

# CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HAH)

Ngày 10 tháng 3 năm 2015

## GIỚI THIỆU CỔ PHIẾU NIÊM YẾT



Ngày niêm yết	11/3/2015		
Giá tham chiếu (đồng/cổ phiếu)	40.000		
Mã niêm yết: <b>HAH VN</b>	Sàn giao dịch:	HSX	
Ngành:	Logistics		
Khối lượng lưu hành (triệu cp)	23,2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	927,8		
Sở hữu nước ngoài (%)	0,0%		
Tỷ lệ free-float	23,29%		
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)	
2015E (Kế hoạch HĐQT)	7,5%	4.828	
2014	7,5%	5.740	
2013	6,3%	3.619	
2012	4,5%	1.028	
	2011 – 14 CAGR	2015E (tỷ đồng)	
Doanh thu	51,2%	685	
Lãi ròng	91,9%	112	
Năm 2014	HAH	Nhóm ngành	VNI
P/E	*7,0x	7,6x	13,0x
P/B	*2,1x	1,5x	1,9x
Nợ vay/VCSH	44%	8%	113%
Biên lãi ròng	31%	26%	10%
ROE	35%	20%	15%
ROA	23%	15%	3%

(\*): dựa trên giá tham chiếu

### Giới thiệu công ty:

HAH được thành lập vào năm 2009 và là công ty TNHH với cổ đông lớn nhất là CTCP Hàng hải Hà Nội (MHC-HSX).

HAH sở hữu Cảng Hải An ở Hải Phòng. Công ty cung cấp dịch vụ khai thác cảng (chiếm 68% doanh thu năm 2014), và vận tải biển (32%).

Kết quả năm 2014 (chưa kiểm toán 2014): tổng tài sản: 739 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu: 436 tỷ đồng; doanh thu thuần: 431 tỷ đồng; lãi ròng: 133 tỷ đồng.

**Tóm tắt giao dịch:** CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) sẽ niêm yết toàn bộ 23.196.232 cổ phiếu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) với mức giá tham chiếu là 40.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 11 tháng 3 năm 2015. Trong vòng 6 tháng kể từ ngày niêm yết, tỷ lệ khối lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free-float) chỉ ở mức 23,29%.

**Khu vực Hải Phòng có tiềm năng tăng trưởng cao:** Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn khi Hiệp định Đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP) được ký kết. Ngoài ra, nhờ những khu kinh tế mới ở Hải Phòng với cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh và kết nối giữa Hải Phòng và các cửa khẩu với Trung Quốc, nên hoạt động xuất nhập khẩu trong khu vực dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng cao.

**Mảng vận tải biển ổn định:** HAH vừa đưa vào hoạt động 2 tàu container chạy tuyến nội địa. Với sự hỗ trợ từ các cổ đông lớn, công ty có thể duy trì sản lượng container ổn định cho các hoạt động chính của mình, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trong khu vực.

**Điểm yếu và nguy cơ của công ty:** Vị trí cảng của công ty không thuận lợi do nằm ở giữa tuyến hàng hải từ điểm hoa tiêu đến cảng cuối cùng trên Sông Cấm trong khu vực Hải Phòng. Do chỉ có 1 cầu tàu dài 150 mét nên sản lượng của cảng bị hạn chế. Thêm vào đó, công ty gặp phải sự cạnh tranh khốc liệt hơn từ các dự án mới như: Cảng Quốc tế Lạch Huyện, cảng VIP Greenport.

**Kế hoạch năm 2015:** Công ty dự kiến đạt 685 tỷ đồng doanh thu và 112 tỷ đồng lãi ròng, lần lượt tăng 59% và giảm 16% so với năm trước. Công ty dự kiến chi trả cổ tức năm 2015 bằng tiền mặt với tỷ lệ 30% trên mệnh giá.

