

CÔNG TY CỔ PHẦN DẦU THỰC VẬT TƯỜNG AN (DẦU TƯỜNG AN)
NỘI DUNG CHÍNH

Công ty đứng thứ hai trong ngành dầu thực vật tại Việt Nam. Dầu Tường An hiện là doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ đứng thứ 2 trong ngành dầu thực vật Việt Nam với sản lượng tiêu thụ năm 2008 là 127,7 nghìn tấn, chiếm khoảng 23% thị phần trong năm 2008 (giảm so với mức thị phần 31% trong năm 2007).

Biên lợi nhuận giảm và chi phí tài chính tăng mạnh trong năm 2008. Sự biến động mạnh của giá nguyên liệu trong năm 2008 đã làm biên lợi nhuận gộp của Công ty sụt giảm mạnh. Đồng thời trong năm 2008 Công ty đã phải chịu một khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khá lớn (48 tỷ đồng), dẫn đến biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh giảm mạnh. Kết quả kinh doanh năm 2008, doanh thu cả năm tăng 16% nhưng lợi nhuận ròng đã giảm tới 91% so với năm 2007.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2009. So với cùng kỳ năm 2008, doanh thu của Dầu Tường An trong quý 1/2009 giảm 29%, lợi nhuận gộp giảm 16%, và lợi nhuận hoạt động kinh doanh giảm tới 77%. Nguyên nhân chính là do Công ty vẫn phải chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khá lớn (8,7 tỷ đồng). Dự báo năm 2009, Công ty có thể đạt doanh thu khoảng 2.690 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 64 tỷ đồng. Kết quả dự báo này chưa tính đến những biến động tỷ giá có thể phát sinh trong 3 quý còn lại của năm 2009.

Rủi ro. Với cơ chế sở hữu và điều hành như hiện tại, giữa Dầu Tường An và Công ty mẹ (Vocarimex) tiềm ẩn nhiều rủi ro về xung đột lợi ích. Vocarimex hiện nay đồng thời vừa là nhà trung gian cung cấp nguyên liệu, vừa là một trong những đối thủ cạnh tranh của Công ty.

Khuyến nghị đầu tư. Kết quả định giá (với tỷ lệ chiết khấu 17%) cho thấy mức giá hợp lý của TAC khoảng 33.600 đồng/ cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu TAC. Tuy nhiên nhà đầu tư cần lưu ý và cân nhắc đến các rủi ro về xung đột lợi ích đã nêu trên.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã chứng khoán	TAC
Sàn giao dịch	HOSE
Giá thị trường	26.600
Giá kỳ vọng	33.659
Cao nhất 52 tuần	13.300
Thấp nhất 52 tuần	87.700
Số lượng CP (tr. CP)	18.9
Mệnh giá	10.000
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	505
EPS 2009	3.395
Giá trị sổ sách	17.792

ĐỒ THỊ GIÁ CỔ PHIẾU

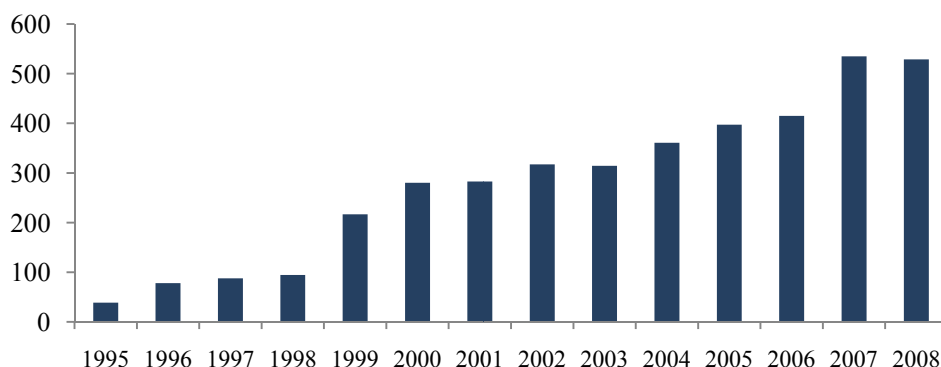
THÔNG TIN TÀI CHÍNH CƠ BẢN
Đơn vị: 1.000.000 đồng

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010F
Tổng tài sản	547	837	687	713	759
Vốn chủ sở hữu	264	361	309	340	379
Doanh thu thuần	1.515	2.554	2.960	2.692	3.076
Lợi nhuận sau thuế	46	126	12	64	82
EPS (đồng)	2.407	6.623	624	3.395	4.322
ROA	0,0%	18,2%	1,6%	9,2%	11,1%
ROE	0,0%	40,2%	3,5%	19,8%	22,8%
P/E (x)	11,05	4,02	42,65	7,84	6,15
P/B (x)	1,98	1,43	1,65	1,50	1,34

Ghi chú: Giá để tính chỉ số P/E và P/B là giá ngày 14/5/2009

Ngành sản xuất dầu thực vật tinh luyện có tốc độ tăng trưởng tương đối tốt trong những năm qua với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm trong giai đoạn 2000-2008 đạt khoảng 8,3%/năm.

