

CTCP THƯƠNG MẠI VÀ ĐẦU TƯ VINATABA (HNX: VTJ)

Báo cáo lần đầu 28/07/2017

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	12.800
Tiềm năng tăng giá	75,3%
Cổ tức (VND)	8,5%

Thông tin cổ phiếu 28/07/2017

Giá hiện tại (VND)	7.300
Số lượng CP niêm yết	11.400.000
Số lượng CP lưu hành	11.400.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	95,76
Khoảng giá	7.900-12.800
% sở hữu nước ngoài	0,08%

Biến động giá 1 năm



Doanh nghiệp phân phối thuốc lá duy nhất trên sàn

- Nhu cầu tiêu thụ thuốc lá được dự báo tiếp tục ổn định
- Doanh nghiệp phân phối thuốc lá có bề dày kinh nghiệm và duy nhất niêm yết trên sàn chứng khoán
- Chuyển nhượng 3 tầng tòa nhà 83A Lý Thường Kiệt giúp tài chính công ty lành mạnh
- Triển vọng từ hoạt động phân phối sản phẩm thuốc lá mới
- **Hành động: MUA**

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu	1.001	464	487	776
LNTT	24	12	15	23
LNST	14,9	9,6	12,3	18,8
EPS (VND)	1.304	840	1.079	1.647
P/E (lần)	6,1	9,5	7,4	4,9

Nguồn: BCTC VTJ và MBS dự phóng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đối với cổ phiếu VTJ của CTCP Thương mại và Đầu tư Vinataba với mức giá mục tiêu **12.800 VND/cổ phiếu**, cao hơn **75,3%** so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Nhu cầu tiêu thụ thuốc lá được dự báo tiếp tục khả quan.** Chính phủ và các cơ quan quản lý thời gian gần đây đã có nhiều động thái đẩy mạnh công tác chống buôn lậu thuốc lá, điều này giúp các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh thuốc lá có một môi trường cạnh tranh lành mạnh và thuận lợi hơn.
- **VTJ là doanh nghiệp phân phối thuốc lá duy nhất trên sàn niêm yết.** Hiện tại trên sàn niêm yết chỉ có 3 doanh nghiệp trong ngành thuốc lá là CLC, NST và VTJ. Trong đó CLC là doanh nghiệp sản xuất bao bì, NST sản xuất nguyên liệu thuốc lá và VTJ là doanh nghiệp thương mại phân phối thuốc lá.
- **VTJ là nhà phân phối thuốc lá có bề dày kinh nghiệm** về phát triển sản phẩm và tổ chức phân phối, đã thành công với sản phẩm Saigon Silver trong điều kiện cạnh tranh thị trường gay gắt.
- **Chuyển nhượng mảng kinh doanh BĐS không hiệu quả giúp công ty có quỹ tiền mặt dồi dào.** Tháng 5 năm 2017, VTJ đã tiến hành chuyển nhượng quyền thuê dài hạn tầng 1,2,3 tòa nhà Phú Điền tại 83A Lý Thường Kiệt với tổng diện tích mặt sàn là 2.180 m2 cho công ty TNHH Phú Điền – Tranco, giá trị chuyển nhượng đạt 67,6 tỷ đồng.
- **Triển vọng từ hoạt động phân phối sản phẩm thuốc lá mới** Next Blue và Next Silver kể từ tháng 6 năm 2017 sẽ làm doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng trong năm 2018.
- **Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của VTJ trong năm 2018** lần lượt là 487 tỷ đồng và 12,3 tỷ đồng. Mức EPS forward năm 2018 ước đạt 1.079 VND/cp, tương ứng mức P/E là 9,6 lần, thấp hơn đáng kể mức P/E 16,3 của thị trường. Sản lượng và doanh thu của VTJ được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trở lại kể từ cuối 2018 khi các sản phẩm mới của công ty bao phủ thị trường.



Liên hệ

Trần Trọng Đức
Chuyên viên phân tích
Email: duc.trantrong@mbs.com.vn
Tel: +84 949 910 675

RỦI RO

Rủi ro chính sách

Thời gian qua, chính phủ đã tăng cường sử dụng biện pháp tăng giá và thuế để giảm tiêu thụ thuốc lá, ngăn chặn ảnh hưởng tiêu cực của thuốc lá (thuế suất thuế tiêu thụ đặc biệt đối với thuốc lá điều được dự kiến sẽ tăng lên 75% vào năm 2019); Phí đóng góp cho Quỹ Phòng chống tác hại Thuốc lá tiếp tục lộ trình tăng 2% vào 01/5/2019; Lộ trình giảm nồng độ Tar và Nicotine ngày càng chặt chẽ. Các quy định về hình ảnh bao bì hay cảnh báo tác hại cũng tác động không nhỏ đến hoạt động SXKD toàn ngành thuốc lá và tâm lý của người tiêu dùng.

Rủi ro từ thuốc lá lậu

Tình trạng buôn bán thuốc lá nhập lậu hiện vẫn rất phổ biến và ngày càng tinh vi, phức tạp có thể ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các Công ty Thuốc lá nội địa, trong đó có VTJ. Tình trạng buôn bán thuốc lá lậu sẽ tiếp tục bùng phát và lan rộng nếu các biện pháp kiểm soát của Nhà nước không được triển khai quyết liệt và đồng bộ trong dài hạn.

