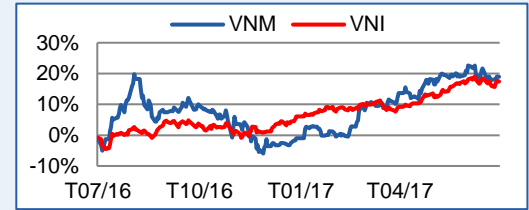


Ngành:	Sữa		2016	2017F	2018F
Giá hiện tại:	153.700VND	Tăng trưởng DT	16,8%	12,3%	11,8%
Giá mục tiêu:	158.800VND	Tăng trưởng EPS	19,9%	17,3%	4,4%
Giá mục tiêu trước đây:	155.000VND	Biên LN gộp	47,7%	47,5%	45,8%
		Biên LN ròng	20,0%	21,0%	19,6%
TL tăng:	+3.3%	EV/EBITDA	18,1x	15,7x	14,9x
Lợi suất cổ tức:	+3.8%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	24,8x	20,7x	19,5x
Tổng mức sinh lời:	+7.1%	P/E	26,4x	22,5x	21,5x



Ngày báo cáo:	07/08/2017		VNM	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	9,8 tỷ USD	P/E (trượt)	24,2x	20,3x	16,1x
Room KN:	4,4 tỷ USD	P/B (hiện tại)	9,5x	2,9x	2,3x
GTGD/ngày (30n):	5,5 tr USD	Nợ ròng/Vốn CSH	-46,9%	-4,0%	NA
Cổ phần Nhà nước:	39,3%	ROE	43,5%	10,9%	14,2%
SL cổ phiếu lưu hành	1,451tr	ROA	33,4%	4,0%	2,5%
Pha loãng hoàn toàn:	1,451tr				
PEG 3 năm	2,2				

Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty sữa Việt Nam với hơn 50% thị phần. Với hơn 30 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã thiết lập được tên tuổi với danh mục sản phẩm gồm sữa tươi, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại thức uống khác, được sản xuất và phân phối thông qua hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam.

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên Cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Thị phần trong nước tiếp tục tăng; xuất khẩu kìm hãm tăng trưởng trong ngắn hạn

- Chúng tôi giữ khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG dành cho CTCP Sữa Việt Nam (VNM) với tổng mức sinh lời 7,1%. PER trượt 12 tháng là 24 lần, cao hơn so với PER điều chỉnh của các công ty khác trong ngành, nhưng vẫn hợp lý vì VNM có các chỉ số cơ bản cao hơn.
- LNST 6 tháng đầu năm 2017 tăng 18% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ doanh thu từ thị trường trong nước tăng 17% từ việc công ty giành thêm thị phần. Tuy nhiên, xuất khẩu giảm 18% so với cùng kỳ năm ngoái do bất ổn tại Iraq.
- Chúng tôi dự báo doanh thu từ thị trường trong nước năm 2017 tăng 17%. Tích cực quảng cáo và khuyến mãi, tiếp thị hiệu quả, đầu tư vào các sản phẩm mới và trang trại bò sữa đã giúp công ty tiếp tục giành thêm thị phần.
- Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2017 sẽ giảm 0,2 điểm % (thay vì 2 điểm % như trước đây) xuống 47,5% vì chi phí giá bột sữa tỏ ra thấp hơn so với dự báo của chúng tôi trong khi cơ cấu sản phẩm có sự cải thiện.
- Chi phí bán hàng tăng chậm lại (+8% so với năm 2016), chi phí quản lý ổn định, và thuế suất giảm 1 điểm % so với năm 2016 sẽ bù đắp cho việc xuất khẩu giảm 15% và hỗ trợ LNST cả năm đạt tăng trưởng 18%.

