

Ngành Nhựa

Báo cáo lần đầu

22 tháng 09, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **15.800**

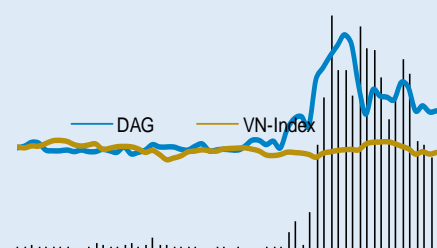
Giá thị trường (22/09/2015) **11.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **37%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	8.430-20.250
Vốn hóa (tỷ đồng)	459
SL cổ phiếu lưu hành	39.899.935
KLGD bình quân 10 ngày	339.661
% sở hữu nước ngoài	1,52%
Room nước ngoài	41%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 đồng
Beta	0,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DAG	38,2%	-8,1%	-31,5%	27,0%
VN-Index	3,6%	-1,4%	-2,4%	-2,9%

Chuyên viên phân tích

Dương Đức Hiếu

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Nhựa Đông Á

Mã giao dịch: DAG

Reuters: DAG.HM

Bloomberg: DAG VN

Lạc quan trong dài hạn sau khi nâng cao công suất

Kỳ vọng lớn từ sản phẩm chủ lực là thanh uPVC profile. DAG là nhà sản xuất thanh profile lớn nhất cả nước, với công suất thiết kế hiện tại đạt khoảng 12.000 tấn/năm và sản lượng tiêu thụ 2014 đạt trên 12.800 tấn/năm, chiếm khoảng 25% thị phần cả nước. Mới đây DAG đã hoàn thiện dự án mở rộng nhà máy, tăng công suất lên 25.000 tấn năm vào tháng 10/2015 và có thể mở rộng lên 50.000 tấn/năm vào năm 2016. Để đảm bảo đầu ra cho sản phẩm của nhà máy mới, DAG đã ký kết các hợp đồng phân phối từ nguồn công suất tăng thêm trị giá 209 tỷ, tương đương 50% công suất tăng thêm. Với việc nâng cao công suất, DAG sẽ trở thành nhà sản xuất thanh profile lớn nhất tại Việt Nam.

Dự báo KQKD 2015. Chúng tôi ước tính năm 2015 DAG có thể đạt 1248 tỷ VND doanh thu và 42 tỷ LNST, tăng lần lượt 13% và 42% so với cùng kỳ. Kết quả này đạt được hai yếu tố. Đầu tiên là việc cải thiện biên gộp do sản lượng tiêu thụ thanh profile – sản phẩm có biên lợi nhuận cao, tăng thêm khi dự án mở rộng nhà máy bắt đầu hoạt động từ tháng 10/2015. Ngoài ra chi phí lãi vay giảm công ty giảm phụ thuộc vào vốn vay khi các đợt tăng vốn năm 2015 diễn ra thành công.

Áp lực pha loãng cổ phiếu. Năm 2015, DAG đã tiến hành 2 đợt tăng vốn, đưa vốn điều lệ từ 137,5 tỷ lên 399 tỷ. Năm 2016, DAG tiếp tục tiến hành tăng vốn lên 500 tỷ. Cuối năm 2017, khoản trái phiếu chuyển đổi 53,5 tỷ của DAG sẽ đáo hạn và sẽ được chuyển thành cổ phiếu. EPS 2015 của DAG đạt xấp xỉ 1.565 đồng/cổ phần, giảm 27% so với cùng kỳ.

Khuyến nghị đầu tư. DAG là cổ phiếu đang có những chuyển biến về mặt cơ bản khá tích cực. Kết quả kinh doanh 2015 và các năm tới dự báo sẽ tăng trưởng rất khả quan. Tuy nhiên trong ngắn hạn cổ phiếu DAG đang chịu rủi ro pha loãng sau hoạt động phát hành thêm mạnh mẽ trong năm 2015. Với kết quả định giá đạt 15.800 đồng/cổ phần, cao hơn 37% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DAG với mục đích đầu tư dài hạn. Trong ngắn hạn, các nhà đầu tư được khuyến nghị nên chờ cơ hội tích lũy cổ phiếu DAG ở mức giá thấp.

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015F	3Q2014	3Q2015
Doanh thu (tỷ đồng)	1.000.976	1.107.965	1.247.593	277.911	295.093
EBITDA (tỷ đồng)	78.497	78.577	96.337	19.425	23.178
EBIT (tỷ đồng)	63.890	63.818	74.117	15.736	17.623
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	26.765	29.565	41.974	7.893	10.089
EPS (đồng/cổ phần)	1.947	2.150	1.565	574	376
P/E (x)	5,91	5,35	7,35	5,35	7,35
P/B (x)	0,89	0,83	1,02	0,83	1,02
ROA (%)	4,0%	4,0%	4,6%	4,0%	4,6%
ROE (%)	15,2%	16,1%	13,1%	16,1%	13,1%

