

Công ty Cổ phần bóng đèn Điện Quang (DQC – HSX)

Trông chờ vào sự bùng nổ của đèn LED

- Lợi nhuận bị ảnh hưởng đáng kể khi không còn doanh thu tài chính từ Cuba
- Đón đầu sự bùng nổ của đèn LED tại Việt Nam

Quan điểm và Định giá:

Bắt đầu từ 2017, KQKD của DQC sẽ đứng trước thách thức không nhỏ khi không còn đóng góp của doanh thu tài chính từ Cuba cũng như thị trường xuất khẩu. Bù lại, việc đèn LED ngày càng trở nên phổ biến hứa hẹn sẽ là động lực tăng trưởng mới cho doanh nghiệp trong những năm sắp tới. Với chất lượng ổn định cùng thương hiệu quốc gia Điện Quang, chúng tôi cho rằng DQC hoàn toàn có thể tận dụng được xu hướng này, dù phải đối mặt với cạnh tranh không nhỏ từ các doanh nghiệp nhỏ lẻ và sản phẩm từ Trung Quốc.

Chúng tôi dự báo sẽ cần nhiều thời gian để lợi nhuận và EPS của DQC lấy lại được mốc cao so với giai đoạn 2013-2016. Điều này, cộng hưởng với những ảnh hưởng từ cuộc thanh tra liên quan đến nguyên chủ tịch của DQC, đã khiến giá cổ phiếu DQC giảm mạnh hơn 40% từ mức đỉnh tháng 7/2016. Tại mức giá hiện tại, DQC vẫn đang giao dịch ở mức P/E 2017 là 15,6x, cao nhất trong lịch sử (xem thêm Phụ lục), và do đó vẫn hoàn toàn có khả năng giảm sâu hơn nữa. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phương pháp định giá P/E sẽ không phản ánh được hết lợi nhuận tiềm năng mà công ty có thể đạt được trong những năm sắp tới khi thị trường đèn LED tại Việt Nam có sự bùng nổ. Do đó, sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, với giả định CAGR đèn LED của DQC giai đoạn 2016-2021 là 36%, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của DQC là **49.400 đồng**. Nếu giá cổ phiếu giảm về vùng hấp dẫn, NĐT cần lựa chọn thời điểm mua vào thích hợp do chúng tôi chưa nhận thấy động lực để cổ phiếu tăng giá trong ngắn hạn.

(*) Chúng tôi lưu ý, các thông tin doanh số của từng loại sản phẩm, từng phân khúc thị trường cũng như ước tính về thị phần trong ngành chiếu sáng không được cung cấp từ doanh nghiệp nên chuyên viên sử dụng số ước tính và tham khảo của các bên thứ ba độc lập.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	1.083	1.035	1.022	1.191
% tăng trưởng	-11,5	-4,4	-1,3	16,6
Lợi nhuận sau thuế	207	203	115	134
% tăng trưởng	-13,3	-1,7	-43,6	16,7
Tỷ suất LNST (%)	19,1	19,6	11,2	11,2
ROA (%)	13,7	12,8	7,4	7,9
ROE (%)	19,2	17,8	9,9	11,2
EPS (VND)	6.573	5.915	3.001	3.501
EPS điều chỉnh	6.018	5.915	3.001	3.501
Giá trị sổ sách (VND)	34.314	33.316	33.817	34.818
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.500	4.000	2.500	2.500
P/E (x)	8,7	10,5	15,6	13,4
P/BV (x)	1,6	1,8	1,4	1,3

Nguồn: Báo cáo tài chính DQC, Rong Việt tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 13/07/2017

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)

46.800

Giá mục tiêu (VND)

49.400

Thời gian đầu tư

Dài hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành

Hàng gia dụng

Vốn hóa (tỷ đồng)

1.494

SLCPDLH

31.917.000

Beta

0,41

Free Float (%)

50,5

Giá cao nhất 52 tuần

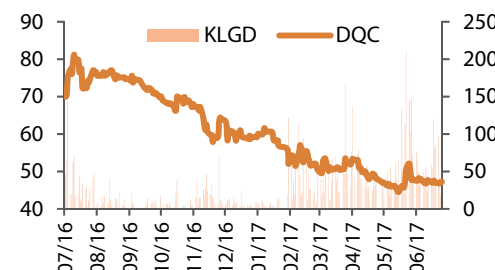
79.795

Giá thấp nhất 52 tuần

44.545

KLGD bình quân 20 phiên (cp)

109.245



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DQC	-8	-41	105
VNIndex	6	16	30
VN30 Index	9	16	19

Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Thái Nga	12,93
Amersham Industries Limited	11,76
Hồ Quỳnh Hưng	7,33
Nguyễn Thái Quỳnh Lê	6,99
Trần Thị Linh	6,98
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	49,00

Nguyễn Đức Hiếu

(084) 028- 6299 2006 – Ext: 1514

Hieu.nd@vdsc.com.vn

Một trong 2 nhà sản xuất thiết bị chiếu sáng hàng đầu Việt Nam

CTCP bóng đèn Điện Quang (DQC) là một trong 2 nhà sản xuất hàng đầu Việt Nam về các thiết bị chiếu sáng và điện dân dụng, bên cạnh CTCP bóng đèn phích nước Rạng Đông (RAL). Với thương hiệu được xây dựng trong hơn 40 năm, các sản phẩm đèn LED, đèn compact, bóng đèn và thiết bị điện của công ty được người tiêu dùng trong nước biết đến rộng rãi, đặc biệt là tại thị trường miền Nam.



Bắt đầu từ năm 2013, DQC tiến hành sản xuất và kinh doanh rộng rãi các sản phẩm đèn LED. Trong chuỗi giá trị về đèn LED, DQC thực hiện phần trung và hạ nguồn: nhập chip LED rồi tiến hành dán chip, lắp ráp và thiết kế đèn. Ngoại trừ chip LED phải nhập khẩu, hầu hết các linh kiện công ty đều có thể tự sản xuất nên tỷ lệ nội địa hóa lên tới 90%. Chất lượng của chip LED và linh kiện là yếu tố quyết định chất lượng của sản phẩm.

