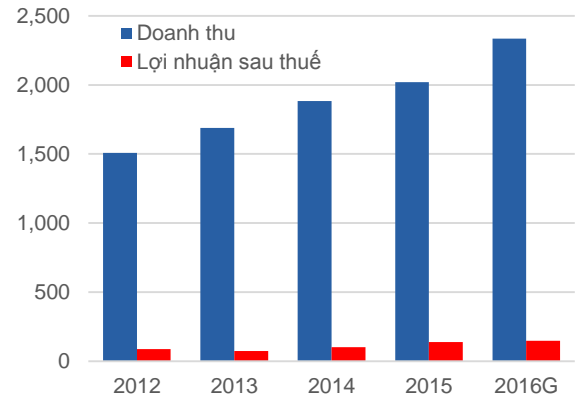
VFC chuyên thực hiện gia công đóng gói và phân phối các sản phẩm thuốc bảo vệ thực vật từ các tập đoàn, công ty quốc tế hàng đầu thế giới như Syngenta, Itochu Chemical Frontier, Summit Agro, Makhteshim Agan, DuPont, FMC... Công ty có lợi thế là đối tác truyền thống có quy mô lớn và có uy tín, do vậy nguồn nguyên liệu nhập khẩu được đảm bảo ổn định và thuận lợi hơn về giá cả và thời gian trả nợ. Ngoài phân phối các thương hiệu lớn, VFC còn có 1 nhà máy pha chế và đóng gói nông dược tại Khu công nghiệp Lê Minh Xuân, Tp.HCM với công suất khoảng 3.000 tấn/năm.

Thương hiệu VFC gắn liền với sản phẩm có chất lượng cao. Xét về năng lực cạnh tranh của các thương hiệu trong nước, các sản phẩm mang thương hiệu VFC chỉ đứng sau thương hiệu của Tập đoàn Lộc Trời (trước là CTCP Bảo vệ thực vật An Giang). Các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc (là nguồn cung lớn nhất của thị trường nông dược Việt Nam với tỷ trọng gần 50%) thuộc phân khúc giá rẻ hơn, chất lượng thấp hơn.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu



Hình 2: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận



Nguồn: VFC

VFC cũng là nhà cung cấp dịch vụ khử trùng đầu tiên tại Việt Nam. Công ty thực hiện các dịch vụ khử trùng cho các sản phẩm nông sản xuất và nhập khẩu, pallet gỗ, container rỗng và các nguyên liệu sản xuất thức ăn gia súc. VFC hiện là thành viên của Hiệp hội khử trùng quốc tế IMFO.

Năm 2015 tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ những cải thiện về mặt quản lý.

Doanh thu thuần năm 2015 đạt 2.020 tỷ đồng, tăng trưởng 7.3%; trong khi đó lợi nhuận sau thuế đạt 139 tỷ đồng, tăng trưởng 37% so với năm trước. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do mảng nông dược (có biên lợi nhuận thấp hơn) tăng trưởng mạnh hơn so với các mảng kinh doanh khác. Các khoản chi phí bán hàng và chi phí quản lý được quản lý tốt hơn năm trước nhờ ứng dụng phần mềm quản lý mới, chi phí lãi vay giảm do Công ty đã trả hết nợ vay và đồng thời chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp cũng thấp hơn năm trước, đã góp phần giúp lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh hơn.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh năm 2015

(tỷ VND)	2014A	2015A	Tăng trưởng
Doanh thu	1,883	2,020	7.3%
Lợi nhuận gộp	552	532	-3.7%
Biên lợi nhuận gộp	29.3%	26.3%	
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	413	353	-14.5%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	154	185	19.9%
Lợi nhuận trước thuế	148	180	21.7%

Lợi nhuận sau thuế	101	139	37.1%
EPS cơ bản (VND/cp)	7,683	8,675	12.9%
EPS điều chỉnh (VND/cp)	6,096	7,277	19.4%

Nguồn: VFG

Hệ thống phân phối mạnh, tập trung chủ yếu ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.