Rủi ro cạnh tranh

Ngày nay, các tập đoàn thuốc lá lớn trên thế giới liên tục đẩy mạnh xâm nhập thị trường nội địa theo tiến trình mở cửa, hội nhập kinh tế của Việt Nam. Ngoài ra, cạnh tranh trong ngành ngày càng lớn khi các sản phẩm thay thế thuốc lá truyền thống như thuốc lá điện tử, thuốc lá không khói, thuốc lá không có nicotin shisha,...ngày càng phát triển.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu

Công ty Cổ phần Thương mại và Đầu tư Vinataba (VTJ) được thành lập vào ngày 07/06/2007 với số vốn điều lệ ban đầu là 100 tỷ đồng. Trải qua nhiều lần thay đổi vốn điều lệ, cho đến nay số vốn thực góp là 114 tỷ đồng với các ngành nghề hoạt động chính:

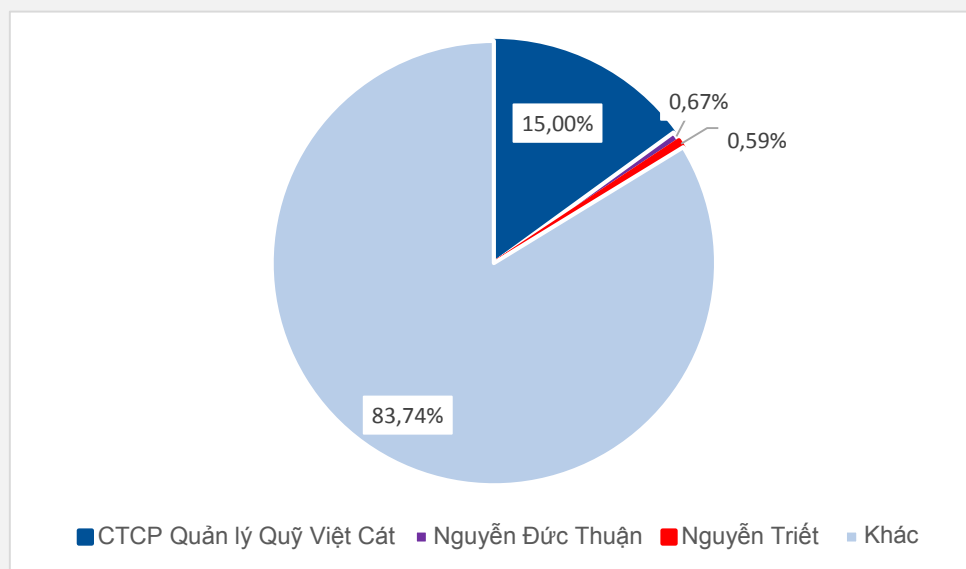
- Mua bán nguyên phụ liệu ngành thuốc lá
- Phân phối thuốc lá điều sản xuất trong nước.
- Kinh doanh Bất động sản, quyền sử dụng đất thuộc chủ sở hữu, chủ sử dụng hoặc đi thuê.

Mục tiêu của VTJ là phấn đấu trở thành một trong những Công ty hàng đầu về cung cấp nguyên phụ liệu thuốc lá, phân phối kinh doanh thuốc lá điều, đồng thời phát triển lĩnh vực kinh doanh bất động sản, đầu tư tài chính.

Cơ cấu cổ đông

Số lượng cổ phiếu lưu hành của VTJ là 11,4 triệu cổ phiếu. Cổ đông lớn nhất trước đây là Tổng công ty Thuốc lá Việt Nam(Vinataba) nắm 13.2% và cổ đông thứ 2 là CTCP Chứng khoán Nhất Việt nắm giữ 3.05%. Vào tháng 6/2016 và 11/2016, lần lượt Vinataba và chứng khoán Nhất Việt đã chính thức thoái toàn bộ cổ phần tại VTJ. Cho đến nay, CTCP Quản lý quỹ Việt Cát đã trở thành cổ đông lớn có tỷ lệ chi phối 15%. Các cổ đông có liên quan là ông Nguyễn Triết – chủ tịch HĐQT nắm giữ 0,59% và ông Nguyễn Đức Thuận – Thành viên HĐQT nắm giữ 0,67%. 83,74% cổ phần còn lại chủ yếu đang được nắm giữ bởi các cán bộ CNVC trong ngành thuốc lá và các cá nhân có liên quan.

Biểu 1 - Cơ cấu cổ đông (Đv: %)

