



Phân tích **PME – MUA**

Ngày 01/11/2017



Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 327

chilkt@acbs.com.vn

Báo cáo phân tích

Khuyến nghị

MUA

HSX: PME

Dược phẩm

Giá mục tiêu (VND)	87.512
Giá niêm yết (VND)	68.000
Tỷ lệ tăng giá	28,7%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	2,9%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	31,6%

Cơ cấu sở hữu

Stada Service Holding B.V	49,0%
Trương Viết Vũ	13,2%
CTCP ĐT Well Light	10,0%

Thông kê

31-10-17

Mã Bloomberg	n/a
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	n/a
SL lưu hành (triệu cp)	65,2
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.435
Vốn hóa (triệu USD)	195
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	n/a
KLGD TB 3 tháng (cp)	n/a
VND/USD	22,755
Index: VNIndex / HNX	837,3/105,2

CTCP PYMEPHARCO (PME VN)

Pymepharco là nhà sản xuất dược phẩm Việt Nam đầu tiên có dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP (Đức) vào năm 2013 (tái xét năm 2015 và năm 2017). Sản phẩm của công ty phục vụ nhiều nhóm điều trị khác nhau, trong đó kháng sinh là nhóm sản phẩm quan trọng. Pymepharco sẽ được niêm yết trên sàn chứng khoán TP HCM vào ngày 8/11 sắp tới với mã chứng khoán là PME.

Hệ thống bán hàng của công ty gồm cả kênh OTC (chiếm 52% doanh thu) và ETC (48%). Công ty đặt mục tiêu nâng tỷ trọng đóng góp của kênh OTC lên 65% vào năm 2020 trong khi vẫn duy trì tăng trưởng dương cho cả hai kênh. Ngoài thị trường trong nước, Pymepharco còn xuất khẩu sang Hồng Kông, Myanmar, Malaysia, v.v ...tuy nhiên, tỷ trọng còn khiêm tốn, dưới 2%.

Hệ thống cơ sở sản xuất công ty bao gồm một nhà máy thuốc viên (trong đó dây chuyền thuốc viên cephalosporin đạt EU-GMP), một nhà máy sản xuất thuốc tiêm vô trùng (trong đó dây chuyền thuốc bột pha tiêm dòng cephalosporin đang được xem xét chuẩn EU-GMP, dự kiến hoàn tất vào năm 2017). Hầu hết các dây chuyền sản xuất đang vận hành khoảng 70% công suất thiết kế. Công ty đang có kế hoạch xây dựng thêm một nhà máy non-betalactam EU-GMP trong giai đoạn 2018-2019.

Tốc độ tăng trưởng hai chữ số đã được duy trì khá đều trong hầu hết 5 năm qua, đưa doanh thu thuần của công ty lên 1.508 tỷ đồng (+15,2% n/n) và LNST đạt 239 tỷ đồng (+30,3% n/n) năm 2016. Với (1) khả năng tăng tỷ trọng đóng góp của dây chuyền thuốc bột pha tiêm dòng cephalosporin sau khi đạt chuẩn EU-GMP, (2) tiếp tục mở rộng kênh OTC và ETC và (3) tăng công suất từ nhà máy mới non-betalactam sắp tới, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ tiếp tục trong những năm tiếp theo. Trong năm 2017, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của công ty đạt 1.659 tỷ đồng (+10% n/n) và LNST đạt 293 tỷ đồng (+22,3% n/n). Dự phóng tương ứng cho 2018 là 1.884 tỷ đồng (+13,6% n/n) và 334 tỷ đồng (+14,3% n/n).

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện đã ở mức tối đa do Stada Service Holding B.V. với vai trò là nhà đầu tư chiến lược dài hạn đang nắm giữ 49% cổ phần. Cho đến thời điểm hiện tại, việc công ty có nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên hay không vẫn còn bỏ ngỏ.

