

## TĂNG TỶ TRỌNG

**Giá mục tiêu** 11,000 VND  
**Giá hiện tại** 8,800 VND  
 (29.07.2015)

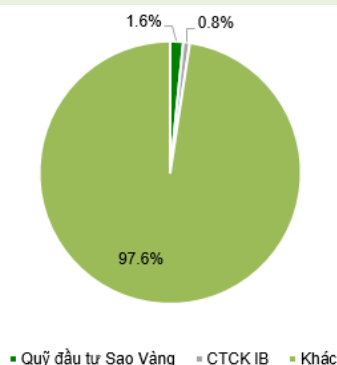
**Nguyễn Hoàng Bảo Châu**  
 (+84-8) 5413-5472  
[chaunghuyen@phs.vn](mailto:chaunghuyen@phs.vn)

### Sơ lược công ty

Mã CP	VHG
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	750.0
CP đang lưu hành (triệu)	75.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,096
Biên độ 52 tuần (đồng)	8,000 ~ 17,600
KLGD trung bình 3 tháng	2,836,800
Beta	1.53
Sở hữu nước ngoài	0.6%
Ngày niêm yết đầu tiên	28/01/2008

### Cổ đông lớn

Quỹ đầu tư Sao Vàng	1.6%
CTCK IB	0.8%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
<b>Tuyệt đối</b>	-0.8	-4.3	-0.3
<b>Phần trăm (%)</b>	-8.4%	-33.1%	-3.3%



## Kết quả hoạt động VHG tăng mạnh sau việc chuyển hướng kinh doanh

### Hoạt động kinh doanh khởi sắc

Nhìn chung, tình hình kinh doanh của VHG khá biến động kể từ khi thành lập. Với kết quả lỗ liên tiếp 2 năm 2011 và 2012, cổ phiếu VHG đã bị đưa vào diện tạm ngừng giao dịch. Tuy nhiên, sau khi đẩy mạnh thực hiện tái cấu trúc toàn diện công ty theo định hướng mới thì từ năm 2013, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của VHG đã có những bước tiến mới. Từ hoạt động ban đầu là sản xuất cáp viễn thông công ty đã chuyển hướng và đặt trọng tâm vào lĩnh vực cao su và xây dựng cơ sở hạ tầng.

Những năm gần đây, CAGR của doanh thu trong giai đoạn 2010 - 2013 tăng cao là 16.8%. Cụ thể, năm 2014 doanh thu tăng mạnh 111.6% so với cùng kỳ năm trước khi đạt 394.9 tỷ đồng và vượt 12,9% kế hoạch đề ra cho năm 2014. Trong đó, lĩnh vực đóng góp chủ yếu vào kết quả hoạt động kinh doanh là cao su.

Cùng với sự tăng trưởng của doanh thu, chi phí được kiểm soát hiệu quả cũng là một yếu tố tích cực hỗ trợ kết quả kinh doanh. Trong đó, tỷ trọng GVHB/doanh thu năm 2014 là 88.3%, cải thiện so với mức 95.7% của năm 2013 và là mức thấp nhất trong vòng 4 năm qua. Cũng trong năm 2014, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng được tiết giảm đáng kể, bên cạnh đó là chi phí lãi vay chỉ còn 6.4 tỷ đồng, giảm 45.3% so với cùng kỳ 2013 do trong năm công ty huy động thêm vốn và khả năng tự tài trợ đã tăng cao.

Vì vậy, lợi nhuận sau thuế năm 2014 đạt 91.1 tỷ tăng 9.9% so với 2013 và ROE, ROA lần lượt đạt 13.7% và 11.1%.

Có thể thấy, nhờ tình hình kinh doanh thuận lợi kèm theo việc kiểm soát chi phí hiệu quả mà 2 năm gần đây công ty đã thoát khỏi tình trạng thua lỗ. Nếu như năm 2013 VHG thoát lỗ ngoạn mục nhờ vào lợi nhuận hoạt động tài chính thì năm 2014 tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu từ hoạt động kinh doanh chính thể hiện sự bền vững trong hoạt động của công ty.

Hơn nữa, kết quả kinh doanh trong Q1/2015 tiếp tục khởi sắc, theo đó doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 91.8 tỷ (+150%) và 11.9 tỷ (+174%) do hoạt động kinh doanh từ cao su, lĩnh vực nông nghiệp, phân bón, sản phẩm cáp nhựa đã ổn định và phát triển hơn so với cùng kỳ. Kỳ vọng triển vọng của VHG trong những năm tới sẽ rất bức phá do lợi nhuận từ hàng loạt dự án mang lại. Được biết theo dự kiến của ban quản lý, khoảng quý 3,4/2015, công ty sẽ tăng vốn lên 1,500 tỷ để tài trợ cho những dự án đang dở và ban lãnh đạo rất tự tin về sự thành công trong đợt phát hành tới đây.

