



## Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam [MUA, +23.1%] (VNM: HoSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

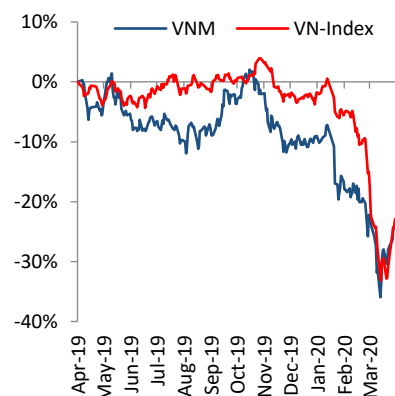
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	99,100
Giá mục tiêu (đồng/cp)	122,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	23.1
Giá cao nhất 52T (đồng)	133,357
Giá thấp nhất 52T (đồng)	83,700
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	(8.6)
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	(20.9)
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	(23.8)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	172,601
KLGDQB (SLCP, 3 tháng)	1,368,012
SL CP lưu hành (triệu cp)	1,741.7
Nước ngoài đang sở hữu (%)	4.5
Giới hạn SH nước ngoài (%)	58.7
P/E trượt 12 tháng (x)	100.0
P/E dự phóng 12 tháng (x)	18.1

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu (tỷ đồng)	51,041.1	52,561.9	56,318.1	59,544.4
Tăng trưởng (% y/y)	9.1	3.0	7.1	5.7
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	10,295.7	10,227.3	10,581.2	11,530.2
Tăng trưởng (% y/y)	10.1	(0.7)	3.5	9.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	20.2	19.5	18.8	19.4
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	23,873.1	26,271.4	29,731.3	30,650.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	34,667.3	37,366.1	44,699.9	42,300.0
ROA (%)	32.1	28.3	25.7	26.6
ROE (%)	44.4	40.7	37.7	38.3
EPS (đồng)	6,355	5,295	5,478	6,621
BVPS (đồng)	16,105	14,802	17,070	17,597.9
Cổ tức (đồng)	6,000	5,500	4,500	4,500
P/E (x)	18.0	21.7	18.1	15.0
EV/EBITDA (x)	14.5	17.3	12.5	N/A
P/B (x)	7.9	8.6	5.8	5.6

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Vinamilk là doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần khoảng 61% và hơn 40 năm kinh nghiệm trong ngành. Trong năm 2019, Vinamilk đã đưa ra 17 sản phẩm mới, tập trung vào mảng sữa bột cao cấp và sữa hạt.
- Mức tiêu thụ bình quân sữa nước đầu người tại Việt Nam là 26 lít/năm. So với các quốc gia lân cận trong khu vực như Thái Lan – 35 lít/năm và Singapo 45 lít/năm thì Việt Nam đang ở mức rất thấp. Thị trường sữa còn nhiều dư địa để phát triển.
- Vinamilk sở hữu kênh phân phối truyền thống với hơn 251,000 điểm bán lẻ rộng khắp cả nước và 208 nhà phân phối. Tốc độ tăng trưởng điểm bán lẻ đạt trên 12% năm và doanh thu nội địa chiếm 84% tổng doanh thu.
- Được đánh giá là một trong những doanh nghiệp niêm yết có cơ cấu quản trị - điều hành chuyên nghiệp, minh bạch hàng đầu.

### ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Danh mục sản phẩm đa dạng và chiếm thị phần lớn ở hầu hết các ngành hàng chủ chốt. Thị phần của sữa nước 53%, sữa chua 84%, sữa đặc 80%.
- Hoạt động xuất khẩu chiếm hơn 16% doanh thu của Vinamilk. Công ty hiện đang tăng cường xuất khẩu sang 43 quốc gia ở khu vực Trung Đông, Trung Quốc, Châu Phi và Đông Nam Á
- Vinamilk có cơ cấu tài chính lành mạnh. Tỷ lệ nợ vay ngân hàng chỉ chiếm 10% trong cơ cấu tài sản.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu VNM.
- Giá mục tiêu: VNM được xác định giá hợp lý ở mức 122,000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu VNM.
- Rủi ro chính của Vinamilk đó là biến động giá sữa nguyên liệu đầu vào và cạnh tranh với các đối thủ trong cùng ngành, nhu cầu suy giảm do đại dịch COVID-19 lan rộng

