

VPK [HSX]

OUTPERFORM

Giá mục tiêu*

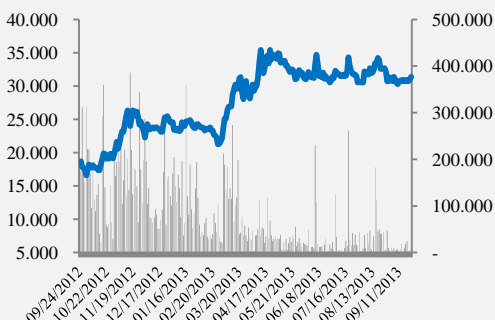
38,300

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (24/9/2013)	VND	31,400
Discount/Premium**	%	22.0%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	251
Số cp lưu hành	Triệu cp	8.0
Free-float	Triệu cp	3.7
Giá trị công ty	Tỷ đồng	213
Diễn biến (30 ngày)	%	-2.48%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	10,457
Lĩnh vực	Nhựa-bao bì	

** Chênh lệch giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH



Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Cổ phiếu	-2,48%	0,00%	73,22%
Vs VN- index	-1,92%	1,43%	50,51%

Chuyên viên phân tích

Trần Hà Xuân Vũ

(84 8) 3 914 6888

tranhaxuanvu@baoviet.com.vn

Với mức giá mục tiêu 38,300 đồng/cổ phiếu, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu này, đây thực sự là một cổ phiếu tốt, đáng để đầu tư giá trị. Tiếp nối năm 2012 thành công, VPK tiếp tục đạt được kết quả kinh doanh ấn tượng trong nửa đầu năm 2013, mặc dù diễn biến giá nguyên liệu đầu vào đang không thuận lợi, nhờ công ty đã có thể tăng được giá bán, quản lý chi phí tốt và sự tăng trưởng của khách hàng chính Vinamilk giúp tăng được sản lượng đầu ra. VPK vẫn được xem là một công ty có cơ bản tốt, lợi thế của công ty đến từ việc có khách hàng lớn bao tiêu đầu ra như Vinamilk, Vocarimex ... và được hưởng ưu đãi về thuế.

Đầu tư nâng cao công suất: công ty đã đầu tư mua máy in 6 màu mới với **giá trị 24 tỷ đồng** và đang trong giai đoạn chạy thử. Dự kiến khi máy chính thức đi vào hoạt động, công suất sản xuất của VPK sẽ đạt từ **92% - 95%**.

Khả năng mở rộng khi công suất được lấp đầy: Với lượng khách hàng mới tăng thêm, cùng với khách hàng chính là Vinamilk được kỳ vọng tăng trưởng 20%/năm, chúng tôi cho rằng VPK sẽ mở rộng hơn nữa hoạt động sản xuất của mình. **Hiện tại, chủ trương mở rộng nhà máy đang được công ty xem xét.**

Công ty vẫn sẽ tập trung vào sản phẩm chủ lực: Trong thời gian tới, VPK sẽ tiếp tục **tập trung cho mặt hàng chủ lực là thùng carton**, với tỷ trọng mặt hàng này hiện chiếm 91.6% tổng doanh thu.

Tình hình kinh doanh trong tháng 7 và tháng 8 vẫn rất khả quan, vì vậy kết quả kinh doanh VPK trong Q3/2013 nhiều khả năng sẽ tốt như 6 tháng đầu năm. Chúng tôi dự báo doanh thu Q3/2013 của công ty đạt 114.4 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 17 tỷ đồng. Trong cả năm 2013, doanh thu VPK dự kiến đạt 424 tỷ đồng, tăng 20.8% so với 2012, vượt 17.7% kế hoạch. Trong khi đó lợi nhuận sau thuế đạt 56.9 tỷ đồng, tăng 16.8%, tương ứng với EPS là 7,115 đồng/cổ phiếu.

