

CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS) NĂM GIỮ

Nguyễn An Thiên Trang

Chuyên viên

trang.nguyenan@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 116

Cập nhật

Nâng KN từ BÁN lên NĂM GIỮ

Giữ nguyên giá mục tiêu 12.000VND

Giá hiện tại	12.300VND
Giá mục tiêu	12.000VND
TL giảm	2%
Lợi suất cổ tức	8,9%

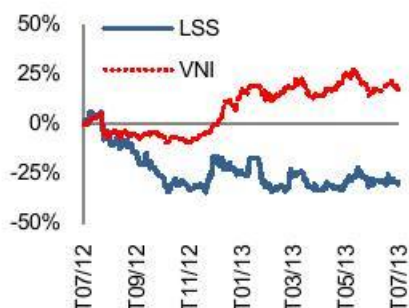
Đường

Giá trị vốn hóa	29 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	50 triệu
Mức cao nhất 52 tuần	17.100VND
Mức thấp nhất 52 tuần	12.000VND

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua	9,6 triệu USD
Room còn lại cho khối ngoại (USD)	8 triệu USD
Sở hữu của KN / Tối đa (%)	19,3% / 49,0%

Cơ cấu cổ đông

Hiệp hội Đường Lam Sơn	19,5%
CTCP Tân Thành Đạt	10,5%



Vẫn còn áp lực, nhưng thặng dư thu hẹp

Tổ chức Đường Quốc tế (ISO) dự báo thặng dư đường trong năm 2014 sẽ giảm xuống 4,5 triệu tấn từ mức 10,3 triệu tấn trong năm 2013. Đây là kết quả của việc sản xuất đường toàn thế giới giảm và không phải do cầu tăng, vì theo quan sát của chúng tôi, Brazil, một trong những nước dẫn đầu ngành đường thế giới, đang ưu tiên sản xuất ethanol hơn. Chúng tôi đánh giá cao các thay đổi tích cực tại LSS, cụ thể là: 1) nhà máy mới đã đi vào hoạt động và 2) cơ cấu sản phẩm cải thiện (chuyển dịch sang các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn). Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu pha loãng hoàn toàn 12.000VND do giá cổ phiếu đã giảm 27% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị gần đây nhất (BÁN) hồi tháng 10/2012. KN NĂM GIỮ.

Cải thiện biên lợi nhuận nhờ nhà máy mới và thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài hoạt động kinh doanh cốt lõi

LSS đã nâng cấp nhà máy thứ hai để cải thiện cơ cấu sản phẩm, sang 80% đường tinh luyện và 20% đường kính trắng thay vì 50-50 như năm ngoái. Đường tinh luyện có chất lượng cao hơn đường kính trắng, giúp tăng biên lợi nhuận chung lên 12,7% trong 6 tháng đầu năm 2013 từ mức 0,4% trong 6 tháng cuối năm 2012. Trong thời gian tới, LSS không có kế hoạch đầu tư XDCB nào đáng kể. Công ty cũng dự định sẽ tập trung vào lĩnh vực sản xuất đường và thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài cốt lõi như khách sạn, sản xuất tuynel, đại lý du lịch và sản xuất giấy, có thể là ngay trong năm nay. Vẫn chưa có chi tiết cụ thể về kế hoạch tái cơ cấu, nhưng đây là thay đổi tích cực.

Có thể không duy trì được cổ tức bằng tiền mặt nếu giá đường vẫn ở mức thấp

Chúng tôi dự báo với giá đường hiện tại, LSS sẽ đạt lợi nhuận 826VND/cổ phiếu và 667VND/cổ phiếu trong 2013 và 2014, qua đó tỷ lệ trả cổ tức sẽ lên đến 134% trong năm 2013 (theo mức cổ tức đã được ĐHCĐ thông qua) và 163% trong năm 2014 (nếu duy trì mức cổ tức này). Vì vậy, chúng tôi cho rằng LSS có thể sẽ phải xem xét lại chính sách cổ tức năm 2014, nhưng xin lưu ý là công ty đã có đủ tiền mặt để duy trì cổ tức cho năm 2013 (trả trong năm 2014).