### Triển vọng năm 2015:

Những năm trước, VHG là một trong những công ty lớn nhất nước về sản xuất các sản phẩm viễn thông, sản phẩm nhựa như cáp quang,

(Tỷ VND)	2013	2014	KH 2015	2015E
Doanh thu thuần	187	395	950	382
<i>Biên LN gộp</i>	4.3%	11.7%		5.1%
<i>Biên LN HĐKD</i>	-10.5%	9.2%		3.5%
LN trước thuế	93.5	98.7		65.1
LN sau thuế	82.9	91.1	225	50.8
<i>Tăng trưởng so với cùng kỳ</i>	-329.2%	9.9%		-44.2%
EPS (TTM)	2,652	1,619		677
Giá trị sổ sách	11,570	12,005		13,004
P/E	2.7	7.3		16.5
P/B	0.6	1.0		0.9

Sau hơn 10 năm phát triển, VHG đã xây dựng được thương hiệu và hình ảnh vững chắc về doanh nghiệp sản xuất và cung cấp sản phẩm cáp cho các khách hàng là những tập đoàn lớn như FPT, Viettel...

Tuy nhiên, khi lĩnh vực hoạt động truyền thống của VHG đang trong giai đoạn thoái trào, Công ty đã chuyển hướng kinh doanh vào các lĩnh vực tiềm năng khác như cao su, xây dựng hạ tầng và khai khoáng. Bước đầu những mảng này đã đem lại những kết quả sáng sủa trong tình hình kinh doanh của công ty.

**Về mảng cao su:** đây là mảng kinh doanh chính mang lại phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho VHG trong năm 2014. Công ty đầu tư gián tiếp thông qua việc góp vốn vào các công ty con và công ty liên kết như góp 95% vốn cổ phần ở CTCP Cao Su Việt Hàn và VHG cũng mua 20% vốn cổ phần của CTCP Cao Su Sao Vàng.

Diện tích trồng cao su của công ty liên tục mở rộng. Nếu như năm 2008, VHG mới bắt đầu triển khai dự án trồng 4,115 ha cao su tại Quảng Nam thì năm 2009 diện tích đã mở rộng ra thành 9,000 ha. Và tính đến tháng 09/2014, công ty trồng và khai thác 13,300 ha (tăng 2.3 lần so với 2008). Kế hoạch trồng cao su đến năm 2016 là 22,034 ha và đến năm 2020 là 48,593 ha.

Ngoài sản phẩm mủ cao su, công ty vẫn đang triển khai các hoạt động hỗ trợ chế biến sâu cao su hứa hẹn mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

**Về mảng bất động sản:** công ty cũng thực hiện việc góp vốn đầu tư vào các công ty con và công ty liên kết.

Trong năm 2014, VHG góp vốn vào CTCP Đầu tư Develyn (89% vốn cổ phần) bằng quyền sử dụng đất để xây dựng cao ốc D'EVELYN Tower tại số 09 Lê Duẩn với quy mô 34 tầng và 02 tầng hầm. Tuy nhiên, sau khi công ty con thành lập VHG sẽ thực hiện việc chuyển nhượng cổ phần ngay cho đối tác khác. Việc chuyển nhượng được thực hiện theo lộ trình tiến tới chỉ còn nắm giữ từ 25% - 35% kỳ vọng sẽ mang lại một khoảng lợi nhuận từ hoạt động tài chính.

Công ty TNHH Quê Việt - Quảng Nam cũng được VHG góp vốn đầu tư (86% vốn cổ phần) để thực hiện dự án khu nghỉ dưỡng D'elynn Beach nằm trên tuyến đường cao tốc ven biển từ Đà Nẵng - Quảng Nam, với quy mô 29 Villa và khách sạn. Theo tiến độ thực hiện, dự án bắt đầu khởi công vào tháng 05/2015, nhưng việc triển khai dự án Quê Việt có chút chậm trễ do thay đổi quy hoạch tổng thể nhưng cơ bản mọi thủ tục đã hoàn thành và trong quý 3, quý 4 công ty sẽ tiến hành khởi công và sau khoảng gần 2 năm sẽ hoàn thành và đưa vào khai thác. Bất động sản nghỉ dưỡng là một mảng tuy mới nhưng có tiềm năng lớn.

