

Ngành hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

7 tháng 1, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

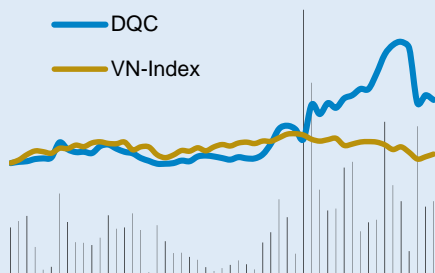
Giá kỳ vọng (VND) **68.500**

Giá thị trường (07/01/2015) 57.500

Lợi nhuận kỳ vọng 19%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	33.800-76.500
Vốn hóa	1.264 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	21.982.279 CP
KLGD bình quân 10 ngày	73.394 CP
% sở hữu nước ngoài	15,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	100:20
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,5%
Beta	0,84



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 611

nguyentientungbvc@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Bóng đèn Điện Quang

Mã giao dịch: DQC

Reuters: DQC.HM

Bloomberg: DQC VN

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/2014

Xuất khẩu tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng nhanh trong Q4/2014. Chúng tôi kỳ vọng DQC sẽ tiếp tục duy trì đà tăng xuất khẩu trong Q4/2014, theo đó doanh thu từ thị trường xuất khẩu của DQC cả năm 2014 có thể đạt khoảng 714 tỷ đồng, tăng 131% so với năm 2013.

Doanh thu nội địa tăng trưởng tốt. Cả năm 2014, doanh thu từ thị trường nội địa của DQC đạt khoảng 650 tỷ đồng, tăng 36% so với năm 2013.

Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ bán được lô hàng tồn kho từ những năm 2008. Tính trung bình cả năm 2014 biên lợi nhuận gộp của DQC sẽ đạt ở mức 31,84% nhờ thanh lý được lượng hàng tồn ở thị trường Nam Mỹ từ những năm 2007-2008.

Triển vọng 2015. Doanh thu cả năm 2015 của DQC ước đạt 1.744 tỷ đồng, tăng trưởng 27,8% so với năm 2014. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 168 tỷ đồng, giảm 23,6% so với năm 2014 do biên lợi nhuận gộp giảm.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn 2014, chúng tôi dự báo LNST của DQC sẽ tăng 71%. Mức giá hiện nay của DQC là 57.500 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E 2014 dự báo ở mức 5,72 lần. Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng doanh thu DQC sẽ tiếp tục tăng trưởng ở các thị trường nội địa và xuất khẩu, tuy nhiên yếu tố hàng tồn kho từ những năm 2007 sẽ không còn dẫn đến biên lợi nhuận sẽ giảm tương đối, từ đó làm giảm lợi nhuận của công ty. Mức P/E 2015 chúng tôi dự báo vào khoảng 7,49 lần.

Về dài hạn, DQC có một số điểm mạnh như thương hiệu mạnh, sản phẩm chất lượng và đang dần theo hướng khác biệt, công ty đã bắt đầu đẩy mạnh đầu tư vào nguồn sáng LED là một hướng đi đúng đắn, hơn nữa DQC đang có hướng phát triển mạnh thị trường nước ngoài với nhiều tiềm năng. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DQC cho mục tiêu đầu tư trung - dài hạn. Mức giá kỳ vọng cho cổ phiếu DQC chúng tôi dự báo vào khoảng **68.500** đồng/cổ phiếu.

Một số chỉ tiêu dự báo của DQC

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu (tỷ VND)	630	795	1.364	1.744
EBITDA (tỷ VND)	117	206	310	267
EBIT (tỷ VND)	121	220	331	290
Lợi nhuận sau thuế cty mẹ (tỷ VND)	49	121	220	168
EPS (VND)	2.231	5.528	10.050	7.675
P/E (x)	22,8	9,2	5,3	7,0
P/B (x)	1,4	1,3	1,4	1.4
ROA (%)	2,65%	7,3%	11,8%	9,3%
ROE (%)	6,02%	15,4%	21,5%	16,1%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	15,1%
Sở hữu khác	84,9%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	583	612	630	795	1.364	1.744
Giá vốn	424	486	492	546	930	1.334
Lợi nhuận gộp	158	126	138	248	434	410
Chi phí tài chính	73	92	55	55	55	75
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	43	39	49	121	220	168