VNM thu tóm phần lớn thị phần của thị trường sữa trong 6 tháng đầu năm. Doanh thu trong nước tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái (YoY) trong 6 tháng 2017 so với tăng trưởng 8-9% của ngành, theo Nielsen. Thị phần chung của VNM chiếm hơn 50%, đồng nghĩa với việc doanh số chung của các công ty đối thủ không tăng trưởng nhiều trong 6 tháng 2017. Việc thu tóm thị phần vẫn chưa có dấu hiệu dừng lại khi VNM có kế hoạch triển khai sản phẩm mới để tận dụng xu hướng mới nổi từ người tiêu dùng, cũng như gia tăng đầu tư vào trang trại bò sữa nhằm củng cố sức mạnh thương hiệu.

Bất ổn chính trị tại Iraq ảnh hưởng đến xuất khẩu. Iraq hiện tại đang chiếm hơn 80% xuất khẩu của VNM. Theo VNM, do các lo ngại về khoản phải thu từ nhà bán lẻ, các nhà phân phối của VNM tại Iraq đã giảm số lượng đặt hàng. Do đó, xuất khẩu trong 6 tháng 2017 giảm 18% so với 6 tháng 2016. Diễn biến này khiến chúng tôi dự phóng mức giảm 15% YoY cho xuất khẩu năm 2017 so với mức tăng 10% trong báo cáo trước đây.

Biên LN gộp trong nước ổn định một phần nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn. Biên LN gộp vẫn duy trì ổn định trong 6 tháng 2017 đạt 48,5% so với 48,6% trong cùng kỳ 2016 nhờ (1) VNM đã

chốt giá bột sữa đầu vào với giá thấp cho sản xuất đến tháng 5/2017 và (2) đóng góp tăng từ sản phẩm sữa bột và sữa chua có biên LN cao hơn. Trong khi đó, ban lãnh đạo kỳ vọng biên LN góp giảm chỉ 1-2 điểm % trong 6 tháng cuối 2017 so với 6 tháng đầu năm, tương ứng với mức tăng chi phí sữa bột cơ sở có thể không nhiều như dự kiến. Do đó, chúng tôi nâng dự phóng biên LN góp chung 2017 lên 47,5% từ mức 45,3% hiện tại.

Chi phí A&P (Quảng cáo & Khuyến mãi), G&A (Hành chính & Quản lý) và thuế suất thấp hơn cùng có lợi nhuận 2017. Tích cực ghi nhận chi phí A&P trong quý 4/2016 và sức mạnh tài chính thống trị so với các đối thủ khác khiến chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng theo phần trăm doanh thu sẽ giảm 0,9 điểm % so với 2016 đạt 22,1% trong năm 2017. Ngoài ra, KQKD 6 tháng 2017 cho thấy mức G&A thấp hơn dự báo do chi phí dịch vụ bên ngoài được kiểm soát tốt. Ngoài ra, mức thuế suất thực tế cũng thấp hơn do lợi ích thuế được hoãn từ các công ty con.

Nhìn lại 6 tháng 2017: tăng trưởng LNST giảm tốc trong quý 2/2017 do doanh số tăng chậm lại và chi phí A&P cao hơn

Hình 1: KQKD 6 tháng 2017 của VNM

tỷ đồng	6T 2016	6T 2017	Tăng trưởng	Nhận định của VCSC
Tổng doanh thu	22.781	25.398	11,5%	
<i>Trong nước</i>	18.375	21.518	17,1%	* Chủ yếu tăng trưởng sản lượng * Tăng trưởng thị phần, khi thị trường chung tăng 8-9% 2017 so với 6 tháng 2016, theo Nielsen.
<i>Xuất khẩu</i>	2.826	2.306	-18,4%	Xuất khẩu gặp trở ngại tại Iraq (hơn 80% xuất khẩu) do tình hình bất ổn tại nước này.
<i>Driftwood, Angkor Milk + khác</i>	1.581	1.574	-0,4%	
Lợi nhuận gộp	11.071	12.360	11,6%	
<i>Trong nước</i>	8.928	10.445	17,0%	
<i>Xuất khẩu</i>	1.788	1.551	-13,3%	
<i>Driftwood, Angkor Milk + khác</i>	355	364	2,7%	
GPM	48,6%	48,7%		
<i>Trong nước</i>	48,6%	48,5%		Biên LN góp ổn định khi ảnh hưởng từ giá nguyên liệu đầu vào cao hơn chưa phản ánh hoàn toàn trong 6 tháng 2017 và đóng góp từ các sản phẩm biên LN cao hơn, như sữa bột và sữa chua gia tăng.
<i>Xuất khẩu</i>	63,3%	67,2%		Biên LN góp cải thiện khi VNM gia tăng giá bán và đổi lại, gia tăng hoa hồng cho các nhà phân phối ở Iraq
<i>Driftwood, Angkor Milk + khác</i>	22,4%	23,2%		
Chi phí bán hàng	-4.963	-5.356	7,9%	* Chi phí A&P tăng 19% trong quý 2/2017 so với quý 2/2016 sau khi giảm 5% trong quý 1/2017 so với quý 1/2016. * Chi phí A&P thấp trong quý 1/2017 do ghi nhận chi phí A&P lớn trong quý 4/2016 nhằm giảm áp lực cho tăng trưởng 2017.