VFG hiện có 16 chi nhánh khắp cả nước. Tuy nhiên thị trường tiêu thụ chủ yếu tập trung ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long với tỷ trọng 85% doanh số.

Ngoài ra, VFG còn có một công ty con ở Cambodia đã hoạt động từ 2 năm nay. Cambodia là thị trường xuất khẩu nông dược chính của Việt Nam. Năm 2015 giá trị xuất khẩu thuốc BVTV sang Cambodia đạt 25.5 triệu USD, chiếm 25% tổng giá trị xuất khẩu toàn ngành.

So với các đối thủ cạnh tranh, kênh phân phối của VFG có mức độ phủ rộng đáng kể. Đây là lợi thế cạnh tranh đáng chú ý trong ngành. Mặc dù vậy, yếu tố tích hợp dọc trong chuỗi sản phẩm cung ứng của VFG không thật sự mạnh như CTCP Bảo vệ thực vật An Giang khiến cho lợi thế cạnh tranh của Công ty thấp hơn một cách tương đối so với thương hiệu này.

Stt	Công ty	Chi nhánh	Đại lý cấp 1
1	Tập đoàn Lộc Trời (CTCP Bảo vệ thực vật An Giang)	25	500
2	CTCP Khử trùng Việt Nam	16	450
3	CTCP Bảo vệ thực vật Sài Gòn	15	n/a
4	CTCP Nông dược HAI	13	341
5	CTCP Thuốc sát trùng Cần Thơ	n/a	60

Nguồn: nongnghiepmarketing.com

Năng lực tài chính vững mạnh.

VFG hiện không sử dụng nợ vay. Công ty có vay nợ ngắn hạn nhằm cân đối nguồn vốn lưu động tạm thời, và đã trả hết trong năm qua.

VFG sử dụng nguồn tài trợ từ các nhà cung cấp và sau đó cấp tín dụng lại cho các đại lý. Lợi thế về quy mô và uy tín cao cho phép VFC có thời gian trả nợ lâu là một lợi thế; đồng thời Công ty cũng quản trị nợ phải thu bằng cách giới hạn tỷ lệ nợ của 1 đại lý không quá 10% và thực hiện giám sát thường xuyên.

Năng lực tài chính tốt là một lợi thế cho phép VFG thuận lợi hơn trong việc mở rộng thị phần bằng cách gia tăng cấp tín dụng cho đại lý (mặc dù điều này đi kèm rủi ro thanh toán).

Đối với dự án mới đang triển khai, chúng tôi nhận thấy VFC hoàn toàn có thể tự tài trợ cho dự án mà không cần sử dụng vốn vay ngân hàng.

Triển vọng năm 2016: Xây dựng nhà máy mới cho mục tiêu tăng trưởng gấp đôi doanh thu

Đã khởi công xây dựng nhà máy mới cho mục tiêu tăng gấp đôi doanh thu.

VFG vừa khởi công xây dựng nhà máy thứ 2 tại Khu công nghiệp Thái Hòa, Long An. Nhà máy pha chế và đóng gói nông dược với công suất 9.500 tấn/năm, dự kiến sẽ hoàn tất việc xây dựng và đưa vào vận hành trong quý 2 năm sau. Chi phí đầu tư ước tính cho dự án này là 150 tỷ đồng (không bao gồm chi phí đất) và sẽ được tài trợ hoàn toàn bằng nguồn vốn chủ sở hữu sẵn có. Thời gian hoàn vốn ước tính là 4 năm 5 tháng.

VFG dự kiến sẽ vẫn duy trì chiến lược chú trọng phát triển các sản phẩm chất lượng cao gắn liền với thương hiệu VFC từ trước tới nay. Tuy nhiên, Công ty cũng sẽ phát triển thêm các sản phẩm thuộc phân khúc giá trung bình nhằm mở rộng hơn nữa thị trường tiêu thụ. Nhà máy mới sẽ là động lực tăng trưởng chính cho mục tiêu doanh thu hơn 4.000 tỷ đồng đến năm 2020.

