

Tăng ấn tượng trong năm 2012

• **Doanh thu tăng mạnh và chi phí được kiểm soát tốt đã đem lại kết quả kinh doanh ấn tượng năm 2012.** Doanh thu sản phẩm thùng carton, chiếm 89% và 90% tổng doanh thu 2011 và 2012, tăng 28%, đóng góp chủ yếu vào tốc độ tăng trưởng tổng doanh thu 25% lên 351 tỷ đồng trong 2012 (biểu đồ 1 và 2, trang 2). Kết quả này đến từ thành công trong việc tăng giá bán, đặc biệt đối với khách hàng lớn nhất – VNM – đóng góp khoảng 70% mức tiêu thụ của VPK hàng năm. Ngoài ra, một lượng giấy nguyên liệu được tồn kho với giá thấp từ cuối năm 2011 cũng giúp VPK chỉ ghi nhận mức tăng 8.8% về chi phí nguyên liệu trực tiếp. Chi phí này thường chiếm 71% - 77% tổng chi phí sản xuất của VPK (biểu đồ 3 và 4, trang 2). Kết quả là, biên lợi nhuận gộp của sản phẩm carton tăng 3.4 điểm phần trăm từ 22.3% lên 25.7% và nâng biên LN gộp chung từ 19% lên 24% (biểu đồ 5, trang 3). Hơn nữa, nhờ chi phí lãi vay và khoản lỗ tỷ giá giảm chi phí tài chính ghi nhận mức giảm 53% xuống 4 tỷ đồng, giúp nâng LNTT lên 53 tỷ đồng (+93% so với cùng kỳ) và LN ròng lên 49 tỷ đồng (+88% so với cùng kỳ). Tổng kết, VPK ghi nhận vượt 23% chỉ tiêu doanh thu và đạt mức LNST gấp 2.7 lần so với kế hoạch 2012.

• **Lợi nhuận sụt giảm theo kế hoạch năm 2013.** VPK đặt mục tiêu tăng doanh thu 2.5% lên 360 tỷ đồng trong năm 2013. Tuy nhiên, lo ngại khả năng chi phí sản xuất tăng vì giá giấy nguyên liệu ở mức cao, VPK đặt mục tiêu LNST thấp hơn 55% so với kết quả 2012. Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch này là khá thận trọng đối với VPK, tương tự như sự cẩn trọng của công ty trong việc đặt kế hoạch kinh doanh trong hai năm gần đây. Ví dụ trong 2011, công ty cũng báo cáo kết quả kinh doanh với doanh thu và LNST vượt 22% và gấp 2 lần so với kế hoạch đề ra (biểu đồ 6 và 7, trang 3).

• **Khả năng vượt kế hoạch trong năm nay.** Chúng tôi dự phóng VPK có khả năng vượt kế hoạch doanh thu khoảng 9% và LNST khoảng 83% trong 2013. Nhu cầu tiêu thụ từ các khách hàng lớn truyền thống như VNM, TAC, Vocarimex đem lại mức tăng trưởng ổn định cho VPK. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng xấp xỉ 12% lên 394 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên LN gộp dự kiến giảm xuống 20% do chúng tôi không kỳ vọng khả năng tăng giá bán và khả năng chi phí tăng trong năm nay. Kết quả là, dự báo LNTT sẽ giảm 9% xuống 48 tỷ đồng. LN ròng ước giảm nhiều hơn khoảng 17% xuống 41 tỷ đồng do thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tăng gấp đôi từ 7.5% lên 15%.

• **TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu là 33,000 đồng.** Mức giá mục tiêu của chúng tôi được thiết lập dựa trên phương pháp P/E với hệ số P/E 6.5x và EPS dự phóng năm 2013. Sau khi sụt giảm mạnh trong năm 2008, VN-Index đã hồi phục nhẹ và đi ngang trong giai đoạn 2009 – 2010, trong khi chỉ số P/E của VPK giao động ở mức 6.5 - 6.8x. Trong 2 năm gần đây (2011-2012), VN-Index trong xu hướng giảm dần trong khi P/E của công ty giảm xuống mức 2.0 - 4.3x. Năm nay, chúng tôi kỳ vọng xu hướng VN-Index sẽ tương tự như giai đoạn 2009-2010, do đó chúng tôi kỳ vọng P/E của VPK ở mức 6.5x. Mức giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn 7.3% so với giá hiện tại là 35,600. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu này.