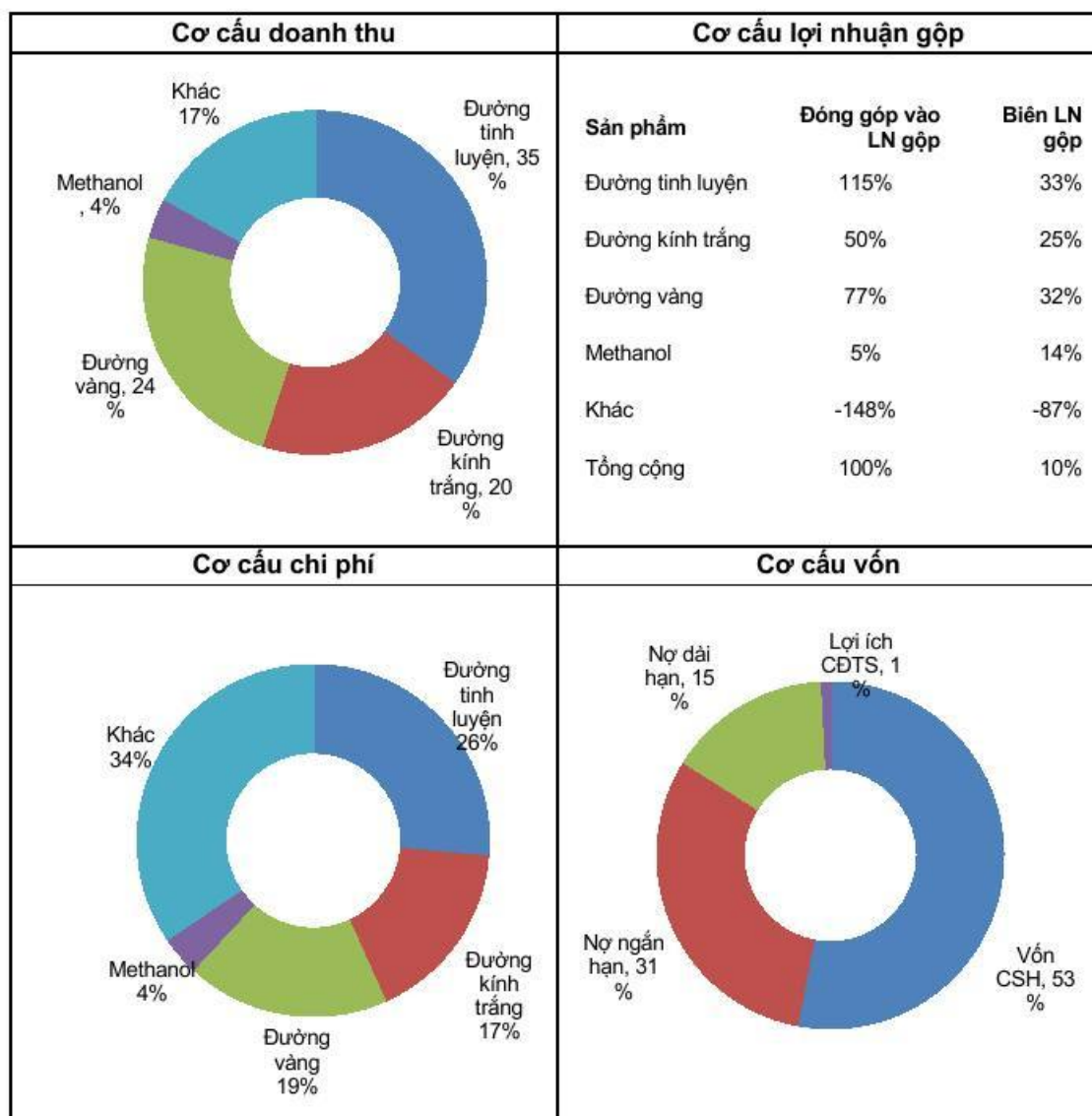
Giá cổ phiếu phụ thuộc mạnh vào giá đường.

Là công ty sản xuất hàng hóa, lợi nhuận của LSS phụ thuộc rất nhiều vào giá đường (vui lòng xem phân tích độ nhạy trong báo cáo này). Do trong các tháng tới cung đường nhiều khả năng sẽ giảm, chúng tôi cho rằng giá đường sẽ duy trì tại mức hiện tại sau khi giảm 24% trong ba năm qua.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	2.025	1.889	1.974	1.987	2.030
Biên LN gộp	30,0%	9,3%	13,7%	13,5%	13,6%
Biên LN từ hoạt động (%)	23,1%	7,5%	7,9%	7,7%	7,7%
Biên LN ròng	20,3%	1,9%	2,1%	2,3%	3,9%
LN ròng cổ đông (tỷ VND)	411	36	41	47	80
EPS cơ bản (VND)	8.223	719	826	667	1.140
EPS pha loãng (VND)	5.873	513	590	667	1.140
Cổ tức/CP (đồng)	3.500	2.000	1.100	0	0
Lợi suất cổ tức (%)	29,2%	16,7%	8,9%	0,0%	0,0%
Giá trị sổ sách/CP (VND)	27.725	25.126	24.852	21.275	22.415
PER (lần)	1,5	16,7	14,5	18,0	10,5
PBR (lần)	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5
ROA (%)	22,1%	1,5%	1,6%	1,8%	3,0%
ROE (%)	31,8%	2,8%	3,4%	3,5%	5,3%
Nq/CSH	0,3	0,8	0,9	0,6	0,5

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất đường tinh luyện và đường kính trắng		
Doanh thu	89 triệu USD (2012)		
Lợi nhuận ròng	1,7 triệu USD (2012)		
Yếu tố doanh thu chính	Giá đường		
Yếu tố chi phí chính	Giá mía		
Yếu tố rủi ro chính	Diện tích trồng mía do nông dân quyết định, thặng dư đường		
Các đối thủ chính	Đường Biên Hòa (BHS), Đường Bourbon Tây Ninh (SBT)		
Các khách hàng chính	Các công ty sản xuất bánh kẹo và nước giải khát		
Lãnh đạo	Ông Le Văn Tam (Chủ tịch HĐQT), Ông Lê Văn Thanh CEO)		
Địa chỉ	Lam Sơn Tỉnh Thanh Hóa	Website	www.lasuco.vn
		Email	lasuco@hn.vnn.vn
		Điện thoại	+84.37.3834.091



Nguồn: LSS và Ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Ngành đường thế giới – thặng dư sẽ giảm trong năm 2014
- Ngành đường Việt Nam –theo xu hướng thế giới
- Đề xuất tăng hạn ngạch xuất khẩu đường: vẫn chưa có quyết định cuối cùng
- Dự báo KQLN 2013
- Định giá

Ngành đường thế giới – thặng dư thu hẹp năm 2014

Khảo sát cho thấy thị trường thế giới sẽ còn thặng dư đường

Tổ chức Đường Quốc tế (ISO) tính mùa vụ từ tháng mười đến tháng chín thay vì từ tháng tư đến tháng ba vì chu kỳ này phù hợp với Brazil hơn. ISO ước tính thế giới sẽ thặng dư 10 triệu tấn đường trong 2012-2013. Chúng tôi tổng hợp dự báo về ngành đường từ nhiều cơ quan khảo sát trên thế giới và hầu hết đều có đồng quan điểm với dự báo của ISO.