Ngoài ra, trong chiến lược phát triển thêm một số thị trường tiềm năng, VFG dự kiến sẽ đầu tư xây kho chứa thuốc và hạt giống cho các tỉnh phía Bắc trong năm nay. VFG cũng lên kế hoạch sẽ phát triển thêm giống bắp biến đổi gen vốn có nhiều ưu thế phát triển hiện tại.

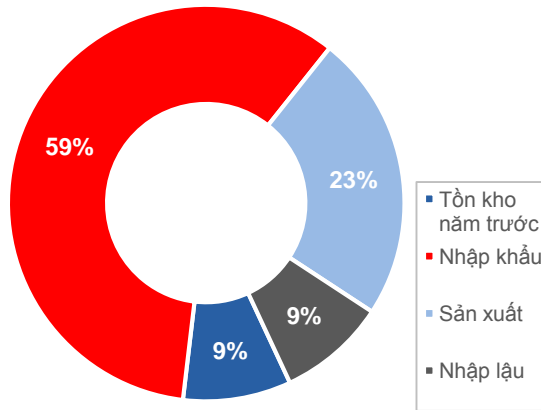
Thị trường nông dược vẫn rất rộng mở do năng lực sản xuất trong nước hiện tại chỉ đáp ứng phần nhỏ nhu cầu tiêu thụ.

Các năm gần đây thị trường thuốc bảo vệ thực vật Việt Nam đã tăng trưởng trung bình khoảng 12%/năm do xu hướng tăng cường thâm canh sản xuất nông nghiệp. Năm 2016, bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn dự báo sản lượng tiêu thụ thuốc BVTV có thể tăng 8%, trong khi đó giá nông dược trong nước có thể sẽ tăng nhẹ 3%-5%.

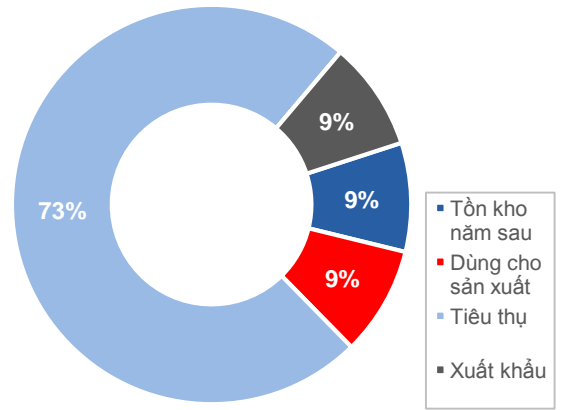
Quy mô thị trường thuốc BVTV hiện khoảng 165-170 nghìn tấn, trong đó sản xuất trong nước chỉ đạt khoảng 40 nghìn tấn. Mặc dù diện tích đất nông nghiệp đang giảm đi, tuy nhiên chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của biến đổi khí hậu sẽ khiến nhu cầu sử dụng nông dược tăng cao hơn; ngoài ra xu hướng tăng cường thâm canh, sản xuất nông nghiệp đang và sẽ tiếp tục được thúc đẩy, ... sẽ góp phần thúc đẩy tiêu thụ trong nước tiếp tục gia tăng.

Hiện nay danh mục thuốc BVTV được phép sử dụng trong nước đang ở mức cao (hiện đã lên tới 1.752 hoạt chất, trong khi các quốc gia như Thái Lan, Trung Quốc, Malaysia chỉ khoảng 400-600). Lượng sử dụng thuốc BVTV tăng cao gây lo ngại cho sản phẩm xuất khẩu và tiêu dùng, nên nhiều khả năng việc sử dụng thuốc BVTV sẽ bị các cơ quan quản lý thắt chặt hơn, đặc biệt là các sản phẩm kém chất lượng. Thực tế các năm gần đây đã có sự chuyển dịch nhẹ từ nhập khẩu Trung Quốc sang các nước Nhật Bản, Singapore, Hàn Quốc... Chúng tôi cho rằng các rào cản kỹ thuật khi xuất khẩu nông sản sẽ khiến nông dân điều chỉnh thói quen tiêu dùng nông dược, hướng đến sử dụng các sản phẩm có thương hiệu, có chất lượng tốt hơn. Điều này sẽ tác động tích cực đến nhu cầu sử dụng các sản phẩm nông dược có chất lượng cao.

