

## MUA

Giá mục tiêu 41,580 VND/cp [+55.27%]

20/10/17

Đánh giá	Mua
Giá mục tiêu (VND/cp)	<b>41,580</b>
Giá hiện tại (VND/cp)	27,800
%Lợi suất cổ tức	5.71%
%Upside	<b>+55.27%</b>

## Các chỉ số chính

VĐL (tỷ đồng)	330
SLCP lưu hành (cp)	33,000,000
% Sở hữu Nhà nước	51%
% Sở hữu CBCNV	3.77%
% Sở hữu Công đoàn	0.07%
% Sở hữu Nhà đầu tư chiến lược	21%
% IPO	24.16%

## Tổng quan doanh nghiệp

CTCP NGK Sanest Khánh Hòa được thành lập vào ngày 28/01/2016 trên cơ sở tách toàn bộ hoạt động kinh doanh (bao gồm tài sản và lao động) của Nhà máy NGK cao cấp Yến Sào Cam Thịnh. Công ty chuyên chế biến các sản phẩm nước Yến sào mang thương hiệu Sanest từ nguồn Yến sào yến đảo thiên nhiên Khánh Hòa. Công ty là đơn vị đóng góp lớn nhất vào kết quả kinh doanh của công ty mẹ - CTTNHH Nhà nước MTV Yến Sào Khánh Hòa.

Trần Văn Giàu  
Giau.tv@shs.com.vn

Ngô Thế Hiên  
Hien.nth@shs.com.vn

Dựa trên ngành nghề kinh doanh hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng cùng mức định giá hấp dẫn của SKH. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị hành động **MUA** đối với mã SKH, giá mục tiêu **41,580VND/cp** dựa trên những luận điểm sau:

**Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm dinh dưỡng chất lượng cao, kéo dài tuổi thọ sẽ tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới.** Yến sào thiên nhiên là nguồn thực phẩm dinh dưỡng giá trị cao và có tiềm năng tăng trưởng theo xu hướng tiêu dùng vì sức khỏe trong tương lai.

**Nhãn hiệu thương mại “Sanest Khánh Hòa” được coi như là thương hiệu quốc gia gắn liền với sản phẩm Yến sào thiên nhiên của tỉnh Khánh Hòa.** Thương hiệu NGK Sanest Khánh Hòa được đánh giá là đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất Yến sào thiên nhiên tại Việt Nam. Sản phẩm không chỉ được phân phối tại 63 tỉnh thành trong nước thông qua 1,000 cửa hàng và đại lý mà còn được xuất khẩu sang Mỹ, Úc, Canada... Đặc biệt là các quốc gia trong khối G20.

**Không dùng nợ vay, hiệu quả sinh lời duy trì ở mức cao.** Tình hình tài chính của SKH khá lành mạnh, ROE qua các năm gần đây luôn duy trì trên 30%, khá cao so với mức bình quân toàn ngành đồ uống và nước giải khát. Tính riêng cho năm 2016, doanh thu trên mỗi cổ phần của SKH đạt 81,878.87 VND/cp.

**Sở hữu nhà máy có công suất lớn và hiện đại tầm cỡ khu vực Đông Nam Á.** Nhà máy của SKH đang vận hành với công suất ước đạt 64.8 triệu sản phẩm/năm. Ngoài ra, SKH cũng có kế hoạch đầu tư mở rộng nhà máy trên phần đất có diện tích 48,178 m<sup>2</sup> gần nhà máy hiện tại và 4,250 m<sup>2</sup> tại Cụm công nghiệp Sông Cầu nhằm nâng cao năng lực sản xuất để kịp thời đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của thị trường.

## Rủi ro đầu tư

**Chịu sự điều tiết lớn từ công ty mẹ trong ngắn hạn.** Với việc công ty mẹ vẫn nắm tỷ lệ chi phối (51%) và bao tiêu từ khâu nguyên liệu đầu vào đến khâu tiêu thụ đầu ra (phân phối, bán hàng qua kênh bán hàng của công ty mẹ), biên lợi nhuận gộp của SKH sẽ ít thay đổi và SKH có thể thiếu đi sự chủ động trong việc triển khai các chiến lược kinh doanh của mình.

**Tác động từ hội nhập.** Việc Việt Nam tăng cường hội nhập đặc biệt là trong khu vực ASEAN có thể tạo điều kiện cho các sản phẩm yến sào từ các quốc gia khác như Indonesia, Thái Lan thâm nhập thị trường Việt Nam và gia tăng cạnh tranh với sản phẩm của SKH.