Hình 1: Dự báo thặng dư đường toàn thế giới 2012/2013 (đơn vị: triệu tấn đường thô)

	Sản xuất	Tiêu thụ	Thặng dư*
Czarnikow	185,6	174,1	10,2
F.O.Licht	183,1	168,7	10,0
ISO	181,7	171,8	10,0
KINGSMAN	181,0	170,0	10,3
USDA	172,3	163,6	2,1

Nguồn: Tin tức thị trường thế giới, 06/2013, thặng dư: điều chỉnh có tính chuyển giao hàng tồn kho và tương quan xuất-nhập khẩu*

Điểm sáng là thặng dư đường toàn thế giới được dự báo sẽ giảm mạnh trong vụ mùa tiếp theo năm 2013/2014.

Hình 2: Dự báo thặng dư đường toàn thế giới 2013/2014 (đơn vị: triệu tấn đường thô)

	Sản xuất	Tiêu thụ	Thặng dư*
Czarnikow	182,8	177,9	3,9
KINGSMAN	176,2	172,5	3,8
ISO	180,8	176,3	4,5

Nguồn: Tin tức thị trường thế giới, 06/2013, thặng dư: điều chỉnh có tính chuyển giao hàng tồn kho và tương quan xuất-nhập khẩu*

Brazil chuyển từ sản xuất đường sang ethanol - tín hiệu phục hồi

Brazil, nước sản xuất mía lớn nhất thế giới hiện đang chuyển từ sản xuất đường sang ethanol. Các nhà máy ethanol tại Brazil đã tăng sử dụng đến 55% lượng mía trong tháng bảy, cao hơn so với mức 49% hồi năm ngoái. Chúng tôi cho rằng điều này tương đối tích cực đối với ngành đường trong việc giải quyết vấn đề tồn kho.

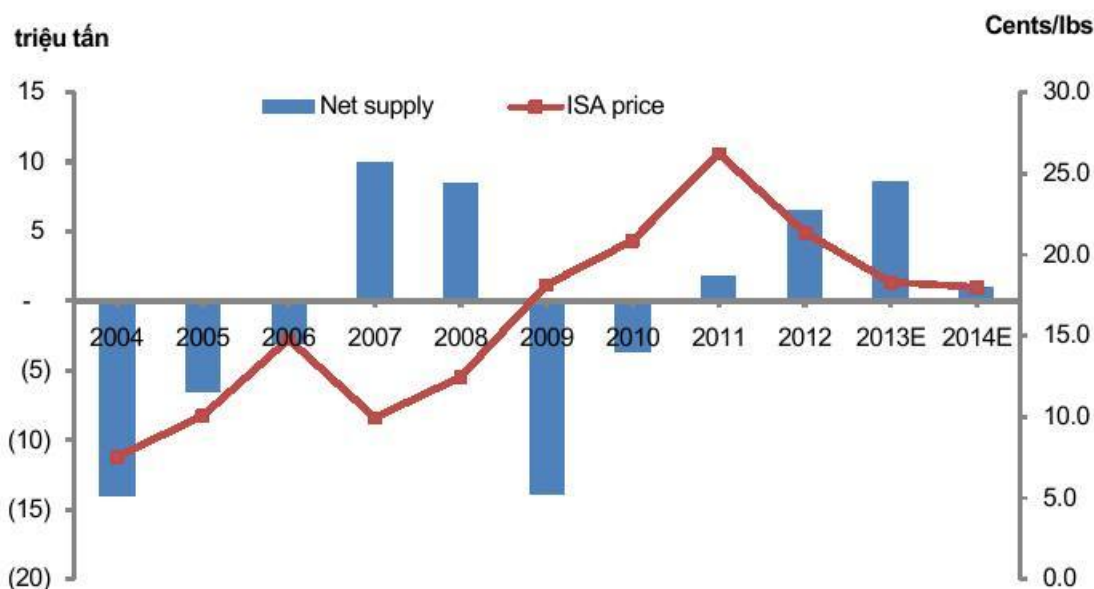
Hình 3: Brazil là nước sản xuất mía lớn nhất thế giới

Quốc gia	Sản lượng (triệu tấn)	%
Brazil	734.000	40,9
Ấn Độ	342.482	19,1
Trung Quốc	115.124	6,4
Thái Lan	95.960	5,3
Pakistan	55.309	3,1
Mexico	49.735	2,8
Philippines	34.000	1,9
Mỹ	26.656	1,5
Australia	25.182	1,4
Argentina	25.000	1,4
Toàn thế giới	1.794.359	100,0

Nguồn: Wikipedia

Do dự báo vụ mùa 2012/2013 sẽ thặng dư, chúng tôi cho rằng giá đường thế giới từ nay đến cuối năm sẽ tiếp tục ở mức thấp. Tuy nhiên, sự chuyển dịch của Brazil sang sản xuất ethanol trong thời gian qua, dù vẫn chưa đạt quy mô lớn, sẽ giúp giảm đáng kể thặng dư đường trong năm 2014.

Hình 4: Giá đường thế giới phụ thuộc mạnh vào quan hệ cung-cầu



Nguồn: Tổ chức Đường Quốc tế, tháng 02/2013.

