

CÔNG TY CỔ PHẦN BAO BÌ DẦU THỰC VẬT

Thông tin cổ phiếu	Ngày 23/08/2013
Mã chứng khoán	VPK
Ngành	Bao bì & Đóng gói
Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá ngày 23/08/2013 (VND)	32.600
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	255,98
KLCP đang lưu hành	7.999.368
P/E trailing (thị trường)	5,10
P/B trailing (thị trường)	1,81

- Sau 10 năm phát triển, CTCP Bao bì Dầu thực vật đã đạt tốc độ tăng trưởng khá ấn tượng, LNST tăng trung bình +95,5%/năm trong 5 năm trở lại đây với sự hợp tác từ các cổ đông chiến lược cũng là khách hàng chính của công ty như TCT Dầu thực vật Việt Nam (Vocarimex), CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk), Dầu ăn Tường An... Công ty đã được chọn là 1 trong số 200 doanh nghiệp vừa và nhỏ tiềm năng của Châu Á năm 2013 nhờ KQKD nổi bật ngay trong giai đoạn khủng hoảng vừa qua. Các sản phẩm chính gồm thùng carton, chai nhựa PET, nắp chai... nhưng đóng góp lớn nhất vào DT và LN của công ty vẫn là sản xuất thùng carton.
- Tiếp tục đà tăng trưởng mạnh, trong năm 2012 VPK đã ghi nhận 351,2 tỷ đồng DTT (+25,5% yoy) vượt 23,2% KH năm, LNST đạt 52,7 tỷ đồng (+92,7% yoy), LNST đạt 48,7 tỷ đồng (+88,2% yoy) vượt 170% KH năm và EPS đạt 6.091 đồng (+88,2% yoy). Bên cạnh đó, các chỉ số thanh toán và hiệu quả hoạt động của VPK đều tăng trưởng tốt, hàng tồn kho giảm nhẹ -3,3%, đạt 33 tỷ đồng.
- Trong ĐHCĐ 2013, VPK đã thông qua kế hoạch kinh doanh khá thận trọng với DTT đạt 360 tỷ đồng (+2,5%yoy), LNST đạt 22 tỷ đồng (-54,8%yoy). Theo đó, KQKD 6T.2013 vừa công bố tương đối khả quan với DTT đạt 191,2 tỷ đồng (+14,8% yoy), tương đương 53,1% KH năm, LNST đạt 30,14 tỷ đồng (+13,7% yoy), LNST đạt 26,3 tỷ đồng (+10% yoy), vượt 19,4% KH đề ra và EPS đạt 3.283 đồng. Theo đó, chúng tôi cho rằng VPK sẽ đảm bảo kết quả SXKD khả quan nhưng tốc độ tăng trưởng DT và LN sẽ khó duy trì ở mức cao như các năm trước. Hiện VPK đang giao dịch ở mức 32.600 đồng, tương ứng P/E 5,10 lần và P/B 1,81 lần, tương đối thấp so với trung bình ngành P/E 12,17 lần và P/B 1,12 lần. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	6T2013
TTS (tỷ đồng)	155	156	187	212
VCSH (tỷ đồng)	75	101	137	144
VĐL (tỷ đồng)	80	80	80	80
DTT (tỷ đồng)	211	280	351	191
LNST (tỷ đồng)	12	27	53	30
LNST (tỷ đồng)	11	26	49	26
Nợ/TTS (%)	51,68%	35,16%	26,73%	32,24%
Tỉ suất LN gộp (%)	18%	19%	24%	24%
Tỉ suất LN ròng (%)	5,26%	9,25%	13,87%	13,74%
ROA (%)	7,14%	16,62%	26,06%	6,19%
ROE (%)	14,78%	25,63%	35,56%	9,13%
BV (đồng/cp)	9.390	12.625	17.125	17.978
EPS (đồng/cp)	1.388	3.236	6.091	3.283

Báo cáo bao gồm:

- Thông tin doanh nghiệp: Trang 2
- Kết quả sản xuất kinh doanh 2012: Trang 4
- Kế hoạch kinh doanh năm 2013: Trang 6
- Triển vọng ngành: Trang 6
- Triển vọng doanh nghiệp: Trang 7
- Phân tích SWOT: Trang 8
- Khuyến nghị: Trang 9
- Phụ lục: Trang 10

Nguyễn Thanh Diệp
+84 4 39366425 (ext.121)

Xem cam kết và điều khoản sử dụng tại trang 12

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại www.vCBS.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vCBS.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