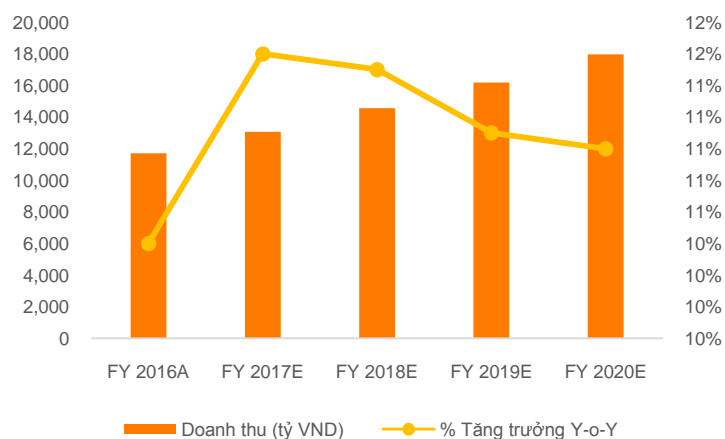
### Tiềm năng tăng trưởng từ nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm dinh dưỡng chất lượng cao

Yến sào là sản phẩm có giá trị dinh dưỡng và giá trị kinh tế cao. Trên thế giới, kim ngạch thương mại các sản phẩm yến ước tính có quy mô khoảng 6 tỷ USD/năm, với thị trường tiêu thụ chính là Mỹ và Trung Quốc, trong khi đó nguồn cung chỉ có từ Đông Nam Á do yến là loài chim biển hoang dã đặc hữu của khu vực này và các quốc gia như Indonesia, Malaysia, Thái lan và Việt Nam hiện là những nhà sản xuất chính. Hiện sản phẩm tổ yến ngoài việc được sử dụng làm thực phẩm còn có thể được dùng làm nguyên liệu trong ngành dược phẩm và mỹ phẩm.

Tại Việt Nam, cùng với thu nhập của người dân ngày càng cải thiện, nhu cầu đối với các sản phẩm có giá trị dinh dưỡng cao từ yến cũng gia tăng và thị trường yến trong nước hiện được ước tính có quy mô trên 200 triệu USD (khoảng trên 4.000 tỷ đồng).

Riêng đối với ngành nước giải khát Việt Nam, theo số liệu của BMI Research, năm 2016 quy mô thị trường nước giải khát của Việt Nam ước khoảng 12.000 tỷ đồng và tốc độ tăng trưởng bình quân ngành giai đoạn 2016-2020 dự báo đạt 11.3%/năm, tổng quy mô doanh thu cả ngành đến năm 2020 ước đạt 17.982 tỷ đồng.

Doanh thu và tốc độ tăng trưởng ngành nước giải khát Việt Nam giai đoạn 2016-2020



Nguồn: BMI Research 2016; SHS Research

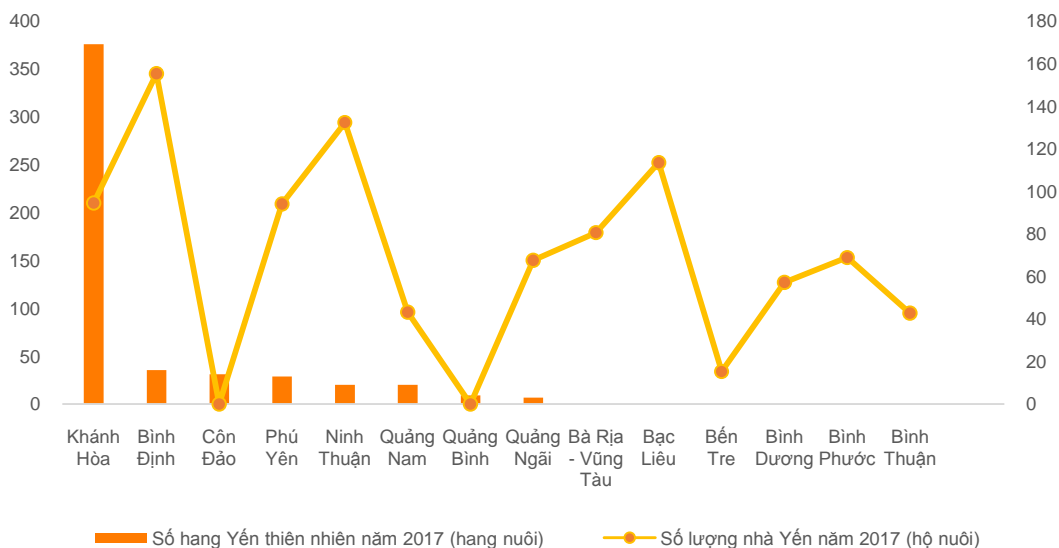
Trong tương lai khi thu nhập tiếp tục gia tăng (của GDP đầu người của Việt Nam dự báo đạt xấp xỉ 3.200-3.500 USD/người vào năm 2020 so với 2.215 USD năm 2016), nhu cầu đối với các sản phẩm có tác dụng bồi bổ sức khỏe trong đó có các sản phẩm từ yến sào (tổ yến và nước giải khát từ yến) và sẽ dần thay thế các sản phẩm đồ uống có ga và đường hóa học.