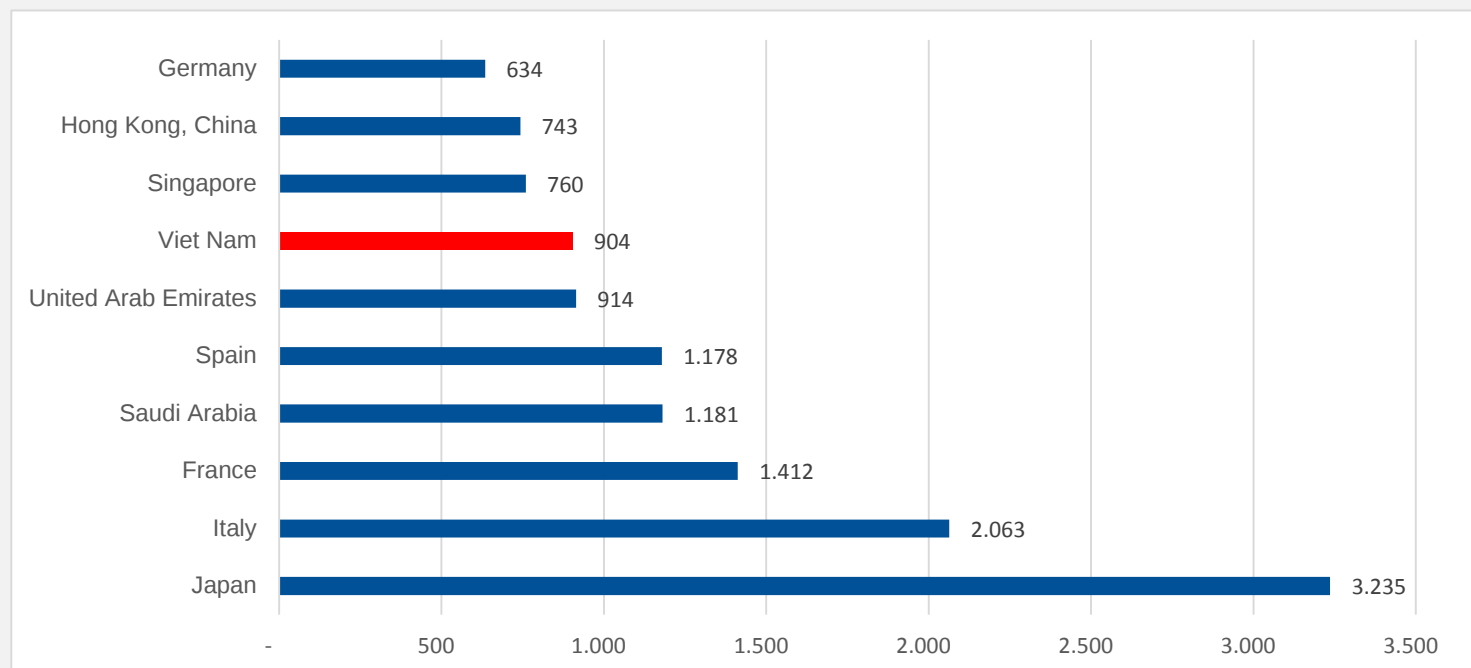


(Nguồn: VTJ)

TRIỂN VỌNG NGÀNH THUỐC LÁ VIỆT NAM

Việt Nam là một trong những nước có tỷ lệ nam giới hút thuốc lá cao nhất thế giới với 47,4% nam giới trưởng thành hút thuốc (Điều tra toàn cầu về sử dụng thuốc lá ở người trưởng thành - GATS-2010). Việt Nam cũng là nước tiêu thụ thuốc lá mạnh nhất trong khu vực Đông Nam Á. Mặc dù quy mô dân số Việt Nam chỉ đứng thứ 14 nhưng giá trị nhập khẩu thuốc lá lại xếp thứ 7 thế giới, đạt mức 904 triệu USD trong năm 2016.

Biểu 2 : TOP 10 Quốc gia nhập khẩu thuốc lá lớn nhất Thế giới 2016 (Đơn vị: triệu USD)



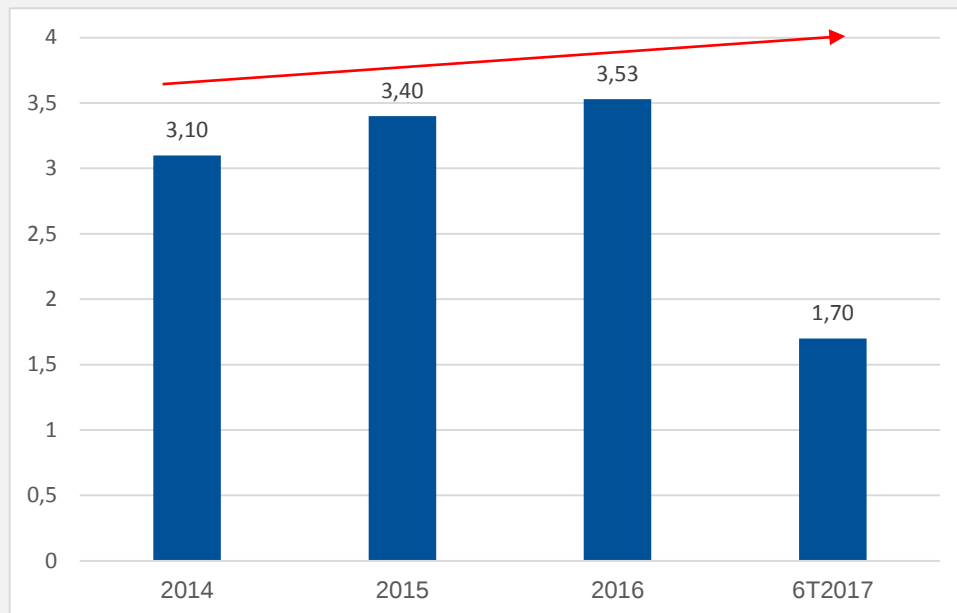
(Nguồn: ITC)

Cũng như các nước trên thế giới, thuốc lá là ngành gặp nhiều khó khăn do chính sách và sự cạnh tranh rất cao. Tại Việt Nam, ngành thuốc lá tiếp tục gặp nhiều khó khăn, thách thức trong những năm qua do chịu ảnh hưởng của Luật Phòng chống tác hại của Thuốc lá (PCTHTL). Việc tuyên truyền mạnh mẽ của Vinacosh, các cơ quan truyền thông về tác hại của thuốc lá tiếp tục tác động tâm lý người tiêu dùng.