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 122,000 đồng/cổ phiếu**

**1. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH**

**Ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19**

Tất cả các ngành nghề hiện nay đều chịu ảnh hưởng của đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, ngành sữa được kỳ vọng sẽ ít bị chịu ảnh hưởng do thu nhập cải thiện và ý thức của người tiêu dùng về sử dụng các sản phẩm có lợi cho sức khỏe. Các sản phẩm sữa là nguồn dinh dưỡng quan trọng cho mọi lứa tuổi đặc biệt đối với trẻ em và người cao tuổi. Bên cạnh đó, tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam vẫn còn thấp so với các nước khác. Theo Kantar Worldpanel, các sản phẩm tăng cường miễn dịch và dinh dưỡng là 1 trong 3 nhóm hàng hóa người tiêu dùng Việt mua nhiều nhất sau Tết Nguyên đán do những lo ngại về dịch bệnh lan rộng.

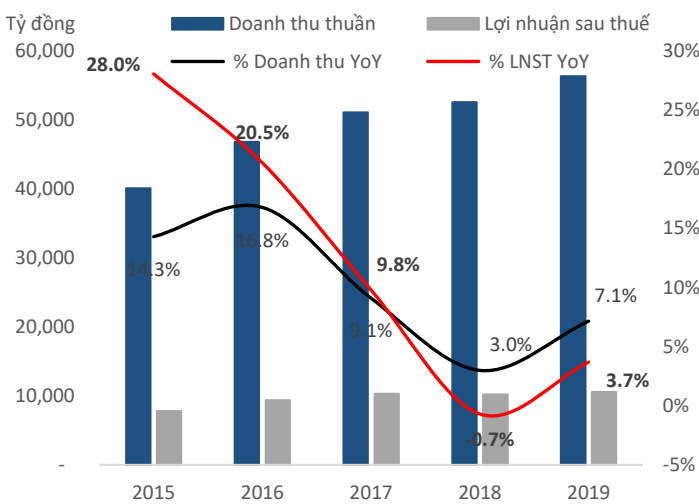
Giá sữa nguyên liệu giảm trong tháng 3 do nhu cầu toàn cầu bị ảnh hưởng bởi đại dịch giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Vinamilk đã chốt giá sữa nguyên liệu để sản xuất trong 2Q20 và xem xét chốt thêm nguyên liệu với mức giá thấp hiện tại. Trong 1Q20, doanh thu công ty con tại Mỹ là Driftwood giảm 10% do các trường học đóng cửa. Angkor Milk, công ty con tại Campuchia sẽ tiếp tục tăng trưởng 20%. Trong năm ngoái, Angkor Milk ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng là 27.3%. Do các trường học đóng cửa vào tháng 2, dự báo doanh thu từ chương trình sữa học đường giảm 50% YoY còn 924 tỷ đồng từ mức 1,848 tỷ đồng

Hoạt động Logistics nhập xuất khẩu nguyên liệu và sản phẩm chưa bị ảnh hưởng. Theo Tổng cục thống kê, sản lượng sữa tươi và sữa bột chỉ tăng +3% và giảm -7% YoY trong 1Q20 (so với mức 6%/6.5% YoY trong 1Q19). Đây là dấu hiệu cho thấy sự chững lại của thị trường sữa một phần do dịch COVID-19. Các biện pháp của Chính phủ cách ly xã hội, đóng cửa trường học từ bậc mầm non đến đại học, cũng như khó khăn tạm thời đối với thu nhập hộ gia đình (ở cả nông thôn và thành phố) tác động tiêu cực đến nhu cầu mua sắm.