**Không có cổ đông nước ngoài:** Hiện tại, tất cả cổ phần của HAH đang được các nhà đầu tư trong nước nắm giữ, có nghĩa là vẫn còn "room" sở hữu cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

TỔNG QUAN CÔNG TY ..... 3

VỊ THẾ TRÊN THỊ TRƯỜNG..... 3

KẾT QUẢ KINH DOANH..... 5

CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC..... 7

KẾ HOẠCH KINH DOANH ..... 8

SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY CÙNG NGÀNH..... 8

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT ..... 9

## TỔNG QUAN CÔNG TY

Hai mảng hoạt động kinh doanh của công ty là khai thác cảng và vận tải biển.

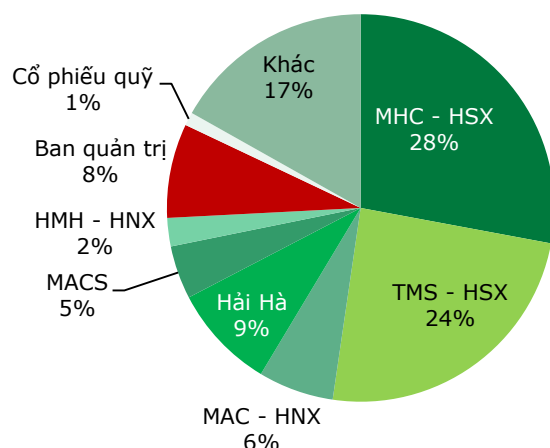
CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) được thành lập vào năm 2009, là một công ty trách nhiệm hữu hạn tư nhân được góp vốn bởi bốn công ty sau: CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng Hải (MAC-HNX), CTCP Hải Minh (HMH-HSX), CTCP Hàng hải Hà Nội (MHC-HSX), và CTCP Đóng tàu Hải An.

HAH hoạt động trong lĩnh vực logistics với các dịch vụ đa dạng:

- **Hoạt động cảng:** Công ty sở hữu Cảng Hải An (cảng hàng bách hoá và container) ở Hải Phòng và có thể đón tàu có trọng tải đến 20.000 DWT (tấn hàng hải) hay 1.800 TEU (container 20 foot). Công ty cung cấp các dịch vụ khác nhau như: bốc xếp container, giao nhận hàng hóa, dịch vụ kho bãi container, cho thuê kho CFS, v.v.
- **Vận tải biển:** HAH sở hữu hai tàu container với tổng trọng tải 1.921 TEU. Các tàu này chạy tuyến nội địa giữa Hải Phòng và Thành phố Hồ Chí Minh.

Tại thời điểm ngày 28 tháng 11 năm 2014, HAH có 311 cổ đông, trong đó, cổ đông tổ chức nắm 79,7% cổ phần. CTCP Hàng hải Hà Nội (MHC-HSX) là cổ đông lớn nhất sở hữu 27,93% cổ phần.

Cơ cấu sở hữu



Cơ cấu cổ đông

Cổ đông	Số lượng cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu
Trong nước	23.196.232	100,0%
Tổ chức	18.486.881	79,70%
Cá nhân	4.452.248	19,19%
Cổ phiếu quỹ	257.103	1,11%
Nước ngoài	0	0,0%
<b>Tổng</b>	<b>23.196.232</b>	<b>100,0%</b>

Dữ liệu tại ngày 31/12/2014. Nguồn: Dữ liệu công ty Dữ liệu tại ngày 28/11/2014. Nguồn: Dữ liệu công ty

## VỊ THẾ TRÊN THỊ TRƯỜNG

So với các cảng khác, Cảng Hải An có vị trí thuận lợi hơn Cảng Xanh của CTCP Container Việt Nam (VSC-HSX), bến Chùa Vẽ và bến Hoàng Diệu của CTCP Cảng Hải Phòng. Tuy nhiên, vị trí cảng của công ty lại kém cạnh tranh hơn so với Cảng Đình Vũ của CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ (DVP-HSX) và Nam Hải Đình Vũ của CTCP Đại lý Liên hiệp Vận Chuyển (GMD-HSX).

