



## ĐÔNG HẢI BẾN TRE (DHC – HSX)

### Lợi nhuận cải thiện sau tái cấu trúc

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- qoq	Q2-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	145	103,8	40%	102,4	42%
Lợi nhuận sau thuế	12,3	9,2	33%	1,7	634%
EBIT	17,9	14,3	26%	7,0	156%
Tỷ suất EBIT	12,4%	13,7%	-138bps	6,8%	552bps

Nguồn: DHC, RongViet Securities

- 2013, KQKD bắt đầu cho thấy những triển vọng sau khi tiến hành tái cấu trúc.
- DHC giải quyết bài toán cải thiện lợi nhuận bằng tiết giảm chi phí sản xuất.
- KQKD 2014 được dự báo tích cực, DHC để mở khả năng tăng tỷ lệ trả cổ tức.
- Nhà máy Giao Long (giai đoạn 2): điểm sáng cho kế hoạch dài hạn

### Quan điểm và Định Giá:

So với các doanh nghiệp trong ngành sản xuất giấy công nghiệp (giấy kraft), DHC chỉ là một doanh nghiệp quy mô bậc trung. Tuy nhiên, do có sự cách biệt lớn giữa các doanh nghiệp top trên và khá nhiều các doanh nghiệp sản xuất nhỏ lẻ khác, thị phần 5% cả nước của DHC vẫn là điểm đáng chú ý. Hiện tại, DHC lại nhà máy duy nhất sản xuất giấy công nghiệp có quy mô lớn tại khu vực Tây Nam Bộ trong khi các nhà máy với công suất trên 200.000 tấn/năm tập trung tại Đồng Nam Bộ và khu vực phía Bắc.

Chúng tôi bắt đầu chú ý đến DHC sau khi nhận thấy sự tái cấu trúc tại công ty này mang lại những kết quả bước đầu từ năm 2013. Việc thoái vốn ngoài ngành, tiết giảm chi phí sản xuất kinh doanh đã mang lại kết quả tốt cho sáu tháng đầu năm 2014. Nếu loại trừ các yếu tố giá giấy nguyên liệu nhập khẩu có thể biến động bất thường chúng tôi tin rằng bài toán cắt giảm chi phí cùng với việc thay đổi cơ cấu sản phẩm tập trung vào sản xuất sản phẩm chất lượng cao (testliner) sẽ đem đến sự tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2015 – 2016, đồng thời việc đưa vào sử dụng nhà máy Giao Long (giai đoạn 2) sẽ nâng cao triển vọng phát triển cho DHC kể từ năm 2017. Ngoài ra, chúng tôi cũng có ấn tượng tốt với tư duy quản trị cởi mở của người đứng đầu doanh nghiệp. Với lý do trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu này với giá mục tiêu **25.200 VND**.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	340,8	454,4	538,4	625,8
% tăng trưởng	-31,8%	33,3%	18,5%	16,2%
Lợi nhuận sau thuế	-2,5	27,0	46,8	56,6
% tăng trưởng	-792,7%	-1166,6%	72,9%	21,0%
Tỷ suất LNST (%)	-0,7%	6,0%	8,7%	9,0%
ROA (%)	-0,5%	6,5%	11,2%	9,8%
ROE (%)	-1,3%	12,8%	19,5%	17,7%
EPS (VND)	0	1.803	3.117	2.829
EPS đ/chỉnh (VND)	-30	1.803	3.117	2.829
Giá trị sổ sách (VND)	13.240	15.043	16.960	19.300
Cổ tức tiền mặt (VND)		1.000	1.200	1.200
P/E (x)	0,0	4,5	6,7*	7,4*
P/BV (x)	0,0	0,5	1,2*	1,1*

Nguồn: Báo cáo tài chính DHC, RongViet tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 26/09/2014

