

VNM (HOSE)

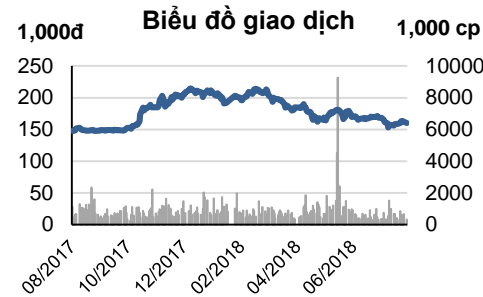
CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM) – Khó khăn trong ngắn hạn

Đánh giá

TRUNG LẬP

Thực phẩm & đồ uống

| | |
|-------------------------------|----------------|
| Giá thị trường (VND): | 160,300 |
| Giá mục tiêu (VND): | 153,600 |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm: | -4.2% |
| Suất sinh lợi cổ tức: | 2.5% |
| Suất sinh lợi bình quân năm: | -1.7% |



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

| | YTD | 1T | 3T | 12T |
|------------------|------|------|-----|------|
| Tuyệt đối | -23% | -5% | -3% | 10% |
| Tương đối | -25% | -11% | -6% | -22% |

Thông kê

27/08/18

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 147.5k-214.8k |
| SL lưu hành (triệu cp) | 1,451 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 232,628 |
| Vốn hóa (triệu USD) | 9,993 |
| % khối ngoại sở hữu | 59% |
| SL cp tự do (triệu cp) | 670 |
| KLGD TB 3 tháng (cp) | 779,627 |
| VND/USD | 23,295 |
| Index: VNIndex / HNX | 992/112 |

Cơ cấu sở hữu

27/08/18

| | |
|---------------------------------------|-------|
| SCIC | 36.0% |
| Fraser & Neave | 20.0% |
| Platinum Victory Pte (Jardine) | 10.6% |
| Các quỹ đầu tư nước ngoài | 15.3% |
| Mrs. Mai Kiều Liên | 0.3% |
| Khác | 17.8% |

Nguồn: Bloomberg, KISVN research

Nguyễn Hoàng Hà

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1463

ha.nh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Thị phần chung của VNM tăng trưởng 0.5 điểm lên mức xấp xỉ ~60% trong nửa đầu 2018, tiếp tục thu hẹp thị phần các đối thủ cạnh tranh quy mô nhỏ hơn. Trong giai đoạn này, công ty cho ra 8 sản phẩm mới, tập trung vào dòng sữa bột và sữa chua cao cấp.
- Doanh thu và biên lợi nhuận của VNM có thể sẽ cải thiện hơn trong giai đoạn 2H2018 khi thị trường xuất khẩu Đông Nam Á tiếp tục tăng trưởng mạnh, đồng thời giá nguyên liệu sữa bột béo WMP của Fonterra đã có chiều hướng giảm đi.
- 1H2018, doanh thu và lợi nhuận cốt lõi của VNM lần lượt sụt giảm -0.9% và -8.4% so với cùng kỳ. Dù vậy, VNM vẫn duy trì tình hình tài chính lành mạnh: nợ vay chỉ bằng 10% vốn chủ sở hữu, tiền mặt hơn 10,500 tỷ.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của VNM trong 2019 sẽ tăng trưởng trở lại lần lượt 4.3% và 4.1% so với 2018. EPS forward 2019 đạt 6,623đ.
- Ngày 05/09/2018, VNM sẽ chốt danh sách chia cổ tức tiền mặt 2,000đ/cp kết hợp cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 5:1.
- Platinum Victory Pte. Ltd (Jardine) và F&N Dairy Investments (ThaiBev) liên tục đăng ký mua VNM nhằm gia tăng tỷ lệ cổ phần trong công ty.