## Vị trí của Cảng Hải An



Nguồn: VPBS tổng hợp

Vị trí cảng Hải An kém thuận lợi vì nằm ở giữa luồng vào cảng biển.

Về hoạt động khai thác cảng, Cảng Hải An có công suất thiết kế là 200.000 TEU mỗi năm. Từ năm 2013, sản lượng container thông qua của công ty đã vượt công suất. Cảng Hải An có một cầu tàu dài 150 mét. Cảng có thể phục vụ tàu có trọng tải tối đa là 20.000 DWT hay 1.800 TEU.

Về vận tải biển, hai tàu của HAH đã được đưa vào khai thác trong năm 2014. Các tàu này chạy tuyến nội địa và dựa vào sự hợp tác và hỗ trợ từ phía các cổ đông của công ty: CTCP Transimex – Saigon (TMS-HSX), CTCP Hàng hải Hà Nội (MHC-HSX), CTCP Hàng Hải MACS, và CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng Hải (MAC-HNX). Công ty đầu tư vào mảng này mặc dù sự cạnh tranh trong ngành là khá cao, bởi vì: (1) cảng của công ty đã hoạt động vượt công suất, dẫn đến nhu cầu cần mở rộng; và (2) điều này sẽ giúp đảm bảo đủ sản lượng hàng thông qua cho công ty trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt hơn từ những dự án cảng mới như: VIP Greenport (của VSC) và cảng Lạch Huyện.

### So sánh với các cảng khác

Cảng	Số cầu tàu	Trọng tải tàu tối đa (DWT)	Độ sâu mớn nước (m)
Tân Cảng	5	20.000	10,5
Nam Hải	1	10.000	9,0
<b>Hải An</b>	<b>1</b>	<b>20.000</b>	<b>8,7</b>
Đình Vũ	2	40.000	8,7
Tân Cảng 198	1	15.000	8,7
PTSC Đình Vũ	1	20.000	8,5
Hoàng Diệu	11	10.000	7,4
Chùa Vẽ	5	10.000	8,4
Đoạn Xá	1	10.000	8,4
Cảng Xanh	2	20.000	8,0
Transvina	1	12.000	7,8

Nguồn: Dữ liệu công ty

### Thiết bị của công ty

Phân khúc	Công suất
<b>Khai thác cảng</b>	
Cầu tàu	1 cầu tàu dài 150m
Bãi container	150.000 m <sup>2</sup>
Bãi Depot container	55.000 m <sup>2</sup>
Kho CFS	4.000 m <sup>2</sup>
<b>Vận tải biển</b>	
Tàu HaiAn Park	800 TEU
Tàu HaiAn Song	1.121 TEU

Nguồn: Dữ liệu công ty

## KẾT QUẢ KINH DOANH

### Doanh thu và chi phí

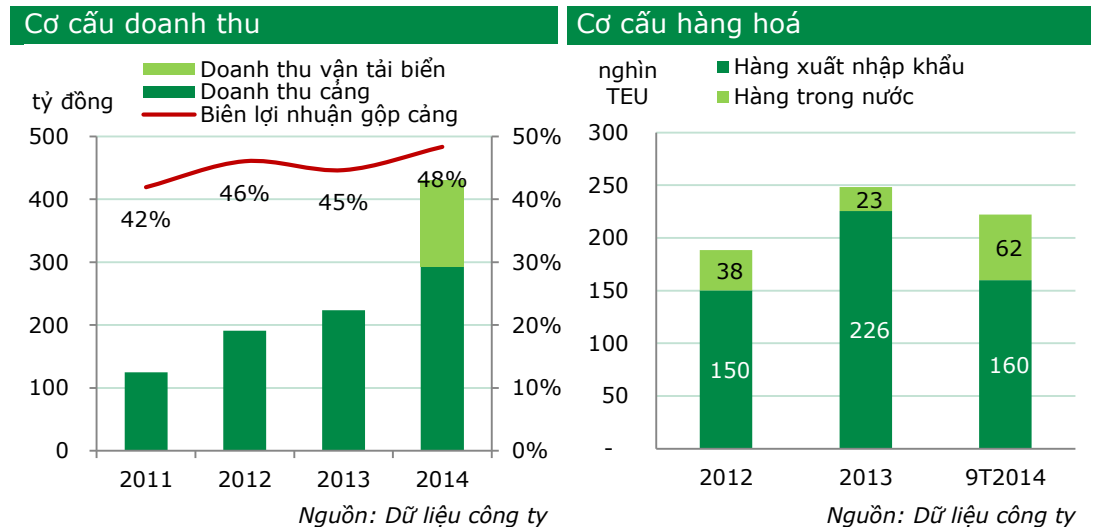
Tốc độ CAGR doanh thu mảng cảng của HAH cao hơn DVP và VSC.