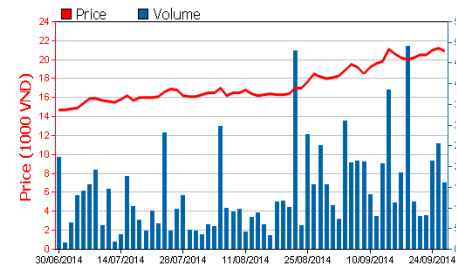
## MUA

Giá thị trường (VND)	20.900
Giá mục tiêu (VND)	25.200

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bao bì
Vốn hóa (tỷ đồng)	313
SLCPDLH	149.999.908
Beta	0,89
Free Float (%)	72,46
Giá cao nhất 52 tuần	21.200
Giá thấp nhất 52 tuần	6.600
KLGD bình quân 20 phiên	182.233



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DHC	55	227	190
Bao bì	14,3	88	N/a
VN Index	5	25	39
HNX Index	14	47	21

### Cổ đông lớn (%)

Lê Quang Hiệp	11,7
Lê Hữu Nghiệp	7,05
Nguyễn Thanh Nghĩa	4,9
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	45,98

### LÊ HỮU TRIỂN

(084) 08- 6299 2006 – Ext 339

trien.lh@vdsc.com.vn

### BÙI THỊ TÂM

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348

tam.bt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-FY14 và Lũy kế 6T

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)	6T/2014	+/- (yoy)
Doanh thu	145,0	103,8	39,6%	102,4	41,6%	248,8	25,2%
Lợi nhuận gộp	25,0	18,8	32,8%	19,9	25,6%	43,9	20,4%
Chi phí bán hàng và quản lý	7,1	4,8	47,1%	6,4	10,7%	11,9	2,1%
Thu nhập HĐKD	18,0	14,0	27,9%	13,5	32,7%	32,0	376,8%
EBITDA	11,0	7,5	47,5%	3,5	218,5%	18,5	79,9%
EBIT	17,9	14,3	25,6%	7,0	156,1%	32,2	75,3%
Chi phí tài chính	2,3	2,5	-8,6%	12,1	-80,9%	4,9	-73,2%
-Chi phí lãi vay	2,1	2,4	-12,4%	5,3	-60,2%	4,5	-59,6%
Khấu hao	6,9	6,8	1,5%	3,5	94,8%	13,7	69,4%
Khoản mục không thường xuyên(*)							
Khoản mục bất thường(*)							
Lợi nhuận trước thuế	15,8	11,8	33,4%	1,7	844,7%	27,6	287,3%
Lợi nhuận sau thuế	12,3	9,2	33,4%	1,7	634,2%	21,5	200,9%
LNSTđiều chỉnh các khoản mục(*)	12,3	9,2	33,4%	1,7	634,2%	21,5	

Nguồn: DCL, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-FY14

Chỉ tiêu	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	17,3%	18,2	19,5	-220bps	17,3
EBITDA/Doanh thu	7,6%	7,2	3,4	423bps	7,6
EBIT /Doanh thu	12,4%	13,7	6,8	552bps	12,4
TS lợi nhuận ròng	8,5%	8,9	1,6	684bps	8,5
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	8,5%	8,9	1,6	684bps	8,5
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-VQ Hàng tồn kho	6,9	6,5	7,0	0,0	6,9
-VQ Khoản phải thu	6,5	4,4	3,6	2,8	6,5
-VQ Khoản phải trả	0,0	55,5	44,2	-44,2	0,0
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,8	0,7	1,1	-0,3	0,8

Nguồn: RongViet Securities; (\*) Thường niên hóa

### DHC là một trong những nhà cung cấp giấy công nghiệp lớn nhất tại Việt Nam

Với lợi thế vị trí địa lý là nhà máy sản xuất giấy công nghiệp có quy mô lớn duy nhất tại khu vực Tây Nam Bộ, DHC đã tạo dựng được uy tín, thương hiệu cũng như thị phần tại khu vực này và vùng lân cận. Sản phẩm chính của Công ty là giấy công nghiệp (medium, testliner) và bao bì thùng Carton. DHC hiện chiếm khoảng 5% thị phần cả nước về cung cấp giấy công nghiệp trong khi hoạt động sản xuất bao bì chỉ mang tính quy mô nhỏ cung cấp cho các doanh nghiệp thủy sản, dược, may mặc, giày dép... trong khu vực. Doanh thu giấy công nghiệp hiện chiếm khoảng hơn 70% trong tổng doanh thu và là nguồn đóng góp chính vào lợi nhuận sau thuế hằng năm của Công ty.