Chi phí G&A	-480	-474	-1,3%	Ngoài chi phí nhân công (+15% trong 6 tháng 2017 so với 6 tháng 2016), các chi phí G&A khác vẫn duy trì ổn định hoặc giảm trong 6 tháng 2016.
LN từ HĐKD	5.627	6.530	16,0%	
<i>Biên LN từ HĐKD %</i>	<i>24,7%</i>	<i>25,7%</i>		
LNTT	5.989	6.920	15,5%	
LNST trừ lợi ích CĐT	4.973	5.856	17,8%	
<i>Biên LNST trừ lợi ích CĐT</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,1%</i>		
Thuế suất	16,7%	15,4%		* Lợi ích thuế cao hơn cho các nhà máy hiện tại; quý 2/2017 ghi nhận 26 tỷ đồng thuế được hoãn từ các công ty con.

Nguồn: VNM, VCSC

Triển vọng 2017: Doanh số xuất khẩu điều chỉnh giảm, một phần được bù đắp bởi biên LN gộp cao hơn dự kiến và chi phí G&A giảm

Hình 2: Tổng hợp dự báo 2017 của VCSC

tỷ đồng	KQ 2016	Dự báo 2017 (trước đây)	Dự báo 2017 (hiện tại)	Dự báo 2017 (hiện tại) vs KQ 2016	Nhận định của VCSC
Tổng doanh thu	46.794	54.501	52.532	12,3%	
<i>Trong nước</i>	<i>38.101</i>	<i>45.027</i>	<i>44.612</i>	<i>17,1%</i>	Tăng trưởng sản lượng 15,5% đến từ tăng thị phần. Giá bán trung bình tăng 1,5% một phần bù đắp cho chi phí đầu vào cao hơn. Chúng tôi không kỳ vọng mức tăng giá bán cao đến từ VNM khi ưu tiên hàng đầu của công ty là duy trì tăng trưởng thị phần và biên LN 2016 ở mức cao kỷ lục. Tỷ lệ gia tăng của giá bán trung bình tính từ đầu năm thấp hơn giả định 3% trước đây của chúng tôi so với 2016, khiến chúng tôi điều chỉnh còn 1,5%.
<i>Xuất khẩu</i>	<i>5.744</i>	<i>6.318</i>	<i>4.882</i>	<i>-15,0%</i>	* Dự báo được điều chỉnh giảm khi ban lãnh đạo chỉ ra một vài vấn đề tại thị trường Iraq sau KQKD 6 tháng 2017.
<i>Driftwood, Angkor Milk + khác</i>	<i>2.950</i>	<i>3.156</i>	<i>3.038</i>	<i>3,0%</i>	
Lợi nhuận gộp	22.336	24.908	24.930	11,6%	
<i>Trong nước</i>	<i>18.034</i>	<i>20.391</i>	<i>21.058</i>	<i>16,8%</i>	Biên LN gộp đang trên đà vượt dự phóng trước đây của chúng tôi. Ban lãnh đạo cho biết biên LN gộp sẽ chỉ giảm 1-2 điểm % trong nửa cuối 2017 so với nửa đầu năm. Giá bán trung bình cao hơn.
<i>Xuất khẩu</i>	<i>3.675</i>	<i>3.791</i>	<i>3.173</i>	<i>-13,6%</i>	
<i>Driftwood, Angkor Milk + khác</i>	<i>627</i>	<i>726</i>	<i>699</i>	<i>11,4%</i>	
Chi phí bán hàng	-10.759	-11.549	-11.633	8,1%	* Chứng lại từ mức cơ sở cao năm 2016 (tích cực ghi nhận chi phí A&P trong quý 4/2016) * Hoa hồng cao hơn cho xuất khẩu.
Chi phí điều hành	-1.053	-1.176	-1.084	3,0%	
LN từ HĐKD	10.524	12.183	12.213	16,0%	
Chi phí lãi vay	-47	-47	-47	0,0%	

