

BSC RESEARCH

Trưởng phòng

Trần Thăng Long

longtt@bsc.com.vn

Nhóm thực hiện

Vũ Thu Hà

havl@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

Chu Tuấn Phong

phongct@bsc.com.vn

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

Upcom-Premium “Hàng hiệu” liệu có được margin

Việc đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước gắn với niềm yết đang dần làm thay đổi bộ mặt của thị trường Upcom. Một loạt các doanh nghiệp quy mô lớn, hoạt động kinh doanh tốt đã tham gia Upcom như VGG, VEF, VGC, NHN... Tính đến ngày 17/05/2016, đã có 293 doanh nghiệp niêm yết trên Upcom với tổng vốn hóa là 98 nghìn tỷ - bằng 77% về số lượng và 62% về vốn hóa so với HNX. Trong đó top 30 cổ phiếu vốn hóa lớn nhất đã chiếm đến 80% tổng giá trị vốn hóa của thị trường Upcom. Thị trường Upcom đã dần trở nên hấp dẫn với các mặt hàng chất lượng cao. Tuy nhiên, đã là “hàng hiệu” thì không phải lúc nào cũng dễ mua. Thanh khoản của các cổ phiếu trên Upcom vẫn còn ở mức thấp. Tổng giá trị giao dịch trên Upcom chỉ bằng 7% so với HNX¹, phần nào do cổ phiếu trên Upcom chưa được phép giao dịch ký quỹ. Tham khảo [Báo cáo Upcom Premium](#)

Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội đang xây dựng đề án về việc phân băng đối với các doanh nghiệp đăng ký giao dịch trên thị trường Upcom. Theo đó, căn cứ trên các tiêu chí dự kiến của HNX về quy mô, tình hình quản trị và kết quả hoạt động kinh doanh, 60-100 doanh nghiệp được xếp loại tốt hơn sẽ được lựa chọn vào một nhóm với tên dự kiến là “Upcom Premium”. Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội sẽ xem xét về việc cho phép một số mã trong nhóm Upcom Premium này được giao dịch ký quỹ. Như kỳ vọng từ đầu năm trong [Báo cáo triển vọng ngành 2016](#), chúng tôi đánh giá thanh khoản trên thị trường Upcom sẽ được cải thiện mạnh, và trở nên hấp dẫn với NĐT.

Upcom Top 30 Vốn hóa có gì hấp dẫn

Nhằm mục đích chuẩn bị trước cho nhà đầu tư quan tâm đến thị trường Upcom khi được giao dịch ký quỹ, chúng tôi đã thực hiện đánh giá nhanh 30 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất trên Upcom tính đến ngày 13/05/2016. Chúng tôi nhận thấy những doanh nghiệp đầu bảng của Upcom có quy mô và thanh khoản đang ở mức khá tốt so với nhiều cổ phiếu trên sàn HSX và HNX.

Xét theo phân ngành, các doanh nghiệp thuộc top 30 Upcom chủ yếu thuộc các ngành Điện và Thiết bị điện (GEX, VPD, TBD, ISH, ND2, GHC); Nước (DNW; TDM); Vật liệu xây dựng và khoáng sản (MSR, TVN, VGC, TIS, MTA), Bất động sản (NHN, SDI); Cảng (SGP, CND, PSP) và Dịch vụ hàng không (SAS, SGN, NCS). Bên cạnh đó còn có một số doanh nghiệp đầu ngành của các ngành Dệt May (VGG); Hội chợ triển lãm (VEF); Nhựa tiêu dùng (NNG)

Chúng tôi đánh giá trong top 30 Upcom, các doanh nghiệp khá phân hóa về triển vọng. Bên cạnh một số cổ phiếu đang được định giá ở mức tương đối cao so với tình hình tài chính hiện tại; do nhà đầu tư kỳ vọng nhiều vào sự tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai như DDV, VPD, HBI, TDM, VEF, MSR. Một số cổ phiếu đang được giao dịch ở mức giá tương đối hấp dẫn, thấp hơn giá trị sổ sách như NHN, SGP, MTA, ND2.

Chúng tôi cũng kỳ vọng một số doanh nghiệp có thể duy trì tình hình kinh doanh khả quan đi kèm với mức định giá khá hợp lý như VGC, GEX, VGG, SAS, VLC, SWC, ABI, WSB. Chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư một số doanh nghiệp có khả năng chuyển biến về kết quả kinh doanh như NNG, PSP và các doanh nghiệp thủy điện (GHC, ISH, ND2) khi El Niño kết thúc.

¹ Số liệu ngày 17/05/2016

VEF - CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam (Upcom)

Chuyên viên phân tích

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

Tại 13/5, VEF giao dịch với mức giá 75,800 VND/cp, tương đương P/E trailing = 1712.4x, P/B trailing = 7.4x.

VEF có hoạt động chính là tổ chức và cung cấp các dịch vụ trong lĩnh vực Hội chợ Triển lãm ở phạm vi quốc gia và quốc tế. Tổng diện tích khu đất là ~ 7 ha tại Giảng Võ, Hà Nội với 3 nhà trưng bày, tổng diện tích gần 10.000m², 3 phòng hội thảo và hệ thống cơ sở hạ tầng. VEF là trung tâm hội chợ triển lãm lớn nhất khu vực miền Bắc và được giao cho làm chủ đầu tư các dự án như Dự án Nhật Tân - Nội Bài, Dự án Mễ Trì và Dự án Giảng Võ.

Giai đoạn 2012-2015: Doanh thu tăng trưởng âm, bình quân -8.8%/năm, LNST cho cổ đông mẹ tăng trưởng bình quân 153.4%/năm.

Cơ cấu sở hữu: Hiện VIC sở hữu 83.3% VDL, Bộ Văn hóa Thể thao và Du lịch sở hữu 10% VDL.

VCSH tăng mạnh trong 2015 do do phát hành tăng vốn. Tổng tài sản vì vậy cũng tăng mạnh theo. VEF không vay nợ. Khả năng thanh toán tốt.

Doanh thu dự kiến 2016 là 84.8 tỷ đồng, trong đó 68.5 tỷ đồng là từ doanh thu hoạt động tài chính, 16.4 tỷ là từ bán hàng và cung cấp dịch vụ.

Sở hữu quỹ đất lớn, với 3 dự án trọng điểm trong thời gian tới: Dự án “Trung tâm hội chợ triển lãm quốc gia mới” tại Đông Anh, HN với diện tích 300 ha, tổng mức đầu tư 36,000 tỷ đồng. Nguồn vốn thực hiện dự án là từ khai thác quỹ đất tại 2 dự án thành phần tạo nguồn vốn là: Dự án “Tổ hợp TTTM dịch vụ và nhà ở tại 148 Giảng Võ, HN”, diện tích 68,380 m², tổng đầu tư 8,000 tỷ đ và dự án “Khu chức năng đô thị Nam Đại lộ Thăng Long”, diện tích ~ 37.1 ha, tổng đầu tư 8,000 tỷ đồng. Dự kiến sẽ thực hiện song song 3 dự án, với nguồn vốn từ phát hành cho cổ đông hiện hữu và vốn vay.

VEF	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động				
Doanh thu thuần (tỷ đ)	85.4	66.7	69.8	64.8
% tăng trưởng y-o-y		-21.9%	4.6%	-7.2%
LN sau thuế cho cổ đông mẹ	1.4	4.1	6.2	29.3
% tăng trưởng y-o-y		192.9%	51.2%	372.6%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	134	388	586	176
Lợi nhuận gộp biên	8.63	23.29	14.81	-0.28
ROS (%)	1.62%	6.19%	8.87%	45.32%
ROE	1.31%	3.8%	4.6%	3.1%
ROA	0.83%	2.5%	3.4%	3.0%
Chất lượng tài sản				
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,121	10,119	15,633	10,208
Tổng tài sản (tỷ đ)	166.6	160	204.9	1,716.8
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	105.9	107.1	165.4	1,700.7
CPLH bình quân (Triệu cp)	10.46	10.58	10.58	166.6
Sức mạnh tài chính (lần)				
Vốn vay/VCSH	0	0	0	0
TS dài hạn/ Tổng TS	1.56	1.48	32.02	3.45
Hệ số TT nhanh	2.44	3.27	3.76	65.25
Hệ số TT ngắn hạn	2.75	3.5	3.88	114.99
Năng lực HĐ				
Số ngày phải thu		32566.43	23.56	4040.56
Số ngày tồn kho		-	3.37	0.47
Số ngày phải trả		-	9.34	32.46
Vòng quay tiền mặt			17.59	4,008.57

MSR – CTCP Tài Nguyên Masan

Chuyên viên phân tích

Chu Tuấn Phong

Phongct@bsc.com.vn

Tại ngày 13/5/2016, MSR giao dịch tại mức giá 21,200 đồng/cp, tương đương với mức định giá P/E và P/B lần lượt ở mức 98x và 0.97x

MSR quản lý và khai thác mỏ Núi Pháo. Đây là mỏ lộ thiên nằm trên địa bàn tỉnh Thái Nguyên với trữ lượng Vonfram lớn (được đánh giá lớn thứ 2 trên thế giới). Nhà máy của MSR có công suất thiết kế 3.5 triệu tấn quặng/năm và sản xuất tinh quặng Đồng, tinh quặng Vonfram trọng lực, tinh quặng Flurspar cấp axit và bismuth tinh luyện. Hiện nay, Trung Quốc chiếm 55% nhu cầu Vonfram trên toàn thế giới, vì vậy tăng trưởng của MSR sẽ phụ thuộc lớn vào tình hình sản xuất công nghiệp, đặc biệt là các ngành sử dụng nguyên liệu đầu vào là Vonfram của Trung Quốc.

Doanh thu giảm mạnh do biến động giá hàng hóa. Mặc dù sản lượng Vonfram, đồng tăng lần lượt 24% và 31% so với cùng kỳ năm 2014, doanh thu 2015 vẫn giảm 10% yoy do giá nguyên liệu giảm mạnh. Giá trung bình APT Châu Âu năm 2015 đạt 217 USD/mtu giảm 38% so với giá trung bình năm 2014. Khi Trung Quốc chiếm khoảng 55% lượng tiêu thụ Vonfram trên toàn thế giới, việc nền kinh tế giảm tốc, chuyển hướng tăng trưởng từ xuất khẩu và công nghiệp sang tiêu dùng nội địa và dịch vụ sẽ tạo ra rủi ro lớn cho tiêu thụ vonfram trong tương lai.

Tỷ trọng vốn vay/VCSH lớn, lần lượt ở mức 1.22 và 1.29% trong 2 năm 2014 và 2015 trong đó chủ yếu là các khoản nợ vay ngắn hạn. Năm 2015, nợ vay ngắn hạn của MSR ở mức 2,530 tỷ đồng, chiếm 9.5% tổng nguồn vốn trong khi tiền và tương đương tiền chỉ đạt 372 tỷ. Điều này tạo áp lực lớn trả nợ vay đến hạn cho MSR.

Hàng tồn kho tăng mạnh, lên mức 1,084 tỷ (bằng 4% tổng tài sản), trong khi đó doanh thu giảm 10% làm số ngày tồn kho tăng mạnh lên 208 ngày. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là thành phẩm tồn kho (213 tỷ) và công cụ dụng cụ (548 tỷ). Điều này cho thấy có thể MSR đang gặp khó khăn trong việc tiêu thụ sản phẩm.

MSR	2014	2015
Hiệu quả hoạt động		
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2,946	2,665
% tăng trưởng y-o-y		-10%
LN sau thuế (tỷ đ)	36	84
% tăng trưởng y-o-y		137%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	66	216
Lợi nhuận gộp biên	26%	29%
ROS	1%	3%
ROE	1%	1%
ROA	0.14%	0.32%
Chất lượng tài sản		
Giá trị sổ sách (đ/cp)	22,415	21,750
Tổng tài sản (tỷ đ)	25,106	26,608
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	11,133	11,595
CPLH bình quân (Triệu cp)	703	703
Sức mạnh tài chính		
Vốn vay/VCSH	1.22	1.29
TS dài hạn/ Tổng TS	0.92	0.91
Hệ số TT nhanh	0.52	0.35
Hệ số TT ngắn hạn	0.77	0.63
Năng lực HĐ		
Số ngày phải thu	102	102.59
Số ngày tồn kho	20	208.94
Số ngày phải trả	304	197.88

Nguồn: BSC research,

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

NHN – CTCP Phát triển đô thị Nam Hà Nội

Ngày 13/05/2016, cổ phiếu NHN được giao dịch tại mức giá 30.000 đồng/cp, tương đương P/E là 7,55x và P/B là 0,84x.

Là công ty con của tập đoàn Vingroup, sở hữu quỹ đất lớn. VIC sở hữu 98,8% vốn điều lệ. NHN là chủ đầu tư các dự án Times City với tổng diện tích sàn xây dựng lên tới 2,2 triệu m², Vinhomes Times City – park Hill với 8 tòa căn hộ, tổng diện tích đất là 74.204 m², tổng diện tích đất xây dựng là 16.412 m² và Vinhomes Times City – Park Hill Premium gồm 4 tòa căn hộ, tổng diện tích đất là 25.063m². NHN đồng thời sở hữu hệ thống các shophouse, trung tâm thương mại, bệnh viện, trường học.

Tiêu thụ bất động sản nhanh, tiềm năng tăng trưởng doanh thu cao. DTT năm 2015 đạt 4.920 tỷ đồng (-17,29% yoy) do trong năm 2015, NHN bàn giao 26% số căn hộ còn lại của giai đoạn 1 Vinhomes Times City (1.625 căn, tương đương doanh thu là 3.929 tỷ đồng). Dù vậy, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng doanh thu của NHN trong thời gian tới, trên cơ sở: (1) số tiền người mua trả tiền trước cho các dự án bất động sản cao, đạt 7.960 tỷ đồng vào cuối năm 2015; (2) các dự án đã hoàn thành tiêu thụ tốt, với hàng tồn kho cuối năm 2015 chỉ còn là 86 tỷ đồng; (3) Việc hoàn thành và đưa vào bàn giao các căn hộ thuộc giai đoạn 2 Times City, Park Hill (dự kiến hoàn thành Q4/2016) và Park Hill Premium (dự kiến hoàn thành vào Q3/2017) thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của công ty.

Tài chính. Đòn bẩy tài chính cao, đạt 3,55x vào cuối năm 2015. Điểm tích cực là tỷ lệ này giảm từ mức 5,82x vào cuối năm 2014. Đáng chú ý, công ty có nhiều giao dịch nội bộ với các công ty trong tập đoàn Vingroup, bao gồm cả quan hệ đi vay và cho vay nội bộ. Hệ số thanh toán ngắn hạn và nhanh toán nhanh thấp, đạt lần lượt là 0,73x và 0,29x.

Kế hoạch KD 2016. DTT đạt 2.112 tỷ đồng (-57% yoy). LNST đạt 382 tỷ đồng (-52% yoy), tương đương EPS 2016 là 1.910 đồng/cp.

NHN	2014	2015
Quy mô		
Doanh thu thuần (tỷ đ)	5,949	4,920
% tăng trưởng y-o-y	-15%	-17%
Tổng tài sản (tỷ đ)	15,487	25,307
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	2,660	7,129
LN sau thuế (tỷ đ)	433	795
% tăng trưởng y-o-y	-61%	84%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	2,163	3,975
Giá trị sổ sách (đ/cp)	13,301	35,643
Cơ cấu vốn		
Vốn vay/VCSH	2.09	0.55
Tổng tài sản/VCSH	5.82	3.55
Cơ cấu tài sản		
TS dài hạn/ Tổng TS	54%	51%
TS ngắn hạn/Tổng TS	46%	49%
Khả năng thanh toán		
Hệ số TT nhanh	0.15	0.29
Hệ số TT ngắn hạn	0.68	0.73
Năng lực HĐ (ngày)		
Số ngày phải thu	6	9
Số ngày tồn kho	541	627
Số ngày phải trả	170	70
Khả năng sinh lời (%)		
Lợi nhuận gộp biên	27%	33%
ROS	7%	16%
ROE	15%	16%
ROA	3%	4%

Chuyên viên phân tích**Lê Thị Trang**

tranglt@bsc.com.vn

TVN - Tổng công ty Thép Việt Nam

Tại 13/5, TVN giao dịch tại mức giá 7,700 VND/cp, tương đương P/E trailing = 39.28x, P/B trailing = 0.77x. Nếu hoàn thành kế hoạch 2016, giá trị P/E forward đạt được là 37x, tương đối cao so với các DN cùng ngành (thường ở mức ~7x-8x).

TVN hoạt động với 6 đơn vị trực thuộc, 13 công ty con và 30 công ty liên kết. Sản phẩm chính của Công ty gồm phôi thép, thép xây dựng, thép cán dẹt. Hiện tại các doanh nghiệp trong hệ thống VNSTEEL cung cấp trên 50% nhu cầu thép xây dựng và khoảng 30% nhu cầu thép cán nguội trong nước.

Giai đoạn 2012-2015, Doanh thu tăng trưởng âm, bình quân -16.2%/năm. Sau 3 năm lỗ lớn, LNST 2015 của TVN đạt +132.9 tỷ đ. Biên LNG cũng cải thiện đáng kể từ mức ~5.2% lên 7%.

KQKD 2015: TVN đạt DTT hợp nhất là 17,094 tỷ đ (-32.3% yoy), biên LNG cải thiện từ 5.2% lên 7%, và LNST cho công ty mẹ đạt 132.9 tỷ đ (năm 2014, LNST là -42.02 tỷ đ). Mặc dù ngành thép gặp nhiều khó khăn khi giá thép liên tục giảm, thép nhập khẩu giá rẻ chiếm lĩnh thị trường, nguồn cung trong nước gia tăng do nhiều dự án mới đi vào hoạt động, kết quả hoạt động của công ty mẹ và các công ty thành viên tương đối tốt nhờ linh hoạt thực hiện nhiều giải pháp. Tuy nhiên do còn lỗ lũy kế -156.5 tỷ đ, TVN không chia cổ tức 2015.

Hoạt động tái cơ cấu năm 2015: TVN đưa 2 công ty thép là CT TNHH MTV đi vào hoạt động, thực hiện giải thể 2 DN, hoàn thành thoái vốn 3 DN (trong số 6 DN thực hiện xong thủ tục), thu về 420 tỷ đ.