Rủi ro:

- Doanh thu nội địa của VNM sụt giảm -1% so với cùng kỳ (lần đầu tiên sau 10 năm qua), chủ yếu do thị trường sữa ở các đô thị lớn kém khả quan. Doanh thu xuất khẩu tiếp tục sụt giảm -7% trong 1H2018 do địa chính trị thị trường Iraq (chiếm 80% tỷ trọng) vẫn còn nhiều bất ổn, dẫn đến việc nhà phân phối lớn tại thị trường Trung Đông hạn chế nhập khẩu các sản phẩm của VNM.
- Tiến độ mở rộng hai thị trường Trung Quốc và Myanmar chưa đủ nhanh để bù đắp phần doanh số sụt giảm ở thị trường chủ đạo Iraq.
- P/E trailing đã điều chỉnh khen thưởng, phúc lợi của VNM là 26.8 lần, khá cao so với trung bình các công ty sữa đa quốc gia (25.3 lần), VNIndex (17.7 lần) và tốc độ tăng trưởng.

Định giá:

- Sử dụng chỉ số P/E trung bình của các công ty cùng ngành, chúng tôi định giá trị hợp lý cuối 2019 của VNM ở mức 153,600đ/cp, tổng mức sinh lợi là -1.7% so với mức giá đóng cửa ngày 27.08.2018, bao gồm 4,000đ cổ tức bằng tiền mặt. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**

| Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DT Thuần (tỷ đồng) | 46,794 | 51,041 | 51,587 | 53,808 | 56,821 |
| Tăng trưởng (%) | 16.8% | 9.1% | 1.1% | 4.3% | 5.6% |
| LN hoạt động (tỷ đồng) | 10,524 | 11,430 | 11,431 | 11,940 | 12,643 |
| Biên lợi nhuận (%) | 22.5% | 22.4% | 22.2% | 22.2% | 22.3% |
| LNST (tỷ đồng) | 9,364 | 10,278 | 10,262 | 10,681 | 11,412 |
| Biên lợi nhuận (%) | 20.0% | 20.1% | 19.9% | 19.9% | 20.1% |
| SLCP lưu hành (triệu cp) | 1,451 | 1,451 | 1,451 | 1,451 | 1,451 |
| EPS (hiệu chỉnh, VND) | 5,798 | 6,384 | 6,363 | 6,623 | 7,076 |
| Tăng trưởng (%) | 20.3% | 10.1% | -0.3% | 4.1% | 6.8% |
| ROE (%) | 43.6% | 45.2% | 40.9% | 37.2% | 34.7% |
| Nợ ròng/VCSH (%) | -42% | -46% | -40% | -43% | -47% |
| PE (x) | 27.6 | 25.1 | 25.2 | 24.2 | 22.7 |
| PB (x) | 10.5 | 10.0 | 8.7 | 7.6 | 6.6 |
| EV/EBITDA (x) | 20.7 | 19.2 | 18.8 | 18.0 | 17.1 |
| Cổ tức (VND) | 4,988 | 4,000 | 4,000 | 4,000 | 4,000 |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 3.1% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |

1. Kết quả kinh doanh 1H2018 và tình hình tài chính của VNM

| Đơn vị: tỷ đồng | 1H2017 | 1H2018 | yoy |
|---|---------------|------------------|------------|
| DT Thuần | 25,398 | 25,823 | +2% |
| Doanh thu nội địa | 21,518 | 22,208 | +3% |
| Doanh thu xuất khẩu | 3,880 | 3,615 | -7% |
| Lợi nhuận gộp | 12,359 | 11,955 | -3% |
| Lợi nhuận gộp nội địa | 10,444 | 10,273 | -2% |
| % Biên LNG | 48.5% | 46.3% | |
| Lợi nhuận gộp xuất khẩu | 1,916 | 1,682 | -12% |
| % Biên LNG | 49.4% | 46.5% | |
| Chi phí bán hàng & quản lý | 5,830 | 6,011 | +3% |
| Lợi nhuận trước thuế & lãi vay | 6,529 | 5,944 | -9% |
| Lợi nhuận tài chính & lợi nhuận khác | 391 | 393 | +1% |
| Thuế thu nhập DN | 1,068 | 976 | -9% |
| Lợi nhuận sau thuế cho chủ sở hữu | 5,852 | 5,361 | -8% |
| % hoàn thành kế hoạch 2018 | | 50% | |
| EPS trailing hiệu chỉnh | | 6,081đ/cp | |

Nguồn: VNM, KISVN research

1H2018, trong khi doanh thu thuần của VNM tăng nhẹ 2%, lợi nhuận sau thuế giảm mạnh -8% so với cùng kỳ, chủ yếu do biên lợi nhuận gộp thu hẹp ở cả thị trường nội địa lẫn xuất khẩu. Như vậy sau 6 tháng đầu năm 2018, Vinamilk đã hoàn thành 50% kế hoạch lợi nhuận năm, EPS trailing hiệu chỉnh đạt 6,081đ/cp.