Mảng vận tải biển ghi nhận chi phí nhiên liệu chiếm 52% tổng chi phí.

Doanh thu thuần đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 51,2% trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2014 nhờ vào: (1) mảng khai thác cảng có tốc độ tăng trưởng tốt, và (2) doanh thu từ mảng vận tải biển trong năm 2014. Doanh thu mảng khai thác cảng đạt tốc độ CAGR là 32,9%, cao hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh như: DVP (6,9%) và VSC (8,5%).

Về mặt chi phí, theo công ty, chi phí nhiên liệu (bao gồm xăng dầu và điện) lần lượt chiếm 8% và 52% trong dịch vụ bốc xếp và vận tải biển. Công ty mua nhiên liệu từ các đối tác trong nước. HAH ước tính lợi nhuận sẽ tăng 2,1% khi giá dầu giảm 10%.

Trong khi đó, điện tiêu thụ chủ yếu phục vụ mảng CFS và cảng. Do đó, nếu giá điện tăng lên, biên lợi nhuận gộp của công ty có thể giảm.



### Khả năng sinh lời

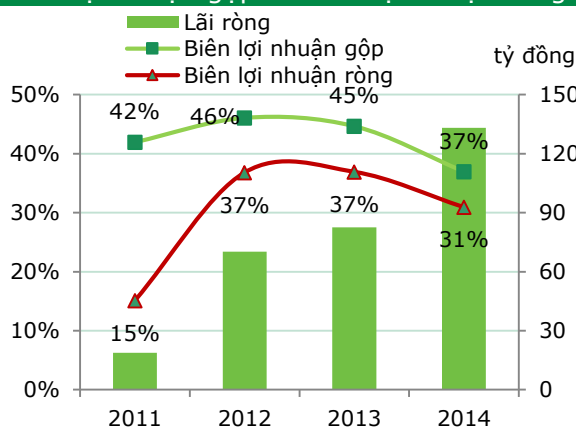
Công ty có khả năng sinh lời cao với tốc độ CAGR của lãi ròng đạt 91,9% trong giai đoạn từ năm 2011 đến 2014.

Từ năm 2011 đến năm 2014, lợi nhuận ròng của công ty đạt tốc độ CAGR là 91,9%, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng có xu hướng giảm từ năm 2012 đến nay. Nguyên nhân là do từ năm 2013, công ty đã hoạt động vượt công suất và phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cạnh tranh.

Trong năm 2014, công ty khai thác thêm mảng vận tải biển. Với biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 12,8%, mảng vận tải biển kéo biên lợi nhuận gộp của công ty giảm từ 45% vào năm 2013 xuống mức 37%, và theo đó biên lợi nhuận ròng cũng giảm. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của mảng khai thác cảng lại tăng lên 48% trong năm 2014.