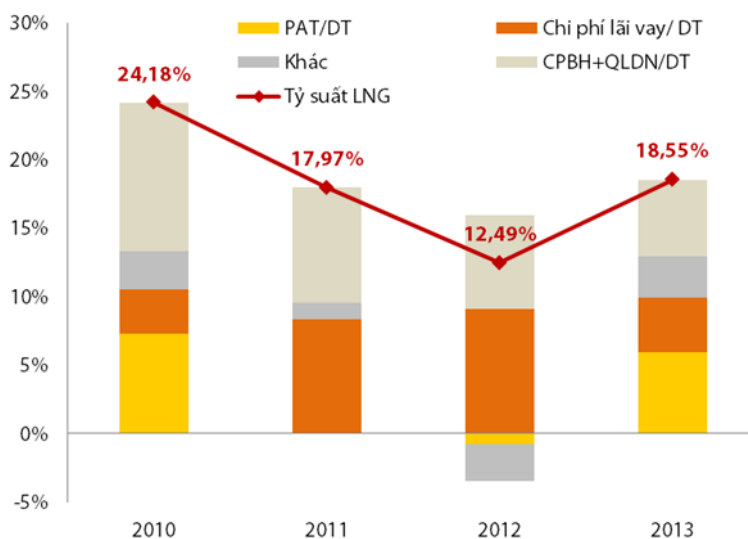
Theo tìm hiểu của chúng tôi, DHC đang là đối tác cung ứng cho các nhà máy sản xuất bao bì lớn như Box-Pak Vietnam (chiếm ~10% sản lượng tiêu thụ của DHC), Bia Sài Gòn, Nam An, Gia phú, Mỹ Xuân,... Các doanh nghiệp này hiện đang đặt hàng khá ổn định và một số còn có kế hoạch mở rộng kinh doanh.

Tuy nhiên, các dây chuyền sản xuất của DHC đang tiến gần sát đến công suất khả dụng (khoảng 50.000 tấn giấy công nghiệp/năm). Trong đó, DHC có khả năng cung ứng khoảng hơn 40.000 tấn giấy công nghiệp và phần còn lại tiêu thụ nội bộ cho dây chuyền sản xuất thùng carton (công suất khoảng 15 triệu thùng/năm).

#### **Từ 2013, kết quả kinh doanh bắt đầu cho thấy những triển vọng sau khi tiến hành tái cấu trúc**

Quan sát kết quả kinh doanh 5 năm gần nhất của DHC, chúng tôi nhận thấy, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đi xuống kể từ năm 2011. Nguyên nhân chính là những mất cân đối trong việc sử dụng vốn ngắn hạn cho việc mở rộng đầu tư đa ngành sang thủy sản (đầu tư vào Beseaco) bắt đầu để lại hậu quả khi lãi suất tăng cao. Nguyên nhân khác không kém quan trọng là nhà máy Giao Long (giai đoạn 1) đi vào hoạt động trong khi đội ngũ chưa nắm bắt được công nghệ, thường xuyên gặp phải các lỗi kỹ thuật khi vận hành, khiến công suất thấp, thành phẩm không đạt tiêu chuẩn. Chi phí lãi vay cao, sản lượng bán hàng thấp trong khi tồn đọng thành phẩm kém chất lượng với số lượng lớn đã ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của DHC trong hai năm 2011 và 2012, trong đó, năm 2012, công ty phải ghi nhận lỗ 2,5 tỷ đồng.

#### **Hình: Cơ cấu biên lợi nhuận gộp theo thành từng phần**



Nguồn: DHC, RongViet Securities

Từ nửa cuối năm 2012, sau khi có sự thay đổi nhân sự chủ chốt, ban lãnh đạo mới của DHC đã đưa ra những quyết sách quan trọng, bao gồm việc thoái vốn hoàn toàn tại BESEACO - tập trung mọi nguồn lực cho hoạt động sản xuất giấy công nghiệp và bao bì, xử lý hàng tồn kho và tập trung rà soát nhằm cắt giảm chi phí sản xuất.

