

Ngành Tiêu Dùng và Bán Lẻ

“Phân hóa triển vọng ngành dưới tác động dịch bệnh”

Duy Pham

(+84) 98 669 6617

Duy.PhamViet@mbs.com.vn

Ngành Tiêu Dùng và Bán Lẻ

Ảnh hưởng dịch Covid tới ngành tiêu dùng và bán lẻ



Ảnh hưởng tiêu cực



Mua sắm trực tiếp



Điện thoại, điện tử



Quần áo



Ảnh hưởng tích cực



Mua sắm online



Chăm sóc sức khỏe



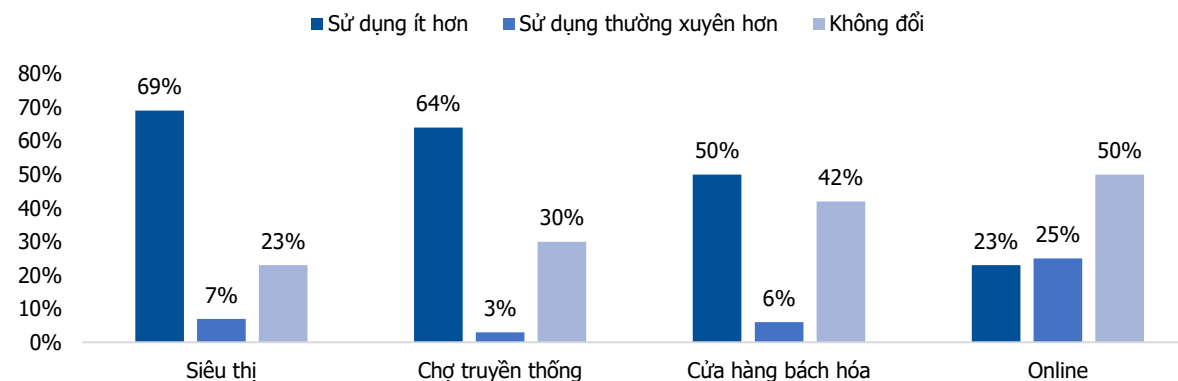
Thực phẩm

Ngành Tiêu Dùng và Bán Lẻ

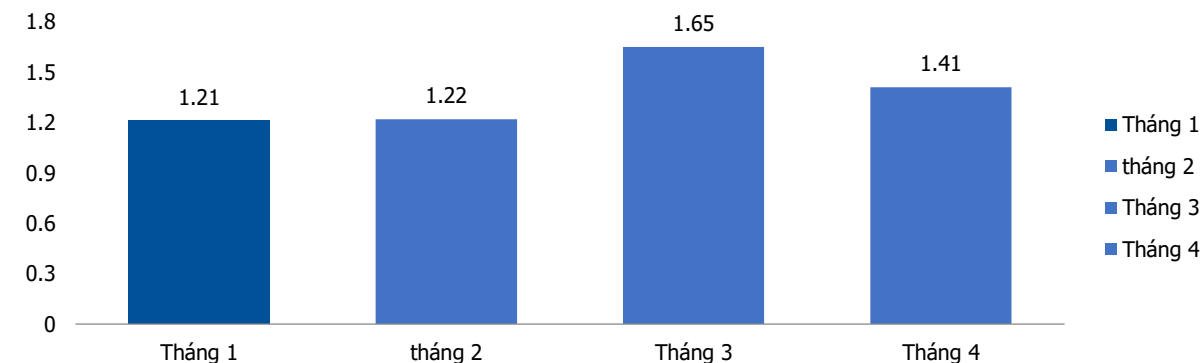
Nhu cầu mua sắm trực tiếp sụt giảm

- Covid - 19 đã tác động thay đổi nhu cầu và hành vi tiêu dùng của người tiêu dùng Việt Nam. Theo Bộ Công Thương, doanh thu các tháng đầu năm 2020 của nhóm siêu thị tăng trên 10% so với cùng kỳ (CK), trong khi nhu cầu chợ truyền thống giảm 40%. Các chuỗi bán lẻ hàng thiết yếu cũng ghi nhận tốc độ tăng trưởng tích cực trong tháng 3. Doanh thu 1 cửa hàng Bách Hóa Xanh (BHX) tăng 35% tháng 3 so với tháng trước, tháng 4 có sụt giảm nhưng vẫn cao hơn mức của tháng 1 và tháng 2 cho thấy người tiêu dùng đang dần chấp nhận loại hình mua sắm mới.
- Về phân khúc các sản phẩm, chúng tôi nhận định nhóm ngành tiêu dùng phân hóa thành 2 nhóm: (1) được hưởng lợi và (2) bị sụt giảm. Nhu cầu cho các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu, thực phẩm tươi sống và dược phẩm, các mặt hàng chăm sóc sức khỏe gia tăng. Ngược lại, các nhóm sản phẩm tiêu dùng cao cấp như trang sức, điện thoại, ô tô, quần áo sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch bệnh đến 2021. Nhu cầu cho mặt hàng điện thoại, thiết bị điện tử; điện máy lần lượt ghi nhận sự sụt giảm 16% CK và 3% - 9% CK trong Q1/2020.
- Trong 6 tháng còn lại năm 2020, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng có khả năng hồi phục nhưng vẫn duy trì ở mức thấp so với cùng kỳ do ảnh hưởng của lượng khách du lịch nước ngoài thiếu hụt khoảng 3.8 triệu khách.