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu VND33,000
Giá hiện tại VND 35,600

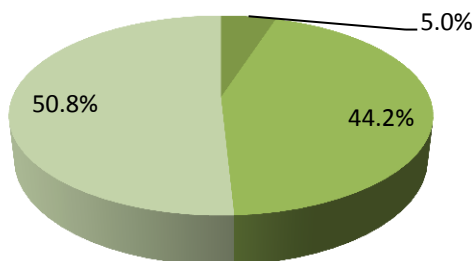
Nguyễn Hoàng Bích Ngọc
(+84-8) 5413-5478
ngocnguyen@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã cổ phiếu	VPK
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	80
CP đang lưu hành (triệu)	8
Vốn hóa (tỷ đồng)	244
Biên độ 52 tuần (đồng)	9,100 – 33,200
KLGD trung bình 3 tháng	93,281
Beta	0.73
Sở hữu nước ngoài	15.01%
Ngày niêm yết đầu tiên	21/12/2006

Cổ đông lớn

VOCARIMEX	44.16%
Phạm Trung Lâm	5.00%



Biên độ giá

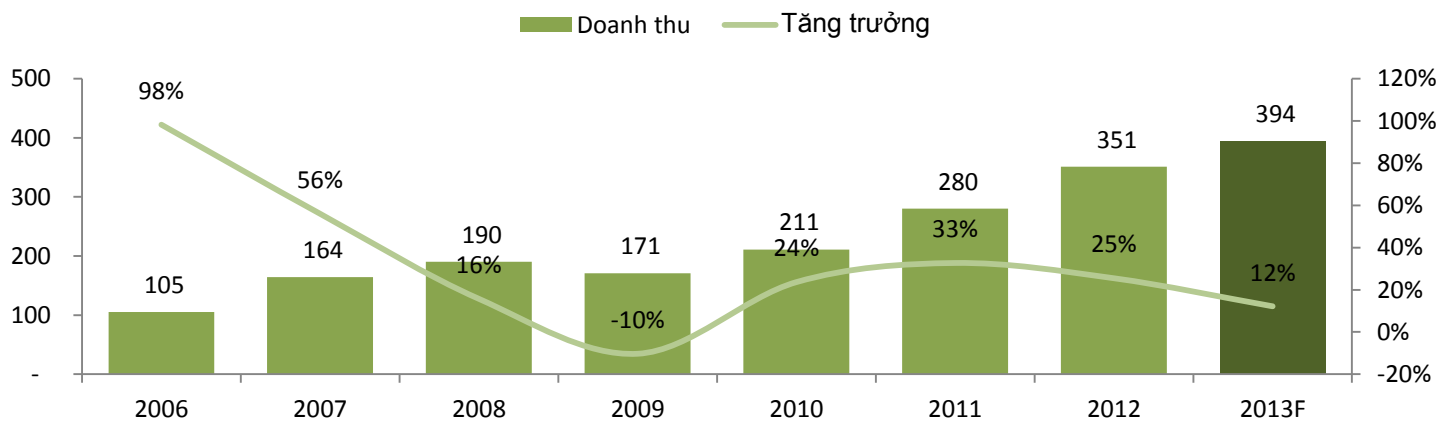
	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	+3.8	+12.2	+20.6
Phần trăm (%)	+14.6	+69.3	+224