▪ Nội địa:

Xét về doanh thu nội địa, nếu loại trừ doanh thu hợp nhất từ CTCP Đường Việt Nam (Vietsugar) trị giá 900 tỷ đồng, thì doanh thu nội địa của VNM sụt giảm -0.9% so với cùng kỳ, tương đương với mức giảm -1% của thị trường sữa 1H2018 ở các đô thị lớn theo thống kê của Kantar Worldpanel Vietnam.

Dù quan niệm chung cho rằng sự sụt giảm này là ngắn hạn, chúng tôi cho rằng:

(1) hành vi người tiêu dùng của người trẻ ở các đô thị lớn đã thay đổi, họ chú trọng đến trải nghiệm thay vì mua sắm hàng bách hóa. Theo thống kê về hành vi tiêu dùng năm 2017 của Nielsen, 72% người tiêu dùng chọn việc tiết kiệm, 44% đi du lịch, 49% mua quần áo.

(2) Người tiêu dùng ở đô thị ngày càng quan tâm hơn đến các thực phẩm tươi sống, organic thay vì các thực phẩm đóng gói, sản xuất công nghiệp như trước – chẳng hạn như dòng “sữa nước hoàn nguyên” đã từng rất thành công của VNM.

(3) Tỷ lệ sinh ở các đô thị đang thấp dần đi vì áp lực chi phí, giảm từ mức 1.9 con/mẹ năm 2007 xuống dưới 1.5 con/mẹ năm 2017 theo thống kê của Tổng cục dân số.

Đây sẽ là những nhân tố gây cản trở VNM có thể tăng trưởng cao ở các đô thị.

Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh -2.2% từ 48.5% xuống còn 46.3% do: (1) giá sữa bột béo nhập khẩu (whole milk powder – WMP) tăng cao trong 1H2018 từ mức xấp xỉ ~2800USD/MT 2H2017 lên mức 3200-3300USD/MT (2) biên lợi nhuận gộp giảm một phần do hợp nhất mảng mía đường, vốn chỉ có 6% biên lợi nhuận gộp theo lời chia sẻ của ban lãnh đạo (3) giá dầu bơ (butter oil) tăng phi mã do thiếu hụt nguồn cung ở New Zealand.

Chi phí SG&A (trong đó marketing và khuyến mãi chiếm 75%) được duy trì ổn định ở mức 22%-23% doanh thu nhằm giữ vững vị thế cạnh tranh cũng như thâm thu

thị phần từ các đối thủ nhỏ hơn. Hiện thị phần thị trường sữa chung của VNM đã đạt xấp xỉ ~60% thị trường, tăng 0.5 điểm so với đầu năm 2018.

▪ **Xuất khẩu:**

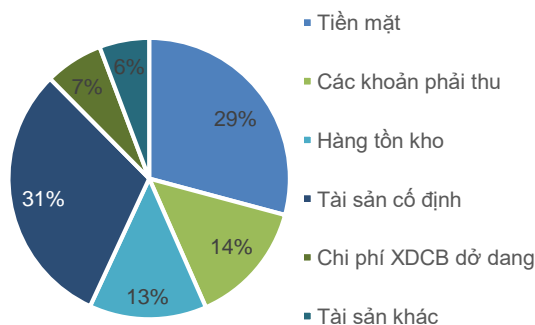
Xét về doanh thu xuất khẩu, trao đổi với ban lãnh đạo VNM, do cuộc chiến tranh IS đã gây bất ổn kinh tế-chính trị ở Iraq (thị trường chiếm 80% tỷ trọng doanh thu xuất khẩu của VNM), rất nhiều các đại lý bán lẻ ở đây đã phá sản, hoặc quyệt nợ, trở thành nợ xấu của các nhà phân phối thực phẩm ở Trung Đông. Do đó, nhà phân phối của VNM ở Qatar hạn chế dần việc nhập khẩu sữa bột từ VNM, đồng thời yêu cầu chiết khấu cao hơn. Điều này làm cả doanh số lẫn lợi nhuận gộp của công ty sụt giảm nghiêm trọng, lần lượt -7% và -12% so với cùng kỳ năm 2017.