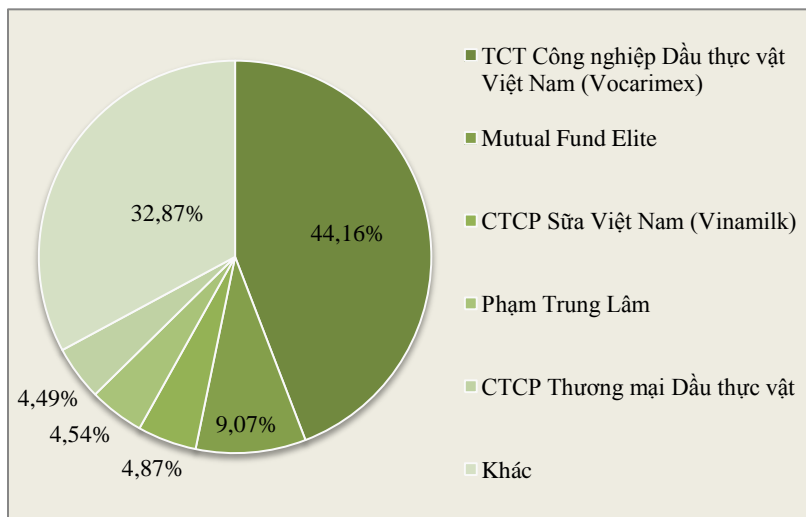
Lịch sử hình thành và phát triển

- Tháng 09/2002: Công ty được thành lập trên cơ sở góp vốn của các cổ đông như Tổng công ty Dầu thực vật Việt Nam (Vocarimex), CTCP Dầu thực vật Tường An, CTCP Dầu thực vật Tân Bình, CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk).
- Ngày 01/10/2004: Công ty chính thức đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh với VDL đăng ký ban đầu 76 tỷ đồng nhưng thực tế mới huy động vốn góp là 45,37 tỷ đồng.
- Tháng 09/2006: Hoàn thành việc tăng VDL lên 76 tỷ đồng.
- Ngày 21/12/2006: Chính thức niêm yết và giao dịch trên sàn Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh với mã cổ phiếu VPK.
- Tháng 04/2009: Phát hành cổ phiếu thưởng từ nguồn dư vốn cổ phần tỷ lệ 19:1, giúp nâng VDL lên 80 tỷ đồng.

Lĩnh vực hoạt động

- Sản xuất và kinh doanh bao bì carton cho ngành thực phẩm;
- Sản xuất chai nhựa PET, nắp chai;
- In bao bì.

Thông tin cổ đông



Cơ cấu cổ đông VPK

Nguồn: VCBS tổng hợp

Tính đến hết tháng 4/2013, TCT Công nghiệp Dầu thực vật Việt Nam (Vocarimex) vẫn là cổ đông lớn nhất của VPK với tỷ lệ nắm giữ 44,16%. Vị trí thứ hai vốn thuộc về CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk) cho đến hết Q2.2012 với tỷ lệ nắm giữ 17,76%, nhưng công ty này đã tiến hành tái cơ cấu trong Q3.2012 và rút vốn khỏi VPK, giảm tỷ lệ nắm giữ xuống 4,87%. Hiện nay, tỷ lệ sở hữu nước ngoài chiếm 18,48%.

Vị thế và năng lực công ty

10 năm tham gia thị trường của VPK là một khoảng thời gian không dài so với các DN khác trong ngành Bao bì & Đóng gói. Thêm vào đó, quy mô sản xuất của Công ty cũng thuộc loại vừa nên chịu sức ép cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ. Trong ngành sản xuất bao bì carton, CT bao bì Tân Á, thành viên của nhà sản xuất bao bì gọn sóng lớn nhất Đông Nam Á SCG, hiện đang dẫn đầu thị trường Việt Nam với thị phần khoảng 10%; một số công ty lớn khác như CT Bao bì Bao bì Biên Hòa, CT Sản xuất Bao bì Alcamax (Bình Dương), CT TNHH Box-Pak Việt Nam (Bình Dương) và CT Ojtex Việt Nam (Đồng Nai) có thị phần khoảng 5%.

Tuy có thị phần không lớn trên thị trường nhưng VPK lại có nguồn khách hàng truyền thống rất ổn định từ Vinamilk, Vocarimex, dầu ăn Tường An, Cái Lân..., vốn là các cổ đông lớn của Công ty. Đây đều là những công ty dẫn đầu thị trường trong ngành của mình, giúp VPK có lợi thế đáng kể về khách hàng. Thị trường tiêu thụ của Công ty bao gồm Bình Dương, TP.HCM và các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long, trong đó thị trường Bình Dương chiếm khoảng 70-80%.

Ngoài sản phẩm chính là thùng carton, VPK còn cung cấp một số sản phẩm khác như chai nhựa PET, nắp chai nhưng quy mô sản xuất cũng rất nhỏ và đóng góp không đáng kể.

So sánh VPK với các DN tương đương khác trong ngành

Mã	TTS (tỷ đồng)	VĐL (tỷ đồng)	TSLN gộp (%)	TSLN ròng (%)	Nợ/TTS (%)	ROA (ttm) (%)	ROE (ttm) (%)
HPB	120,00	39	10,30%	5,70%	26,67%	10,10%	17,30%
SDG	191,80	65	11,00%	9,40%	49,88%	13,70%	29,10%
MCP	275,90	103,4	15,00%	6,20%	42,36%	7,10%	12,60%
VBC	243,00	30	12,40%	3,70%	71,18%	9,50%	32,40%
STP	183,50	70	10,90%	5,50%	10,27%	5,50%	6,40%
SVI	549,70	89,2	14,40%	7,00%	65,16%	12,20%	34,20%
VPK	186,98	80	23,54%	23,54%	26,73%	26,06%	35,56%
Trung bình	250,13	68,09	13,93%	8,72%	41,75%	12,02%	23,94%