(tỷ đồng)	FY10	FY11	FY12	FY13	
				Kế hoạch	PHS dự phóng
Doanh thu thuần	211	280	351	360	394
% biên LN gộp	18%	19%	24%		20%
% biên LN HĐKD	6%	10%	15%		12%
EBT	12	27	53		48
EAT	11	26	49	22	41
% tăng so với cùng kỳ	12%	133%	88%		-17%
EPS	1,388	3,236	6,091		5,083
BVPS	9,391	12,626	17,127		20,210
P/E	6.5	2.0	4.3		
P/B	1.0	0.5	1.5		

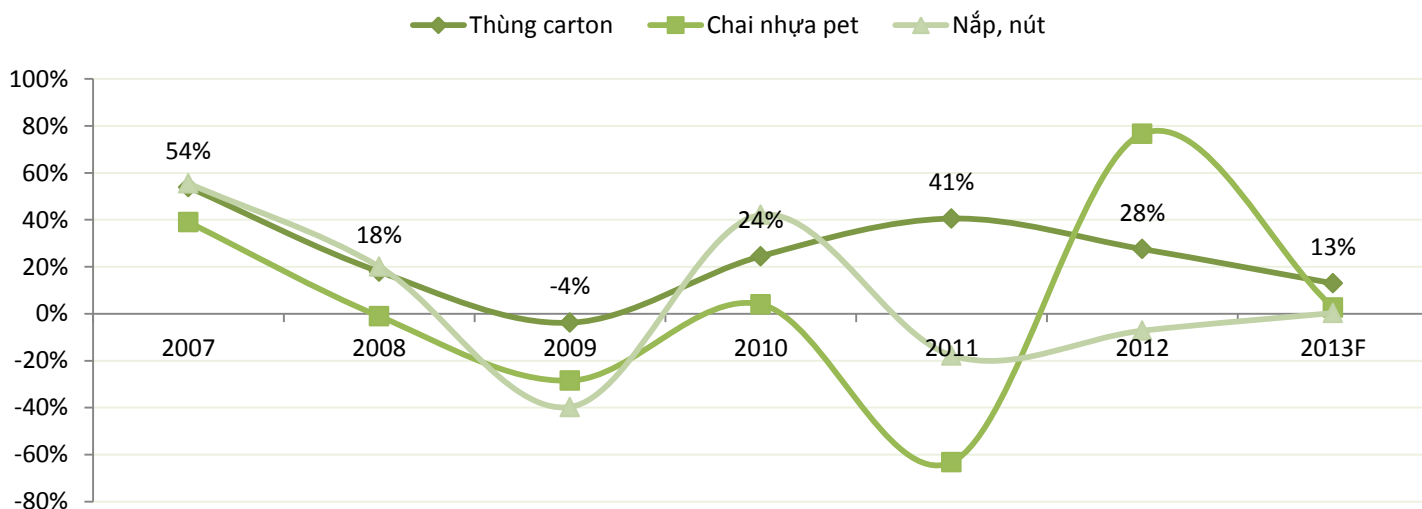
Nguồn: VPK, PHS

BIỂU ĐỒ 1 – Tốc độ tăng trưởng doanh thu của VPK



Nguồn: VPK, PHS

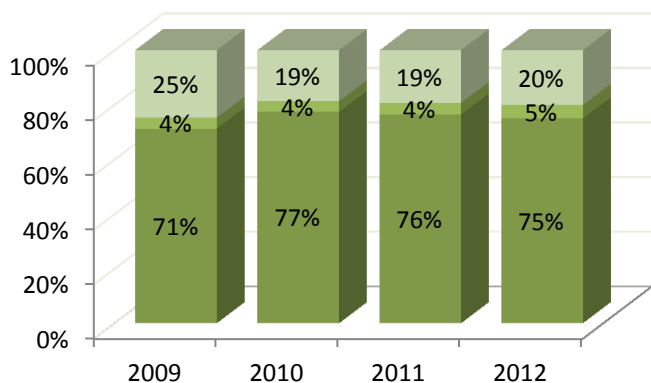
BIỂU ĐỒ 2 – Tốc độ tăng trưởng doanh thu theo từng loại sản phẩm