Bảng 1: Chuỗi giá trị sản xuất đèn LED

	Thượng nguồn			Trung nguồn		Hạ nguồn
	Đế Wafer	Khối bán dẫn (Die)	Gói chip LED (LED package)	Carrier	Bóng và Module LED	Thiết bị chiếu sáng LED
Mô tả	Tấm đế để xây dựng các chip trên đó.	Sau khi điều chế tính chất điện, đế Wafer được cắt ra thành các die (chip)	Một hoặc nhiều chip được gắn vào khung và bọc nhựa đóng thành gói	Một hoặc nhiều gói chip được dán vào bảng mạch	Nguồn sáng chính, cấu thành từ nhiều LED carrier, tản nhiệt và trình điều khiển	Sản phẩm hoàn chỉnh, gồm khung lắp với nguồn sáng
Đặc trưng thị trường	Cần vốn lớn do yêu cầu cao về R&D và quy mô sản xuất			Có thể thực hiện ở quy mô nhỏ, chỉ cần lắp ráp		
Rào cản gia nhập	Cao			Thấp		
Nhà SX	Các công ty chuyên SX LED và bán dẫn (Cree, Nichia ...)			Các doanh nghiệp sản xuất đèn (Philips, Osram ...)		
Khách hàng chính	Các doanh nghiệp sản xuất, gia công đèn			Hệ thống bán buôn, người tiêu dùng cá nhân và tổ chức		

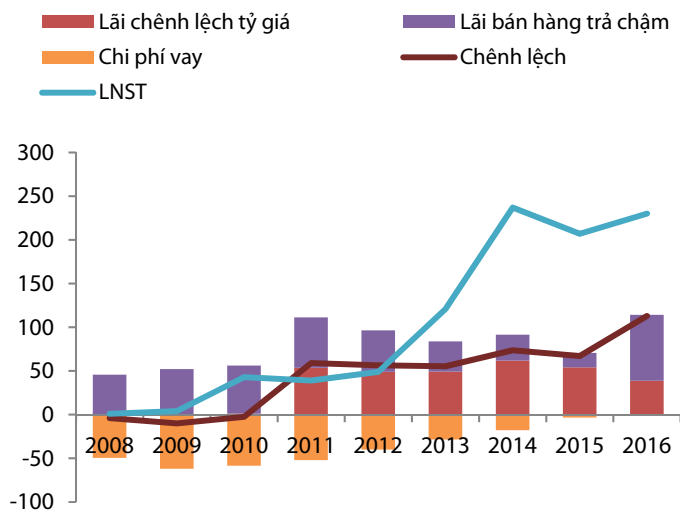
Nguồn: Báo cáo BCG, RongViet Research

Chúng tôi đánh giá 2017 sẽ đánh dấu một trang mới của DQC khi mà tình hình của doanh nghiệp có những chuyển biến đáng kể so với quá khứ, kể cả tích cực và tiêu cực:

Lợi nhuận sụt giảm đáng kể khi không còn doanh thu tài chính từ đối tác Cuba

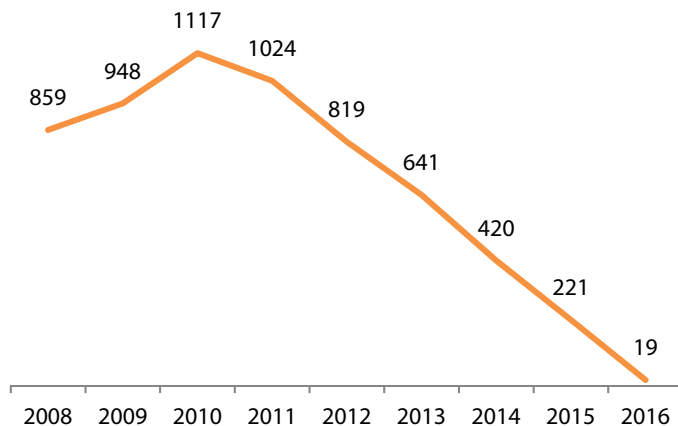
Năm 2007, DQC ghi nhận khoản phải thu rất lớn với Consumimport (Cuba) với khả năng thu hồi bị bỏ ngỏ, và doanh nghiệp phải vay nợ lớn từ BIDV để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Việc thiếu vốn cũng để lại hệ quả đến tận hôm nay, khiến DQC đi sau RAL trong việc phát triển thị trường và kênh phân phối. Bù lại, khi số tiền này được thanh toán dần bằng USD trong giai đoạn 2008-2016, DQC ghi nhận doanh thu tài chính không nhỏ, bao gồm lãi chênh lệch tỷ giá và lãi bán hàng trả chậm. Tựu trung lại, khoản phải thu tương là khó đòi này mỗi năm đem về từ 50-70 tỷ lợi nhuận cho DQC, và đỉnh điểm là 100 tỷ trong năm 2016. Tuy nhiên, với việc khoản phải thu đã gần như được xử lý xong, lợi nhuận của DQC từ 2017 sẽ không còn được “tài trợ” từ nguồn này nữa.

Hình 1: Nguồn thu tài chính đóng góp lớn cho DQC 2008-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính DQC

Hình 2: Khoản phải thu từ Cuba sẽ không còn từ 2017 (tỷ đồng)