Khảo sát hành vi người tiêu dùng của Nielsen



Doanh thu 1 cửa hàng BHX/tháng trong 2020



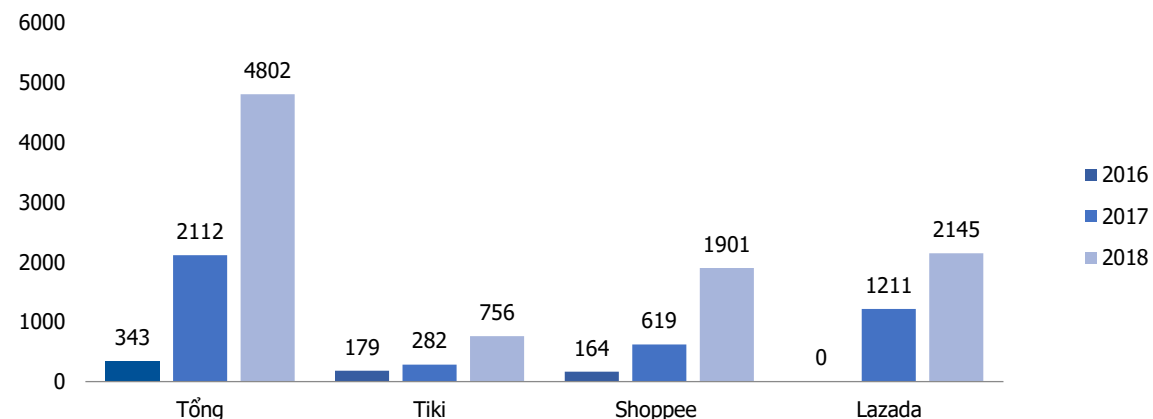
Nguồn: Nielsen, MWG, MBS Research

Ngành Tiêu Dùng và Bán Lẻ

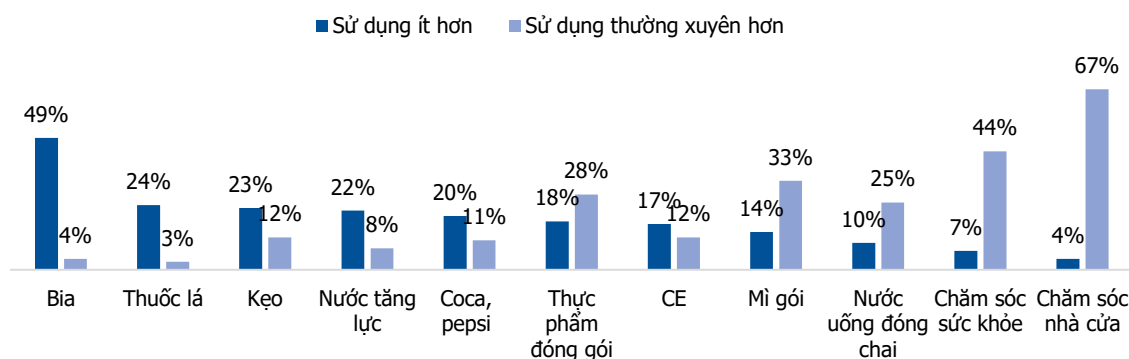
Nhu cầu mua sắm trực tuyến

- Lượng khách hàng mua sắm qua kênh trực tuyến ghi nhận mức tăng trưởng 25% CK trong Q1/2020. Hiện nay tỷ lệ người Việt Nam thực hiện hình thức tiêu dùng online đã chiếm 30% dân số.
- Số lượt truy cập website có xu hướng tăng đối với Shopee nhưng giảm đối với MWG, FRT cho thấy Shopee đang dần chiếm vị thế tốt hơn các chuỗi bán lẻ hiện đại trên thị trường thương mại điện tử với mức giá hàng hóa khá cạnh tranh.
- Mặc dù thị phần thương mại điện tử đang phát triển tại thị trường Việt Nam, mô hình kinh doanh này vẫn đang tiếp tục ghi nhận kết quả lỗ. Hiện tại, thị phần thương mại điện tử chỉ đạt 4.3% nhu cầu mua sắm, chủ yếu tập trung ở thành phố, nơi có hạ tầng giao thông phát triển

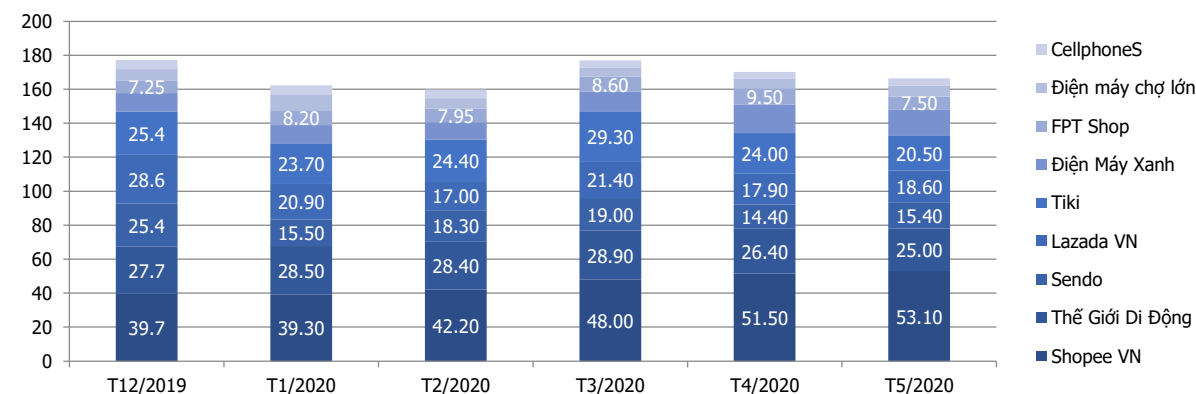
Kết quả kinh doanh lỗ trong mô hình thương mại điện tử (tỷ đồng)



Xu hướng sử dụng các sản phẩm tiêu dùng dưới tác động COVID-19



Thống kê lượt truy cập website (triệu lượt)



Nguồn: Nielsen, Semrush, MBS Research

Ngành Tiêu Dùng và Bán Lẻ

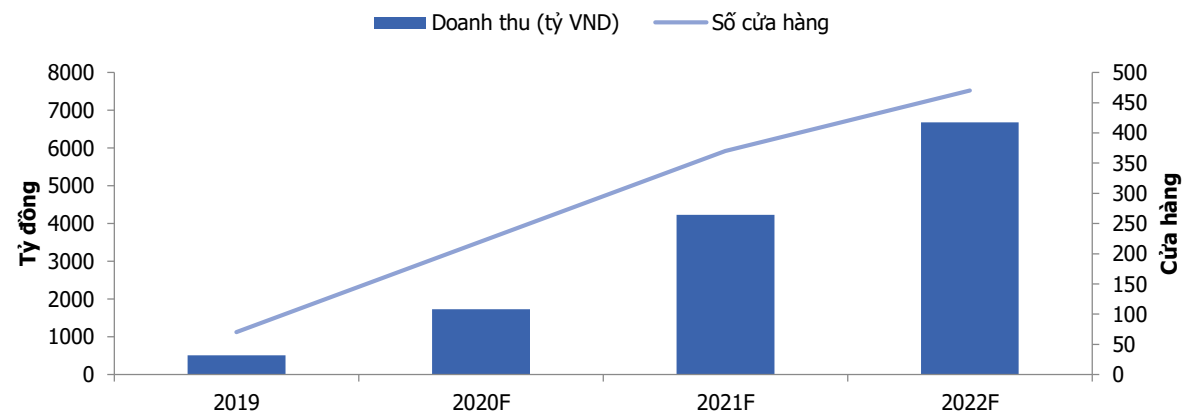
Nhu cầu sản phẩm chăm sóc sức khỏe

- Theo khảo sát người tiêu dùng của Nielsen, mỗi quan tâm hàng đầu của người tiêu dùng vẫn là vấn đề sức khỏe. 49% người tiêu dùng Việt Nam lo ngại về sức khỏe trong Q1/2020 (tăng 4 điểm % so với Q4/2019). Theo đó, các nhà thuốc hưởng lợi từ việc bán khẩu trang và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe trong thời gian này. Doanh số bình quân/cửa hàng chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT tăng trưởng 44% CK trong Q1/2020.

Nhu cầu tiêu thụ bia

- Ảnh hưởng của nghị định 100 cùng với tác động của dịch COVID-19 ảnh hưởng tới sức tiêu thụ của rượu bia trong nửa đầu năm 2020. Tổng sản lượng tiêu thụ bia 4 tháng đầu năm đã giảm 24% CK, đạt 1.12 triệu lít, theo Tổng cục Thống kê.
- Các doanh nghiệp niêm yết như SAB và BHN lần lượt ghi nhận doanh thu giảm 47% CK và 51% CK trong Q1/2020. Chúng tôi nhận định trong 6 tháng cuối năm 2020, nhu cầu tiêu thụ bia sẽ hồi phục chậm, mặc dù các doanh nghiệp ngành bia đang tích cực đẩy mạnh kênh tiêu thụ bán lẻ, siêu thị.