Ngoài ra, trong năm 2013, VHG đã ký kết Hợp đồng liên doanh cùng Tập đoàn HYDROCHINA và Công ty cổ phần Cơ điện Miền Trung để đấu thầu thực hiện dự án phát triển bền vững thành phố Đà Nẵng gồm tham gia đấu thầu các dự án thi công, san lấp làm nền, đường cao tốc, hạ tầng khu công nghiệp, khu đô thị, thủy điện, hệ thống thoát nước. Tuy nhiên, tình hình đầu tư vẫn còn chậm do còn phụ thuộc vào nguồn ngân sách thành phố Đà Nẵng. Theo ban lãnh đạo công ty, khả năng trong năm 2016 thành phố sẽ giải ngân vốn và các dự án đó mới được tiến hành.

Để chuẩn bị cho công tác đầu tư xây dựng hạ tầng công ty còn triển khai hoạt động khai khoáng nhằm chủ động nguồn vật liệu xây dựng. Cụ thể, VHG đầu tư vào công ty con là CTCP Khoáng sản Quảng Nam (75% vốn cổ phần) hiện đang khai thác các dự án mỏ đá, cát; nhằm chủ động nguồn đầu vào đá và cát phục vụ hỗ trợ hoạt động thi công xây dựng hạ tầng, khu Công nghiệp và đường giao thông nhằm triển khai thực hiện các dự án lớn, trọng điểm của quốc gia và trong khu vực miền Trung như các dự án làm đường cao tốc, dự án cấp thoát nước, các dự án hạ tầng khu đô thị, khu công nghiệp.

Ngoài ra, triển vọng ngành cao su được dự báo sẽ khởi sắc trong thời gian tới là một yếu tố thúc đẩy hoạt động kinh doanh của công ty tương trường tốt. Dù bối cảnh thị trường thế giới cũng như trong nước suy giảm nhưng kết quả kinh doanh của VHG trong năm qua là một điểm khích lệ.

Giá cao su trên thị trường thế giới trong năm 2014 đã giảm khá sâu do sự ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, nhu cầu tiêu thụ cao su đã giảm đặc biệt là tại thị trường Trung Quốc, nơi mà tiêu thụ hơn 30% sản lượng cao su trên toàn thế giới trong khi đó nguồn cung cao su vẫn tiếp tục tăng lên tại các nước Đông Nam Á như Việt Nam, Lào, Campuchia....

Tuy nhiên, theo báo cáo của Quỹ Tiền tệ Quốc tế, nhu cầu cao su thiên nhiên toàn cầu năm 2015 dự đoán tăng 5,3%. Dự báo của RNR Research, tiêu thụ sẫm lớp sẽ tăng trưởng 4,3%/năm trong giai đoạn 2014-2017 và đạt 2,9 tỷ đơn vị vào 2017.

Trong khi đó, nguồn cung cao su trên thế giới sẽ giảm do giá cao su đã giảm sâu vì chính sách khuyến khích chặt bớt cây cao su để giảm sản lượng và tận dụng gỗ cao su để xây dựng đường sá, đê ngăn lũ tại nhiều quốc gia. Tổ chức Nghiên cứu Cao su quốc tế ở Singapore dự báo nguồn cung cao su toàn cầu năm 2015 sẽ giảm 46% so với 2014 xuống mức 202,000 tấn. Đây chính là những dấu hiệu tích cực báo hiệu thị trường cao su sẽ có sự phục hồi tích cực trong thời gian tới.

### **Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG**

Giá VHG hiện đang ở mức 8,800 đồng. Chúng tôi định giá cổ phiếu VHG ở mức 11,000 VND dựa trên 2 phương pháp: P/B (tỷ trọng 70%, P/B ước tính năm 2015 là 0.87x và BVPS dự phóng cho năm 2015) và P/S (tỷ trọng 30%, P/S ước tính năm 2015 là 2.0 và doanh thu trên mỗi cổ phiếu kỳ vọng năm 2015). Chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu này.

### Sơ lược công ty

Công ty được thành lập từ năm 2003 với tên ban đầu là Công ty cổ phần Đầu tư & Sản xuất Việt-Hàn và trụ sở được đặt tại tại Quảng Nam. Hoạt động kinh doanh ban đầu của công ty là sản xuất dây cáp đồng với thương hiệu VIET-HAN CABLE, sợi cáp quang học, cáp viễn thông. Năm 2008, cổ phiếu công ty được niêm yết trên sàn HOSE.