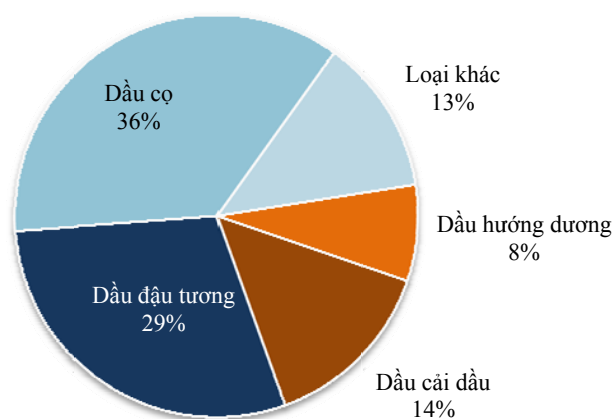
Sản lượng dầu thực vật tinh luyện cả nước (nghìn tấn)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Bộ Công thương, BVSC

Nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản xuất. Nguyên liệu để sản xuất dầu thực vật tinh luyện là các loại dầu thực vật thô được sản xuất từ các loại quả và hạt có dầu bằng phương pháp ép và trích ly (cọ, đậu tương, lạc, dừa, vừng, hướng dương,...). Dầu cọ và dầu đậu tương hiện là hai loại dầu được sản xuất và tiêu dùng nhiều nhất trên thế giới, đây cũng là hai loại dầu thực vật rẻ nhất hiện nay. Nguyên liệu dầu thực vật thô thường chiếm tỷ trọng khoảng 90% trong giá thành sản xuất của các công ty tinh luyện dầu thực vật Việt Nam.

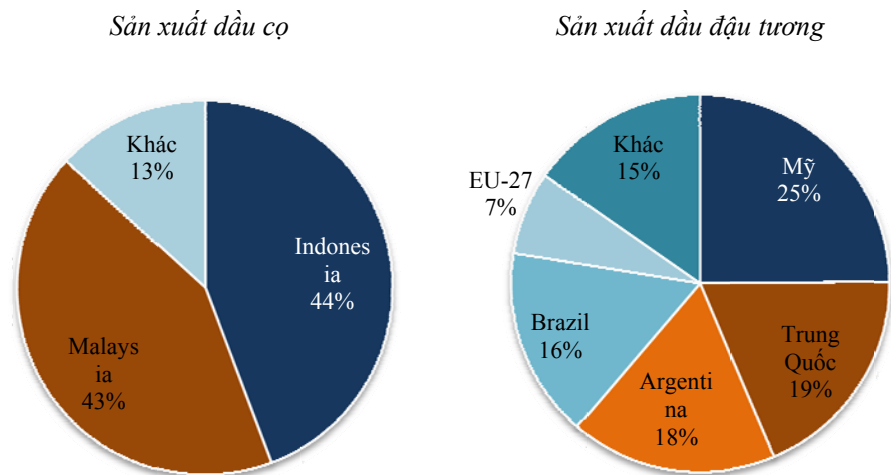
Cơ cấu các loại nguyên liệu dầu thực vật trên thế giới (vụ 2007-2008)



Nguồn: USDA, BVSC

Phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Do nguồn nguyên liệu trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu nguyên liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất dầu thực vật tinh luyện của Việt Nam, nên đa phần nguyên liệu hiện nay phải nhập khẩu. Tỷ lệ nhập khẩu nguyên liệu hiện chiếm khoảng 85% tổng nhu cầu nguyên liệu dùng cho sản xuất.

Sản xuất dầu cọ và dầu đậu tương trên thế giới (niên vụ 2007-2008)

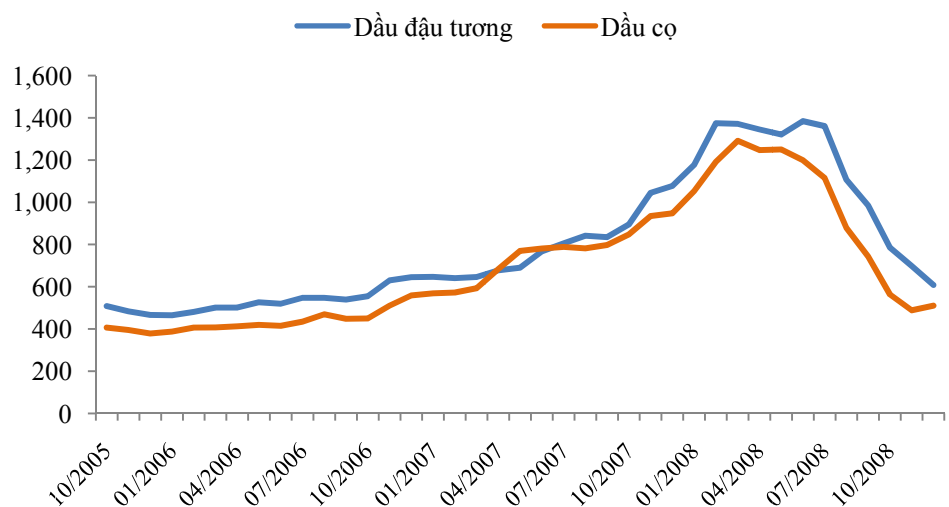


Nguồn: USDA, BVSC

Giá nguyên liệu dầu thực vật thô biến động mạnh trong thời gian qua. Giống như đa phần các loại hàng hóa khác, trong thời gian vừa qua giá dầu thực vật thô có sự biến động mạnh dưới các tác động của tình hình kinh tế vĩ mô thế giới. Giá dầu thực vật thô đã có sự tăng mạnh trong năm 2007 và nửa đầu năm 2008, sau đấy giảm mạnh vào những tháng cuối năm 2008.