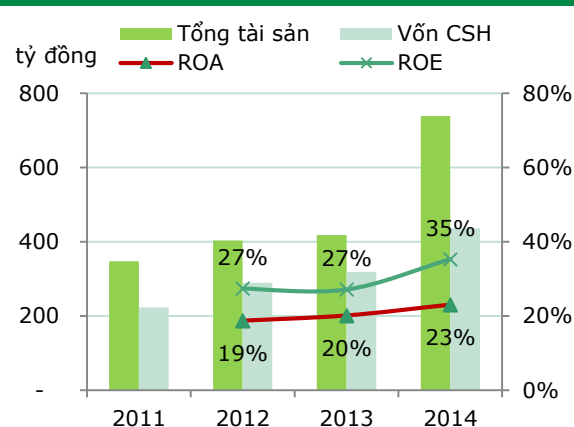
Tuy nhiên, chỉ số ROA và ROE của công ty đã tăng đáng kể từ năm 2011, lần lượt đạt 23% và 35% trong năm 2014.

## Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: Dữ liệu công ty

## ROA và ROE



Nguồn: Dữ liệu công ty

## Khả năng thanh toán và thanh khoản

Do nhu cầu về vốn đầu tư cảng và mua thêm hai tàu, nợ vay của HAH đã tăng đáng kể trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2014. Tuy nhiên, chỉ số thanh toán hiện hành cao và tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu thấp cho thấy công ty vẫn có thể kiểm soát được khả năng thanh toán và thanh khoản của mình.

Kể từ năm 2015, công ty không có bất kỳ kế hoạch đầu tư nào, do đó, chúng tôi cho rằng nợ vay của công ty sẽ giảm.

## Phân tích chỉ số thanh khoản và thanh toán

	2011	2012	2013	2014
Chỉ số thanh toán tiền mặt *	1,3x	1,2x	1,4x	0,7x
Chỉ số thanh toán nhanh	2,1x	2,0x	2,3x	1,3x
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,3x	2,1x	2,5x	1,8x
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	52%	34%	22%	44%
Nợ vay/Tổng tài sản	33%	24%	17%	26%
Nợ vay/EBITDA	1,8x	1,0x	0,6x	1,1x
EBITDA/Chi phí lãi vay	6,9x	12,7x	21,0x	31,3x

Ghi chú\*: chỉ số thanh toán tiền mặt = (tiền + tương đương tiền)/nợ ngắn hạn

Nguồn: BCTC hợp nhất, VPBS phân tích



## CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC

### Cơ hội

#### Ngành có tiềm năng tăng trưởng cao:

*Ngành cảng của Việt Nam sẽ tăng trưởng nhanh nhờ vào những hiệp định thương mại tự do. Sản lượng hàng thông qua tại khu vực cảng Hải Phòng sẽ tăng trưởng từ 14% đến 16% mỗi năm.*

Thống kê của Cục Hàng hải Việt Nam (Vinamarine) cho thấy sản lượng hàng hóa thông qua ở Việt Nam có tốc độ CAGR trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014 vào khoảng 8,1% và đạt 370,3 triệu tấn trong năm 2014. Trong đó, sản lượng hàng container tăng trưởng với tốc độ CAGR cao hơn là 16,7% và đạt 10,2 triệu TEU trong năm 2014.

Năm 2014, các cảng ở khu vực Hải Phòng chiếm 17,8% thị phần hệ thống cảng của Việt Nam. Từ năm 2009 đến năm 2014, sản lượng hàng hóa thông qua tại khu vực này có tốc độ CAGR là 14,6%, cao hơn tốc độ tăng trưởng của hệ thống cảng biển cả nước.

Theo quan điểm của chúng tôi, sản lượng hàng hóa thông qua của khu vực cảng Hải Phòng sẽ tăng từ 14% đến 16% mỗi năm cho đến năm 2020; nhờ vào tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của các hoạt động sản xuất ở khu vực phía Bắc (như điện tử, may mặc và lốp xe) cùng với sự hỗ trợ từ sự phát triển thương mại quá cảnh quốc tế với miền nam Trung Quốc, qua cửa khẩu biên giới Móng Cái, Lạng Sơn và Lào Cai.