Nguồn: BCTC đã hợp nhất 2012 của các DN liên quan, VCBS tổng hợp

Trong nhóm ngành Bao bì & Đóng gói, các doanh nghiệp chuyên sản xuất thùng carton đều chưa tiến hành niêm yết và cũng không công bố KQKD. Chúng tôi chọn ra một số DN tiêu biểu trong nhóm ngành có cùng quy mô giống VPK để so sánh. Trong đó, chỉ có SVI cùng sản xuất bao bì giấy, các DN khác chủ yếu sản xuất bao bì nhựa và xi măng. So với CTCP Bao bì Biên Hòa (SVI), quy mô sản xuất của VPK nhỏ hơn nhưng khả năng sinh lời lại tỏ ra khá vượt trội. So với trung bình các DN được so sánh, VPK cũng có TSLN cao hơn và hệ số nợ thấp hơn.

KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH 2012

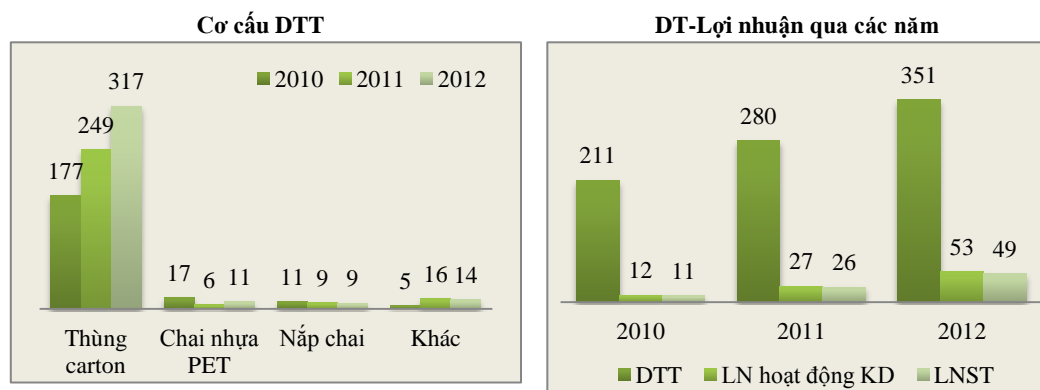
Tăng trưởng Doanh thu

Giai đoạn 2010-2012 VPK duy trì mức tăng trưởng DTT khá quan với đóng góp lớn từ hoạt động SXKD thùng carton.

Bất chấp mọi khó khăn của tình hình kinh tế trong những năm vừa qua, VPK đã đạt được KQKD tương đối tốt. Cụ thể, DTT liên tiếp tăng mạnh từ 210,9 tỷ đồng năm 2010 lên 279,9 tỷ đồng năm 2011(+32,7% yoy) và năm 2012 đạt 351,2 tỷ đồng (+25,5% yoy) vượt 23,2% KH năm.

Sản phẩm chủ lực trong suốt những năm qua là thùng carton, chiếm trung bình 87,6% DTT, duy trì mức tăng trưởng khá quan, đạt 317,2 tỷ đồng (+27,6% yoy) năm 2012. Trong đó, khách hàng chính của mặt hàng này đều là những doanh nghiệp lớn gồm Vinamilk, chiếm 39% thị phần ngành sữa, và Vocarimex, chiếm 95% thị phần ngành dầu ăn cả nước. Nhờ sự tăng trưởng ổn định của các khách hàng lớn này mà VPK luôn đạt tốc độ tăng trưởng khá quan.

Năm 2012, chai nhựa PET cũng ghi nhận mức DTT tăng mạnh, đạt 11,2 tỷ đồng (+76,5% yoy), tương đương 3,2% DTT. Tuy nhiên DT nắp chai và các sản phẩm khác lại giảm nhẹ, lần lượt đạt 8,7 tỷ đồng (-7,2% yoy) và 14,1 tỷ đồng (-9% yoy).



Nguồn: BCTN 2012 VPK (Đơn vị: Tỷ đồng)

Cơ cấu Chi phí

VPK áp dụng nhiều biện pháp để tiết giảm chi phí. Trong khi DTT năm 2012 tăng mạnh +25,5%, giá vốn hàng bán chiếm 76,5% DTT, chỉ tăng +18,9% yoy, tương đương 268,6 tỷ đồng, giúp LN gộp tăng cao nhất trong 3 năm trở lại đây +53% yoy đạt 82,7 tỷ đồng. Nguyên nhân chính là do VPK đã dự trữ một lượng lớn nguồn hàng đầu vào trong năm 2011 do dự báo giá giấy nhiên liệu tăng nên đã giảm được đáng kể khoản chi phí này. Bên cạnh đó, chi phí tài chính cũng được kiểm soát tốt, nếu năm 2011 chỉ giảm nhẹ -5,7% yoy thì trong năm 2012 đã giảm -52,1% yoy, tương đương 4 tỷ đồng do mặt bằng lãi suất cũng như nỗ lực thanh toán nợ của VPK.