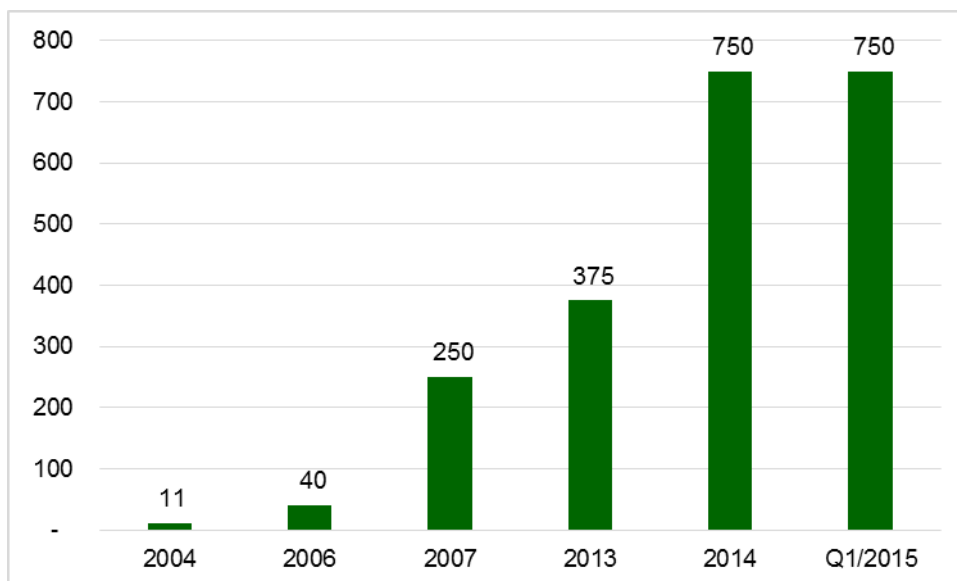


Năm 2013 VHG cơ cấu hoàn toàn lại công ty, thay đổi chiến lược phát triển. Bên cạnh sản phẩm cáp truyền thống, VHG mở rộng thêm các mảng kinh doanh hoàn toàn mới với định hướng mũi nhọn kinh doanh theo thứ tự ưu tiên là Bất động sản, hạ tầng công nghiệp dịch vụ - Trồng và chế biến cao su - Sản xuất vật liệu XD cơ bản - Đầu tư khai thác chế biến kim loại màu.

Việc mở rộng đầu tư thông qua đầu tư vào các công ty con hoạt động trong các lĩnh vực này như CTCP Cao Su Việt Hàn (góp 95% VDL), CTCP Cao Su Sao Vàng (góp 20% VDL) kinh doanh cao su; Công ty TNHH Quê Việt - Quảng Nam (góp 86% VDL) đầu tư vào BĐS nghỉ dưỡng; CTCP Khoáng sản Quảng Nam (góp 75% VDL) khai thác các mỏ đá.

Với việc lấy cao su làm lĩnh vực chủ đạo trong những năm gần đây, tháng 09/2014, công ty đổi tên thành Công ty cổ phần Đầu tư Cao su Quảng Nam.

### Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: VHG

## Chỉ số tài chính (tỷ VND)

Kết Quả Kinh Doanh	2012	2013	2014	2015 E	Lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014	2015 E
Doanh thu thuần	168.3	186.6	394.9	382.4	Lợi nhuận trước thuế	(36.1)	93.5	98.7	65.1
Giá vốn hàng bán	160.1	178.5	348.8	363.0	Khoản mục không phải tiền	36.1	(93.5)	(98.7)	(64.1)
Lợi nhuận gộp	8.2	8.1	46.1	19.4	Thay đổi vốn lưu động	6.0	14.0	(127.3)	(120.1)
Chi phí bán hàng	11.0	6.8	0.2	0.2	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	6.0	14.0	(127.3)	(119.0)
Chi phí QLDN	16.9	20.8	9.4	6.0	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(5.3)	42.7	(204.2)	156.8
Lợi nhuận từ HĐKD	(19.7)	(19.5)	36.5	13.2	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	0.8	(33.8)	372.3	(100.0)
Lợi nhuận tài chính	0.3	124.7	68.6	57.4	Tiền trong kỳ	1.5	22.9	40.8	(62.1)
Chi phí lãi vay	16.7	11.7	6.4	5.4	Tiền mặt đầu năm	5.1	6.6	29.5	70.3
Lợi nhuận trước thuế	(36.1)	93.5	98.7	65.1	Tiền mặt cuối năm	6.6	29.5	70.3	8.2
Thuế TNDN	0.1	10.7	7.7	14.3	<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>
Lợi nhuận sau thuế	(36.2)	82.9	91.1	50.8	<b>Cơ cấu vốn</b>				
<b>Cân Đối Kế Toán</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>	TS ngắn hạn/Tổng TS	34%	25%	41%	42%
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>170.4</b>	<b>141.6</b>	<b>442.3</b>	<b>492.8</b>	TS dài hạn/Tổng TS	66%	75%	59%	58%
Tiền và tương đương tiền	6.6	29.5	70.3	8.2	Tổng Nợ/Tổng TS	28%	18%	12%	12%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.9	2.8	13.3	2.8	Tổng Vốn/Tổng TS	72%	77%	84%	84%
Phải thu ngắn hạn	86.8	99.8	342.8	372.4	Chỉ số chi trả lãi vay	(1.2)	9.0	16.4	13.0
Hàng tồn kho	68.8	0.7	2.4	93.3	<b>Thanh Khoản</b>				
Tài sản ngắn hạn khác	5.3	8.8	13.5	16.2	Thanh khoản hiện thời	1.3	1.4	3.5	3.6
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>328.6</b>	<b>421.4</b>	<b>629.7</b>	<b>672.6</b>	Thanh khoản nhanh	0.8	1.4	3.5	2.9
Phải thu dài hạn	-	16.6	0.7	-	Vòng quay tiền mặt (ngày)	308.6	172.3	269.7	347.6
Tài sản cố định	202.2	163.5	180.9	208.3	Dòng tiền hoạt động/DT	0.0	0.1	(0.3)	(0.3)
Bất động sản đầu tư	119.6	91.2	91.2	78.8	Dòng tiền hoạt động/Lãi suất	0.4	1.2	(19.9)	(21.9)
Đầu tư tài chính dài hạn	-	85.0	259.7	259.7	Dòng tiền hoạt động/Nợ ngắn hạn	0.0	0.1	(1.0)	(0.9)
Tài sản dài hạn khác	6.7	65.0	97.2	125.9	Dòng tiền tự do	17.4	67.1	(325.6)	42.1
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>499.0</b>	<b>562.9</b>	<b>1,072.0</b>	<b>1,165.4</b>	<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>140.1</b>	<b>99.2</b>	<b>126.8</b>	<b>135.6</b>	Số ngày tồn kho	154.6	1.4	2.5	92.6
Nợ ngắn hạn	133.1	99.2	126.8	135.6	Số ngày thu tiền	185.7	192.5	312.6	350.6
Nợ dài hạn	7.0	-	-	-	Vòng quay TS ngắn hạn	1.0	1.3	0.9	0.8
Vốn chủ sở hữu	<b>358.9</b>	<b>433.9</b>	<b>900.4</b>	<b>975.3</b>	Vòng quay TS cố định	0.8	1.1	2.2	1.8
Vốn điều lệ	250.0	375.0	750.0	750.0	Vòng quay tổng TS	0.3	0.3	0.4	0.3
Quỹ khác	108.9	58.9	150.4	225.3	<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>499.0</b>	<b>562.9</b>	<b>1,072.0</b>	<b>1,165.4</b>	Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.8%	4.3%	11.7%	5.1%
<b>Chỉ số định giá đầu tư</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>	Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	-11.7%	-10.5%	9.2%	3.5%
P/S	1.3	1.5	1.3	1.7	Tỷ suất lợi nhuận ròng	-21.5%	44.4%	23.1%	13.3%
P/B	0.2	0.6	1.0	0.7	Thuế suất hiệu dụng	-0.2%	11.4%	7.8%	22.0%
P/CF (Hoạt động)	36.7	19.6	(3.9)	(5.5)	ROE	-9.6%	20.9%	13.7%	5.4%
PEG 1 (PE/Tăng trưởng DT)	n/a	n/a	0.4	0.5	ROA	-7.0%	15.6%	11.1%	4.5%
PEG 2 (PE/Tăng trưởng EPS)	n/a	n/a	#NUM!	2.8	<b>Phân tích DuPont (ROE = 1x2x3)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>
					Biên lợi nhuận ròng (1)	(0.2)	0.4	0.2	0.1
					Vòng quay Tổng TS (2)	0.3	0.3	0.4	0.3
					Đòn bẩy (3)	1.4	1.3	1.2	1.2

Nguồn: VHG và PHS dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Tăng tỷ trọng** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Trung lập** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Giảm tỷ trọng** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Không đánh giá** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

**Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)**

Tầng 4, 109 Tôn Dật Tiên, F.Tân Phú, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

**Điện thoại:** (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

**Website:** [www.phs.vn](http://www.phs.vn) | **E-mail:** [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)