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	53	184	201	432	438	398
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.174	1.120	905	723	601	529
Hàng tồn kho	311	370	318	350	455	471
Tài sản cố định	112	91	80	104	185	268
Tổng tài sản	1.733	1.832	1.716	1.668	1.865	1.813
Nợ ngắn hạn	876	964	862	760	695	575
Nợ dài hạn	73	70	71	74	150	195
Vốn chủ sở hữu	771	788	775	820	1.020	1.043
Tổng nguồn vốn	1.733	1.832	1.716	1.668	1.865	1.813

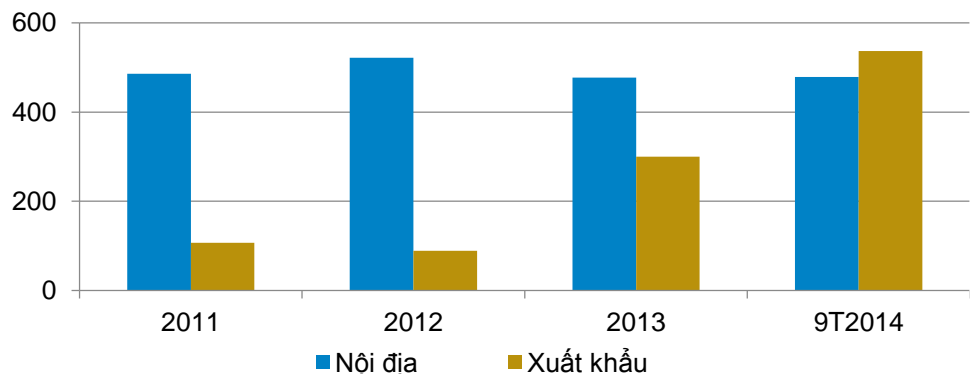
Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu (%)	24%	5%	4%	21%	71,5%	27,8%
Tăng trưởng LNST (%)	961%	-19%	36%	247%	71,6%	-23,6%
Chỉ tiêu sinh lời						
Lợi nhuận gộp biên (%)	27,2%	20,6%	21,9%	31%	31,8%	24,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	8,9%	9,1%	10,4%	20%	20,6%	12,3%
ROA (%)	2,6%	2,2%	2,6%	7,3%	11,8%	9,3%
ROE (%)	5,8%	5%	6%	15,4%	21,5%	16,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn						
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	55%	56%	54%	49%	45%	43%
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	123%	131%	120%	100%	83%	74%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần						
EPS (đồng/cổ phần)	1.990	1.793	2.231	5.528	10.050	7.675
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	34.857	35.629	35.045	37.329	41.762	42.703

Tăng trưởng 2014 đến từ thị trường xuất khẩu

Xuất khẩu tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng nhanh trong Q4/2014. Thị trường xuất khẩu sẽ là yếu tố chính dẫn đến tăng trưởng mạnh của DQC trong năm 2014. Doanh thu từ xuất khẩu tăng gần 2,4 lần trong năm 2013 và trong 9T2014 đã tăng 79% so với cả năm 2013. Đóng góp lớn trong doanh thu xuất khẩu năm nay là thị trường Nam Mỹ với việc DQC đã bán hết lượng hàng Compact 115v còn tồn lại từ những năm 2007-2008 ở đây, giá trị của lượng hàng tồn bán được trong năm nay theo chúng tôi ước tính vào khoảng 400 tỷ đồng, chiếm 74% doanh thu xuất khẩu 9T2014. Trong Quý 4, một số thị trường mà DQC đã thâm nhập sâu như Cuba, Myanmar, Lào, Campuchia công ty sẽ tiếp tục đẩy mạnh xây dựng kênh phân phối và phát triển thương hiệu. Một số thị trường ở Nam Mỹ, Trung Á, Nam Á do thương hiệu nội địa không mạnh cũng được DQC tập trung phát triển. Chúng tôi kỳ vọng DQC sẽ tiếp tục duy trì đà tăng xuất khẩu trong Q4/2014, theo đó doanh thu từ thị trường xuất khẩu của DQC cả năm 2014 có thể đạt khoảng 714 tỷ đồng, tăng 131% so với năm 2013.