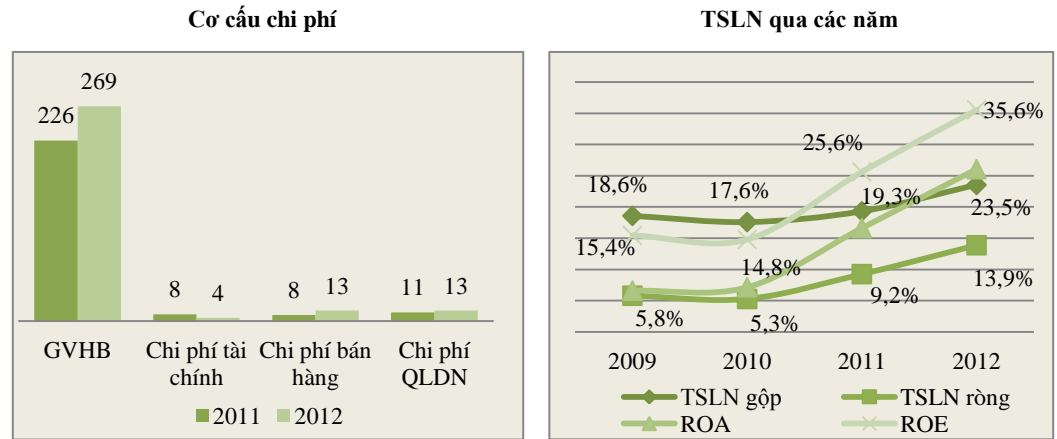
Tuy nhiên, chi phí bán hàng và chi phí QLDN lại có xu hướng tăng. Do phải chi phí nhân công và chi phí điện tăng đều trong các năm khiến chi phí QLDN tăng lần lượt +23,7% yoy năm 2011 và 21,5% yoy năm 2012, tương ứng đạt 10,8 tỷ đồng và 13,2 tỷ đồng. Chi phí bán hàng tăng mạnh năm 2012 +68,8% yoy, đạt 13,2 tỷ đồng do VPK phải trả chi phí dịch vụ mua ngoài lên đến 8,6 tỷ đồng (+80,3% yoy).

Khả năng sinh lời

Năm 2012 lợi nhuận và các chỉ số sinh lời của VPK rất ấn tượng. Cụ thể, LN gộp đạt (+53% yoy), LNST đạt (+88,2% yoy) kéo theo TSLN gộp đạt 23,5% và TSLN ròng đạt 13,9%, cao hơn nhiều so với mức 19,3% và 9,2% trong năm 2011. Đây là kết quả đáng ghi nhận từ công tác quản lý chi phí nguồn nhiên liệu đầu vào giúp chi phí giá vốn hàng bán được kiểm soát tốt, góp phần tăng lợi nhuận gộp. Ngoài ra, VPK vẫn đang trong giai đoạn được hưởng ưu đãi thuế TNDN và trong năm 2012 Nhà nước miễn giảm 30% thuế TNDN cho doanh nghiệp vừa và nhỏ, gia hạn thời gian tạm nộp thuế TNDN nên DN chiếm ưu thế lớn trong tăng trưởng TSLN ròng.

Các chỉ số sinh lời trên TTS và VCSH cũng tăng mạnh, ROA đạt 26,1% và ROE đạt 35,6%. Trong đó, **theo phân tích Dupont, lợi nhuận biên thuần tăng mạnh là nguyên nhân chính giúp tăng ROE từ 25,6% năm 2011 lên 35,6% năm 2012.** Hệ số đòn bẩy được giảm dần qua các năm, từ trên 2 lần giai đoạn 2008-2010

xuống 1,54 lần năm 2011 và 1,36 lần năm 2012, trong khi hệ số vòng quay TTS cũng tăng nhẹ tương ứng từ 1 lần năm 2008 lên 1,88 lần năm 2012. Chính yếu tố TSLN ròng tăng trưởng đều qua các năm khiến ROE khá quan. Đây là dấu hiệu rất lành mạnh cho mức tăng trưởng ROE của VPK.