Nguồn: VPK, PHS

BIỂU ĐỒ 3 – Cơ cấu chi phí sản xuất của VPK

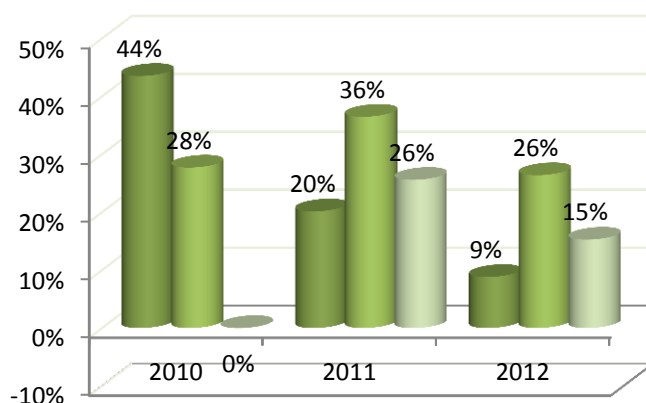
CP nguyên vật liệu trực tiếp (Direct material costs), CP nhân công trực tiếp (Direct labor costs), CP sản xuất chung (Overhead costs)



Nguồn: VPK, PHS

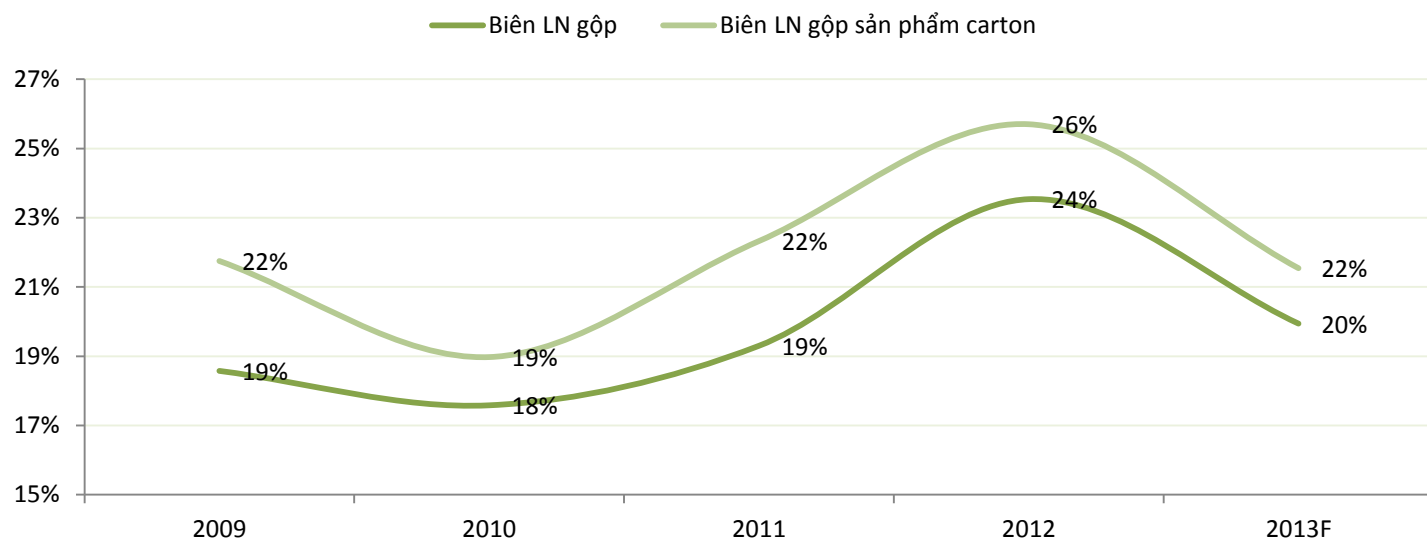
BIỂU ĐỒ 4 – Mức tăng chi phí sản phẩm của VPK

CP nguyên vật liệu trực tiếp (Direct material costs), CP nhân công trực tiếp (Direct labor costs), CP sản xuất chung (Overhead costs)