Tổng tài sản tăng trưởng âm, bình quân -18.5%/năm. VCSH giảm từ 2012-2014 và tăng trở lại vào 2015 nhờ có lãi. Tuy nhiên, giá trị sổ sách vẫn thấp hơn 10,000 vnd/cp.

Tỷ trọng nợ vay giảm mạnh, từ mức 53% Nguồn vốn xuống còn 32% nguồn vốn.

Khả năng thanh toán kém: các chỉ số thanh toán ngắn hạn, thanh toán nhanh đều khá thấp hơn 1.

Năng lực hoạt động cải thiện trong 2015: Vòng quay tiền mặt giảm nhẹ nhờ số ngày phải thu và số ngày tồn kho giảm, dù số ngày phải trả cũng giảm nhẹ.

Kế hoạch sản xuất 2016: LNTT công ty mẹ kế hoạch là 141 tỷ đồng (+ 8.7% yoy). Giai đoạn 5 năm 2016-2020, TVN đặt mục tiêu doanh thu hợp nhất là 124,800 tỷ đồng, LNTT hợp nhất là 2,200 tỷ đồng.

Kế hoạch Tái cơ cấu 2016: Tiếp tục tìm kiếm đối tác chiến lược để giảm vốn nhà nước từ 93.9% xuống 51%. Dự kiến thoái vốn tại 9 DN, thoái 1 phần vốn tại 3 DN và giải thể 1 DN.

TVN	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động				
Doanh thu thuần (tỷ đ)	29,090	26,569.5	25,240.5	17,094.3
% tăng trưởng y-o-y		-8.7%	-5.0%	-32.3%
LNST của CĐ mẹ (tỷ đ)	-377.08	-255.12	-42.02	132.91
% tăng trưởng y-o-y		-32.3%	-83.5%	
EPS cuối kỳ (đ/cp)	(556)	(376)	(62)	196
Lợi nhuận gộp biên	5.04%	5.2%	5.28%	7.03%
ROS (%)	-1.18%	-1.29%	-0.31%	1.01%
ROE	-3.88%	-4.1%	-0.94%	2.39%
ROA		-1.1%	-0.2%	0.7%
Chất lượng tài sản				
Giá trị sổ sách (đ/cp)	9,418	9,048	9,123	9,956
Tổng tài sản (tỷ đ)	25,325	22,790	24,110	13,724
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	6,385.5	6,135.1	6,185.7	6,750
CPLH bình quân (Triệu cp)	678	678	678	678
Sức mạnh tài chính (lần)				
Vốn vay/VCSH	2.09	2	1.92	0.66
Vốn vay/TTS	0.53	0.54	0.49	0.32
TS dài hạn/ Tổng TS	0.6	0.67	0.63	0.64
Hệ số TT nhanh	0.41	0.34	0.35	0.51
Hệ số TT ngắn hạn	0.82	0.72	0.72	0.78
Năng lực HĐ				
Số ngày phải thu	31.9	25.91	38.58	34.76
Số ngày tồn kho	57.76	55.07	66.35	36.02
Số ngày phải trả	32.58	18.93	38.77	22.53
Vòng quay tiền mặt	57.08	62.05	66.16	48.25

Nguồn: BSC research

SDI - CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng

Chuyên viên phân tích

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

Tại 13/5, SDI giao dịch ở mức giá 39,000 VND/cp, tương đương P/E trailing = 8.72x, P/B trailing = 2.03x. Tiềm năng tăng trưởng từ dự án Vinhomes Green City khi mở bán vào Q4/2016

SDI là công ty thành viên của Tập đoàn Vingroup, với tỷ lệ sở hữu của VIC tại SDI hiện tại là 94% VDL và có kế hoạch nâng lên 99%. Mục tiêu thành lập SDI là để phát triển khu đô thị sinh thái Vinhomes Riverside với quy mô 183.6 ha tại quận Long Biên, Hà Nội. Bên cạnh đó, SDI sẽ nghiên cứu kế hoạch đầu tư vào các dự án bất động sản khác.

KQKD sụt giảm trong 2015 là do Phần lớn doanh thu và lợi nhuận tại dự án Vinhomes Riverside đã được ghi nhận trong 2013, 2014. Trong 2015, SDI chưa có dự án đủ điều kiện để ghi nhận doanh thu. Kết quả kinh doanh trong 2015 phần lớn đến từ các hoạt động phụ trợ như tư vấn bất động sản, dịch vụ nhà hàng, cho thuê bất động sản đầu tư,... và hoạt động kinh doanh tại khu Almaz.

Giá trị tài sản giảm dần, bình quân -21.6%/năm trong giai đoạn 2011-2015 do đặc thù KD BĐS, giá trị dự án chiếm phần lớn giá trị TS. Sau khi bán và ghi nhận doanh thu, TS sẽ giảm tương ứng.

VCSH giảm trong 2014, 2015 do SDI thực hiện trả cổ tức bằng tiền mặt với giá trị lớn. SDI chi trả 1000 tỷ đồng cổ tức bằng tiền mặt trong 2015.

Tỷ trọng vốn vay trong tổng nguồn vốn thấp và có xu hướng giảm mạnh.

Khả năng thanh toán tương đối tốt.

Năng lực hoạt động tốt: Năm 2012-2014, giai đoạn bán dự án, hoạt động bán hàng tương đối tốt, với số ngày phải thu và tồn kho giảm mạnh, số ngày phải trả tăng.

Năm 2015, chủ yếu là hoạt động khác, không phải bán hàng nên không đánh giá dựa trên các chỉ số này.

Tiềm năng tăng trưởng từ 2 dự án: SDI sở hữu 99% CTCP BDS Hồng Ngân, qua đó sở hữu thêm 2 dự án mới là DA “Khu chức năng đô thị Thành phố Xanh” (Vinhomes Green City) tại Cầu Diễn, Nam Từ Liêm, HN và dự án “Khu công viên và Hồ điều hòa” tại Cầu giấy và Nam Từ Liêm, Hà Nội. Dự án Vinhomes Green City đã khởi công đầu 2016 và dự kiến sẽ mở bán vào Q4/2016.

KQKD Q1/2016: DTT đạt 64.9 tỷ đồng (+88.7% qoq), LNST cho cổ đông công ty mẹ đạt 357.09 tỷ đ (+71% qoq), chủ yếu từ hoạt động tài chính.

SDI	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động				
Doanh thu thuần (tỷ đ)	3,501.8	5,019.1	8,088.6	381.1
% tăng trưởng y-o-y		43.3%	61.2%	-95.3%
LNST cho CĐ mẹ (tỷ đ)	309.7	1,159.9	1,418.4	536.9
% tăng trưởng y-o-y		274.5%	22.3%	-62.1%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	2,581	9,666	11,820	4,474
Lợi nhuận gộp biên	33.78	36.96	32.29	38.89
ROS (%)	8.85	23.11	17.54	141.07
ROE	18.98	41.49	50.12	23.07
ROA		9.8%	12.4%	6.8%
Chất lượng tài sản				
Giá trị sổ sách (đ/cp)	13,581	23,247	23,192	19,218
Tổng tài sản (tỷ đ)	11,179.3	12,607.7	10,328.6	5,390.2
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1629.6	2789.5	2783	2306
CPLH bình quân (Triệu cp)	119.996	119.996	119.996	119.996
Sức mạnh tài chính (lần)				
Vốn vay/VCSH	2.24	1.65	0.55	0.51
Vốn vay/TTS	0.33	0.37	0.15	0.22
TS dài hạn/ Tổng TS	0.5	0.41	0.67	0.27
Hệ số TT nhanh	0.46	0.32	0.47	0.96
Hệ số TT ngắn hạn	0.94	0.96	0.52	1.48
Năng lực HĐ				
Số ngày phải thu	133.6	65.2	37.7	1713.8
Số ngày tồn kho	448.8	565.9	21.2	2562.2
Số ngày phải trả	85.9	7.3	14.2	211.5
Vòng quay tiền mặt	496.50	623.80	44.70	4,064.50

Nguồn: BSC research

GEX - Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
lenbh@bsc.com.vn

Cổ phiếu GEX đang được giao dịch với mức giá 23,600đ/cp, tương ứng với P/E = 9.5 và P/B = 1.3. Kỳ vọng tăng trưởng trong cổ phiếu sẽ đến từ việc unlock các dự án bất động sản. Với giá trị BV thấp, các dự án bất động sản nếu được triển khai sẽ giúp công ty tăng trưởng mạnh, nâng cao EPS và mức định giá P/B.

Tổng CTCP Thiết bị Điện Việt Nam được thành lập từ năm 1990, là doanh nghiệp hàng đầu của Việt Nam trong lĩnh vực chế tạo Thiết bị đo điện. Các hoạt động chính của Gelex bao gồm: (i) sản xuất thiết bị điện, (ii) xây dựng và lắp đặt máy biến áp điện áp cao, (iii) kinh doanh bất động sản. Năm 2010 Gelex được cổ phần hóa và chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Bộ công thương vừa mới thoái vốn khỏi Gelex vào cuối 2015, và hiện tại CTCP Chứng khoán Bản Việt là cổ đông lớn duy nhất của công ty sở hữu 9.68%. Gelex có 7 công ty con là Công ty Thiết Bị điện (THIBIDI), Công ty Cổ phần Cấp điện Việt Nam (CADIVI), Công ty cổ phần Chế tạo điện cơ Hà Nội (HEM), Công ty Cổ phần Sản xuất và Thương mại EMIC (EPT), Công ty Cổ phần Khí cụ điện I (VINAKIP), Gelex Campuchia và Công ty Cổ phần Chế tạo Bơm Hải Dương (HPMC).

Khả năng sinh lời theo đà giảm, do mặt hàng chủ lực của công ty là công tơ cơ khí không còn được sử dụng trong mạng lưới điện từ 2016. Trong khi đó sản phẩm mới của công ty là công tơ điện tử chịu cạnh tranh cao trên thị trường. Xu hướng khả năng sinh lời giảm dần sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới

Chất lượng tài chính tốt và ổn định. Nợ vay ít và theo đà giảm. Công tác quản lý hàng tồn kho, và số ngày phải thu tốt. Công ty có khả năng tận dụng vốn lưu động tốt dần, và vòng quay vốn lưu động giảm mạnh từ 108 ngày năm 2012 xuống còn 73 ngày năm 2015

Kỳ vọng 2016 và các năm tới từ unlock giá trị các dự án BĐS, và cơ cấu cổ đông mới. Công ty đặt kế hoạch doanh thu công ty mẹ 1,400 tỷ đồng (+3.7%) và 235 tỷ đồng LN sau thuế (-6%)

- **Dự án Số 10, Trần Nguyên Hãn (10,000 m2) BV = 8 tỷ** hiện chưa được triển khai do chưa thành lập công ty pháp nhân, và các thủ tục xin quy hoạch kiến trúc chưa hoàn thành. Công ty dự kiến sẽ hoàn thành các thủ tục trong năm nay
- **Dự án 52 Lê Đại Hành (18,000 m2), giá BV = 246 tỷ** vừa được công ty điều chỉnh giấy phép đầu tư để cho phép khai thác thêm diện tích dư thừa. Hiện tại tòa nhà được lấp đầy 60%, dự kiến sẽ được các đơn vị thành viên và tổng công ty sử dụng thêm trước khi cho bên ngoài thuê lại
- **2016 linh hoạt hơn trong các công tác đầu tư**: GEX hiện đang đầu tư 682 tỷ vào 10 công ty con và công ty liên kết. Công tác đầu tư khá hiệu quả với mức ROI ước tính đạt 18.3% giai đoạn 2012-2015. Trong năm 2015, công ty đã không thể tăng lượng tiền đầu tư vào các công ty con/công ty liên kết do không được sự đồng ý của cổ đông lớn nhất là bộ Công Thương (đã thoái vốn 2015). Do vậy, trong năm 2016, GEX sẽ có những kế hoạch cụ thể hơn về việc đầu tư thêm hoặc thoái vốn ở các công ty con và công ty liên kết.

GEX	2011	2012	2013	2014	2015
Khả năng sinh lời					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	5,756	6,224	7,388	8,735	8,383
% tăng trưởng y-o-y		8.1%	18.7%	18.2%	-4.0%
LN sau thuế (tỷ đ)	383.3	482.9	411.6	448.2	456.0
% tăng trưởng y-o-y		26.0%	-14.8%	8.9%	1.7%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	2,738	3,449	2,940	3,202	2,942
Lợi nhuận gộp biên	16%	15%	14%	13%	13%
ROS	6.7%	7.8%	5.6%	5.1%	5.4%
ROE	20.4%	25.7%	19.8%	20.4%	15.2%
ROA	9.9%	10.5%	8.7%	8.7%	9.3%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	13,403	13,401	14,875	15,657	19,312
Tổng tài sản (tỷ đ)	3,866	4,581	4,737	5,149	4,918
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,876	1,876	2,083	2,192	2,993
Vốn điều lệ	1,400	1,400	1,400	1,400	1,550
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	36%	40%	38%	38%	17%
TS dài hạn/ Tổng TS	32%	32%	32%	33%	37%
Hệ số TT nhanh	96%	92%	92%	93%	112%
Hệ số TT ngắn hạn	174%	144%	155%	155%	172%
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu		49.6	49.9	39.7	41.1
Số ngày tồn kho		80.2	70.0	65.2	61.9
Số ngày phải trả		21.1	28.6	28.0	30.0
Vòng quay vốn lưu		108.7	91.2	76.9	73.0

Nguồn: GEX, BSC Research

SAS - Công ty TNHH MTV Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
lenbh@bsc.com.vn

SASCO đang được giao dịch với mức giá 27,500 đồng/cp, tương đương mức P/E là 308x và P/B = 2.7. Nếu loại trừ đột biến chi phí tài chính của SAS, P/E của công ty ở mức 15.1x.

Sasco (Công ty TNHH MTV Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất) được thành lập năm 1994, hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế và cung cấp dịch vụ tại sân bay. Công ty cổ phần hóa năm 2014 và hiện cổ đông lớn nhất là Tổng công ty cảng Hàng Không Việt Nam với 51% cổ phần. Hoạt động kinh doanh trung tâm thương mại SASCO Tân Sơn Nhất và kinh doanh hàng miễn thuế đem lại nguồn doanh thu chính cho Công ty.

Lợi nhuận 2015 sụt giảm mạnh do trích lập dự phòng phải thu khó đòi. Công ty đã trích lập 278.4 tỷ dự phòng phải thu khó đòi từ CT liên doanh cổ phần nhà việt, làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp đáng kể. Đây là một khoản chi phí 1 lần và sẽ không còn chịu ảnh hưởng trong 2016. Nếu loại trừ ảnh hưởng đột biến này, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh lõi của SASCO đạt 213.8 tỷ (+46.7%). Mức biên lợi nhuận gộp của công ty tăng tốt từ mức 30% lên 37% trong năm, nhờ một số các biện pháp cơ cấu lại sản phẩm hàng hóa kinh doanh chưa hiệu quả. Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ bị ảnh hưởng trong 2016 do việc quy định giá trần dịch vụ hàng hóa và ăn uống tại sân bay TSN làm giảm biên LNG của hoạt động này (chiếm 27% DT và 42% LN)

Năng lực hoạt động và năng lực tài chính ở mức tốt. Công ty không có nợ vay dài hạn và nợ vay chủ yếu là phục vụ vốn lưu động.

Hoạt động kinh doanh của công ty chịu ảnh hưởng lớn bởi sự cạnh tranh trong thị trường sân bay Tân Sơn Nhất. Thị trường cung cấp dịch vụ ở sân bay Tân Sơn Nhất cũng đang ở trạng thái bão hòa, cùng với các chính sách kiểm soát giá sẽ gây khó khăn cho công ty. SASCO lên kế hoạch 1977 tỷ đồng doanh thu (-0.9% yoy) và 180.8 tỷ LNTT (+114.4%). Nếu loại trừ đột biến trích lập tài chính năm 2015, lợi nhuận kế hoạch giảm mạnh 39.6%.

SAS	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động			
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2,008	2,040	1,996
% tăng trưởng y-o-y		1.6%	-2.2%
LN sau thuế (tỷ đ)	92	112	12
% tăng trưởng y-o-y		21.0%	-89.6%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	1,041	930	89
Lợi nhuận gộp biên	30%	30%	37%
ROS	4.6%	5.5%	0.6%
ROE	10.1%	8.5%	0.9%
ROA	5.9%	5.7%	0.6%
Chất lượng tài sản			
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,278	10,923	10,089
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,563	1,974	1,993
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	912	1,313	1,327
Vốn điều lệ	887	1,202	1,315
Sức mạnh tài chính			
Vốn vay/VCSH	0.12	0.50	0.50
TS dài hạn/ Tổng TS	0.39	0.57	0.47
Hệ số TT nhanh	1.11	0.91	1.20
Hệ số TT ngắn hạn	1.48	1.28	1.59
Năng lực HĐ			
Số ngày phải thu		29.52	30.86
Số ngày tồn kho		59.16	77.86
Số ngày phải trả		77.82	92.73
Vòng quay vốn lưu động		10.86	15.99

Nguồn: SAS, BSC Research

VGC – Tổng công ty Viglacera - CTCP

Chuyên viên phân tích

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

Định giá hấp dẫn: Với mức giá đóng cửa ngày 13/5 là 13,300 VND/cp, tương đương P/B F = 0.92x, P/E F = 8.3x. Đây là mức định giá tương đối hấp dẫn với 1 doanh nghiệp có tài sản tốt tạo dòng tiền ổn định, dẫn đầu trong lĩnh vực vật liệu xây dựng.

Hoạt động kinh doanh chủ yếu của VGC gồm: (i) Cho thuê KCN (~60% DTT) với quỹ đất lớn, vị trí đẹp và chi phí đầu tư thấp; và (ii) Sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng (cụ thể là: kính xây dựng, gạch ốp lát, sứ vệ sinh, sản phẩm đất sét nung) với năng lực sản xuất và thị phần tương đối lớn tại từng sản phẩm. VGC có 10 đơn vị thành viên, 21 công ty con và 6 công ty liên kết.

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh: Giai đoạn 2012-2015, Doanh thu tăng trưởng bình quân 11.1%/năm, LNST tăng trưởng bq 99%/năm nhờ kết quả mảng vật liệu xây dựng tăng trưởng tốt khi thị trường BĐS hồi phục. Nhờ vậy, các chỉ tiêu về ROS, ROE, ROA cải thiện rõ rệt.