Bên cạnh những tác động vĩ mô ảnh hưởng đến giá dầu thực vật thô, việc một số nước đẩy mạnh hoạt động sử dụng dầu thực vật thô như một dạng năng lượng sinh học cũng đã góp phần làm cho nhu cầu tiêu thụ dầu thực vật thô tăng lên cao, kéo theo sự tăng giá của mặt hàng này trong những năm qua (theo thống kê thì có khoảng 19% lượng dầu thực vật hiện đang được sử dụng làm nhiên liệu sinh học).

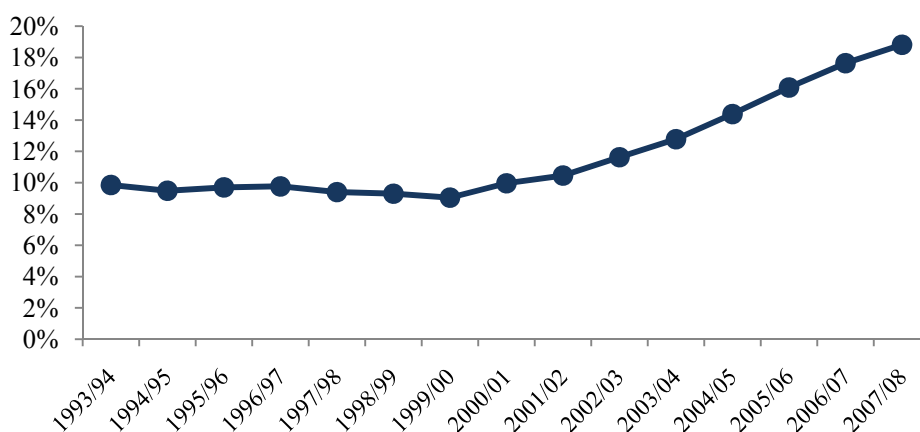
Diễn biến giá một số loại dầu thực vật (USD/tấn)



Nguồn: USDA, BVSC

Dầu thực vật ngày càng được sử dụng nhiều để làm nhiên liệu sinh học.

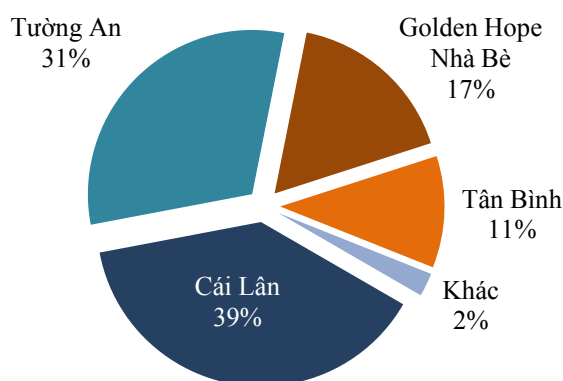
Tỷ lệ dầu thực vật sử dụng làm nhiên liệu sinh học trên thế giới



Nguồn: USDA, BVSC

Thị trường dầu thực vật tại Việt Nam đa phần thuộc về các công ty con và công ty liên kết của Công ty Hương liệu và Mỹ phẩm Việt Nam (Vocarimex). Hiện nay hầu hết các sản phẩm dầu thực vật trên thị trường Việt Nam được cung cấp bởi một số ít các công ty sản xuất dầu thực vật trong nước, trong đó 98% thị phần dầu thực vật trong nước thuộc về các công ty con và công ty liên doanh của Vocarimex (Vocarimex là doanh nghiệp nhà nước, trực thuộc Bộ Công thương).

Thị phần các công ty dầu thực vật năm 2007



Nguồn: Bộ Công thương, BVSC

Một số nhãn hiệu dầu thực vật trong nước

Công ty dầu thực vật	Nhãn hiệu sản phẩm
Cái Lân (Calofic)	Simply, Neptune, Cái Lân
Dầu Tường An	Cooking Oil, Vạn Thọ, Omax
Golden Hope Nhà Bè	Marvela, Ông Táo
Tân Bình	Hương Mê, Soya, Vị Gia, Hào Vị, Lạc Vị
Vocarimex	Vocar, Soby, Bens 3

Nguồn: BVSC tổng hợp

Thị trường chính là thị trường nội địa. Thị trường tiêu thụ của các công ty dầu thực vật chủ yếu là thị trường nội địa, với quy mô thị trường hiện tại khoảng trên 560.000 tấn/năm và tốc độ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2000-2008 là 8,3%/năm. Dầu thực vật chủ yếu được tiêu dùng trực tiếp bởi người tiêu thụ cuối cùng (chủ yếu để chiên xào thức ăn) và tiêu dùng gián tiếp bởi các công ty sản xuất thực phẩm (bánh kẹo, mì gói,...), trong đó lượng dầu thực vật tiêu dùng trực tiếp chiếm tỷ trọng khoảng trên 75% tổng sản lượng.

Năng lực sản xuất của các công ty hiện đã vượt quá nhu cầu tiêu thụ. Trong 2 năm 2007 và 2008, hai công ty dầu thực vật lớn nhất trên thị trường là Calofic và Dầu Tường An đã tăng công suất sản xuất lên hơn 2 lần (Calofic tăng công suất lên 2,1 lần từ năm 2007 và Dầu Tường An tăng công suất lên 2,5 lần từ tháng 11/2008). Nếu tốc độ tăng trưởng quy mô thị trường dầu thực vật trong những năm tới tương đương với tốc độ tăng trưởng sản lượng trung bình trong giai đoạn 2000-2008 (CARG = 8,3%/năm), thì tổng công suất hiện tại có thể đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ dầu thực vật đến năm 2013.