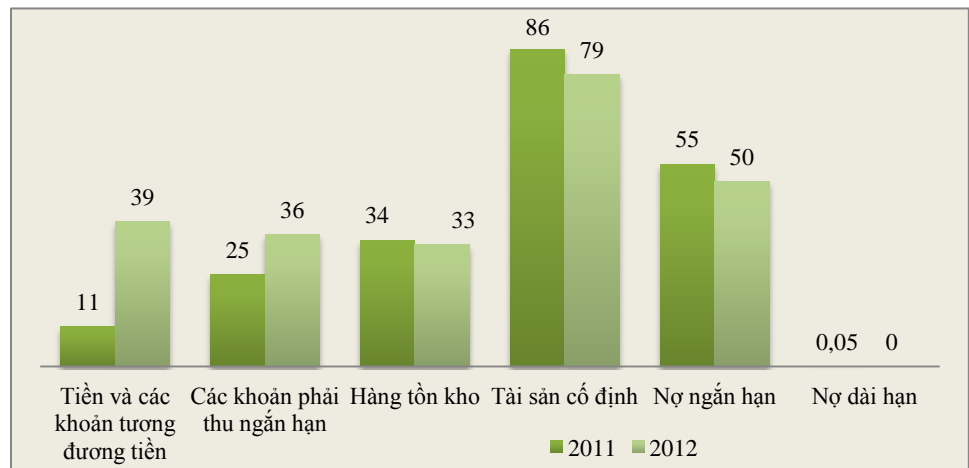


Nguồn: BCTC VPK, VCBS tổng hợp

Cơ cấu Tài sản và Nguồn vốn

Tiền gửi ngân hàng và các khoản phải thu tăng mạnh khiến tài sản ngắn hạn tăng +54,3% so với năm 2011. Năm 2012, VPK tăng lượng tiền gửi NH từ 10,7 tỷ đồng lên 39,2 tỷ đồng (+261,7% yoy). Các khoản phải thu của khách hàng cũng tăng mạnh +43,7%, tương đương 35,6 tỷ đồng. Đáng lưu ý, khoản phải thu này được dùng để đảm bảo cho các khoản vay của NH TNHH MTV HSBC Việt Nam và ANZ Việt Nam, cho thấy khả năng thu hồi cao. Điều này có thể lý giải do các khách hàng của VPK đều là những DN hàng đầu, phát triển tốt như Vinamilk và Vocarimex nên tính thanh khoản tương đối ổn định.

Nợ ngắn hạn giảm nhẹ, tăng chiếm dụng vốn từ nguồn khác. Cụ thể, nợ ngắn hạn đạt 49,97 tỷ đồng (-8,7% yoy) trong đó vay và nợ ngắn hạn đạt 19,8 tỷ đồng (-37,1% yoy) nhưng phải trả người bán tăng +28,8% tương đương 22,8 tỷ đồng.



Nguồn: BCTC VPK, VCBS tổng hợp (Đơn vị: Tỷ đồng)

Về khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động

Khả năng thanh toán không ngừng được cải thiện. Các hệ số thanh toán của VPK đều tăng mạnh trong 2 năm gần đây. Cụ thể, hệ số thanh toán hiện hành tăng từ 0,8 lần năm 2010 lên 1,28 lần năm 2011 và 2,16 lần năm 2012; hệ số thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt cũng lần lượt tăng từ 0,66 lần lên 1,5 lần và 0,2 lần lên 0,79 lần năm 2012. Điều này một lần nữa phản ánh một cách tích cực sức khỏe tài chính của VPK.

Vòng quay hàng tồn kho tăng mạnh do giá vốn hàng bán tăng trong khi lượng hàng tồn kho giảm, đạt 8 lần so với mức 6,65 lần năm 2011. Ngoài ra, do chính sách nói lỏng với khách hàng nên vòng quay các khoản phải thu giảm nhẹ từ 12,5 lần xuống 11,6 lần trong khi vòng quay các khoản phải trả tăng mạnh từ 8,7 lần lên

13,3 lần.

KẾ HOẠCH KINH DOANH TRONG NĂM 2013

Kế hoạch 2013

Trong ĐHCĐ 2013, VPK đã thông qua kế hoạch kinh doanh khá thận trọng với DTT đạt 360 tỷ đồng (+2,5%yoy), LNST đạt 22 tỷ đồng (-54,8%yoy) và đầu tư máy in 6 màu mới trị giá 24 tỷ đồng nhằm gia tăng công suất và đáp ứng nhu cầu về mẫu mã, chất lượng sản phẩm ngày càng cao của khách hàng. Máy in dự định được đưa vào khai thác và sử dụng từ tháng 7/2013. Tỷ lệ chia cổ tức dự kiến là 20%.

Kết quả 6T2013

VPK vừa công bố KQKD 6T.2013 tương đối khả quan với DTT đạt 191,2 tỷ đồng (+14,8% yoy), tương đương 53,1% KH năm, LNTT đạt 30,14 tỷ đồng (+13,7% yoy), LNST đạt 26,3 tỷ đồng (+10% yoy), vượt 19,4% KH đề ra và EPS đạt 3.283 đồng.

Về doanh thu :

Theo BCTC Q2.2013 đã kiểm toán của VPK, DT thùng carton tăng trưởng mạnh là yếu tố giúp tăng DTT 6 tháng đầu năm. Cụ thể, mặt hàng chính này đã mang lại 91,6% DTT, đạt 175,2 tỷ đồng (+16,4% yoy) trong khi doanh thu chai nhựa PET chỉ đạt 2,9 tỷ đồng (-53,7% yoy) và nắp chai đạt 3,3 tỷ đồng (-27,5% yoy). Bên cạnh đó, các sản phẩm khác của VPK ghi nhận mức tăng trưởng mạnh +88,9% so với cùng kỳ năm 2012, đạt 9,8 tỷ đồng.

Về chi phí :

Giá vốn hàng bán tăng mạnh : đạt 145,3 tỷ đồng (+15,2% yoy), trong đó chủ yếu do giá vốn của hàng hóa tăng mạnh +296%, đạt 32 tỷ đồng trong khi giá vốn thành phẩm lại giảm nhẹ -10,4% yoy, đạt 103,4 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận gộp tăng +13,7% so với cùng kỳ, đạt 45,9 tỷ đồng nhờ sự đóng góp từ thùng carton lên đến 46,4 tỷ đồng đã bù lại khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh chai nhựa PET và nắp chai.