		2010A	2011A	2012A	2013E
Doanh thu	Tỷ VND	211	280	351	424
EBIT	Tỷ VND	18	33	57	64
EBITDA	Tỷ VND	27	42	66	77
LNST	Tỷ VND	11	26	49	57
EPS	VND	1,388	3,236	6,090	7,115
Tăng trưởng EPS	%	12.4	133	88	17
P/E	x	22.5	9.7	5.1	4.4
Cổ tức/thị giá	x	-	-	0.05	0.06
P/B	x	3.2	2.3	1.7	1.3

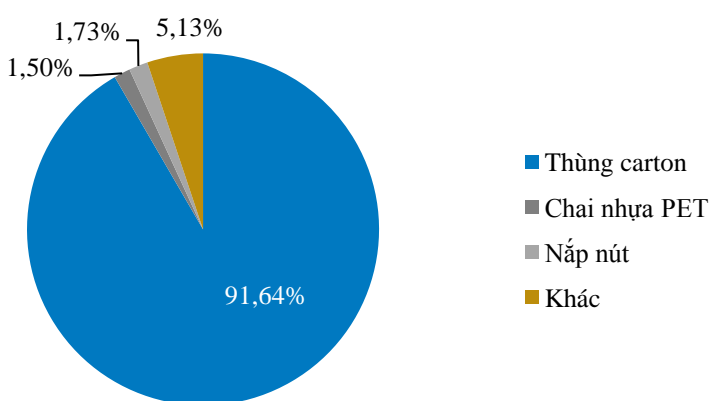
Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC ước tính

KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2013 VÀ DỰ BÁO Q3/2013

Năm 2013, VPK đặt kế hoạch 360 tỷ đồng doanh thu, tăng nhẹ 2.5%. Lợi nhuận sau thuế là 22 tỷ đồng, giảm 55.1% so với 2012. Kế hoạch được công ty đưa ra rất thận trọng do lo ngại về biến động giá nguyên liệu bất thường cũng như những chi phí khác sẽ tăng thêm. Tuy nhiên, kết thúc 6 tháng đầu 2013, công ty đã vượt kế hoạch lợi nhuận năm đề ra ban đầu. Cụ thể, doanh thu của VPK đạt 191 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 26 tỷ đồng, lần lượt tăng 14.5% và 10% so với cùng kỳ năm ngoái.

Doanh thu có sự tăng trưởng như vậy là nhờ công ty tăng cả giá bán lẫn sản lượng tiêu thụ. Theo ước tính, sản lượng VPK tăng 6.5% trong khi giá bán tăng 7.5% so với cùng kỳ năm trước. Thùng carton vẫn là sản phẩm chủ lực của công ty khi chiếm đến 91.6% tổng doanh thu.

Tỷ trọng doanh thu các sản phẩm 6 tháng đầu năm



Nguồn: BVSC tổng hợp

Tình hình kinh doanh trong tháng 7 và tháng 8 vẫn rất khả quan, vì vậy kết quả kinh doanh VPK trong Q3/2013 nhiều khả năng sẽ tốt như 6 tháng đầu năm. Chúng tôi dự báo doanh thu Q3/2013 của công ty đạt 114.4 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 17 tỷ đồng nhờ sự tăng trưởng về doanh thu của khách hàng chính Vinamilk khi nhà máy sữa đi vào hoạt động kể từ Q3 này.

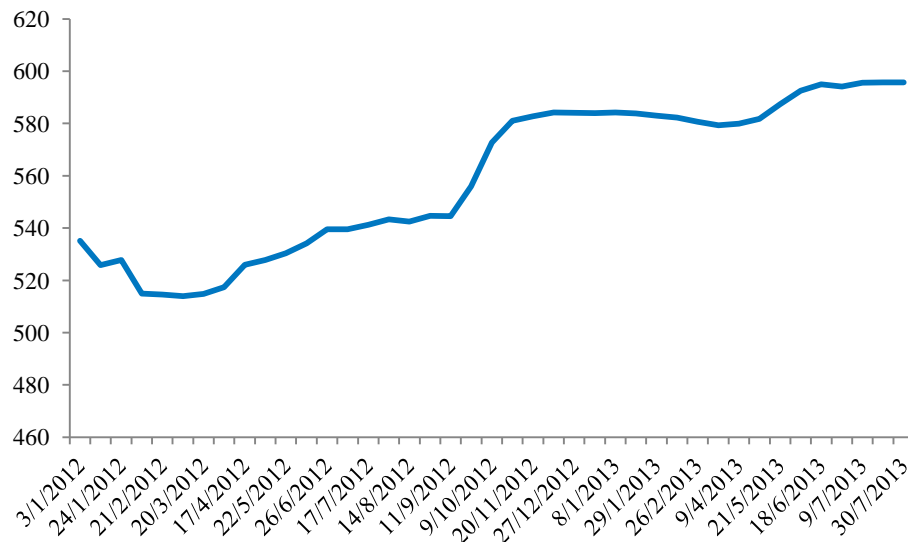
Tỷ đồng	Q3/2012	Q3/2013	Tăng trưởng
Doanh thu	90,112	114,400	26.9%
Lợi nhuận sau thuế	14,203	17,040	19.9%

Nguồn: BVSC dự phóng

TRIỂN VỌNG CẢ NĂM 2013

Giá giấy tăng nhẹ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp: chúng tôi cho rằng VPK chỉ dự trữ đủ nguyên liệu cho sản xuất trong Q3/2013. Với xu hướng giá giấy đang tăng, biên lợi nhuận gộp của công ty trong Q4/2013 sẽ khó duy trì cao như những quý vừa qua.

Diễn biến giá giấy (Đvt: EUR/tấn)



Nguồn: Foex

Đầu tư nâng cao công suất: Công ty đã đầu tư mua máy in 6 màu mới với **giá trị 24 tỷ đồng**. Việc đầu tư này nhằm nâng cao hơn nữa chất lượng và đảm bảo sự ổn định cho sản phẩm, được tài trợ hoàn toàn từ nguồn vốn tự có của công ty. Hiện tại máy đang trong giai đoạn chạy thử. Dự kiến khi máy chính thức đi vào hoạt động, công suất sản xuất của VPK sẽ đạt từ **92% - 95%**.

Mở rộng khi công suất được lắp đầy: Với lượng khách hàng mới tăng thêm, cùng với khách hàng chính là Vinamilk được kỳ vọng tăng trưởng 20%/năm, VPK sẽ phải mở rộng hơn nữa hoạt động sản xuất của mình, nhất là khi công suất của nhà máy hiện tại đạt mức 92% - 95%. **Hiện tại, chủ trương mở rộng nhà máy đang được công ty xem xét.**

Công ty vẫn sẽ tập trung vào sản phẩm chủ lực: Hiện tại, thùng carton vẫn là sản phẩm chính, đóng góp chủ yếu vào doanh thu của công ty. Những sản phẩm như chai PET, nắp nút chỉ chiếm phần nhỏ và có lợi nhuận không thật sự ổn định. Trong thời gian tới, VPK sẽ tiếp tục **tập trung cho mặt hàng chủ lực nên kết quả kinh doanh những mặt hàng còn lại sẽ không được khả quan**. Đối với những sản phẩm này, VPK chỉ duy trì những gì đã đầu tư trước đây, và không có đầu tư, phát triển mới.

Kết thúc năm 2013, chúng tôi dự báo doanh thu của VPK đạt 424 tỷ đồng, tăng 20.8% so với 2012, vượt 17.7% kế hoạch. Trong khi đó lợi nhuận sau thuế 56.9 tỷ đồng, tăng 16.8%, tương ứng với EPS là 7,115 đồng/cổ phiếu. Biên lợi nhuận gộp trong cả năm tăng nhẹ so với 2012, đạt 23.08% dựa trên những giả định sau:

- Doanh thu từ thùng carton được dự đoán sẽ tăng trưởng 23.7%, đạt 392 tỷ đồng cùng với biên lợi nhuận gộp là 25.1%. Doanh thu từ thùng carton có sự tăng mạnh so với 6 tháng đầu năm nhờ nhà máy mới của Vinamilk đi vào hoạt động kể từ Q3, góp phần tăng nhu cầu về mặt hàng này.
- Chi phí SG&A tăng, chiếm 8% tổng doanh thu, do chi phí vận chuyển và bán hàng tăng so với năm ngoái.
- Công ty tiếp tục kiểm soát chặt chi phí tài chính, với dư nợ ngắn hạn ngày càng giảm cùng với sự điều chỉnh giảm lãi suất, tỷ lệ chi phí lãi vay trong tổng chi phí của VPK giảm từ 1.33% trong năm 2012 xuống còn 0.65% trong 2013.

Doanh thu (tỷ đồng)	2012A	2013F	Tăng trưởng
Thùng carton	317,157	392,474	23.7%
Chai PET	11,249	5,744	-48.9%
Nắp, nút	8,729	6,604	-24.3%
Khác	14,126	19,612	38.8%
Tổng	351,261	424,434	20.8%

Nguồn: BVSC dự phóng

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E để định giá cổ phiếu VPK. Với tỷ trọng mỗi phương pháp là 50%, giá trị hợp lý của cổ phiếu VPK sẽ là 38,300 đồng/cổ phiếu.

Với phương pháp P/E: chúng tôi lựa chọn các công ty có hoạt động tương tự như VPK để so sánh. Với P/E trung bình của các công ty này là 5 lần, giá trị hợp lý của VPK theo phương pháp P/E là 35,600 đồng/cổ phiếu.

Mã chứng khoán	P/E	Vốn hóa thị trường
SVI	4.70	320
VBC	5.30	105
MCP	6.53	149.6
HPB	2.50	36.5
BBS	4.26	38
BPC	3.74	33.82
Trung bình	5.00	

Nguồn: BVSC tổng hợp

Với phương pháp DCF: chúng tôi dự đoán VPK vẫn tăng trưởng trong những năm sau nhưng tỷ lệ tăng trưởng khó duy trì cao như trước đó do công suất của VPK đã gần được lấp đầy. Bên cạnh đó, lợi nhuận sau thuế sẽ bị suy giảm do ảnh hưởng từ tác động thuế TNDN. Hiện tại thuế TNDN là 7.5% tính đến 2014 và sẽ tăng lên 15% trong giai đoạn 2015-2016 trước khi đạt 20% kể từ năm 2017. Giá trị hợp lý của VPK theo phương pháp này là 41,100 đồng/cổ phiếu. Cần lưu ý rằng, trong mô hình định giá của chúng tôi chưa tính đến dự án đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất do còn thiếu thông tin chi tiết.

Khuyến nghị

Tiếp nối năm 2012, VPK tiếp tục đạt được kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm 2013 nhờ vào chính sách tồn kho nguyên vật liệu kết hợp với quản lý chi phí chặt chẽ và sự tăng trưởng mạnh từ khách hàng chính Vinamilk. VPK vẫn được xem là một công ty có cơ bản tốt, lợi thế của công ty đến từ việc có khách hàng lớn bao tiêu đầu ra như Vinamilk, Vocarimex ... và được hưởng ưu đãi về thuế. Bên cạnh đó, công ty cũng không phải đầu tư nhiều vào tài sản cố định nên dòng tiền hằng năm của VPK không bị ảnh hưởng quá lớn. Tuy nhiên, việc không đầu tư nhiều sẽ khó cho VPK có thể đảm bảo một mức tăng trưởng ấn tượng như những năm trước. Với mức giá 38.300 đồng/cổ phiếu, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu này, đây thực sự là một cổ phiếu tốt, đáng để đầu tư giá trị.

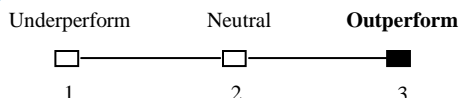
RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro phụ thuộc vào 1 khách hàng lớn: Hiện tại, Vinamilk vẫn là khách hàng lớn của VPK, doanh thu từ khách hàng này chiếm hơn 50% tổng doanh thu. Do đó, rủi ro sẽ rất lớn nếu Vinamilk không tiếp tục ký hợp đồng. Để giảm thiểu rủi ro, công ty đang cố gắng tìm kiếm thêm khách hàng để giảm sự phụ thuộc, những khách hàng mới mà VPK có được là Cholimex, Thủy sản Hiệp Thành....

Biến động giá giấy: Giấy là nguyên vật liệu chủ yếu trong sản xuất carton. Trong 2 năm trở lại đây, giá giấy luôn có xu hướng tăng và VPK được hưởng lợi khi tồn kho nguyên liệu ở mức giá thấp và có thể đàm phán tăng giá bán để duy trì/cải thiện biên lợi nhuận. Tuy nhiên, khi giá giấy có xu hướng giảm và công ty lại tồn kho ở một mức giá cao thì lợi thế của công ty sẽ không còn, hoặc khi giá bán đàm phán trong thời gian tới không tăng kịp bằng tốc độ tăng giá giấy đầu vào, khi đó biên lợi nhuận của công ty sẽ khó mà duy trì cao.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH CỦA VPK

Khuyến nghị của BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	9/2013	38,300	Outperform
Báo cáo phân tích	3/2013	29,600	Underperform

Cơ cấu cổ đông



Cổ đông lớn	Số cp	Tỷ lệ	Tính đến ngày
Vocarimex	3,532,800	44.16%	23/03/2013
Mutual Fund Elite (Non-Ucits)	725,550	9.07%	30/06/2013
Công ty cổ phần sữa Việt Nam	389,962	4.87%	2/10/2012

BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	210,984	279,963	351,261
Lợi nhuận gộp	37,094	54,034	82,670
EBITDA	26,534	41,722	65,500
Khấu hao	8,634	8,669	8,829
EBIT	17,900	33,053	56,671
Lợi nhuận trước thuế	12,035	27,334	52,684
Chi phí thuế	930	1,450	3,963
Cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận ròng	11,105	25,885	48,721
EPS	1,388	3,236	6,090

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	8,290	(20,885)	(1,968)
Dòng tiền từ HĐKD	28,417	16,554	54,123
Tiền chi mua sắm, xây dựng	0	64	195
Dòng tiền tự do	28,417	16,490	53,928
Thay đổi trong VCSH	0	0	0
Thay đổi trong nợ	143,584	202,074	183,646
Cổ tức phải trả	0	0	(11,997)
Dòng tiền ròng	3,032	3,862	28,392
Tiền mặt đầu kỳ	3,932	6,985	10,847
Tiền mặt cuối kỳ	6,985	10,847	39,239

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	6,985	10,847	39,239
Khoản phải thu	20,128	24,778	35,597
Hàng tồn kho	33,772	34,139	33,027
Khác	695	271	183
Tài sản ngắn hạn	61,580	70,035	108,046
Tài sản cố định	93,332	85,677	78,900
Đầu tư dài hạn	-	-	-
Khác	552	55	30
Tổng tài sản	155,464	155,768	186,976
Nợ phải trả	80,346	54,765	49,974
Vay ngắn hạn	39,898	31,516	19,816
Khoản phải trả	34,425	17,678	22,766
Khác	2,695	5,522	7,392
Nợ ngắn hạn	77,018	54,717	49,974
Nợ dài hạn	3,265	-	-
Nợ khác	64	48	-
Tổng nợ	80,346	54,765	49,974
Nguồn vốn chủ sở hữu	75,118	101,003	137,002
Lợi nhuận cổ đông tối thiểu	-	-	-

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	12.6%	14.9%	18.6%
Biên lợi nhuận hoạt động	5.7%	9.7%	15.0%
Biên lợi nhuận ròng	5.3%	9.2%	13.9%
ROAA	7.3%	16.6%	28.4%
ROEA	16.0%	29.4%	40.9%
Tăng trưởng doanh thu	23.6%	32.7%	25.5%
Tăng trưởng LNST	21.6%	127.1%	92.7%
Tăng trưởng doanh thu/cp	23.6%	32.7%	25.5%
Tăng trưởng EPS	12.4%	133.1%	88.2%
Tăng trưởng tổng tài sản	3.8%	0.2%	20.0%
Tỷ số thanh toán lãi vay	1.05	3.78	12.21
Nợ trên tổng tài sản	0.52	0.35	0.27
Nợ trên vốn chủ sở hữu	1.07	0.54	0.36
Doanh thu/tài sản	1.36	1.80	1.88
Capex/Doanh thu	0.04	0.03	0.03
EPS cơ bản (VND)	1,388	3,236	6,090
EBITDA mỗi cp (VND)	1,851	3,786	7,191
Cổ tức	-	-	1,500
Giá trị sổ sách (VND)	9,390	12,625	17,125



CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Trần Hà Xuân Vũ**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt..

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999