Năm 2013, nhờ vào nguồn tiền từ thoái 46,61% vốn tại BESEACO, DHC đã giảm bớt các khoản nợ vay ngắn và dài hạn, từ đó chi phí lãi vay giảm đáng kể, 48% so với năm 2012, xuống còn 18 tỷ đồng. Bên cạnh đó, DHC đã bắt đầu làm chủ được công nghệ sản xuất, khai thác được 78% công suất nhà máy, đồng thời đội ngũ bán hàng được củng cố góp phần nâng cao hệ số vòng quay hàng tồn kho lên hơn 3 lần so với cùng kỳ. Doanh thu đạt 454 tỷ tăng 33% so với cùng kỳ, đồng thời, LNST đạt 27 tỷ là một bước ngoặt đánh dấu sự chuyển mình của DHC.

Sáu tháng đầu năm 2014, DHC tiếp tục đạt được những kết quả khả quan. Doanh thu đạt 248 tỷ, tăng 25% so với cùng kì, trong đó, sản lượng giấy testliner đạt 4.825 tấn, medium 13.305 tấn; lợi nhuận gộp duy trì ở mức 18%, lợi nhuận sau thuế 76% kế hoạch năm 2014 (~21,4 tỷ)

**Trong khi tăng trưởng sản lượng đang tiến sát đến giới hạn, DHC giải quyết bài toán cải thiện lợi nhuận bằng tiết giảm chi phí sản xuất**

Trong bối cảnh Việt Nam đang là điểm đến đối với nhiều nhà sản xuất công nghiệp, ngành sản xuất bao bì có nhiều cơ hội tăng trưởng và cũng bao hàm sức ép từ cạnh tranh, DHC xác định yếu tố chủ chốt để nâng cao năng lực cạnh tranh là chất lượng và giá thành sản phẩm. Song song với việc hoàn thiện quy trình kỹ thuật, DHC đã và đang từng bước cắt giảm những chi phí chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu giá thành, bao gồm chi phí nguyên vật liệu (~64%), chất đốt (~10%), Điện (~7,8%)

Năm 2013, bên cạnh việc thuê các chuyên gia nước ngoài hỗ trợ chuyên môn kỹ thuật để khai thác tối đa công suất nhà máy, tư vấn hoàn thành chứng chỉ ISO: 14.000 và chất lượng xử lý nước thải, DHC đã đầu tư 14 tỷ cho hệ thống máy nung dùng nhiên liệu trấu thay cho than đá giúp tiết kiệm khoảng 54% chi phí chất đốt.

Với đặc trưng giá đầu ra giấy công nghiệp thường ổn định, DHC cho biết sẽ chủ động nhập nguyên liệu vào thời điểm giá dưới 200 USD/tấn, góp phần làm ổn định chi phí sản xuất. Với 50% giấy vụn nguyên liệu phải nhập từ Nhật, Singapore do nguồn cung trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu về số lượng lẫn chất lượng, DHC phần nào phải phụ thuộc vào các yếu tố nằm ngoài khả năng kiểm soát, nhưng nhờ tình hình tài chính được cải thiện DHC có nguồn lực để chủ động được việc nhập nguyên vật liệu.

Trong các quý tới, DHC tiếp tục sẽ có những cải tiến kỹ thuật để tiết kiệm thêm chi phí sản xuất. Được biết, với đặc thù sản xuất phải sử dụng máy móc công suất lớn, chi phí sử dụng điện chiếm tỷ trọng cao, khoảng 7,8% trong cơ cấu giá thành. DHC đã có kế hoạch đầu tư hệ thống motor điện nhập từ Châu Âu trị giá trên 66.000 USD nhằm tiết kiệm khối lượng điện tiêu thụ, hạ giá thành. Chúng tôi đánh giá cao những nỗ lực này của người điều hành doanh nghiệp và kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của công ty trong thời gian tới sẽ tiếp tục cải thiện so với hiện tại hoặc ít nhất là duy trì như hiện tại, trong điều kiện giá giấy nguyên liệu không biến động quá bất thường.