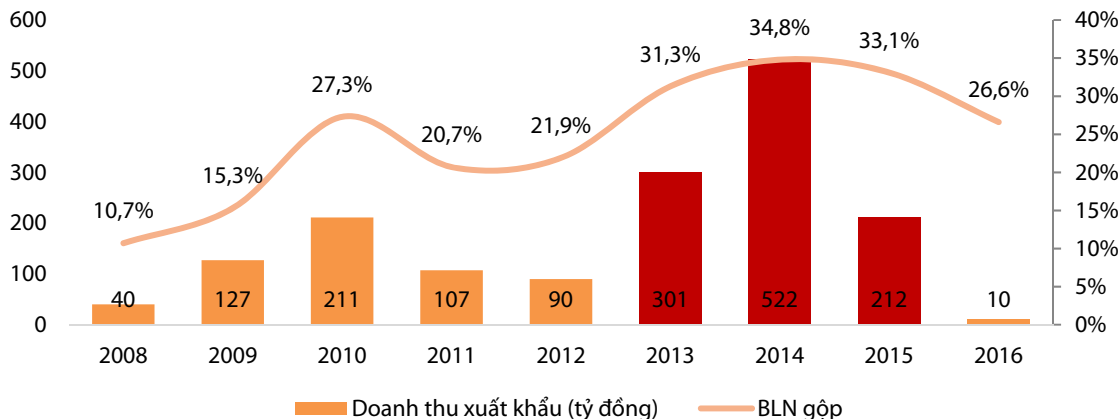
Nguồn: Báo cáo tài chính DQC

Thị trường xuất khẩu không khả thi

Thị trường xuất khẩu của DQC thật ra đã cho thấy những dấu hiệu khó khăn trong vài năm trở lại đây. Dù doanh thu xuất khẩu tăng mạnh trong giai đoạn 2013-2015, phần lớn trong số đó đến từ việc công ty thanh lý lô hàng Compact tồn từ 2007 (khoảng 200 tỷ trong 2013, 400 tỷ trong 2014 và phần lớn trong 2015). Giá vốn thấp của lô hàng là một trong những nguyên nhân chính cho việc biên lợi nhuận của DQC trong giai đoạn này có sự đột phá rõ rệt.

Bắt đầu từ 2016, khi không còn đóng góp của lô hàng trên, những khó khăn trên thị trường xuất khẩu mới hiện rõ. DQC không cạnh tranh được với các doanh nghiệp Trung Quốc, vốn có giá thành sản phẩm thấp hơn nhờ năng lực sản xuất quy mô lớn và tính chuyên môn hóa cao. Trung Quốc hiện là nước có ngành công nghiệp sản xuất LED lớn nhất trên thế giới, và tình trạng dư cung trong nước buộc các doanh nghiệp sản xuất đèn LED và cả đèn truyền thống của nước này phải tìm đầu ra ở các thị trường bên ngoài. Khi mà tình trạng này vẫn còn kéo dài, doanh thu xuất khẩu được dự đoán sẽ đóng góp không đáng kể vào doanh thu chung của DQC.

Hình 3: Doanh thu xuất khẩu đột biến giúp cải thiện biên lợi nhuận trong 2013-2015



Nguồn: DQC, RongViet Research

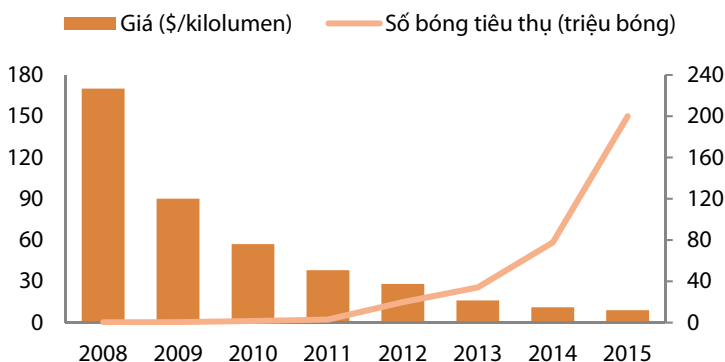
Động lực tăng trưởng mới từ đèn LED

Gặp khó trên thị trường xuất khẩu, nhiều khả năng từ 2017 doanh thu của DQC sẽ hoàn toàn phụ thuộc vào thị trường trong nước. Dựa trên những đánh giá về thị trường đèn LED, chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực tăng trưởng của DQC trong vài năm tới để phần nào bù đắp thiếu hụt từ nguồn doanh thu tài chính của đối tác Cuba.

Giai đoạn bùng nổ của đèn LED tại Việt Nam đang tới

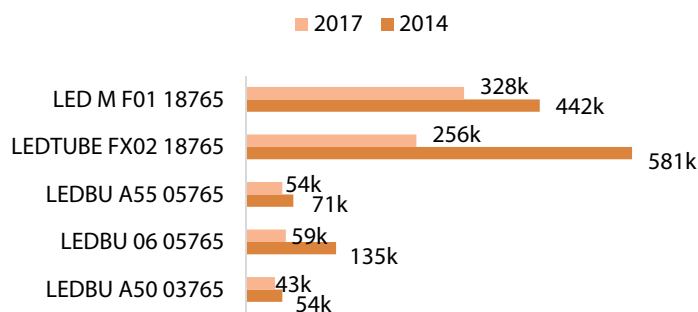
"Giá đèn LED sẽ giảm một nửa trong 5 năm tới" - đó là dự đoán của Zia Eftekhari, CEO của Philips Bắc Mỹ, đưa ra năm 2011. Khi ấy, đèn LED có ưu thế vượt trội cả về độ sáng, tiết kiệm điện, cũng như tuổi thọ so với đèn huỳnh quang hay compact, và giá thành cao là rào cản gần như duy nhất để sản phẩm đến được tay người tiêu dùng. Quả thật, nhờ công nghệ ngày càng hiện đại và quy mô sản xuất lớn, giá của đèn LED đã giảm rất mạnh theo thời gian. Đơn cử, giá bóng LED loại A, loại bóng đèn phổ thông nhất, tại Mỹ đã giảm tới 90% so với thời điểm bắt đầu xuất hiện năm 2008. Tại Việt Nam, giá nhiều sản phẩm LED của DQC cũng đã giảm 30-40% so với thời điểm cách đây 3 năm, mức giảm khá tương đương với xu hướng trên thế giới. Nhiều chuyên gia trong ngành dự đoán rằng xu hướng giảm giá của đèn LED sẽ tiếp tục trong một vài năm tới, và điều này sẽ thúc đẩy tỷ lệ thâm nhập của đèn LED, khi mà hiện tại vẫn còn khoảng cách giữa giá của đèn LED và đèn truyền thống.