Một yếu tố hỗ trợ khác là chất lượng cơ sở hạ tầng kết nối thành phố Hải Phòng được cải thiện. Gần đây, Việt Nam đã đưa vào hoạt động nhiều tuyến đường cao tốc như: Hải Phòng - Quảng Ninh và Hải Phòng - Hà Nội. Điều này giúp giảm thời gian vận chuyển cũng như chi phí logistics. Đây chính là lợi thế cạnh tranh của khu vực này.

### Thách thức

#### Cạnh tranh gay gắt hơn:

*Cảng Quốc tế Lạch Huyện sẽ trở thành thách thức lớn đối với các cảng hiện tại, trong đó có HAH.*

Cảng Quốc tế Lạch Huyện dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ năm 2017. Cảng này có thể phục vụ tàu có trọng tải lên đến 100.000 DWT hay 8.000 TEU. Cảng cũng có vị trí thuận lợi hơn hẳn so với các cảng khác do nằm cạnh điểm hoa tiêu. Cùng với cơ sở hạ tầng kết nối cảng Lạch Huyện với khu kinh tế nội địa, dự án cảng này sẽ trở thành thách thức lớn đối với các cảng hiện tại. Tình trạng thừa cung có thể xảy ra, dẫn đến cạnh tranh về giá, từ đó sẽ làm giảm biên lợi nhuận của tất cả các cảng.

#### Chi phí nhiên liệu tăng:

*Giá dầu được kỳ vọng sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2015 cùng với giá điện tăng từ tháng 3 năm 2015 sẽ dẫn đến biên lợi nhuận giảm.*

Khoảng 50% chi phí của mảng vận tải biển của công ty là chi phí nhiên liệu. Từ năm 2015 trở đi, mảng vận tải biển sẽ đóng góp tối thiểu 50% vào tổng doanh thu hợp nhất của công ty, điều này có nghĩa rằng chi phí nhiên liệu sẽ có mức ảnh hưởng đáng kể. Giá dầu biến động khó lường trong thời gian qua nhưng được dự báo sẽ hồi phục vào nửa cuối năm 2015, theo Cơ quan Năng lượng Mỹ (EIA) cũng như một số tổ chức tên tuổi khác.

Ngoài ra, theo Tập đoàn Điện lực Việt Nam, giá điện sẽ tăng 7,5% kể từ ngày 16 tháng 3 năm 2015, dẫn đến biên lợi nhuận gộp của mảng cảng giảm.

#### Thiếu tính thanh khoản:

Trong thời hạn sáu tháng kể từ ngày niêm yết (ngày 11 tháng 3 năm 2015), 17.793.381 cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng hay tỷ lệ free-float là 23,3%. Trong sáu tháng tiếp theo, tỷ lệ free-float sẽ ở mức 61,7%.

## KẾ HOẠCH KINH DOANH

Trong năm 2015, do sự tăng trưởng của mảng vận tải biển vốn có biên lợi nhuận thấp, công ty ước lãi ròng sẽ giảm 16% so với năm trước.

Sở hữu trung tâm logistics ở khu vực Đình Vũ - Cát Hải là một cơ hội lớn cho sự tăng trưởng nhanh của các công ty logistics.

Từ năm 2015, công ty kỳ vọng sản lượng hàng container thông qua ổn định ở mức 120.000 TEU mỗi năm cho các tàu của mình.

Trong năm 2015, ban lãnh đạo công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 685 tỷ đồng, tăng 59% so với năm trước nhờ mảng vận tải biển. Công ty cũng dự kiến lãi ròng giảm 16% trong năm do tỷ trọng doanh thu mảng vận tải biển vốn có biên lợi nhuận thấp hơn mảng cảng sẽ tăng lên.