Doanh thu nội địa và xuất khẩu của DQC 2011-2014

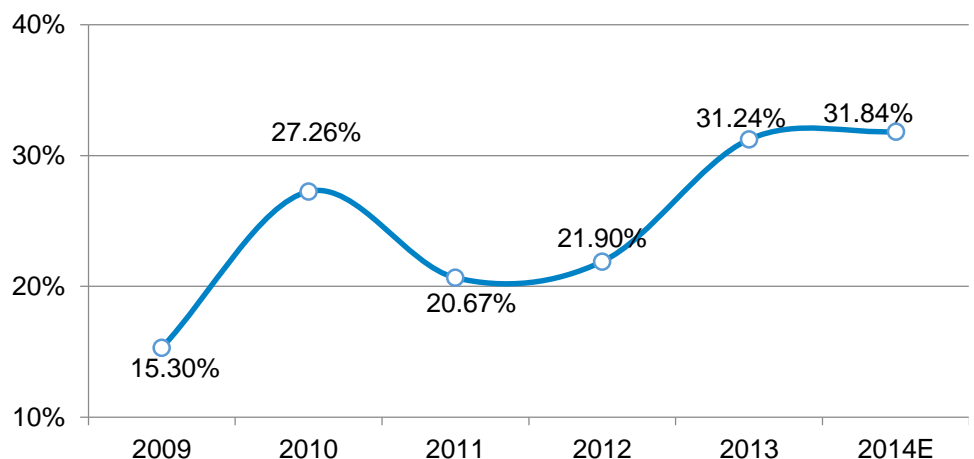


Doanh thu nội địa tăng trưởng tốt. Trong 9T2014, doanh thu nội địa của DQC tăng 35% (yoy) và bằng doanh thu nội địa của cả năm 2013. Điều này cho thấy không chỉ thị trường xuất khẩu mà cả thị trường trong nước DQC cũng đang phát triển rất tốt. Chiến lược với thị trường trong nước của DQC là đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm có tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận cao đặc biệt là các sản phẩm khác biệt như bộ đèn Doublewing, đèn compact chống ẩm và đèn LED. Đây là chiến lược hợp lý bởi DQC không thể cạnh tranh về giá so với đối thủ chính của mình là RAL, bởi vậy DQC phải chọn cho mình hướng đi vào những sản phẩm mang tính riêng biệt. Bên cạnh đó, theo yếu tố mùa vụ, quý 4 cũng là thời điểm các mặt hàng của DQC được tiêu thụ mạnh trong nước. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của DQC trong quý 4 sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt, đóng góp vào kết quả kinh doanh ấn tượng của công ty trong năm 2014. Cả năm 2014, doanh thu từ thị trường nội địa của DQC đạt khoảng 650 tỷ đồng, tăng 36% so với năm 2013.

Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ bán được lô hàng tồn kho từ những năm 2008. Theo chúng tôi ước tính, lượng hàng Compact 115v còn tồn lại từ những năm 2007-2008 bán được trong năm nay vào khoảng 400 tỷ đồng, kết hợp với yếu tố trượt giá của VND thì giá vốn hàng bán của lô hàng này thấp hơn 25% so

với giá vốn hàng bán thông thường do DQC đã thực hiện trích lập dự phòng cho toàn bộ lô hàng. Điều này làm cho biên lợi nhuận gộp của DQC 9T2014 tăng đáng kể so với năm 2013, mặc dù trong năm 2013 DQC cũng đã tiêu thụ được 1 phần của lô hàng tồn này. Trong Quý 4 DQC sẽ thực hiện xuất khẩu sang thị trường Nam Mỹ sử dụng nguồn vật tư hiện tại do lượng hàng tồn từ những năm 2007 đã hết, chính vì vậy biên lợi nhuận gộp từ Quý 4 ước tính sẽ giảm về mức 22%. Tính trung bình cả năm 2014 biên lợi nhuận gộp của DQC sẽ đạt ở mức 31,84%.

Biên lợi nhuận gộp của DQC 2009-2014



Thu hồi công nợ từ khách hàng Cuba ổn định. Trong quý 3/2014, DQC đã tiếp tục thu về khoảng 87 tỷ đồng từ khoản nợ của khách hàng Cuba, ghi nhận khoảng 20,2 tỷ đồng tiền lãi từ chênh lệch tỷ giá và bán hàng trả chậm. Tính đến hết quý 3/2014, DQC còn khoảng 343 tỷ phải thu từ khách hàng này, nếu việc trả nợ được diễn ra đúng kế hoạch, DQC sẽ nhận được khoảng 52 tỷ đồng trong quý 4 và ghi nhận khoảng 12 tỷ tiền lãi từ chênh lệch tỷ giá và bán hàng trả chậm.