Tuy nhiên, Chính phủ và các cơ quan quản lý cũng đã có nhiều động thái đẩy mạnh công tác chống buôn lậu thuốc lá. Ngoài Chỉ thị số 30/CT-TTg của Chính phủ về tăng cường công tác đấu tranh chống buôn lậu thuốc lá và Quyết định số 2371/2014/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc thực hiện tiêu hủy thuốc lá nhập lậu bị tịch thu, Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư số 19/2015/TT-BTC hướng dẫn về cơ chế huy động, quản lý, sử dụng nguồn kinh phí hỗ trợ công tác phòng, chống buôn lậu thuốc lá điều và chống sản xuất, buôn bán thuốc lá giả..., sản lượng thuốc lá lậu bước đầu đã có suy giảm, thị trường nội tiêu toàn ngành đã dần hồi phục và có tăng trưởng so cùng kỳ năm trước.

Theo thống kê của Euromonitor, năm 2015, Việt Nam sản xuất khoảng hơn 105 tỷ điều thuốc lá, tương đương gần 5 tỷ bao thuốc lá. Nếu tính giá trung bình khoảng 10,000 VNĐ/ bao, thị trường sản xuất trong nước đang có quy mô khoảng 2.2 tỷ đô la, trong đó 22% dành cho xuất khẩu.

Biểu 3 - Sản lượng tiêu thụ thuốc lá của Vinataba (tỷ bao)



(Nguồn: Vinataba)

Xét riêng đối với sản lượng tiêu thụ của Tổng công ty thuốc lá Việt Nam (Vinataba), chiếm khoảng 60% sản lượng tiêu thụ toàn thị trường, trong 3 năm kể từ 2014-2016, sản lượng tiêu thụ đã tăng 13,8% từ 3,1 tỷ bao năm 2014 lên 3,53 tỷ bao năm 2016. Dự kiến sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2017 với mức tăng trưởng khoảng 2%.

TRIỂN VỌNG TỪ SẢN PHẨM THUỐC LÁ MỚI

Năm 2015, VTJ bắt đầu phân phối nhãn thuốc Sài Gòn Bạc (Sai Gon Silver) dạng Demi Slim.

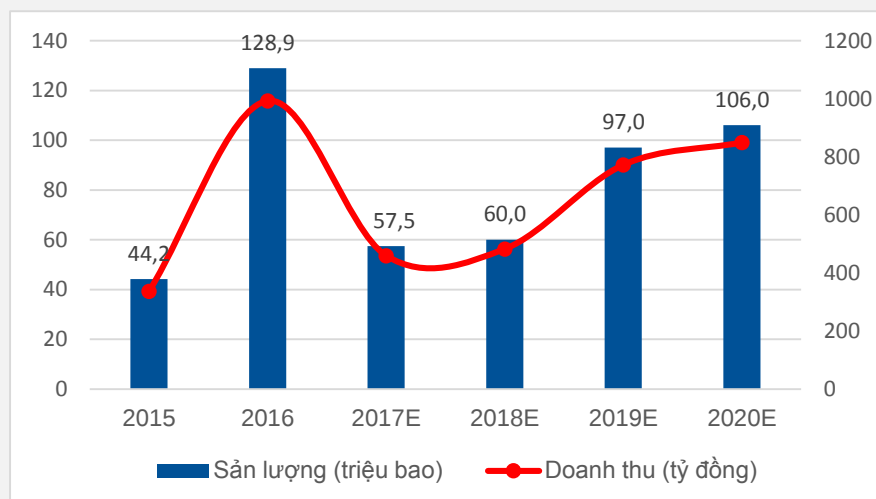


(Nguồn: Internet)

Đây là sản phẩm chủ chốt do chính VTJ phối hợp cùng công ty Thuốc lá Sài Gòn tạo ra công thức về phong cách và hương vị của thuốc. Công ty đã tích cực tham gia vào quá trình phát triển sản phẩm, định hình và điều chỉnh chất lượng sản phẩm. Khả năng tổ chức phân phối của VTJ cũng đóng vai trò quan trọng trong việc đưa Saigon Silver trở thành sản phẩm có tốc độ tăng trưởng cao nhất ngành thuốc lá trong những năm gần đây.

Trong năm 2015, doanh thu bán hàng tăng mạnh lên 337 tỷ đồng so với năm trước chỉ 21 tỷ đồng. Tình hình phân phối nhãn hàng trên tiếp tục khả quan trong năm 2016, doanh thu bán hàng tăng mạnh lên 1.000 tỷ đồng cho thấy sự thành công nhất định đối với thị trường siêu cạnh tranh như thuốc lá. Hợp đồng phân phối ký hàng năm và một trong những yếu tố để gia hạn hợp đồng là sản lượng phân phối hàng năm.