LN ngoài HĐKD	760	911	910	19,6%	
LN trước thuế	11.238	13.047	13.076	16,4%	
LN sau thuế	9.364	10.959	11.023	17,7%	
LNST và sau lợi ích CĐT	9.350	10.959	11.023	17,9%	
EBITDA	11.714	13.439	13.468	15,0%	
Biên lợi nhuận gộp	47,7%	45,7%	47,5%		
<i>Trong nước</i>	47,3%	45,3%	47,2%		Giả định chi phí bột sữa đầu vào tăng 5% so với 2016 (+20% so với báo cáo trước đây), đến từ mức tăng 1,5% giá bán trung bình.
<i>Xuất khẩu</i>	64,0%	60,0%	65,0%		Giả định chi phí bột sữa đầu vào tăng 5% so với 2016 (+20% so với báo cáo trước đây).
<i>Driftwood, Angkor Milk + khác</i>	21,3%	23,0%	23,0%		
Chi phí bán hàng	23,0%	21,2%	22,1%		
Chi phí điều hành	2,3%	2,2%	2,1%		
Biên LN từ hoạt động	22,5%	22,4%	23,2%		
Biên EBITDA %	25,0%	24,7%	25,6%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐT	20,0%	20,1%	21,0%		
Thuế suất	16,7%	16,0%	15,7%		

Nguồn: VCSC

Diễn biến trang trại bò sữa: cho một tương lai ổn định và tích cực hơn

Trong một vài năm qua, VNM đã tích cực đầu tư vào trang trại bò sữa để hỗ trợ cho mục tiêu tăng nguồn cung trong nước từ mức 25-30% hiện tại lên 40% vào năm 2020. Động thái này sẽ giúp mang lại nhiều lợi ích cho VNM, bao gồm (1) thỏa mãn nhu cầu người tiêu dùng ưa chuộng các sản phẩm có nguồn gốc từ sữa tươi hơn các sản phẩm gốc sữa bột, (2) gia tăng thương hiệu của VNM và (3) củng cố sự ổn định của biên LN trong dài hạn, đặc biệt là trong giai đoạn có mức tăng bất thường của giá bột sữa.

Qua trao đổi gần đây của chúng tôi với ban lãnh đạo, ban lãnh đạo cho biết VNM sẽ xây dựng trang trại 700-800ha gồm 8.000 con bò ở gần TP. HCM. Công ty cũng đã ký kết với UBND Thành phố Hà Nội về một trang trại 8.000 con bò khác. Các trang trại này, cùng với trang trại ở Thanh Hóa (16.000 con bò) có kế hoạch đi vào hoạt động trong năm 2017, sẽ dần giúp gia tăng số đầu bò sở hữu của VNM từ 17.500 vào cuối năm 2016, bên cạnh 120.000 con bò được sở hữu bởi các nông dân liên kết.