▪ **Cơ cấu tài chính:**

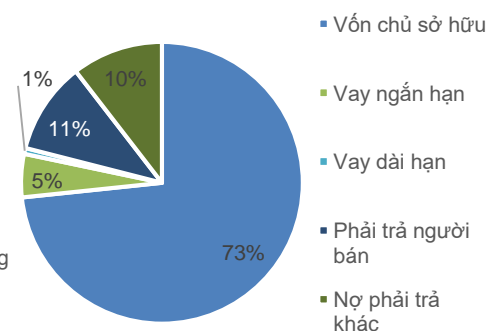
Theo báo cáo tài chính hợp nhất Q2-2018 của VNM, về cơ cấu tài sản, VNM duy trì tỷ trọng tiền mặt khá ổn định ở mức 29% tài sản, đạt hơn 10,000 tỷ đồng để phục vụ cho việc đầu tư nhà xưởng, trang trại cũng như M&A để tăng trưởng trong tương lai. Khoản mục tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất, tương ứng 31% tổng tài sản, bao gồm máy móc (6,700 tỷ), nhà xưởng & trang trại công nghệ cao (2,700 tỷ) và đàn bò (670 tỷ). Ngoài ra, hiệu quả hoạt động của VNM được duy trì rất tốt với vòng quay khoản mục phải thu (10.5x) và tồn kho (6.5x) cao hơn so với trung bình ngành ở mức từ 4-5 lần. Khoản đầu tư dài hạn vào các công ty liên kết chỉ đạt 600 tỷ, xấp xỉ 1.6% tổng tài sản của VNM, do hầu hết các khoản M&A của công ty đều nắm chi phối.

Về cơ cấu nguồn vốn, VNM có cơ cấu tài chính rất lành mạnh do tái đầu tư lợi nhuận giữ lại rất tốt. Vốn chủ sở hữu chiếm 73% nguồn vốn, đạt 26,000 tỷ đồng. Trong khi đó, nợ vay của công ty tăng từ 540 tỷ lên 2,000 tỷ đồng – chủ yếu là nợ vay ngắn hạn, chỉ bằng 1/10 vốn chủ sở hữu. Chúng tôi đánh giá ban lãnh đạo VNM đã làm nhiệm vụ cân bằng giữa cổ tức tiền mặt cao (6000-7000 tỷ/năm) với nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất rất tốt, hiệu suất ROE trung bình luôn đạt trên 40%.

Cơ cấu tài sản VNM Q2-2018



Cơ cấu nguồn vốn VNM Q2-2018



2. Triển vọng VNM 2H2018 và 2019

Dù số liệu lợi nhuận của VNM nửa đầu 2018 tương đối thất vọng, chúng tôi cho rằng VNM vẫn có triển vọng hồi phục về mức tăng trưởng bền vững 5%-10% của ngành sữa nhờ dư địa chiếm lĩnh thị phần vẫn còn, đồng thời nhờ chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm và đa dạng hóa nguồn cung nguyên liệu sữa của công ty trong dài hạn khá đúng đắn.

▪ **Thị trường nội địa hồi phục**

- Chiến lược giữ vững đầu tư marketing thương hiệu/khuyến mãi, tiếp tục tăng trưởng doanh số tiêu thụ ở khu vực nông thôn tích cực hơn sau giai đoạn bão lũ, khủng