**KQKD năm 2014 được dự báo tích cực, công ty để mở khả năng tăng tỷ lệ trả cổ tức cho cổ đông**

Do tính mùa vụ của ngành, sản lượng Q3,4 thường tăng cao hơn Q1,2, chúng tôi ước tính doanh thu nửa cuối năm sẽ tăng trưởng mạnh so với 6 tháng đầu năm. Sản lượng tiêu thụ cả năm 2014 ước tính khoảng 36.300 tấn giấy công nghiệp, với tỷ trọng medium và testliner lần lượt là 68% và 32%. Ngoài ra, sản lượng bao bì carton được tiêu thụ sẽ vào khoảng 15 triệu thùng.

**Bảng 3: Dự phóng sản lượng tiêu thụ theo loại sản phẩm**

<b>ĐVT: tỷ đồng</b>	<b>2013</b>	<b>6T2014</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>Giấy Medium</b>				
Doanh thu	204	127	235	272
Sản lượng (tấn)	21.613	13.305	24.490	26.939
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,3%	18,1%	18,1%	18,1%
<b>Giấy Testliner</b>				
Doanh thu	105	49	126	149
Sản lượng (tấn)	10.002	4.825	11.765	13.294
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,9%	20,7%	20,7%	20,7%
<b>Thùng Carton</b>				
Doanh thu	141	65	177	205
Sản lượng (triệu thùng)	12	7,5	15	16
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,8%	17,5%	17,5%	17,5%
<b>Tổng doanh thu (*)</b>	<b>450</b>	<b>241</b>	<b>538</b>	<b>626</b>
<b>Tổng giá vốn hàng bán (*)</b>	<b>370</b>	<b>197</b>	<b>439</b>	<b>510</b>
<b>TS LNG bình quân (*)</b>	<b>17,7%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,5%</b>	<b>18,5%</b>

Nguồn: RongViet Securities, (\*) Không bao gồm doanh thu khác

Với những dự báo trên, tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2014 ước đạt 538 tỷ và 46,7 tỷ đồng, lần lượt tăng 12% và 67% so với kế hoạch đề ra. EPS ước tính đạt 3.117 VND/cổ phiếu.

Dựa trên những kết quả lạc quan trên, doanh nghiệp chia sẻ khả năng sẽ trình tăng tỷ lệ trả cổ tức cho cổ đông từ mức 12% theo kế hoạch ban đầu lên khoảng 18-20% bằng tiền mặt và cổ phiếu.

### **Nhà máy Giao Long (giai đoạn 2): điểm sáng cho kế hoạch dài hạn**

Trong năm 2013, cầu về giấy công nghiệp phục vụ sản xuất đã vượt quá cung trong nước. Theo số liệu thống kê, sản xuất trong nước chỉ đủ phục vụ cho khoảng 76% nhu cầu, 24% còn lại phải nhập khẩu từ Nhật, Đức,... Bên cạnh tốc độ tăng trưởng ngành giấy ước tính 15%/năm trong những năm tới, ngành sản xuất bao bì được kỳ vọng cũng sẽ tăng trưởng cao nhờ vào làn sóng dịch chuyển sản xuất công nghiệp sang Việt nam và triển vọng của hoạt động xuất nhập khẩu các mặt hàng thủy sản, dệt may, giày da... khi hiệp định TPP chính thức có hiệu lực.

Cân nhắc những thuận lợi của ngành, ban lãnh đạo của DHC đang phác họa những bước đầu tiên của kế hoạch xây dựng dự án nhà máy sản xuất giấy kraft Giao Long (giai đoạn 2). Nhà máy này dự kiến công suất thiết kế khoảng 80.000 tấn/năm, khởi công trong năm 2015 và đưa vào hoạt động từ năm 2017. Với giá trị đầu tư khoảng 400 tỷ đồng, Nhà máy Giao Long 2 sẽ được tài trợ 60% bằng nguồn vốn vay, 40% còn lại đến từ lợi nhuận giữ lại và nguồn tiền từ việc phát hành không quá 5 triệu cổ phần cho cổ đông chiến lược trong thời gian tới.