Hình 4: Giá bóng LED A tại Mỹ giảm giúp kích cầu tiêu thụ



Nguồn: US Department of Energy

Hình 5: Giá đèn LED của DQC giảm theo xu hướng chung

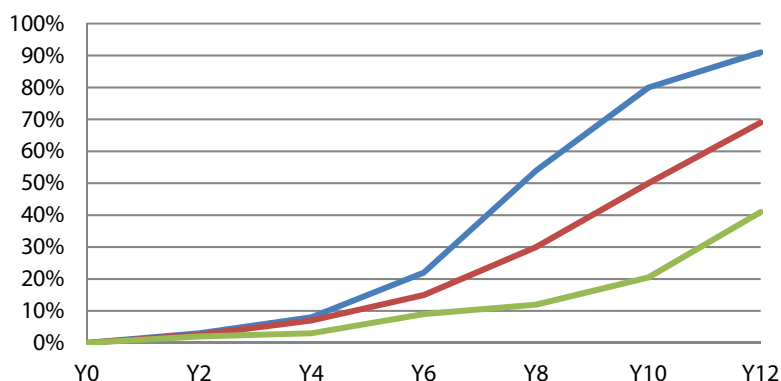


Nguồn: DQC, RongViet Research tổng hợp

Nghiên cứu của McKinsey chỉ ra rằng trong vòng đời của một công nghệ mới như TV màn hình phẳng hay máy quay kỹ thuật số, các sản phẩm này phải mất từ 5-7 năm để có thể đạt được mức độ thâm nhập

10%. Sau đó, tỷ lệ này chỉ mất thêm 1-3 năm để tăng lên 20%, và tăng rất nhanh trong khoảng thời gian còn lại. Ước tính về tỷ lệ thâm nhập đèn LED trên thế giới của Statista cũng cho thấy diễn biến tương tự khi đèn LED bắt đầu được thị trường biết đến và sử dụng vào năm 2010, tỷ lệ thâm nhập đạt 10% sau 5 năm, nhưng chỉ 2 năm sau đã vọt lên 26%.

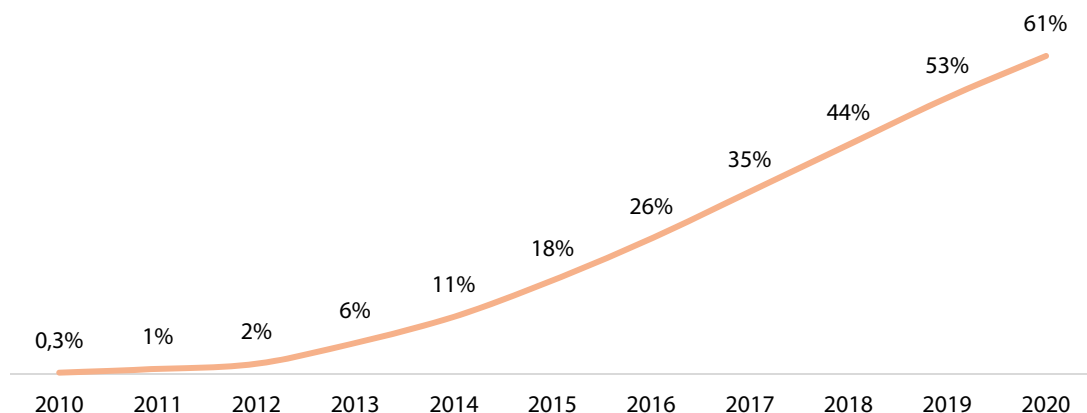
Hình 6: Tỷ lệ thâm nhập của các công nghệ mới theo thời gian



Nguồn: McKinsey

	Số năm để đạt 10%	Số năm để đạt 20%
TV phẳng	5 năm	1 năm
Camera KTS	5 năm	2 năm
Smartphone	7 năm	3 năm

Hình 7: Ước tính tỷ lệ thâm nhập đèn LED trên thế giới



Nguồn: Statista

Tại Việt Nam, đèn LED xuất hiện muộn hơn khi mà phải đến năm 2013 các công ty như DQC, RAL mới bắt đầu xúc tiến thương mại hóa. Do đó, dựa trên những nghiên cứu về vòng đời sản phẩm, cũng như ước tính doanh số đèn LED những năm vừa qua của DQC và RAL, **chúng tôi cho rằng hiện tỷ lệ thâm nhập của đèn LED ở Việt Nam đang rơi vào mức 10%. Như vậy, thị trường chiếu sáng Việt Nam trong khoảng 3-4 năm tới đây hứa hẹn sẽ chứng kiến sự bùng nổ của các sản phẩm LED.**

Đón đầu nhu cầu này, DQC đang tiến hành xây dựng nhà máy LED mới tại khu CNC Quận 9, vốn đầu tư 600 tỷ, trong đó giai đoạn 1 là 330 tỷ (chủ yếu là xây dựng cơ bản), hoạt động vào quý 2/2018, nâng công suất lên 40 triệu bóng LED/năm. Nhà máy mới được miễn thuế trong 4 năm đầu, và ưu đãi 50% thuế trong 9 năm tiếp theo.

Tốc độ chuyển đổi từ đèn truyền thống sang đèn LED có sự khác nhau ở từng phân khúc

Có thể chia thị trường chiếu sáng ra làm 4 phân khúc chính sau đây:

- **Chiếu sáng dân dụng:**

Thời gian hoạt động trung bình của một bóng đèn trong các hộ gia đình thường ít hơn 2h/ngày. Mức tiêu thụ điện năng vì vậy thấp hơn các phân khúc khác (bóng đèn phải hoạt động trên 10h/ngày), trong khi nhận thức về tính ưu việt của đèn LED còn chưa cao và vẫn còn khoảng cách giá giữa đèn LED và đèn truyền thống. Đây là nguyên nhân khiến tốc độ chuyển đổi còn chậm.

- **Chiếu sáng thương mại:**

Phân khúc này bao gồm chiếu sáng văn phòng, nhà hàng, cửa hiệu ... Nhu cầu xây mới nhiều cũng như chu kỳ sửa chữa, nâng cấp ngắn (khoảng 1,5-2 năm/lần) khiến cho tốc độ chuyển đổi sang đèn LED ở mảng này là cao nhất.

- **Chiếu sáng công nghiệp:**

Tốc độ chuyển đổi cao nhưng còn phụ thuộc vào chi phí tiết kiệm được từ việc chuyển đổi hệ thống đèn có đáng kể so với tổng chi phí điện năng của doanh nghiệp sản xuất.

- **Chiếu sáng đường phố:**

Các thành phố của Việt Nam chủ yếu vẫn sử dụng đèn thủy ngân cao áp hoặc sodium cao áp cho hệ thống chiếu sáng công cộng như Hà Nội 52%, Bắc Giang 65%, Tuyên Quang 100%, Bến Tre 83%... Theo Trung tâm Tiết kiệm năng lượng TP Hồ Chí Minh, điện năng dùng cho chiếu sáng tại Việt Nam chiếm đến 35% tổng điện năng tiêu thụ trong khi trên thế giới tỷ lệ này chỉ chiếm khoảng 16-17%. Như vậy, khi mà chủ trương tiết kiệm năng lượng và nâng cao hiệu suất chiếu sáng công cộng được đẩy mạnh, dư địa phát triển của đèn LED tại phân khúc này là rất lớn. Chẳng hạn, ước tính tiềm năng thị trường Hồ Chí Minh có thể lên tới 100-200 triệu USD. Tuy nhiên, tốc độ chuyển đổi sẽ rất chậm do sự phụ thuộc vào nguồn ngân sách nhà nước trong khi nguồn vốn xã hội hóa là chưa nhiều.



Để tận dụng tăng trưởng ở từng phân khúc, DQC hiện đang triển khai bán hàng qua 5 kênh:

- **Kênh truyền thống (với hơn 150 nhà phân phối và 15.000 điểm bán lẻ) và kênh hiện đại (trung tâm điện máy, siêu thị, cửa hàng tiện lợi):**

Các đại lý, tiệm điện là phần không thể thiếu trong hệ thống phân phối của doanh nghiệp. Tuy vậy, cạnh tranh ở kênh này là rất lớn giữa RAL, Mạnh Phương cũng như các doanh nghiệp nhỏ lẻ và các sản phẩm của Trung Quốc. Lợi thế cạnh tranh của DQC không cao do công ty bán hàng thông qua các nhà phân phối lớn, trong khi nhiều doanh nghiệp nhỏ sẵn sàng ký gửi hàng và áp dụng mức chiết khấu rất cao trực tiếp cho tiệm điện.

- **Kênh bán hàng trực tiếp cho các công trình dự án:**

Cạnh tranh cao ở kênh truyền thống là lý do DQC định hướng đẩy mạnh kênh công trình trong thời gian gần đây. DQC không mạnh trong phân khúc dự án bất động sản, mà tập trung vào phân khúc các doanh nghiệp có nhu cầu thay đổi hệ thống chiếu sáng để tiết kiệm chi phí điện. Không như kênh truyền thống, cạnh tranh trong kênh này chỉ diễn ra giữa các tên tuổi lớn như RAL, Duhal, hay Paragon. Năm 2016,

doanh thu kênh công trình tăng trưởng tới 68% so với năm 2015. Khách hàng của DQC hiện tại chủ yếu là các doanh nghiệp trong lĩnh vực dệt may và da giày.

- **Kênh website và kênh showroom:**

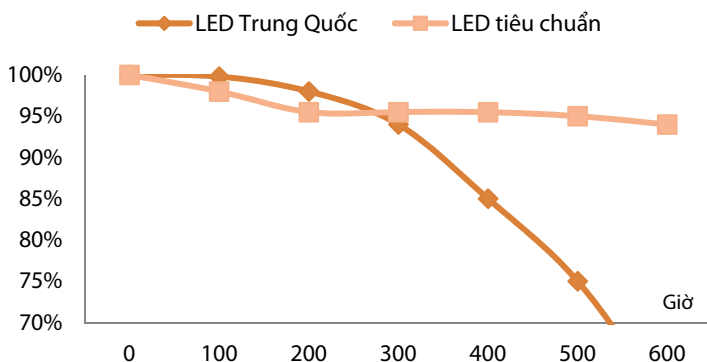
Bán hàng qua 2 kênh này, kết hợp với đội ngũ nhân viên tư vấn, là giải pháp để DQC tạo sự khác biệt và cung cấp các dịch vụ có giá trị gia tăng cao tới khách hàng.

Thị trường đèn LED phân mảng gây ra khó khăn ngắn hạn nhưng trong dài hạn, các doanh nghiệp có tên tuổi như DQC vẫn sẽ chiếm ưu thế

Thị trường đèn LED tuy tăng trưởng cao nhưng cạnh tranh cũng khốc liệt hơn nhiều. Trái với việc sản xuất các sản phẩm bóng đèn truyền thống vốn là lợi thế của các doanh nghiệp quy mô lớn, sản xuất đèn LED có rào cản gia nhập thấp. Các doanh nghiệp nhỏ lẻ có thể dễ dàng nhập, ghép và bán các sản phẩm được lắp ráp sơ sài, chất lượng không cao với giá thấp và thực hiện quay vòng vốn nhanh. Cộng thêm sự tràn ngập của đèn Trung Quốc, khó khăn về mặt thị trường vẫn đang là vấn đề lớn nhất đối với DQC.

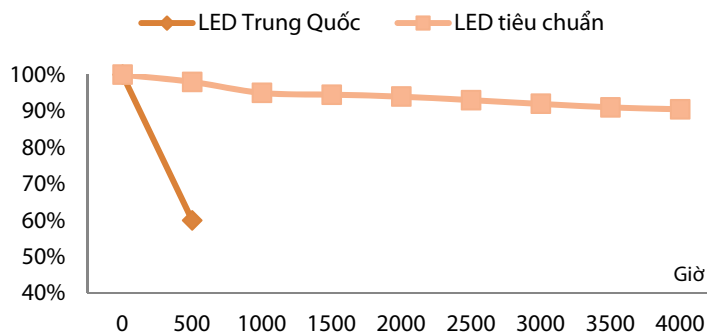
Giá thành của một bóng đèn LED giá rẻ Trung Quốc bằng khoảng 1/2 giá của DQC, nhưng tuổi thọ thực tế chỉ đạt 500 giờ, tức 1% so với tiêu chuẩn thông thường là 50.000 giờ. Như vậy, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng người tiêu dùng sẽ dần nhận thức được lợi ích về mặt kinh tế khi sử dụng các sản phẩm chất lượng. Thương hiệu, uy tín được xây dựng nhiều năm của công ty là đảm bảo để khách hàng lựa chọn sản phẩm của DQC. Đây là điều đã từng xảy ra đối với đèn Compact trong quá khứ, khi mà các sản phẩm của DQC và RAL cũng bị lấn át bởi đèn Compact Trung Quốc nhưng đã từng bước chiếm lĩnh niềm tin của người tiêu dùng.