Giá trị TS và VCSH tăng trưởng qua các năm, bình quân lần lượt là 3.3% và 40.2%/năm. **Tỷ trọng vốn vay giảm dần** từ mức 30% Nguồn vốn xuống còn ~20% Nguồn vốn. Tài sản dài hạn chiếm chủ yếu và tỷ trọng tăng dần, từ 50% lên 58% TTS.

Khả năng thanh toán ổn: Khả năng thanh toán ngắn hạn được cải thiện lên mức 1.04, tuy nhiên hệ số thanh toán nhanh còn thấp.

Năng lực hoạt động cải thiện rõ rệt khi vòng quay tiền mặt có xu hướng giảm mạnh. Số ngày tồn kho và số ngày phải thu đều có xu hướng giảm, trong khi Số ngày phải trả giảm với lượng ít hơn.

KQKD 2015 khả quan: DTT đạt 7,800 tỷ (+75% yoy), LNST 337 tỷ (+60% yoy), EPS ~ 1,270 đồng/cp. Động lực tăng trưởng đến từ mảng KCN, gạch ốp lát và gạch ngói khi các nhà máy hoạt động ở mức 100% công suất. Năm 2016 VGC đạt mục tiêu DT 8,800 tỷ (+12% yoy), LNST 424 tỷ (+25.8% yoy), cổ tức 7%.

Phát hành tăng vốn vào Q3, chuyển sang niêm yết trên sàn HNX: VGC dự kiến sẽ phát hành riêng lẻ khoảng 42.5 triệu cổ phiếu với giá 10.600 đồng/cp. Tổng số tiền thu được ~ 450 tỷ sẽ dùng để đầu tư cho KCN Phú Xá (170 tỷ), dây chuyền kính low-e (87 tỷ), nhà thu nhập thấp Đặng Xá và bổ sung vốn lưu động.

VGC không thuộc danh mục các công ty mà Nhà Nước phải nắm quyền chi phối, điều này mở ra cơ hội cho các nhà đầu tư nước ngoài hoặc trong nước có thể mua lại cổ phần của Bộ Xây Dựng và nắm quyền chi phối tại VGC. Theo lộ trình từ 2017-2020, sở hữu của Bộ Xây Dựng tại VGC sẽ giảm dần từ 91.49% về 51%.

VGC	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động				
Doanh thu thuần (tỷ đ)	5,696.2	6,090.6	8,008.7	7,819.9
% tăng trưởng y-o-y			31.5%	-2.4%
LNST cho CT mẹ (tỷ đ)	41.74	30.08	288.711	328.4
% tăng trưởng y-o-y			859.8%	13.7%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	376	271	1,092	1,242
Lợi nhuận gộp biên	17.62%	19.20%	19.87%	21.96%
ROS (%)	0.7%	0.5%	3.6%	5.2%
ROE	3.5%	2.5%	15.1%	11.1%
ROA	0.4%	0.3%	2.5%	2.8%
Chất lượng tài sản				
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,790	10,840	9,961	12,427
Tổng tài sản (tỷ đ)	10,567	11,217	12,220	11,663
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,199	1,201	2,635	3,302
CPLH bình quân (Triệu cp)	111.1	110.8	264.5	264.5
Sức mạnh tài chính (lần)				
Vốn vay/VCSH	2.50	2.63	0.95	0.68
Vốn vay/TTS	0.28	0.28	0.20	0.19
TS dài hạn/ Tổng TS	0.49	0.47	0.49	0.58
Hệ số TT nhanh	0.30	0.32	0.42	0.15
Hệ số TT ngắn hạn	0.83	0.95	1.10	1.04
Năng lực HĐ				
Số ngày phải thu	72.39	76.10	46.67	61.81
Số ngày tồn kho	237.41	263.35	212.13	179.3
Số ngày phải trả	81.84	85.04	69.87	65.1
Vòng quay tiền mặt	227.95	254.42	188.93	176.01

Nguồn: BSC research

SGP – CTCP Cảng Sài Gòn

Tại ngày 13/5/2016, SGP giao dịch tại mức giá 13,600 đồng/cp, tương đương với mức định giá P/E và P/B lần lượt ở mức 30.4x và 1.15x

Chuyên viên phân tích

Chu Tuấn Phong

Phongct@bsc.com.vn

SGP đang quản lý khai thác các cảng: Nhà Rong Khánh Hội, Tân Thuận, Xà Lan, Tân Thuận 2 và Phú Mỹ-Bà Rịa Vũng Tàu. Do chính sách quy hoạch của thành phố Hồ Chí Minh, SGP phải di dời cảng Nhà Rong Khánh Hội (cảng lớn nhất của SGP) nhường đất cho phát triển dân cư, đô thị. Cảng này sẽ được chuyển ra khai thác tại cảng Sài Gòn- Hiệp Phước đang trong quá trình xây dựng.

Tăng trưởng doanh thu. Doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 1.6%, thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng lưu lượng hàng hóa qua khu vực và cả nước (trên 10%). SGP cung cấp dịch vụ bốc xếp trên sông Sài Gòn tại cảng chính là Khánh Hội. Nhìn chung, hiệu quả khai thác tại cảng này không lớn do cạnh tranh lớn đến từ cảng Cát Lái CLL và chính sách di dời các cảng sâu trong khu vực nội thành của thành phố Hồ Chí Minh. Giữa năm 2016, cảng Khánh Hội sẽ được di dời dành đất cho xây dựng đô thị. Đồng thời trong năm 2016, SGP có kế hoạch hợp tác với TMS, VNF thuê khai thác tại cảng Hiệp Phước. Đây là cảng nằm ngoài cửa sông, nằm trong quy hoạch cảng của thành phố và được hưởng lợi lớn từ dự án kênh Soài Rạp của Thành Phố Hồ Chí Minh. Tiềm năng tăng trưởng của SGP sẽ phụ thuộc lớn vào kế hoạch di dời cảng Khánh Hội ra cảng Sài Gòn-Hiệp Phước.

Lợi nhuận gộp biên duy trì ở mức khá ổn định trong giai đoạn nghiên cứu, dao động quanh mức 31-32%, khá cao so với các cảng thuộc khu vực Sài Gòn, chỉ khoảng 10-15%.

Cơ cấu vốn không bền vững. tỷ trọng tài sản dài hạn (cầu cảng, kho bãi và các phụ tùng máy móc bốc dỡ) chiếm tỷ trọng lớn trong tổng TS (85% năm 2015), tuy nhiên tài sản này được tài trợ phần lớn từ nợ vay. Tỷ trọng nợ/VCSH năm 2015 đạt 1.45. Điều này cho thấy cơ cấu nguồn vốn chứa nhiều rủi ro.

SGP	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ)	1,036	927	942	1,073	1,126
% tăng trưởng y-o-y		-11%	2%	14%	5%
LN sau thuế (tỷ đ)	52	50	34	65	102
% tăng trưởng y-o-y		-4%	-31%	90%	56%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	493	443	235	482	447
Lợi nhuận gộp biên	28%	32%	34%	27%	34%
ROS	5%	5%	4%	6%	9%
ROE	5%	5%	2%	6%	8%
ROA	2%	2%	1%	2%	3%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	19,545	19,651	25,131	26,797	11,802
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,932	2,820	4,130	4,255	3,194
Vốn chủ sở hữu (tỷ)	1,019	1,043	2,170	2,221	1,306
CPLH bình quân	100	102	128	127	216
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	1.74	1.58	0.84	0.86	1.45
TS dài hạn/ Tổng TS	0.87	0.87	0.89	0.90	0.85
Hệ số TT nhanh	0.70	0.73	1.39	1.12	1.09
Hệ số TT ngắn hạn	0.79	0.78	1.47	1.17	1.13
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu	47.24	47.31	89.62	102	68.48
Số ngày tồn kho	19.18	14.57	13.80	20	6.72
Số ngày phải trả	123.90	151.64	90.25	304	118.92

Nguồn: BSC research,

Chuyên viên phân tích**Trần Thị Hồng Tươi**
tuoith@bsc.com.vn**VGG- Tổng CTCP May Việt Tiến****Ngày 13/05/2016, cổ phiếu VGG được giao dịch tại mức giá 63.900 đồng/cp, tương đương P/E là 10,50x, P/E FW là 11x và P/B là 2,21x.**

KQKD 2015 và kế hoạch kinh doanh 2016. DTT đạt 6.408 tỷ đồng vào năm 2015 (+17% yoy). LNST đạt 311 tỷ đồng (+5% yoy). Kết quả kinh doanh Q1/2016 khả quan, DTT đạt 1514 tỷ đồng (+18% yoy), LNST đạt 77 tỷ đồng (+15% yoy). Năm 2016, công ty đặt mục tiêu DTT tăng 6%, đạt 6.700 tỷ đồng, LNTT đạt 305 tỷ đồng (+1%) do điều chỉnh cách tính phí BHXH theo quy định mới làm tăng chi phí khoảng 50 tỷ đồng. Khi đó, EPS 2016 là 5.809 đồng/cp.

Doanh nghiệp xuất khẩu đầu ngành. Quy mô doanh thu lớn nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết, đạt 6.408 tỷ đồng. Doanh thu tăng trưởng nhanh, đạt trung bình 17% từ năm 2011-2015. Việt Tiến là doanh nghiệp xuất khẩu đầu ngành may Việt Nam liên tiếp các năm 2013-10T2015. Sản phẩm của công ty được xuất khẩu chủ yếu sang các thị trường Nhật Bản (31% kim ngạch xuất khẩu năm 2015), Hoa Kỳ (21%), EU (20%). Đối với thị trường nội địa, Việt Tiến sở hữu nhiều thương hiệu từ cao cấp, trung cấp và bình dân, đáp ứng đa dạng nhu cầu của người dân như Sanciaro, Manhattan, TT-up, Việt Tiến, Viettien, Smartcasual và Việt Long.

Tỷ trọng hàng FOB cao, chiếm 75% cơ cấu doanh thu trong khi đó, tỷ trọng này đối với các doanh nghiệp trong nước đạt trung bình là 15%. Điều này giúp công ty chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào và hưởng biên lợi nhuận gộp cao hơn từ FOB so với CMT. Đồng thời, Việt Tiến đang hướng tới xây dựng chuỗi liên kết, đáp ứng tiêu chuẩn từ sợi trở đi theo TPP hướng tới đón đầu lợi ích từ hiệp định thương mại tự do này (giảm thuế quan nhập khẩu vào Hoa Kỳ từ 17,5% xuống 0%).

Tài chính lành mạnh. Nợ vay thấp, công ty có tỷ lệ vay nợ/ vốn chủ sở hữu là 0.3x. Vốn chiếm dụng lớn. Các hệ số năng lực hoạt động, như vòng quay hàng tồn kho, vòng quay khoản phải thu, phải trả được duy trì ở mức thấp và ổn định, đạt lần lượt là 42 ngày, 47 ngày và 50 ngày trong năm 2015. Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh cao, đạt 499 tỷ đồng trong năm 2015.

Tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm cao. Tỷ lệ cổ tức đạt 30% bằng tiền mặt liên tiếp trong 3 năm liên tiếp từ 2013 - 2015. Tỷ lệ cổ tức 2016 dự kiến cao hơn 25%.

VGG	2012	2013	2014	2015	Q1 2016
Quy mô					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	3,897	4,831	5,482	6,408	1,514
% tăng trưởng y-o-y	15%	24%	13%	17%	18%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,942	2,457	2,909	3,380	3,327
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	547	670	805	1,000	1,217
LN sau thuế (tỷ đ)	164	237	297	311	77
% tăng trưởng y-o-y	-1%	45%	25%	5%	15%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	5,084	8,468	10,593	8,611	6.083*
Giá trị sổ sách (đ/cp)	19,525	23,915	28,742	35,698	28,968
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	0.19	0.39	0.43	0.30	0.08
Tổng tài sản/VCSH	3.55	3.67	3.61	3.38	2.73
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ Tổng TS	29%	23%	22%	21%	22%
TS ngắn hạn/Tổng TS	71%	77%	78%	79%	78%
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT nhanh	0.64	0.85	0.84	0.82	0.81
Hệ số TT ngắn hạn	1.05	1.22	1.23	1.21	1.24
Năng lực HĐ (ngày)					
Số ngày phải thu	23	32	47	47	27
Số ngày tồn kho	55	45	42	42	41
Số ngày phải trả	53	53	52	50	56
Khả năng sinh lời (%)					
Lợi nhuận gộp biên	13%	14%	13%	12%	13%
ROS	4%	5%	5%	5%	5%
ROE	32%	39%	40%	34%	31%
ROA	9%	11%	11%	10%	11%

Nguồn: BSC research

TIS - Công ty Cổ phần Gang thép Thái Nguyên

Chuyên viên phân tích

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

TIS được giao dịch với mức giá 5,600 VND/cp, tương đương P/E trailing 12m = 15.9, P/B trailing = 0.61. Nếu TIS đạt kế hoạch 150 tỷ sau thuế, P/E F sẽ ở mức 10.6x, vẫn ở mức tương đối cao so với các DN thép trong ngành.

Hoạt động SXKD chính: sản xuất và mua bán gang thép, là một trong năm công ty lớn nhất ngành thép, chiếm khoảng 12,5% thị trường miền Bắc. Hệ thống phân phối rộng với 5 chi nhánh tại Hà Nội, Quảng Ninh, Thanh Hóa, Nghệ An, Đà Nẵng và văn phòng đại diện tại thành phố Hồ Chí Minh.

Cổ đông lớn: Tổng công ty Thép sở hữu 42.11% và SCIC sở hữu 35.21% VDL của TIS.

KQKD cải thiện trong 2015: Sau 2 năm DT giảm và LNST âm, năm 2015 DTT của TIS đạt 7899 tỷ đ (+ 15% yoy) và LNST đạt 87.5 tỷ đ. Tính đến hết 2015, Lỗ lũy kế là -187 tỷ đồng nên sẽ không chia cổ tức. Ngành thép trong 2015 chịu cạnh tranh gay gắt từ hàng nhập khẩu Trung Quốc giá rẻ, lượng tồn kho nguyên liệu và thành phẩm ở mức cao. Tuy nhiên, nhu cầu thép trên thị trường tăng, đồng thời TIS chủ động giảm sản xuất phôi, tăng nhập phôi trên thị trường với giá thấp để sản xuất thép xây dựng, giúp kết quả khả quan hơn những năm trước. Lưu ý, tồn kho còn ở mức rất cao, gấp 1.5 lần so với cuối 2014.

Tổng tài sản tăng trưởng âm, bình quân -18.5%/năm.

VCSH giảm từ 2012-2014 và tăng trở lại vào 2015 nhờ có lãi. Tuy nhiên, giá trị sổ sách vẫn thấp hơn 10,000 vnd/cp.

Tỷ trọng nợ vay giảm mạnh, từ mức 53% Nguồn vốn xuống còn 32% nguồn vốn.

Khả năng thanh toán kém: các chỉ số thanh toán ngắn hạn, thanh toán nhanh đều khá thấp hơn 1.

Năng lực hoạt động cải thiện trong 2015: Vòng quay tiền mặt giảm nhẹ nhờ số ngày phải thu và số ngày tồn kho giảm, dù số ngày phải trả cũng giảm nhẹ.

Kế hoạch SXKD 2016: Doanh thu 7,519 tỷ đ (-4.8%), trong đó lượng tiêu thụ thép cán ~ 730,000 tấn, phôi thép 360,000 tấn...LNST ước đạt 150 tỷ đồng. **KQKD Q1 cải thiện:** DTT đạt 2244.7 tỷ đ (+28.7% qoq), LNST đạt 52.82 tỷ đ (cùng kì 2015 đạt -14.1 tỷ đ) nhờ hưởng lợi từ giá Quặng và chính sách bảo hộ của Chính phủ.

Dự án mở rộng Nhà máy gang thép Thái Nguyên: hiện tại đầu tư được ~4500 tỷ đ. Với việc tăng mức tổng đầu tư từ 3,843 tỷ đ lên 8,014 tỷ đ và mới đây lên 9,031 tỷ đ, dự án đang được đánh giá lại hiệu quả đầu tư và sẽ trình phương án với Thủ tướng vào T7/2016, trong đó có phương án dừng đầu tư và tách dự án

khởi hoạt động hiện tại của TIS. Dự án cũng được đề xuất nhiều ưu đãi về miễn giảm một số loại thuế, điều chỉnh thời gian vay và trả nợ.

TIS	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động				
Doanh thu thuần (tỷ đ)	7,940.5	7,460.4	6,848.2	7,899.3
% tăng trưởng y-o-y		-6.0%	-8.2%	15.3%
LNST cho CĐ mẹ (tỷ đ)	0.9	-288.4	-20.69	87.05
EPS cuối kỳ (đ/cp)	5	(1,567)	(112)	307
Lợi nhuận gộp biên	9.21%	8.24	7.73	6.94
ROS (%)	-0.01%	-3.87%	-1.15%	0.76%
ROE	0.04%	-15.41%	-4.36%	2.30%
ROA		-3.21%	-0.23%	0.85%
Chất lượng tài sản				
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10069	8948	9042	9154
Tổng tài sản (tỷ đ)	9,403	8,594	9,508	10,999
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,852.7	1,563.6	1,663.6	2,599.8
CPLH bình quân (Triệu cp)	184	184	184	284
Sức mạnh tài chính (lần)				
Vốn vay/TTS	0.68	0.65	0.61	0.62
TS dài hạn/ Tổng TS	0.69	0.79	0.72	0.64
Hệ số TT nhanh	0.26	0.19	0.27	0.37
Hệ số TT ngắn hạn	0.75	0.55	0.7	0.93
Năng lực HD				
Số ngày phải thu	33.7	16.72	49.36	23.3
Số ngày tồn kho	91.21	60.64	96.07	118.78
Số ngày phải trả	29.5	37.5	65.62	29.6
Vòng quay tiền mặt	95.41	39.86	79.81	112.48

Nguồn: BSC research

DNW- CTCP CẤP NƯỚC ĐỒNG NAI

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà

havt@bsc.com.vn

Tại ngày 13/05/2016, cổ phiếu DNW đang được giao dịch với mức giá VND17,200/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E=15.38 và P/B=1.32- mức tương đối cao so với trung bình thị trường.