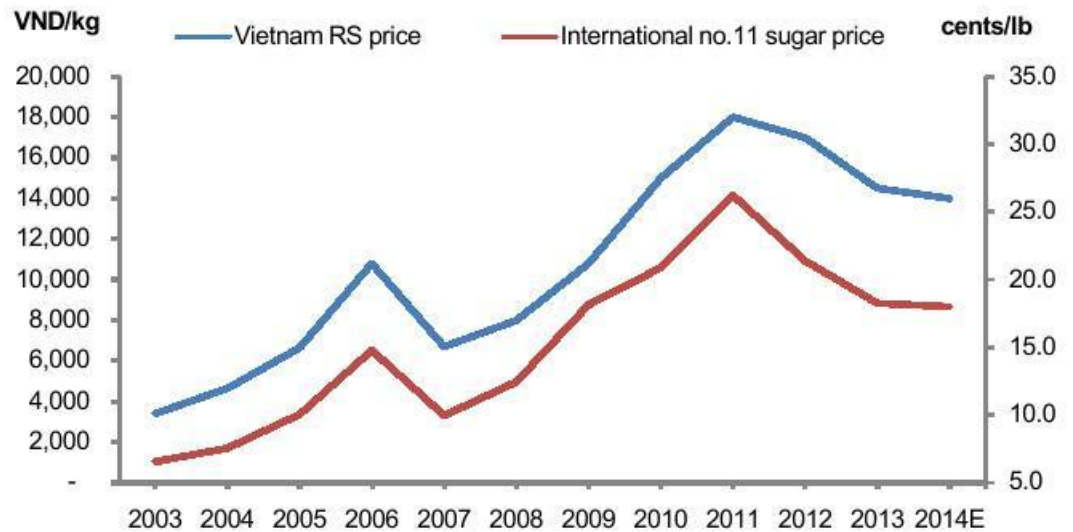
Ngành đường Việt Nam đi theo xu hướng thế giới

Giá đường trong nước phụ thuộc vào giá thế giới

Mặc dù các công ty sản xuất đường trong nước được bảo hộ nhờ thuế nhập khẩu lên đến 80%-100% nếu ngoài hạn ngạch nhập khẩu (hạn ngạch nhập khẩu chỉ vào khoảng 70.000 tấn/năm), giá đường trong nước vẫn phụ thuộc rất nhiều vào xu hướng của thế giới. Mỗi năm có 400.000 tấn đường từ Thái Lan nhập lậu vào Việt Nam với giá rẻ hơn nhiều đường trong nước nên tạo áp lực giảm giá xuống giá đường trong nước. Dù giá đường Việt Nam và Thái

Lan có chiều hướng tỷ lệ thuận với nhau, giá đường Việt Nam vẫn cao hơn giá đường Thái Lan từ 20%-40%.