Năm 2014, HAH đã xin phép thành lập khu hậu cần ở khu vực Đình Vũ - Cát Hải, giúp công ty mở rộng hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực logistics. Khu vực Đình Vũ - Cát Hải được kỳ vọng trở thành khu kinh tế dẫn đầu ở Hải Phòng nhờ: (1) Khu công nghiệp Việt Nam Xanh-ga-po được thành lập tại khu vực Đình Vũ, dẫn tới nhiều nhà máy lớn hoạt động tại đây; và (2) hệ thống cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh kết nối Hải Phòng với các khu vực khác của Việt Nam thông qua các đường cao tốc đến Hà Nội, Quảng Ninh, v.v.

Do mảng cảng và vận tải biển sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn từ các đối thủ trong nước và không còn nhiều cơ hội để phát triển nhanh hơn, nên việc mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng logistics hợp đồng là một trong những phương thức cho sự phát triển của công ty. Chúng tôi tin rằng HAH có thể lấy được giấy phép và bắt đầu xây dựng cơ sở hạ tầng từ năm 2016 trở đi.

### Mục tiêu của ban lãnh đạo

Tỷ đồng	Năm 2014 (chưa kiểm toán)	% tăng trưởng	Kế hoạch năm 2015	% tăng trưởng
Vốn điều lệ	232	0%	232	0%
Doanh thu thuần	431	93%	685	59%
Lợi nhuận sau thuế	133	61%	112	-16%
Biên lãi ròng	31%		16%	
Cổ tức (% trên mệnh giá)	30%		30%	

Nguồn: Dữ liệu công ty

## SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY CÙNG NGÀNH

Dựa trên giá tham chiếu 40.000 đồng/cổ phiếu, chỉ số P/E năm 2014 của HAH thấp hơn mức trung vị của nhóm các công ty cùng ngành trong nước, mặc dù HAH có chỉ số ROA, ROE và biên lãi ròng cao hơn.

### Nhóm tương đương cùng ngành

Mã cp	Sàn giao dịch	Tên công ty	Vốn hoá	Năm 2014								Chỉ số trượt	
				Doanh thu	% tăng trưởng	Lãi ròng	% tăng trưởng	ROE	ROA	Nợ vay/ VCSH	Biên lãi ròng	P/E	P/B
			tỷ đồng	tỷ đồng		tỷ đồng							
DVP	HSX	CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	1.996	542	8%	228	16%	30%	24%	16%	42%	8,8	2,5
VSC	HSX	CTCP Container Việt Nam	1.822	891	13%	248	3%	25%	19%	1%	28%	7,4	1,7
CLL	HSX	CTCP Cảng Cát Lái	768	235	18%	76	-7%	20%	15%	25%	33%	10,0	2,0
PDN	HSX	CTCP Cảng Đồng Nai	419	270	33%	48	6%	16%	11%	46%	18%	6,6	1,3
DXP	HNX	CTCP Cảng Đoạn Xá	311	160	-16%	40	-26%	17%	15%	0%	25%	7,8	1,3
STG	HSX	CTCP Kho vận Miền Nam	193	873	32%	30	25%	21%	14%	0%	3%	6,4	1,3
Trung bình			918	495	15%	112	3%	22%	16%	15%	25%	7,8	1,7
Trung vị			593	406	15%	62	5%	20%	15%	8%	26%	7,6	1,5
HAH	HSX	CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An	928	431	93%	133	61%	35%	23%	44%	31%	7,0	2,1

Ghi chú: Số liệu của HAH được tính toán dựa vào giá tham chiếu. Dữ liệu tại ngày 9/3/2015. Nguồn: Bloomberg, VPBS



# BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014*
<b>Doanh thu</b>	<b>125</b>	<b>191</b>	<b>224</b>	<b>431</b>
% tăng trưởng		53,1%	17,2%	92,6%
Giá vốn hàng bán	49	74	90	229
<b>Lợi nhuận gộp (trừ chi phí khấu hao)</b>	<b>76</b>	<b>117</b>	<b>133</b>	<b>201</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	13	15	18	27
<b>Tổng CPBH và CPQLDN</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>27</b>
<b>EBITDA</b>	<b>63</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>174</b>
Khấu hao	24	29	33	42
<b>EBIT</b>	<b>40</b>	<b>72</b>	<b>82</b>	<b>132</b>
Doanh thu tài chính	1	5	4	7
Chi phí tài chính	22	8	7	8
Lợi nhuận khác	(0)	1	(0)	(2)
LN từ công ty liên doanh, liên kết	0	0	3	7
<b>EBT</b>	<b>19</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>136</b>
Thuế	0	0	1	3
Thuế suất hiệu dụng	2,3%	-0,6%	1,0%	1,9%
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>19</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>133</b>
Biên LN ròng	15,1%	36,8%	36,9%	30,9%
% tăng trưởng		272,5%	17,6%	61,4%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.028	3.619	3.557	5.740
<b>PHÂN TÍCH CHỈ SỐ</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014*</b>
<b>Chỉ số sinh lời</b>				
Biên LN gộp (trừ chi phí khấu hao)	60,9%	61,2%	59,6%	46,8%
Biên EBITDA	31,8%	37,9%	36,8%	30,6%
Biên LN hoạt động	50,8%	53,1%	51,7%	40,4%
Biên LN ròng	15,1%	36,8%	36,9%	30,9%
Tỷ số LN/tổng tài sản		18,7%	20,1%	23,0%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu		27,4%	27,1%	35,3%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>				
EBITDA / (I + capex)	1,3x	4,0x	12,9x	0,6x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	34,0%	25,3%	18,1%	30,4%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	51,5%	33,8%	22,1%	43,7%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>				
Vòng quay tài sản	2,8x	2,1x	1,9x	1,7x
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	49,8	53,3	59,4	49,2
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	69,8	77,3	98,6	69,9
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	2,5	5,5	17,6	33,2
Thanh toán hiện hành	2,3x	2,1x	2,5x	1,8x
Thanh toán nhanh	2,1x	2,0x	2,3x	1,3x

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014*
Tiền và các khoản tương đương tiền	30	46	64	77
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	0	9	9
Các khoản phải thu	17	28	36	58
Hàng tồn kho	0	1	4	21
Tài sản ngắn hạn khác	5	5	6	28
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>119</b>	<b>193</b>
Tài sản cố định	291	317	287	521
Các khoản đầu tư dài hạn	3	6	11	21
Tài sản dài hạn khác	1	0	0	4
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>295</b>	<b>323</b>	<b>298</b>	<b>546</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>348</b>	<b>403</b>	<b>418</b>	<b>739</b>
Các khoản phải trả	9	16	24	44
Vay nợ ngắn hạn	13	21	19	56
Nợ ngắn hạn khác	0	0	4	8
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>22</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>109</b>
Vay nợ dài hạn	102	77	52	134
Nợ dài hạn khác	0	0	0	60
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>102</b>	<b>77</b>	<b>52</b>	<b>194</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>125</b>	<b>114</b>	<b>99</b>	<b>303</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	206	270	270	291
Lợi nhuận chưa phân phối	17	54	63	102
Vốn khác	0	-35	-14	43
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>223</b>	<b>289</b>	<b>319</b>	<b>436</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>348</b>	<b>403</b>	<b>418</b>	<b>739</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014*</b>
LCTT từ hoạt động kinh doanh	46	94	109	172
LCTT từ hoạt động đầu tư	(40)	(14)	(14)	(266)
LCTT từ hoạt động tài chính	14	(64)	(77)	108
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	10	30	46	64
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>64</b>	<b>77</b>

(\*) Chưa kiểm toán

---

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

**Lưu Bích Hồng**

Giám đốc - Phân tích cơ bản

honglb@vpbs.com.vn

**Nguyễn Thị Quỳnh Trang**

Chuyên viên phân tích

trangntq@vpbs.com.vn

**Lê Thị Diệu Linh**

Trợ lý phân tích

linhltd@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Đức Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418