Biểu 5 – Sản lượng và doanh thu mảng thuốc lá của VTJ



(Nguồn: VTJ)

Tổng sản lượng mà VTJ phân phối trong năm 2016 là 128,9 triệu bao (trong đó gồm 127,4 triệu bao Saigon Silver và 1,5 triệu bao Thăng Long), doanh thu từ hoạt động phân phối này đạt gần 1.000 tỷ VND, tăng trưởng 194% so với năm 2015. Tuy nhiên, tới tháng 4/2017, Công ty Thuốc Lá Sài Gòn (TLSG) đã không tiếp tục ký hợp đồng phân phối độc quyền với VTJ nữa, thay vào đó TLSG sẽ là đơn vị sản xuất và kiêm luôn vai trò phân phối sản phẩm này. Do đó, mặc dù Q1/2017, công ty vẫn đạt doanh thu ấn tượng với mức 378,5 tỷ đồng, LNST đạt mức 7,9 tỷ đồng. Tuy nhiên trong quý 2 và 3, doanh thu và lợi nhuận của VTJ sẽ suy giảm mạnh.

Dự kiến trong quý 4/2017, doanh thu công ty có thể hồi phục nhờ bắt đầu phân phối các sản phẩm mới mà công ty đã có kế hoạch từ năm 2016 là Next Blue (dạng điếu nhỏ Super Slim) và Next Silver (gọi tắt là Cọp Bạc, dạng điếu Demi Slim). Đây là 2 dòng sản phẩm mà VTJ kết hợp cùng Tổng công ty công nghiệp thực phẩm Đồng Nai (Dofico) nghiên cứu và sản xuất. Hợp đồng ký kết thời hạn 5 năm kể từ 2017 và có điều khoản tiếp tục gia hạn. Trong đó VTJ chịu trách nhiệm nghiên cứu tạo ra phong cách, mùi vị và phân phối, Dofico là nhà sản xuất. 2 sản phẩm mới chủ lực của VTJ trong năm nay là thuốc lá điếu Next Blue và Next Silver, đây là 2 dòng sản phẩm với kiểu dáng và hương vị đặc trưng, cập nhật xu hướng giới trẻ.



Super Slim Next blue



Demi Slim Next Silver

(Nguồn: VTJ, Đại Lý Tại 12A Lý Nam Đế-Hà Nội)

VTJ có quan hệ chặt chẽ mạng lưới phân phối thuốc lá khắp cả nước, đặc biệt từ ở miền Trung và Miền Nam. VTJ đã từng phát triển thị trường, phân phối dòng sản phẩm thuốc lá SaiGon Silver tới hơn 40 đại lý cấp 1 ở các tỉnh từ miền Trung tới miền Nam. Với đội ngũ lãnh đạo rất am hiểu thị trường, đặc biệt có kinh nghiệm trong lĩnh vực phối chế và phân phối thuốc lá, phương pháp marketing, tạo thị trường hiệu quả với chi phí thấp, sản phẩm Next Blue và Next Silver được hứa hẹn sẽ thay thế tốt cho sản phẩm SaiGon Silver trong thời gian tới.

TRIỂN VỌNG TỪ CHUYỂN NHƯỢNG TÒA NHÀ 83A LÝ THƯỜNG KIỆT

Công ty có khoản đầu tư lớn nhất vào 7 tầng tòa nhà văn phòng 83A Lý Thường Kiệt, chủ đầu tư là Công ty CP Đầu tư xây dựng và thương mại Phú Điện. VTJ đang sở hữu dưới dạng hợp đồng thuê 47 năm, hiện còn 41 năm với chủ đầu tư. Giá trị ghi nhận trên báo cáo tài chính năm 2016 còn lại là 69,38 tỷ đồng. Thông tin tòa nhà:

- Tên tòa nhà: Phú Điện Tower
- Vị trí: số 83A phố Lý Thường Kiệt, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Cấu trúc tòa nhà: 17 tầng nổi, 1 tầng hầm, 1 sàn nâng tự động
- Thời gian đưa vào sử dụng: Quý II/2011
- Thời hạn sử dụng: năm 2057 (còn 41 năm)
- Độ cao trần: 2,5m.



(Nguồn: Internet)

Tòa nhà mới được đưa vào khai thác từ Quý II/2011, tuy nhiên thể hiện nhiều hạn chế:

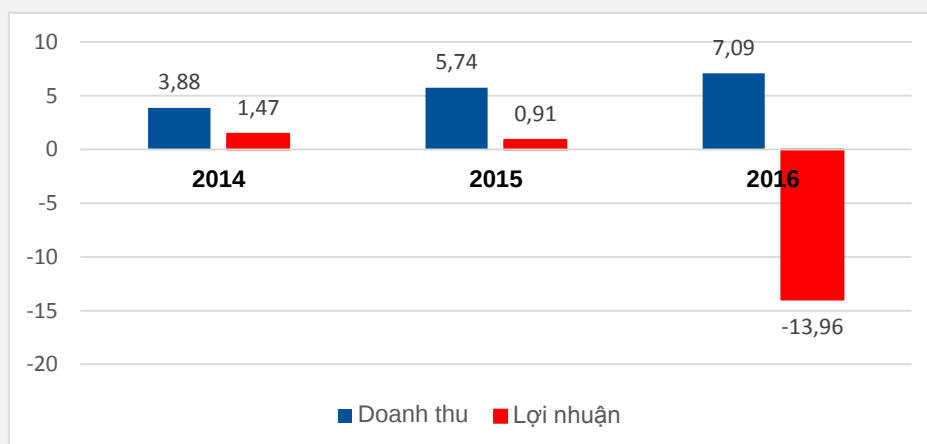
- Tầng hầm tòa nhà có diện tích khoảng 700 m2 chưa đáp ứng được nhu cầu đỗ xe của Khách thuê của 18 tầng, đặc biệt đối với chỗ để xe ô tô
- Tỷ trọng diện tích cho thuê/tổng diện tích sàn rất cao, dẫn tới tỷ trọng diện tích dịch vụ, công cộng và giao thông giảm, gây bất tiện cho người sử dụng
- Quy hoạch cây xanh của con đường hiện tại kèm theo đó là mặt tiền tòa nhà hẹp (12m) gây cản trở việc lưu thông xe cộ ra vào tòa nhà đồng thời cản trở tầm nhìn của các văn phòng tầng thấp hướng đường.