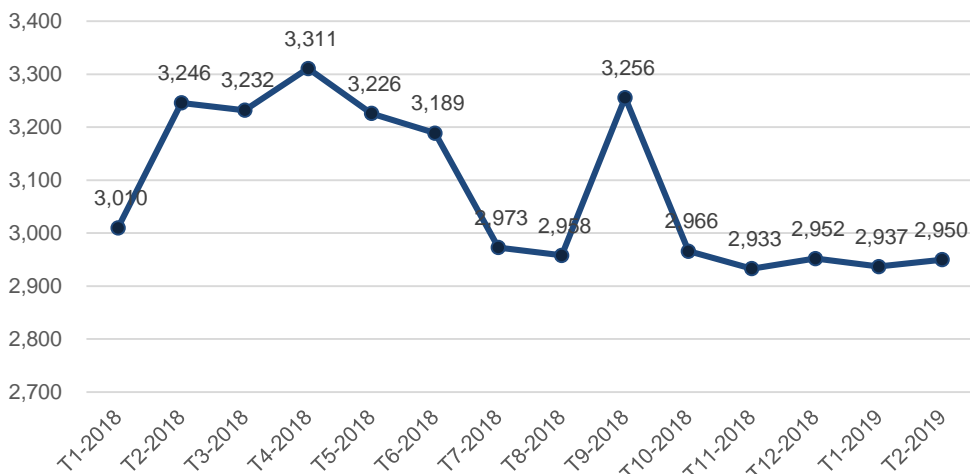
hoảng thiệt hại và việc chiếm lĩnh thị phần từ các đối thủ nhỏ hơn như Friesland Campina, TH True Milk, Nutifood. Vì xu hướng thay đổi hành vi tiêu dùng xảy ra chủ yếu ở đô thị lớn - nơi người dân có thu nhập cao, nên chúng tôi tin rằng VNM vẫn có thể giữ đà tăng trưởng 5%-8% ở các khu vực thành phố cấp 2 và nông thôn.

- Với việc tiêu thụ sữa ở các đô thị lớn giảm sút, VNM đẩy mạnh 8 sản phẩm mới trong nửa đầu 2018 – tập trung vào các dòng sữa bột và sữa chua cao cấp. Ngoài ra, công ty còn đặt kế hoạch (1) đẩy mạnh nhượng quyền chuỗi cửa hàng Giác mơ sữa Việt từ 300 cửa hàng đến 400 cửa hàng cuối 2018 (2) kết hợp bán đa kênh với các đối tác B2B như Vietnam Airlines, Phúc Long, Dược Hậu Giang nhằm thu hút thêm lượng tiêu dùng ở các đô thị lớn.



- Sau giai đoạn tăng vọt của giá nguyên liệu sữa bột béo (whole milk powder – WMP) từ cuối 2017 lên mức 3200-3300USD/MT, giá hợp đồng kỳ hạn của Fonterra đã giảm mạnh xuống vùng 2900-3000USD/MT cho giai đoạn 2H2018 và Q1-2019. Do đó, ban lãnh đạo VNM kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện đáng kể từ mức thấp 46.3% của nửa đầu 2018.

Giá kỳ hạn nguyên liệu sữa bột béo Fonterra (đơn vị: USD/MT)



Nguồn: Global Dairy Trade, KISVN research

▪ **Thị trường xuất khẩu Đông Nam Á dần thay thế thị trường Iraq truyền thống**

Chúng tôi không lạc quan hơn về tình hình Iraq, ngay cả trong dài hạn. Song, một điểm sáng khác chúng tôi sau khi trao đổi với ban lãnh đạo VNM, chính nằm ở khu vực Đông Nam Á. Ở khu vực này, đặc biệt thị trường 3 nước Indonesia, Phillipines và Cambodia của VNM có lượng tiêu thụ rất tốt, tăng trưởng từ 15%-25% so với cùng kỳ nhờ dư địa tiêu thụ cao và việc thiếu vắng các sản phẩm chất lượng. Ba thị trường trên với tổng dân số 400 triệu người và dự án mở rộng sang Myanmar (54 triệu người)

có thể tạo tiềm năng gấp năm lần so với tổng dân số Việt Nam hiện tại, và sẽ là tương lai tăng trưởng dài hạn cho VNM trong 5-10 năm tới.