Hình 3: Nguồn cung thuốc BVTV 2016



Hình 4: Nhu cầu tiêu thụ thuốc BVTV 2016



Nguồn: Agroinfo

Sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong năm nay.

VFG đặt kế hoạch doanh thu tăng 15.6% và lợi nhuận sau thuế tăng 5.4%. Mức chi trả cổ tức cho năm 2015 là 30% (đã tạm ứng 20% trong năm 2015) và cổ tức năm 2016 ít nhất là 20%. Công ty kỳ vọng sự cải tiến trong chính sách bán hàng và quản lý kênh phân phối sẽ tiếp tục được phát huy hiệu quả trong năm nay, đồng thời sẽ phát triển thêm phân khúc sản phẩm giá trung bình (VFC hiện tại chủ yếu tập trung vào phân khúc sản phẩm chất lượng cao) để tiếp cận gần hơn với nhu cầu tiêu dùng của nông dân.

Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng doanh thu 15% là hoàn toàn khả thi do đánh giá cao của chúng tôi về uy tín của Ban điều hành và đồng thời nhu cầu toàn thị trường trong năm 2016 sẽ tiếp tục tăng trưởng (theo ước tính của Bộ NN&PTNT, sản lượng tiêu thụ toàn ngành ước tăng 8% và giá sẽ tăng nhẹ 3%-5%). VFG có thể đạt tăng trưởng lợi nhuận sau thuế khoảng 13% do biên lợi nhuận có thể giảm nhẹ do ảnh hưởng tăng tỷ giá USD/VND (do VFG nhập khẩu nguyên liệu và hàng hóa). EPS 2016 ước tính đạt 7.437 đồng/cổ phiếu, tăng nhẹ so với năm trước. Tại mức giá đóng cửa ngày 27/4/2016, cổ phiếu VFG đang giao dịch với mức P/E là 7.2 lần và P/B là 1.4 lần, lợi suất cổ tức hiện tại là 4.6%.

VFG sẽ bán ưu đãi 74.110 cổ phiếu quỹ với giá 10.000 VND cho nhân viên theo chương trình ESOP đã được duyệt trong thời gian sắp tới đây.

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh 2016

(tỷ VND)	2015A	2016G	2016F	2016F/ 2015A	Chú thích
Doanh thu	2,020.0	2,336.0	2,323.0	+15.0%	Sản lượng tiêu thụ toàn ngành có thể tăng 8%, giá tăng nhẹ 3%-5%
Lợi nhuận gộp	531.7		609.1	+14.6%	
Chi phí bán hàng	294.8		339.0	+15.0%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	58.4		67.1	+15.0%	
EBIT	185.0		203.0	+9.7%	
Chi phí lãi vay	5.3		5.0	-5.3%	Hiện tại VFG không vay nợ.
Lợi nhuận trước thuế	179.7	185.0	198.0	+10.2%	
Lợi nhuận sau thuế	139.2	146.5	156.8	+12.7%	
Lợi nhuận sau thuế của cổ đồng công ty mẹ	139.2	146.5	156.8	+12.7%	
EPS (VND/cp)	8,675	8,319	8,865	+2.2%	
EPS điều chỉnh (VND/cp)	7,277		7,437	+2.2%	
% Lợi nhuận gộp	26.3%		26.2%		Biên lợi nhuận giảm nhẹ do ảnh hưởng tỷ giá USD/VND
% Chi phí bán hàng	14.6%		14.6%		
% Chi phí quản lý doanh nghiệp	2.9%		2.9%		