**Doanh thu tăng trưởng chậm**

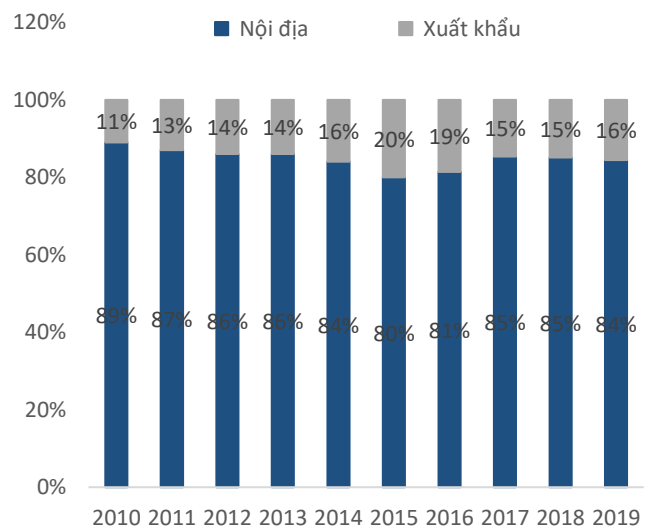
Nhìn chung trong những năm gần đây, tăng trưởng doanh thu của Vinamilk có xu hướng giảm dần mặc dù tiêu thụ sữa đầu người ở Việt Nam vẫn ở mức rất thấp chỉ đạt 26 lít/người/năm, trong khi Thái Lan là 35 lít/người/năm, Singapo là 45 lít/người/năm và các nước châu Âu từ 80 – 100 lít/người/năm. Đó là vì hội chứng kém tiêu thụ thành phần Lactose có trong sữa của thể trạng người châu Á khiến miếng bánh thị phần không nở ra.

**Biểu đồ 1: Doanh thu – lợi nhuận Vinamilk**



Nguồn: BCTC Vinamilk

**Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu nội địa – xuất khẩu**



Nguồn: BCTC Vinamilk

Trong cơ cấu doanh thu của Vinamilk mảng sữa chiếm trên 88% doanh thu (Sữa nước: 40%, sữa bột: 22%, sữa chua: 16%, sữa đặc: 10%) còn lại đến từ các sản phẩm khác như: kem, sữa hạt, nước trái cây & nước giải khát. Thị phần doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 16% trong cơ cấu doanh thu của Vinamilk. Vinamilk cho rằng mức tăng trưởng doanh thu 5 - 7% là có thể đạt được. Kế hoạch tăng trưởng doanh thu dự kiến trong năm 2020 là 10% trong báo cáo thường niên năm 2019 chưa tính đến tác động của dịch virus COVID-19. Tỷ suất lợi nhuận gộp ít bị áp lực và có khả năng cải thiện do giá nguyên liệu có xu hướng giảm.

**Về mạng lưới bán hàng**

**• Kinh doanh nội địa**

- 208 nhà phân phối với 251,000 điểm lẻ toàn quốc;
- Có mặt tại các kênh siêu thị và cửa hàng tiện lợi trên toàn quốc; bệnh viện, nhà hàng, khách sạn, doanh nghiệp. Ký kết hợp tác chiến lược 05 năm đến 2023 với Vietnam Airlines.
- Chuỗi cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt” với 426 điểm.
- Kênh thương mại điện tử

**• Kinh doanh quốc tế**

- Hợp tác với các nhà phân phối nội địa tại các thị trường mới (ASEAN, Châu Phi, Trung Đông, Trung Quốc) và đa dạng hóa thị trường tiêu thụ để giảm thiểu rủi ro.