▪ **Dự phóng kết quả kinh doanh 2018, 2019 của KIS**

Với các nhận định trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh 2018 và 2019 của Vinamilk như sau:

| Đơn vị: tỷ đồng | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu nội địa | 43,572 | 44,319 | 45,831 |
| % tăng trưởng | 14% | 2% | 3% |
| Doanh thu xuất khẩu | 7,469 | 7,268 | 7,977 |
| % tăng trưởng | -14% | -3% | 10% |
| Biên lợi nhuận gộp | 47.5% | 47.3% | 47.3% |
| Lợi nhuận sau thuế | 10,296 | 10,262 | 10,681 |
| EPS đã hiệu chỉnh (VND) | 6,384 | 6,363 | 6,623 |

3. Định giá

Để định giá VNM, chúng tôi sử dụng tỷ suất P/E của các doanh nghiệp cùng ngành sữa trên thế giới, với vốn hóa thị trường tối thiểu 1 tỷ USD (vốn hóa thị trường của VNM xấp xỉ 10 tỷ USD):

| Mã cổ phiếu | Quốc gia | Tên công ty | Vốn hóa thị trường (tỷ USD) | P/E |
|---|-------------|---------------------------------|-----------------------------|-------------|
| NESN SW Equity | SWITZERLAND | Nestle SA | 243,200 | 30.4 |
| RB/ LN Equity | BRITAIN | Reckitt Benckiser Group PLC | 61,451 | 13.9 |
| BN FP Equity | FRANCE | Danone SA | 52,832 | 16.1 |
| 600887 CH Equity | CHINA | Inner Mongolia Yili Industrial | 22,893 | 24.7 |
| 1216 TT Equity | TAIWAN | Uni-President Enterprises Corp | 13,775 | 10.5 |
| 2319 HK Equity | HONG KONG | China Mengniu Dairy Co Ltd | 10,457 | 34.9 |
| 2269 JP Equity | JAPAN | MEIJI Holdings Co Ltd | 10,401 | 17.9 |
| 2267 JP Equity | JAPAN | Yakult Honsha Co Ltd | 12,282 | 36.3 |
| FSF NZ Equity | NEW ZEALAND | Fonterra Co-operative Group Ltd | 5,121 | 18.3 |
| FNH MK Equity | MALAYSIA | Fraser & Neave Holdings Bhd | 3,368 | 42.6 |
| 2270 JP Equity | JAPAN | Megmilk Snow Brand Co Ltd | 1,778 | 14.1 |
| 2264 JP Equity | JAPAN | Morinaga Milk Industry Co Ltd | 1,352 | 12.3 |
| TFMAMA TB Equity | THAILAND | Thai President Foods PCL | 1,572 | 18.4 |
| DLM MK Equity | MALAYSIA | Dutch Lady Milk Industries BHD | 1,043 | 35.7 |
| Bình quân gia quyền theo vốn hóa | | | | 25.3 |

Nguồn: Bloomberg, KISVN research

Như vậy, sử dụng EPS trailing 12 tháng tính đến Q2-2018 là 6,081 và mức P/E trung bình của các công ty cùng ngành sữa trên thế giới là 25.3 lần, chúng tôi ước tính mức định giá hợp lý của VNM cuối 2019 là **153,600đ/cp**, tổng mức sinh lời -1.7% so với giá đóng cửa cuối phiên ngày 27.08.2018 là 160,300đ/cp, đã bao gồm cổ tức tiền mặt 4,000đ/cp.

Dù rằng công ty vẫn còn dư địa để chiếm lĩnh thị phần nội địa và chiến lược đầu tư trang trại, R&D sản phẩm và phát triển thị trường nước ngoài khá bài bản, chúng tôi vẫn tin rằng mức định giá 27x P/E trailing đã phản ánh khá nhiều kỳ vọng của thị trường cho Vinamilk. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**

| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH VNM | | Vốn hóa: 232,668 tỷ | | | |
|--------------------------------|--------|---------------------|--------|--------|--|
| Đơn vị: Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | |
| Doanh thu thuần | 46,794 | 51,041 | 51,587 | 53,808 | |
| <i>Tăng trưởng (%)</i> | 16.8% | 9.1% | 1.1% | 4.3% | |
| GVHB | 24,459 | 26,807 | 27,196 | 28,367 | |
| <i>Biên LN gộp (%)</i> | 47.7% | 47.5% | 47.3% | 47.3% | |
| Chi phí BH & QLDN | 11,812 | 12,804 | 12,960 | 13,501 | |
| EBITDA | 11,715 | 12,730 | 12,981 | 13,676 | |
| <i>Biên lợi nhuận (%)</i> | 25.0% | 24.9% | 25.2% | 25.4% | |
| Khấu hao | 1,191 | 1,300 | 1,550 | 1,736 | |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 10,524 | 11,430 | 11,431 | 11,940 | |
| <i>Biên LN HĐKD (%)</i> | 22.5% | 22.4% | 22.2% | 22.2% | |
| Chi phí lãi vay ròng | -676 | -787 | -770 | -759 | |
| <i>% so với nợ ròng</i> | 7.7% | 7.7% | 7.1% | 6.3% | |
| Khả năng trả lãi vay(x) | -16 | -15 | -15 | -16 | |
| Lãi/lỗ khác | 38 | 12 | 9 | 9 | |
| Thuế | 1,874 | 1,951 | 1,948 | 2,027 | |
| <i>Thuế suất hiệu dụng (%)</i> | 16.7% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | |
| Lợi nhuận ròng | 9,364 | 10,278 | 10,262 | 10,681 | |
| <i>Biên lợi nhuận (%)</i> | 20.0% | 20.1% | 19.9% | 19.9% | |
| LN cho công ty mẹ | 9,350 | 10,296 | 10,262 | 10,681 | |
| Số lượng CP (triệu) | 1,451 | 1,451 | 1,451 | 1,451 | |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 5,798 | 6,384 | 6,363 | 6,623 | |
| <i>Tăng EPS (%)</i> | 20.3% | 10.1% | -0.3% | 4.1% | |
| Cổ tức (VND) | 4,988 | 4,000 | 4,000 | 4,000 | |

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

| CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Vòng quay phải thu (x) | 16.9 | 13.7 | 13.7 | 13.7 |
| Vòng quay HTK (x) | 5.3 | 5.6 | 5.6 | 5.6 |
| Vòng quay phải trả (x) | 4.9 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| Thay đổi vốn lưu động | 258 | -3,689 | 1,994 | 12 |
| Capex | 1,142 | 2,673 | 3,400 | 3,400 |
| Dòng tiền khác | 650 | 5,255 | 764 | 764 |
| Dòng tiền tự do | 8,504 | 7,338 | 5,654 | 8,242 |
| Phát hành cp | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cổ tức | 7,238 | 5,806 | 5,806 | 5,806 |
| Thay đổi nợ ròng | -1,266 | -1,532 | 152 | -2,436 |
| Nợ ròng cuối năm | -9,450 | -10,982 | -10,830 | -13,266 |
| Giá trị doanh nghiệp (EV) | 242,355 | 244,148 | 243,996 | 246,432 |
| Tổng VCSH | 22,406 | 23,873 | 27,303 | 31,110 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 237 | 498 | 498 | 498 |
| Vốn chủ sở hữu | 22,169 | 23,375 | 26,805 | 30,612 |
| Giá trị sổ sách/cp (VND) | 15,273 | 16,105 | 18,468 | 21,091 |
| Nợ ròng / VCSH (%) | -42% | -46% | -40% | -43% |
| Nợ ròng / EBITDA (x) | -0.8 | -0.9 | -0.8 | -1.0 |
| Tổng tài sản | 29,379 | 34,667 | 39,123 | 41,563 |
| <i>Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền</i> | | | | |

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---|------|------|-------|-------|
| ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số) | 44% | 45% | 41% | 37% |
| ROA (%) | 32% | 30% | 26% | 26% |
| ROIC (%) | 69% | 75% | 66% | 59% |
| WACC (%) | 15% | 15% | 15% | 15% |
| PER (x) | 27.6 | 25.1 | 25.2 | 24.2 |
| PBR (x) | 10.5 | 10.0 | 8.7 | 7.6 |
| PSR (x) | 5.0 | 4.6 | 4.5 | 4.3 |
| EV/EBITDA (x) | 20.7 | 19.2 | 18.8 | 18.0 |

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.