Tăng trưởng dự phóng chuỗi Long Châu



Mã chứng khoán	Doanh thu (tỷ đồng)			Lợi nhuận sau thuế		
	Q1/2019	Q1/2020	%	Q1/2019	Q1/2020	%
SAB	9,337	4,909	-47.42%	1,290	717	-44.42%
BHN	1,564	774	-50.51%	64	-98	
SMB	354	237	-33.05%	41	19	-53.66%
WSB	249	194	-22.09%	39	27	-30.77%
STD	147	70	-52.38%	15	3	-80.00%
BSQ	296	184	-37.84%	41	7	-82.93%

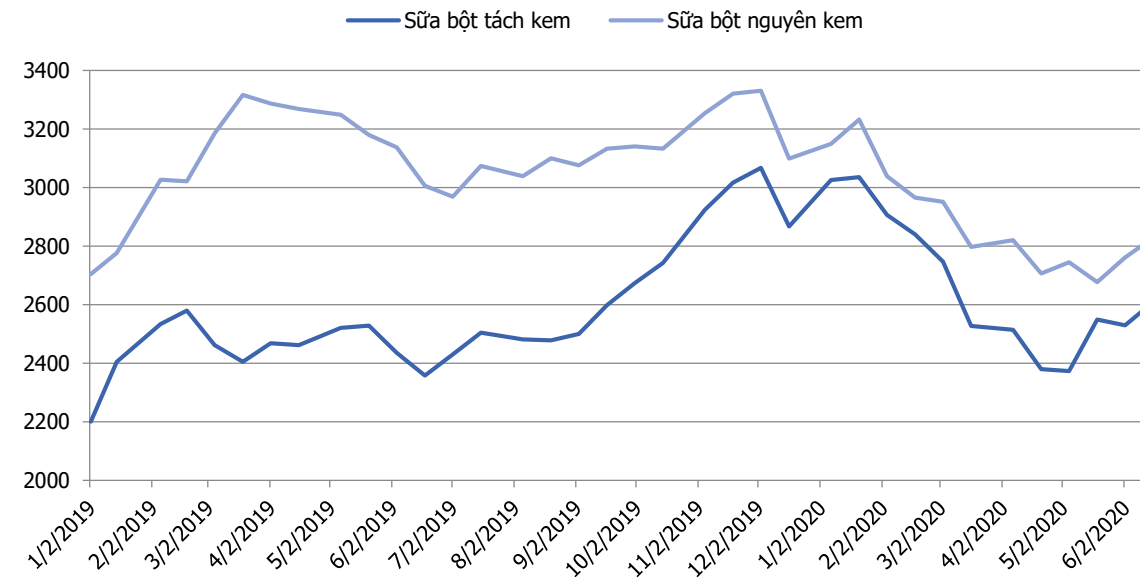
Nguồn: Công ty niêm yết, MBS Research

Ngành Tiêu Dùng và Bán Lẻ

Nhu cầu ngành sữa

- Giá sữa nguyên liệu đang có xu hướng giảm từ đầu năm 2020 từ mức 3,233 USD/MT xuống còn 2,829 USD/MT. Nguyên nhân từ việc tăng năng suất, sản lượng sản xuất tại 3 thị trường sản xuất lớn là Mỹ, EU và New Zealand. Đồng thời, sự sụt giảm nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Trung Quốc khiến cho chỉ số giá sữa toàn cầu giảm mạnh trong giai đoạn từ tháng 1 – 4/2020.
- Giá sữa toàn cầu hiện đã có xu hướng tăng trở lại do tình hình dịch bệnh ở Trung Quốc đã giảm bớt và nhu cầu tiêu thụ sữa cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán trong tháng 6 – 8/2020, giá sữa bột nguyên liệu vẫn duy trì ở mức thấp, dao động trong khoảng từ 2,800 USD/MT đến 2,900 USD/MT do lo ngại đợt bùng dịch thứ hai tại Trung Quốc. Đến Q4/2020, chúng tôi dự kiến giá sữa bột nguyên liệu sẽ tăng trở lại mức giá trước dịch là trên 3,000 USD/MT khi New Zealand bước vào mùa hè - thời điểm khó khăn cho việc sản xuất, đồng thời, nhiều trang trại cắt giảm sản lượng dưới tác động của mức giá thấp từ đầu 2020.

Giá sữa bột thế giới (USD/tấn)



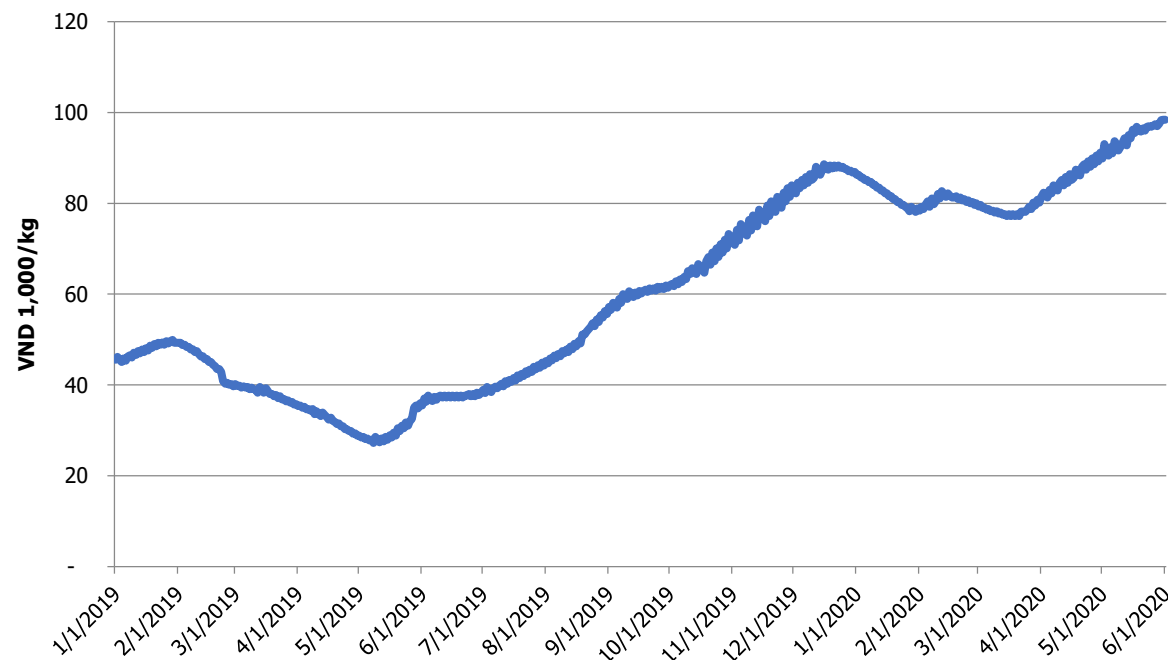
Nguồn: Global Dairy Trade, MBS Research

Ngành Tiêu Dùng và Bán Lẻ

Nhu cầu thịt heo

- Trong Q1/2020, tổng sản lượng thịt heo hơi xuất chuồng chỉ đạt mức 830,000 tấn, đáp ứng được 89% nhu cầu tiêu dùng nội địa. Theo ước tính của Cục Chăn Nuôi, sản lượng trong Q2/2020 đạt 900,000 tấn, Q3/2020 đạt hơn 1 triệu tấn, Q4/2020 gần 1.1 triệu tấn.
- Giá thịt heo tăng 26% từ mức 75,000 đồng/kg trong T3/2020 lên 95,000 đồng/kg trong đầu T6/2020 khi nguồn cung chăn nuôi trong nước không đủ đáp ứng và thiết hụt nguồn thịt nhập khẩu trong thời gian cao điểm dịch bệnh.
- Chúng tôi ước tính giá thịt lợn trong ngắn hạn vẫn sẽ duy trì ở mức giá cao, dao động trong khoảng 90,000 – 98,000 đồng/kg, dựa trên tình hình sản xuất trong nước đang dần cải thiện và nhu cầu tích trữ thịt của người tiêu dùng không còn đột biến như trong dịch.
- Theo Cục Chăn Nuôi, với sức sản xuất dự kiến, Q4/2020 nguồn cung sẽ đáp ứng được đầy đủ nhu cầu tiêu dùng. Khi đó, chúng tôi dự phóng giá thịt lợn sẽ có xu hướng giảm nhẹ dao động trong khoảng từ 80,000 – 85,000 đồng/kg.