ƯỚC TÍNH KẾT QUẢ KINH DOANH Q4 & 2014

Chỉ tiêu	Q4/2013	Q4/2014	Thay đổi	Lũy kế 2013	Lũy kế 2014	Thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	202	377	86%	795	1.364	71,5%
LNTT (tỷ đồng)	46	51	11%	164	281	71,3%

TRIỂN VỌNG 2015

Để duy trì tốc độ tăng trưởng quy mô ở thị trường xuất khẩu và cạnh tranh trong thị trường nội địa như hiện nay, DQC đang mở rộng dây chuyền sản xuất và nâng cấp sản phẩm mới, đặc biệt là tập trung phát triển đèn LED. DQC đang xây dựng một dây chuyền sản xuất cụm đèn LED nguyên bộ và xuất sang liên doanh Việt Nam -Venezuela trong năm 2015 với kỳ vọng sản lượng 18-20 triệu đơn vị trong giai đoạn 2015-2016. Bộ phận nghiên cứu và phát triển cũng đang tập trung để nghiên cứu thiết kế hoàn chỉnh các dòng sản phẩm đèn LED có tính năng chuyên dụng, điển hình như đèn LED thông minh, đồng thời tiến tới làm chủ công nghệ sản xuất ngay từ bán thành phẩm cho đến lắp ráp nhằm mục tiêu giảm giá thành sản xuất nhưng vẫn đảm bảo chất lượng đầu ra. Bên cạnh đó DQC vẫn

tiếp tục nâng cấp dây chuyền sản xuất đèn Compact, nghiên cứu và cho ra đời những dòng sản phẩm đèn Compact có tính năng đặc biệt và thiết thực đối với người tiêu dùng.

Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của DQC

Chỉ tiêu	2014E	2015F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.364	1.744	27,8%	<p>Hiện tại đèn LED chiếm tỷ trọng khoảng 10% trong tổng doanh thu của DQC, năng lực sản xuất hiện tại của công ty đối với đèn LED vào khoảng 10 triệu sản phẩm/năm. Chúng tôi dự đoán trong năm 2015 năng lực sản xuất đèn LED của DQC có thể tăng gấp đôi, đạt 20 triệu sản phẩm/năm nhờ vào dây chuyền sản xuất đèn LED đang được xây dựng, giá thành sẽ ổn định, do đó doanh thu từ đèn LED có thể tăng trưởng khoảng 100% trong năm 2015.</p> <p>Đèn Compact chiếm khoảng 80% doanh thu hiện tại của công ty. Với thị trường trong nước, chúng tôi kỳ vọng DQC sẽ giữ vững thị phần đèn Compact và tăng trưởng ổn định. Ở thị trường xuất khẩu, đặc điểm những thị trường mà DQC thâm nhập có khá nhiều nét tương đồng với Việt Nam về khí hậu, mức thu nhập, nhiều thị trường còn chưa có thương hiệu bóng đèn mạnh, vì vậy chúng tôi kỳ vọng đèn Compact sẽ là yếu tố chính giúp đẩy mạnh xuất khẩu của DQC trong năm 2015. Doanh thu từ đèn Compact trong năm 2015 có thể tăng trưởng khoảng 25%.</p> <p>Doanh thu cả năm 2015 của DQC ước đạt 1.744 tỷ đồng, tăng trưởng 27,8% so với năm 2014.</p>
Giá vốn	930	1.334	43,4%	DQC sẽ duy trì phát triển cả thị trường nội địa lẫn thị trường xuất khẩu, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp trong năm 2015 sẽ giảm do yếu tố thanh lý hàng tồn kho giá rẻ không còn. Chúng tôi dự báo mức biên lợi nhuận gộp cả năm của DQC sẽ ở mức 24,1%.
Lợi nhuận gộp	434	410	-5,5%	
Doanh thu tài chính	110	122	11%	
Chi phí tài chính	55	75	36,3%	
Chi phí BH	146	164	12,3%	Chi phí bán hàng tăng nhưng không tương ứng với tăng trưởng doanh thu do chi phí vận chuyển trong năm của DQC sẽ được cải thiện nhờ việc giá dầu được dự báo sẽ ở mức thấp trong năm 2015.
Chi phí QLDN	64	81	26,5%	
LN trước thuế	281	215	-23,5%	
LN sau thuế cty mẹ	220	168	-23,6%	
EPS (đồng/CP)	10.050	7.675	15,7%	

Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn 2014, chúng tôi dự báo LNST của DQC sẽ tăng 71%. Mức giá hiện nay của DQC là 57.500 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E 2014 dự báo ở mức 5,72 lần. Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng doanh thu DQC sẽ tiếp tục tăng trưởng ở các thị trường, tuy nhiên yếu tố hàng tồn kho từ những năm 2007 sẽ không còn dẫn đến biên lợi nhuận sẽ giảm tương đối, từ đó làm giảm lợi nhuận của công ty. Mức P/E 2015 chúng tôi dự báo vào khoảng 7,49 lần.