CTCP Cấp nước Đồng Nai là công ty cung cấp nước sạch niêm yết có quy mô lớn nhất, chuyên cung cấp nước sạch cho khu vực Đồng Nai với tổng công suất cấp nước của toàn công ty là khoảng 300,000 m³/ngày. DNW nắm giữ vị trí thượng nguồn trong chuỗi cung cấp nước khu vực Đồng Nai, công ty sẽ thực hiện phân phối nước thông qua các công ty thành viên và các hệ thống nước sở hữu. Nhờ vậy công ty duy trì biên lợi nhuận cao hơn các công ty ở khâu trung nguồn và hạ nguồn.

Tốc độ tăng trưởng cao: trong giai đoạn 2013-2015, công ty đạt tốc độ tăng trưởng bình quân năm CAGR=22% đối với doanh thu và 64% đối với LNST. Năm 2014 công ty ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện lớn (140 tỷ) khiến lợi nhuận tăng đột biến trong khi năm 2015 công ty chỉ ghi nhận 45 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá. Nếu loại trừ chênh lệch tỷ giá, LNTT năm 2015 đạt 131 tỷ đồng, tăng 62% so với năm 2014. Quý 1/2016, DNW ghi nhận 210 tỷ đồng doanh thu và 29 tỷ đồng LNST, trong khi doanh thu tăng 9% thì LNST lại giảm 6% do chi phí bán hàng tăng mạnh.

Rủi ro tỷ giá do dư nợ ngoại tệ lớn: tính đến 31/3/2016, công ty có dư nợ bằng USD và JPY với tổng số là 1,215 tỷ đồng, tương ứng 54 triệu USD hoặc 6 tỷ JPY. Do đó, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi biến động 2 đồng tiền này. JPY đang trên đà tăng mạnh nên nhiều khả năng DNW sẽ ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá trong quý 2/2016.

Kế hoạch 2016 thấp: năm 2016 công ty đặt kế hoạch của công ty mẹ với 722 tỷ đồng doanh thu (+1y.o.y) và 85 tỷ đồng LNST (-18%y.o.y). Trong trường hợp loại trừ chênh lệch tỷ giá, chúng tôi nhận định đây là mức kế hoạch tương đối thấp về mặt lợi nhuận. DNW là doanh nghiệp phân phối nước thượng nguồn cho khu công nghiệp trọng điểm tại miền Nam nên tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp được kỳ vọng ở mức cao cùng với tốc độ lấp đầy và mở rộng khu công nghiệp.

Cổ tức thấp: doanh nghiệp dự kiến chia cổ tức 6% cho năm 2016 và 7% cho năm 2017.

DNW	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động			
Doanh thu thuần (tỷ đ)	553	678	831
% tăng trưởng y-o-y		22%	23%
LN sau thuế (tỷ đ)	51	173	139
% tăng trưởng y-o-y		237%	-20%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	1,085	1,512	1,118
Lợi nhuận gộp biên	22%	30%	35%
ROS	9%	26%	17%
ROE		21%	11%
ROA		6%	4%
Chất lượng tài sản			
Giá trị sổ sách (đ/cp)	16,064	10,829	13,055
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,557	3,049	3,272
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	526	1,108	1,330
CPLH bình quân (Triệu cp)	32	100	100
Sức mạnh tài chính			
Vốn vay/VCSH	2.31	1.09	1.21
TS dài hạn/ Tổng TS	0.84	0.87	0.83
Hệ số TT nhanh	1.54	0.88	1.09
Hệ số TT ngắn hạn	1.72	0.99	1.17
Năng lực HĐ			
Số ngày phải thu		40	37
Số ngày tồn kho		34	29
Số ngày phải trả		68	46

Nguồn: BSC research

Chuyên viên phân tích**Chu Tuấn Phong**

Phongct@bsc.com.vn

CDN – CTCP cảng Đà Nẵng**Tại ngày 13/5/2016, CDN giao dịch tại mức giá 24,800 đồng/cp, tương đương với mức định giá P/E và P/B lần lượt ở mức 13.09x và 2.06x**

CDN đang quản lý khai thác cảng Tiên Sa thuộc khu vực Đà Nẵng với công suất thiết kế khoảng 6.5 triệu tấn. Cảng Tiên Sa gồm 5 cầu bến, 4 dùng để khai thác hàng tổng hợp và 1 dùng khai thác container. Hiện tại CDN đang đầu tư xây dựng cảng Tiên Sa 2 nâng công suất khai thác container từ 330.000 TEU lên 735.000 TẾU.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh. Doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR bằng 9.8%, đạt 573 tỷ (+3%yoy), thấp hơn nhiều so với các cảng hoạt động tại khu vực Hải Phòng. Nguyên nhân cơ bản do tập quán hàng hải- tàu chở hàng vào Việt Nam đa số cập bến tại các cảng phía Bắc (khu vực Hải Phòng) và các cảng phía Nam như Cát Lái, cảng Sài Gòn- làm lượng hàng qua khu vực miền Trung chỉ chiếm khoảng 5-10% tổng lưu lượng hàng hóa qua Việt Nam.

Biên lợi nhuận gộp có xu hướng cải thiện tốt, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với một số cảng hoạt động hiệu quả như DVP, VSC, Nam Hải Đình Vũ. Năm 2015, BLNG tăng mạnh lên mức 35% so với mức 22% trong năm 2014. Trong cơ cấu hàng hóa khai thác, hàng container chiếm tỷ trọng nhỏ khoảng 40%, còn lại là hàng rời và tàu chở khách làm cho BLNG không được cao như các cảng chuyên hàng container. Trong tương lai, với việc xây dựng cảng Tiên Sa 2, tập trung khai thác hàng container, phần đầu đến 2018 tỷ trọng hàng rời khoảng 40%, BLNG có thể tiếp tục được cải thiện.

Các hệ số ROA, ROE cải thiện. Sau cổ phần hóa năm 2014, do việc đánh giá lại các tài sản thuộc sở hữu của Vinalines (quyền sử dụng đất), TTS của CDN tăng mạnh lên 1.011 tỷ (+28%yoy) và VCSH cũng tăng lên tương ứng. Tuy nhiên, ROE và ROA vẫn tăng lần lượt ở mức 13% và 7%, thể hiện việc kinh doanh khá hiệu quả của CDN.

Cơ cấu tài sản phù hợp với đặc điểm hoạt động kinh doanh, phải đầu tư lớn vào xây dựng cầu cảng và hệ thống kho bãi. Nhờ thanh toán hầu hết các khoản nợ trong năm 2013, hệ số nợ/VCSH đã giảm đi đáng kể từ 1.02 năm 2012 xuống chỉ còn 0.22 năm 2015, giúp CDN chịu ít tác động của các yếu tố ngoại sinh (lãi vay và tỷ giá). Tuy nhiên với việc xây dựng Tiên Sa 2, mua sắm thiết bị và đầu tư kho bãi, CDN có thể phải tăng tỷ lệ vay nợ trong tương lai.

Sức khỏe tài chính cải thiện tốt. Trong thời kỳ phân tích, các hệ số đánh giá thanh khoản của CDN đều ở mức trên 1. Đặc biệt năm 2015, một năm sau cổ phần hóa,

thanh toán nhanh và thanh toán hiện thời đạt lần lượt 4.76 và 4.86. Điều này cho thấy tình hình tài chính của CDN khá bền vững và an toàn.

CDN	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	359	413	471	556	574
% tăng trưởng y-o-y		15%	14%	18%	3%
LN sau thuế (tỷ đ)	8	20	52	70	131
% tăng trưởng y-o-y		135%	162%	35%	87%
EPS cuối kỳ (đ/cp)				555	1,894
Lợi nhuận gộp biên	28%	20%	18%	22%	35%
ROS	2%	5%	11%	19%	23%
ROE	4%	8%	10%	13%	16%
ROA	2%	4%	7%	6924%	13%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)					12,011
Tổng tài sản (tỷ đ)	500	506	788	1,011	994
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	233	241	493	699	816
CPLH bình quân (Triệu cp)				66	66
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	1.11	1.02	0.53	0.39	0.22
TS dài hạn/ Tổng TS	0.73	0.59	0.65	0.66	0.52
Hệ số TT nhanh	1.56	2.11	1.87	1.78	4.76
Hệ số TT ngắn hạn	1.65	2.18	1.91	1.85	4.86
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu	48.53	42.60	85.92	102	51.95
Số ngày tồn kho	10.52	6.81	5.23	20	9.49
Số ngày phải trả	65.80	71.58	102.99	304	54.25

Nguồn: BSC research,

Chuyên viên phân tích**Vũ Thu Hà**
havt@bsc.com.vn**DDV- CTCP DAP- VINACHEM (Upcom)**

Cổ phiếu DDV hiện đang được giao dịch với mức P/E khoảng hơn 20 lần và P/B= 0.89. Do lợi nhuận thấp nên P/E của doanh nghiệp đang ở mức cao nhất của ngành trong khi P/B lại ở mức thấp nhất. Với tỷ lệ cổ tức dự kiến là 4.5% cho năm 2015 và 6% cho năm 2016, cổ phiếu DDV sẽ có mức lợi tức tương ứng là 4.68% và 6.25%.

DDV là đơn vị quản lý, vận hành và kinh doanh nhà máy DAP Đình Vũ với công suất 330 nghìn tấn/năm- là một trong 2 nhà máy duy nhất sản xuất DAP tại Việt Nam, chiếm 50% nguồn cung DAP nội địa và chiếm 30% thị phần phân bón DAP ở Việt Nam.

Kết quả kinh doanh quý 1/2016 giảm mạnh: trong quý 1/2016, DDV ghi nhận 114 tỷ đồng doanh thu thuần là ghi nhận lỗ 37 tỷ đồng trong khi cùng kỳ ghi nhận 506 tỷ đồng doanh thu và 532 triệu đồng lợi nhuận. Sản lượng tiêu thụ trong quý 1/2016 đã giảm 77% cùng với việc giá bán giảm 7% so với cùng kỳ.

Khả năng thanh toán ngắn hạn kém do năng lực bán hàng giảm sút: hàng tồn kho chiếm đến 26% tổng tài sản của doanh nghiệp và số ngày tồn kho lên đến 105 ngày. Do đó tỷ trọng tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp cao hơn các doanh nghiệp sản xuất khác mặc dù tài sản cố định mới đầu tư, khấu hao không đáng kể. Đồng thời, khả năng thanh toán nhanh của doanh nghiệp cũng rất thấp. Trong cơ cấu hàng tồn kho của doanh nghiệp, thành phẩm và hàng gửi bán chiếm khoảng 50% và nguyên vật liệu chiếm khoảng 40%, còn lại là công cụ dụng cụ. Đồng thời tỷ trọng thành phẩm và hàng gửi đi bán đang tăng lên từ 47% trong năm 2012 lên 62% trong năm 2015. Điều này thể hiện năng lực bán hàng của doanh nghiệp đang giảm sút.

Áp lực cạnh tranh tăng lên: nhà máy DAP Lào Cai bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 11/2015 với công suất 330 nghìn tấn DAP/năm-. Mặc dù cùng thuộc tập đoàn Vinachem nhưng việc cạnh tranh giữa 2 nhà máy là không thể tránh khỏi. Đồng thời lượng phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc tăng mạnh với giá thành sản xuất thấp gây áp lực lên các nhà sản xuất phân bón trong nước

DDV sở hữu cơ cấu cổ đông khá đậm đặc với công ty mẹ là Vinachem chiếm 64%, cổ đông lớn QBS cũng là khách hàng và nhà cung cấp chính của công ty chiếm 15%.

DDV	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2,361	3,170	2,061	2,995	2,540
% tăng trưởng y-o-y		34%	-35%	45%	-15%
LN sau thuế (tỷ đ)	329	291	0	4	49
% tăng trưởng y-o-y		-12%	-100%	1495%	1104%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	5,484	4,190	4	60	337
Lợi nhuận gộp biên	19%	16%	6%	7%	12%
ROS	14%	9%	0%	0%	2%
ROE		30%	0%	0%	3%
ROA		10%	0%	0%	2%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	14,805	15,463	12,679	21,281	10,337
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,701	3,034	2,980	3,051	3,032
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	888	1,075	871	1,461	1,510
CP bình quân (Triệu cp)	60	69	69	69	146
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	0.07	1.20	1.80	0.80	0.78
TS dài hạn/ Tổng TS	0.66	0.53	0.50	0.63	0.59
Hệ số TT nhanh	0.10	0.50	0.22	0.47	0.39
Hệ số TT ngắn hạn	0.51	1.21	1.03	0.92	0.94
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu		32	56	38	60
Số ngày tồn kho		108	190	113	105
Số ngày phải trả		49	64	62	45

Nguồn: BSC research

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

VLC- TCT Chăn nuôi Việt Nam – CTCP

Ngày 13/05/2016, cổ phiếu VLC được giao dịch tại mức giá 19.300 đồng/cp, tương đương P/E là 11,42x và P/B là 1,02x.

KQKD khả quan. Hoạt động kinh doanh chính của VLC là chăn nuôi lợn (công ty mẹ), chăn nuôi bò sữa và chế biến sản phẩm từ sữa (CTCP Giống bò sữa Mộc Châu), giết mổ, chế biến sản phẩm từ gia súc gia cầm. DTT năm 2015 đạt 2.640 tỷ đồng (+6% yoy), trong đó, doanh thu từ sữa và sản phẩm sữa là 1.942 tỷ đồng, chiếm 70% doanh thu. 3 tháng đầu năm 2016, doanh thu thuần đạt 606 tỷ đồng (+16% yoy), LNST đạt 26 tỷ đồng (+32% yoy) nhờ (1) tăng trưởng mảng chế biến sữa; (2) giá bán thực phẩm tăng trong các tháng đầu năm.

Là công ty mẹ, sở hữu 51% công ty CTCP giống bò sữa Mộc Châu với các thương hiệu sữa Mộc Châu. Năm 2015, doanh thu của CTCP giống bò sữa Mộc Châu đạt 2.229 tỷ đồng, LNST đạt 190 tỷ đồng, tương đương biên LNST là 8,5%. CTCP giống bò Mộc Châu đóng góp lần lượt là 47 tỷ đồng và 20 tỷ đồng cổ tức cho công ty mẹ VLC trong năm 2015 và quý 1/2016. Kết quả kinh doanh của CTCP giống bò sữa Mộc Châu đóng góp tích cực vào doanh thu, lợi nhuận trong kỳ của VLC.

Tài chính lành mạnh. Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh cao, đạt lần lượt là 200 tỷ đồng và 259 tỷ đồng trong năm 2014 và 2015. Tiền và tương đương tiền lớn (651 tỷ đồng, chiếm 44% tổng tài sản), phải thu và hàng tồn kho thấp. Công ty gần như không có nợ vay ngân hàng. Khả năng thanh toán cao, hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh đạt lần lượt là 3,68x và 2,67x.

Bộ NN&PTNT thoái vốn. Bộ NN&PTNT sở hữu 48.960.000 cp VLC tương đương 59% vốn điều lệ. Trong đó, 23.719.600 cổ phần (37,59%) đã được bán đấu giá thành công với giá đấu giá từ 14.200-20.000 đồng/cp. Đồng thời, 40% còn lại (25.240.400 cp) đã được phê duyệt bán cho CTCP Thương Xuân.

VLC	2014	2015	Q1 2016
Quy mô			
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2.493	2.640	606
% tăng trưởng y-o-y	87%	6%	16%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1.371	1.454	1.488
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1.082	1.171	1.196
LN sau thuế (tỷ đ)	64	100	26
% tăng trưởng y-o-y	111%	57%	32%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	1.013	1.589	1.690*
Giá trị sổ sách (đ/cp)	17,151	18,560	18,952
Cơ cấu vốn			
Vay/VCSH	0.03	0.02	0.01
Tổng tài sản/VCSH	1.27	1.24	1.24
Cơ cấu tài sản			
TS dài hạn/ Tổng TS	35%	31%	30%
TS ngắn hạn/Tổng TS	65%	69%	70%
Khả năng thanh toán			
Hệ số TT nhanh	2.04	2.62	2.67
Hệ số TT ngắn hạn	3.14	3.64	3.68
Năng lực HĐ (ngày)			
Số ngày phải thu	8	10	7
Số ngày tồn kho	59	47	47
Số ngày phải trả	16	15	11
Khả năng sinh lời (%)			
Lợi nhuận gộp biên	11%	14%	18%
ROS	3%	4%	4%
ROE	7%	9%	9%
ROA	5%	7%	7%

Nguồn: VLC, BSC research, *: lũy kế 12 tháng

SGN - CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
lenbh@bsc.com.vn

SGN hiện đang giao dịch với mức giá 86,000 VND/cp, tương đương với P/E = 15.96x và P/B= 5x. Mức định giá cao đã phản ánh những yếu tố tốt trong cơ cấu tài sản và triển vọng kinh doanh của SGN.

Công ty Cổ phần Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (SGN), tiền thân là trung tâm Dịch vụ Hàng không, là đơn vị thành viên của Cụm Cảng Hàng không Việt Nam. SGN chiếm hơn 50% thị phần cung cấp dịch vụ mặt đất tại Cảng Hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất và là đơn vị đầu tiên của Việt Nam có khả năng phục vụ hàng hóa trọng tải lên đến 32 tấn/ kiện.

Hiệu quả hoạt động tốt: Năm 2015 là năm đầu tiên SGN hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Công ty đã đạt mức tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận tốt, nhờ có thêm 5 khách hàng mới trong năm 2015. Trong năm thị phần của SGN tại sân bay TSN là 51%, với việc phục vụ trọn gói 27/53 hãng hàng không. Ngày 1/5/2015, chi nhánh Đà Nẵng chính thức hoạt động cũng góp phần giúp công ty có được sức tăng trưởng tốt. Các mức biên lợi nhuận và các hệ số ROA, ROE của doanh nghiệp đều ở mức rất cao.

Tình hình tài chính lành mạnh. SGN không có vốn vay ngắn và dài hạn, mà chỉ có các khoản vay cung cấp cho vốn điều lệ. Các hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán ngắn hạn đều ở mức trên 1x.

Năng lực hoạt động của doanh nghiệp cũng nâng cao trong 2015. Công ty đã tận dụng được nguồn vốn lưu động tốt: giảm số ngày phải thu và tồn kho, trong khi tăng số ngày phải trả.