Hình 5: Giá đường Việt Nam cao hơn từ 20%-40% so với giá thế giới

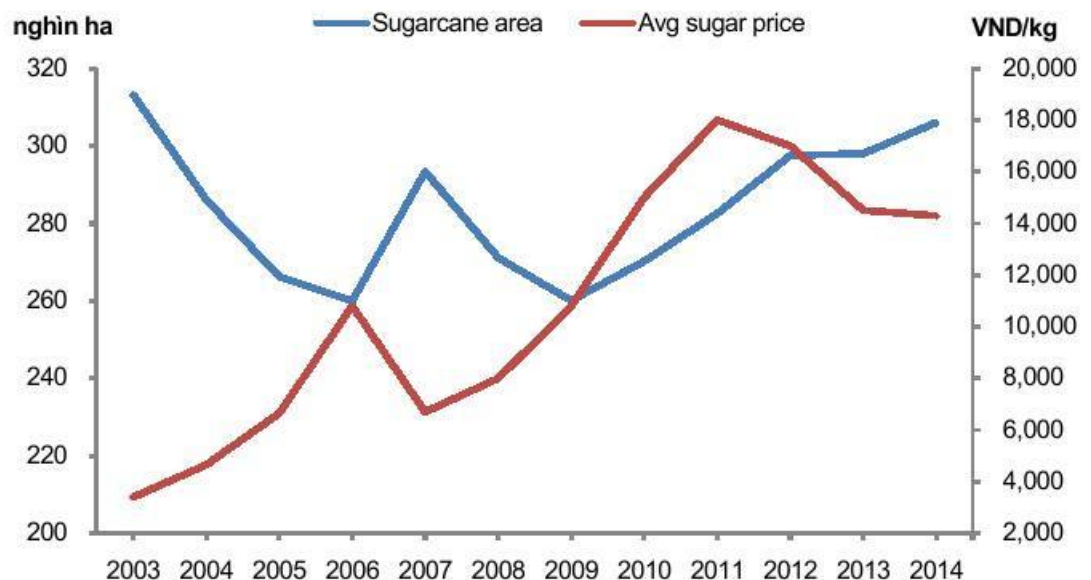


Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn

Dự báo vụ mùa tới 2013/2014 tiếp tục thặng dư

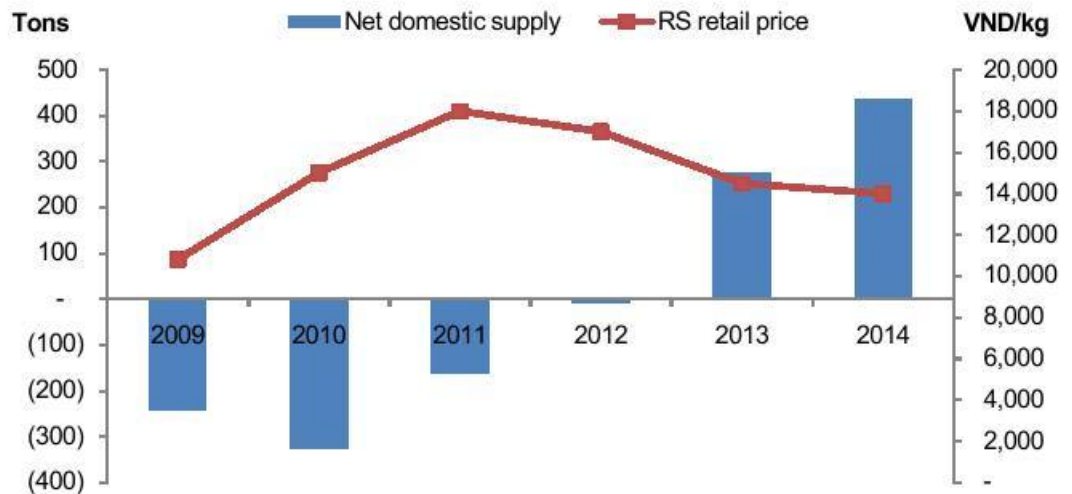
Tại cuộc họp tổng kết tình hình sản xuất đường vụ mùa 2012/2013 tổ chức hồi tháng 07/2013, Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn cho biết diện tích trồng mía năm nay đã lên đến 298.000ha và dự báo sẽ tăng lên 306.000ha vào vụ mùa tới. Việc mở rộng thêm diện tích trồng mía như vậy nhiều khả năng sẽ giữ giá đường năm 2014 tại mức thấp và giá đường chỉ có thể tăng khi diện tích trồng mía giảm trong năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý là giá mía đường, hay chi phí sản xuất đường, còn chịu ảnh hưởng của các yếu tố khác bên cạnh diện tích trồng mía.

Hình 6: Mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa nguồn cung (diện tích trồng mía) và giá đường



Nguồn: Bộ Công Thương, Ước tính của VCSC

Hình 7: Giá đường trong nước cũng phụ thuộc vào quan hệ cung-cầu



Nguồn: Bộ Công Thương (không tính xuất-nhập khẩu)

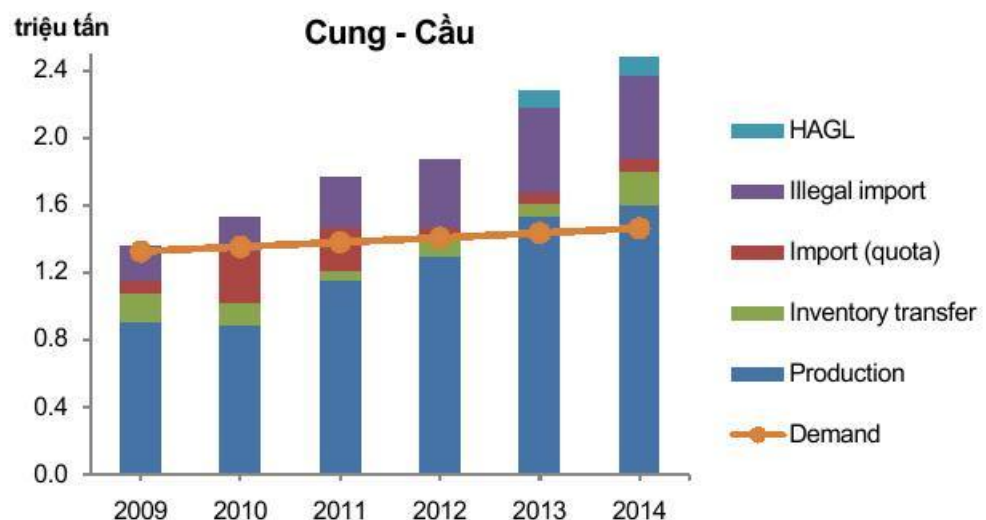
Xuất khẩu khó có thể giúp giảm bớt áp lực thặng dư

Chính phủ kiểm soát kênh xuất nhập khẩu nhằm cân bằng cung cầu. Chính phủ đã tăng hạn ngạch nhập khẩu từ mức 70.000 tấn/năm như mọi khi lên 300.000 tấn trong năm 2010 và 2011 nhằm giải quyết khan hiếm đường trong nước. Sang năm 2013, do thị trường đường trong nước lại chuyển sang thặng dư, Chính phủ đã ra hạn ngạch xuất khẩu lên đến 200.000 tấn đường cho giai đoạn từ tháng 03 đến tháng 06/2013 nhằm giải quyết lượng đường thặng dư và giúp giá đường trong nước tăng trở lại. Tuy nhiên, cả nước chỉ xuất khẩu được 13% hạn ngạch trong giai đoạn trên. Một trong những nguyên nhân là đường giá rẻ nhập lậu vào Việt Nam từ Thái Lan mượn đường xuất sang Trung Quốc.

Đề xuất tăng hạn ngạch xuất khẩu đường

Do thị trường đường khó khăn kéo dài, Hiệp hội Mía đường Việt Nam đã đề xuất lên Bộ Công Thương xem xét lại để tạo điều kiện cho nhà máy đường xuất khẩu hết lượng đường tồn kho. Ngay cả nếu bộ Công Thương đồng ý đề xuất này, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn khó có thể giảm áp lực thặng dư thông qua kênh xuất khẩu, nhất là khi đường nhập lậu giá rẻ từ Thái Lan vẫn còn là một vấn đề nan giải.