Các doanh nghiệp sản xuất dầu thực vật tinh luyện

Công ty	Công suất tinh luyện (tấn/năm)
Cty TNHH Dầu thực vật Cái Lân (Calofic)	345.000
Cty CP Dầu thực vật Tường An	300.000
Cty TNHH Dầu ăn Golden Hope Nhà Bè	138.000
Cty CP Dầu thực vật Tân Bình	70.000
Vocarimex (NM dầu thực vật Vocar)	30.000
Tổng số	883.000

Nguồn: BVSC tổng hợp

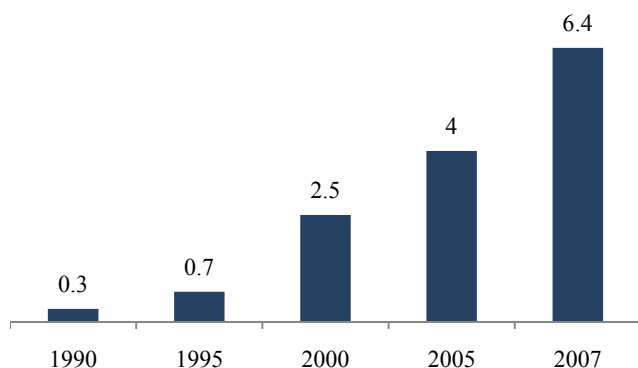
Xu hướng sử dụng dầu thực vật thay cho mỡ động vật. Dầu thực vật và mỡ động vật là hai loại sản phẩm có thể thay thế cho nhau trong nấu nướng thức ăn và cung cấp chất béo cho cơ thể. Tuy nhiên, dầu thực vật đang ngày càng được sử dụng rộng rãi hơn và có xu hướng thay thế cho mỡ động vật trong việc chế biến thực phẩm do những ưu điểm vượt trội của dầu thực vật so với mỡ động vật về tác động có lợi đối với sức khỏe con người.

Theo các chuyên gia dinh dưỡng, các loại dầu thực vật có lợi cho sức khỏe của con người do hầu như không chứa Cholesterol (hoặc ở mức rất thấp), trong khi mỡ động vật lại không tốt cho sức khỏe do có hàm lượng Cholesterol cao. (*Cholesterol là chất không có lợi cho sức khỏe vì nếu nồng độ Lipid và Cholesterol trong máu càng cao thì càng dễ bị xơ vữa động mạch, các tiểu cầu càng dễ kết dính và càng hay có biến chứng ở não, vành tim,...*). Ngoài ra, trong một số loại dầu thực vật còn có Tocopherol (Vitamin E), là chất có tính chống lại quá trình ô xy hóa và làm giảm quá trình lão hóa của cơ thể con người, trong khi mỡ động vật không có chất này.

Mức tiêu dùng dầu thực vật của người Việt Nam đang ở mức thấp. Mức tiêu dùng dầu thực vật bình quân đầu người của Việt Nam liên tục tăng lên trong những năm gần đây với tốc độ tăng trung bình là 11%/năm trong giai đoạn 2000-2007, tuy nhiên, mức tiêu dùng dầu thực vật trung bình đầu người của Việt Nam vẫn còn đang ở mức thấp. Tiêu dùng dầu thực vật bình quân đầu người Việt Nam (bao gồm tiêu dùng

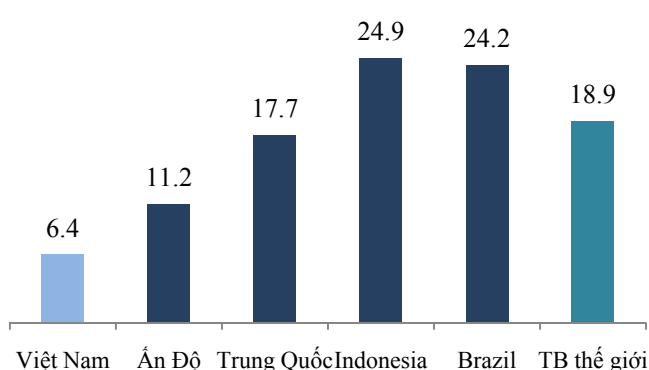
trực tiếp và sản xuất công nghiệp) hiện mới chỉ đạt khoảng 6 kg/người/năm, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của thế giới và các nước đang phát triển khác. Đồng thời, mức tiêu thụ dầu thực vật của người Việt Nam cũng đang ở mức thấp hơn nhiều so với khuyến cáo của Tổ chức Y tế Thế giới (WHO), theo khuyến cáo của WHO thì nhu cầu dầu thực vật của cơ thể con người là 13,5 kg/người/năm.

Tiêu dùng dầu thực vật của Việt Nam
(kg/người/năm)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, Vocarimex, BVSC

Tiêu dùng dầu thực vật thế giới năm 2007
(kg/người/năm)



Nguồn: USDA, BVSC

Thuế nhập khẩu các sản phẩm dầu tinh luyện. Ngành sản xuất dầu thực vật tinh luyện đang được bảo hộ bằng công cụ thuế quan. Theo cam kết gia nhập WTO, thuế nhập khẩu dầu thực vật tinh luyện tại thời điểm gia nhập WTO là từ 30% đến 40%, tuy nhiên từ năm 2010 trở đi, mức thuế suất nhập khẩu sẽ giảm xuống còn 15% đến 35% (tùy theo loại dầu thực vật).