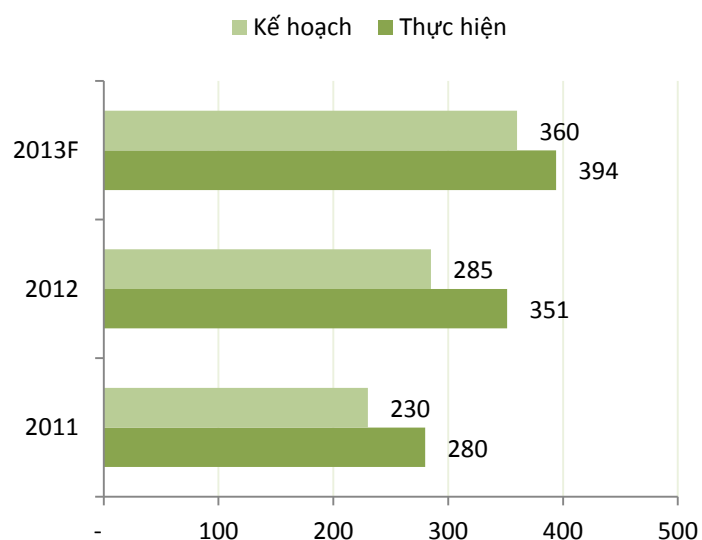
Nguồn: VPK, PHS

BIỂU ĐỒ 5 – Biên lợi nhuận gộp của VPK



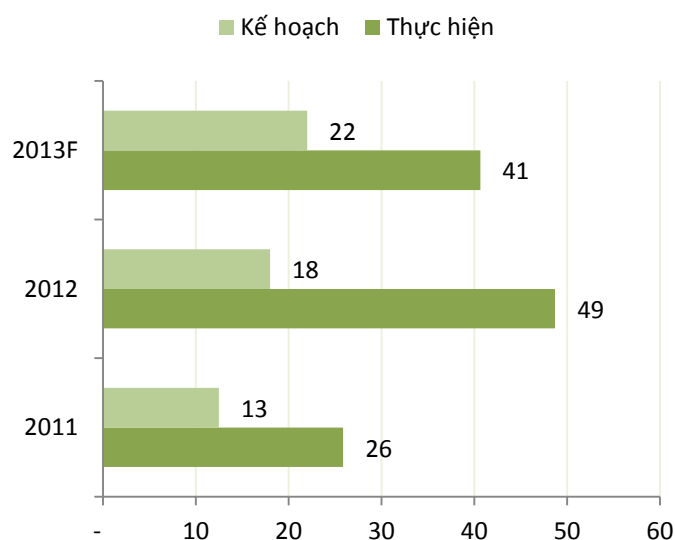
Nguồn: VPK, PHS

BIỂU ĐỒ 6 – Doanh thu theo kế hoạch và thực hiện của VPK



Nguồn: VPK, PHS

BIỂU ĐỒ 7 – LNST kế hoạch và thực tế của VPK



Nguồn: VPK, PHS

Giới thiệu công ty

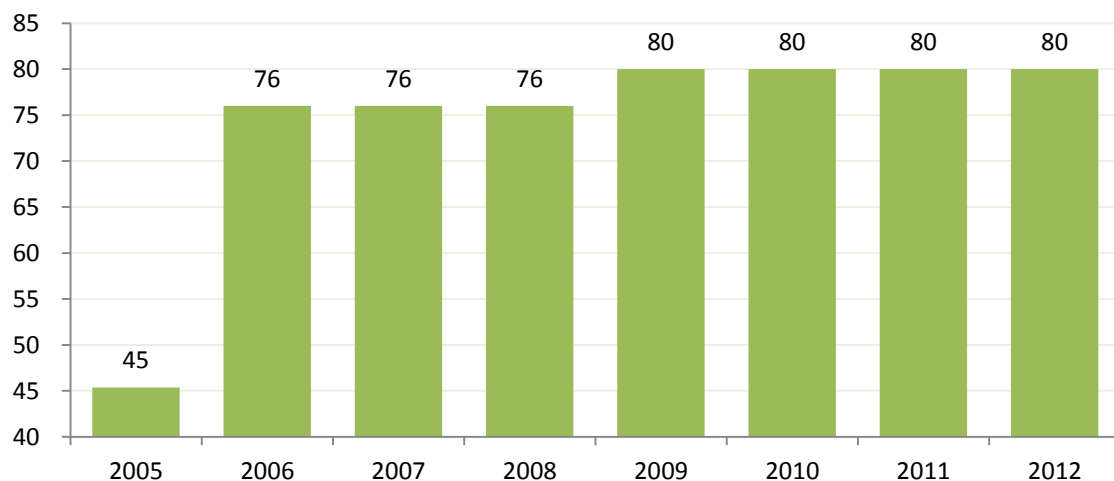
VPK được thành lập từ tháng 9/2002 bởi một số cổ đông lớn bao gồm: Tổng Công ty Công nghiệp Dầu thực vật Việt Nam (Vocarimex), CTCP Dầu thực vật