Ngoài chi phí tài chính tiếp tục giảm mạnh, đạt 1,2 tỷ đồng (-55,2% yoy) do trần lãi suất giảm cũng như thanh toán các khoản vay, các chi phí khác đều có xu hướng tăng mạnh như chi phí bán hàng tăng +29,2% và chi phí QLDN tăng +28,6% so với cùng kỳ, tương đương 7,1 tỷ đồng và 7,5 tỷ đồng.

Về LNTT và LNST :

Mặc dù chi phí tăng tương đối mạnh nhưng VPK vẫn ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong 6T.2013. Cụ thể, LNTT đạt 30,14 tỷ đồng (+13,7% yoy) và LNST đạt 26,3 tỷ đồng (+10% yoy), vượt 19,4% KH đề ra. Theo đó, TSLN gộp giảm nhẹ xuống 24% so với 24,3% 6T2012 và TSLN ròng đạt 13,7%

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Nhu cầu của thị trường với ngành bao bì carton tiềm năng

Ngành bao bì carton phụ thuộc khá nhiều vào tình hình tăng trưởng các ngành sản xuất công nghiệp nhất là công nghiệp chế biến. Nhu cầu sử dụng bao bì carton tập trung vào các ngành công nghiệp chính như thực phẩm, hóa mỹ phẩm, hàng tiêu dùng, điện tử, da giày, chế biến thủy hải sản... Trong đó các ngành này đều phát triển tập trung chủ yếu tại khu vực miền Nam, đặc biệt là khu vực Đông Nam bộ. Xét về giá trị sản xuất công nghiệp, khu vực Đông Nam bộ chiếm khoảng 78% toàn miền Nam và 50% cả nước với các ngành nghề chính là công nghiệp chế biến. Đây cũng là vùng có tốc độ tăng trưởng kinh tế luôn dẫn đầu cả nước, bình quân trong 5 năm qua khoảng 11%/năm. Trong đó, giá trị sản xuất công nghiệp năm 2012 của các tỉnh thành phố trong khu vực luôn cao hơn trung bình cả nước tiêu biểu như TP.HCM tăng trưởng 5,1%, Bà Rịa – Vũng Tàu tăng 6,7%, Bình Dương tăng 10,5%.

Để đáp ứng nhu cầu của các doanh nghiệp sản xuất tại miền Nam, hầu hết các công ty sản xuất bao bì carton đều đặt nhà máy tại vùng Đông Nam Bộ. Theo Tổng cục thống kê, sản lượng giấy làm bao bì miền Nam chiếm tỷ trọng 80% sản lượng giấy làm bao bì cả nước nhưng cũng chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu tiêu thụ.

Cạnh tranh gay gắt giữa các nhà cung cấp lớn trong khu vực Đông Nam Bộ

Thị trường bao bì carton khu vực Đông Nam Bộ có tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 16%/năm giai đoạn 2010-2012. Theo thống kê của CTCP Bao bì Biên Hòa (SVI), có khoảng 254 nhà sản xuất bao bì tại khu vực trong đó quy mô lớn có 20 công ty, chiếm tỷ trọng 56% sản lượng cung cấp cho thị trường khu vực.

Năng lực sản xuất của 20 nhà cung cấp lớn khu vực Đông Nam Bộ

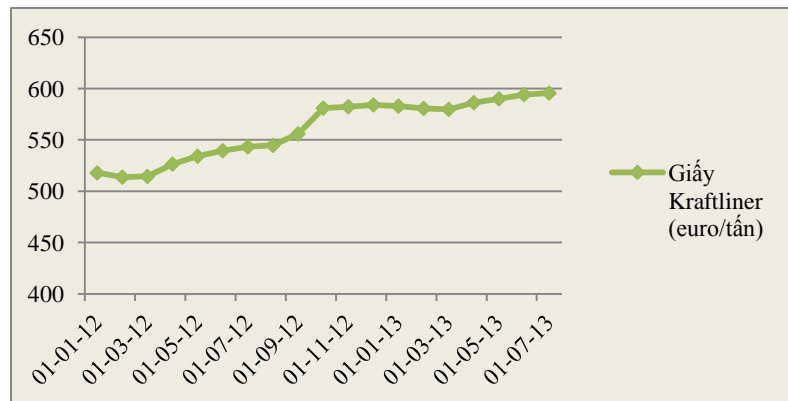
Nhà sản xuất	Tỉnh thành	Khổ máy TB (m)	Tốc độ máy TB(m/p)	Sản lượng/năm (Tấn)
Tân Á	TP.HCM	190	120	56.143
YFY	Đồng Nai	188	120	55.404
Việt Long	Đồng Nai	190	110	52.000
Box Pak	Bình Dương	168	110	48.000
SVI	Đồng Nai	165	70	45.000
Ojitex	Đồng Nai	155	110	38.000
Gia Phú	TP.HCM	178	80	34.966
Cheng Neng	Bình Dương	138	80	27.086
Á Châu	Bình Dương	165	60	24.304
Tân Hiệp Phát	Bình Dương	139	70	23.959
Tân Tấn Lộc	Bình Dương	139	70	23.959
Vĩnh xuân	Bình Dương	138	60	20.315
Cửu Đức	Bình Dương	138	60	20.315
Thành Phong	Bình Dương	133	60	19.576
Việt Trung	TP.HCM	125	60	18.468
VPK	TP.HCM	123	60	18.099
Minh Phú	TP.HCM	120	60	17.729
Hồng An	Bình Dương	120	60	17.729
Tân Thuận An	Bình Dương	120	60	17.729
Đồng Lợi	TP.HCM	120	60	17.729