Hình 8: Quang thông của LED khi hoạt động tại Ts 105 độ C



Nguồn: Nghiên cứu của RAL

Hình 9: Quang thông của LED khi hoạt động tại 60 độ C



Nguồn: Nghiên cứu của RAL

Thêm vào đó, không như việc kinh doanh các loại đèn truyền thống mà khách hàng chủ yếu mua bóng và các thiết bị đi kèm riêng lẻ, **sự xuất hiện của đèn LED đi cùng xu hướng người tiêu dùng ưa chuộng hơn những hệ thống chiếu sáng được thiết kế hoàn chỉnh.** Điều này đòi hỏi các doanh nghiệp trong ngành không chỉ sản xuất đơn thuần mà còn phải tạo sự khác biệt qua việc cung cấp các dịch vụ tư vấn, thiết kế và sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn như đèn thay đổi theo thời tiết, tâm trạng, điều khiển thông minh... Đó là lý do kể từ khi tiến hành thương mại hóa đèn LED, DQC thay đổi định vị từ một công ty sản xuất nguồn sáng sang một doanh nghiệp cung cấp giải pháp chiếu sáng, phát triển từ thiết kế mẫu mã, kiểu dáng đến tư vấn giải pháp và chăm sóc khách hàng. Đây là lợi thế sân nhà của DQC mà các doanh nghiệp nhỏ lẻ hay nhiều công ty từ Trung Quốc không có được.

Tuy vậy, vẫn cần thiết phải có một công cụ quản lý tiêu chuẩn chất lượng cho đèn LED từ phía các cơ quan quản lý. Tiến trình hiện tại mới chỉ đang bước đầu xây dựng các dự thảo dán nhãn năng lượng cho đèn LED hay dự thảo về lộ trình phát triển ngành công nghiệp chiếu sáng LED tới 2025. **Vì vậy, chúng tôi cho rằng 2-3 năm tới mới là điểm tổng hòa các yếu tố thuận lợi cho DQC.**

Dự phóng KQKD

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng đèn LED của DQC dựa trên những giả thiết sau:

- Tỷ lệ thâm nhập đèn LED sẽ đi theo xu hướng của thế giới, nhưng có độ trễ 2 năm: tăng từ 10% năm 2016 lên 45% vào năm 2021.
- Thị phần đèn LED của DQC (ước tính theo sản lượng tiêu thụ) tăng từ 1,8% lên 7,0% vào 2021.
- Giá bán trung bình tiếp tục giảm do những cải tiến về công nghệ.

Bảng 2: Dự phóng tăng trưởng doanh thu đèn LED của DQC

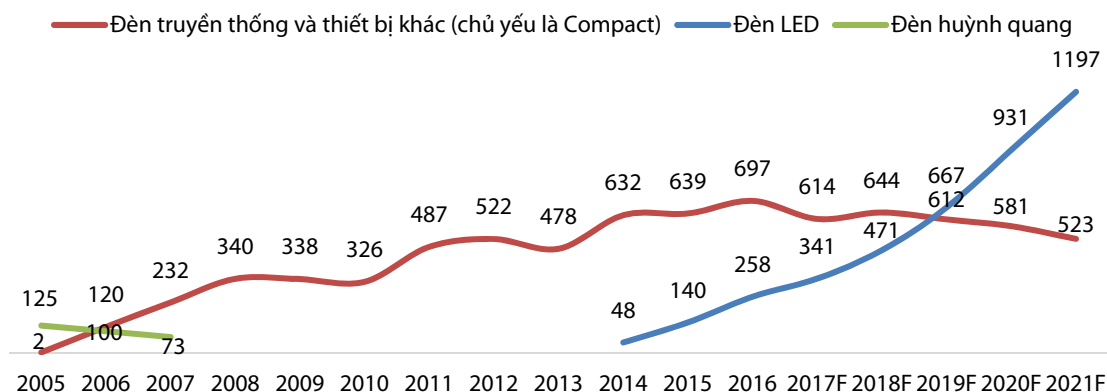
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
1. Base khách hàng thị trường chiếu sáng		100	100	100	100	100	100
2. Tỷ lệ thâm nhập của đèn LED trên thị trường chiếu sáng		10,0%	16,5%	24,0%	31,0%	38,0%	45,0%
3. Thị phần đèn LED DQC		1,8%	2,6%	3,3%	4,3%	5,6%	7,0%
4. Base khách hàng LED DQC (1 x 2 x 3)		0,18	0,43	0,79	1,33	2,13	3,15
5. Phần khách hàng LED DQC tăng thêm			0,25	0,36	0,54	0,80	1,02
6. Tăng trưởng sản lượng đèn LED DQC (theo 5)			39%	45%	49%	47%	29%
7. Biến động giá bán trung bình đèn LED			-5%	-5%	-5%	-5%	0%
8. Tăng trưởng doanh thu đèn LED DQC (6 x 7)	195%	84%	32%	38%	42%	40%	29%

Nguồn: RongViet Research dự phóng

Như vậy, theo tính toán doanh thu đèn LED của DQC vẫn có khả năng tăng trưởng mạnh trong khoảng 4-5 năm tới (CAGR 2016-2021: 36%) trước khi có sự suy giảm nhất định. Lý do là khi tỷ lệ thâm nhập đạt mức tương đối, tăng trưởng lượng người mới chuyển sang sử dụng đèn LED sẽ sụt giảm, trong khi nhu cầu thay mới đèn LED của những người dùng cũ lại thấp do đèn LED có tuổi thọ rất cao. Đến 2020, dự kiến đèn LED sẽ chiếm khoảng 60% doanh thu so với mức 25% của năm 2016.