Bảng 3: So sánh với các công ty cùng ngành khác

(tỷ VND)	Mã CP	Vốn hóa	Doanh thu 2015	Y-o-Y %	LNST 2015	Y-o-Y %	D/E	ROE	P/E trailing 12M	P/B trailing 12M	Sản phẩm
CTCP Nông dược H.A.I	HAI	586.5	1,819	103%	74	91%	0.33	6.6%	5.5	0.5	Thuốc bảo vệ thực vật
CTCP Giống cây trồng trung ương	NSC	1,437.1	1,363	79%	157	27%	0.27	18.3%	10.3	1.8	Thuốc bảo vệ thực vật
CTCP Vật tư kỹ thuật Nông nghiệp Cần Thơ	TSC	1,284.5	1,185	148%	113	82%	0.05	11.4%	8.1	0.8	Thực phẩm, thuốc bảo vệ thực vật, giống cây trồng
CTCP Bảo vệ thực vật Sài Gòn	SPC	238.0	894	-1%	28	30%	0.53	14.4%	8.5	1.5	Thuốc bảo vệ thực vật, giống cây trồng
CTCP Giống cây trồng Miền Nam	SSC	686.8	595	-12%	46	-46%	0.27	15.6%	12.3	1.9	Giống cây trồng
CTCP Thuốc sát trùng Cần Thơ	CPC	92.2	195	-8%	11	1%	0.36	14.8%	6.9	1.1	Giống cây trồng
Trung bình		720.8		52%		31%	0.30	13.2%	8.6	1.3	
CTCP Khử trùng Việt Nam	VFG	1,135.8	2,020	7%	139	37%	0.00	21.1%	7.3	1.6	

Nguồn: Bloomberg

Phân tích kỹ thuật

Nhận định:

Đồ thị giá liên tục thử thách mức kháng cự 68,500. Trong ngắn hạn, xung lực và dòng tiền có dấu hiệu suy yếu và đồ thị giá đang bước vào nhịp điều chỉnh ngắn hạn với mức hỗ trợ gần nhất là 63,000.

Theo hệ thống chỉ báo kỹ thuật, chúng tôi cho rằng rủi ro trung hạn có dấu hiệu gia tăng cho nên đồ thị giá khó có thể vượt được mức kháng cự 68,500.

Hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi vẫn duy trì mức TĂNG xu hướng ngắn hạn và xu hướng trung hạn với các mức hỗ trợ tương ứng là 63,000 và 57,000.

Khuyến nghị:

Rủi ro trung hạn có dấu hiệu tăng và lực cầu có suy yếu cho nên chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư trung hạn nên bán ra ở mức giá hiện tại.

Tính đến ngày 25/4/2016	(VND/ cổ phiếu)
Chu kỳ phân tích ngắn hạn	1-3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	68,500
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	63,000
Xu hướng ngắn hạn	TĂNG
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	68,500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	57,000
Xu hướng trung hạn	TĂNG



Nguồn: VCSC

Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH (VNDbn)	2013A	2014A	2015A
Doanh thu	1,688	1,883	2,020
Giá vốn hàng bán	-1,175	-1,331	-1,488
Lợi nhuận gộp	513	552	532
Chi phí bán hàng	-298	-330	-295
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-80	-83	-58
Lợi nhuận HĐKD (EBIT)	139	154	185
Doanh thu tài chính	4	15	6
Chi phí tài chính	-8	-7	-5
Trong đó, chi phí lãi vay	-8	-7	-5
Lãi/lỗ từ liên kết, liên doanh			
Thu nhập từ hoạt động khác			
Lợi nhuận trước thuế	131	148	180
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-57	-46	-41
LNST trước CĐTS	74	101	139
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS	74	101	139
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	74	101	139
EBITDA	154	168	198
EPS cơ bản, báo cáo, VND	5,033	7,683	8,675
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5,033	6,096	7,277
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	5,033	6,096	7,277