### Lợi thế từ vị trí địa lý và thương hiệu mạnh

Việt Nam là quốc gia có điều kiện tự nhiên thuận lợi cho chim Yến sinh trưởng với đường bờ biển dài và nhiều đảo, các sản phẩm Yến đảo thiên nhiên của Việt nam cũng được đánh giá có chất lượng cao. Yến đảo thiên nhiên thường có giá cao hơn nguồn Yến nuôi tại nhà nhờ hàm lượng dinh dưỡng và sự kỳ công trong khâu thu hoạch, chế biến. Yến đảo thiên nhiên có chứa nhiều protein, ít chất béo và các axit amin không thể thay thế như: arginine, leucine, phenylalamine, threonine... với hàm lượng rất cao. Những chất này có ý nghĩa quan trọng trong việc phát triển, phòng chống bệnh tật và phục hồi sức khỏe con người.

Khánh Hòa là địa phương dẫn đầu cả nước về số lượng Yến đảo tự nhiên nhờ vào nguồn gốc địa hóa, khoáng vật phong phú từ các hang trên các đảo. Cũng nhờ vậy nên Yến đảo tự nhiên của Khánh Hòa cũng có giá trị dinh dưỡng đặc biệt cao và mùi vị đặc trưng.

Thống kê số lượng nhà nuôi Yến và hang Yến thiên nhiên năm 2017



Nguồn: Cục thống kê chăn nuôi tháng 07/2017; Khanh Hoa News; SHS Research

Công ty TNHH Nhà nước MTV Yến sào Khánh Hòa - Công ty mẹ của SKH là doanh nghiệp đi đầu và hiện cũng là đơn vị chiếm thị phần lớn nhất cả nước về yến sào. Những năm gần đây, sản lượng Yến sào được đơn vị này khai thác tại các hang Yến tự nhiên luôn cao nhất cả nước với trên 3,400 kg/năm. Về vùng nguyên liệu, từ 40 hang có sẵn trong tự nhiên ban đầu, đến nay Công ty đã phát triển lên 169 hang Yến tại 32 đảo trên vùng biển của tỉnh và liên tục được mở rộng thêm.

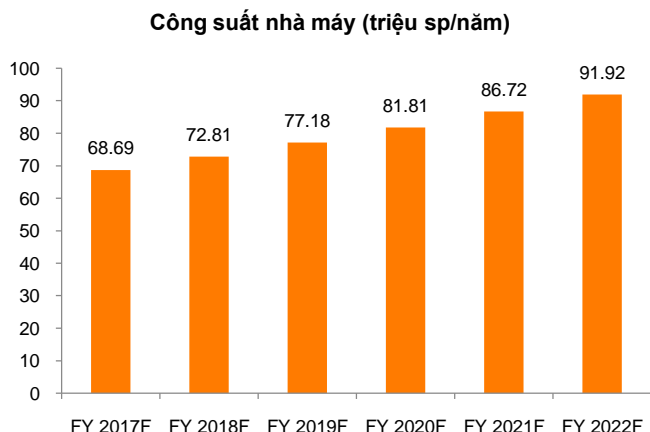
SKH hiện tại đang được quản lý và sử dụng nhãn hiệu thương mại “Sanest Khánh Hòa” của Công ty mẹ để sản xuất các sản phẩm đồ uống nước giải khát từ nguồn Yến đảo thiên nhiên (Theo Điều 3 QĐ số 2336/QĐ-YS ngày 26/12/2015). Nhãn hiệu thương mại “Sanest Khánh Hòa” từ lâu đã được coi như là thương hiệu quốc gia gắn liền với sản phẩm Yến sào thiên nhiên của tỉnh Khánh Hòa, được đông đảo người tiêu dùng cả nước và nước ngoài tin cậy.