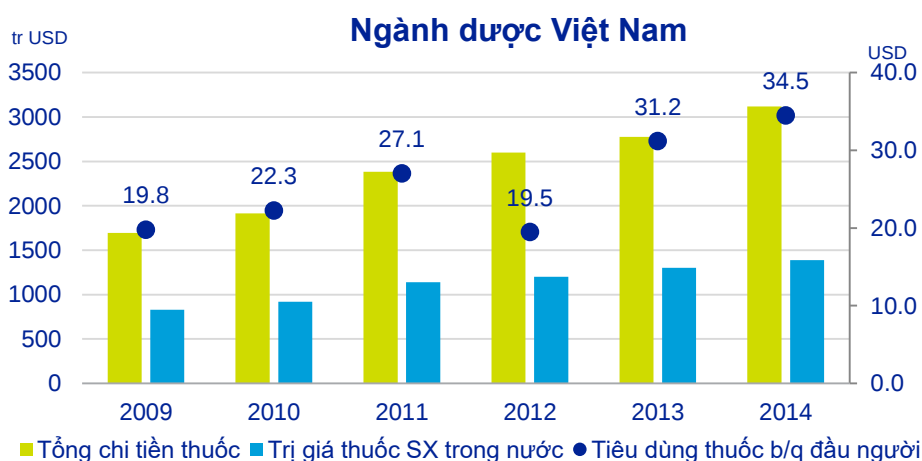
Công ty có các chỉ số tài chính tốt, với ROE 18-20% và nợ ròng/EBITDA âm (tức có tiền mặt > nợ) trong 3 năm gần đây. Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu này ở 88k đ/cổ phần.

	2014	2015	2016	2017F	2018F
DT thuần (tỷ đồng)	1.149	1.309	1.508	1.659	1.884
Tăng trưởng (%)	-3,3%	13,9%	15,2%	10,0%	13,6%
EBITDA (tỷ đồng)	236	261	327	390	440
Biến EBITDA (%)	20,6%	20,0%	21,7%	23,5%	23,4%
LN ròng (tỷ đồng)	148	184	239	293	334
Tăng trưởng LN (%)	-0,2%	23,9%	30,3%	22,3%	14,3%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.791	2.792	3.622	4.428	5.064
Tăng trưởng (%)	-50,5%	-41,7%	29,7%	22,3%	14,3%
ROE (%)	18,5%	18,4%	19,8%	20,8%	21,0%
ROA (%)	13,2%	14,5%	16,0%	18,0%	19,2%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0,5	-1,2	-1,5	-1,7	-1,4
EV/EBITDA (x)	16,7	15,1	12,1	10,1	9,0
EV/Doanh thu (x)	3,4	3,0	2,6	2,4	2,1
P/E (x)	14,2	24,4	18,8	15,4	13,4
Cổ tức (đồng)	-	-	-	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	2,9%

Tổng quan ngành

Được xếp vào nhóm những nước có ngành dược mới nổi (Pharmerging) – động lực tăng trưởng của ngành dược thế giới, tổng chi tiêu thuốc của Việt Nam đã tăng với tốc độ CAGR 5 năm (2009-2014) là 13%, trong khi tiêu dùng thuốc bình quân đầu người tăng 1,7 lần, từ 19,8\$/người/năm năm 2009 lên 34,5\$/người/năm vào năm 2014, theo số liệu gần nhất do Bộ Y tế công bố trong Niên giám Y tế 2014.

Theo hệ thống phân loại các giai đoạn phát triển khác nhau của WTO và UNCTAD đối với ngành dược thế giới, ngành dược Việt Nam thường được xếp trong khoảng nhóm 2 và 3 (*), nghĩa là có thể sản xuất một số loại thuốc generic và có khả năng xuất khẩu. Giống như hầu hết các thị trường dược mới nổi khác, đa số sản phẩm thuốc trong nước là thuốc generic, nhưng vẫn chưa phải là những generic đầu tiên, trong khi các loại thuốc phát minh chủ yếu là thuốc nước ngoài. Sản xuất trong nước chỉ mới đáp ứng chưa đến một nửa nhu cầu tiêu dùng thuốc tại Việt Nam và phải nhường phần còn lại cho các công ty nước ngoài. Pháp, Ấn Độ, Đức, Hàn Quốc và Ý là 5 nước xuất khẩu thuốc lớn nhất vào Việt Nam. Giá trị thuốc nhập khẩu đã tăng với tốc độ CAGR 5 năm (2011-2016) là 10,9%, đạt 2,56 tỷ \$ trong 2016.



**: Theo phân loại của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) và Hội nghị về Thương mại và Phát triển của Liên hiệp quốc (UNCTAD), có 4 mức độ phát triển cho ngành dược thế giới: (1) Không có ngành dược phẩm - hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu; (2) Sản xuất một số loại thuốc generic nhưng phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu; (3) Có nền công nghiệp dược trong nước, sản xuất được một số loại thuốc generic và có khả năng xuất khẩu nhỏ; (4) Phát triển cao, có nền tảng nghiên cứu vững chắc.*

Sự phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên vật liệu nhập khẩu do nguồn cung trong nước kém phát triển cũng là tình hình chung của các công ty dược Việt Nam, đặc biệt là mảng tân dược. Với hơn 80% nguyên liệu được nhập khẩu, các công ty dược trong nước có thể khó tránh khỏi những ảnh hưởng do dao động giá cả, nguồn cung và tỷ giá. Trong 2016, Việt Nam nhập khẩu 381 triệu \$ nguyên phụ liệu dược phẩm, phần lớn từ Trung Quốc, Ấn Độ.

Phân phối các sản phẩm dược phẩm tại Việt Nam được thực hiện thông qua hai kênh gồm ETC (kênh bệnh viện, phòng khám) và OTC (kênh thương mại thông qua các đại lý, nhà phân phối và nhà thuốc). Thử thách lớn cho các doanh nghiệp dược ở kênh ETC là phải thỏa mãn các quy định về đấu thầu thuốc và ở kênh OTC là làm thế nào phát triển được một mạng lưới bán hàng rộng khắp.

Pymepharco

Lợi thế cạnh tranh từ tiêu chuẩn công nghệ hiện đại

Pymepharco hiện đang vận hành 2 nhà máy dược phẩm gồm nhà máy thuốc viên và nhà máy thuốc tiêm vô trùng, sản xuất nhiều dạng bào chế khác nhau như viên nén, viên nén bao phim, viên nang (3 dạng này chiếm phần lớn sản lượng sản xuất của công ty), viên nang mềm, bột đông khô pha tiêm, v.v ...

Khác với hầu hết các nhà sản xuất dược phẩm khác, Pymepharco hiện là một trong hai nhà sản xuất dược Việt Nam (ở góc độ luật Việt Nam) duy nhất có dây chuyền sản xuất (thuốc viên cephalosporin) đạt tiêu chuẩn EU-GMP lần đầu tiên vào năm 2013, sớm hơn cả CTCP Dược phẩm Imexpharm (HSX: IMP). Điều này cho phép một số sản phẩm của công ty có thể đấu thầu vào nhóm 2 (cạnh tranh với các công ty đa quốc gia) dành cho thuốc generic vào kênh ETC, trong khi các sản phẩm chuẩn WHO-GMP chỉ có thể cạnh tranh chủ yếu ở nhóm 3 hoặc 5. Với những tiêu chuẩn kỹ thuật nghiêm ngặt hơn mà không nhiều nhà sản xuất dược Việt Nam có thể thỏa mãn, thuốc được sản xuất trên các dây chuyền EU-GMP có thể được có giá tốt hơn và khả năng thắng thầu cao hơn, đặc biệt là khi chính phủ hướng đến ưu tiên dùng thuốc trong nước. Hơn nữa, đây cũng là điều kiện hỗ trợ cho xuất khẩu.

Tên nhà SX*	Địa chỉ	Phạm vi chứng nhận	Chuẩn GMP	Cơ quan cấp	Nhóm dự thầu
CTCP Pymepharco	166-170, đường Nguyễn Huệ, TP Tuy Hòa, tỉnh Phú Yên	* Thuốc không vô trùng chứa kháng sinh nhóm cephalosporin: Viên nén, viên nén bao phim, viên nang cứng.	EU-GMP	Đức	2
		* Sản phẩm: - Viên nang cứng Cefaclor Stada 500mg Capsules; - Viên nén bao phim Cepoxitil 200.			1
CTCP Imexpharm Corp CN III (IMP3)	Số 22, đường số 2, KCN Việt Nam-Singapore, TP Thủ Đức, tỉnh Bình Dương.	* Thuốc sản xuất vô trùng: thuốc dạng rắn và cấy ghép chứa kháng sinh nhóm beta-lactam; * Thuốc không vô trùng: viên nang cứng chứa kháng sinh nhóm beta-lactam.	EU-GMP	Agency for Medicines and Health Products (AEMPS), Tây Ban Nha	2
		Sản phẩm được xét nhóm thầu 1 (lưu hành tại Bồ Đào Nha): Thuốc bột pha tiêm IMETOXIM 1g.			1

Nguồn: Cục quản lý dược.

*: chỉ bao gồm các nhà sản xuất Việt Nam và chưa tính các doanh nghiệp FDI hoặc liên doanh.

Sau dây chuyền thuốc viên cephalosporin, dây chuyền thuốc bột pha tiêm dòng cephalosporin cũng đang được tiến hành xét chuẩn EU-GMP, dự kiến sẽ hoàn tất trong năm nay. Việc nâng cấp này cộng với hoạt động thực hiện đánh giá tương đương điều trị cho các sản phẩm thuốc tiêm được kỳ vọng sẽ làm tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu của thuốc tiêm từ mức dưới 1% hiện nay, qua đó thúc đẩy tổng doanh thu. Bên cạnh đó, công ty cũng đang có kế hoạch xây dựng một nhà máy non-betalactam mới chuẩn EU-GMP trong 2018-2019 (công suất thiết kế: 1,2 tỷ đơn vị/năm, vốn đầu

tư 500 tỷ đồng được tài trợ bằng nguồn lực của công ty). Như vậy, hệ thống sản xuất của Pymepharco có thể ghi nhận 2 dây chuyền và 1 nhà máy đạt chuẩn EU-GMP trong vài năm tới. Nhu cầu hướng đến thuốc chất lượng cao đang thúc đẩy các nhà sản xuất được nâng cấp nhà máy của mình từ WHO-GMP lên các tiêu chuẩn cao hơn như là một xu hướng tất yếu. Trong khi những nhà sản xuất khác cần thêm thời gian để làm được điều này, lợi thế hiện đang nằm trong tay những người tiên phong như Pymepharco và IMP.

Hệ thống sản xuất hiện tại của Pymepharco

NM thuốc viên

Xưởng Non-betalactam

Xưởng Betalactam (trong đó, dây chuyền thuốc viên cephalosporin đạt EU-GMP vào 2013, 2015 và 2017).

Xưởng nang mềm

NM thuốc tiêm vô trùng

Xưởng dung dịch tiêm

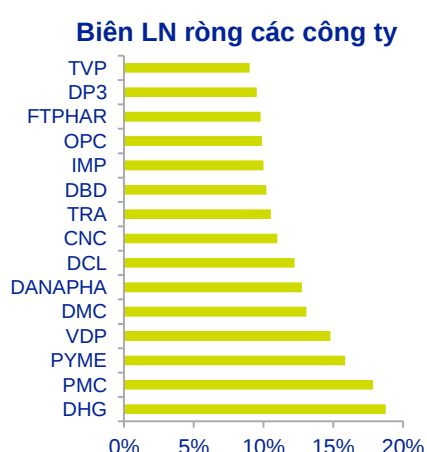
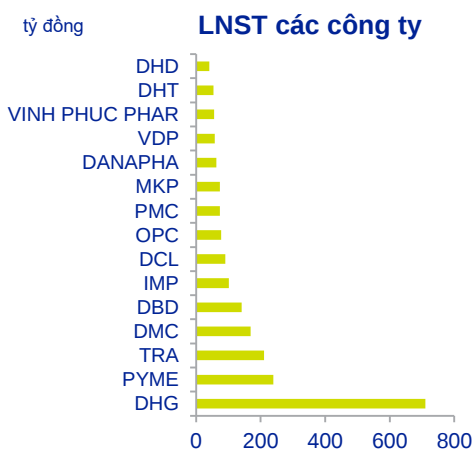
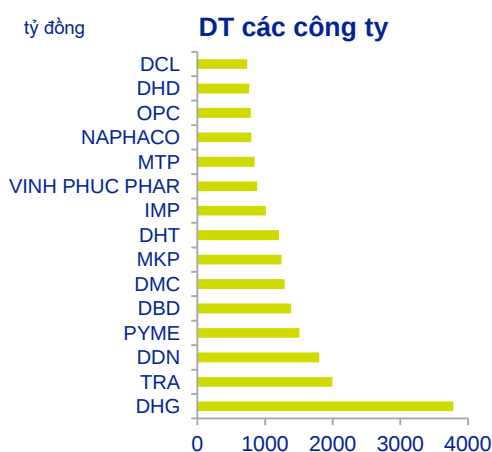
Xưởng bột tiêm đông khô

Xưởng thuốc nhỏ mắt

Thuốc bột pha tiêm dòng Cephalosporin (đang tiến hành nâng chuẩn lên EU-GMP, dự kiến xong trong 2017).

Một trong những nhà sản xuất dược tiêu biểu

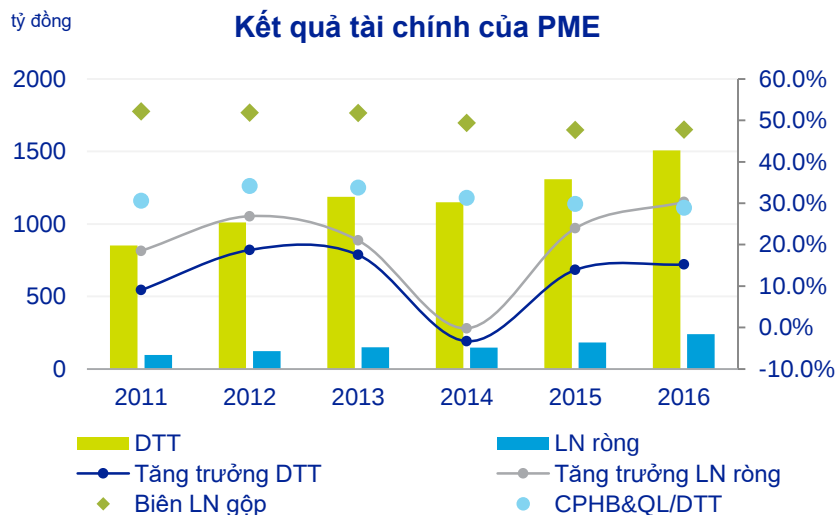
So với các doanh nghiệp trong ngành, Pymepharco thuộc топ đầu khi xét về quy mô doanh thu (đứng thứ 4), lợi nhuận (đứng thứ 2 chỉ sau DHG) và biên lợi nhuận ròng (đứng thứ 3) theo số liệu 2016 mà chúng tôi ghi nhận được.



Lịch sử tăng trưởng của công ty ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số khá đều đặn trong các năm qua, tương ứng với CAGR 5 năm về doanh thu là 12% và về LNST là 20%, bao gồm cả sự sụt giảm trong năm 2014, tương ứng đạt 1.508 tỷ đồng và 235 tỷ đồng trong năm 2016. Biên LNST tăng chủ yếu do tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu giảm từ 34,2% năm 2012 còn 28,9% năm 2016. Với cùng lý do này, trong 9T2017, Pymepharco công bố doanh thu thuần và LNST tương ứng đạt 1.199 tỷ đồng và 215 tỷ đồng, tăng 8,8% và 23,6% n/n, hoàn thành 76% và ~89% kế hoạch cả năm. Trong

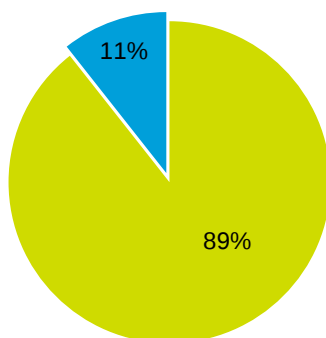
tương lai, chúng tôi không giả định tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm do công ty có định hướng mở rộng kênh OTC.

Biên lợi nhuận gộp được duy trì ở mức 47,7% trong năm 2015-2016, mặc dù đã giảm dần so với mức ~52% trong giai đoạn 2011-2013. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của công ty có thể mở rộng hơn trong những năm tới khi tất cả các chứng chỉ GMP-EU hoàn tất.

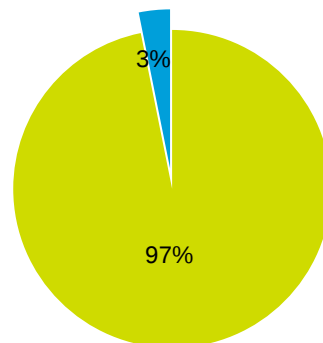


Với tốc độ CAGR doanh thu 3 năm (2013-2016) khoảng 8% (bao gồm cả sự sụt giảm của năm 2014), nhóm hàng sản xuất của công ty đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu thuần (89-90%) và lợi nhuận gộp (97-99%), trong khi nhóm hàng hóa thương mại (thuốc, trang thiết bị y tế) chiếm phần còn lại. Biên lợi nhuận gộp trong 2016 của 2 nhóm tương ứng là 51,7% và 14,2%. Ngoài các sản phẩm mang thương hiệu Pymepharco, công ty còn có các sản phẩm nhượng quyền từ tập đoàn Stada và các đơn vị thành viên, như Atorvastatine EG, Cefpodoxim Stada, Cefaclor Stada, Cefadroxil EG, Amlodipine EG, v.v..., tuy nhiên công ty không cho biết tỷ trọng đóng góp cụ thể.

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu LN gộp



■ Hàng sản xuất

■ Hàng thương mại

■ Hàng sản xuất

■ Hàng thương mại

	2013	2014	2015	2016
Hàng sản xuất				
Tăng trưởng DT	19,4%	-2,3%	14,0%	14,1%
Đóng góp doanh thu	89,2%	90,2%	90,2%	89,4%
Biên LN gộp	57,2%	54,1%	52,4%	51,7%

Hàng thương mại				
Tăng trưởng DT	4,2%	-12,2%	13,3%	25,5%
Đóng góp doanh thu	10,8%	9,8%	9,8%	10,6%
Biên LN gộp	7,3%	6,2%	4,0%	14,2%

Duy trì kênh ETC, mở rộng kênh OTC

Doanh thu của Pymepharco ghi nhận đóng góp đáng kể từ kênh ETC với tỷ lệ 48%, bất kể những khó khăn trong hoạt động đấu thầu thuốc trong những năm gần đây, trong khi tỷ lệ này năm 2016 ở DHG là khoảng 20% và IMP là 17,7%. Bên cạnh những lợi ích đến từ dây chuyền sản xuất chuẩn EU-GMP, doanh thu ETC có thể sẽ còn hưởng lợi từ hoạt động đánh giá tương đương sinh học (*) mà công ty đang thực hiện, bởi một dự thảo sửa đổi mới đây về đấu thầu thuốc đã đề xuất các thuốc chuẩn GMP-WHO nếu có tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố có thể tham gia đấu thầu ở nhóm 2.

Trong khi vẫn duy trì tăng trưởng cho kênh ETC, Pymepharco cũng dự định tăng tỷ trọng đóng góp của kênh OTC lên 65% vào năm 2020 so với mức 52% hiện nay, dựa vào các sản phẩm chất lượng cao và sự xuất hiện của nhà máy mới.

(*): hai thuốc được coi là tương đương sinh học nếu chúng là những thuốc tương đương bào chế hay là thể phẩm bào chế, và sinh khả dụng của chúng sau khi dùng cùng một mức liều trong cùng điều kiện thử nghiệm là tương tự nhau dẫn đến hiệu quả điều trị của chúng về cơ bản được coi là sẽ tương đương nhau.

Triển vọng và định giá

Năm 2017, chúng tôi dự báo doanh thu công ty ở mức 1.659 tỷ đồng (+10% n/n) và LNST là 293 tỷ đồng (+22,3% n/n). Trong giai đoạn 2018-2019, Pymepharco đặt mục tiêu tăng trưởng 15%/ năm cho cả doanh thu và LNST. Những con số này không quá khác biệt so với dự phóng của chúng tôi, với kỳ vọng dây chuyền thuốc bột pha tiêm dòng cephalosporin sắp tới sẽ đạt EU-GMP và việc hoàn thành nhà máy mới.

Công ty có báo cáo tài chính khá đơn giản (kiểm toán bởi PwC), không có công ty con nhưng có 3 công ty liên kết đều hoạt động trong ngành dược phẩm (tổng đầu tư 25,8 tỷ đồng tính đến tháng 9/2017). Không có các khoản đầu tư ngoài ngành và không nợ vay. Vốn đầu tư 500 tỷ đồng cho nhà máy mới sẽ được tài trợ bởi nguồn lực của công ty.

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện đã ở mức tối đa do Stada Service Holding B.V. với vai trò là nhà đầu tư chiến lược dài hạn đang nắm giữ 49% cổ phần. Sự có mặt của Stada đã hỗ trợ Pymepharco trong việc nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy cũng như chuyển đổi công nghệ. Ngoài ra, CTCP Đầu tư Well Light, có 49% thuộc sở hữu của Stada, cũng đang nắm giữ 10% cổ phần tại Pymepharco. Cho đến hiện tại vẫn chưa một có kế hoạch gì rõ ràng về việc công ty có nâng giới hạn sở hữu nước ngoài lên hay không.

Kết hợp phương pháp DCF và các phương pháp P/E (với P/E forward mục tiêu là 18x), chúng tôi định giá trị cổ phiếu Pymepharco ở mức 88k đ/cp.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
DCF	83.879	50%
P/E	91.145	50%
Giá mục tiêu	87,512	

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PME	Giá hiện tại (đồng):	68.000	Giá mục tiêu (đồng):	87.512	Vốn hóa (tỷ đồng):	4.435
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	1.309	1.508	1.659	1.884	2.140	2.431
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>
GVHB trừ khấu hao	651	739	818	925	1.025	1.137
Chi phí bán hàng	349	386	391	452	514	583
Chi phí quản lý doanh nghiệp	41	50	54	61	69	79
Doanh thu tài chính	1	2	2	2	2	2
Chi phí tài chính	7	8	7	8	8	9
EBITDA	261	327	390	440	526	625
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>20,0%</i>	<i>21,7%</i>	<i>23,5%</i>	<i>23,4%</i>	<i>24,6%</i>	<i>25,7%</i>
Khấu hao	33	49	49	52	74	103
Lợi nhuận từ HĐKD	228	278	341	388	452	522
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,4%</i>	<i>20,6%</i>	<i>20,6%</i>	<i>21,1%</i>	<i>21,5%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	(0)	1	1	1	1	1
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	(2)	(21)	(26)	(31)	(27)	(26)
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>0,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,2%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>-118,7</i>	<i>-13,1</i>	<i>-13,4</i>	<i>-12,4</i>	<i>-16,6</i>	<i>-19,9</i>
Thuế	46	61	75	85	98	112
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,4%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	184	239	293	334	382	437
Tiền mặt đạt được	217	288	342	386	456	540
Tổng số lượng cổ phiếu	40.140.000	50.175.000	65.227.500	65.227.500	65.227.500	65.227.500
EPS (VND)	4.537	4.709	4.428	5.064	5.782	6.620
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,62	0,77	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.792	3.622	4.428	5.064	5.782	6.620
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>-41,7%</i>	<i>29,7%</i>	<i>22,3%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,5%</i>

CÁC KHOẢN MỤC ĐCKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Thay đổi vốn lưu động	-150	93	49	74	83	79
Capex	142	52	42	250	250	32
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	18	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-7	38	38	38	38	38
Dòng tiền tự do	217	163	289	101	161	467
Phát hành cp	-	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	130	130	130	130
Thay đổi nợ ròng	-217	-163	-159	30	-30	-337
Nợ ròng cuối năm	-324	-487	-646	-616	-646	-983
Vốn CSH	1.088	1.326	1.488	1.692	1.944	2.251
Giá trị sổ sách/cp (VND)	27.116	26.431	22.816	25.944	29.799	34.503
Nợ ròng / VCSH (%)	-29,8%	-36,7%	-43,4%	-36,4%	-33,3%	-43,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1,2	-1,5	-1,7	-1,4	-1,2	-1,6
Tổng tài sản	1.376	1.621	1.625	1.858	2.079	2.049

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
ROE (%)	18,4%	19,8%	20,8%	21,0%	21,0%	20,9%
ROA (%)	14,5%	16,0%	18,0%	19,2%	19,4%	21,2%
ROIC (%)	23,3%	27,7%	32,4%	32,2%	30,3%	32,5%
WACC (%)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EVA (%)	8,3%	12,7%	17,4%	17,2%	15,3%	17,5%
PER (x)	24,4	18,8	15,4	13,4	11,8	10,3
EV/EBITDA (x)	15,1	12,1	10,1	9,0	7,5	6,3
EV/FCF (x)	18,2	24,3	13,7	39,2	24,5	8,4
PBR (x)	2,5	2,6	3,0	2,6	2,3	2,0
PSR (x)	3,4	2,9	2,7	2,4	2,1	1,8
EV/sales (x)	3,0	2,6	2,4	2,1	1,8	1,6
PEG	7,1	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	0,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chilkt@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Giám đốc PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 28) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp

PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 28) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84 28) 38234160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 54046626

thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

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

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.