Về dài hạn, DQC có một số điểm mạnh như thương hiệu mạnh, sản phẩm chất lượng và đang dần theo hướng khác biệt, công ty đã bắt đầu đẩy mạnh đầu tư vào nguồn sáng LED là một hướng đi đúng đắn, hơn nữa DQC đang có hướng phát triển mạnh thị trường nước ngoài với nhiều tiềm năng. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DQC cho mục tiêu đầu tư trung - dài hạn. Mức giá kỳ vọng cho cổ phiếu DQC chúng tôi dự báo vào khoảng **68.500** đồng/cổ phiếu.

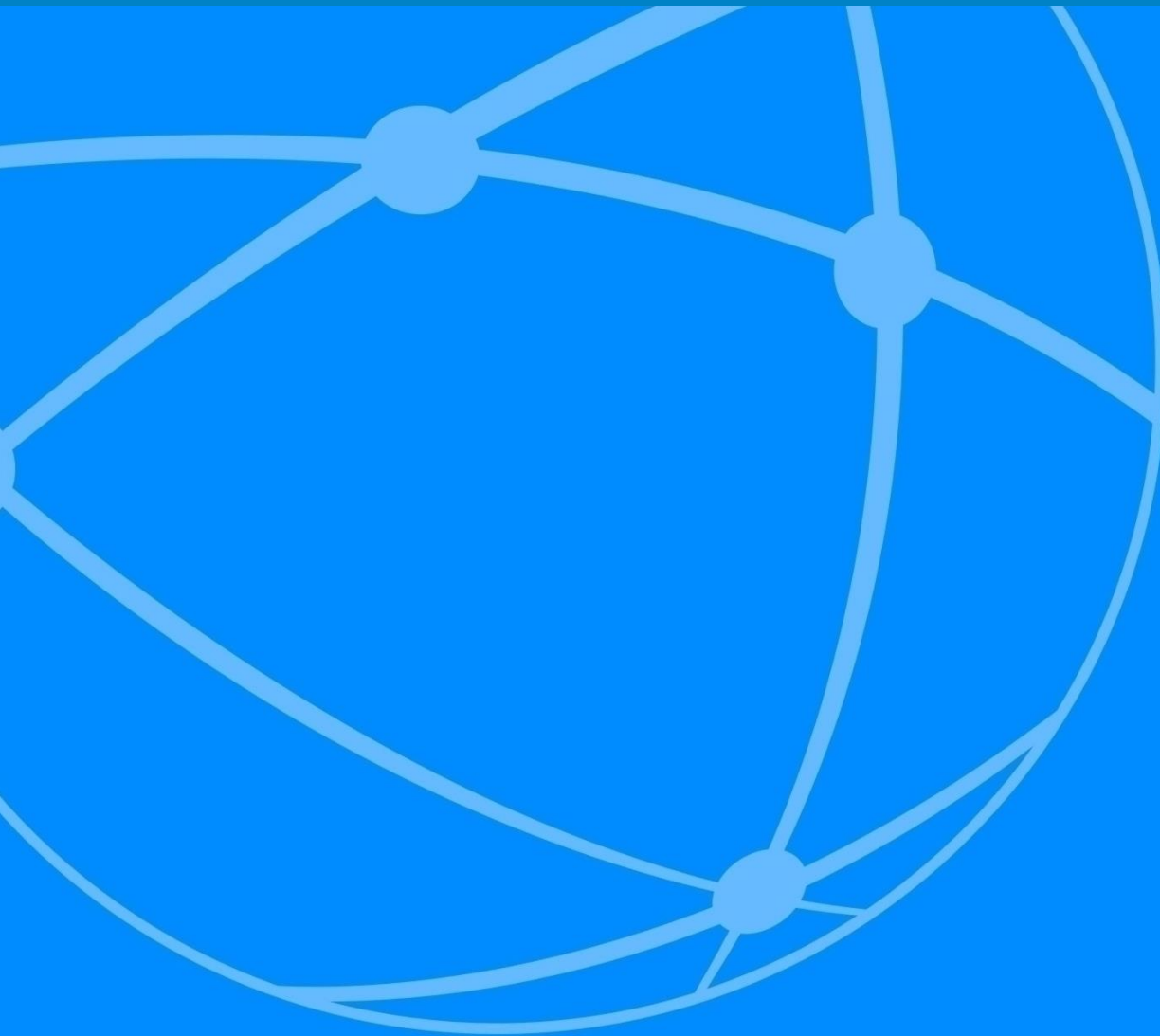
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 3 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999