Hình 8: Đường nhập lậu từ Thái Lan – Vấn đề nan giải



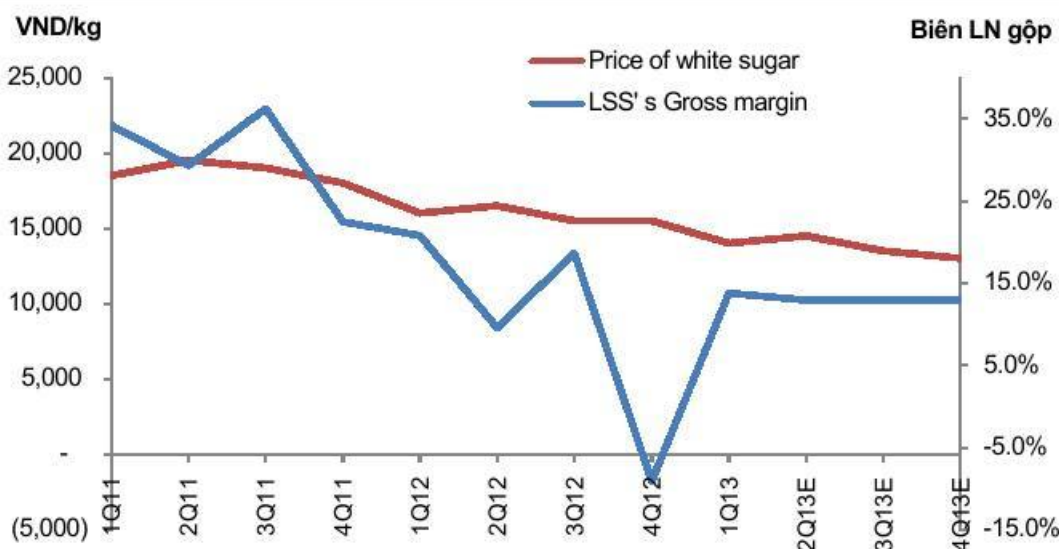
Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (2013), Ước tính của VCSC

Dự báo biên lợi nhuận gộp

Do giá nguyên liệu đầu vào khá ổn định, biên lợi nhuận gộp của LSS chủ yếu phụ thuộc vào biến động của giá đường. Biên lợi nhuận gộp của LSS liên tục giảm từ 34,2% trong Quý 1/2011 xuống âm 9,1% trong Quý 4/2012 do giá đường giảm. Tại thời điểm đó, LSS sản xuất đường tinh luyện và đường kính trắng với tỷ lệ khoảng 50:50.

Tính đến cuối năm 2012, LSS đã nâng cấp nhà máy sản xuất đường thứ hai của mình, nhờ đó có thể sản xuất đường tinh luyện và đường kính trắng theo tỷ lệ 80:20, giúp cải thiện biên lợi nhuận chung trong 6 tháng đầu năm 2013.

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp tăng trong 6 tháng đầu năm 2013 nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm (80% đường tinh luyện – 20% đường kính trắng)



Nguồn: Số liệu công ty, Ước tính của VCSC

Vì vậy, với giá đường như hiện nay, chúng tôi dự báo LSS sẽ đạt biên lợi nhuận gộp cả năm là 13,7%.

Hình 10: Giá đường tinh luyện cao hơn giá đường kính trắng



Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, báo chí, Ước tính của VCSC

Dự báo KQLN do VCSC đưa ra

Hình 11: Dự báo KQLN do VCSC đưa ra

	2012	2013	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	1.889	1.974	4,53%	Sản lượng tăng
Đường tinh luyện	1.464	1.495	2,12%	Giá đường giảm
Phụ phẩm	425	479	12,9%	Tỷ lệ sản lượng đường tinh luyện tăng lên 80%
Biên lợi nhuận gộp	176	271		
Đường tinh luyện	152	148		
Phụ phẩm	24	123		
Chi phí quản lý & bán hàng	-35	-115		5,8% doanh thu
Biên LN từ HĐKD	141	156		
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	0	6		
Chi phí lãi vay	-97	-112		
Lợi nhuận trước thuế	44	50		
LNST chia cổ đông	36	41	15,4%	Thuế suất 14,5%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Thoái vốn khỏi các lĩnh vực kinh doanh không cốt lõi

Ông Lê Văn Tam, Chủ tịch HĐQT của LSS, cho biết sẽ tái cơ cấu công ty bằng cách giảm cổ phần tại các lĩnh vực kinh doanh không cốt lõi như khách sạn, sản xuất tuynel, du lịch, phân bón, sản xuất giấy, v.v. LSS đã đầu tư khoảng 52 tỷ đồng vào các dự án này và đang tìm cách chuyển nhượng cho đối tác.

Hình 12: Các công ty con và liên kết của LSS (tính đến hết Quý 2/2013)

	TL cổ phần	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Lĩnh vực hoạt động
Công ty con				
CTCP Phân bón Lam Sơn	58,1%		15,5	Sản xuất phân bón
Công ty TNHH Lam Sơn - Sao Vàng	100,0%		20,0	Agriculture
CTCP Cơ giới Nông nghiệp Lam Sơn	78,0%		7,0	Agriculture
Công ty TNHH Thương mại đầu tư & Du lịch Lam Sơn	100,0%		3,0	Dịch vụ du lịch
CTCP Giấy Lam Sơn	68,1%		10,2	Sản xuất giấy
CTCP NCN Dịch vụ Thương mại Văn Sơn	92,2%		12,0	Agriculture
CTCP Đầu tư phát triển Lam Sơn - Bá Thước	93,3%		18,0	Agriculture
Liên kết				
CTCP Du lịch Thanh Hoá	37,7%	4,3	11,9	Du lịch
CTCP Rượu Việt Nam - Thụy Điển	30,7%	0,1	70,0	Sản xuất rượu
CTCP Đầu tư phát triển Lam Sơn - Như Xuân	32,1%	15,7	50,0	Sản xuất mía đường
Khác		32,3		Sản xuất giấy, đầu tư

Nguồn: Số liệu công ty

Định giá

Phương pháp định giá (tỷ đồng)	DTTD
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do +	1.577
Giá trị cuối cùng	
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	143
- Nợ ngắn và dài hạn	841
- Lợi ích CDTs	19
Giá trị CSH	865
Số lượng cổ phiếu lưu hành	70
Giá cổ phiếu (VND)	12.359
Giá mục tiêu	12.000
(pha loãng hoàn toàn)	

Giá định	
WACC	13,2%
Thuế suất biên	14,5%
Chi phí CSH	16,3%
Lãi suất phi rủi ro	8,5%
Phần bù rủi ro	8,0%
Beta	0,9
Chi phí nợ	11,0%
Tăng trưởng cuối cùng	1,5%

Chúng tôi nhận thấy giá đường khó có khả năng tăng trở lại trong vòng một năm tới do tình trạng thặng dư vẫn tiếp tục kéo dài sang đến vụ mùa sau. Tuy nhiên, các yếu tố tích cực như sản xuất giảm và Brazil chuyển sang sản xuất ethanol có thể hỗ trợ giá đường trong vụ mùa tới. Trong mô hình định giá, chúng tôi hạ giả định giá bán trung bình từ 16.000VND/kg xuống còn 14.500VND/kg dựa trên số liệu mới nhất và phân tích của chúng tôi về tình hình cung cầu của ngành đường. Chúng tôi cũng giảm chi phí vốn CSH do giảm lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro.

Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 12.000VND/cổ phiếu bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền 5 năm. Giá cổ phiếu LSS đã giảm 27% kể từ khi chúng tôi đưa ra báo cáo cập nhật gần đây nhất hồi tháng 10/2012. Tại mức giá hiện tại 12.000VND/cổ phiếu, LSS đã chạm mức giá mục tiêu của chúng tôi. Chúng tôi nâng khuyến nghị từ BÁN lên NẮM GIỮ.

FCFF	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT	162	161	167	174	178
Trừ: thuế điều chỉnh	(23)	(23)	(24)	(25)	(26)
Cộng: Khấu hao	94	99	104	109	114
Trừ: Đầu tư XDCB	(50)	(49)	(49)	(49)	(49)
Δ vốn lưu động	-108	-53	-6	-7	13
Dòng tiền tự do	75	135	191	202	230

Nguồn: Ước tính của VCSC

Tuy nhiên, nếu giá đường tăng trở lại, chúng tôi sẽ điều chỉnh giá mục tiêu cho phù hợp. Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy giá đường bán ra chỉ cần tăng 1% thì giá mục tiêu sẽ tăng 12%. Xin lưu ý là việc phân tích chỉ dựa trên một biến số (giá đường) trong khi chi phí sản xuất và sản lượng bán ra được giữ cố định. Trên thực tế, giá mục tiêu còn phụ thuộc vào biến động của các yếu tố khác và do đó, không phụ thuộc mạnh vào giá đường như giá mục tiêu theo bảng dưới đây.

Phân tích độ nhạy

Hình 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giá đường

Giá đường (VND/kg)	+/-	Giá mục tiêu (VND/kg)	Tăng/giảm
13.800	-3%	7.800	-43%
14.000	-2%	9.000	-27%
14.200	-1%	10.800	-12%
14.300	0	12.300	0%
14.500	1%	13.800	12%
14.600	2%	15.300	24%
14.800	3%	16.800	36%

Nguồn: VCSC

Số tiền thu về từ trái phiếu chuyển đổi 2012

LSS đã phát hành thành công 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (lãi suất danh nghĩa 12%) cho cổ đông hiện hữu (75%), nông dân trồng mía (15%) và nhân viên (10%). Số tiền mặt thu về được dùng để trả 150 tỷ đồng nợ ngân hàng MBB với lãi suất lên tới 13%-15%. Phần còn lại được dùng để mở rộng diện tích trồng mía. Từ nay đến năm 2014, LSS phải thanh toán 24 tỷ đồng tiền lãi suất danh nghĩa cho các trái chủ nắm giữ trái phiếu chuyển đổi.

Do các trái phiếu chuyển đổi này sẽ buộc phải chuyển đổi tại mức 10.000VND/cổ phiếu (thấp hơn 24,8% so với giá cổ phiếu hiện nay) trong năm 2014, EPS dự phóng 2014 sẽ bị pha loãng 40%.

Cổ tức

Lịch trả cổ tức	Loại hình	Ngày GD không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối	Ngày thanh toán	Tình trạng
Cổ tức 2012	1.500VND/CP	28/02/2012	01/03/2012	20/04/2012	Đã trả
Cổ tức 2012	1.000VND/CP	26/11/2012	28/05/2013	10/01/2013	Đã trả
Cổ tức 2013	1.100VND/CP	Chưa quyết định	Chưa quyết định	Chưa quyết định	Đã thông qua