Biểu 6 – Thông tin chi tiết về tòa nhà văn phòng 83A Lý Thường Kiệt

STT	Vị trí tầng	Diện tích sử dụng (m2)	Diện tích xây dựng (m2)
1	Tầng 1	610	721
2	Tầng 2	610	721
3	Tầng 3	620	739
4	Tầng 4	616	736
5	Tầng 5	616	736
6	Tầng 6	616	736
7	Tầng 7	616	736
Tổng cộng		4.303	5.124

(Nguồn: VTJ)

Trong số 7 tầng của tòa nhà, VTJ đã cho thuê dài hạn 47 năm từ tầng 4-7, bên thuê là tổng công ty Vinataba. Tầng 1-3, công ty đang cho thuê trung và ngắn hạn. Theo thông tin chia sẻ từ doanh nghiệp, tầng 1-3 VTJ của tòa nhà cho thuê lại với tỷ lệ lấp đầy chỉ đạt 66%, trong đó riêng tầng 3 có thời gian dài để trống do không tìm được đối tác thuê. Hiệu quả kinh doanh của tòa nhà rất thấp, giá cho thuê chỉ khoảng 15\$/m2/tháng, tuy nhiên hàng tháng phải chi trả cho chủ đầu tư Phú Điền tiền quản lý dịch vụ là 7,7\$/ m2/tháng.

Biểu 7 – Doanh thu và lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng

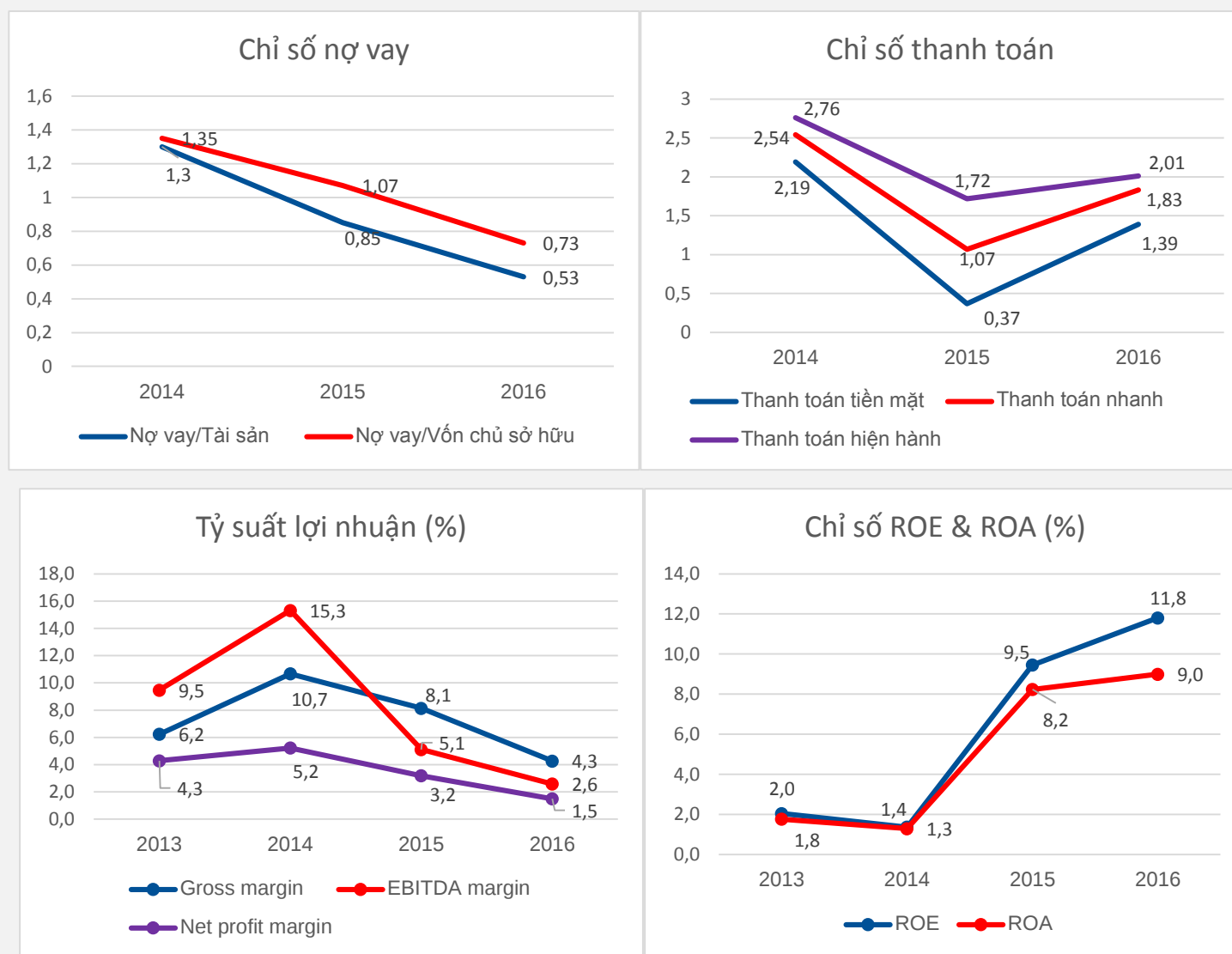
(Nguồn: BCTC VTJ)