Thuế suất nhập khẩu các sản phẩm dầu thực vật tinh chế

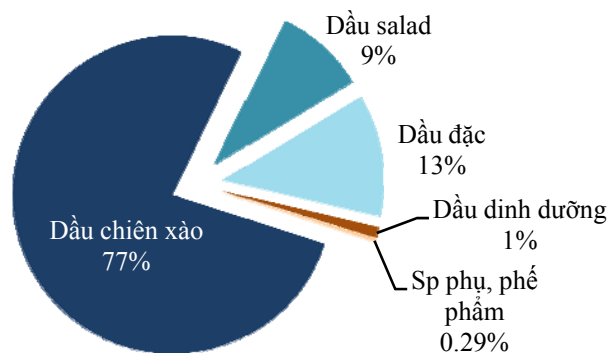
Loại dầu thực vật	Thuế suất cam kết tại thời điểm gia nhập	Thuế suất cam kết cắt giảm	Thời hạn cắt giảm
Dầu đậu tương tinh chế	30%	15%	2010
Dầu ô - liu tinh chế	30%	20%	2012
Dầu hạt cò tinh chế	40%	35%	2010
Dầu hướng dương tinh chế	30%	15%	2010
Dầu hạt cải tinh chế	30%	20%	2012
Dầu lạc tinh chế	30%		
Dầu dừa tinh chế	30%		

Nguồn: Bộ Tài chính, BVSC

Dự báo nhu cầu tiêu thụ dầu thực vật. Mặc dù việc sử dụng dầu thực vật của Việt Nam đã tăng khá nhanh trong những năm gần đây, nhưng vẫn thấp hơn so với trung bình của thế giới và các nước đang phát triển. Do vậy, tiềm năng trong tương lai của ngành dầu thực vật còn rất lớn - Theo dự báo của Bộ Công thương trong Báo cáo quy hoạch phát triển ngành dầu thực vật Việt Nam thì sản lượng dầu thực vật năm 2010 sẽ đạt khoảng 638.600 tấn, tương đương với tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng trong giai đoạn 2008-2010 là khoảng 6,8%/năm.

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Dầu Tường An là sản xuất các dầu thực vật. Sản phẩm của Công ty chia thành 4 nhóm sản phẩm gồm: dầu chiên xào, dầu đặc (magarine, shortening), dầu salad và dầu dinh dưỡng, trong đó chủ yếu của Công ty là các loại dầu chiên xào.

Cơ cấu doanh thu dầu thực vật tiêu thụ

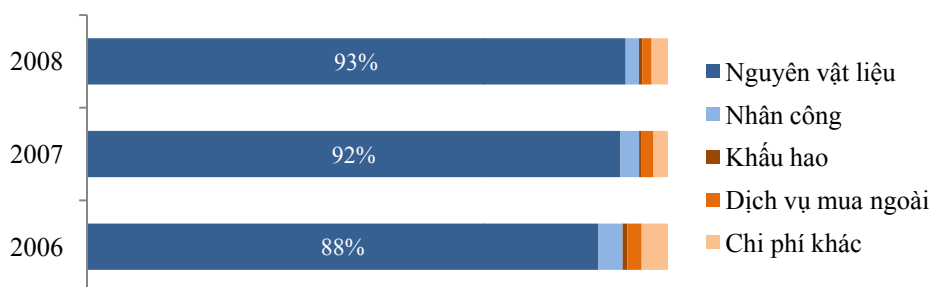


Nguồn: Dầu Tường An (Bản cáo bạch năm 2006), BVSC

Năng lực sản xuất. Trước năm 2008, Dầu Tường An có 2 nhà máy tinh luyện dầu (nhà máy dầu Tường An và nhà máy dầu Vĩnh) với tổng công suất 120.000 tấn/năm. Đến cuối năm 2008, Công ty đã hoàn thành và đưa vào sử dụng Nhà máy dầu Phú Mỹ với công suất 180.000 tấn/năm, nâng tổng công suất sản xuất lên 300.000 tấn/năm.

Nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản xuất và phần lớn phải nhập khẩu từ nước ngoài. Các loại nguyên liệu mà Dầu Tường An sử dụng là các loại dầu thực vật thô như: dầu đậu tương, dầu lạc, dầu vừng, dầu cọ, canola, dầu hạt cải... Tỷ trọng nguyên liệu trong tổng chi phí sản xuất của Công ty hiện chiếm trên 90% trong tổng chi phí sản xuất và hầu hết phải nhập khẩu từ nước ngoài (Công ty mẹ nhập khẩu nguyên liệu và bán lại cho Dầu Tường An). Vì thế, những biến động về giá nguyên liệu thế giới và tỷ giá VND/USD sẽ có ảnh hưởng trọng yếu đến hoạt động kinh doanh của Công ty.