**Chiến lược để dẫn đầu thị trường của Vinamilk**

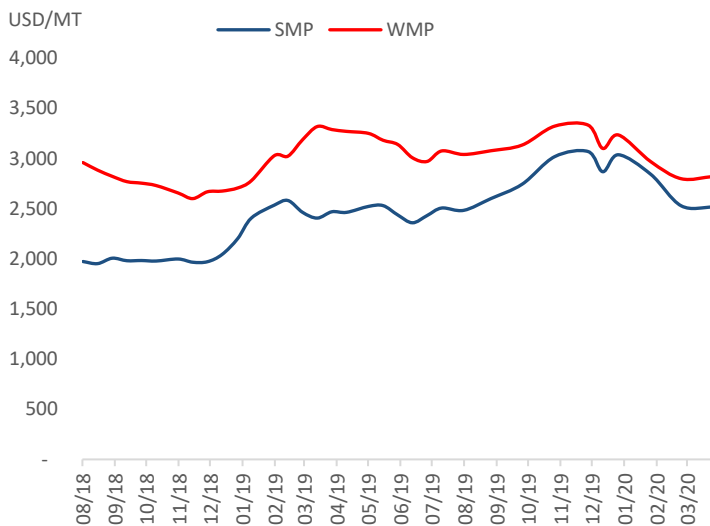
Với hệ thống trang trại tầm cỡ Châu Á đạt tiêu chuẩn Global GAP, với sản lượng sữa tươi nguyên liệu bình quân từ 950 – 1,000 tấn/ngày, đàn bò 130,000 con. Vinamilk hiện đang có vị trí thống lĩnh về sữa tươi tại Việt Nam. Đây cũng là chiến lược để duy trì vị trí dẫn đầu thị trường sữa tươi trong nước nhiều năm liên tiếp của doanh nghiệp này. **Đầu tư mạnh vào vùng nguyên liệu sẽ là đòn bẩy chiến lược, là lợi thế cạnh tranh then chốt giúp Vinamilk vượt qua các đối thủ khác trong phân khúc sữa tươi.**

Vinamilk xây dựng trang trại đầu tiên với quy mô 8,000 con thuộc Tổ hợp trang trại bò sữa Lao-Jagro tại Lào tổng quy mô 24,000 con (giai đoạn 1). Cùng việc sở hữu 75% cổ phần của GTNFoods – có quyền chi phối tại Sữa Mộc Châu với đàn bò 25,000 con tại cao nguyên Mộc Châu, vùng nguyên liệu của Vinamilk tính đến cuối năm 2019 bao gồm tổng đàn 30,000 con bò tại 12 trang trại chuẩn Global Gap.

**Diễn biến giá sữa nguyên liệu**

Giá bột sữa tách béo (SMP), sữa nguyên kem (WMP) và chất béo sữa khan (AMF) hiện đang giảm. Vào ngày 17/3/2020, giá các sản phẩm sữa nguyên liệu nói trên đã lần lượt giảm 16.5%; 11.2% và 12.1% so với đầu năm. Các chuyên gia trong ngành dự báo xu hướng này nhiều khả năng còn tiếp diễn do nhu cầu từ Trung Quốc giảm, chuỗi cung ứng tại các thị trường lớn bị gián đoạn và nguồn cung gia tăng.

**Biểu đồ 3: Diễn biến giá sữa bột nguyên liệu**



Nguồn: Global Dairy Trade

**Hình 1: Quy mô trang trại Vinamilk**



Nguồn: Báo cáo Thường niên 2019 Vinamilk

**Tình hình tài chính**

Vinamilk có tình hình tài chính vững và dòng tiền dương mạnh. Tại thời điểm ngày 31/12/2019, Vinamilk có lượng tiền mặt thuần là 9,626 tỷ đồng; chiếm 22% tổng tài sản. Dự kiến trong năm 2020, Vinamilk sẽ chi 7,836 tỷ đồng để trả cổ tức; tương đương 4,500đ/cp; tỷ lệ lợi nhuận dùng để trả cổ tức là 68% và tỷ lệ cổ tức/thị giá là 4.5%.

**Bảng 1: Tóm tắt kết quả tài chính và dự phóng**

TÓM TẮT TÀI CHÍNH	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2020F
Doanh thu (Nghìn tỷ)	13,189	14,599	14,291	14,239	56,318	12,900	59,544
Tăng trưởng (% YoY)	8.7%	6.3%	4.0%	10.0%	7.1%	-2.2%	5.7%
Lợi nhuận gộp (Nghìn tỷ)	6,155	7,014	6,723	6,680	26,572	6,076	28,224
Tăng trưởng (% YoY)	12.2%	8.4%	3.5%	8.4%	8.0%	-1.3%	6.2%
Biên lợi nhuận gộp (%)	46.7%	48.0%	47.0%	46.9%	47.2%	47.1%	47.4%
Lợi nhuận ròng (Nghìn tỷ)	2,791	2,899	2,690	2,202	10,581	2,655	11,530
Tăng trưởng (% YoY)	3.3%	8.7%	5.1%	-4.3%	3.5%	-4.9%	9.0%