Mặc dù việc lên kế hoạch đầu tư thêm nhà máy, nâng năng lực sản xuất lên gấp rưỡi của DHC vào thời điểm này, theo chúng tôi là đúng thời điểm, chúng tôi vẫn cho rằng rủi ro về cạnh tranh làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận là không nhỏ. Sản phẩm của DHC hiện tại đang ở phân khúc thấp hơn, tuy nhiên, sản phẩm của nhà máy Giao Long 2 dự kiến sẽ khá tương đồng về quy chuẩn, chất lượng và cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm của Vina Kraft, Theo tìm hiểu của chúng tôi, các công ty TNHH Vina Kraft, nhà máy giấy Chánh Dương, CTCP giấy Sài Gòn-Bà Rịa với năng lực sản xuất trên 200.000 tấn/năm (gấp 4 lần so với DHC) cũng đang có kế hoạch đầu tư, nâng cao năng suất, sản lượng để bắt kịp đà tăng của nhu

cầu tiêu thụ giấy đồng thời chiếm lĩnh thị phần của nguồn nhập khẩu. Các dự án lớn có thể kể đến như: Vina Kraft rót 180 triệu đô đầu tư nhà máy với công suất 225.000 tấn/năm, dự án nhà máy giấy công suất 600.000 tấn/năm của Lee&Man Paper với tổng vốn đầu tư 1,2 tỷ USD.

Điều chúng tôi còn quan ngại thứ hai là những trục trặc khó khăn trong việc vận hành nhà máy Giao Long 1 liệu có khả năng lặp lại không. Bên cạnh đó, lãi suất vay nếu biến động sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến dòng tiền của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kỳ vọng nhờ vào kinh nghiệm xử lý vấn đề tại nhà máy Giao Long 1 và tư duy quản trị cởi mở của ban lãnh đạo hiện tại, dự án mới này sẽ đem lại kết quả khả quan.

#### Quan điểm và định giá

So với các doanh nghiệp trong ngành sản xuất giấy công nghiệp (giấy kraft), DHC chỉ là một doanh nghiệp quy mô bậc trung. Tuy nhiên, do có sự cách biệt lớn giữa các doanh nghiệp top trên và khá nhiều các doanh nghiệp sản xuất nhỏ lẻ khác, thị phần 5% cả nước của DHC vẫn là điểm đáng chú ý. Hiện tại, DHC lại nhà máy duy nhất sản xuất giấy công nghiệp có quy mô lớn tại khu vực Tây Nam Bộ trong khi các nhà máy với công suất trên 200.000 tấn/năm tập trung tại Đông Nam Bộ và khu vực phía Bắc.

Chúng tôi bắt đầu chú ý đến DHC sau khi nhận thấy sự tái cấu trúc tại công ty này mang lại những kết quả bước đầu từ năm 2013. Việc thoái vốn ngoài ngành, tiết giảm chi phí sản xuất kinh doanh đã mang lại kết quả tốt cho sáu tháng đầu năm 2014. Nếu loại trừ các yếu tố giá giấy nguyên liệu nhập khẩu có thể biến động bất thường chúng tôi tin rằng bài toán cắt giảm chi phí cùng với việc thay đổi cơ cấu sản phẩm tập trung vào sản xuất sản phẩm chất lượng cao (testliner) sẽ đem đến sự tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2015 – 2016, đồng thời việc đưa vào sử dụng nhà máy Giao Long (giai đoạn 2) sẽ nâng cao triển vọng phát triển cho DHC kể từ năm 2017. Ngoài ra, chúng tôi cũng có ấn tượng tốt với tư duy quản trị cởi mở của người đứng đầu doanh nghiệp. Với lý do trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu này với giá mục tiêu **25.200 VND**.

**Bảng 4: Dự phóng KQKD Q3-FY14**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	146	1%	22%
LN gộp	26	5%	14%
EBIT	19	5%	23%
LNST	13	2%	19%

Nguồn: RongViet Securities

**Bảng 5: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2014F	FY201F
Tăng trưởng doanh thu (%)	18	16
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	19	19
Tỷ suất EBIT (%)	13	13

Nguồn: RongViet Securities.



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	340,8	454,4	538,4	625,8
Giá vốn	298,2	370,1	438,7	509,9
Lãi gộp	<b>42,6</b>	<b>84,3</b>	<b>99,7</b>	<b>115,9</b>
Chi phí bán hàng	15,1	15,2	16,7	19,4
Chi phí quản lý	8,5	10,3	10,8	12,5
Thu nhập từ HĐTC	0,6	0,3	0,0	0,0
Chi phí tài chính	31,1	25,3	12,2	13,3
Lợi nhuận khác	10,4	-2,9	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	<b>-1,0</b>	<b>30,8</b>	<b>60,0</b>	<b>70,7</b>
Thuế TNDN	1,5	3,8	13,2	14,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	<b>-2,5</b>	<b>27,0</b>	<b>46,8</b>	<b>56,6</b>
EBIT	<b>29,9</b>	<b>48,9</b>	<b>70,2</b>	<b>81,8</b>
EBITDA	53,9	72,6	100,3	113,1

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-31,8	33,3	18,5	16,2
Lợi nhuận HKKD	-60,2	208,2	23,0	16,4
EBITDA	16,3	34,6	38,2	12,8
EBIT	-35,5	63,5	43,4	16,6
Lợi nhuận sau thuế	-792,7	-1166,6	72,9	21,0
Tổng tài sản	-33,3	-8,3	9,1	64,5
Vốn chủ sở hữu	-2,0	13,6	12,7	51,7
Tốc độ tăng trưởng nội tại	-1,3	5,7	12,0	8,3
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	12,5	18,6	18,5	18,5
LN HKKD / Doanh thu	5,6	12,9	13,4	13,4
EBITDA/ Doanh thu	15,8	16,0	18,6	18,1
EBIT/ Doanh thu	8,8	10,8	13,0	13,1
LNST/ Doanh thu	-0,7	6,0	8,7	9,0
ROA	-0,5	6,5	11,2	9,8
ROIC or RONA	10,9	20,4	28,4	21,5
ROE	-1,3	12,8	19,5	17,7
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	3,4	4,7	4,8	4,7
Vòng quay hàng tồn kho	2,3	8,0	8,9	8,6
Vòng quay khoản phải trả	3,4	6,0	5,8	6,0
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	0,8	1,0	1,1	1,1
Nhanh	0,6	0,7	0,8	0,8
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	119,3	77,0	71,2	85,7
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	72,3	38,9	40,2	30,8
Vay dài hạn/ Vốn CSH	21,5	6,2	0,0	31,1

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	3	5	3	4
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	96	99	124	144
Tồn kho	48	44	55	64
Tài sản ngắn hạn khác	10	13	14	16
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>156</b>	<b>161</b>	<b>196</b>	<b>227</b>
Tài sản cố định hữu hình	236	223	214	195
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Xây dựng cơ bản dở dang	0	3	13	280
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	34	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	9	12	13	15
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>279</b>	<b>238</b>	<b>240</b>	<b>490</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	<b>436</b>	<b>399</b>	<b>436</b>	<b>717</b>
Khoản phải trả ngắn hạn khác	41	59	61	71
Vay và nợ ngắn hạn	10	13	17	20
Vay và nợ dài hạn	144	88	102	119
Khoản phải trả dài hạn khác	<b>43</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>120</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>237</b>	<b>174</b>	<b>181</b>	<b>331</b>
Vốn đầu tư của CSH	199	226	254	386
Lợi nhuận giữ lại	150	150	150	200
Các quỹ	-1	26	55	81
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	<b>199</b>	<b>226</b>	<b>254</b>	<b>386</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
LNTT	19,7	38,4	60,0	70,7
Khấu hao	24,0	23,7	30,1	31,3
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>58,4</i>	<i>37,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Thay đổi vốn lưu động	54,1	-3,8	-43,2	-31,8
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>156,2</b>	<b>95,7</b>	<b>46,9</b>	<b>70,3</b>
Thay đổi TSCĐ	-3,9	-8,4	-30,8	-279,8
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0,0	0,0	-1,2	-1,3
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	0,2	0,1	0,0	0,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-3,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-32,0</b>	<b>-281,1</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	105,0
Vay mới/trả nợ vay	-162,9	-78,7	0,5	136,6
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0,0	0,0	-17,7	-30,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-162,9</b>	<b>-78,7</b>	<b>-17,3</b>	<b>211,6</b>
Tiền thuần trong kỳ	-10,4	8,7	-2,4	0,8
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>18,1</b>	<b>7,8</b>	<b>5,3</b>	<b>2,9</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>7,8</b>	<b>16,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>

## 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 Rổng 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.**