Mức dự phóng này khá tương đồng với quá trình tăng trưởng của công nghệ đèn Compact của DQC trong quá khứ tại thị trường nội địa. Đèn Compact bắt đầu xuất hiện trên thị trường từ khoảng 2002-2003, nhưng doanh thu đèn Compact của DQC phải đến 2006-2011 mới có sự nhảy vọt (CAGR: 32%) trước khi mức CAGR trở về 7% cho giai đoạn 2011-2016. Với sự xuất hiện của đèn LED, đèn Compact sẽ dần bị thay thế và đối mặt với tăng trưởng âm, giống như trường hợp của đèn huỳnh quang khi đèn Compact ra đời.

Hình 10: Ước tính DT đèn LED, Compact, và huỳnh quang của DQC tại thị trường nội địa (tỷ đồng)



Nguồn: DQC, RongViet Research

Biên lợi nhuận gộp khó có thể quay về mốc của giai đoạn 2013-2015, dự đoán dao động quanh ngưỡng 27-28% như năm 2016. Chúng tôi ước tính trong 2017, DQC có thể đạt được doanh thu thuần là 1.022 tỷ (-1% YoY) và LNST là 115 tỷ (-44% YoY). EPS 2017 sau khi trích quỹ khen thưởng phúc lợi (10%) đạt 3.001 đồng.

Quan điểm và định giá

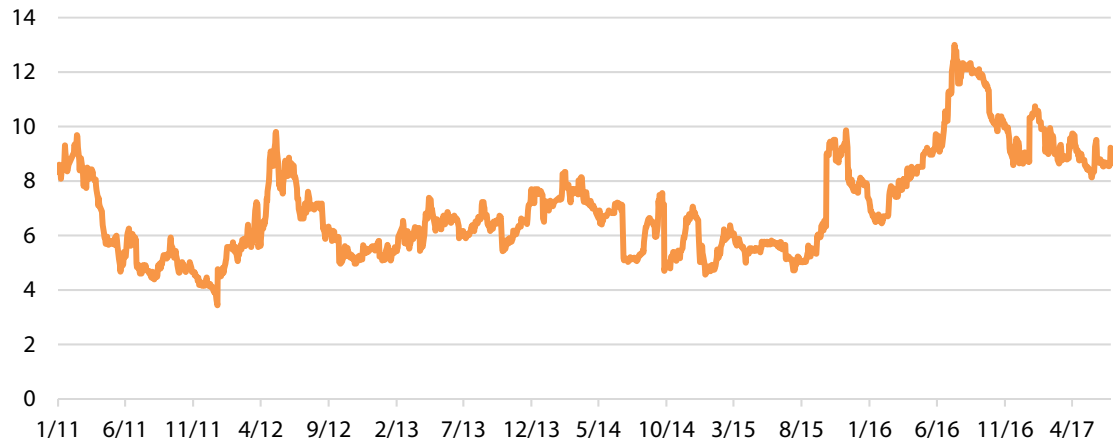
Bắt đầu từ 2017, KQKD của DQC sẽ đứng trước thách thức không nhỏ khi không còn đóng góp của doanh thu tài chính từ Cuba cũng như thị trường xuất khẩu. Bù lại, việc đèn LED ngày càng trở nên phổ biến hứa hẹn sẽ là động lực tăng trưởng mới cho doanh nghiệp trong những năm sắp tới. Với chất lượng ổn định cùng thương hiệu quốc gia Điện Quang, chúng tôi cho rằng DQC hoàn toàn có thể tận dụng được xu hướng này, dù phải đối mặt với cạnh tranh không nhỏ từ các doanh nghiệp nhỏ lẻ và sản phẩm từ Trung Quốc.

Chúng tôi dự báo sẽ cần nhiều thời gian để lợi nhuận và EPS của DQC lấy lại được mốc cao so với giai đoạn 2013-2016. Điều này, cộng hưởng với những ảnh hưởng từ cuộc thanh tra liên quan đến nguyên chủ tịch của DQC, đã khiến giá cổ phiếu DQC giảm mạnh hơn 40% từ mức đỉnh tháng 7/2016. Tại mức giá hiện tại, DQC vẫn đang giao dịch ở mức P/E 2017 là 16x, cao nhất trong lịch sử (xem thêm Phụ lục), và do đó vẫn hoàn toàn có khả năng giảm sâu hơn nữa. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phương pháp định giá P/E sẽ không phản ánh được hết lợi nhuận tiềm năng mà công ty có thể đạt được trong những năm sắp tới khi thị trường đèn LED tại Việt Nam có sự bùng nổ. Do đó, sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, với giả định CAGR đèn LED của DQC giai đoạn 2016-2021 là 36%, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của DQC là **49.400 đồng**. Nếu giá cổ phiếu giảm về vùng hấp dẫn, NĐT cần lựa chọn thời điểm mua vào thích hợp do chúng tôi chưa nhận thấy động lực để cổ phiếu tăng giá trong ngắn hạn.

PHỤ LỤC

Thị trường trả mức P/E bao nhiêu cho DQC?

Theo dữ liệu từ Bloomberg, lịch sử DQC được giao dịch ở mức P/E trượt trung bình là 10 lần



Nguồn: Bloomberg tại ngày 02/07/2017

Trong trường hợp tách riêng thu nhập tài chính có được từ đối tác Cuba và chỉ xét riêng phần lợi nhuận của hoạt động kinh doanh cốt lõi, chúng tôi tính toán phần lợi nhuận này của DQC được chấp nhận ở mức P/E trung bình 12 lần.