Theo báo cáo tài chính 2015 ghi nhận doanh thu cho thuê văn phòng là 5,74 tỷ, nhưng do giá vốn lên tới 4,8 tỷ nên lợi nhuận chỉ đạt hơn 900 triệu đồng. Như vậy, hoạt động cho thuê văn phòng của VTJ trong 1 năm chỉ đạt tỷ suất lợi nhuận 1,16%/năm trên tổng vốn đầu tư ghi nhận là 86 tỷ. Năm 2016, lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng ghi nhận khoản lỗ 13,96 tỷ đồng do công ty đã chủ động tiến hành trích lập dự phòng 15,9 tỷ cho khoản đầu tư này. Việc kệt vốn vào tòa nhà Phú Điền khiến cho tình hình VTJ khó khăn tài chính trong thời gian qua.

Vào tháng 5/2017, VTJ đã chính thức ký hợp đồng chuyển nhượng quyền thuê dài hạn 3 tầng 1-3 cho chính chủ đầu tư của tòa nhà là Công ty TNHH Phú Điền Traenco, giá trị chuyển nhượng đạt 67,6 tỷ đồng. Việc chuyển nhượng quyền thuê này sẽ giúp VTJ có lượng tiền mặt dồi dào (tiền mặt + khoản phải thu từ hợp đồng chuyển nhượng ước tính khoảng 132,7 tỷ đồng/ vốn điều lệ 114 tỷ đồng). Khoản phải thu là bảo lãnh thanh toán của ngân hàng, do đó chắc chắn sẽ nhận được trước 31/12/2017), tài chính rất lành mạnh, tập trung đầu tư vào mảng kinh doanh thuốc lá sở trường trong thời gian tới.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Biểu 8 – Một số chỉ số tài chính cơ bản



(Nguồn: MBS tổng hợp)

VTJ có tình hình tài chính cải thiện tốt khi các chỉ số nợ vay giảm dần, cơ cấu nợ ở mức an toàn, nợ vay chiếm 0,53% tổng tài sản và 0,73% vốn chủ sở hữu. Các hệ số khả năng thanh toán năm 2015 của công ty đều giảm mạnh so với năm 2014 do khoản nợ ngắn hạn tăng. Khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tiền mặt thấp hơn nhiều so với khả năng thanh toán hiện hành tài sản ngắn hạn của công ty chủ yếu là khoản mục hàng tồn kho và khoản phải thu. Các hệ số khả năng thanh toán năm 2016 của VTJ đều cải thiện tốt trở lại so với năm 2015. Lợi nhuận trong năm 2015 và 2016 giúp ROE và ROA tăng mạnh.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết thúc quý 2 năm 2017, VTJ chỉ đạt doanh thu 4,2 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 118,9 triệu đồng, giảm mạnh so với năm 2016 do công ty đã chấm dứt phân phối sản phẩm thuốc lá Saigon Silver và mở đường cho sản phẩm mới Next blue và Next silver bắt đầu triển khai từ cuối quý 2. Lũy kế 6 tháng đầu năm, VTJ đạt 382,8 tỷ đồng doanh thu (+1,2% YoY) và 8 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-36,1% YoY). Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2017 của VTJ chỉ ở mức là 464 tỷ đồng, giảm 53,6% so với cùng kỳ 2016. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 9,6 tỷ đồng, giảm 35,5% so với năm 2016. Sản lượng và doanh thu của VTJ được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh kể từ năm 2018-2019 khi các sản phẩm mới của công ty bao phủ thị trường. Dự phóng VTJ sẽ đạt 487 tỷ đồng doanh thu và 12,3 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, EPS forward 2018 đạt 1.079.

Biểu 9 – Dự phóng Kết quả kinh doanh

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
Sản lượng tiêu thụ	Triệu bao	44,2	128,9	57,5	60,3	96,5
Giá vốn	Nghìn/bao	7.026	7.268	7.500	7.500	7.500
Giá bán	Nghìn/bao	7.632	7.705	8.000	8.000	8.000
Doanh thu	Tỷ VND	345	1.001	464	487	776
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	28,1	42,7	27,9	29,3	47,4
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ VND	14,9	23,7	12,0	15,4	23,5
Thuế thu nhập DN	Tỷ VND	3,9	8,9	2,4	3,1	4,7
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	11,0	14,9	9,6	12,3	18,8
EPS	Đồng	908	1.304	840	1.079	1.647

(Nguồn MBS dự phóng)

TỶ LỆ CỔ TỨC

Biểu 10 – Tỷ lệ cổ tức dự kiến

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Cổ tức dự kiến	8,5%	8,5%	10%	10%	10%

(Nguồn MBS dự phóng)