Kế hoạch 2016: Trong năm 2016, công ty đặt kế hoạch 685 tỷ doanh thu (+14.3% yoy) và 115 tỷ LNST (+36% yoy). Mức cổ tức dự kiến chi trả là 18%.

SGN	2014	2015
Hiệu quả hoạt động		
Doanh thu thuần (tr đ)	472.876	598.937
% tăng trưởng v-o-v		26.7%
LN sau thuế	75.781	86.664
% tăng trưởng v-o-v		14.4%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	5.393	6.168
Lợi nhuận gộp biên	30%	37%
ROS	16.0%	14.5%
ROE	53.9%	41.5%
ROA	16.7%	26.5%
Chất lượng tài sản		
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10.000	14.858
Tổng tài sản	452.432	327.029
Vốn chủ sở hữu	140.507	208.772
Vốn điều lệ	140.507	140.508
Sức mạnh tài chính		
Vốn vay/VCSH	-	-
TS dài hạn/ Tổng TS	0.23	0.36
Hệ số TT nhanh	1.09	1.70
Hệ số TT ngắn hạn	1.12	1.77
Năng lực HĐ		
Số ngày phải thu	77.23	72.25
Số ngày tồn kho	7.50	7.32
Số ngày phải trả	20.00	32.76
Vòng quay vốn lưu động	64.73	46.81

Nguồn: SGN, BSC Research

VPD- CTCP Phát triển Điện lực Việt Nam

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà

havl@bsc.com.vn

Tại ngày 13.05.2016, cổ phiếu VPD đang được giao dịch ở mức VND11,200/cổ phiếu, tương đương P/E và P/B lần lượt ở mức 24.19 và 1.02- cao so với trung bình ngành.

CTCP Phát triển Điện lực Việt Nam là đơn vị quản lý, vận hành 3 nhà máy thủy điện có tổng công suất 136.2 MW gồm nhà máy thủy điện Khi Bó (công suất 100MW), nhà máy thủy điện Bắc Bình (công suất 33 MW) và nhà máy thủy điện Nậm Má (công suất 3.2MW)

Kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh :hạn hán khắc nghiệt và kéo dài tại các tỉnh miền Trung và miền Nam khiến sản lượng điện giảm sút mạnh trong 2015 cũng như quý 1/2016. Trong quý 1/2016, công ty ghi nhận 58 tỷ đồng doanh thu và lỗ 28 tỷ đồng, giảm mạnh so với kết quả cùng kỳ là 101 tỷ đồng doanh thu và 3 tỷ đồng lợi nhuận.

Cơ cấu vốn không an toàn, khả năng thanh toán kém: công ty có dự nợ lớn, gấp 1.41 lần vốn chủ sở hữu, chủ yếu là nợ dài hạn từ việc xây dựng nhà máy Khi Bó với thời gian đáo hạn là 2020 và 2025. Do đó, áp lực trả nợ gốc và lãi vay rất lớn với khoảng 235 tỷ trả nợ gốc hàng năm và lãi vay khoảng hơn 100 tỷ. Dòng tiền của doanh nghiệp hiện tại không đủ chi trả cho nợ gốc và lãi vay. Khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp cũng ở mức rất thấp, doanh nghiệp đang dùng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn.

Liên tục tăng vốn điều lệ: từ khi thành lập năm 2002, công ty liên tục tăng vốn điều lệ thông qua hình thức góp vốn từ các cổ đông. Trong giai đoạn 2002-2015, vốn điều lệ của công ty đã tăng từ 13.7 tỷ đồng lên 100 tỷ đồng. Tốc độ tăng vốn điều lệ quá nhanh trong khi tốc độ tăng trưởng của doanh thu không theo kịp dẫn đến hiệu quả kinh doanh giảm sút.

VPD	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động				
Doanh thu thuần (tỷ đ)	110	392	519	441
% tăng trưởng y-o-y		256%	32%	-15%
LN sau thuế (tỷ đ)	28	52	71	43
% tăng trưởng y-o-y		88%	38%	-39%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	378	610	767	463
Lợi nhuận gộp biên	57%	51%	54%	47%
ROS	25%	13%	14%	10%
ROE		5%	7%	4%
ROA		2%	2%	1%
Chất lượng tài sản				
Giá trị sổ sách (đ/cp)	11,033	11,479	11,440	10,994
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,930	3,348	3,118	2,877
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	900	1,022	1,043	1,103
CPLH bình quân (Triệu cp)	82	89	91	100
Sức mạnh tài chính				
Vốn vay/VCSH	1.97	1.80	1.63	1.41
TS dài hạn/ Tổng TS	0.94	0.92	0.93	0.95
Hệ số TT nhanh	0.37	0.70	0.49	0.36
Hệ số TT ngắn hạn	0.37	0.70	0.50	0.37
Năng lực HĐ				
Số ngày phải thu		37	36	23
Số ngày tồn kho		5	4	4
Số ngày phải trả		350	181	177

Nguồn: BSC research

Chuyên viên phân tích**Trần Thị Hồng Tươi**
tuoith@bsc.com.vn**SWC- Tổng CTCP Đường sông Việt Nam**

Ngày 13/05/2016, cổ phiếu SWC được giao dịch tại mức giá 15.000 đồng/cp, tương đương P/E là 12,73x và P/B là 1,01x.

Chuyển đổi sở hữu từ công ty Nhà nước sang công ty tư nhân. Cube Securities Limited và SCIC đã hoàn tất thoái vốn tại SWC. Đại hội cổ đông bất thường 2016 thông qua việc Công ty TNHH MTV Đầu tư Hạ Tầng Sotrans được phép mua đến 75% cổ phần của SWC mà không cần phải thực hiện chào mua công khai. Tính đến ngày 15/5/2016, Sotrans đã sở hữu 51% SWC (34 triệu cổ phiếu). Phó chủ tịch HĐQT Sotrans, ông Lê Bá Thọ và Chủ tịch Quản lý Quỹ IB đã được bầu làm thành viên HĐQT của SWC nhiệm kỳ 2014-2019. Những thay đổi này được kỳ vọng sẽ mang lại bước chuyển mình trong hoạt động kinh doanh của SWC.

Tài chính lành mạnh. Vốn chủ sở hữu lớn, nợ vay thấp (hệ số vốn vay/vốn chủ sở hữu là 0,06x). Khả năng thanh toán cao, với các hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh lần lượt là 3,44x và 3,04x.

Hoạt động sản xuất kinh doanh tập trung hơn vào khai thác cảng và vận tải biển. Từ tháng 8/2014, SWC đã chấm dứt phân phối dầu nhờn cho Honda, doanh thu thương mại giảm 88% trong năm 2015, còn 35 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu khai thác cảng và vận tải biển tăng 5% trong 2015, đạt 122 tỷ đồng. Tỷ trọng doanh thu khai thác cảng và vận tải biển tăng mạnh từ 24% năm 2014 lên tới 55% trong 2015. SWC khai thác cảng chủ yếu tại cảng sông quốc tế Long Bình với diện tích 191.402 m², thời hạn sử dụng dài (44 năm), nằm gần kho Sotrans Long Bình (12.000 m²) của Sotrans. Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của công ty sẽ phụ thuộc vào việc khai thác cảng này.

Đầu tư. 51% tổng tài sản của công ty mẹ SWC thuộc về khoản đầu tư vào 2 công ty liên doanh là Keppel Land Watco (sở hữu 16%) và Phát triển Tiếp vận số 1 (sở hữu 37%). (1) SWC đã có nghị quyết HĐQT thông qua việc thoái vốn tại Keppel Land Watco (chủ đầu tư dự án khu thương mại Saigon Centre dọc đại lộ Lê Lợi, Q1, Tp. HCM) với giá bán không thấp hơn 33 triệu USD, lợi nhuận dự kiến trên 400 tỷ đồng. Quý 1/2016, Keppel Land Watco đóng góp đến 9,4 tỷ đồng cổ tức cho SWC. (2) CT Liên doanh Phát triển Tiếp vận số 1 sở hữu và khai thác Cảng Container quốc tế tại Việt Nam VICT đóng góp lần lượt là 9,8 tỷ đồng cổ tức vào lợi nhuận của SWC trong năm 2015. Cảng nằm tại hạ lưu sông Sài Gòn, cách trung tâm thành phố 6 km và hiện đang hoạt động dưới tiềm năng.

Kết quả kinh doanh quý 1/2016. DTT đạt 49 tỷ đồng, (+3% yoy), LNST đạt 22 tỷ đồng (+308% yoy). Kết quả kinh doanh khả quan này chủ yếu là do đóng góp của nhóm công ty liên doanh liên kết, đóng góp 17,4 tỷ đồng, tương đương 72% tổng LNTT của SWC. Trong đó, lãi từ công ty liên doanh liên kết là 8 tỷ đồng, cổ tức thu được từ liên doanh Keppel Land Watco là 9,4 tỷ đồng trong quý 1/2016.

Kế hoạch kinh doanh 2016. Tổng doanh thu và thu khác đạt 226 tỷ đồng, trong đó, doanh thu khối vận tải và dịch vụ hàng hải là 55 tỷ đồng, doanh thu khai thác cảng đạt 42 tỷ đồng, khối thương mại đạt 46 tỷ

đồng và thu nhập tài chính đạt 58 tỷ đồng. LNST kế hoạch đạt 53 tỷ đồng. Lưu ý, kế hoạch kinh doanh của SWC chưa bao gồm lợi nhuận từ thoái vốn Keppel Land Watco. Cổ tức 2016 dự kiến là 6%.

SWC	2011	2012	2013	2014	2015	Q1 2016
Quy mô						
Doanh thu thuần (tỷ đ)	715	759	1,024	490	216	49
% tăng trưởng y-o-y	23%	6%	35%	-52%	-56%	3%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,148	1,232	1,311	1,104	1,124	1,136
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	774	890	905	926	973	993
LN sau thuế (tỷ đ)	50	25	37	45	67	22
% tăng trưởng y-o-y	125%	-50%	50%	22%	47%	308%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	739	369	552	675	927	1,178*
Giá trị sổ sách (đ/cp)	11,529	13,268	13,481	13,807	14,505	14,799
Cơ cấu vốn						
Vốn vay/VCSH	0.29	0.19	0.22	0.06	0.06	0.06
Tổng tài sản/VCSH	1.48	1.38	1.45	1.19	1.15	1.14
Cơ cấu tài sản						
TS dài hạn/ Tổng TS	65%	68%	63%	75%	75%	75%
TS ngắn hạn/Tổng TS	35%	32%	37%	25%	25%	25%
Khả năng thanh toán						
Hệ số TT nhanh	0.96	1.24	1.26	2.09	2.81	3.04
Hệ số TT ngắn hạn	1.24	1.39	1.44	2.24	3.05	3.44
Năng lực HĐ (ngày)						
Số ngày phải thu	28	32	35	51	37	41
Số ngày tồn kho	38	32	18	29	41	58
Số ngày phải trả	10	8	8	14	7	5
Khả năng sinh lời (%)						
Lợi nhuận gộp biên	7%	4%	4%	4%	23%	19%
ROS	7%	3%	4%	9%	31%	45%
ROE	6%	3%	4%	5%	7%	9%
ROA	4%	2%	3%	4%	6%	7%

Nguồn: BSC research

Chuyên viên phân tích**Chu Tuấn Phong**

Phongct@bsc.com.vn

TDM – CTCP Nước Thủ Dầu Một

Tại ngày 13/5/2016, TDM giao dịch tại mức giá 28,500 đồng/cp, tương đương với mức định giá P/E và P/B lần lượt ở mức 24x và 2.27x

TDM là doanh nghiệp cung cấp nước sinh hoạt và công nghiệp cho tỉnh Bình Dương. Nguồn đầu vào chủ yếu của TDM là nước thô lấy từ sông Đồng Nai, các hóa chất làm sạch nước như vôi, Pac...

Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ đưa vào sử dụng dự án cấp nước mới Nam Thủ Dầu mở rộng, với công suất 55,000 m³/ngày đêm từ tháng 9/2015 giúp tăng công suất lên 100,000 m³/ngày đêm, giúp doanh thu tăng từ 19 tỷ năm 2014 lên 102 tỷ năm 2015 (tăng trên 4 lần). Chúng tôi cho rằng doanh thu của TDM có tiềm năng giữ tốc độ tăng trưởng cao trong tương lai nhờ: (1) Nước là sản phẩm thiết yếu trong đời sống của người dân, trong khi đó TDM là nhà cung cấp nước sinh hoạt và công nghiệp tại Bình Dương vì vậy nền tảng phát triển của TDM là tương đối ổn định. (2) Nguồn cầu nước cho các khu công nghiệp tăng. Quý 1/2016, Bình Dương thu hút 33 dự án FDI với tổng vốn 695 triệu USD trong đó có 21 dự án cấp mới. Thêm vào đó, tăng trưởng các khu công nghiệp sẽ thu hút thêm nhân công lao động, tăng nhu cầu nước dân dụng. (3) Nhà máy Nam Thủ Dầu mở rộng sẽ hoạt động cả năm 2016 thay vì chỉ 3 tháng như trong năm 2015. (4) Xây dựng hệ thống cấp nước khu vực Bàu Bàng, công suất giai đoạn 1 là 30,000 m³/ngày đêm (hiện này đang trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng).

Biên lợi nhuận cao và ổn định, ở mức khoảng trên 60% nhờ đầu ra ổn định, chi phí đầu vào rẻ, chủ yếu là nước thô lấy từ sông Đồng Nai, các hóa chất làm sạch nước như vôi, clo, Pac (Poly Aluminium Chloride).

Việc giảm mạnh hệ số năng lực hoạt động ROA và ROE không đáng lo ngại, nguyên nhân chủ yếu do việc đầu tư lớn xây dựng dự án Nam Thủ Dầu mở rộng, mới chỉ đưa vào hoạt động tháng 9/2015. Trong các năm tiếp theo, khi dự án này hoạt động đầy công suất, chúng tôi cho rằng ROA và ROE của TDM sẽ quay trở lại ở mức cao như trong năm 2014.

Tỷ trọng vốn vay lớn, tuy nhiên vẫn ở mức an toàn. Trong 2 năm 2014, 2015, tỷ trọng vốn vay/VCSH luôn ở mức trên 1 do việc vay dài hạn để đầu tư xây dựng dự án Nam Thủ Dầu mở rộng. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tỷ trọng nợ vay lớn không ảnh hưởng lớn tới sức khỏe tài chính của TDM do: (1) các hệ số thanh toán nhanh và hiện thời đều ở mức trên 1, thể hiện nguồn tiền đủ để chi trả các khoản nợ tới hạn. (2) Tình hình kinh doanh ổn định với mức biên lợi nhuận cao giúp đảm bảo TDM có đủ khả năng thanh toán các khoản nợ tới hạn trong tương lai.

NHN	2014	2015
Hiệu quả hoạt động		
Doanh thu thuần (tỷ đ)	19	102
% tăng trưởng y-o-y		428%
LN sau thuế (tỷ đ)	11	35
% tăng trưởng y-o-y		211%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	379	1,180
Lợi nhuận gộp biên	79%	63%
ROS	59%	35%
ROE	59%	12%
ROA	2%	4%
Chất lượng tài sản		
Giá trị sổ sách (đ/cp)	8,677	12,573
Tổng tài sản (tỷ đ)	651	861
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	236	305
CPLH bình quân (Triệu cp)	30	30
Sức mạnh tài chính		
Vốn vay/VCSH	1.76	1.83
TS dài hạn/ Tổng TS	0.80	0.70
Hệ số TT nhanh	1.04	1.01
Hệ số TT ngắn hạn	1.04	1.27
Năng lực HĐ		
Số ngày phải thu	102	152.05
Số ngày tồn kho	20	515.84
Số ngày phải trả	304	295.11

Nguồn: BSC research,

HBI – CTCP HBI

Chuyên viên phân tích**Trần Thị Hồng Tươi**
tuoith@bsc.com.vn

Ngày 16/05/2016, cổ phiếu HBI được giao dịch tại mức giá 14.200 đồng/cp, tương đương P/E là 70x, P/E FW là 29x, P/B là 1,39x.

Dự kiến ghi nhận doanh thu bất động sản từ năm 2016. HBI là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, với hoạt động kinh doanh chính tập trung vào thực hiện đầu tư kinh doanh dự án Chung cư Imperia Garden (tổ hợp căn hộ cao cấp, biệt thự song lập và khu phức hợp khép kín) với diện tích 4,2 ha tại 203 Nguyễn Huy Tưởng, Thanh Xuân Trung, Hà Nội. Dự án có tổng mức đầu tư 1.620 tỷ đồng. Dự kiến, từ tháng 8/2016 công ty sẽ bàn giao Khu nhà thấp tầng, từ tháng 5/2017, bàn giao khu nhà ở cao tầng (tòa 29T) và từ tháng 7/2017 bàn giao khu nhà ở cao tầng (tòa 35T và 2 tòa 27T). Tổng giá trị hàng tồn kho đến cuối quý 1/2016 đối với dự án này của HBI vào khoảng 1.966 tỷ đồng. Điểm tích cực trong bán hàng của HBI đó là công ty ghi nhận 1.085 tỷ đồng khoản mục người mua trả tiền trước và ghi nhận 1.794 tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện dài hạn vào cuối quý 1/2016.

Kết quả kinh doanh quý 1/2016. Doanh thu thuần đạt 1,7 tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 0,28 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ 2015). Công ty chưa ghi nhận doanh thu từ các dự án bất động sản. Lợi nhuận sau thuế đạt 1,4 tỷ đồng (+141% yoy) do chi phí lãi vay trong Q1/2016 được vốn hóa, trong khi đó, quý 1/2015 chi phí lãi vay là 3,4 tỷ đồng không đủ điều kiện vốn hóa theo quy định.

Kế hoạch kinh doanh 2016. Công ty đặt mục tiêu DTT đạt 165 tỷ đồng (+2.245% yoy), LNST đạt 25 tỷ đồng (+155% yoy) nhờ việc bàn giao Khu nhà thấp tầng dự án Imperia Garden.