	2013	2014	2015	2016
1. Phần đóng góp từ Cuba (tỷ đ)	55,3	73,6	67,2	113,0
2. Số cổ phiếu cuối kỳ	24.424.679	24.424.679	31.458.342	34.359.416
3. EPS từ Cuba	1.813	2.410	1.708	2.631
4. EPS tổng	4.965	9.687	6.573	5.915
5. EPS hkd cốt lõi	3.152	7.277	4.865	3.285
6. Giá đóng cửa cuối kỳ	33.700	55.500	57.000	62.000
7. Giá đóng cửa loại trừ EPS từ Cuba	31.887	53.090	55.292	59.369
8. P/E cho HĐKD cốt lõi	10,1x	7,3x	11,4x	18,1x

Nguồn: RongViet Research tính toán

Tổng kết lại, có thể thấy thị trường trong quá khứ chấp nhận mức P/E từ 10-12 lần cho cổ phiếu DQC. Mức này cũng khá tương đương với một số cổ phiếu ngành chiếu sáng trong khu vực. EPS 2017 và 2018, theo Rong Viet Research ước tính đạt lần lượt 3.001 đồng và 3.501 đồng.

Bảng 3: So sánh với các công ty trong ngành

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VND)	Tăng trưởng LNST 2016	Tăng trưởng LNST 2015	BLN Gộp 2016	BLN Thuần 2016	ROE 2016	ROA 2016	P/E trượt	P/E dự phóng
Điện Quang	Việt Nam	1.618	-2%	-13%	27%	20%	16%	13%	9,3	15,5
Rạng Đông	Việt Nam	1.570	57%	43%	21%	5%	25%	7%	9,5	n/a
Zheyang Yankon	Trung Quốc	31.718	18%	31%	27%	10%	15%	8%	20,5	16,7
NVC Lighting	Hồng Kông	8.761	191%	-116%	27%	4%	6%	3%	15,3	n/a
Luxpia	Hàn Quốc	192	-34%	16%	24%	4%	5%	5%	23,3	n/a
Lite-on Technology	Đài Loan	88.094	31%	10%	14%	4%	12%	4%	12,1	11,1
Everlight Electronic	Đài Loan	16.084	-1%	-16%	24%	6%	10%	5%	12,8	10,9
Strongled lightng	Đài Loan	611	-26%	37%	36%	7%	10%	6%	12,6	n/a
Trung bình					25%	6%	12%	5%	15,1x	

Nguồn: Bloomberg tại ngày 02/07/2017

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	1.019	1.035	1.022	1.191
Giá vốn	724	760	752	864
Lãi gộp	294	275	270	327
Chi phí bán hàng	124	99	107	125
Chi phí quản lý	61	70	60	70
Thu nhập từ HĐTC	118	144	42	29
Chi phí tài chính	27	2	3	3
Lợi nhuận khác	5	1	1	1
LN từ liên doanh, liên kết	1	4	2	2
Lợi nhuận trước thuế	206	254	144	160
Thuế TNDN	58	50	29	25
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	1	1	1
Lợi nhuận sau thuế	144	203	115	134
EBIT	174	107	103	131
EBITDA	200	129	135	176

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
------------------	--------	--------	---------	---------

Tăng trưởng (%)

Doanh thu	-16,7	1,6	-1,3	16,6
EBITDA	-19,9	-35,5	4,7	30,4
EBIT	-22,9	-38,5	-3,8	27,8
Lợi nhuận sau thuế	-39,0	40,8	-43,6	16,7
Tổng tài sản	-13,6	5,0	-2,2	8,8
Vốn chủ sở hữu	11,9	6,0	1,5	3,0

Khả năng sinh lợi (%)

LN gộp / Doanh thu	28,9	26,6	26,4	27,4
EBITDA / Doanh thu	19,6	12,4	13,2	14,8
EBIT / Doanh thu	17,0	10,3	10,0	11,0
LNST / Doanh thu	14,2	19,6	11,2	11,2
ROA	9,5	12,8	7,4	7,9
ROCE	14,3	8,7	8,2	10,1
ROE	13,4	17,8	9,9	11,2

Hiệu quả hoạt động

Vòng quay kh. phải thu	2,1	3,3	4,0	4,0
Vòng quay hàng tồn kho	2,8	2,7	2,8	2,8
Vòng quay khoản phải trả	2,4	2,4	2,5	2,2

Khả năng thanh toán

Hiện hành	3,9	3,5	3,6	2,8
Nhanh	3,1	2,7	2,7	2,0

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng nợ / Vốn CSH	0,0	4,2	0,0	0,0
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	4,2	0,0	0,0
Vay dài hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tiền	288	323	239	184
Đầu tư tài chính ngắn hạn	145	328	320	285
Các khoản phải thu	489	309	255	298
Tồn kho	260	285	271	311
Tài sản ngắn hạn khác	11	9	10	10
Tài sản cố định hữu hình	78	76	200	341
Tài sản cố định vô hình	82	98	97	96
Đầu tư vào liên doanh, liên kết	74	73	76	78
Tài sản dài hạn khác	87	88	88	88
TỔNG TÀI SẢN	1.514	1.589	1.554	1.691
Tiền hàng phải trả và ứng trước	302	311	301	389
Vay và nợ ngắn hạn	0	48	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn khác	73	4	4	4
Khoản phải trả dài hạn khác	50	72	83	96
Quỹ đầu tư phát triển công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	426	435	388	490
Vốn đầu tư của CSH	659	688	688	688
Cổ phiếu quỹ	-41	-41	-41	-41
Lợi nhuận giữ lại	200	192	186	194
Lợi nhuận/lỗ khác	38	0	0	0
Nguồn kinh phí và quỹ khác	223	306	329	355
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	1.079	1.145	1.162	1.196
Lợi ích cổ đông thiểu số	4	5	5	5

LƯU CHUYỂN TIẾNG

	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
LNTT	268	254	144	160
Khấu hao	17	(0)	32	45
Các điều chỉnh	(40)	(10)	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(142)	(7)	29	(20)
Tiền thuần từ HĐKD	103	237	206	184
Thay đổi TSCĐ	(22)	(10)	(155)	(185)
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	398	(172)	2	2
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	1	7	0	0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	376	(175)	(153)	(183)
Nhận/trả lại vốn góp	94	29	0	0
Vay mới/trả nợ vay	(310)	48	(48)	0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	(147)	(105)	(88)	(56)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	(364)	(28)	(136)	(56)
Tiền đầu năm	173	288	322	239
Tiền thuần trong kỳ	116	35	(84)	(55)
Tiền cuối kỳ	288	322	239	184

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán, VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP. Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này, Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**