Tường An, CTCP Dầu thực vật Tân Bình, và CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk). Ngành kinh doanh cốt lõi là sản xuất bao bì thực phẩm.

Lịch sử công ty

- Thành lập tháng 9/2002.
- Tháng 10/2003, khởi công xây dựng nhà máy.
- 1/10/2004, chính thức đi vào hoạt động.
- 21/12/2006, niêm yết trên HOSE.
- Tháng 4/2009, tăng vốn điều lệ từ 76 lên 80 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu thưởng.

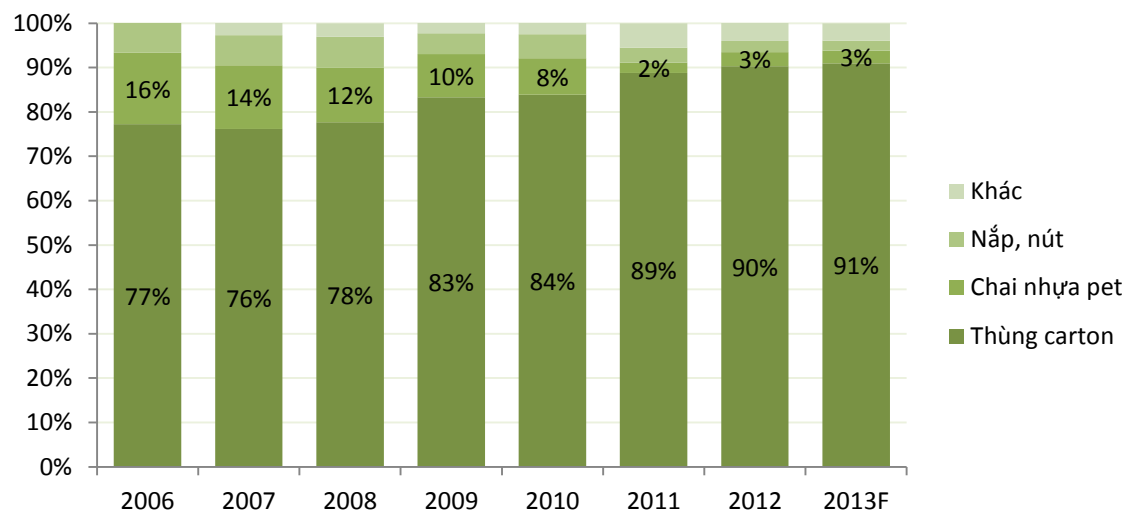


Quá trình tăng vốn điều lệ (tỷ đồng)