Tài chính doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính cao, hệ số A/E đạt 8,33x vào cuối năm 2015 và đạt 6,71x vào cuối quý 1/2016. Công ty có nhiều khoản cho vay cá nhân với lãi suất thấp (3%) trong khi đó, nợ và lãi vay ngân hàng cao, làm giảm hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán ngắn hạn của HBI lần lượt là 1,22x và 2,93x. Lưu ý, phần lớn tài sản ngắn hạn của HBI là các khoản phải thu công ty Bất động sản MIK Việt Nam và CT TNHH kinh doanh và quản lý BĐS (982 tỷ đồng), tồn kho dự án Imperia Garden (1.966 tỷ đồng), do vậy, khả năng thanh toán của HBI phụ thuộc vào việc tiêu thụ dự án và thu hồi phải thu của công ty.

HBI	2014	2015	Q1 2016
Quy mô			
Doanh thu thuần (tỷ đ)	31	7	2
% tăng trưởng y-o-y		-78%	0%
Tổng tài sản (tỷ đ)	816	4,334	3.498
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	510	520	521
LN sau thuế (tỷ đ)	(1)	10	1
% tăng trưởng y-o-y		-1817%	141%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	(12)	197	201*
Giá trị sổ sách (đ/cp)	9,998	10,195	10,221
Cơ cấu vốn			
Vốn vay/VCSH	0.52	2.44	0.06
Tổng tài sản/VCSH	1.60	8.33	6.71
Cơ cấu tài sản			
TS dài hạn/ Tổng TS	14%	3%	3%
TS ngắn hạn/Tổng TS	86%	97%	97%
Khả năng thanh toán			
Hệ số TT nhanh	24.26	2.29	1.22
Hệ số TT ngắn hạn	29.84	3.88	2.93
Năng lực HĐ (ngày)			
Số ngày phải thu	20	88	162
Số ngày tồn kho	1553	56398	242387
Số ngày phải trả	22	2	1
Khả năng sinh lời (%)			
Lợi nhuận gộp biên	5%	16%	0%
ROS	-2%	143%	0%
ROE	0%	2%	1%
ROA	0%	0%	0%

Nguồn: NHN, BSC research, * Lũy kế 12 tháng

Chuyên viên phân tích**Trần Thị Hồng Tươi**
tuoith@bsc.com.vn**NNG- CTCP Công nghiệp-Dịch vụ-Thương mại Ngọc Nghĩa****Ngày 13/5/2016, cổ phiếu NNG được giao dịch tại mức giá 14.400 đồng/cp, tương đương P/E là 14,53x và P/B là 1,11x.**

NNG hoạt động chủ yếu trong 2 lĩnh vực là sản xuất các sản phẩm nhựa bao bì (phôi, chai, nắp nhựa PET) và sản phẩm thực phẩm (nước mắm).

Doanh thu hầu như không tăng trưởng từ năm 2011. Năm 2015, tổng DTT đạt 1.857 tỷ đồng (-3% yoy), tương đương với DTT năm 2011. LNST đạt 56 tỷ đồng (+160% yoy) nhờ giá hạt nhựa PET giảm trung bình 20% giúp cải thiện biên lợi nhuận trước thuế mảng chai nhựa PET từ 13% lên 15%.**Kế hoạch kinh doanh 2016.** Quý 1/2016, doanh thu thuần đạt 421 tỷ đồng (+4% yoy), tuy nhiên, do chi phí bán hàng tăng mạnh (+81% yoy), LNST của công ty giảm 60% yoy, còn 5 tỷ đồng. Công ty đặt mục DTT 2016 đạt 2.146 tỷ đồng (+16% yoy), LNST đạt 169 tỷ đồng (gấp 3x LNST năm 2015). Trong đó, mảng chai nhựa PET tăng 10-15%. Công ty tiếp tục đầu tư mở rộng cả 2 lĩnh vực hoạt động kinh doanh.**Sản xuất chai nhựa PET vẫn là mảng kinh doanh cốt lõi của NNG.** Ngọc Nghĩa là công ty sản xuất phôi, chai và nắp nhựa PET lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 18% tổng doanh thu toàn thị trường với hơn 1.000 khách hàng trong và ngoài nước, theo sau là CTCP Nhựa Bảo Vân chiếm 17% doanh thu toàn thị trường². Năm 2015, sản xuất chai nhựa PET đóng góp 78% doanh thu của NNG, đạt 1.457 tỷ đồng (-9% yoy) và đóng góp 219 tỷ đồng LNTT. Nhu cầu tiêu thụ chai nhựa PET tiếp tục tăng cao sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng cho NNG. Tuy nhiên, cần lưu ý, (1) giá hạt nhựa PET tăng trở lại từ đầu năm 2016, (2) cạnh tranh tăng với sự gia nhập, tăng công suất của nhiều đối thủ nước ngoài như Hon Chuan (Đài Loan, Srithai Superware (Thái Lan), Dynaplast (Indonesia) và VisyPak (Australia) và nhiều tập đoàn đa quốc gia như PepsiCo hay Coca-Cola dự kiến tự đầu tư hệ thống thổi chai, ép phôi PET sẽ là một thách thức lớn đối với doanh thu và lợi nhuận của NNG.**Chế biến thực phẩm tiếp tục ghi nhận lỗ, kế hoạch mở rộng đầu tư mảng này có thể ăn mòn lợi nhuận của công ty.** Doanh thu mảng thực phẩm (gồm bánh kẹo và nước mắm) đạt 400 tỷ đồng trong năm 2015, (+28% yoy), CAGR từ 2010-2015 là 37%. Mặc dù biên lợi nhuận được cải thiện nhưng mảng kinh doanh này của NNG liên tục lỗ. Năm 2015, NNG lỗ 122 tỷ đồng, biên LNTT là -31%. Năm 2015, NNG đã hoàn tất thoái vốn tại công ty con sở hữu 95% là CTCP sữa và bánh kẹo Hoàng Đế. Đối với mảng sản xuất nước mắm (2 thương hiệu là Kabin và Thái Long), NNG lên kế hoạch đẩy mạnh đầu tư, tăng vốn từ 200 tỷ đồng lên tới 1.600 tỷ đồng thông qua gọi vốn từ cổ đông chiến lược vào CTCP Thực phẩm Hồng Phú. Đồng thời, NNG thành lập CTCP Thịt ngon Quốc tế, vốn điều lệ là 66 tỷ đồng, chịu trách nhiệm nhập khẩu và phân phối thịt tại thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, các thương hiệu của NNG chưa được nhận diện bởi người tiêu dùng, chi phí quảng cáo cao và tăng nhanh trong mảng thực phẩm sẽ làm giảm hiệu quả chung của công ty trong thời gian tới.**Đòn bẩy tài chính cao, khả năng thanh toán thấp.** Tỷ lệ đòn bẩy tài chính dao động từ 2,81x-3,46x trong giai đoạn 2011-Q1/2016. Do vậy, chi phí lãi vay hàng năm cao (60 tỷ đồng trong năm 2015). Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh lần lượt là 0,67x và 0,43x cuối quý 1/2016. NNG đang sử dụng 1 phần nợ ngắn hạn để tài trợ các hoạt động trung và dài hạn.² Stockplus

Red River thoái vốn, NNG hoạt động dưới hình thức công ty gia đình. Sau 7 năm nắm giữ cổ phiếu nhựa Ngọc Nghĩa, với nhiều bất đồng với HĐQT và ban lãnh đạo công ty, năm 2015, Red River Holding đã chính thức thoái hơn 4 triệu cổ phần tương đương 8% cổ phần. Số lượng cổ phiếu do Red River Holding thoái đã được NNG mua lại dưới hình thức cổ phiếu quỹ và dự kiến sẽ được bán lại cho cổ đông trong năm 2016. Các thành viên trong gia đình ông La Văn Hoàng hiện sở hữu hơn 77% vốn tại NNG

NNG	2011	2012	2013	2014	2015	Q1
Quy mô						
Doanh thu (tỷ đ)	1,838	1,873	1,778	1,912	1,857	421
% yoy	53%	2%	-5%	8%	-3%	4%
LNST (tỷ đ)	(108)	41	63	21	56	5
% yoy	-306%	-138%	52%	-66%	160%	-60%
EPS (đ/cp)	(2,107)	799	1,152	411	1,156	991*
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,057	1,791	1,937	1,874	1,884	1,903
Tổng vốn chủ sở	594	636	644	596	671	676
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	11,373	12,173	12,324	11,413	12,841	12,935
Cơ cấu vốn						
Vốn vay/VCSH	2.18	1.62	1.70	1.74	1.45	1.44
Tổng tài sản/VCSH	3.46	2.82	3.01	3.14	2.81	2.82
Cơ cấu tài sản						
TS dài hạn/ Tổng	72%	78%	70%	68%	62%	62%
TS ngắn hạn/Tổng	28%	22%	30%	32%	38%	38%
Khả năng thanh						
Hệ số TT nhanh	0.26	0.18	0.26	0.25	0.43	0.43
Hệ số TT ngắn hạn	0.56	0.48	0.52	0.55	0.67	0.67
Năng lực HĐ						
Số ngày phải thu	19	27	24	28	31	39
Số ngày tồn kho	40	73	71	63	61	71
Số ngày phải trả	7	19	26	30	40	48
Khả năng sinh lời						
Lợi nhuận gộp biên	24%	28%	31%	25%	29%	0%
ROS	-6%	2%	4%	1%	3%	0%
ROE	-36%	7%	10%	3%	9%	7%
ROA	-11%	2%	3%	1%	3%	2%

Nguồn: NNG, BSC research, *: Lũy kế 12 tháng

Chuyên viên phân tích

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

MTA - Tổng Công ty khoáng sản và thương mại Hà Tĩnh

MTA là công ty hoạt động đa lĩnh vực, ngành nghề: Khai thác chế biến sâu các loại khoáng sản, cảng biển, nông nghiệp, thương mại, du lịch, dịch vụ, đầu tư sang nước bạn Lào..., với 30 đơn vị thành viên, trong đó có 25 công ty, xí nghiệp trực thuộc, 5 công ty liên doanh liên kết, là một trong những doanh nghiệp có quy mô và tổ chức lớn nhất Tỉnh Hà Tĩnh. MTA bắt đầu giao dịch trên Upcom từ 10/2015.

Doanh thu và lợi nhuận 2015 tăng trưởng mạnh, lần lượt tăng 13.9% và 239.8% so với kết quả 2014, dù biên LNG giảm tương đối mạnh. Nguyên nhân chủ yếu do trong 2015, MTA có khoản doanh thu tài chính và thu nhập khác vượt trội.

Tổng tài sản và VCSH tăng trưởng. Tính theo sổ cổ phần hiện tại, cổ đông nhà nước chiếm 97.4% vốn điều lệ. Tỷ trọng vay nợ thấp, ~ 19% nguồn vốn. Tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn và xu hướng tăng. Các chỉ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh ở mức tương đối cao.

MTA có nhiều lợi thế: (1) Về khai thác cảng biển: MTA sở hữu cảng biển quan trọng tại khu Công nghiệp Vũng Áng. Đây là cảng nước sâu lớn của Việt Nam, là cửa ngõ cho giao thương hàng hoá của nước bạn Lào và các tỉnh Đông Bắc Thái Lan với thế giới. (2) MTA đang quản lý hàng ngàn hecta mỏ sa khoáng ven biển để khai thác Ilmenite... (3) Về nông nghiệp: MTA có quỹ đất tương đối lớn, vốn là đất hoàn nguyên của các dự án khoáng sản trước đây, được công ty tiếp tục thuê lại và tiến hành trồng trọt, chăn nuôi....

Cổ đông nhà nước nắm giữ cổ phần đa số: Hiện tại, cổ đông nhà nước nắm giữ **97.4% VĐL** (hiện tại VĐL thực góp là 1101.14 tỷ đ). Theo kế hoạch ban đầu, tổng VĐL sẽ là 1,320 tỷ đồng, trong đó Nhà nước sẽ nắm 83% VĐL, cổ đông chiến lược sẽ nắm 14.8% VĐL. Tuy nhiên hiện tại, cổ đông Nhà nước còn thiếu 23.45 tỷ đồng, và vẫn chưa tìm được cổ đông chiến lược đóng góp 195.4 tỷ đồng.

Q1/2016 KQKD kém: DTT đạt 291.2 tỷ đ (-4.1% yoy), LNST Q1 lỗ 4.25 tỷ đ (cùng kỳ lãi 5.4 tỷ đ). Biên LNG giảm còn 13.2%, thấp hơn mức cùng kỳ là 19.2%

MTA	2014	2015
Hiệu quả hoạt động		
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1145.4	1304.7
% tăng trưởng v-o-v		13.9%
LNST cho CĐ me (tỷ đ)	25.68	87.25
% tăng trưởng v-o-v		239.8%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	233	792
Lợi nhuận gộp biên	21.40%	15.01%
ROS (%)	5.99%	9.94%
ROE		8.1%
ROA		4.0%
Chất lượng tài sản		
Giá trị sổ sách (đ/cp)	12.189	13.823
Tổng tài sản (tỷ đ)	2063.3	2246.6
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1342.12	1522.1
CPLH bình quân (Triệu cp)	110.11	110.11
Sức mạnh tài chính (lần)		
Vốn vay/VCSH	0.25	0.28
Vốn vay/TTS	0.17	0.19
TS dài hạn/ Tổng TS	0.55	0.61
Hệ số TT nhanh	0.87	1.04
Hệ số TT ngắn hạn	1.64	1.81
Năng lực HĐ		
Số ngày phải thu		23.04
Số ngày tồn kho		116.9
Số ngày phải trả		30.1
Vòng quay tiền mặt	-	109.8

ABI – CTCP Bảo hiểm Ngân hàng Nông Nghiệp Việt Nam

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
lenbh@bsc.com.vn

Cổ phiếu ABI hiện đang được giao dịch ở mức 15,700 VND/cp, tương đương với $P/E = 7.29x$ và $P/B=1.07x$. P/E của doanh nghiệp hiện đang thấp hơn so với ngành, do EPS đang ở mức cao trong khi trích lập dự phòng còn thấp. P/B đang ở mức trung bình ngành.

Công ty Cổ phần Bảo hiểm Ngân hàng Nông Nghiệp (ABI) thành lập ngày 18/10/2006 và đi vào hoạt động ngày 08/08/2007 với số vốn điều lệ ban đầu là 160 tỷ đồng. Công ty hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ với sản phẩm trọng yếu là bảo hiểm sức khỏe. Công ty đã xây dựng mạng lưới gồm 9 chi nhánh và 29 phòng kinh doanh trên toàn quốc với hơn 450 cán bộ nhân viên. Số vốn điều lệ hiện nay của công ty là 380 tỷ đồng.

Hiệu quả hoạt động rất tốt: ABI có mức tăng trưởng doanh thu cao, trung bình 17.7% trong giai đoạn 2011-2015, trong khi tỷ lệ bồi thường giảm dần về mức 25.4%, rất thấp so với mức trung bình 40% của ngành. Sản phẩm bảo hiểm trọng yếu của ABI là bảo hiểm con người với 71% tỷ trọng doanh thu. Công ty có lợi thế lớn từ sự hỗ trợ của ngân hàng Agribank, có các chi nhánh trải rộng trên từng thôn xã cả nước, là điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp tiếp cận và cung cấp sản phẩm bảo hiểm sức khỏe. Tỷ lệ bồi thường thấp đã giúp doanh nghiệp có được mức hệ số kết hợp ấn tượng 92.5% (so với mức trung bình 98% của các doanh nghiệp niêm yết). Tuy vậy, chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ tổng dự phòng bồi thường/doanh thu phí gốc của ABI ở mức 14% vào năm 2015, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 40% của các doanh nghiệp niêm yết, cho thấy tài chính của doanh nghiệp chưa an toàn và có tiềm ẩn rủi ro trong tương lai.

Hiệu quả đầu tư giảm dần theo mặt bằng lãi suất về mức lợi suất đầu tư 5%, tương đương với mức lãi suất tiết kiệm hiện nay. Công ty dành toàn bộ nguồn tiền nhàn rỗi vào các tài khoản tiết kiệm ngắn và trung hạn của ngân hàng Agribank, khiến mức tỷ suất lợi nhuận chỉ tương đương với mức lãi suất tiết kiệm ngân hàng.

Như vậy, hoạt động kinh doanh của ABI tương đối khác biệt so với các doanh nghiệp trong ngành. Công ty phụ thuộc nhiều hơn vào hiệu quả hoạt động bảo hiểm, trong khi không hề chú trọng vào hoạt động đầu tư. Đây là một mô hình hoạt động không thực sự phù hợp với các doanh nghiệp bảo hiểm, nguồn tiền nhàn rỗi lớn có thể mang về mức lợi nhuận tốt hơn nhiều so với mức ABI. Ngược lại, hoạt động bảo hiểm cần được trích lập dự phòng chặt chẽ hơn để nâng cao khả năng tài chính của doanh nghiệp. Trong 2016, ABI lên kế hoạch tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm 18% yoy và tăng trưởng lợi nhuận 10%. Cổ tức chi trả ở mức 12%.

ABI	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu phí BH gốc (tỷ	407	455	531	633	784
% tăng trưởng y-o-y		11.7%	16.7%	19.2%	24.0%
LN từ hoạt động bảo hiểm	2.4	19.3	36.7	99.5	57.6
LN sau thuế (tỷ đ)	54.3	69.2	52.7	115.2	81.8
% tăng trưởng y-o-y		27.4%	-23.8%	118.6%	-29.0%
Tỷ lệ bồi thường	38.5%	26.8%	24.0%	24.6%	25.4%
Hệ số kết hợp	99.3%	95.4%	92.5%	823.5%	92.5%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	1,429	1,821	1,387	3,033	2,153
ROS	13%	15%	10%	18%	10%
ROE	12%	15%	11%	22%	15%
ROA	3%	8%	5%	10%	6%
Hiệu quả đầu tư					
Tổng số tiền đầu tư	629	615	626	768	944
% yoy		-2.2%	1.8%	22.8%	23.0%
Lợi nhuận đầu tư	70	73	35	48	47
Lợi suất đầu tư (lợi	11.1%	11.9%	5.5%	6.3%	5.0%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	11,502	12,108	12,206	13,990	14,659
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,564	885	967	1,145	1,293
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	437	460	464	532	557
Vốn điều lệ	380	380	380	380	380

Nguồn: ABI, BSC Research

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

NCS - CTCP Suất ăn Hàng Không Nội Bài – NCS

Cổ phiếu NCS đang được giao dịch ở mức 75,000, tương đương với P/E= 9.9x và P/B = 4.72x, mức định giá tương đối hợp lý so với thị trường chứng khoán hiện tại.

Công ty Cổ phần suất ăn hàng không Nội Bài được thành lập năm 1993. Hoạt động chính của công ty là chế biến thức ăn phục vụ hành khách các hãng hàng không và các chuyến bay chuyên cơ. Năm 2004, công ty tiến hành cổ phần hóa và chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần, trong đó cổ đông lớn nhất là Vietnam Airlines sở hữu 60% cổ phần. Khách hàng chính của công ty gồm có Việt Nam Airlines, Singapore Airlines, Finnair Hongkong Airlines, Qatar Airways, AirFrance.

Tăng trưởng doanh thu lợi nhuận tốt trong 2015, nhưng sẽ chững lại trong 2016: Trong năm 2015, công ty có thêm 2 khách hàng mới là Kenya Airways và Laos Airlines nên có được mức tăng trưởng đột biến. Bên cạnh đó, NCS đã kiểm soát chi phí nguyên vật liệu tốt giúp biên lợi nhuận tăng tốt. Trong năm 2016, biên lợi nhuận dự kiến vẫn ở mức cao trong 2016, nhưng tăng trưởng sẽ giảm xuống mức trung bình 7%. Công ty lên kế hoạch 502 tỷ doanh thu (+7%) và 80.5 tỷ đồng LNTT (+3% yoy)

Đòn bẩy đang tăng lên do công ty đang có các dự án đầu tư trang thiết bị và cơ sở hạ tầng: dự án xây dựng cơ sở chế biến suất ăn hàng không Nội Bài. Trong năm 2016, công ty dự kiến sẽ đầu tư thêm 163.7 tỷ đồng cho dự án này, do vậy hệ số đòn bẩy nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng lên trong các năm tới.

Năng lực hoạt động xấu đi trong 2015. Có thể dễ dàng dành được các khách hàng mới công ty đã nói lỏng hơn các chính sách phải thu từ khách hàng thể hiện ở việc ngày phải thu tăng mạnh, và lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD cũng giảm mạnh -37% mặc dù doanh thu tăng lên. Ngược lại các chỉ số về hàng tồn kho và số ngày phải trả đều được duy trì ổn định.

NCS	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động				
Doanh thu thuần (tỷ đ)	349.24	379.4	395.09	466.39
% tăng trưởng v-o-v	2.8%	8.6%	4.1%	18.0%
LN sau thuế (tỷ đ)	41.45	31.63	36.46	60.73
% tăng trưởng v-o-v		-23.7%	15.3%	66.6%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	8.290	6.326	4.558	7.591
Lợi nhuận gộp biên	15%	15%	16%	20%
ROS	12%	8%	9%	13%
ROE	35%	28%	35%	48%
ROA	27%	21%	24%	32%
Chất lượng tài sản				
Giá trị sổ sách (đ/cp)	23.880	22.494	13.000	15.878
Tổng tài sản (tỷ đ)	155	153	150	193
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	119	112	104	127
Vốn điều lệ	50	50	80	80
Sức mạnh tài chính				
Vốn vay/VCSH	0.30	0.36	0.44	0.52
TS dài hạn/ Tổng TS	0.23	0.31	0.28	0.20
Hệ số TT nhanh	3.03	2.36	2.07	2.21
Hệ số TT ngắn hạn	3.35	2.62	2.33	2.34
Năng lực HĐ				
Số ngày phải thu	61.84	52.67	29.87	56.45
Số ngày tồn kho	14.32	10.67	10.27	8.74
Số ngày phải trả	20.16	24.70	25.05	24.75
Vòng quay vốn lưu	56.00	38.64	15.09	40.44

Nguồn: NCS, BSC Research

Chuyên viên phân tích**Chu Tuấn Phong**

Phongct@bsc.com.vn

WSB – CTCP Bia Sài Gòn-Miền Tây

Tại ngày 13/5/2016, WSB giao dịch tại mức giá 39,500 đồng/cp, tương đương với mức định giá P/E và P/B lần lượt ở mức 6x và 0.85x

Công ty cổ phần bia Sài Gòn-Miền Tây là con của tổng công ty cổ phần Bia-Rượu-nước giải khát Sài Gòn (Sabeco). Là đơn vị thành viên do Sabeco nắm giữ 51% cổ phần, WSB đang vận hành 3 nhà máy sản xuất các loại bia mang thương hiệu Sài Gòn: 333, Sài Gòn Larger 355, Sài Gòn Larger 450, Sài Gòn Export 355. Các sản phẩm của WSB chủ yếu được tiêu thụ tại các tỉnh miền Tây gồm: An Giang, Kiên Giang, Cần Thơ, Hậu Giang, Sóc Trăng, Bạc Liêu và Cà Mau

Tốc độ tăng trưởng doanh thu giảm từ 35% năm 2014 xuống chỉ còn 9% năm 2015 do gặp cạnh tranh cao từ các hãng bia ngoại nhập và sự thay đổi thị hiếu người tiêu dùng sang các loại bia cao cấp hơn. Trong các năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của WSB khó hồi phục lại đà tăng trưởng như trong năm 2014 do: (1) Các hiệp định FTA đi vào hiệu lực làm tăng lượng bia nhập khẩu từ các nước như Hàn Quốc, Nhật Bản, cạnh tranh trực tiếp với WSB. (2) Quy định tăng thuế TTĐB làm hạn chế lượng bia tiêu thụ.

Biên lợi nhuận gộp khó duy trì ở mức cao (khoảng 18%) như trong năm 2015.

Trong 2 năm 2014-2015, biên lợi nhuận gộp của WSB giảm mạnh xuống còn 18% từ khoảng 22% trong 3 năm trước đó do tăng thuế tiêu thụ đặc biệt phải nộp (nộp 49 tỷ thuế TTĐB năm 2014, tăng gấp hơn 2 lần so với năm 2013). Theo luật thuế TTĐB mới hiệu lực từ ngày 1/1/2016, thuế TTĐB với rượu từ 20 độ trở lên và bia sẽ tăng thêm 5% thành 55%, 60% từ ngày 1/1/2017 và 65% từ ngày 1/1/2018 tác động giảm mạnh lên biên lợi nhuận gộp của WSB.

Hệ số vốn vay/VCSH tăng mạnh từ 0.37 năm 2011 lên mức 1.43 năm 2015 do việc xây dựng nhà máy Sài Gòn Cần Thơ. Tổng dư nợ vay dài hạn đến cuối năm 2015 là 245 tỷ, chiếm 22% tổng nguồn vốn. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy đây là các khoản vay có lãi suất khá thấp, khoảng 7-7.5%/năm, kết hợp với việc nhà máy mới Sài Gòn- Cần Thơ có công suất hoạt động khá tốt, chúng tôi cho rằng khả năng chi trả của WSB vẫn có thể được đảm bảo

WSB	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	546	537	562	1,257	826
% tăng trưởng y-o-y		-2%	5%	124%	-34%
LN sau thuế (tỷ đ)	83	84	59	97	95
% tăng trưởng y-o-y		-2%	5%	66%	-2%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	5,746	5,804	4,040	6,690	6,584
Lợi nhuận gộp biên	22%	23%	21%	18%	18%
ROS	25%	26%	18%	13%	12%
ROE	15%	16%	10%	8%	21%
ROA	19.66%	16.14%	6.73%	8.07%	8.54%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	29,020	32,201	41,643	57,549	46,541
Tổng tài sản (tỷ đ)	424	522	870	1,203	1,118
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	310	344	373	417	460
CPLH bình quân	15	15	15	15	15
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	0.37	0.51	1.33	1.88	1.43
TS dài hạn/ Tổng TS	0.45	0.39	0.70	0.73	0.76
Hệ số TT nhanh	1.75	1.79	0.76	0.53	0.49
Hệ số TT ngắn hạn	2.06	2.13	1.12	0.76	0.64
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu	102	102	102	102	88.90
Số ngày tồn kho	20	20	20	20	33.13
Số ngày phải trả	304	304	304	304	94.85

Nguồn: BSC research,

Chuyên viên phân tích**Nguyễn Bảo Hoàng Lê**
lenbh@bsc.com.vn**TBD - Tổng công ty Thiết bị điện Đông Anh**

Cổ phiếu TBD hiện đang được giao dịch ở mức 54,500 VND/cp, tương ứng với mức P/E = 14.31x và P/B = 2.06x. Đây là mức định giá hợp lý với cổ phiếu đầu ngành và có triển vọng kinh doanh ổn định như TBD

Tổng công ty Thiết bị điện Đông Anh được thành lập trên cơ sở từ Nhà máy sửa chữa thiết bị Điện Đông Anh năm 1971. Công ty chuyển đổi hoạt động sang công ty cổ phần từ năm 2004, với tỷ lệ cổ phần của EVN hiện nay là 46.3%. Ngày 24/1/2013, công ty đã đổi tên thành Tổng Công ty Thiết bị Điện Đông Anh. Hoạt động kinh doanh chính của Công ty là thiết kế, chế tạo, cung cấp và sửa chữa các thiết bị điện cho lưới điện trên toàn quốc, đặc biệt là các công trình lớn của quốc gia như: Trạm 500kV Nho Quan, trạm 500kV Nhiệt điện Vũng Áng, nhiều nhà máy điện khác như Ialy, Đa Nhim, Uông Bí, Phả Lại, Thác Bà, Hòa Bình. Hiện nay, công ty là một trong những doanh nghiệp hàng đầu về sản xuất thiết bị điện trong nước và khu vực Đông Nam Á với vị thế là đơn vị duy nhất tại Việt Nam chế tạo được các loại máy biến áp 220kV-500kV, đưa Việt Nam trở thành một trong 10 nước trên thế giới có nhà sản xuất thiết kế và chế tạo thành công máy biến áp 500kV.

Công ty đã ghi nhận mức tăng trưởng đột biến trong 2015, với +52.6% doanh thu và +44% lợi nhuận trước thuế, đến từ tăng trưởng tiêu thụ máy biến áp các loại, tăng 72% yoy. Trong năm 2015 công ty đã thử nghiệm thành công 3 gam máy biến áp truyền tải 110, 220kV và máy biến áp phân phối 22kV, giúp nâng cao doanh thu 2015 và mở ra triển vọng xuất khẩu các năm tới.

Chất lượng tài sản chưa đảm bảo: Một vấn đề lớn của TBD là việc doanh nghiệp đang phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngắn hạn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Công ty không có nợ vay dài hạn, nhưng nợ vay ngắn hạn của TBD lên tới 684 tỷ đồng, khiến các tỷ số nợ ngắn hạn của công ty đều ở mức thấp. Trong năm 2015 việc doanh nghiệp

Cuối tháng 5/2016, công ty sẽ thực hiện phát hành cổ phiếu thưởng 45% để tăng vốn cổ phần từ nguồn vốn chủ sở hữu, theo đó vốn điều lệ của công ty sẽ tăng lên 158 tỷ đồng.

Kế hoạch 2016: kế hoạch của công ty ở mức 1,800 tỷ doanh thu (-0.4%) và 43 tỷ đồng LNST (+5.6% yoy). Công ty phấn đấu đạt doanh thu 3,000 tỷ năm 2020.

TBD	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	905.7	661.6	1169.0	1185.2	1808.5
% tăng trưởng y-o-y		-27.0%	76.7%	1.4%	52.6%
LN sau thuế (tỷ đ)	43.2	26.2	41.4	23.9	40.7
% tăng trưởng y-o-y		-39.3%	58.0%	-42.2%	70.1%
EPS cuối kỳ (đ/cp)		3,972	4,367	2,197	3,738
Lợi nhuận gộp biên	30%	28%	24%	19%	16%
ROS	4.8%	4.0%	3.5%	2.0%	2.3%
ROE	21.3%	12.5%	15.5%	9.0%	15.0%
ROA	5.3%	3.3%	4.9%	2.3%	2.9%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	30,696	31,759	28,235	24,513	24,901
Tổng tài sản (tỷ đ)	820.9	785.7	850.0	1051.2	1385.0
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	202.6	209.6	267.8	267.1	271.3
Vốn điều lệ	66.0	66.0	94.8	109.0	109.0
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	1.72	1.46	1.20	1.76	2.38
TS dài hạn/ Tổng TS	0.14	0.12	0.10	0.08	0.06
Hệ số TT nhanh	0.68	0.54	0.62	0.49	0.59
Hệ số TT ngắn hạn	1.21	1.24	1.35	1.27	1.19
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu		154.20	92.96	86.31	115.13
Số ngày tồn kho		299.59	170.70	230.57	159.04
Số ngày phải trả		43.74	29.70	36.16	34.12
Vòng quay vốn lưu động		410.05	233.96	280.72	240.05

Nguồn: TBD, BSC Research

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà
havt@bsc.com.vn

ISH- CTCP THỦY ĐIỆN SROK PHU MIỀNG IDICO

Tại ngày 13/05/2016, cổ phiếu ISH đang được giao dịch ở mức VND 11,000/cổ phiếu, tương đương P/E và P/B lần lượt ở mức 13.28 và 1.7- mức tương đối cao so với trung bình ngành. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý, nếu tình cả tài sản vô hình là quyền sử dụng đất, P/B của doanh nghiệp đang ở mức 0.98- mức trung bình so với ngành.

CTCP thủy điện Srok Phu Miềng là đơn vị quản lý, vận hành và kinh doanh nhà máy thủy điện Srok Phu Miềng có công suất 51 MW gồm 2 tổ máy, cung cấp khoảng 228 triệu kWh/năm. Đây là nhà máy thủy điện có công suất tương đối nhỏ so với các doanh nghiệp niêm yết và là nhà máy thủy điện ở bậc thang thứ 3 trên sông Bé, sau thủy điện Thác Mơ và Cản Đơn. Do đó, hoạt động sản xuất kinh doanh của nhà máy phụ thuộc vào 2 nhà máy thủy điện ở bậc thang trên. Ngoài ra, ISH còn quản lý và vận hành nhà máy nước Bình Phước- IDICO với công suất thiết kế giai đoạn 1 là 5,000m3/ngày đêm. Công ty cũng tham gia vào hoạt động thi công xây lắp và khai thác vườn cao su. Trong đó, thủy điện đóng góp khoảng 95% doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

Kết quả kinh doanh suy giảm mạnh do hạn hán: quý 1/2016, công ty ghi nhận 14 tỷ đồng doanh thu và ghi nhận lỗ 16 tỷ đồng trong khi cùng kỳ đạt được 28 tỷ đồng doanh thu và 6 tỷ đồng lợi nhuận. Hạn hán diễn ra khắc nghiệt tại các tỉnh miền trung từ năm 2015 kéo dài đến nay đã làm sản lượng điện sản xuất của ISH giảm mạnh. Năm 2015, sản lượng điện thương phẩm chỉ đạt 178 kWh, giảm 35% so với năm 2014.

Cơ cấu vốn dần cải thiện nhưng khả năng thanh toán ngắn hạn kém: hệ số nợ vay/VCSH của doanh nghiệp giảm dần từ 1.23 năm 2013 xuống mức an toàn hơn là 0.8 năm 2015. Tính đến 31/3/2016, doanh nghiệp có dư nợ là 387 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là nợ vay dài hạn và có 170 tỷ đồng nợ vay nhận lại từ công ty mẹ là IDICO. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp chỉ vừa đủ để chi trả nợ gốc và lãi vay với mỗi năm khoảng 110 tỷ đồng. Chúng tôi lo ngại trong năm 2016, hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn do hạn hán thì dòng tiền của doanh nghiệp sẽ không đủ để chi trả nợ gốc và lãi vay. Đồng thời, khả năng thanh toán của doanh nghiệp cũng ở mức rất thấp.

Tài sản vô hình lớn: công ty hiện ghi nhận giá trị quyền sử dụng đất là 214 tỷ đồng, chiếm đến 22% tổng tài sản của công ty.

ISH	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	150	201	186	229	188
% tăng trưởng y-o-y		34%	-7%	23%	-18%
LN sau thuế (tỷ đ)	0.17	45.85	11.15	66.49	37.26
% tăng trưởng y-o-y		26465%	-76%	496%	-44%
EPS cuối kỳ (đ/cp)		1,019	248	1,478	828
Lợi nhuận gộp biên	59%	65%	56%	59%	49%
ROS	0%	23%	6%	29%	20%
ROE		11%	3%	14%	7%
ROA		4%	1%	6%	4%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	2,746	4,542	5,062	6,473	6,444
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,173	1,147	1,072	1,050	974
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	361	440	440	507	505
CPLH bình quân (Triệu cp)	45	45	45	45	45
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	1.52	1.03	1.23	0.93	0.80
TS dài hạn/ Tổng TS	0.96	0.97	0.97	0.95	0.95
Hệ số TT nhanh	0.18	0.19	0.17	0.39	0.26
Hệ số TT ngắn hạn	0.22	0.22	0.22	0.44	0.30
Năng lực HD					
Số ngày phải thu		28	34	52	63
Số ngày tồn kho		32	28	27	22
Số ngày phải trả		13	15	9	1

Nguồn: BSC research

Chuyên viên phân tích**Vũ Thu Hà**

havl@bsc.com.vn

ND2- CTCP Đầu tư và Phát triển Điện lực Miền Bắc 2

Tại ngày 13/5/2016, cổ phiếu ND2 đang được giao dịch với mức P/E= 10.47 và P/B=0.99- mức tương đối cao so với trung bình ngành

CTCP Đầu tư và Phát triển Điện lực Miền Bắc 2 là đơn vị quản lý, vận hành và kinh doanh nhà máy thủy điện Ngòi Phát- đặt tại tỉnh Lào Cai với công suất lắp đặt 72 MW gồm 3 tổ máy, sản lượng điện trung bình hàng năm khoảng 314 triệu kWh.

Năm 2015 là năm đầu tiên nhà máy thủy điện Ngòi Phát đi vào vận hành sản xuất, sản lượng điện thương phẩm đạt 377.94 triệu kWh, vượt 19% kế hoạch và vượt 24% so với công suất thiết kế bình quân. Năm 2015, trong khi miền Nam và miền Trung bị ảnh hưởng bởi hạn hán thì nguồn nước miền Bắc lại tương đối dồi dào, thuận lợi cho các nhà máy thủy điện.

Lợi nhuận quý 1/2016 thấp: quý 1/2016, ND2 ghi nhận 66 tỷ đồng doanh thu và 96 triệu đồng LNST. Trong khi doanh thu tăng 26% thì LNST lại giảm đến 53%. Nguyên nhân là quý 1/2016 ghi nhận chi phí quản lý doanh nghiệp là 4 tỷ đồng trong khi cùng kỳ 2015 chưa ghi nhận chi phí quản lý doanh nghiệp. Chúng tôi lưu ý mặc dù mức giảm lớn nhưng về số tuyệt đối LNST của quý 1/2016 giảm không đáng kể so với cùng kỳ 2015.

Nợ vay lớn: do nhà máy mới đi vào hoạt động nên nợ vay còn ở mức lớn, gấp 3 lần vốn chủ sở hữu tạo áp lực lên dòng tiền của doanh nghiệp trong những năm đầu.

Kế hoạch 2016 thấp: năm 2016, công ty đặt kế hoạch tiêu thụ 346 triệu kWh điện (-8%y.o.y) tương ứng doanh thu đạt 345 tỷ đồng (-11%y.o.y) và LNST đạt 46 tỷ đồng (-32%y.o.y). El Nino được dự báo sẽ kéo dài đến giữa năm 2016 và sau đó đến cuối năm sẽ xuất hiện La Nina. Do đó, chúng tôi nhận định doanh nghiệp có thể đạt được kế hoạch đề ra.

Cổ tức cao: với mức chi trả cổ tức 10% tiền mặt cho năm 2015 và dự kiến 2016, mức lợi tức hiện tại của cổ phiếu ND2 là khoảng 8.9%- mức lợi tức tương đối hấp dẫn.

Kế hoạch nâng công suất nhà máy thủy điện Ngòi Phát: công ty dự kiến nâng 15% công suất thiết kế với tổng vốn đầu tư khoảng 35 tỷ đồng, đem lại thêm khoảng 12 tỷ đồng doanh thu. Việc đầu tư sẽ được triển khai từ quý 2/2016.

Thoái vốn khỏi dự án khu đô thị thương mại Thủy Hoa: nhận thấy khó khăn nếu tiếp tục thực hiện dự án là khá lớn nên ND2 muốn tạm ngừng thực hiện, nhượng bán hoặc bàn giao lại dự án cho địa phương (tỉnh Lào Cai). Hiện tại ND2 đã đầu tư vào dự án khoảng 10.36 tỷ đồng.

ND2	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	-	-	-	-	374
% tăng trưởng y-o-y					
LN sau thuế (tỷ đ)	1	0	0	0	68
% tăng trưởng y-o-y		-93%	265%	-43%	45534%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	53	4	10	4	1632
Lợi nhuận gộp biên					69%
ROS					18%
ROE		0%	0%	0%	15%
ROA		0%	0%	0%	3%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,741	10,749	10,355	10,306	11,731
Tổng tài sản (tỷ đ)	907	1,140	1,503	2,034	2,056
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	217	217	374	436	495
CPLH bình quân (Triệu cp)	19	19	35	42	42
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	2.92	3.45	2.70	3.23	2.91
TS dài hạn/ Tổng TS	0.91	0.96	0.91	0.93	0.94
Hệ số TT nhanh	0.42	0.12	0.80	0.48	0.77
Hệ số TT ngắn hạn	0.42	0.12	0.80	0.48	0.83

Nguồn: BSC research

Chuyên viên phân tích**Vũ Thu Hà**

havl@bsc.com.vn

GHC- CTCP THỦY ĐIỆN GIA LAI

Tại ngày 13/5/2016, cổ phiếu GHC đang giao dịch với mức P/E= 7.67 và P/B =1.60- thấp hơn mức trung bình ngành

CTCP Thủy điện Gia Lai là đơn vị quản lý, vận hành và kinh doanh 2 nhà máy thủy điện nhỏ có tổng công suất 28.2 MW được đặt tại tỉnh Gia Lai gồm nhà máy thủy điện H'Chan (công suất 12MW) và nhà máy thủy điện H'Mun (công suất 16.2 MW).

Kết quả kinh doanh suy giảm mạnh do El Nino: quý 1/2016, GHC ghi nhận 13 tỷ đồng doanh thu và 5 tỷ đồng LNST, giảm lần lượt 41% và 55% so với cùng kỳ 2015. El Nino diễn ra gây hạn hán nghiêm trọng tại miền Trung và miền Nam từ 2015 kéo dài đến nay gây khó khăn cho sản xuất thủy điện. Sản lượng điện thương phẩm của GHC trong quý 1/2016 đã giảm 48% so với cùng kỳ.

Kế hoạch 2016 cao: công ty đặt kế hoạch điện thương phẩm là 120.50 triệu kWh tăng 29% so với thực hiện 2015, ứng với doanh thu đạt 141 tỷ đồng và LNST đạt 82 tỷ đồng. Xét đến ảnh hưởng của El Nino được dự báo kéo dài đến giữa năm 2016 và kết quả kinh doanh quý 1/2016, chúng tôi nhận định đây là mức kế hoạch tương đối cao. Tuy nhiên, nếu La Nina xảy ra vào cuối năm 2016 thì doanh nghiệp có thể hoàn thành kế hoạch sản xuất kinh doanh do 1/3 sản lượng điện thương phẩm của doanh nghiệp tập trung trong quý 4- mùa nước chính.

Kỳ vọng từ công ty liên kết: GHC sở hữu 30% vốn góp (tương ứng với 12 tỷ đồng) tại nhà máy thủy điện Thượng Lộ có công suất 6 MW. Nhà máy đi vào hoạt động từ tháng 10/2015. Việc nhà máy hoạt động cho cả năm 2016 có thể mang lại lợi nhuận từ công ty liên kết cho GHC, giúp cải thiện kết quả kinh doanh. Ngoài ra công ty đang thực hiện góp vốn đầu tư dự án thủy điện A Lin B1 có công suất 42 MW gồm 3 tổ máy đặt tại tỉnh Thừa Thiên Huế với tổng số vốn góp hiện tại là 45 tỷ đồng-tương ứng với 15%. Nhà máy dự kiến sẽ vận hành thương mại vào năm 2017.

Nguồn lực tài chính mạnh: doanh nghiệp có cơ cấu vốn an toàn, nợ vay thấp, khả năng thanh toán được đảm bảo. Nợ gốc được thanh toán nhanh giúp giảm chi phí lãi qua các năm. Doanh nghiệp cũng sở hữu lượng tiền mặt lớn, chiếm đến 16% tổng tài sản trong năm 2015.

Cổ tức cao: nhờ có dòng tiền dồi dào, mức chi trả cổ tức của doanh nghiệp ở mức cao -30% tiền mặt cho năm 2015. Năm 2016 công ty dự kiến tiếp tục chi trả mức cổ tức 30% ứng với mức lợi tức là 13%

Chuyển sàn sang HOSE: trong năm 2016 công ty sẽ thực hiện chuyển sàn niêm yết từ UpCom sang HOSE

GHC	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	103	132	132	125	120
% tăng trưởng y-o-y		28%	0%	-5%	-5%
LN sau thuế (tỷ đ)	36	69	58	56	63
% tăng trưởng y-o-y		94%	-15%	-5%	13%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	3,569	6,913	5,849	4,698	3,000
Lợi nhuận gộp biên	66%	73%	71%	64%	59%
ROS	35%	52%	44%	45%	53%
ROE		49%	43%	27%	22%
ROA		18%	16%	14%	15%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	13,273	14,467	12,657	13,942	14,268
Tổng tài sản (tỷ đ)	387	364	353	428	417
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	134	146	128	287	294
CP bình quân (Triệu cp)	10	10	10	20.5	20.5
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	1.71	1.37	1.34	0.26	0.19
TS dài hạn/ Tổng TS	0.87	0.88	0.88	0.73	0.76
Hệ số TT nhanh	0.93	0.90	0.48	1.30	1.10
Hệ số TT ngắn hạn	0.96	0.93	0.50	1.32	1.12
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu		40	44	47	68
Số ngày tồn kho		16	16	17	18
Số ngày phải trả		46	15	9	2

Nguồn: BSC research

Chuyên viên phân tích**Chu Tuấn Phong**

Phongct@bsc.com.vn

PSP – CTCP cảng dịch vụ dầu khí Đình Vũ

Tại ngày 13/5/2016, PSP giao dịch tại mức giá 10,700 đồng/cp, tương đương với mức định giá P/E và P/B lần lượt ở mức 127x và 8.09x

PSP là doanh nghiệp cảng có quy mô tương đối nhỏ tại Hải Phòng, với công suất thiết kế khoảng 250.000 TEU, diện tích bãi container 80.000 m², kho CFS là 1.620m². Khoảng 3 năm gần đây, nguồn hàng chủ yếu của PSP chủ yếu khai thác các tàu chuyển sang từ VSC do cảng Green Port đã hoạt động vượt công suất (VSC góp 11.36% vốn vào PSP). Năm 2015, sản lượng VSC chuyển sang khai thác tại PSP đạt khoảng 180.000 TEUs, chiếm khoảng 70% sản lượng của PSP.

Tăng trưởng doanh thu giảm mạnh. Trong các năm 2013, 2014 doanh thu tăng trưởng với tốc độ cao, lần lượt ở mức 40% và 51% chủ yếu nhờ sản lượng container chuyển sang từ cảng Green Port của VSC. Trong năm 2015, sản lượng container chuyển sang từ VSC giảm mạnh do VSC xây dựng thêm cảng mới Vip-Green Port và đưa vào sử dụng từ tháng 11.2015. Trong dài hạn, sau khi cảng Vip-Green Port đi vào hoạt động 2 cầu cảng, nguồn hàng chuyển qua từ VSC sẽ giảm mạnh. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy, do việc xây dựng cầu Bạch Đằng, các cảng trên thượng lưu sông Cấm sẽ bị hạn chế phát triển, các cảng trên bán đảo Đình Vũ hưởng lợi (PSP nằm ngoài cầu Bạch Đằng), vì vậy, PSP hoàn toàn có thể tìm được các hãng tàu thay thế nguồn hàng thiếu hụt từ VSC.

Hiệu quả hoạt động không cao. Biên lợi nhuận gộp của PSP năm 2015 chỉ đạt 30%, thấp hơn đáng kể so với các cảng đối thủ trong khu vực Hải Phòng như DVP, VSC hay DXP do không chủ động được nguồn hàng, phải trả phí môi giới cao cho VSC khi chuyển hàng sang PSP khai thác. Thêm vào đó, máy móc trang bị là các cầu quay, hoạt động kém hiệu quả hơn hẳn so với các cầu QC, làm tăng chi phí.

Các hệ số thanh toán ở mức an toàn. Các hệ số thanh toán nhanh và thanh toán hiện thời đều ở mức khá cao (năm 2015 thanh toán nhanh và thanh toán hiện thời đều trên 1) cho thấy nguồn tiền của PSP đủ thanh toán các khoản nợ tới hạn trong thời gian tới.

PSP	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	184	134	187	283	276
% tăng trưởng y-o-y		-27%	40%	51%	-2%
LN sau thuế (tỷ đ)	-24	1	11	26	34
% tăng trưởng y-o-y		-105%	925%	134%	30%
EPS cuối kỳ (đ/cp)		3	30	65	84
Lợi nhuận gộp biên	20%	29%	24%	23%	30%
ROS	-13%	1%	6%	9%	12%
ROE	-8%	0%	3%	9%	8%
ROA	-4%	0%	2%	4%	5%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)		1,021	1,102	1,127	1,322
Tổng tài sản (tỷ đ)	607	612	651	659	709
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	292	310	358	417	448
CPLH bình quân (Triệu cp)	313	330	367	400	400
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH		0.98	0.82	0.58	0.58
TS dài hạn/ Tổng TS		0.83	0.75	0.71	0.73
Hệ số TT nhanh		1.81	1.95	2.59	1.46
Hệ số TT ngắn hạn		1.88	2.03	2.73	1.60
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu		166.56	125.06	102	147.18
Số ngày tồn kho		15.37	16.30	20	32.25
Số ngày phải trả		73.95	90.66	304	106.90

Nguồn: BSC research,

Phụ lục 01: Danh sách 30 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất UpCom

STT	Mã	Tên Công ty	Vốn hóa (tỷ đ)	VĐL (tỷ đ)	Tổng TS	DT2015	LN2015	Biên LNG	ROS	ROE	ROA	Nợ/VCSH	Cổ tức	Giá ngày 13/05/2016	Giá tại ngày 02/06/2016	P/E	P/B	KLTB 10 ngày
1	VEF	CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam	13,078	1,666	1,717	65	29	-28%	45fPh%	3%	3%	-	n/a	75,800	80,000	1,838.94	7.81	53,870
2	MSR	CTCP tài nguyên Masan	13,022	80	26,670	2,665	84	29%	3%	1%	0%	1.29	N/A	20,200	20,700	10.13	1.30	477,920
3	NHN	CTCP Phát triển đô thị Nam Hà Nội	6,000	2,000	25,307	4,920	795	33%	16%	16%	4%	0.55	N/A	30,000	30,000	7.55	0.84	170
4	TVN	Tổng công ty Thép Việt Nam	5,288	6,780	13,724	17,094	133	7%	1%	2%	1%	0.66	n/a	7,700	8,200	41.83	0.82	4,410
5	SDI	CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng	4,644	1,200	5,390	381	537	39%	141%	23%	7%	0.51	n/a	39,000	41,800	9.35	2.18	134,360
6	GEX	Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam	3,643	1,550	4,918	8,383	456	13%	5%	15%	9%	0.17	10%	23,200	24,400	8.30	1.26	544,760
7	SAS	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	3,551	1,315	1,993	1,996	12	37%	1%	1%	1%	0.5	0%	27,500	26,700	296.91	2.65	7,110
8	VGC	Tổng công ty Viglacera - CTCP	3,333	2,645	11,663	7,820	328	22%	5%	11%	3%	0.68	0%	13,300	15,100	11.98	1.21	173,680
9	SGP	CTCP Cảng Sài Gòn	2,747	380	3,194	1,126	35	34%	9%	8%	3%	1.45	N/A	13,400	12,500	4.93	0.85	133,680
10	VGG	Tổng CTCP May Việt Tiến	2,533	280	3,327	1,514	77	13%	5%	31%	11%	0.08	#N/A	63,900	60,500	9.94	2.09	47,300
11	TIS	Công ty Cổ phần Gang thép Thái Nguyên	1,704	2,840	10,999	7,899	87	7%	1%	2%	1%	2.62	0%	5,600	6,000	17.04	0.65	16,930
12	DNW	CTCP Cấp nước Đồng Nai	1,700	1,000	3,272	831	139	36%	17%	11%	4%	1.21	6%	17,200	17,200	15.38	1.32	480
13	CDN	CTCP cảng Đà Nẵng	1,584	1,550	993	573	131	35%	23%	16%	13%	0.22	10%	25,000	22,600	26.74	1.17	5,780
14	DDV	DDV- CTCP DAP-VINACHEM	1,344	1,461	3,032	2,540	49	12%	2%	3%	2%	0.78	6%	9,300	8,200	23.56	0.80	164,390
15	VLC	TCT Chăn nuôi Việt Nam	1,212	631	1,488	2,640	100	14%	4%	9%	7%	0.02	N/A	19,300	18,200	10.77	0.96	444,820

16	SGN	CTCP Phục vụ mặt đất Sài Gòn	1,194	141	327	599	87	37%	15%	42%	27%	-	0%	86,000	91,500	15.40	6.16	760
17	VPD	CTCP Phát triển Điện lực Việt Nam	1,130	1,000	2,877	441	43	47%	10%	4%	1%	1.41	0%	11,200	11,200	24.19	1.02	28,610
18	SWC	Tổng CTCP Đường Sông Miền Nam	1,006	671	1,124	216	67	23%	31%	7%	6%	0.06	6%	15,000	15,500	13.15	1.04	150,980
19	TDM	CTCP nước thủ dầu một	855	141	860	101	87	63%	35%	12%	4%	1.83	8%	28,500	17,600	8.94	1.19	90
20	HBI	CTCP HBI	724	510	4,334	7	10	16%	143%	2%	0%	2.44	N/A	14,200	22,800	46.56	2.23	-
21	NNG	CTCP Công nghiệp-dịch vụ-thương mại Ngọc Nghĩa	724	525	1,884	1,857	56	29%	3%	9%	3%	1.45	10%*	14,400	14,300	14.43	1.10	2,300
22	MTA	Tổng Công ty khoáng sản và thương mại Hà Tĩnh	683	1,101	2,247	1,305	87	15%	10%	8%	4%	0.28	n/a	6,700	5,000	6.40	0.36	118,080
23	ABI	CTCP Bảo hiểm Ngân Hàng Nông Nghiệp Việt Nam	608	380	1,293	784	82	8%	10%	15%	6%	-	12%	16,000	17,200	5.68	1.17	23,890
24	NCS	CTCP Suất ăn Hàng Không Nội Bài	596	80	193	466	7	20%	13%	48%	32%	0.52	24%	75,000	73,900	9.74	4.65	4,060
25	WSB	CTCP bia Sài Gòn-Miền Tây	587	109	1,117	826	95	18%	12%	21%	9%	1.43	25%	38,000	37,800	14.23	1.43	1,420
26	TBD	Tổng công ty Thiết bị điện Đồng Anh	584	109	1,385	1,808	41	16%	2%	15%	3%	2.38	30%	53,500	63,000	16.85	2.38	4,690
27	ISH	CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng IDICO	495	450	974	188	37	49%	20%	7%	4%	0.8	0%	11,000	11,000	13.28	1.70	-
28	ND2	CTCP Đầu tư và Phát triển Điện Lực Miền Bắc 2	482	415	2,056	374	68	69%	18%	15%	3%	2.91	10%	11,600	11,600	7.11	0.97	4,770
29	GHC	CTCP THỦY ĐIỆN GIA LAI	471	205	417	120	63	59%	53%	22%	15%	0.19	30%	23,000	23,000	7.67	1.60	1,770
30	PSP	CTCP cảng dịch vụ dầu khí Đình Vũ	428	1,315	709	276	34	30%	12%	8%	5%	0.58	5%	10,700	11,700	334.39	1.16	7,070

Nguồn: BSC research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