Nguồn: BCTC Vinamilk, EVS dự phóng

## 2. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2020

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ năm 2020 dự kiến đạt 11,530 tỷ (+9.0% YoY).**

Theo Euromonitor, tổng quy mô thị trường sữa Việt Nam năm 2019 đạt 121 nghìn tỷ đồng, tăng 8.9% YoY. Theo dữ liệu này, lượng tiêu thụ sữa uống và sữa chua tăng trưởng vượt trội (+9.9% và +11.6% theo sản lượng), trong khi sữa bột và sữa đặc tăng trưởng +2.1% và +2.7% YoY. Sữa công thức cho trẻ sơ sinh trở nên ít được ưa chuộng hơn, do chiến dịch quảng bá rộng rãi nuôi con bằng sữa mẹ. Trong khi đó, có rất nhiều lựa chọn thay thế cho trẻ lớn hơn, như sữa tươi hay các loại sữa hạt, ngũ cốc, cháo tươi, và các loại khác. Dự kiến trong 2020, tăng trưởng ngành sữa sẽ chậm lại ở mức 6% và cùng với việc Vinamilk sẽ chiếm thêm 0.2% thị phần, doanh thu thuần trong năm 2020 sẽ tăng 6.3% YoY.

**Bảng 2: Dự báo doanh thu Vinamilk**

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020F	+ /(-) YoY
Doanh thu trong nước	47,555	50,551	6.3%
Doanh thu xuất khẩu	5,175	5,693	10.0%
Công ty con nước ngoài	3,588	3,301	-8.0%
<b>Tổng cộng</b>	<b>56,318</b>	<b>59,544</b>	<b>5.7%</b>

Nguồn: EVS ước tính

**Bảng 3: Chi phí sữa nguyên liệu Vinamilk**

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020F	+ /(-) YoY
Bột sữa tách béo (USD/tấn)	2,370	2,520	6.3%
Bột sữa nguyên kem (USD/tấn)	3,048	2,800	-8.1%
Chất béo sữa khan (USD/tấn)	4,698	4,300	-8.5%
Bột sữa nhập khẩu (USD/tấn)	2,779	2,700	-2.8%
Sữa tươi mua trong nước (VND/lít)	12,240	12,100	-1.1%

Nguồn: EVS ước tính

Doanh thu xuất khẩu dự báo tăng trưởng 10% nhờ mức tăng trưởng doanh thu 2 chữ số trong 2 tháng đầu năm. Dự kiến nhu cầu từ thị trường Iraq, Trung Quốc và các thị trường xuất khẩu khác đối với sản phẩm của Vinamilk cao. Doanh thu của các công ty con ở nước ngoài dự báo giảm -8.0% do doanh thu công ty con tại Mỹ là Driftwood giảm 10% do các trường học đóng cửa. Angkor Milk, công ty con tại Campuchia sẽ tiếp tục tăng trưởng 20%. Trong năm ngoái, Angkor Milk ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng là 27.3%.

Dự báo chi phí bột sữa bình quân sẽ giảm -2.3% còn 2,700 USD/tấn từ mức trung bình 2,779 USD/tấn năm 2019. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng 0.2% và đạt mức 47.4% từ mức 47.2% của năm 2019.

Chi phí tài chính dự kiến tăng 165.4% YoY do nợ vay ngắn hạn của Vinamilk tăng mạnh trong năm 2019 để tài trợ cho hoạt động M&A.

Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu dự báo là 22% thấp hơn mức 23.1% trong năm 2019 và chi phí bán hàng là 13,099 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng mức chi phí bán hàng được Vinamilk duy trì ngang so với 2019 nhằm đẩy mạnh doanh thu.

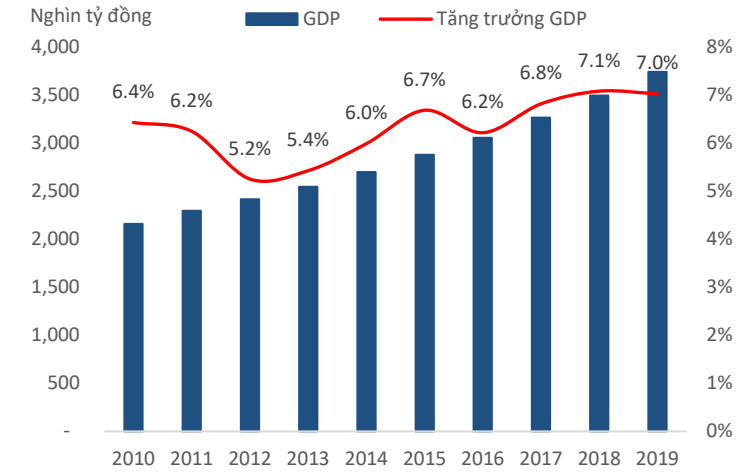
Chi phí quản lý doanh nghiệp dự báo tăng mạnh 28.9% lên 1,799 tỷ đồng do Vinamilk sẽ hạch toán 157 tỷ đồng chi phí phân bổ lợi thế thương mại liên quan đến thương vụ mua GTN. Vinamilk cũng sẽ hợp nhất chi phí quản lý của GTN là 166 tỷ đồng.

**Tăng trưởng của ngành thực phẩm đồ uống Việt Nam. Tăng trưởng GDP và thu nhập bình quân đầu người ổn định và khá cao so với khu vực.**

### 3. TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG TRONG DÀI HẠN

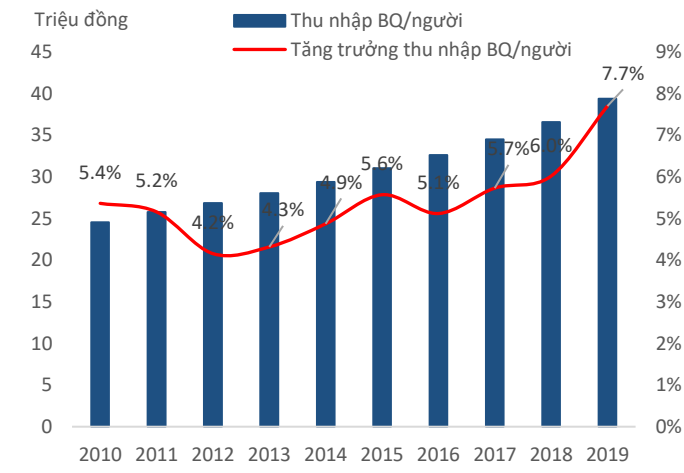
Dự báo từ năm 2018 – 2021 tốc độ tăng trưởng ngành sữa là 9.0%/năm (theo Vinamilk – dữ liệu ngành công nghiệp). Ngành sữa nói riêng còn nhiều triển vọng, sức mua còn tăng cao. Việt Nam đang ở điểm dân số vàng, độ tuổi bình quân cả nước là 30 tuổi. Hàng năm có 1.2 triệu trẻ sinh ra đời sẽ là nguồn tiêu thụ lớn. Mức tiêu thụ bình quân đầu người ở Việt Nam hiện tại là 20 lít/ người nếu so với các quốc gia khác là Philipine, Thái Lan, Trung Quốc và đặc biệt là châu Âu và Úc thì vẫn còn rất thấp.

**Biểu đồ 4: Tổng thu nhập quốc nội Việt Nam (GDP)**



Nguồn: GSO

**Biểu đồ 5: Thu nhập bình quân đầu người Việt Nam**



Nguồn: GSO

**Tăng trưởng của Vinamilk còn đến từ việc giành thêm thị phần**

Bên cạnh tăng trưởng ngành, tăng trưởng trong tương lai của Vinamilk đến từ tăng trưởng thị phần. Năm 2019, 61% thị phần ngành sữa thuộc về Vinamilk, còn lại 39% thuộc về các hãng khác là FrieslandCampina, Abbot, Mead Johnson, Nestle, Nutrifood, IDP, Mộc Châu, TH, Yakult, Kinh Đô. Theo báo cáo của Fiin Group, thị trường sữa Việt Nam có quy mô 4.6 tỷ USD, tăng trưởng trung bình là 7.8%/năm. Như vậy, Vinamilk muốn giữ được tốc độ tăng trưởng bằng với bình quân ngành hoặc cao hơn thì Vinamilk phải giữ hoặc tăng được thị phần hiện tại. Để đảm bảo tăng trưởng, Vinamilk đưa ra chiến lược trong 3 năm tới như sau:

- **M&A:** Chiến lược thâm nhập GTN nhằm phát triển dòng sữa tươi cao cấp phục vụ cho miền Bắc và xuất khẩu.
- **Chiến lược cao cấp hóa các dòng sản phẩm.** sữa Organic, sữa A2, sữa chua ProBeauty, sữa chua Hy Lạp. Dự kiến các dòng sản phẩm này sẽ đáp ứng tốt hơn nhu cầu của người tiêu dùng do thu nhập bình quân tăng đặc biệt khu vực thành thị.
- **Đa dạng hóa các dòng sản phẩm và đối tượng khách hàng:** bổ sung thêm các dòng sản phẩm khác ngoài sữa.
- **Xuất khẩu:** Thông qua M&A để thâm nhập vào các thị trường nước ngoài như Myanmar, Indonesia và Trung Quốc.
- **Chiến lược vùng nguyên liệu:** Vinamilk sử dụng 30% nguyên liệu trong nước (tự sản xuất và thu mua của hộ dân) và 70% từ nhập khẩu sữa bột (chủ yếu từ New Zealand, Úc, Mỹ và châu Âu). Dự kiến tăng lên mức đáp ứng 50% nhu cầu nguyên liệu trong 3 năm tới.
- **Chiến lược Marketing:** chất lượng quốc tế, giá cả hợp lý. Để cạnh tranh với các dòng sản phẩm sữa ngoại, Vinamilk phát triển dòng sữa sản xuất ở các trang trại của Vinamilk ở nước ngoài sau đó nhập về Việt Nam tiêu thụ.
- **Chiến lược đầu tư cơ bản:** xây dựng thêm nhà máy mới để nâng công suất, khi thiết bị đã khấu hao được 70% thì sẽ bắt đầu đầu tư mới.

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNM giá mục tiêu 122,000 đồng/cổ phiếu**

**4. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh tương quan với các doanh nghiệp cùng ngành có mức vốn hóa tương đương trong khu vực. Giá mục tiêu của Vinamilk được xác định dựa trên EPS dự kiến trong năm 2020 và được xác định hợp lý ở mức 122,000 đồng/cổ phiếu. P/E trung bình ngành là 21.0 lần. *Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VNM do cổ phiếu đang được giao dịch ở mặt bằng giá khá thấp ở thời điểm hiện tại.*

**Bảng 2: So sánh tương quan Vinamilk với các doanh nghiệp trong khu vực**

Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	ROE	Tỷ suất EBITDA	Tăng trưởng doanh thu 2020	Tăng trưởng lợi nhuận 2020	P/E 2020	EV/EBITDA 2020
Bright Dairy & Food Co., Ltd	1,825	6.4%	8.9%	5.9%	11.6%	23.6	6.8
China Mengniu Dairy., Ltd	13,528	12.7%	8.2%	4.2%	2.9%	20.8	12.9
Inner Mongola Yii Industrial	24,662	24.3%	11.3%	11.5%	7.4%	22.5	15.7
Dutch Lady Milk Industries Bhd	603	82.4%	38.8%	-0.5%	2.4%	23.2	
Ultraiaya Milk Indonesisa	1,087	16.0%	22.1%			17.6	10.2
Frasér & Neave Holdings	2,460	17.0%	15.4%	6.7%	3.8%	22.8	14.2
Yakult Honsha Co. Ltd	8,740	9.9%	16.9%	79.0%	4.3%	23.3	13.3
Meiji Holding	991	12.2%	11.6%	4.5%	3.9%	13.9	7.3
<b>Trung vị</b>	<b>2,143</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.5%</b>	<b>5.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>22.7</b>	<b>12.9</b>
<b>Vinamilk</b>	<b>13,278</b>	<b>40.8%</b>	<b>21.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>15.6</b>	<b>10.3</b>

Nguồn: Bloomberg, EVS dự phóng



<b>Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Doanh số thuần	51,041	52,562
Giá vốn hàng bán	-26,807	-27,951
Lãi gộp	24,234	24,611
Thu nhập tài chính	816	760
Chi phí tài chính	-87	-118
Trong đó: Chi phí lãi vay	-29	-51
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	67	22
Chi phí bán hàng	-11,537	-12,266
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,268	-1,133
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	12,226	11,877
Thu nhập khác, ròng	3	175
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	12,229	12,052
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,951	-1,846
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	10,278	10,206
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-17	-22
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	10,296	10,227

<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
-		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46.8%	47.2%
Tỷ suất EBITDA	24.4%	25.1%
Tỷ suất EBIT	21.3%	21.6%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	22.9%	22.7%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	22.6%	22.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.4%	18.7%

<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Gián tiếp - Tỷ VNĐ</b>		
Lãi trước thuế	12,229	12,052
Khấu hao TSCĐ	1,300	1,627
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-67	-25
Chi phí lãi vay	29	51
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	12,770	13,060
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-1,599	-109
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	318	-1,685
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	959	-15
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-10	69
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	9,602	8,140
Tiền mua tài sản cố định và các TSDH	-2,673	-3,186
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	121	94
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-218	1,199
Tiền thu từ cho vay	302	193
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-87	-12
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	30	18
Cổ tức và tiền lãi nhận được	755	648
LCTT từ hoạt động đầu tư	-1,771	-1,045
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-282	-3
Tiền thu được các khoản đi vay	2,777	4,828
Tiền trả các khoản đi vay	-4,224	-4,104
Cổ tức đã trả	-5,806	-7,256
LCTT từ hoạt động tài chính	-7,535	-6,535
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	295	560
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	655	963
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	963	1,523

<b>Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	20,560	24,722
Tiền và tương đương tiền	1,523	2,665
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	8,674	12,436
Các khoản phải thu	4,639	4,503
Hàng tồn kho, ròng	5,526	4,983
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	16,806	19,978
Phải thu dài hạn	88	21
Tài sản cố định	13,365	14,894
Giá trị ròng tài sản đầu tư	90	62
Tài sản dở dang dài hạn	868	944
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	37,366	44,700
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	11,095	14,969
Nợ ngắn hạn	10,640	14,443
Phải trả người bán	3,991	3,648
Người mua trả tiền trước	536	245
Doanh thu chưa thực hiện	7	2
Vay ngắn hạn	1,060	5,351
Nợ dài hạn	455	526
Vay dài hạn	216	123
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	26,271	29,731
Vốn góp	17,417	17,417
Lãi chưa phân phối	7,155	7,875
Lợi ích cổ đông KKS	490	2,227
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	37,366	44,700

<b>-</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Chỉ số định giá</b>		
P/E	18.8	18.2
P/E pha loãng	17.0	16.4
P/B	6.7	6.3
P/S	3.3	3.1
P/Tangible Book	6.7	6.1
P/Cash Flow	21.3	15.2
EV/EBITDA	13.5	12.5
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	15.5	14.5
<b>Hiệu quả quản lý</b>		
ROE%	40.8	37.8
ROA%	28.4	25.8
ROIC%	40.7	34.6
<b>Cấu trúc tài chính</b>		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.6	0.5
TS thanh toán hiện thời	1.9	1.7
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.2
Vốn vay ngắn hạn/Tổng TS	0.0	0.1
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.5
Công nợ ngắn hạn/Tổng TS	0.3	0.3
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.4	0.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3
<b>Chỉ số hoạt động</b>		
Vòng phải thu khách hàng	14.8	16.3
Vòng quay HTK	5.8	5.7
Vòng phải trả nhà cung cấp	7.0	7.8

**CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ**

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

**KHUYẾN CÁO**

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

**CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- [www.eves.com.vn](http://www.eves.com.vn)**

**Trụ sở chính:**

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam  
Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

**Chi nhánh Hàm Nghi:**

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

**Chi nhánh Bà Triệu:**

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam  
Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586