Giá thịt heo hơi miền Bắc



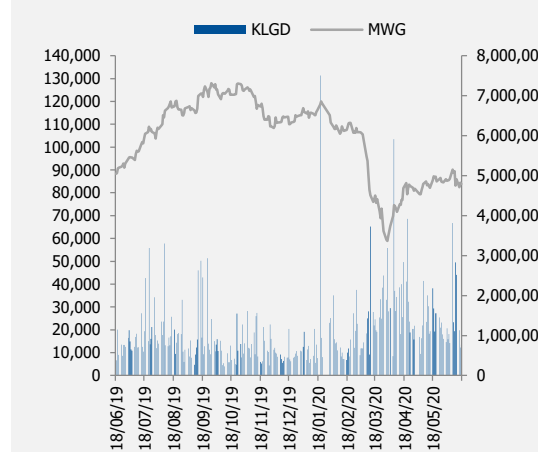
Nguồn: AGRO, MBS Research

(MUA; Giá mục tiêu: VND 129,000)

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu MWG và điều chỉnh tăng 8% giá mục tiêu lên mức 129,000 đồng/CP dựa trên phương pháp FCFE (Re 14%, g 0%).

- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng của chuỗi BHX. Cụ thể, đến 2021, BHX sẽ có lời trước thuế ở mức 302 tỷ đồng (báo cáo trước đây dự phóng lỗ 92 tỷ đồng). Quá trình cải thiện biên lợi nhuận gộp (LNG) của chuỗi BHX từ việc đẩy mạnh tỷ trọng hàng tươi sống và tăng chiết khấu mua hàng với quy mô thu mua lớn diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng biên LNG chuỗi BHX (trước chi phí DC) lên mức 24.5% cho giai đoạn từ 2021 trở đi (dự phóng trước đây 22.5%). Đồng thời, MWG điều chỉnh mục tiêu mở mới các cửa hàng BHX chậm lại (500 cửa hàng trong 2021 so với mục tiêu trước đây 700 cửa hàng), dẫn đến gia tăng dòng tiền trong trung hạn từ việc giảm chi phí đầu tư và chi phí DC.
- Chúng tôi dự kiến năm 2020 và 2021 doanh thu của MWG lần lượt đạt 118,500 tỷ đồng (+16% CK) và 142,082 tỷ đồng (+19% CK) và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 4,373 tỷ đồng (+14% CK) và 5,862 tỷ đồng (+34% CK).
- Về chuỗi Điện Máy Xanh (ĐMX), tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 29% CK trong T5/2020, hồi phục mức tăng trưởng âm 22.5% trong T4/2020. Chúng tôi dự kiến tốc độ tăng trưởng của chuỗi ĐMX sẽ duy trì 10% CK trong 3Q20 sau đó phục hồi trở lại từ năm 2021. Số lượng cửa hàng mở mới ước đạt 280 trong 2020 và 100 trong 2021, tăng tổng lượng cửa hàng cuối 2021 đạt 1,400 cửa hàng. Theo đó, tốc độ tăng trưởng doanh thu kỳ vọng ở mức 14.6% CK trong 2020 và 17.1% CK trong 2021.
- Về chuỗi Thế Giới Di Động (TGDĐ), chúng tôi dự phóng doanh thu giảm 12.5% CK trong 2020 và 10% CK trong 2021 dựa trên quá trình chuyển đổi từ cửa hàng TGDĐ sang ĐMX và nhu cầu bị tác động từ dịch bệnh.
- Về chuỗi BHX, số lượng cửa hàng mở mới dự kiến đạt 700 trong 2020 và 500 trong 2021, dự kiến hết năm 2021, BHX sẽ có 2,200 cửa hàng. Doanh thu trung bình 1 cửa hàng dự phóng tăng 2.5% CK đạt 1.3 tỷ đồng/tháng và tăng 11.5% CK đạt 1.45 tỷ đồng/tháng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu kỳ vọng đạt 97% CK trong 2020 và 61% CK trong 2021.

Diễn biến giá



Dữ liệu công ty

Giá hiện tại	VND 83,300
Giá mục tiêu	VND 129,000
Upside	54.8%
Bloomberg	MWG VN
Vốn hóa	VND 35,940 tỷ
	USD 1,542 triệu
Giá biến động trong 52 tuần	VND 76,000 – VND 128,000
Giá trị giao dịch trung bình	VND 97 tỷ
	USD 4.24 triệu
Tối đa NĐTNN	49%
NĐTNN	49%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	102,174	118,500	142,082	156,265
EBIT	4,977	5,708	7,959	8,994
Lợi nhuận sau thuế	3,836	4,373	5,862	6,549
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	3,836	4,373	5,862	6,549
EPS (VND)	8,471	9,853	12,939	14,455
Tăng trưởng EPS (%)		14%	34.0%	11.7%
P/E (x)	9.9	8.5	6.3	5.7
EV/EBITDA (x)	6.0	5.4	5.2	5.1
Lợi tức (%)	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%
P/B (x)	1.9	1.5	1.2	1.0
ROE (%)	31.6%	30.0%	30.0%	26.0%
Nợ/vốn chủ (%)	107.3%	112.3%	99.4%	83.0%

Nguồn: MBS Research

CTCP Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	102,174	118,500	142,082	156,265
Giá vốn hàng bán	82,686	95,684	113,029	124,099
Lợi nhuận gộp	19,488	22,815	29,053	32,166
Doanh thu tài chính	631	447	537	590
Chi phí tài chính	570	1,202	1,431	1,607
Chi phí bán hàng và quản lý	14,511	16,455	20,570	22,752
Lợi nhuận trước thuế	5,053	5,621	7,608	8,418
Lợi nhuận sau thuế	3,836	4,373	5,862	6,549
Lợi nhuận ròng	3,835	4,372	5,860	6,546
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	3

Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2022E
Tài sản ngắn hạn	36,021	42,668	52,847	61,408
I. Tiền & tương đương tiền	3,115	6,481	10,478	15,121
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,137	1,938	1,938	1,938
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,815	2,105	2,524	2,776
IV. Hàng tồn kho	25,745	29,792	35,193	38,640
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,199	1,391	1,668	1,834
Tài sản dài hạn	5,687	7,422	8,306	8,956
I. Các khoản Phải thu dài hạn				
II. Tài sản cố định	5,404	7,094	7,913	8,524
1. Tài sản cố định hữu hình	5,375	7,069	7,888	8,500
2. Tài sản cố định vô hình	28	25	25	24
III. Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	87	35	35	35
V. Đầu tư tài chính dài hạn	60	56	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	283	328	393	433
Tổng tài sản	41,708	50,091	61,154	70,364
Nợ phải trả	29,565	35,403	41,491	45,040
I. Nợ ngắn hạn	28,442	34,223	40,537	44,085
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	15,411	17,840	21,080	23,146
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	13,031	16,383	19,457	20,940
II. Nợ dài hạn	1,122	1,180	954	955
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	1	2	3
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,122	1,179	952	952
Vốn chủ sở hữu	12,142	14,592	19,568	25,231
1. Vốn điều lệ	4,435	4,435	4,435	4,435
2. Thặng dư vốn cổ phần	555	555	555	555
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,150	9,591	14,564	20,224
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	8	10	12	15
5. Nguồn vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	41,708	50,091	61,154	70,364

Nguồn: MBS

Chỉ số tài chính	2019	2020E	2021E	2022E
Định giá				
EPS	8,471	9,853	12,939	14,455
Giá trị sổ sách (BVPS)	27,376	32,900	44,118	56,884
P/E	9.9	8.5	6.3	5.7
P/B	1.9	1.5	1.2	1.0
P/S	0.4	0.3	0.3	0.2
Lợi tức	1.8%	1.8%	1.8%	0.0%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	19.1%	19.3%	20.4%	20.6%
Biên EBITDA	19.1%	18.6%	19.8%	19.9%
Biên lợi nhuận ròng	3.8%	3.7%	4.1%	4.2%
ROE	31.6%	30.0%	30.0%	26.0%
ROA	9.2%	8.7%	9.6%	9.3%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu		16.0%	19.9%	10.0%
Tăng trưởng LNTT		11.2%	35.3%	10.6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		14.0%	34.0%	11.7%
Tăng trưởng EPS		16.5%	34.0%	11.7%
Tăng trưởng tài sản		20.1%	22.1%	15.1%
Tăng trưởng vốn chủ		20.2%	34.1%	28.9%
Thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	126.6%	124.7%	130.4%	139.3%
Chỉ số thanh toán nhanh	28.4%	30.8%	36.9%	45.0%
Nợ vay/Tổng tài sản	33.9%	35.1%	33.4%	31.1%
Nợ/Vốn chủ	107.3%	112.3%	99.4%	83.0%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	14.8	20.2	37.8	37.8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	56.3	56.3	5.3	5.3
Số ngày phải thu	6.5	6.5	69.5	69.5
Vòng quay hàng tồn kho	3.2	3.2	3.2	3.2
Số ngày tồn kho	113.6	113.6	113.6	113.6
Vòng quay phải trả	5.4	5.4	5.4	5.4
Số ngày phải trả	68.0	68.1	68.1	68.1

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

(NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 66,000)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giảm 15% giá mục tiêu của PNJ về mức 66,000 đồng/CP (+9% upside) dựa trên dự phóng lợi nhuận thấp hơn so với báo cáo cập nhật gần nhất. Chúng tôi dự kiến dịch COVID-19 sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới thu nhập của người tiêu dùng đến hết năm 2021. Điều này làm giảm nhu cầu các hàng hóa cao cấp như trang sức và giảm tiến độ mở mới số lượng cửa hàng PNJ trong 2 năm tiếp theo.

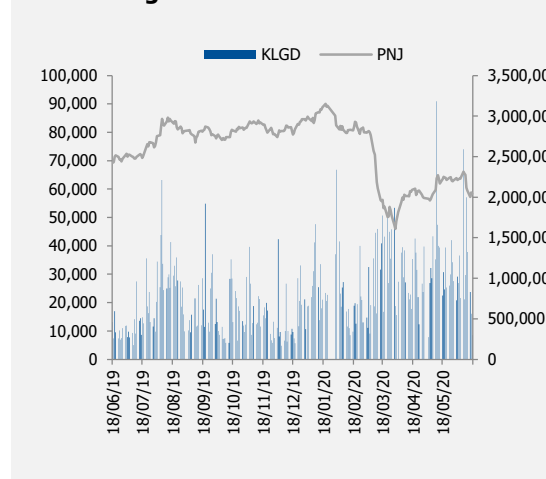
Cập nhật doanh nghiệp

5 tháng 2020, PNJ đạt 6,521 tỷ đồng doanh thu (-1% CK) và 364 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-30% CK). Mặc dù T5/2020, công ty ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu kênh bán lẻ 20% CK, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng con số này không phản ánh sức tiêu thụ vàng trang sức được cải thiện. T5/2019, PNJ gặp sự cố trong hệ thống ERP dẫn đến kết quả kinh doanh tại thời điểm đó ở mức thấp. Điều này tạo ra tốc độ tăng trưởng cao cho T5/2020 so với thời điểm cùng kỳ. Hiện tại, doanh thu bán lẻ của doanh nghiệp mới phục hồi đạt 83% so với thời điểm trước dịch. Chúng tôi dự kiến tốc độ tăng trưởng bán lẻ từ T6/2020 sẽ giảm tốc so với T5/2020.

Chúng tôi dự phóng doanh thu của PNJ sẽ lần lượt đạt 18,630 tỷ đồng (+9.5% CK) và 21,112 tỷ đồng (+13.3% CK) trong năm 2020, 2021. Tăng trưởng doanh thu từng cửa hàng ước giảm 4% CK trong 2020 (năm 2019 +15% CK) do hiệu ứng đóng cửa hàng trong tháng 4 và sức mua mặt hàng xa xỉ giảm. Dự kiến 2021, doanh thu/cửa hàng phục hồi nhẹ 6% CK. Tổng số cửa hàng bán lẻ dự phóng đạt 360 cửa hàng vào cuối 2020 (+14 cửa hàng) và 400 cửa hàng cuối năm 2021 (+40 cửa hàng).

Chúng tôi giảm 16% dự phóng lợi nhuận năm 2020 xuống còn 1,145 tỷ đồng và giảm 11% năm 2021 xuống còn 1,310 tỷ đồng, so với dự phóng trước đây. Mảng bán lẻ trang sức (mảng có biên lợi nhuận cao nhất) có kết quả tăng trưởng thấp hơn kì vọng của chúng tôi.

Diễn biến giá



Dữ liệu công ty

Giá hiện tại	VND 60,400
Giá mục tiêu	VND 66,000
Upside	9.2%
Bloomberg	PNJ VN
Vốn hóa	VND 13,038 tỷ USD 560 triệu
Giá biến động trong 52 tuần	VND 57,000 – VND 92,000
Giá trị giao dịch trung bình	VND 26 tỷ USD 1.17 triệu
Tối đa NĐTNN	49%
NĐTNN	49%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	17,001	18,630	21,112	23,935
EBIT	1,623	1,603	1,829	2,152
Lợi nhuận sau thuế	1,194	1,145	1,310	1,548
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	1,194	1,145	1,310	1,548
EPS (VND)	5,299	5,081	5,815	6,871
Tăng trưởng EPS (%)		-4.1%	14.4%	18.2%
P/E (x)	12.0	12.6	11.0	9.3
EV/EBITDA (x)	11.3	11.2	9.8	8.4
Lợi tức (%)	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%
P/B (x)	3.1	2.6	2.2	1.9
ROE (%)	28.7%	22.7%	21.9%	21.9%
Nợ/vốn chủ (%)	29.3%	22.3%	18.6%	14.3%