Nguồn : VCBS tổng hợp

Các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường đều là các công ty 100% vốn nước ngoài như Tân Á (New Asia), Ojitex, Yuen Fong Yu (YFY), Box Pak hay Việt Long. Tuy nhiên, có thể thấy năng lực sản xuất của những công ty này cũng không quá vượt trội so với các đối thủ, cho thấy tính cạnh tranh gay gắt của thị trường bao bì carton. Các nhà sản xuất nỗ lực giảm giá thành sản phẩm để nâng cao tính cạnh tranh, giành lấy thị phần.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**Triển vọng 2013 và dự báo**

Năm 2013 dự báo vẫn là một năm khó khăn cho thị trường giấy nói chung và ngành bao bì nói riêng khi nhu cầu tiêu thụ giấy không cao, giá nguyên vật liệu có xu hướng tăng nên giá thành sản xuất sẽ chịu áp lực lớn. Trong sản xuất thùng carton, VPK phải nhập khẩu khoảng 50% nguyên liệu đầu vào, chủ yếu giấy kraftliner từ Indonesia, Thái Lan. Nhìn chung, giá bột giấy thế giới liên tục tăng trong 4 tháng đầu năm nay trên tất cả các thị trường, dao động trong khoảng 2,2% đến 4,2% ytd nên VPK cần có kế hoạch sẵn sàng tích trữ hàng tồn kho nguyên vật liệu phù hợp để đảm bảo giá thành sản phẩm đầu ra.



Nguồn :Bloomberg

Với kết quả SXKD 6 tháng đầu năm 2013 đạt được, chúng tôi cho rằng VPK sẽ hoàn thành kế hoạch về doanh thu và vượt 150% kế hoạch về lợi nhuận. Tuy nhiên, theo nhận định của chúng tôi, doanh nghiệp đã bước qua giai đoạn tăng trưởng bùng nổ với việc vận hành hết công suất máy móc cũng như dấu hiệu trầm lắng của thị trường. Trong giai đoạn tới, VPK có thể duy trì mức tăng trưởng DT và LN dương nhưng tốc độ sẽ chậm lại.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- Nguồn khách hàng ổn định từ chính các cổ đông chiến lược như TCT Công nghiệp Dầu thực vật Việt Nam (Vocarimex) và CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk);
- Ưu đãi thuế cho 10 năm đầu hoạt động với các DN vừa và nhỏ cộng thêm gói kích thích giảm 50% thuế của KCN Tân Thới Hiệp giúp VPK hưởng mức thuế TNDN 7,5% cho đến năm 2014;

Điểm yếu

- Năng lực cạnh tranh không cao, quy mô và thị phần khá nhỏ so với các công ty lớn khác trong nước cũng như khu vực Đông Nam Bộ;
- Khả năng thu hút thêm khách hàng ngoài còn yếu, sau 10 năm hoạt động công ty vẫn chỉ duy trì được lượng khách như khi mới đi vào hoạt động;

Cơ hội

- Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam gồm Đồng Nai – Bình Dương – TP.HCM có mức tăng trưởng khá cao từ 18 – 25%/năm, trong đó ngành công nghiệp chế biến (sử dụng nhiều bao bì) chiếm tỷ trọng 80% giá trị SXCN mở ra nguồn cầu dồi dào đối với ngành sản xuất bao bì carton;

Thách thức

- Cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất trong và ngoài nước cũng như các công ty liên doanh để giành lấy thị phần;
- Công nghệ sản xuất yêu cầu không ngừng cải tiến để phù hợp với xu hướng chuyển dịch của thị

trường:

- Quy mô sản xuất nhỏ của VPK chưa tương xứng với tốc độ tăng trưởng mạnh và quy mô lớn của các khách hàng truyền thống, có thể dẫn đến nguy cơ mất nguồn khách chủ lực này.

KHUYẾN NGHỊ

Quan điểm đầu tư

Năm 2013, VPK đã đặt ra kế hoạch kinh doanh khá thận trọng nên hết 6 tháng đầu năm, công ty đã hoàn thành 53% KH về DT và vượt 19,4% KH về lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng, công ty có khả năng hoàn thành KH về DT và sẽ vượt 150% KH về lợi nhuận. Hiện VPK đang giao dịch ở mức 32.600 đồng, tương ứng P/E 5,10 lần và P/B 1,81 lần, thấp so với trung bình ngành P/E 12,17 lần nhưng khá cao so với mức P/B 1,12 lần của ngành. KLGD trong 10 phiên gần nhất của VPK cũng khá thấp, ở mức 50.005 cp/phiên do cơ cấu cổ đông của VPK quá tập trung (Vocarimex: 44,16%, Mutual Fund Elite: 9,07%, Vinamilk: 4,87%). Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu này do một số quan ngại về mở rộng thị phần, năng lực sản xuất, diễn biến giá nguyên vật liệu và tính thanh khoản của cổ phiếu.