Chúng tôi đã tham quan trang trại sữa organic của VNM tại Lâm Đồng

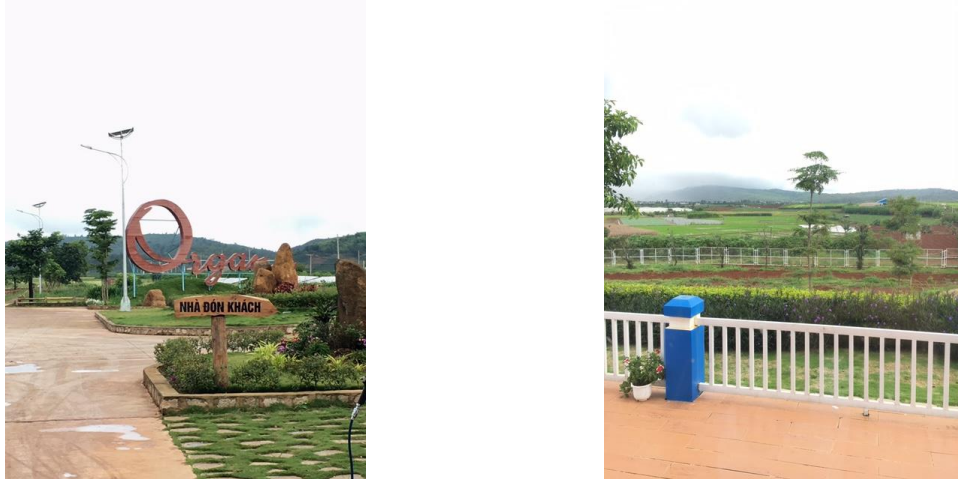
Trang trại sữa organic đầu tiên tại Việt Nam. Chúng tôi vừa có chuyến tham quan trang trại sữa organic của VNM tại Lâm Đồng, trang trại đạt chuẩn Châu Âu. Trang trại này, với vốn đầu tư khoản 300 tỷ đồng, là trang trại sữa organic đầu tiên ở Việt Nam và hiện có 500 con bò. VNM triển khai trang trại này trong quý 1/2017 sau khi triển khai sản phẩm sữa tươi organic đầu tiên trong quý 4/2016, vốn được sản xuất và đóng gói từ Mỹ. Sản phẩm sữa organic của VNM đã người tiêu dùng đón nhận tốt. Theo VNM, sữa organic có biên LN cao hơn sản phẩm sữa khác, một phần nhờ giá bán sản phẩm organic cao hơn (cao hơn 65-80%). Tận dụng sự thành công này, VNM có kế hoạch đầu tư thêm trang trại organic khác tại Lâm Đồng.

Hình 3: Sản phẩm sữa organic của VNM



Nguồn: VNM

Hình 4: Nông trại sữa organic của VNM tại tỉnh Lâm Đồng



Nguồn: VCSC

Vận hành hiệu quả với mức độ tự động hóa cao. Vận hành trang trại diện tích 700ha với chỉ 23 CB-CNV, bao gồm cả đội ngũ lãnh đạo trang trại này. Phần lớn các khâu sản xuất đều tự động hóa, bao gồm thu hoạch sữa, làm mát và hệ thống xử lý chất thải tiên tiến, giúp tự động gom chất thải để làm phân bón và ngăn chặn các ảnh hưởng đến môi trường. Theo đội ngũ lãnh đạo của trang trại này, nông trại này có kế hoạch thực hiện tự động hóa 100% khi đang lắp đặt robot để sắp cỏ cho bò ăn, quy trình này hiện đang thực hiện bằng tay. Diễn biến này sẽ tiếp tục làm giảm chi phí nhân công.

Hình 5: Trong tương lai, việc sắp cỏ cho bò ăn sẽ được thực hiện bằng robot



Hình 6: Hệ thống tự động gom phân bò (khoanh đỏ) chuyển sang điểm tập trung để xử lý thanh phân bón



Nguồn: VCSC

Các chuyến thăm trang trại organic thịnh vượng được tổ chức cho người tiêu dùng, giúp củng cố thương hiệu cho VNM. Nông trại này có một khu vực riêng dành cho khách du lịch. Thịnh vượng, VNM sẽ tổ chức các chuyến thăm cho người tiêu dùng tham quan và tìm hiểu sự vận hành của nông trại. Thông qua hoạt động này, VNM có kế hoạch củng cố hình ảnh thương hiệu khi người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến sức khỏe.

Định giá

Hình 7: Tóm tắt mô hình định giá

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
Chiết khấu dòng tiền	173.249	20%	34.650
P/E trượt 24,4x*	155.166	80%	124.133
Giá mục tiêu			158.800
P/E (trượt 12 tháng) theo giá mục tiêu			25,0x
P/E 2016 theo giá mục tiêu			27,3x
P/E 2017 theo giá mục tiêu			23,2x

Nguồn: VCSC, * Cao hơn 20% so với các công ty sữa khác do vị trí dẫn đầu trên thị trường và chỉ số hoạt động khả quan hơn

Hình 8: Tóm tắt mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn	Trước đây	Hiện nay	Dòng tiền tự do (5 năm)	
Beta	0,8	0,8	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	50.577
Phần bù rủi ro thị trường %	7,3	7,5	Giá trị cuối cùng (5% g)	189.277
LS phi rủi ro %	5,3	5,0	Tổng DTTDCK và GTCC	239.854
Chi phí Vốn CSH %	11,1	11,0	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	12.043
Chi phí nợ %	5,0	5,0	- Nợ	-435
Nợ %	4,9	5,0	- Lợi ích CĐTĐ	0
Vốn CSH %	95,1	95,0	Giá trị vốn CSH	251.463
Thuế suất thực tế %	20,0	20,0	Cổ phiếu (triệu)	1.451
WACC %	10,8	10,7	Giá cổ phiếu/ đồng	173.249

Nguồn: VCSC

Hình 9: Dòng tiền

Chiết khấu dòng tiền	2017	2018	2019	2020	2021
LN từ HĐKD	13.122	13.906	15.710	17.754	19.905
- Thuế	-2.060	-2.364	-2.828	-3.373	-3.981
+ Khấu hao	1.256	1.337	1.417	1.497	1.577
- Đầu tư XDCB	-1.130	-1.230	-1.230	-1.230	-1.230
- Tăng vốn lưu động	-181	-241	-221	-250	-226
Dòng tiền tự do	11.006	11.408	12.848	14.397	16.045
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	10.467	9.811	9.990	10.118	10.191
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	10.467	20.278	30.268	40.386	50.577

Nguồn: VCSC

Chúng tôi gia dự phóng vốn XDCB cho giai đoạn 2018-2021 đến từ khoản đầu tư lớn hơn cho công suất sản xuất và trang trại bò sữa. Theo ban lãnh đạo, dự án XDCB lớn trong kế hoạch đầu tư bao gồm các nhà kho trung tâm ở miền Bắc và miền Trung và giai đoạn 2 của dự án nhà máy Mega Factory. Ngoài ra, VNM cũng có kế hoạch thay thế dây chuyền sản xuất cũ tại một số nhà máy với dây chuyền mới có công suất lớn hơn. Các khoản đầu tư này sẽ mở rộng tổng

công suất sản xuất của VNM thêm 70% trong vòng 5 năm tới, theo ban lãnh đạo. Trước đây, dự phóng của chúng tôi chủ yếu dự báo khoản đầu tư vào trang trại bò sữa và chi phí bảo trì. Do đó, chúng tôi nâng dự phóng vốn XDCB giai đoạn 2018-2021 từ 23 triệu USD trước đây lên 55 triệu USD/năm.

So sánh với các công ty cùng ngành

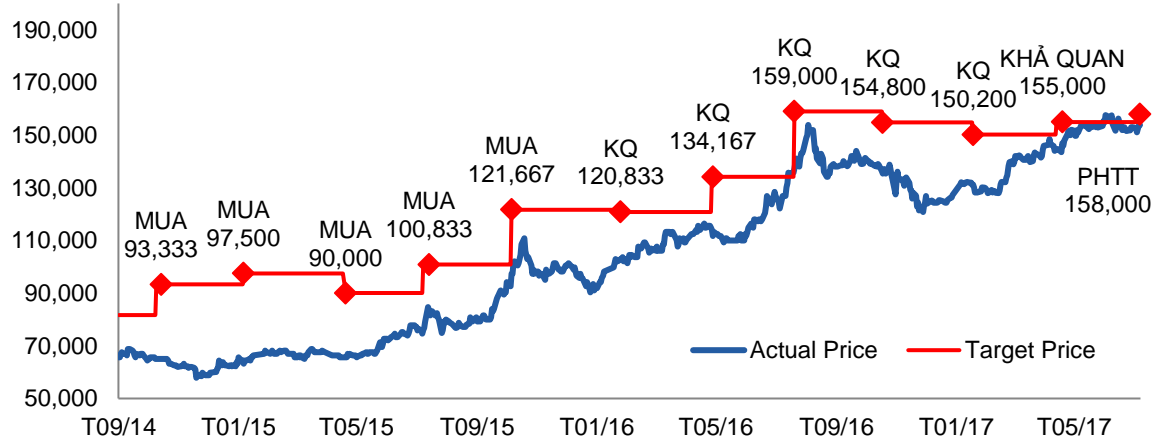
Hình 10: So sánh với các công ty sữa khác

(triệu USD) Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa	Doanh thu thuần 12T	Y-o-Y %	LNST trượt 12T	Y-o-Y %	Nợ/ Vốn CSH	ROE	P/E trượt 12T	P/E trượt 12T điều chỉnh	P/B quý gần nhất
Inner Mongolia Yili Industrial Group	600887 CH	16.221,0	9.013,7	0,3	868,5	19,6	2,1	25,2	19,1	17,7	4,5
MEIJI Holdings	2269 JP	13.069,0	11.464,9	3,0	531,4	9,7	35,9	13,6	24,6	21,1	3,3
China Mengniu Dairy	2319 HK	7.250,8	8.098,5	9,7	-113,1	NA	33,8	-3,5	NA	NA	2,4
Bright Dairy & Food	600597 CH	2.240,9	3.041,0	6,6	94,0	43,6	26,2	12,8	24,3	22,5	3,0
Royal Group	002329 CH	1.310,5	359,7	30,3	43,3	54,0	45,2	10,9	31,1	17,6	3,3
Megmilk Snow Brand	2270 JP	2.124,3	5.425,5	2,9	114,7	-13,0	71,2	9,1	18,5	15,8	1,6
Henan Kedi Dairy	002770 CH	853,1	120,2	17,4	13,5	-7,4	62,7	6,8	63,9	36,1	3,8
Trung vị		2.240,9	5.425,5	6,6	94,0	14,7	35,9	10,9	24,5	19,4	3,3
Trung bình		6.152,8	5.360,5	10,0	221,8	17,8	39,6	10,7	30,3	21,8	3,1
Vinamilk	VNM VN	9.843,8	2.160,5	14,2	451,1	21,0	7,4	43,5	24,2	24,2	9,5

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Lịch sử Khuyến nghị

Hình 10: Diễn biến giá cổ phiếu VNM và giá mục tiêu VCSC đưa ra (có điều chỉnh theo các đợt chia tách cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg & VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F
Doanh thu thuần	46.794	52.532	58.727
Giá vốn hàng bán	-24.459	-27.602	-31.807
Lợi nhuận gộp	22.336	24.930	26.920
Chi phí bán hàng	-10.759	-11.633	-12.836
Chi phí quản lí DN	-1.053	-1.084	-1.195
LN thuần HĐKD	10.524	12.213	12.889
Doanh thu tài chính	723	860	950
Chi phí tài chính	-103	-103	-103
Trong đó, chi phí lãi vay	-47	-47	-47
Lợi nhuận từ công ty LDLK	17	11	13
Lợi nhuận/(chi phí) khác	77	94	109
LNTT	11.238	13.076	13.859
Thuế TNDN	-1.874	-2.053	-2.356
LNST trước CĐTS	9.364	11.023	11.503
Lợi ích CĐ thiểu số	-14	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	9.350	11.023	11.503
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	8.415	9.921	10.353
EBITDA	11.714	13.468	14.226
EPS cơ bản báo cáo, VND	5.827	6.835	7.133
EPS cơ bản điều chỉnh, VND	5.827	6.835	7.133
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	5.827	6.835	7.133