Nguồn: MBS Research

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2021E
Doanh thu	17,001	18,630	21,112	23,935
Giá vốn hàng bán	14,785	16,725	18,896	20,790
Lợi nhuận gộp	2,215	1,905	2,216	3,146
Doanh thu tài chính	17	18	21	24
Chi phí tài chính	134	192	214	242
Chi phí bán hàng và quản lý	1,838	2,242	2,558	2,888
Lợi nhuận trước thuế	1,507	1,431	1,638	1,935
Lợi nhuận sau thuế	1,194	1,145	1,310	1,548
Lợi nhuận ròng	1,194	1,145	1,310	1,548
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2021E
Tài sản ngắn hạn	7,433	8,643	10,136	11,942
I. Tiền & tương đương tiền	95	653	1,111	1,757
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	130	128	145	164
IV. Hàng tồn kho	7,030	7,677	8,684	9,811
V. Tài sản ngắn hạn khác	78	86	97	110
Tài sản dài hạn	1,170	1,240	1,286	1,327
I. Các khoản Phải thu dài hạn				
II. Tài sản cố định	924	969	980	980
1. Tài sản cố định hữu hình	264	322	346	359
2. Tài sản cố định vô hình	660	647	634	621
III. Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	28	28	28	28
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	247	270	306	347
Tổng tài sản	8,603	9,882	11,422	13,269
Nợ phải trả	4,026	4,385	4,953	5,590
I. Nợ ngắn hạn	4,018	4,378	4,946	5,582
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,407	1,529	1,718	1,930
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,611	2,849	3,228	3,652
II. Nợ dài hạn	8	7	7	7
1. Các khoản phải trả dài hạn	4	5	5	6
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	4	3	2	1
Vốn chủ sở hữu	4,577	5,497	6,469	7,679
1. Vốn điều lệ	2,253	2,253	2,253	2,253
2. Thặng dư vốn cổ phần	968	968	968	968
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,045	1,845	2,703	3,782
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
5. Nguồn vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	8,603	9,882	11,422	13,269

Nguồn: MBS

Chỉ số tài chính	2019	2020E	2021E	2021E
Định giá				
EPS	5,299	5,081	5,815	6,871
Giá trị sổ sách (BVPS)	20,317	24,398	28,714	34,085
P/E	12.0	12.6	11.0	9.3
P/B	3.1	2.6	2.2	1.9
P/S	0.8	0.8	0.7	0.6
Lợi tức	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	13.0%	10.2%	10.5%	13.1%
Biên EBITDA	19.7%	19.7%	19.9%	20.1%
Biên lợi nhuận ròng	7.0%	6.1%	6.2%	6.5%
ROE	28.7%	22.7%	21.9%	21.9%
ROA	13.9%	11.6%	11.5%	11.7%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu		9.6%	13.3%	13.4%
Tăng trưởng LNTT		-5.0%	14.4%	18.2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		-4.1%	14.4%	18.2%
Tăng trưởng EPS		-4.1%	14.4%	18.2%
Tăng trưởng tài sản		14.9%	15.6%	16.2%
Tăng trưởng vốn chủ		20.1%	17.7%	18.7%
Thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	185.0%	197.4%	204.9%	213.9%
Chỉ số thanh toán nhanh	5.6%	17.8%	25.4%	34.4%
Nợ vay/Tổng tài sản	30.4%	28.9%	28.3%	27.5%
Nợ/Vốn chủ	29.3%	22.3%	18.6%	14.3%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	14.8	20.2	37.8	38.8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	131.1	145.7	145.7	145.7
Số ngày phải thu	2.8	2.5	2.5	2.5
Vòng quay hàng tồn kho	2.1	2.2	2.2	2.1
Số ngày tồn kho	173.6	167.5	167.7	172.3
Vòng quay phải trả	10.5	10.9	11.0	10.8
Số ngày phải trả	34.7	33.4	33.2	33.9

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Sector Outlook

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (HOSE: FRT)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 29,500)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA cho FRT với giá mục tiêu là 29,500 đồng/CP (upside +22%), dựa trên kết hợp phương pháp FCFE (Re 14%, g 0.5%) và P/E mục tiêu 10x. Tiềm năng tăng trưởng của FRT đến từ triển vọng của chuỗi Long Châu. Chúng tôi dự phóng doanh thu chuỗi Long Châu tăng bình quân 98%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024 và bắt đầu ghi nhận lợi nhuận trước thuế (LNTT) vào năm 2023. Thị phần bán lẻ dược phẩm OTC của Long Châu dự kiến tăng tương ứng từ 1.14% trong 2020 lên mức 6.75% trong 2024.

Theo BMI, quy mô ngành dược phẩm Việt Nam ước tính đạt hơn 6.5 tỷ USD trong 2019, đồng thời người tiêu dùng đang dành nhiều sự quan tâm hơn tới sức khỏe và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe, đặc biệt nhu cầu thực phẩm chức năng. Ngành bán lẻ dược phẩm có tính phân mảnh cao với 99% cửa hàng trên thị trường là các hộ kinh doanh gia đình. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ tạo điều kiện cho Long Châu tiếp cận thị phần khi phát triển hệ thống chuỗi cửa hàng theo hướng định hình thương hiệu và tập trung dịch vụ khách hàng.

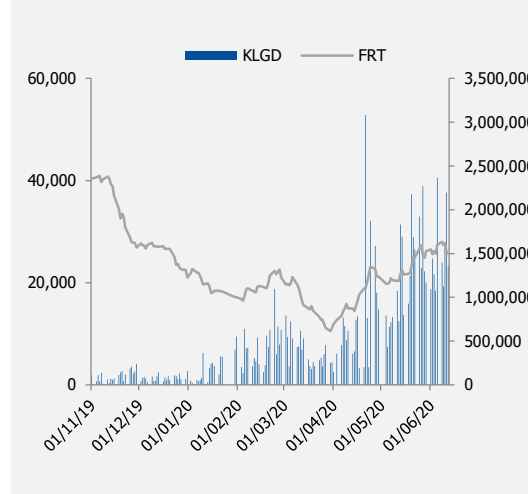
Cập nhật doanh nghiệp

Chúng tôi ước tính LNST năm 2020 giảm 2.8% CK do mảng kinh doanh FPTs bị đóng cửa trong dịch và nhu cầu đối với các thiết bị điện thoại giảm. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sẽ phục hồi dần từ 2021. Đặc biệt, dự phóng LNST tăng trưởng 39% trong 2022 nhờ chuỗi Long Châu giảm lỗ mạnh.

Trong các chuỗi bán lẻ dược, Long Châu hiện đang là chuỗi nhà thuốc có doanh thu cao trên mỗi cửa hàng, bình quân các cửa hàng đã hoạt động đạt 1.6 tỷ đồng/tháng, so với Pharmacity ước tính 0.4 tỷ đồng/tháng và An Khang là 0.2 tỷ đồng/tháng. FRT đặt kế hoạch mở mới 150 cửa hàng thuốc /năm trong 2020 – 2021 và 100 cửa hàng/năm trong 2022 – 2023. Tính đến T6/2020, công ty cho biết đã ký hợp đồng thuê mở mới cho 110 cửa hàng trong năm nay. Với thời gian hòa vốn trước thuế giả định 1 năm cho cửa hàng mở mới, chúng tôi dự phóng chuỗi Long Châu sẽ giảm lỗ mạnh trong 2022 (từ lỗ 127 tỷ đồng còn lỗ 5 tỷ đồng) và bắt đầu có LNTT 38 tỷ đồng trong 2023. Tính đến 2024, chuỗi Long Châu dự kiến đóng góp 38% doanh thu và 22% LNTT của FRT.

Ngành bán lẻ CNTT hiện đã bước vào giai đoạn bão hòa, chúng tôi dự báo doanh số của FPTs sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức -0.43% CK cho 2020 và cải thiện dần lên mức 3% CK trong 2023 (thấp so với tốc độ 25%/năm trong 2016 – 2018). Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của FPTs sẽ được cải thiện từ 12,54% trong năm 2019 tăng lên 13,8% trong năm 2022. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ việc không mở thêm cửa hàng mới và tập trung đa dạng sản phẩm trong cửa hàng, đặc biệt đẩy mạnh doanh thu các mặt hàng phụ kiện điện tử, mắt kính, đồng hồ có biên lợi nhuận cao.

Diễn biến giá



Dữ liệu công ty

Giá hiện tại	VND 24,150
Giá mục tiêu	VND 29,500
Upside	22%
Bloomberg	
Vốn hóa	VND 1,982 tỷ
	USD 85,4 triệu
Giá biến động trong 52 tuần	VND 10,500
	VND 55,600
Giá trị giao dịch trung bình	VND 23 tỷ
	USD 0,99 triệu
Tối đa NĐTNN	49.00%
NĐTNN	35.27%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	16,634	17,165	19,745	22,347
EBIT	413	313	349	491
Lợi nhuận sau thuế	213	207	230	319
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	213	207	230	319
EPS (VND)	2,612	2,622	2,909	4,036
Tăng trưởng EPS (%)		0.4%	11.0%	38.7%
P/E (x)	9.2	9.2	8.3	6.0
EV/EBITDA (x)	5.9	7.7	7.0	4.9
Lợi tức (%)	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%
P/B (x)	1.5	1.4	1.3	1.1
ROE (%)	15.9%	12.8%	13.7%	18.4%
Nợ/vốn chủ (%)	289.5%	275.2%	267.0%	252.4%

Nguồn: MBS Research

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	16,634	17,165	19,745	22,347
Giá vốn hàng bán	14,523	14,733	16,813	18,923
Lợi nhuận gộp	2,111	2,433	2,932	3,425
Doanh thu tài chính	78	81	81	81
Chi phí tài chính	148	106	108	111
Chi phí bán hàng và quản lý	1,768	2,194	2,656	3,004
Lợi nhuận trước thuế	278	220	255	397
Lợi nhuận sau thuế	204	176	204	318
Lợi nhuận ròng	213	207	230	319
Lợi ích cổ đông thiểu số	-9	-31	-25	-1

Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2022E
Tài sản ngắn hạn	6,173	6,394	6,890	7,666
I. Tiền & tương đương tiền	870	961	1,051	1,274
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	495	495	495	495
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,178	1,215	1,398	1,542
IV. Hàng tồn kho	3,384	3,467	3,653	4,023
V. Tài sản ngắn hạn khác	247	255	294	332
Tài sản dài hạn	421	432	490	548
I. Các khoản Phải thu dài hạn	105	109	125	141
II. Tài sản cố định	49	48	48	48
1. Tài sản cố định hữu hình	7	7	7	7
2. Tài sản cố định vô hình	42	42	41	41
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	0	0	0	0
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	267	275	317	358
Tổng tài sản	6,594	6,826	7,379	8,213
Nợ phải trả	5,314	5,449	5,883	6,485
I. Nợ ngắn hạn	5,308	5,449	5,883	6,485
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,610	1,661	1,890	2,125
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	3,698	3,788	3,994	4,360
II. Nợ dài hạn	6	0	0	0
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	6	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1,279	1,377	1,496	1,728
1. Vốn điều lệ	790	790	790	790
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	484	606	750	980
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	6	25	51	52
5. Nguồn vốn khác	0	6	7	10
Tổng nguồn vốn	6,594	6,826	7,379	8,213

Nguồn: MBS

Chỉ số	2019	2020E	2021E	2022E
Định giá				
EPS	2,612	2,622	2,909	4,036
Giá trị sổ sách (BVPS)	16,198	17,428	18,937	21,874
P/E	9.2	9.2	8.3	6.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.1
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1
Lợi tức	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	12.7%	14.2%	14.8%	15.3%
Biên EBITDA	12.3%	14.1%	14.7%	15.2%
Biên lợi nhuận ròng	1.2%	1.0%	1.0%	1.4%
ROE	15.9%	12.8%	13.7%	18.4%
ROA	3.1%	2.6%	2.8%	3.9%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu		3.2%	15.0%	13.2%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế		-20.8%	16.0%	55.5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		-13.6%	16.0%	55.5%
Tăng trưởng EPS		0.4%	11.0%	38.7%
Tăng trưởng tài sản		3.5%	8.1%	11.3%
Tăng trưởng vốn chủ		7.6%	8.7%	15.5%
Thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	116.3%	117.3%	117.1%	118.2%
Chỉ số thanh toán nhanh	47.9%	49.0%	50.0%	51.1%
Nợ/Tổng tài sản	56.2%	55.5%	54.1%	53.1%
Nợ/Vốn chủ	289.5%	275.2%	267.0%	252.4%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	3.4	3.7	5.2	6.3
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	14.1	14.1	5.3	5.3
Số ngày phải thu	25.9	25.8	69.5	69.5
Vòng quay hàng tồn kho	4.3	4.2	4.6	4.7
Số ngày tồn kho	85.0	85.9	79.3	77.6
Vòng quay phải trả	9.0	8.9	8.9	8.9
Số ngày khoản phải trả	40.5	41.1	41.0	41.0

(NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 113,300)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA sang NĂM GIỮ đối với CP VNM với giá mục tiêu 113,300 đồng/CP (upside -1.6%), được xác định dựa trên phương pháp Chiết khấu dòng tiền FCFE (Re 11.69%, g 1%). Thị giá cổ phiếu đã tăng 20% kể từ báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi vào T3/2020 trong khi các yếu tố cơ bản của công ty chưa có nhiều thay đổi.

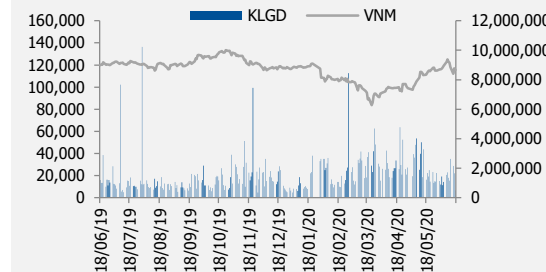
Cập nhật doanh nghiệp

Q1/2020, VNM ghi nhận 14,153 tỷ đồng doanh thu (+7.3% cùng kì - CK) và 2,777 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (LNST +0.7% CK). Sau khi tiến hành sát nhập với GTN, chi phí quản lý và bán hàng gia tăng, tác động làm giảm biên lợi nhuận ròng trong Q1/2020. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận của VNM sẽ được cải thiện trong 3 quý cuối năm 2020 nhờ chi phí nguyên liệu thấp và GTN hoạt động hiệu quả hơn. LNST trong 9 tháng cuối 2020 ước tăng 7.5% CK. Theo đó, cả năm 2020, doanh thu dự kiến đạt 59,523 tỷ đồng (+5.6% CK) và LNST ở mức 11,290 tỷ đồng (+6.8% CK).

Về tăng trưởng doanh thu, trong các phân khúc sản phẩm, chúng tôi kỳ vọng nhóm sản phẩm sữa chua và sữa hạt (27% tỷ trọng doanh thu) ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao nhất ~ 11% trong 2020 nhờ nhu cầu tiêu thụ gia tăng đối với các sản phẩm giúp tăng sức đề kháng. Từ 2021, tốc độ tăng trưởng các sản phẩm này sẽ quay về mức 6%/năm. Phân khúc sữa uống (35% tỷ trọng doanh thu) dự phóng tăng trưởng 6.6% CK trong 2020 (2019 +7.5% CK), tương ứng với tốc độ dự báo tăng trưởng chung trong mảng này tại thị trường Việt Nam. Sự tăng trưởng của các nhóm sản phẩm trên góp phần bù đắp cho mức giảm 3.3% CK trong doanh thu mảng sữa bột.

Biên lợi nhuận gộp (LNG) 2020 dự phóng được cải thiện đạt 47.5% (2019 đạt 47.2%) dựa trên (i) việc tăng tỷ trọng sản phẩm sữa chua và các mặt hàng cao cấp có biên LNG cao hơn và (ii) mặt bằng giá sữa bột nguyên liệu nhập khẩu (50% tỷ trọng giá thành sản xuất) kỳ vọng thấp hơn. Giá sữa bột nguyên liệu đã giảm 12% so với mức cao nhất trong tháng 12/2019 và đang có xu hướng tiếp tục giảm đến 2021. Công ty thường chốt các đơn hàng sữa nguyên liệu trước 3 tháng, vì vậy, chúng tôi cho rằng tác động tích cực của xu hướng giá nguyên liệu giảm sẽ phản ánh trong 3 quý cuối 2020.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
VNM (%)	-14%	-22%	-27%
VN-Index (%)	-2%	-8%	1%

Ngày cập nhật	18/06/2020
Thị giá	VND 115,200
Giá mục tiêu	VND 113,300
Upside	-1.6%
Bloomberg	VNM VN
Vốn hóa	VND 165,431 tỷ USD 7,100 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 95,000 VND 134,000
Giá trị giao dịch/ngày	VND 110 tỷ USD 4.7 triệu
FOL	100%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	58.79%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	56,318	59,523	63,160	67,154
EBIT	12,869	13,821	14,735	15,606
Lợi nhuận sau thuế	10,576	11,290	12,037	12,748
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	10,576	11,290	12,037	12,748
EPS (VND)	6,075	6,485	6,914	7,322
Tăng trưởng EPS (%)		6.8%	6.6%	5.9%
P/E (x)	18.8	17.6	16.5	15.6
EV/EBITDA (x)	14.2	13.3	12.4	11.6
Tỷ suất cổ tức (%)	3.07%	4.73%	4.73%	4.73%
P/B (x)	7.1	6.0	5.6	5.2
ROE (%)	37.8%	34.3%	34.3%	33.6%
Nợ/vốn chủ (%)	53.5%	51.8%	50.7%	53.1%

Nguồn: MBS Research

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	56,318	59,523	63,160	67,154
Giá vốn hàng bán	29,746	31,252	32,964	35,212
Lợi nhuận gộp	26,572	28,271	30,196	31,942
Doanh thu tài chính	760	838	748	897
Chi phí tài chính	118	115	122	130
Chi phí bán hàng và quản lý	14,390	15,220	16,137	17,158
Lợi nhuận trước thuế	12,817	13,766	14,677	15,544
Lợi nhuận sau thuế	10,576	11,290	12,037	12,748
Lợi nhuận ròng	10,598	11,313	12,062	12,774
Lợi ích cổ đông thiểu số	-22	-23	-25	-26

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	24,722	30,768	30,883	35,435
I. Tiền & tương đương tiền	2,665	8,620	8,142	12,041
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	12,436	12,436	12,436	12,436
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	4,503	4,759	5,050	5,370
IV. Hàng tồn kho	4,983	4,811	5,105	5,428
V. Tài sản ngắn hạn khác	134	142	151	160
Tài sản dài hạn	19,978	19,234	22,063	22,743
I. Các khoản Phải thu dài hạn	21	21	21	21
II. Tài sản cố định	16,043	15,298	18,128	18,807
1. Tài sản cố định hữu hình	14,894	14,149	16,979	17,658
2. Tài sản cố định vô hình	1,150	1,150	1,150	1,150
III. Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	944	944	944	944
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	60	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	3,071	3,071	3,071	3,071
Tổng tài sản	44,700	50,002	52,947	58,177
Nợ phải trả	14,958	17,069	17,806	20,184
I. Nợ ngắn hạn	14,433	16,543	17,280	19,658
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	9,081	10,038	11,668	13,456
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	5,351	6,505	5,613	6,203
II. Nợ dài hạn	526	526	526	526
1. Các khoản phải trả dài hạn	526	526	526	526
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	27,971	32,933	35,140	37,993
1. Vốn điều lệ	17,417	17,417	17,417	17,417
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,875	14,522	18,539	23,308
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	490	490	490	490
5. Nguồn vốn khác	2,189	503	-1,306	-3,222
Tổng nguồn vốn	44,700	50,002	52,947	58,177

Nguồn: MBS

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS	6,075	6,485	6,914	7,322
Giá trị sổ sách (BVPS)	16,060	18,909	20,176	21,814
P/E	18.8	17.6	16.5	15.6
P/B	7.1	6.0	5.6	5.2
P/S	3.6	3.4	3.2	3.1
Tỷ suất cổ tức	3.1%	4.7%	4.7%	4.7%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	47.2%	47.5%	47.8%	47.6%
Biên EBITDA	48.3%	48.7%	48.8%	48.7%
Biên lợi nhuận ròng	18.8%	19.0%	19.1%	19.0%
ROE	37.8%	34.3%	34.3%	33.6%
ROA	23.7%	22.6%	22.7%	21.9%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu		5.7%	6.1%	6.3%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế		7.4%	6.6%	5.9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		6.8%	6.6%	5.9%
Tăng trưởng EPS		6.8%	6.6%	5.9%
Tăng trưởng tài sản		11.9%	5.9%	9.9%
Tăng trưởng vốn chủ		17.7%	6.7%	8.1%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	171.3%	186.0%	178.7%	180.3%
Thanh toán nhanh	135.8%	156.0%	148.3%	151.8%
Nợ/Tài sản	12.0%	13.0%	10.6%	10.7%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	53.5%	51.8%	50.7%	53.1%
Khả năng thanh toán lãi vay	14.8	20.2	37.8	38.8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	12.5	12.5	12.5	12.5
Số ngày thu tiền bán hàng	29.2	29.2	29.2	29.2
Vòng quay hàng tồn kho	6.0	6.5	6.5	6.5
Số ngày tồn kho	61.1	56.2	56.5	56.3
Vòng quay các khoản phải trả	3.3	3.1	2.8	2.6
Số ngày phải trả	111.4	117.2	129.2	139.5

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	11,409	11,498	13,049	13,974
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(6,748)	(1,572)	(1,752)	(1,682)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(3,516)	(4,275)	(11,815)	(8,529)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1,146	5,651	(518)	3,763