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013A	2014A	2015A
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	12.0%	11.6%	7.3%
Tăng trưởng EBIT	-8.8%	10.8%	19.9%
Tăng trưởng LNNT	1.0%	12.7%	21.7%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	-62.3%	52.6%	12.9%

Khả năng sinh lời	2013A	2014A	2015A
Biên lợi nhuận gộp	30.4%	29.3%	26.3%
Biên EBIT	8.2%	8.2%	9.2%
% EBITDA	9.1%	8.9%	9.8%
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	4.4%	5.4%	6.9%
ROE	13.5%	17.3%	21.1%
ROA	6.6%	8.5%	10.8%

Hiệu quả hoạt động	2013A	2014A	2015A
Số ngày tồn kho	91.4	80.5	99.3
Số ngày phải thu	53.5	83.5	92.0
Số ngày phải trả	67.5	69.8	62.9
Số ngày luân chuyển tiền	105.3	66.8	70.2

Thanh khoản	2013A	2014A	2015A
CS thanh toán hiện hành	1.5	1.5	1.7
CS thanh toán nhanh	1.0	0.9	0.9
CS thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.3
Nợ / tài sản	6.9%	0.0%	0.0%
Nợ / vốn sử dụng	12.0%	0.0%	0.0%
Nợ ròng / vốn chủ	13.7%	0.0%	0.0%
Khả năng thanh toán lãi vay	17.1	23.4	35.0

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VNDbn)	2013A	2014A	2015A
Tiền, tương đương tiền	142	113	168
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	80	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	348	393	324
Hàng tồn kho	223	364	446
Tài sản ngắn hạn khác	30	2	19
Tài sản ngắn hạn	744	952	957
Tài sản cố định, nguyên giá	163	182	180
- Khấu hao lũy kế	-60	-78	-86
Tài sản cố định, giá trị còn lại	103	104	94
Đầu tư tài chính dài hạn	10	34	46
Tài sản dài hạn khác	252	199	198
Tài sản dài hạn	364	338	338
Tổng tài sản	1,108	1,290	1,296

Phải trả ngắn hạn	217	392	358
Nợ ngắn hạn	77	0	0
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	216	247	192
Nợ ngắn hạn	510	640	550
Nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả dài hạn khác	37	37	37
Nợ dài hạn	37	37	37
Tổng nợ phải trả	547	677	586
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0
Vốn điều lệ	133	133	177
Thặng dư vốn cổ phần	71	71	27
Lợi nhuận giữ lại	358	410	506
Các quỹ thuộc vốn chủ sở hữu			
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	561	613	709
Tổng nguồn vốn	1,108	1,290	1,296

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VNDbn)	2013A	2014A	2015A
Số dư tiền đầu kỳ	88	142	113
Lợi nhuận sau thuế	74	101	139
Khấu hao trong kỳ	16	15	15
Thay đổi vốn lưu động	0	0	0
Điều chỉnh khác	156	63	-149
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	245	180	6
Chi đầu tư tài sản cố định	-18	-5	-42
Chi đầu tư	0	-90	129
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-18	-95	87
Chi cổ tức	-33	-34	-38
Tăng/giảm vốn cổ phần	0	0	0
Tăng/giảm nợ dài hạn	0	0	0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn	-140	-77	0
Dòng tiền tài chính khác	0	-3	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	-173	-114	-37
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	54	-29	55
Số dư tiền cuối kỳ	142	113	168

Source: Company financial statements, VCSC forecasts. (1) Ratios are calculated using based on reported earnings. Adjusted EPS are based on earnings normalized to exclude extraordinary profits and adjusted for provisions for contributions to employee bonus funds (5% of NPAT) according to Circular 200.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Ngọc Trâm 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 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 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 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.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành
Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thủy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120
Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp
Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thủy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Hàng tiêu dùng, Ô tô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 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.