TỶ LỆ	2016A	2017F	2018F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	16,8%	12,3%	11,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	20,0%	16,0%	5,5%
Tăng trưởng LNTT	20,0%	16,4%	6,0%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	19,9%	17,3%	4,4%

Khả năng sinh lời	2016A	2017F	2018F
Biên LN gộp %	47,7%	47,5%	45,8%
Biên LN từ HĐ %	22,5%	23,2%	21,9%
Biên EBITDA	25,0%	25,6%	24,2%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	20,0%	21,0%	19,6%
ROE %	43,6%	48,1%	47,0%
ROA %	32,9%	36,3%	35,4%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016A	2017F	2018F
Số ngày tồn kho	60,2	58,2	56,2
Số ngày phải thu	17,1	16,2	16,2
Số ngày phải trả	34,9	34,0	31,9
TG luân chuyển tiền	42,4	40,4	40,5

Thanh khoản	2016A	2017F	2018F
CS thanh toán hiện hành	2,9	3,0	3,0
CS thanh toán nhanh	2,1	2,2	2,2
CS thanh toán tiền mặt	1,7	1,8	1,8
Nợ/Tài sản	5,6%	5,3%	4,9%
Nợ/Vốn sử dụng	6,9%	6,5%	6,1%
Nợ/Vốn CSH	-42,2%	-44,6%	-47,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	226,3	262,6	277,2

BẢNG CĐKT tỷ đồng	2016A	2017F	2018F
Tiền và tương đương	655	2.229	3.668
Đầu tư TC ngắn hạn	10.454	10.082	10.082
Các khoản phải thu	2.191	2.464	2.755
Hàng tồn kho	4.252	4.549	5.242
TS ngắn hạn khác	1.122	1.122	1.122
Tổng TS ngắn hạn	18.674	20.446	22.868
TS dài hạn (gộp)	15.861	16.991	18.221
- Khấu hao lũy kế	-6.537	-7.793	-9.130
TS dài hạn (ròng)	9.324	9.198	9.091
Đầu tư TC dài hạn	614	653	689
TS dài hạn khác	767	973	1.009
Tổng TS dài hạn	10.705	10.824	10.789
Tổng Tài sản	29.379	31.270	33.656

Phải trả ngắn hạn	2.562	2.636	3.037
Nợ ngắn hạn	1.323	1.323	1.323
Nợ ngắn hạn khác	2.573	2.888	3.229
Tổng nợ ngắn hạn	6.458	6.847	7.589
Nợ dài hạn	327	327	327
Nợ dài hạn khác	188	188	188
Tổng nợ	6.973	7.362	8.104

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	14.514	14.514	14.514
Thặng dư vốn CP	261	261	261
Lợi nhuận giữ lại	5.592	5.992	6.486
Vốn khác	1.801	2.904	4.054
Lợi ích CĐTS	237	237	237
Vốn chủ sở hữu	22.406	23.908	25.552
Tổng cộng nguồn vốn	29.379	31.270	33.656

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng	2016A	2017F	2018F
Tiền đầu năm	1.359	655	2.229
Lợi nhuận sau thuế	9.350	11.023	11.503
Khấu hao	1.191	1.256	1.337
Thay đổi vốn lưu động	-254	-181	-241
Điều chỉnh khác	-1.301	-1.308	-1.186
Tiền từ hoạt động KD	8.986	10.790	11.413
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.091	-1.130	-1.230
Đầu tư	-1.459	332	-36
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.548	-798	-1.266
Cổ tức đã trả	-7.239	-8.418	-8.709
Tăng (giảm) vốn	355	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-41	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-153	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-64	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-7.141	-8.418	-8.709
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-703	1.573	1.439
Tiền cuối năm	655	2.229	3.668

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% 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.

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

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Digvijay Singh, Trưởng phòng cao cấp ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên ext 364

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng ext 120

BDS và Vật liệu Xây dựng

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147

Công nghiệp

- Vũ Hồng Quân, Chuyên viên ext 149

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Vận tải

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.