Cơ cấu chi phí sản xuất



Nguồn: Dầu Tường An, BVSC

Nguy cơ tiềm ẩn xung đột lợi ích với công ty mẹ. Công ty mẹ của Dầu Tường An là Vocarimex. Vocarimex đồng thời vừa là nhà cung cấp nguyên liệu, vừa là đối thủ cạnh tranh của Dầu Tường An. Vocarimex hiện nắm giữ 51% cổ phần của Dầu Tường An; Vocarimex hiện đang sản xuất dầu thực vật tinh luyện có thương hiệu Vocar và nắm giữ cổ phần tại nhiều công ty dầu thực vật lớn; nhưng lại là đầu mối

nhập khẩu nguyên liệu từ nước ngoài sau đó bán lại cho Dầu Tường An.

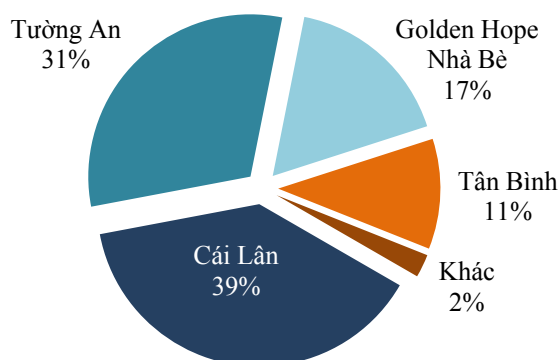
Tỷ lệ sở hữu của Vocarimex trong các công ty dầu thực vật

Công ty	Tỷ lệ sở hữu của Vocarimex
Cty TNHH Dầu thực vật Cái Lân (Calofic)	32%
Cty CP Dầu thực vật Tường An	51%
Cty TNHH Dầu ăn Golden Hope Nhà Bè	49%
Cty CP Dầu thực vật Tân Bình	51%

Nguồn: BVSC tổng hợp

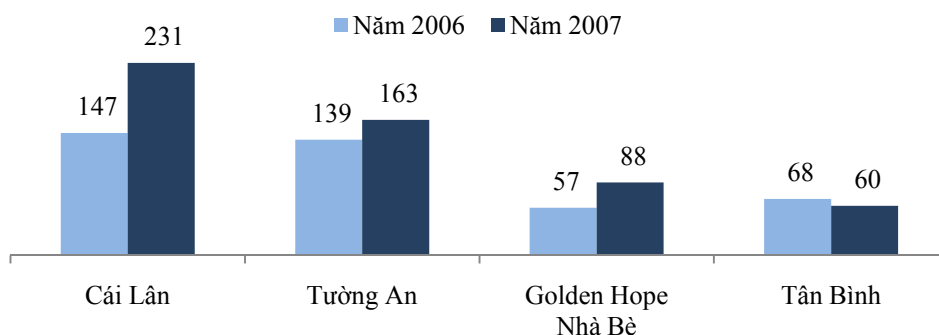
Thị trường tiêu thụ chủ yếu là thị trường trong nước. Thị trường tiêu thụ chủ yếu các sản phẩm dầu thực vật của Công ty chủ yếu là thị trường trong nước (khoảng 98% doanh thu từ thị trường trong nước). Dầu Tường An hiện là doanh nghiệp đứng thứ hai trong ngành (sau Calofic) với thị phần nội địa năm 2007 là 31%.

Thị phần dầu thực vật năm 2007



Nguồn: Bộ Công thương, BVSC

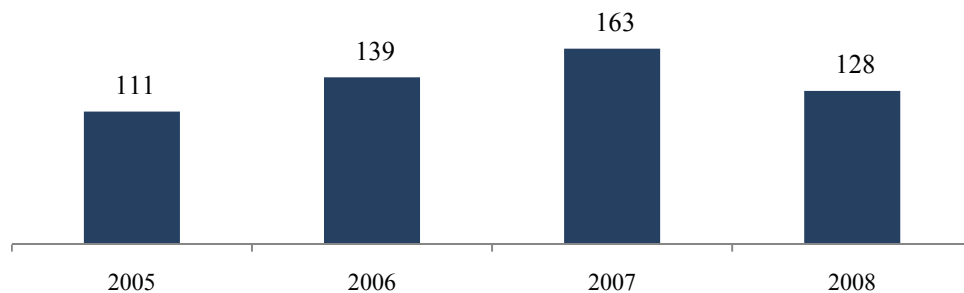
Sản lượng tiêu thụ của các công ty dầu thực vật (1.000 tấn)



Nguồn: Bộ Công thương, BVSC

Sản lượng tiêu thụ giảm 22% trong năm 2008. Sản lượng tiêu thụ của Dầu Tường An trong năm 2008 đã giảm xuống còn 128 nghìn tấn, giảm 22% so với năm 2007 và chỉ đạt 71% so với kế hoạch đề ra. Với sản lượng dầu thực vật toàn ngành năm 2008 ước đạt khoảng 560 nghìn tấn thì thị phần của Dầu Tường An hiện chỉ còn đạt khoảng 23% (trong khi năm 2007 thị phần của Công ty là 31%).

Sản lượng dầu thực vật tiêu thụ của Dầu Tường An (1000 tấn)



Nguồn: Dầu Tường An, BVSC

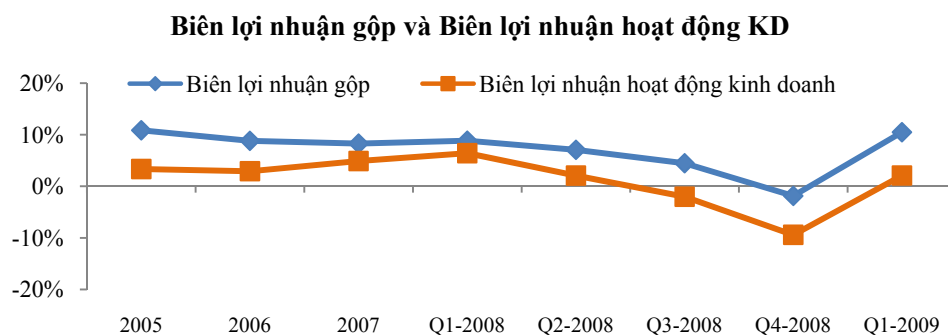
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Chi phí tài chính cao chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá. Chi phí tài chính của Công ty trong năm 2008 là 50,3 tỷ đồng, trong khi những năm trước con số này chỉ dao động trong khoảng từ 1 – 3 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu là do trong năm 2008, Công ty đã phải chịu một khoản lỗ tỷ giá khá lớn là 48 tỷ đồng (trong đó lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện là 45,1 tỷ đồng, lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện là 3 tỷ đồng).

Khoản lỗ tỷ giá nêu trên ngoài nguyên nhân do biến động tỷ giá trong năm 2008, điều đáng lưu ý ở đây là Công ty đã phải thanh toán tiền nguyên liệu cho Vocarimex theo tỷ giá Vocarime đưa ra. Trong trường hợp Công ty được thanh toán theo tỷ giá niêm yết của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam thì mức lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ chỉ còn 9,8 tỷ đồng (giảm 38,4 tỷ đồng so với thực tế).

Chiếm dụng vốn từ Vocarimex. Mặc dù quy mô doanh thu lớn, nhưng tỷ lệ dự trữ hàng tồn kho của Dầu Tường An lại ở mức rất thấp. Đồng thời Công ty liên tục có khoản Phải trả người bán lớn (thường từ 200 đến 300 tỷ và chủ yếu là phải trả Vocarimex) trong khi tài khoản Tiền và tương đương tiền lại tương đối dồi dào. Như vậy có thể thấy Dầu Tường An hiện đang nhận được sự hỗ trợ tương đối mạnh về nguồn vốn lưu động từ phía Vocarimex.

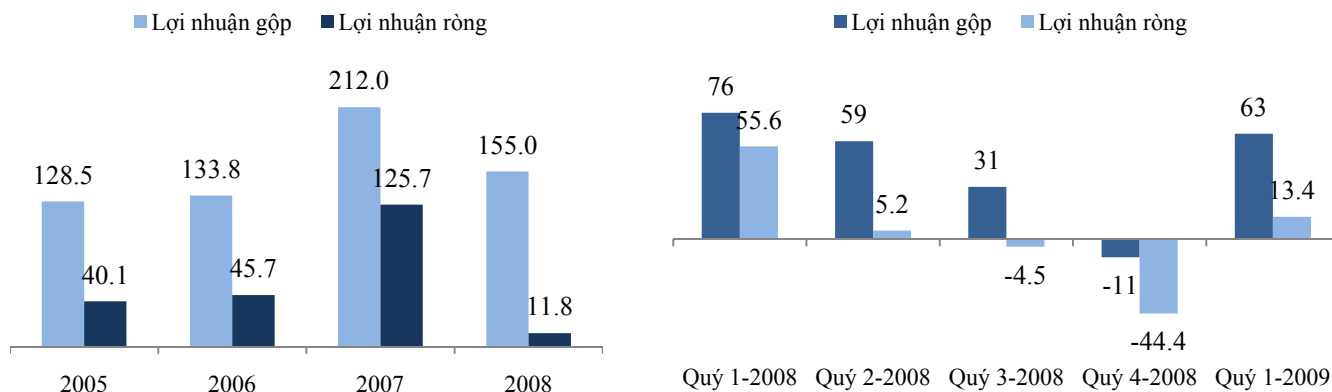
Biên lợi nhuận giảm mạnh trong nửa cuối năm 2008 và phục hồi trong Quý 1/2009. Do ảnh hưởng của chi phí nguyên liệu tăng cao nên biên lợi nhuận gộp năm 2008 chỉ đạt mức 5%. Tuy nhiên, quý 1-2009, biên lợi nhuận của Công ty đã phục hồi trở lại và đạt mức 11%, tương đương biên lợi nhuận của các năm quá khứ. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh vẫn đang ở mức thấp do Công ty tiếp tục phải chịu các khoản lỗ tỷ giá lớn trong những tháng đầu năm 2009 (lỗ tỷ giá 8,7 tỷ đồng trong quý 1/2009).



Nguồn: Dầu Tường An, BVSC

Lợi nhuận theo năm (tỷ đồng)

Lợi nhuận theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: Dầu Tường An, BVSC

RỦI RO

Rủi ro từ xung đột lợi ích với Công ty mẹ. Với cơ chế như hiện tại, khi mà Công ty mẹ đồng thời là nhà cung cấp nguyên liệu cho Công ty và cũng là một trong những đối thủ cạnh tranh của Công ty, điều đó có thể sẽ tiềm ẩn những mâu thuẫn lợi ích. Thông thường trong những quan hệ mà Công ty mẹ có quyền chi phối lớn, khi xảy ra các xung đột lợi ích thì lợi thế sẽ thuộc về Công ty mẹ.

Rủi ro từ sự biến động giá nguyên liệu và tỷ giá. Nguyên liệu chiếm tỷ trọng trên 90% trong giá thành sản xuất của Công ty, nên sự biến động của giá nguyên liệu trên thế giới sẽ có ảnh hưởng lớn tới tình hình hoạt động kinh doanh của Dầu Tường An. Nếu giá nguyên liệu tăng cao trong khi giá dầu ra khó có thể điều chỉnh tăng tương ứng, thì biên lợi nhuận của Công ty sẽ bị suy giảm. Đồng thời sự biến động tỷ giá cũng có tác động mạnh đến kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty.

ĐỊNH GIÁ

Các giả định cơ bản:

- Sản lượng tiêu thụ của TAC năm 2009 dự kiến đạt 162.000 tấn, tương đương kế hoạch sản lượng năm 2009 của Dầu Tường An đưa ra.
- Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của Dầu Tường An giai đoạn 2010-2015 dự kiến đạt 6,8%/năm (tương đương với dự báo tốc độ tăng trưởng tổng nhu cầu tiêu thụ dầu thực vật của Bộ Công thương). Giai đoạn 2016 - 2020, tổng nhu cầu dầu thực vật được dự báo sẽ tăng khoảng 6%/năm.
- Biên lợi nhuận của Dầu Tường An từ năm 2009 trở đi dự kiến sẽ duy trì ở mức trung bình của 4 năm gần nhất.

Kết quả định giá:

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng
FCFE (g = 5%, COE = 17,3%)	40.687	30%
FCFF (g = 5%, WACC = 16,5%)	27.194	35%
DDM (g = 5%, COE = 17,3%)	34.100	35%
Giá bình quân	33.659	

PHỤ LỤC

KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010F
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.515.469	2.554.228	2.959.678	2.691.900	3.075.836
Giá vốn hàng bán	1.381.676	2.342.189	2.804.703	2.469.637	2.821.872
Lợi nhuận gộp bán hàng và cung cấp dịch vụ	133.793	212.039	154.975	222.263	253.963
Doanh thu hoạt động tài chính	19.210	23.675	30.275	3.768	6.240
Chi phí tài chính	3.782	1.235	50.382	16.338	10.998
Chi phí bán hàng	84.839	80.478	104.050	110.050	125.746
Chi phí quản lý doanh nghiệp	20.087	28.772	27.093	30.215	34.524
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	44.296	125.230	3.726	69.428	88.935
Thu nhập khác	1.397	511	10.618	4.226	4.829
Chi phí khác	-	29	4	11	13
Lợi nhuận khác	1.397	482	10.615	4.215	4.816
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	45.693	125.712	14.340	73.643	93.751
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	-	-	2.502	9.205	11.719
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	45.693	125.712	11.838	64.437	82.032

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010F
Tài sản ngắn hạn	263.111	601.396	405.554	450.136	514.337
Tiền và các khoản tương đương tiền	115.279	364.229	80.084	154.851	176.937
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	50.000	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	28.062	28.187	29.147	39.065	44.637
Hàng tồn kho	115.082	151.885	269.484	244.072	278.883
Tài sản ngắn hạn khác	4.689	7.096	26.838	12.148	13.881
Tài sản dài hạn	250.187	235.665	281.412	263.098	244.784
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định hữu hình	51.516	44.432	135.287	237.227	219.426
Tài sản cố định vô hình	-	21.323	20.681	20.169	19.657
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	66.687	159.744	119.742	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	131.984	1.984	1.610	1.610	1.610
Tài sản dài hạn khác	-	8.182	4.091	4.091	4.091
TỔNG TÀI SẢN	513.298	837.061	686.965	713.233	759.121
Nợ phải trả	283.303	475.621	377.704	373.125	379.742
Nợ ngắn hạn	251.401	372.170	299.227	302.400	316.778
Nợ dài hạn	31.902	103.451	78.477	70.725	62.964
Vốn chủ sở hữu	264.105	361.440	309.261	340.108	379.379
Vốn chủ sở hữu	255.565	353.840	306.855	337.702	376.972
Nguồn kinh phí và quỹ khác	8.541	7.600	2.406	2.406	2.406
TỔNG NGUỒN VỐN	547.409	837.061	686.965	713.233	759.121

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84-4-928 8080
Fax: 84-4-928 9899

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 11 & 72 Nguyễn Công Trứ, Quận I, TP
Hồ Chí Minh
Tel: 84-8-821 8564
Fax: 84-8-914 7477

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH**PHÓ TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH**

Nguyễn Lương Tân	tannguyen@bvsc.com.vn	Vũ Thị Thanh Quyên	quyenvtt@bvsc.com.vn
		Nguyễn Thị Quỳnh Dung	dungntq@bvsc.com.vn

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Hải Dương	duongnh@bvsc.com.vn	Nguyễn Quang Minh	minhng@bvsc.com.vn
Vũ Thị Mai	maivt@bvsc.com.vn	Lê Chí Thành	thanhlc@bvsc.com.vn
Lưu Phương Mai	mailp@bvsc.com.vn	Nguyễn Tuấn Anh	anhnt@bvsc.com.vn
Trần Thăng Long	longtt@bvsc.com.vn	Hoàng Hồ Phú	phuhh@bvsc.com.vn
Vũ Phương Nga	ngavp@bvsc.com.vn		
Nguyễn Phi Hùng	hungnp@bvsc.com.vn		