Nguồn: Số liệu của công ty



Tổng kết kết quả hàng quý

Tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	578	498	na	na	1.076
LN gộp	80	57	na	na	137
Biên LN gộp (%)	13,7%	11,4%	na	na	12,7%
LN từ hoạt động	17	14	na	na	31
Biên LN hoạt động (%)	2,9%	2,8%	na	na	2,8%
LN ròng	14	8	na	na	22
Biên LN ròng (%)	2,4%	1,6%	na	na	2,0%
2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	403	685	225	432	1.889
LN gộp	84	65	42	-39	176
Biên LN gộp (%)	20,8%	9,6%	18,6%	-9,1%	9,3%
LN từ hoạt động	59	43	33	-19	141
Biên LN hoạt động (%)	14,8%	6,3%	14,7%	-4,3%	7,4%
LN ròng	37	24	13	-39	36
Biên LN ròng (%)	9,1%	3,5%	5,7%	-8,9%	1,9%
2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	439	555	461	571	2.025
LN gộp	150	163	167	128	608
Biên LN gộp (%)	34,2%	29,3%	36,2%	22,5%	30,0%
LN từ hoạt động	118	130	133	87	467
Biên LN hoạt động (%)	26,8%	23,4%	28,8%	15,2%	23,0%
LN ròng	95	91	111	114	411
Biên LN ròng (%)	21,7%	16,5%	24,0%	20,0%	20,0%

Nguồn: Company data

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo		
	2012	2013	2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	1.889	1.974	1.987	2.030
- Giá vốn hàng bán	-1.713	-1.704	-1.718	-1.755
Lợi nhuận gộp	176	271	269	275
- Chi phí bán hàng	-23	-29	-29	-30
- Chi phí quản lí DN	-12	-86	-86	-88
LN thuần HĐKD	141	156	154	157
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	1	1	1	1
- Lợi nhuận khác	-1	6	6	9
EBIT	140	162	161	167
- Chi phí lãi vay	-97	-112	-104	-70
Lợi nhuận trước thuế	44	50	56	96
- Thuế TNDN	-6	-7	-8	-14
LNST	37	43	48	82
- Lợi ích CĐTS	-1	-1	-1	-2
LNST cổ đông CT Mẹ	36	41	47	80
EBITDA	234	256	259	270
Số CP lưu hành (triệu)	50	50	70	70
EPS	6.852	826	667	1.140

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-6,7%	4,5%	0,6%	2,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	-69,9%	10,6%	-1,4%	2,3%
Tăng trưởng EBIT	-73,9%	15,6%	-0,9%	3,7%
Tăng trưởng EPS	37,3%	14,9%	13,0%	71,0%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,3%	13,7%	13,5%	13,6%
Tỷ suất LNST	2,0%	2,2%	2,4%	4,1%
ROE %	2,8%	3,4%	3,5%	5,3%
ROA %	1,5%	1,6%	1,8%	3,0%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	94,4	96,5	97,6	97,0
Số ngày phải thu	21,6	20,1	21,5	21,4
Số ngày phải trả	17,6	20,9	16,9	16,8
TG luân chuyển tiền	98,4	95,7	102,2	101,5

Chỉ số TK/đơn bầy TC				
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,2	1,3	1,4
CS thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,8	1,0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,2	0,2
Nợ / Tài sản	0,4	0,4	0,3	0,3
Nợ / Vốn sử dụng	0,4	0,5	0,4	0,3
Nợ / Vốn CSH	0,8	0,9	0,6	0,5
Khả năng TT lãi vay	1,5	1,4	1,5	2,4

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo		
	2012	2013	2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
Tiền và tương đương	128	114	158	236
Đầu tư TC ngắn hạn	15	15	15	15
Các khoản phải thu	101	117	118	120
Hàng tồn kho	443	457	461	471
Tài sản ngắn hạn khác	467	517	567	567
Tổng tài sản ngắn hạn	1.154	1.220	1.319	1.410
Tài sản dài hạn	2.383	2.433	2.482	2.531
- Khấu hao lũy kế	-955	-1.048	-1.147	-1.251
Tài sản dài hạn	1.429	1.385	1.335	1.279
Đầu tư tài chính dài hạn	46	46	46	46
Tài sản dài hạn khác	47	47	47	47
Tổng tài sản dài hạn	1.522	1.478	1.428	1.373
Tổng Tài sản	2.676	2.698	2.746	2.782
Phải trả ngắn hạn	116	79	80	82
Vay và nợ ngắn hạn	741	740	740	690
Phải trả ngắn hạn khác	193	202	203	207
Nợ ngắn hạn	1.050	1.021	1.023	979
Vay và nợ dài hạn	300	365	165	165
Phải trả dài hạn	51	51	51	51
Nợ dài hạn	351	415	215	215
Tổng nợ	1.401	1.437	1.239	1.195
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư	180	180	180	180
Vốn điều lệ	500	500	700	700
LN chưa phân phối	576	562	609	689
Lợi ích cổ đông thiểu số	19	19	19	19
Vốn chủ sở hữu	1.275	1.262	1.508	1.588
Tổng cộng nguồn vốn	2.676	2.698	2.747	2.783

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	126	128	114	158
Lợi nhuận sau thuế	36	41	47	80
Khấu hao lũy kế	95	94	99	104
Thay đổi vốn lưu động	-25	0	0	0
Điều chỉnh khác	-5	-108	-53	-6
Tiền từ hoạt động KD	101	28	93	177
Chi mua sắm TSCĐ	-613	-50	-49	-49
Đầu tư khác	1	0	0	0
Tiền từ đầu tư	-611	-50	-49	-49
Cổ tức đã trả	-75	-55	0	0
Tăng (giảm) vốn	30	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	587	0	0	-20
Tiền từ hoạt động TC	511	8	0	-50
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1	-14	44	78
Tiền cuối năm	128	114	158	236

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn An Thiên Trang, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giá định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp
Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM +84
8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
25/09/2013	NĂM GIỮ	12.300	12.000
09/10/2012	BÁN	16.300	12.000