Sản phẩm của SKH không chỉ được phân phối tại 63 tỉnh thành trong nước thông qua 1,000 cửa hàng và đại lý mà còn được xuất khẩu sang Mỹ, Úc, Canada... đặc biệt là các quốc gia trong khối G20.

### Nhà máy hiện đại và tiềm năng tăng trưởng cao nhờ mở rộng công suất

Hiện tại SKH đang sở hữu nhà máy NGK cao cấp Yến Sào Khánh Hòa tại xã Cam Thịnh, TP. Cam Ranh, Khánh Hòa. Nhà máy này được khởi công xây dựng vào năm 2011 trên mặt bằng rộng 50,000 m<sup>2</sup>, chính thức đưa vào hoạt động vào ngày 25/08/2012, vốn đầu tư 160 tỷ đồng, công suất thiết kế ban đầu của nhà máy là 15.000 sản phẩm/giờ. Với dây chuyền thiết bị mới hoàn toàn tự động, đồng bộ nhập khẩu từ Italia, nhà máy của SKH được đánh giá là có quy mô và công nghệ tầm cỡ trong khu vực Đông Nam Á. Các sản phẩm của nhà máy hiện được sản xuất tại

đây khá đa dạng như nước Yến đóng lọ 70 ml, đóng lọ 62ml, đóng lon 190 ml có chất lượng được quản lý theo Hệ thống quản lý chất lượng quốc tế ISO 9001:2015, ISO 14001:2015 và HACCP.



Nguồn: SHS Research ước tính

Bên cạnh đó, SKH cũng đang có kế hoạch đầu tư mở rộng trên phần đất có diện tích 48.178m<sup>2</sup> gần nhà máy hiện hữu và 4.250 m<sup>2</sup> tại Cụm công nghiệp Sông Cầu nhằm nâng quy mô sản xuất lên để đáp ứng đủ nhu cầu của thị trường. Theo chúng tôi đánh giá, việc mở rộng các dây chuyền sản xuất và đóng gói cho nhà máy của SKH hiện tại không quá phức tạp về công nghệ và sẽ không mất nhiều thời gian.