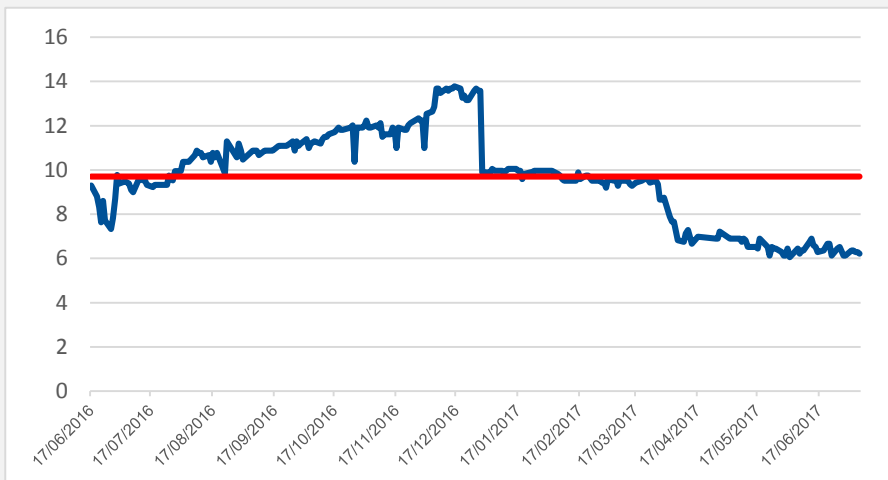
Kế hoạch cổ tức năm 2017 của doanh nghiệp là 8,5%. Kể từ năm 2019 tỷ lệ cổ tức có thể cao hơn khi VTJ gia tăng sản lượng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch cổ tức là khả thi nhờ dòng tiền tốt của doanh nghiệp.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp P/E

VTJ hiện đang giao dịch quanh mức 7.000 - 8.000 VND/CP. Thống kê giao dịch cổ phiếu VTJ cho thấy, mức P/E trong quá khứ tăng dần từ mức 7 lần lên mức 14 lần vào thời điểm cuối năm 2016 và đang giao động quanh mức 6 lần. Chỉ số P/E trung bình của VTJ ở mức 9,7 lần. Với EPS forward 2018 là 1.079 VND, giá mục tiêu xác định theo phương pháp P/E trung bình của VTJ là 10.400 VND.

Biểu 11 – Chỉ số P/E của VTJ trong quá khứ



(Nguồn Bloomberg)

Phương pháp NAV

Biểu 12 – Định giá NAV VTJ

Đơn vị: triệu đồng	Giá trị định giá
TÀI SẢN NGẮN HẠN	94.967
Tiền và tương đương tiền	65.878
Các khoản phải thu ngắn hạn	20.397
Hàng tồn kho	8.688
Tài sản ngắn hạn khác	4
TÀI SẢN DÀI HẠN	82.981
Các khoản phải thu dài hạn	15
Tài sản cố định	1.539
BĐS đầu tư	7.827
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	5.000
Tài sản dài hạn khác	67.600
TỔNG TÀI SẢN	176.948
NỢ PHẢI TRẢ	48.944
Giá trị VCSH hiện tại	129.792
Số lượng (triệu cp)	11,4
Định giá NAV (VNĐ)	11.228
Giá hiện tại (VNĐ)	8.100
Upside	38,6%

(Nguồn MBS)

Phương pháp FCFF

Áp dụng mức beta 0,75, lãi suất trái phiếu 6% và phần bù rủi ro vốn cổ phần là 12%.

Biểu 12: Định giá phương pháp FCFF

Đơn vị: Tỷ đồng	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	460	483	772	849	934	1028
EBIT	11	12	20	22	25	27
Thuế TNDN	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	0	0	0	0	0	0
(+) Thay đổi VLĐ ngoài tiền mặt	-10	0	3	1	1	1
FCFF	-1	10	19	19	21	23
WACC	15%					
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5	6
Hệ số chiết khấu	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,43
Giá trị hiện tại của dòng tiền	-1	8	13	11	10	75
Tổng PV (FCF)	98		Tỷ suất chiết khấu			
(+) Tiền và đầu tư	140		Beta			
(-) Nợ vay	0		Lãi suất trái phiếu			
			Phần bù rủi ro vốn CP			
Giá trị VCSH (Tỷ VND)	236		WACC			
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	30					
Giá trị cổ phần (VND)	20.726					

(Nguồn MBS)

Bảng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu VTJ là 20.700 VND.

Tổng hợp định giá**Biểu 13 – Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
NAV	50%	11.200 VND
P/E	30%	10.400 VND
FCFF	20%	20.700 VND
Tổng cộng		12.800 VND

Chúng tôi sử dụng ba phương pháp P/E, NAV và FCFF để ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu VTJ. Chúng tôi phân phối tỷ trọng 50% cho phương pháp định giá NAV, 30% cho phương pháp P/E và 20% cho phương pháp FCFF. **Từ ba phương pháp trên, mức giá mục tiêu cho cổ phiếu VTJ là 12.800 VND. Với mức EPS forward 2018 là 1.079 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 11,8 lần.**

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)

Cao su, Săm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

Lâm Trần Tấn Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hiieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

MBS Institutional sales

Nguyễn Thị Minh Phương (Phuong2.Nguyenminh@mbs.com.vn)

Trương Hoa Minh (Minh.TruongHoa@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.