Nguồn: VPK

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: VPK, PHS

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	2010	2011	2012	2013F	Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu thuần	211	280	351	394	Chỉ tiêu tăng trưởng				
Giá vốn hàng bán	174	226	269	315	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	24%	33%	25%	12%
Lợi nhuận gộp	37	54	83	79	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận	17%	46%	53%	-5%
Chi phí hoạt động	16	19	26	28	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận	12%	133%	88%	-17%
LN hoạt động kinh doanh	12	27	53	48	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	4%	0%	20%	19%
LNTT	12	27	53	48	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	17%	34%	36%	18%
LN ròng	11	26	49	41	Chỉ tiêu hiệu quả				
Cân đối kế toán	2010	2011	2012	2013E	Biên lợi nhuận gộp	18%	19%	24%	20%
Tổng tài sản	155	156	187	223	Biên LN trước thuế	6%	10%	15%	12%
Tài sản ngắn hạn	62	70	108	149	Lợi nhuận ròng biên	5%	9%	14%	10%
Tiền và tương đương tiền	7	11	39	63	ROA	7%	17%	28%	20%
Khoản phải thu	20	25	36	41	ROE	16%	29%	41%	27%
Tồn kho	34	34	33	42	Phân tích DuPont				
Tài sản dài hạn	94	86	79	74	Lợi nhuận ròng biên (1)	5%	9%	14%	10%
Tài sản cố định hữu hình	86	79	72	67	Vòng quay tổng tài sản (2)	1.4	1.8	2.0	1.9
Nguyên giá	126	127	128	131	Đòn bẩy (3)	2.2	1.8	1.5	1.4
Khấu hao lũy kế	(40)	(48)	(56)	(65)	ROE = (1)x(2)x(3)	16%	29%	41%	27%
Nguồn vốn	155	156	187	223	Chỉ tiêu quản lý				
Nợ phải trả	80	55	50	61	Số ngày phải thu	34	29	31	38
Vay ngắn hạn	40	32	20	29	Số ngày tồn kho	62	55	46	48
Khoản phải trả ngắn hạn khác	37	23	30	32	Số ngày phải trả	59	49	36	38
Vốn chủ sở hữu	75	101	137	162	Vòng quay tổng tài sản	1.4	1.8	2.0	1.9
Vốn điều lệ	80	80	80	80	Vòng quay tài sản dài hạn	2.2	3.1	4.3	5.2
Lợi nhuận giữ lại	(5)	21	53	78	Vòng quay tài sản cố định	2.2	3.1	4.3	5.2
Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012	2013F	Hệ số thanh toán				
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	27	43	66	59	Thanh toán hiện tại	0.8	1.3	2.2	2.4
Thay đổi khoản phải thu	(1)	(4)	(11)	(5)	Thanh toán nhanh	0.4	0.7	1.5	1.7
Thay đổi tồn kho	(8)	(2)	1	(9)	Thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.8	1.0
Thay đổi khoản phải trả	18	(15)	8	2	Cơ cấu vốn				
Dòng tiền thuần từ HĐKD	28	17	54	34	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	1.1	0.5	0.4	0.4
Dòng tiền thuần từ HĐ đầu tư	(2)	(1)	(2)	(4)	Tổng nợ/tổng tài sản	0.5	0.4	0.3	0.3
Dòng tiền thuần từ HĐ tài chính	(23)	(12)	(24)	(7)	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	2.1	1.5	1.4	1.4
Dòng tiền thuần trong kỳ	3	4	28	23	Chỉ số theo cp				
Tiền đầu kỳ	4	7	11	39	PE	6.5	2.0	4.3	6.0
Tiền cuối kỳ	7	11	39	63	PBV	1.0	0.5	1.5	1.5
					PS	0.3	0.2	0.6	0.6
					EPS	1,388	3,236	6,091	5,083
					Tiền/cổ phiếu (VND)	873	1,356	4,905	7,834
					Giá trị sổ sách (VND)	9,391	12,626	17,127	20,210

Nguồn: VPK và PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = giá mục tiêu cao hơn giá hiện tại trên 10%.

Trung lập = giá mục tiêu giao động trong khoảng +10% hoặc -10% so với giá hiện tại.

Giảm tỷ trọng = giá mục tiêu thấp hơn giá hiện tại trên 10%.

Kết quả được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công Ty Chứng Khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, Tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh., Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh City, Việt nam

Phone: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn