



CTCP Dược Cửu Long (DCL – HSX)

Cơ hội khi nợ khó đòi được giải quyết

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- qoq	Q2-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	177,1	173,8	2%	174,9	1%
Lợi nhuận sau thuế	11,5	11,6	0%	14,1	-18%
EBIT	18,7	22,1	-15%	(15,8)	-218%
Tỷ suất EBIT	10,6%	12,7%	-215bps	-9,1%	1.965bps

Nguồn: DCL, RongViet Securities

- Hoạt động sản xuất vỏ viên nang sẽ là động lực tăng trưởng nếu được đầu tư mở rộng
- Mảng kinh doanh dịch vụ y tế và tiềm năng xuất khẩu
- Doanh thu dược phẩm đóng góp chủ lực nhưng chưa thực sự nổi bật
- Nợ phải thu khó đòi vẫn là ẩn số cần giải quyết

Quan điểm và Định Giá:

DCL là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dược phẩm và dụng cụ y tế. Trong thế “ba chân” gồm dược phẩm, bao bì dược phẩm (vỏ viên nang cứng rỗng) và dụng cụ y tế (ống kim tiêm và dây chuyển dịch), chúng tôi đánh giá cao cơ hội của DCL ở hai hoạt động cuối hơn. Tuy nhiên, các nhà máy của Công ty hầu như đạt năng suất tối đa nhưng chưa có lộ trình cụ thể về việc mở rộng khả năng sản xuất. Nguyên nhân xuất phát từ tiềm lực tài chính yếu do nợ phải thu khó đòi lớn trong khi quy mô vốn khá nhỏ so với các doanh nghiệp trong ngành.

Chúng tôi được Công ty chia sẻ về kế hoạch tăng cường dây chuyền sản xuất ống kim tiêm để xuất khẩu sang Châu Phi. Mặc dù theo tính toán, việc này chưa đem lại sự đột biến HĐKD của doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội quý để DCL từng bước mở rộng sản xuất và thị trường của mình. Tuy nhiên, trước khi tận dụng được các cơ hội tăng trưởng, DCL phải giải quyết triệt để các khoản nợ phải thu khó đòi còn tồn đọng và sắp xếp tốt hơn nữa hoạt động sản xuất và kinh doanh dược phẩm làm nền tảng. Để làm được điều này, chúng tôi cho rằng, DCL cần ít nhất 1-2 năm nữa. Nhà đầu tư có thể tiếp tục theo dõi những chuyển biến mới về việc đầu tư mở rộng hoạt động sản xuất capsule và việc xuất khẩu những lô hàng Vikimco sang Châu Phi như là tín hiệu xác nhận cho cơ hội tăng trưởng của DCL trong tương lai. Trước khi có những tín hiệu cụ thể hơn, chúng tôi chỉ đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DCL với mức giá mục tiêu khuyến nghị là **37.000 đồng/cp**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	611,8	674,6	783,4	890,1
% tăng trưởng	-2,9%	10,3%	16,1%	13,6%
Lợi nhuận sau thuế	19,2	30,3	36,8	41,7
% tăng trưởng		58,1%	21,5%	13,4%
Tỷ suất LNST (%)	3,1%	4,5%	4,7%	4,7%
ROA (%)	2,5%	4,7%	5,8%	6,1%
ROE (%)	8,0%	11,4%	12,8%	13,6%
EPS (VND)	1.932	3.056	3.714	4.210
EPS đ/chính (VND)	1.932	3.056	3.714	4.210
Giá trị sổ sách (VND)	25.186	28.241	29.648	32.463
Cổ tức tiền mặt (VND)		600	1.000	1.000
P/E (x)	5,1	7,6	8,6*	7,6*
P/BV (x)	0,4	0,8	1,1*	1,0*

Nguồn: DCL, RongViet Securities*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 22/09/2014

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

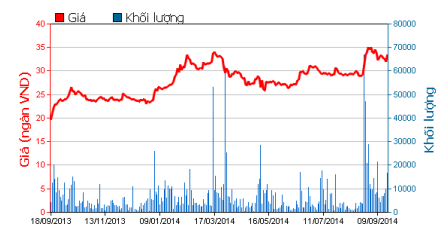
TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	32.000
Giá mục tiêu (VND)	37.000

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	325
SLCPDLH	9.913.692
Beta	1,12
Free Float (%)	63,65
Giá cao nhất 52 tuần	35.100
Giá thấp nhất 52 tuần	22.400
KLGD bình quân 20 phiên	124.631



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DCL	7	47	80
Dược phẩm	-0,2	16	N/A
HSX30	8	22	37
HSX Index	9	28	36

Cổ đông lớn (%)

SCIC	36,35
VCHF	4,35
Red River Holdings	3,83
Lê Trung Hiếu	3,12
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	41,1

Bùi Thị Tâm

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348

tam.bt@vdsc.com.vn



Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-FY14

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)
Doanh thu	177,1	173,8	1,9%	174,9	1,3%
Lợi nhuận gộp	62,6	60,4	3,6%	57,2	9,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	44,6	38,3	16,4%	31,5	41,5%
Thu nhập HĐKD	18,0	22,1	-18,5%	25,7	-29,8%
EBITDA	38,2	28,1	36,3%	-9,9	-485,3%
EBIT	18,7	22,1	-15,3%	-15,8	-218,3%
Chi phí tài chính	6,0	6,1	-1,4%	8,6	-30,2%
- Chi phí lãi vay	5,8	6,1	-5,2%	-31,8	-118,1%
Khấu hao	-13,6	-5,9	229,3%	-5,9	229,3%
Khoản mục không thường xuyên					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	13,0	16,0	-19,1%	16,0	-18,9%
Lợi nhuận sau thuế	11,5	11,6	-0,2%	14,1	-18,2%
LNST điều chỉnh các khoản mục	11,5	11,6	-0,2%	14,1	-18,2%

Nguồn: DCL, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-FY14

Chỉ tiêu	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	35,4%	34,8%	59bps	32,7%	265bps
EBITDA/Doanh thu	18,2%	16,1%	-1614bps	-5,7%	568bps
EBIT/Doanh thu	10,6%	12,7%	-1274bps	-9,1%	906bps
TS lợi nhuận ròng	6,5%	6,6%	-14bps	8,1%	-156bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	6,5%	6,6%	-14bps	8,1%	-156bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-VQ Hàng tồn kho	2,48	2,7	-2,7	2,9	-2,9
-VQ Khoản phải thu	3,34	3,4	-3,4	2,9	-2,9
-VQ Khoản phải trả	9,26	9,5	-9,5	9,5	-9,5
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,1	1,1	-1,1	1,4	-1,4

Nguồn: RongViet Securities; (*) Thường niên hóa

Hoạt động sản xuất vỏ viên nang cứng rỗng có ưu thế nổi trội, sẽ là động lực tăng trưởng nếu được đầu tư mở rộng.

Mảng kinh doanh vỏ viên nang cứng rỗng là một trong các lợi thế tiêu biểu của DCL. Trong đó, công nghệ sản xuất được chuyển giao từ công ty Technophar (Canada) và cam kết độc quyền trong 5 năm đầu tiên. Vì vậy, ngay từ giai đoạn đầu, DCL đã có ưu thế và hiện là một trong số rất ít doanh nghiệp nội địa sản xuất dòng sản phẩm này, chiếm khoảng hơn 40% thị phần trong khi đó thị trường chủ yếu nhập khẩu từ một số nước như Mỹ, Canada, Đức. Công suất của DCL trong những năm gần đây đã đạt tối đa, gần 4 tỷ viên/năm. Năng lực sản xuất của các doanh nghiệp được ngày càng được mở rộng trong điều kiện tăng trưởng ngành dự báo dao động từ 16-17%. Gia tăng năng lực đồng thời mang lại nhiều lợi ích cho mảng Capsule khi hơn 30% doanh nghiệp nội địa tự sản xuất có nhu cầu đối với sản phẩm viên nang. Do đó, tiềm năng phát triển thị phần, theo chúng tôi, còn khá lớn. Đặc biệt trong năm 2013, DCL phải nhập khẩu viên nang nhằm cung ứng nguồn cầu gia tăng.

Các năm vừa qua, mảng kinh doanh vỏ viên nang cứng rỗng của DCL được đánh giá khá tốt khi tỷ trọng đóng góp doanh thu vào khoảng 27% (2013), chỉ đứng sau dược phẩm. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình giai đoạn 2010-2013 là 16% với biên lợi nhuận gộp khá cao (45%). Công ty đã có kế hoạch tăng năng suất nhà máy lên 1,5 lần bằng việc đầu tư thêm 4 dây chuyền sản xuất capsule vào năm 2013. Tuy nhiên, kế hoạch này vẫn chưa thực hiện do các vấn đề về tài chính mà cụ thể là nợ phải thu khó đòi cần trích lập ngày càng tăng.

Chúng tôi suy luận rằng DCL có thể mở rộng năng lực sản xuất lên gấp rưỡi sau khi giải quyết được các vấn đề về công nợ khó đòi, đồng thời cũng là chờ đợi cầu sản phẩm viên nang cứng rỗng tích lũy sự tăng trưởng. Theo chúng tôi, DCL sẽ cần ít nhất 1-2 năm. Như vậy, trong năm 2016, Công ty có thể đầu tư thêm nhà máy Capsule với tổng giá trị khoảng 100 tỷ đồng. Tương tự như nhà máy Capsule II, thời gian đầu tư có thể mất khoảng 1 năm, do đó năm 2017, doanh thu từ Capsule sẽ tăng mạnh, nâng tỷ lệ đóng góp tổng doanh thu lên hơn 35%. Với khách hàng là hầu hết các doanh nghiệp dược lớn của Việt Nam như Dược Hậu Giang, Domesco, Imexpharm và tốc độ tăng trưởng ngành dược được dự báo khoảng 16-17%/năm, chúng tôi khá yên tâm về thị trường của dòng sản phẩm vỏ viên nang cứng rỗng này.

Mảng kinh doanh dụng cụ y tế và tiềm năng xuất khẩu

Sau Capsule, Vikimco là một trong các mảng kinh doanh đặc trưng khác của DCL. Đây là mảng sản xuất dụng cụ y tế, cụ thể là ống kim tiêm và dây chuyền dịch với công nghệ sản xuất của Hàn Quốc khi liên doanh với một doanh nghiệp Hàn Quốc vào năm 1997. Hiện nay, thị trường chịu sự cạnh tranh bởi các công ty như MediPlast, MPV, Vinahankook. Các doanh nghiệp này chủ yếu tập trung tại miền Bắc, với Vinahankook là thương hiệu Hàn Quốc khá nổi tiếng, chi phối phần lớn thị trường tại đây. Vikimco của DCL, trong khi đó, lại có những ưu thế địa lý khi chiếm phần lớn thị phần tại miền Nam, cạnh tranh với một số doanh nghiệp nhỏ khác. Doanh thu Vikimco chiếm khoảng 10-11% tổng doanh thu, tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình khoảng 7% trong giai đoạn 2010-2013. Biên LN gộp của Vikimco khoảng 20-22%, thấp hơn so với biên LN gộp trung bình (30-40%) của các doanh nghiệp cùng ngành tại các quốc gia khác.

Trong các năm gần đây, nhà máy Vikimco đã chạy gần hết công suất, vào khoảng 92,5 triệu sản phẩm/năm. Đặc biệt, năm nay Công ty có kế hoạch tăng công suất gấp đôi và 50% sản lượng sẽ được xuất khẩu sang thị trường châu Phi. Đối tác tại khu vực này, theo tiết lộ là doanh nghiệp có trụ sở tại Nigeria. Hợp đồng đã được ký kết và dự kiến sẽ triển khai trong các tháng cuối năm. Như vậy, sau Myanmar, châu Phi là thị trường xuất khẩu thứ hai của DCL và dự kiến sẽ tiêu thụ hầu hết lượng sản xuất tăng thêm.

“Châu Phi là châu lục có tỷ lệ bệnh lây nhiễm khá cao, đặc biệt số ca nhiễm HIV thuộc hàng cao nhất trên thế giới. Theo chương trình phối hợp của Liên hợp Quốc về HIV/AIDS (UNAIDS), chỉ chiếm khoảng 5% dân số thế giới nhưng khu vực Đông Nam Châu Phi có đến 50% số lượng người nhiễm HIV trên toàn thế giới. Tổ chức này cũng cho biết việc tỷ lệ tiêm chích ma túy đang ngày một gia tăng ở một số quốc gia như Kenya, Madagascar, Mozambique và Nam Phi. Khảo sát trong năm 2011, thói quen tái sử dụng cùng với việc thiếu thốn số lượng ống kim tiêm được phân phối là một trong những nguyên nhân khiến tỷ lệ HIV vẫn còn khá cao tại khu vực này. Do đó, chính quyền cũng như nhiều tổ chức y tế thường xuyên tăng cường các chương trình cấp phát ống kim tiêm nhằm hạn chế thực trạng này”.

(Trích từ báo cáo “Getting to zero” của UNAIDS)

Với nhu cầu tại thị trường nước ngoài nêu trên, chiến lược mở rộng sản xuất tại phân khúc này khá phù hợp. Tuy nhiên, nếu chỉ tăng công suất lên hơn 200 triệu sản phẩm/năm thì tỷ trọng đóng góp doanh thu của Vikimco vẫn chưa đáng kể, ước tính khoảng 15%. Mặc dù vậy, đây có thể là bước khởi đầu để DCL thâm nhập vào thị trường châu Phi. Nếu thành công và có đủ tiềm lực tài chính để mở rộng thêm sản lượng sản xuất thì đây sẽ là cơ hội không nhỏ cho DCL.

Doanh thu dược phẩm đóng góp chủ lực nhưng chưa thực sự nổi bật

Mảng dược phẩm của DCL không có nhiều nổi bật nếu so sánh với các DN khác trong ngành. Sản phẩm dược của DCL chủ yếu nhằm vào phân khúc trung bình thấp. Chất lượng, vì vậy, không được xem là lợi thế cạnh tranh của DCL. Với sự cạnh tranh ngày càng lớn trong ngành dược, các DN khác như DHG, IMP, DMC liên tục xây dựng nhà máy đạt chuẩn quốc tế với tổng giá trị lên đến hàng trăm tỷ đồng. Về phía DCL, Công ty hiện vẫn duy trì nhà máy Non Beta-Lactam và nhà máy sản xuất thuốc kháng sinh Cephalosporin với giá trị sản lượng gần 800 tỷ sản phẩm/năm, đi vào hoạt động từ năm 2010. Các nhà máy trong các năm qua cũng được tận dụng gần đạt công suất nhưng Công ty vẫn chưa có kế hoạch nâng cấp hoặc mở rộng hơn.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng dược phẩm trung bình trong giai đoạn 2010-2013 của DCL vào khoảng 4% trong khi bình quân toàn ngành là 16 -17%. Từ năm 2013 đến nay, Công ty đã thực hiện hàng loạt biện pháp tái cấu trúc và thu được một số kết quả tích cực, đặc biệt, siết chặt hơn trong quản lý nợ phải thu. Hệ thống phân phối của hiện tại bao gồm 27 chi nhánh, 585 đại lý và hiệu thuốc bán lẻ trên toàn quốc. Năm nay, DCL cho biết sẽ mở rộng thêm một chi nhánh mới tại tỉnh Tây Ninh để mở rộng hệ thống phân phối.

Việc áp dụng thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC đã ảnh hưởng tương đối đến cơ cấu phân phối sản phẩm hệ điều trị (ETC) và hệ thương mại (OTC) của Công ty. Tỷ trọng ETC đã tăng và chiếm hơn 30% nhờ lợi thế sản phẩm giá trung bình thấp. Mặc dù vậy, trong các năm gần đây, doanh thu dược phẩm có nhiều biến động do ảnh hưởng từ tình hình tài chính của Công ty. Qua tìm hiểu riêng, chúng tôi nhận thấy việc phân phối sản phẩm qua hệ điều trị của DCL tốn nhiều chi phí trung gian, đồng thời, thời gian thu tiền khá dài. Điều này khiến chúng tôi không cảm thấy chắc chắn về thể mạnh cũng như khả năng mở rộng đối với hoạt động kinh doanh dược phẩm của DCL.

Ngành dược trong giai đoạn 2013-2018 được dự báo tăng trưởng 17% kèm theo đó là nhu cầu sử dụng thuốc của người dân ngày càng tăng. Bên cạnh đó, thị trường cũng có sự cạnh tranh mạnh từ nhiều DN sản xuất lớn. Dựa trên động thái của doanh nghiệp trong thời gian qua, chúng tôi dự báo hoạt động sản xuất kinh doanh dược phẩm trong thời gian tới của Công ty chỉ duy trì hoặc cải thiện nhẹ.

Nợ phải thu khó đòi vẫn là ẩn số cần giải quyết

Đẩy mạnh doanh thu nhưng đi kèm với việc nới lỏng chính sách thu nợ chính là căn nguyên vấn đề công nợ của DCL. Thời hạn thu hồi nợ trung bình của DCL khoảng 60 ngày, ở mức khá cao so với các doanh nghiệp khác. Bắt đầu từ năm 2009, doanh thu tăng khá mạnh (+29%, cao nhất so với mức tăng gần đây). Cùng với đó, khoản phải thu cũng bắt đầu đẩy mạnh, đỉnh điểm là năm 2011 khi chạm mức 323 tỷ (chiếm khoảng 51% doanh thu). Không chỉ vậy, dự phòng nợ phải thu cũng gia tăng đáng kể trong năm này (+77%), ~16 tỷ đồng.

Việc trích lập dự phòng phải thu quá lớn khiến chi phí quản lý doanh nghiệp vì thế tăng khá mạnh. Đồng thời, các chỉ số tài chính như vòng quay nợ phải thu, vòng quay khoản phải trả, hàng tồn kho, khả năng chi trả lãi vay đều sụt giảm trong hai năm 2011 và 2012. Trước tình hình này, Công ty đã thực hiện các biện pháp tái cấu trúc, đặc biệt chú trọng việc trích lập nợ phải thu. Dự phòng nợ phải thu khó đòi trong 6T2014 đã tăng lên đáng kể, tổng giá trị trích lập khoảng 39 tỷ đồng. Trong những tháng cuối năm, Công ty cho biết sẽ tiếp tục trích lập dự phòng, đồng thời có khả năng thu hồi một số khoản phải thu khó đòi trong năm nay.

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi cho rằng, sẽ mất ít nhất khoảng 1-2 năm để DCL giải quyết các vấn đề tài chính của mình. Nghĩa là đến năm 2016, tỷ lệ nợ khó đòi trên khoản phải thu mới trở về tỷ lệ trung bình trong các năm trước, khoảng 11%. Một khi DCL hoàn toàn giải quyết được vấn đề này, Công ty sẽ có cơ hội, cũng như khả năng tài chính để phát huy các ưu thế của mình.

Quan điểm và định giá

DCL là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dược phẩm và dụng cụ y tế. Trong thế “ba chân” gồm dược phẩm, bao bì dược phẩm (vỏ viên nang cứng rỗng) và dụng cụ y tế (ống kim tiêm và dây chuyển dịch), chúng tôi đánh giá cao cơ hội của DCL ở hai hoạt động cuối hơn. Tuy nhiên, các nhà máy của Công ty hầu như đạt năng suất tối đa nhưng chưa có lộ trình cụ thể về việc mở rộng khả năng sản xuất. Nguyên nhân xuất phát từ tiềm lực tài chính yếu do nợ phải thu khó đòi lớn trong khi quy mô vốn khá nhỏ so với các doanh nghiệp trong ngành.

Chúng tôi được Công ty chia sẻ về kế hoạch tăng cường dây chuyền sản xuất ống kim tiêm để xuất khẩu sang Châu Phi. Mặc dù theo tính toán, việc này chưa đem lại sự đột biến cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội quý để DCL từng bước mở rộng sản xuất và thị trường của mình. Tuy nhiên, trước khi tận dụng được các cơ hội tăng trưởng, DCL phải giải quyết triệt để các khoản nợ phải thu khó đòi còn tồn đọng và sắp xếp tốt hơn nữa hoạt động sản xuất và kinh doanh dược phẩm làm nền tảng. Để làm được điều này, chúng tôi cho rằng, DCL cần ít nhất 1-2 năm nữa.

Nhà đầu tư có thể tiếp tục theo dõi những chuyển biến mới về việc đầu tư mở rộng hoạt động sản xuất capsule và việc xuất khẩu những lô hàng Vikimco sang Châu Phi như là tín hiệu xác nhận cho cơ hội tăng trưởng của DCL trong tương lai. Trước khi có những tín hiệu cụ thể hơn, chúng tôi chỉ đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DCL với mức giá mục tiêu khuyến nghị là **37.000 đồng/cp**.

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3-FY14

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	+/- (qoq)	+/- (yoy)
Doanh thu	196	11%	20%
LN gộp	65	3%	30%
EBIT	26	37%	30%
LNST	14	24%	65%

Nguồn: DCL, RongViet Securities

Bảng 4: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng trước		Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2014E	FY2015E	FY2014E	FY2015E
Tăng trưởng doanh thu (%)	N/a	N/a	16%	14%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	N/a	N/a	31%	30%
Tỷ suất EBIT (%)	N/a	N/a	10%	9%

Nguồn: RongViet Securities



Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2012A	2013A	2014E	2015F
Doanh thu thuần	611,8	674,6	783,4	890,1
Giá vốn	440,9	461,1	544,5	623,1
Lãi gộp	170,9	213,5	238,9	267,0
Chi phí bán hàng	66,9	82,7	97,9	115,7
Chi phí quản lý	25,9	55,8	64,0	66,8
Thu nhập từ HĐTC	5,0	0,4	0,5	0,5
Chi phí tài chính	63,3	37,3	30,5	31,8
Lợi nhuận khác	-0,2	0,2	0,2	0,2
Lợi nhuận trước thuế	19,7	38,4	47,2	53,5
Thuế TNDN	0,7	8,1	10,4	11,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	-0,1	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	19,2	30,3	36,8	41,7
EBIT	82,3	74,5	76,8	84,3
EBITDA	106,3	98,2	101,2	111,0

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2012A	2013A	2014E	2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-2,9	10,3	16,1	13,6
Lợi nhuận HĐKD	78,5	-4,1	2,7	9,8
EBITDA	138,3	-7,6	3,0	9,7
EBIT	84,5	-9,4	3,0	9,8
Lợi nhuận sau thuế	-162,2	58,1	21,5	13,4
Tổng tài sản	-20,9	-8,1	9,5	5,8
Vốn chủ sở hữu	8,8	12,1	6,4	10,7
Tốc độ tăng trưởng nội tại	8,0	9,2	9,3	10,1
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	27,9	31,6	30,5	30,0
LN HĐKD / Doanh thu	12,8	11,1	9,8	9,5
EBITDA/ Doanh thu	17,4	14,6	12,9	12,5
EBIT/ Doanh thu	13,5	11,1	9,8	9,5
LNST/ Doanh thu	3,1	4,5	4,7	4,7
ROA	2,5	4,7	5,7	6,1
ROIC or RONA	31,0	27,1	25,8	26,3
ROE	8,0	11,4	12,7	13,3
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	2,1	3,1	3,9	4,4
Vòng quay hàng tồn kho	2,2	2,7	3,0	3,1
Vòng quay khoản phải trả	4,3	5,7	6,5	6,5
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,1	1,2	1,2	1,2
Nhanh	0,7	0,7	0,7	0,6
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	166,7	118,5	124,9	115,0
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	125,2	89,7	89,5	84,7
Vay dài hạn/ Vốn CSH	7,1	0,2	5,0	0,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	8	16	30	27
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	250	190	207	201
Tồn kho	164	178	191	212
Tài sản ngắn hạn khác	15	11	10	10
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	437	396	438	450
Tài sản cố định hữu hình	207	194	212	238
Tài sản cố định vô hình	18	18	18	17
Xây dựng cơ bản dở dang	4	1	1	1
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1	4	2	2
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	229	216	232	258
TỔNG TÀI SẢN	666	612	670	709
Tiền hàng phải trả và ứng trước	55	50	60	65
Khoản phải trả ngắn hạn khác	30	28	31	34
Vay và nợ ngắn hạn	313	251	267	279
Vay và nợ dài hạn	18	0	15	0
Khoản phải trả dài hạn khác	0	3	0	0
Tổng nợ	416	332	372	379
Vốn chủ sở hữu	250	280	298	330
Vốn đầu tư của CSH	99	99	99	99
Lợi nhuận giữ lại	-24	6	33	65
Các quỹ	65	65	56	56
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	250	280	298	330
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	666	612	670	709
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2012A	2013A	2014E	2015F
LNTT	19,7	38,4	47,2	53,5
Khấu hao	24,0	23,7	24,4	26,7
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>58,4</i>	<i>37,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
Thay đổi vốn lưu động	54,1	-3,8	-29,2	-20,4
Tiền thuần từ HĐKD	156,2	95,7	42,2	59,6
Thay đổi TSCĐ	-3,9	-8,4	-42,2	-53,0
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0,0	0,0	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	0,2	0,1	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-3,7	-8,4	-42,2	-53,0
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-162,9	-78,7	29,9	-2,3
Cổ tức và chi khác từ LNGL	0,0	0,0	-16,1	-7,7
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-162,9	-78,7	13,7	-10,0
Tiền thuần trong kỳ	-10,4	8,7	13,8	-3,4
Tiền đầu năm	18,1	7,8	16,5	30,3
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	7,8	16,5	30,3	26,9

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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 Rộng 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, Satra, 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

08 Phan Đình Phùng – 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, 2014.**