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	+/-2009	2011	+/-2011	2012	+/-2011	Q2.2013
TÀI SẢN NGẮN HẠN	49,72	61,58	23,85%	70,04	13,73%	108,05	54,27%	138,15
Tiền và các khoản tương đương tiền	3,93	6,98	77,65%	10,85	55,30%	39,24	261,74%	53,07
Các khoản phải thu ngắn hạn	19,74	20,13	1,97%	24,78	23,10%	35,60	43,66%	47,64
Hàng tồn kho	25,66	33,77	31,61%	34,14	1,08%	33,03	-3,26%	36,57
Tài sản ngắn hạn khác	0,39	0,69	78,28%	0,27	-61,01%	0,18	-32,48%	0,86
TÀI SẢN DÀI HẠN	100,04	93,88	-6,15%	85,73	-8,68%	78,93	-7,93%	74,11
Tài sản cố định	100,02	93,33	-6,69%	85,68	-8,20%	78,90	-7,91%	74,09
Tài sản dài hạn khác	0,02	0,55	3350,97%	0,06	-89,96%	0,03	-46,03%	0,02
TỔNG TÀI SẢN	149,76	155,46	3,81%	155,77	0,20%	186,98	20,04%	212,26
NỢ PHẢI TRẢ	85,74	80,35	-6,29%	54,77	-31,84%	49,97	-8,75%	68,43
Nợ ngắn hạn	78,49	77,02	-1,88%	54,72	-28,96%	49,97	-8,67%	68,43
Nợ dài hạn	7,25	3,33	-54,08%	0,05	-98,55%	0,00	-100,00%	0,00
VỐN CHỦ SỞ HỮU	64,01	75,12	17,35%	101,00	34,46%	137,00	35,64%	143,82
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	149,76	155,46	3,81%	155,77	0,20%	186,98	20,04%	212,26

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	+/- % 2010	2012	+/- % 2011	6T.2013
Doanh thu thuần	210,98	279,96	32,69%	351,26	25,47%	191,19
Giá vốn hàng bán	-173,89	-225,93	29,93%	-268,59	18,88%	-145,28
Lãi gộp	37,09	54,03	45,67%	82,67	52,99%	45,92
Thu nhập tài chính	0,09	0,12	42,55%	0,51	313,51%	0,24
Chi phí tài chính	-8,93	-8,42	-5,68%	-4,03	-52,12%	-1,18
Trong đó: Chi phí tiền lãi vay	5,78	5,72	-1,14%	3,99	-30,28%	0,54
Chi phí bán hàng	-7,39	-7,82	5,83%	-13,21	68,82%	-7,14
Chi phí quản lý DN	-8,79	-10,87	23,67%	-13,21	21,47%	-7,54
Lãi/(Lỗ từ hoạt động kinh doanh)	12,07	27,04	124,04%	52,73	95,00%	30,31
Thu nhập/(Chi phí khác)	-0,04	0,29	-934,14%	-0,05	-115,90%	-0,16
Lãi/(Lỗ ròng trước thuế)	12,03	27,33	127,13%	52,68	92,74%	30,14
Thuế TNDN - Hiện thời	-0,93	-1,45	55,90%	-3,96	173,37%	-3,88
Lãi/(Lỗ ròng sau thuế)	11,11	25,88	133,09%	48,72	88,22%	26,26
Lãi/(Lỗ thuần của cổ đông công ty mẹ)	11,11	25,88	133,09%	48,72	88,22%	26,26
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	1.388	3.236	133,14%	6.091	88,23%	3.283

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2010	2011	2012
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tổng tài sản	3,81%	0,20%	20,04%
Vốn chủ sở hữu	17,35%	34,46%	35,64%
Doanh thu	23,63%	32,69%	25,47%
LNTT	21,56%	127,13%	92,74%
LNST	12,41%	133,09%	88,22%
Khả năng sinh lời			
Tỷ suất LN gộp	17,02%	45,67%	52,99%
Tỷ suất LN ròng	5,26%	9,25%	13,87%
ROA	7,14%	16,62%	26,06%
ROE	14,78%	25,63%	35,56%
Cơ cấu vốn và tài sản			
Nợ/Tổng tài sản (lần)	0,52	0,35	0,27
Nợ/Vốn chủ sở hữu (lần)	1,07	0,54	0,36
Vay dài hạn/Tổng tài sản (lần)	0,02	0,00	0,00
Vay dài hạn/Vốn chủ sở hữu (lần)	0,04	0,00	0,00
Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản (lần)	0,26	0,20	0,11
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu (lần)	0,53	0,31	0,14
Khả năng thanh toán			
TS thanh toán hiện thời	0,80	1,28	2,16
TS thanh toán nhanh	0,36	0,66	1,50
TS thanh toán tiền mặt	0,09	0,20	0,79
Hiệu quả hoạt động			
Số ngày các khoản phải thu	34,48	29,27	31,37
Số ngày hàng tồn kho	62,38	54,86	45,64
Vòng quay TTS	1,38	1,80	2,05

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty Chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty Chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích thực trạng và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024
Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vCBS.com.vn>