#### Các sản phẩm chính của CTCP NGK Sanest Khánh Hòa



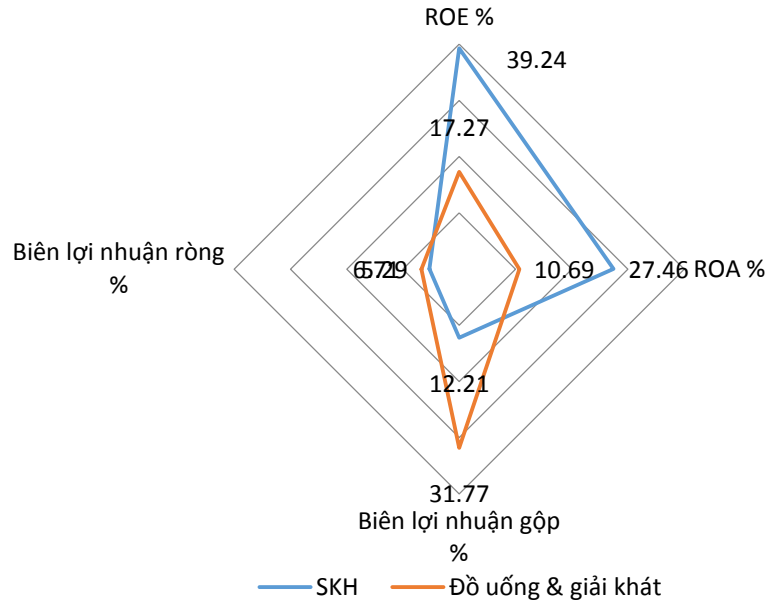
Nguồn: SKH; SHS Research

#### Không dùng nợ vay, hiệu quả sinh lời duy trì ở mức cao

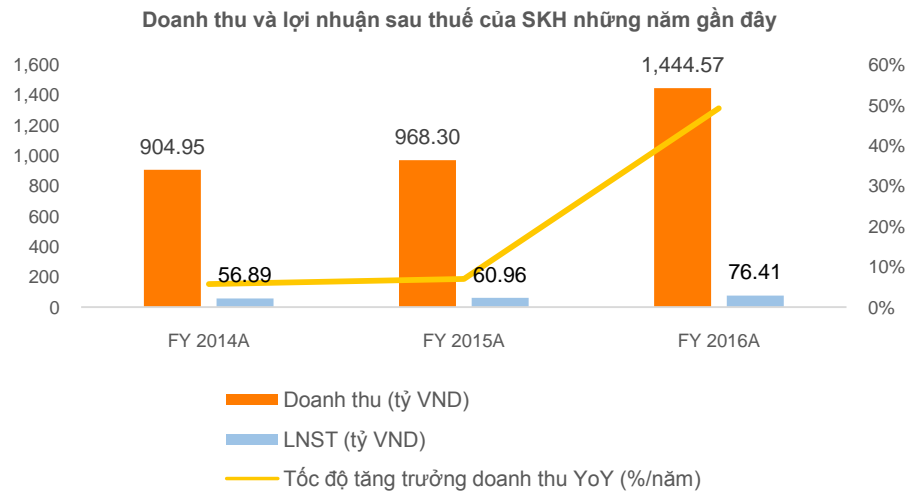
Tại thời điểm 31/12/2016, tổng nợ phải trả của SKH là 97.7 tỷ đồng chỉ chiếm 33% cơ cấu vốn và tương đương với 50% vốn chủ sở hữu trong đó hoàn toàn không dùng nợ vay, chủ yếu là các khoản phải trả ngắn hạn thương mại, người lao động, ngân sách và công ty mẹ. Việc không vay nợ sẽ giúp cho doanh nghiệp hạn chế được các rủi ro liên quan tới lãi suất trong hoạt động.

Tỷ suất ROE của SKH trong những năm gần đây luôn duy trì ở mức cao so với bình quân ngành đồ uống và nước giải khát. Năm 2016, Biên lợi nhuận gộp (GOS) của SKH có sự sụt giảm đáng kể so với năm 2015, SHS cho rằng sự sụt giảm này là do sự ảnh hưởng của việc thay đổi quan điểm kế toán khi SKH tách ra hạch toán độc lập với công ty mẹ.

**Hiệu quả sinh lời của SKH so với bình quân ngành đồ uống, nước giải khát năm 2016**



Nguồn: SKH; Stoxplus, SHS Research



Nguồn: SKH; SHS Research

Quy mô vốn điều lệ của SKH là 176 tỷ VND và tốc độ tăng trưởng doanh thu những năm gần đây luôn ở mức khá cao do nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm dinh dưỡng làm từ Yến sào thiên nhiên tăng mạnh. Tính riêng cho năm 2016, doanh thu trên mỗi cổ phần của SKH đạt **81,878.87 VND/cp**.

### ĐỊNH GIÁ

Dựa vào kế hoạch chi trả cổ tức và kế hoạch kinh doanh của SKH, chúng tôi lựa chọn phương pháp DDM (chiết khấu dòng cổ tức) và phương pháp Forward P/E với mức P/E dự phóng 15.x để xác định giá trị hợp lý mỗi cổ phần SKH.

Những giả định chính cho hoạt động kinh doanh của SKH những năm tới như sau:

- (1) Chúng tôi giả định nhà máy Cam Thịnh của SKH vận hành với công suất thực tế hiện tại là 64.8 triệu sản phẩm/năm và mức tăng trưởng công suất bình quân cho nhà máy hiện tại là 6%/năm trong giai đoạn định giá. SHS chưa tính đến nhà máy mới sẽ được đầu tư mở rộng

sắp tới của SKH trên phần đất có diện tích 48,178 m<sup>2</sup> gần nhà máy hiện tại và 4,250 m<sup>2</sup> tại Cụm công nghiệp Sông Cầu.

(2) Nguồn nguyên liệu đầu vào chất lượng cao với giá thành ổn định luôn được công ty mẹ là CT TNHH Nhà nước MTV Yến sào Khánh Hòa chú trọng đầu tư mở rộng và phát triển. Đối với khâu tiêu thụ đầu ra, theo như chúng tôi khảo sát thì sản phẩm sản xuất tại nhà máy Cam Thịnh của SKH hiện không đáp ứng đủ các đơn đặt hàng do nhu cầu tiêu thụ của thị trường đối với dòng sản phẩm đồ uống giá trị dinh dưỡng cao ngày càng tăng.

Những giả định chính cho hoạt động kinh doanh CTCP NGK Sanest Khánh Hòa	Thông số	Cơ sở giả định
Công suất Nhà máy (sp/giờ)	15,000	Theo CBTT của Sanest Khánh Hòa 2017
ROS mục tiêu (%)	6%	SHS dựa vào lịch sử ROS của SKH và bình quân ngành đồ uống, nước giải khát
Mức độ trượt giá sản phẩm (%/năm)	3%	SHS giả định tốc độ trượt giá sản phẩm bằng với tỷ lệ lạm phát kỳ vọng
Khả năng mở rộng công suất mỗi năm (%/năm)	6%	SHS căn cứ vào thực tế vận hành và ước tính

## • Phương pháp DDM

Những giả định chính

Beta	0.8
Rf (%)	4.86%
Phần bù phi rủi ro (%)	9.32%
Lãi suất chiết khấu (%)	12.32%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	65%
Tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn tăng trưởng ổn định (%/năm)	5.50%

Kết quả dự báo

Năm	FY 2017E	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E
Doanh thu (tỷ VND)	1,653.95	1,805.78	1,971.55	2,152.54	2,350.14
LNST (tỷ VND)	98.11	107.33	117.47	127.96	139.80
EPS (VND/cp)	2,972.95	3,252.29	3,559.62	3,877.46	4,236.43
Payout ratio (%)	65%	65%	65%	65%	65%
Dividends per share (VND/cp)	1,932.92	2,114.54	2,314.36	2,521.00	2,754.39
Cost of Equity (%)	12.32%	12.32%	12.32%	12.32%	12.32%
Cumulative Cost of Equity (%)	112.32%	126.15%	141.69%	159.14%	178.73%
Present Value (%)	1,720.97	1,676.22	1,633.45	1,584.19	1,541.05

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức giai đoạn 2017 - 2021 (VND/cp)	8,155.88
Giá trị hiện tại của giai đoạn tăng trưởng ổn định (VND/cp)	30,405.24
Giá trị hợp lý mỗi cổ phần theo DDM (VND/cp)	<b>38,561.12</b>

## • Phương pháp Forward P/E

Sau khi đối chiếu với các doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi xác định hệ số P/E Forward hợp lý cho năm 2017 của SKH là **15x**. Theo khảo sát, nhu cầu tiêu thụ của thị trường đối với các sản phẩm của SKH đang tăng mạnh trong năm 2017, ước tính LNST của SKH sẽ đạt **98.11 tỷ VND** (vượt 21.87% kế hoạch đề ra), tương ứng với EPS 2017F của SKH là **2,973VND/cp**.



Mã	Doanh nghiệp	Doanh thu 2016 (tỷ VND)	Forward P/E	GOS 2016 (%)	ROS 2016 (%)
SCD	Nước giải khát Chương Dương	449.37	11	29.68%	7.20%
IFS	Thực phẩm Quốc tế	1,437.84	71	31.05%	3.26%
BHP	Bia Hà Nội-Hải Phòng	247.17	2	21.28%	1.78%
BSL	Bia Sài Gòn-Sông Lam	812.95	23	11.61%	6.11%
HAD	Bia Hà Nội-Hải Dương	189.20	11	23.22%	9.09%
THB	Bia Thanh Hóa	582.14	14	19.20%	2.04%
BTB	Bia Hà Nội-Thái Bình	181.18	8	19.05%	4.86%
VTI	Vang Thăng Long	82.75	20	22.71%	3.38%
WSB	Bia Sài Gòn-Miền Tây	903.02	10	18.18%	12.12%
SBL	Bia Sài Gòn-Bạc Liêu	321.03	5	18.09%	12.26%
BSD	Bia, Rượu Sài Gòn-Đồng Xuân	250.40	9	14.32%	3.71%
HLB	Bia và Nước giải khát Hạ Long	268.86	7	19.58%	9.70%
BSQ	Bia Sài Gòn-Quảng Ngãi	955.58	18	13.85%	8.89%
BSP	Bia Sài Gòn-Phú Thọ	478.60	8	13.15%	7.95%
SB1	Bia Sài Gòn-Nghệ Tĩnh	296.23	9	20.12%	4.21%
SMB	Bia Sài Gòn-Miền Trung	821.54	9	25.03%	12.64%
SKV	NGK Yến Sào Khánh Hòa	861.08	13	13.97%	6.37%
AVERAGE		537.58	15	19.65%	6.80%
MEDIAN		449.37	10	19.20%	6.37%
SKH		1,444.57		12.21%	5.29%

Ghi chú: EPS dự phóng của các doanh nghiệp so sánh được tính theo số kế hoạch năm 2017 được công bố

Nguồn: Stoxplus, SHS Research

Fw P/E 2017	15
Giá trị hợp lý mỗi cổ phần (VND/cp)	44,594.27

### Tổng hợp các phương pháp định giá

SHS xác định giá trị hợp lý mỗi cổ phần của SKH là **41,577.70VND/cp** với tỷ trọng 50:50 cho các phương pháp định giá

Phương pháp	Giá (VND/cp)	Tỷ trọng (%)
Chiết khấu dòng cổ tức - DDM	38,561.12	50%
Forward P/E	44,594.27	50%
Giá tổng hợp (VND/cp)		<b>41,577.70</b>

### Quan điểm đầu tư

SKH sở hữu nhà máy sản xuất NGK Yến sào thiên nhiên có quy mô lớn và hiện đại nhất của Công ty TNHH Nhà nước MTV Yến Sào Khánh Hòa, SKH có hiệu quả sinh lời tốt, tình hình tài chính lành mạnh, có lợi suất cổ tức bằng tiền mặt (dividend yield) duy trì ổn định ở mức khá (~6%).

Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của SKH lại phụ thuộc vào khả năng mở rộng công suất hoạt động của nhà máy, năng lực tiết giảm chi phí hoạt động và mức độ điều tiết của công ty mẹ.

Dự kiến, sau khi hoàn thành đăng ký giao dịch trên sàn UpCom, SKH sẽ chuyển sang niêm yết tại sàn HSX vào đầu năm 2018. Với lộ trình niêm yết đã được định sẵn, ngành nghề kinh doanh hứa hẹn sự tăng trưởng bứt phá cùng với mức định giá hấp dẫn, SHS khuyến nghị hành động **MUA** đối với mã SKH, giá mục tiêu làm tròn là **41,580VND/cp**.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Đơn vị: Tỷ đồng	FY 2014A	FY 2015A	FY 2016A
<b>Bảng cân đối kế toán</b>			
Tiền và các khoản tương đương tiền	-	-	-
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	17	4	36
Hàng tồn kho	95	160	158
Tài sản ngắn hạn khác	1	1	1
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>113</b>	<b>165</b>	<b>195</b>
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
GTCL Tài sản cố định	94	95	91
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Đầu tư dài hạn	-	-	-
Lợi thế thương mại	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1	1	1
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>94</b>	<b>99</b>	<b>98</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>207</b>	<b>264</b>	<b>292</b>
Nợ ngắn hạn	21	40	98
Trong đó: Vay ngắn hạn	-	-	-
Nợ dài hạn	-	-	-
Trong đó: Vay dài hạn	-	-	-
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	<b>98</b>
Vốn góp của CSH	176	176	176
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	-	-	-
Quỹ khác	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>186</b>	<b>224</b>	<b>195</b>
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	-	-	-
<b>Tổng Nguồn vốn</b>	<b>207</b>	<b>264</b>	<b>292</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>			
Dòng tiền từ Hoạt động Kinh doanh	n/a	n/a	n/a
Dòng tiền từ Hoạt động Đầu tư	n/a	n/a	n/a
Dòng tiền từ Hoạt động Tài chính	n/a	n/a	n/a
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	n/a	n/a	n/a
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<b>Tiềm lực tài chính</b>			
Hệ số thanh toán tiền mặt (lần)	0.00	0.00	0.00
Hệ số thanh toán nhanh (lần)	0.80	0.10	0.37
Hệ số thanh toán hiện hành (lần)	5.26	4.17	1.99
Ngày phải thu (ngày)	n/a	n/a	n/a
Ngày phải trả (ngày)	n/a	n/a	n/a
Ngày tồn kho (ngày)	n/a	n/a	n/a
<b>Cơ cấu vốn</b>			
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH	0.00	0.00	0.00
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản	0.00	0.00	0.00
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.12	0.18	0.50
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.10	0.15	0.33
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.12	0.18	0.50
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.10	0.15	0.33

Đơn vị: Tỷ đồng	FY 2014A	FY 2015A	FY 2016A
<b>Báo cáo Kết quả kinh doanh</b>			
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>889</b>	<b>952</b>	<b>1,444</b>
Giá vốn hàng bán	(610)	(652)	(1,268)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>280</b>	<b>300</b>	<b>176</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	0	1	0
Chi phí tài chính	28	28	7
Chi phí bán hàng	156	167	54
Chi phí quản lý doanh nghiệp	23	29	19
<b>Lợi nhuận từ HDKD</b>	<b>73</b>	<b>78</b>	<b>96</b>
Lợi nhuận khác	0	0	(0)
Thu nhập từ các công ty liên kết	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	73	78	96
<b>Lợi nhuận ròng sau thuế</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>76</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	0	(0)
<b>LN chia cho cổ đông</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>76</b>
<b>Các chỉ số chính</b>			
EPS cơ bản (VND)	3,225	3,455	4,331
Giá trị sổ sách (VND)	10,521	12,723	11,037
Cổ tức (%)	0%	0%	0%
SLCP lưu hành (triệu cp)	17.6	17.6	17.6
EBITDA	n/a	n/a	n/a
<b>Tăng trưởng (%)</b>			
Doanh thu thuần	n/a	7.1%	51.7%
Lợi nhuận gộp	n/a	7.4%	-41.3%
EBITDA	n/a	n/a	n/a
Lợi nhuận ròng	n/a	7.2%	25.3%
Vốn chủ sở hữu	n/a	20.9%	-13.3%
Vốn điều lệ	n/a	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	n/a	27.5%	10.8%
<b>Định giá</b>			
P/E	n/a	n/a	n/a
P/B	n/a	n/a	n/a
P/S	n/a	n/a	n/a
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a
EV/Doanh thu	n/a	n/a	n/a
<b>Các tỷ số sinh lời (%)</b>			
Biên lợi nhuận gộp	31.4%	31.5%	12.2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	6.4%	6.4%	5.3%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	8.2%	8.2%	6.6%
Chi phí bán hàng/DTT	17.6%	17.5%	3.8%
Chi phí QLDN/DTT	2.6%	3.0%	1.3%
ROE	30.7%	27.2%	39.2%
ROA	27.5%	23.1%	26.1%
ROCE	n/a	n/a	n/a
<b>Nguồn: SHS Research</b>			



### Xác nhận của Bộ phận Phân tích

Bộ phận phân tích của SHS xác nhận rằng những phân tích, nhận định được trình bày trong Báo cáo này phản ánh đúng quan điểm của Bộ phận phân tích SHS về doanh nghiệp này. Chúng tôi (SHS) không phát sinh bất kỳ lợi ích nào với doanh nghiệp được đưa ra thảo luận báo cáo này, chúng tôi (SHS) không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào dù trực tiếp/gián tiếp với những thông tin, quan điểm và khuyến nghị được đưa ra trong Báo cáo.

### Cơ sở khuyến nghị

CTCP Chứng khoán Sài Gòn-Hà Nội đưa ra khuyến nghị **MUA/BÁN/PHỦ HỢP THỊ TRƯỜNG** dựa trên khả năng sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu so với mức sinh lời yêu cầu của thị trường là 15% (tính theo mô hình CAPM). Khuyến nghị **MUA** khi mức sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu sẽ lớn hơn 15%. Khuyến nghị **BÁN** khi mức sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu giảm từ -10% trở lên và khuyến nghị **PHỦ HỢP THỊ TRƯỜNG** khi mức sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu sẽ từ -7% đến +7%. Trong đó, mức sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu được xác định bằng công thức (Giá mục tiêu SHS đưa ra – Giá hiện tại)/Giá hiện tại.

---

## Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn-Hà Nội Saigon-Hanoi Securities Jsc

---

### Hội sở chính

Tầng 3, Tòa nhà Trung tâm Hội nghị Công đoàn  
Số 1 Yết Kiêu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (84-4)-3818 1888  
Fax: (84-4)-3818 1688

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà Artex Sài Gòn, Số 236-238,  
Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
Tel: (84-8)-3915 1368  
Fax: (84-8)-3915 1369

### Chi nhánh Đà Nẵng

Số 97 Lê Lợi, Quận Hải  
Châu, Tp. Đà Nẵng  
Tel: (84-511)-352 5777  
Fax: (84-511)-352 5779

---



[www.shs.com.vn](http://www.shs.com.vn)

### Khuyến cáo sử dụng

Báo cáo này được phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn-Hà Nội (SHS). Các thông tin đưa ra trong Báo cáo dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy thu thập được vào thời điểm phát hành. Tuy nhiên, SHS không đảm bảo chắc chắn về tính chính xác và đầy đủ của những thông tin này. Những quan điểm, nhận định và khuyến nghị được đưa ra trong Báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích và không thể hiện quan điểm chung của SHS. Những quan điểm, nhận định và khuyến nghị có thể thay đổi mà SHS không cần phải thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư của SHS mà không mang tính chất chào mua/bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong Báo cáo này. Mọi quyết định của Nhà đầu tư nên dựa vào sự tư vấn độc lập, khách quan và phù hợp với quan điểm đầu tư, tình hình biến động của thị trường. SHS sẽ không chịu trách nhiệm đối với một phần (hay) toàn bộ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng một phần hay toàn bộ thông tin hoặc nhận định trong Báo cáo này.

Báo cáo này là tài sản của CTCP Chứng khoán Sài Gòn-Hà Nội (SHS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn một phần hay toàn bộ thông tin trong Báo cáo này mà không nhận được sự cấp phép của SHS đều vi phạm pháp luật.