Báo cáo cập lần đầu
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	1,52%
Sở hữu khác	98,48%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu	893	1.001	1.108	1.248	1.475
Giá vốn	792	906	1.016	1.141	1.316
Lợi nhuận gộp	102	95	92	106	159
Doanh thu tài chính	0	0	0	0	0
Chi phí tài chính	42	34	31	27	29
Lợi nhuận sau thuế	24	27	30	42	82

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	35	15	6	101	164
Các khoản phải thu ngắn hạn	171	155	158	188	236
Hàng tồn kho	249	334	401	452	538
Tài sản cố định hữu hình	158	170	181	255	270
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	14	14	12	14	16
Tổng tài sản	634	695	794	1.049	1.270
Nợ ngắn hạn	369	435	534	538	645
Nợ dài hạn	91	83	71	60	60
Vốn chủ sở hữu	174	178	190	451	565
Tổng nguồn vốn	634	695	794	1.049	1.270

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F	2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	49%	12%	10,7%	13%	18%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	65%	12%	10,5%	42%	95%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	11%	10%	8%	9%	11%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3%	3%	3%	3%	6%
ROA (%)	4%	4%	4%	5%	7%
ROE (%)	15%	15%	16%	13%	16%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	49%	53%	48%	32%	30%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	179%	206%	201%	74%	68%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.738	1.947	2.150	1.565	1.817
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.655	12.919	13.791	11.297	11.308

Sơ lược về công ty

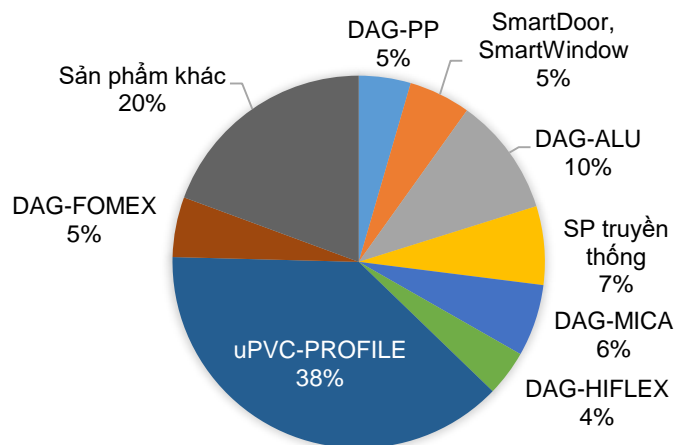
Thành lập năm 2001, trải qua 15 năm phát triển, Nhựa Đông Á đã trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu tại miền Bắc về các sản phẩm nhựa xây dựng. Nhiều sản phẩm của DAG đã chiếm lĩnh được thị trường trong nước như: 30-35% thị phần các sản phẩm tấm ốp, tấm mica, cửa nhựa,...; 25% thị phần thanh profile và đứng thứ 2 về thị phần cửa nhựa uPVC.

Cơ cấu sản phẩm

DAG hiện có 2 dòng sản phẩm chính:

- **Nhựa xây dựng (thanh profile, cửa uPVC, tấm nhôm, tấm ốp trần,...):** Trong đó, thanh profile hiện là sản phẩm chủ lực của DAG, chiếm 38% doanh thu. DAG chủ yếu cung cấp thanh profile cho các doanh nghiệp lắp ráp cửa nhựa ở Việt Nam và nhà máy Smartwindow của DAG tại Hà Nội. Nhờ lợi thế về công nghệ và quy mô, DAG sẽ tiếp tục đẩy mạnh sản xuất thanh profile trong thời gian tới và định hướng trở thành nhà cung cấp nguyên liệu profile số 1 cả nước. Trong khi đó sẽ giảm tỷ trọng cửa nhựa Smartdoor, Smartwindow do thị trường đã bắt đầu bão hòa.
- **Nhựa vật liệu quảng cáo: tấm mica, tấm PP, PS, tấm fomex,...**

Cơ cấu sản phẩm của DAG



Thông tin các sản phẩm chính của Nhựa Đông Á

Sản phẩm	Công suất	Sản lượng tiêu thụ 2014	Thị phần	Đối thủ cạnh tranh	Tiềm năng phát triển
Thanh profile uPVC	12.000 tấn/ năm, nâng lên 25.000 tấn vào tháng 10/2015	12.877 tấn	21-25%	Hàng nhập khẩu Trung Quốc	Cao
Tấm nhôm composite	2 triệu m ² /năm	1,42 triệu m ²	7-9%	Alcorest, hàng Trung Quốc	Trung bình
Tấm mica	2.000 tấn/năm	1.237 tấn	12-14%	Nhựa Rạng Đông, hàng Trung Quốc	Cao
Tấm PP	2.000 tấn/năm	877 tấn	8-10%	Nhựa Rạng Đông, hàng Trung Quốc	Trung bình

SmartDoor, SmartWindow	200.000 m ² /năm	32.302 m ²	Top 2	Eurowindow, Ausdoor	Thấp
Bạt Hiflex	10 triệu m ² /năm	4,4 triệu m ² /năm	18%	Nhựa Huệ Linh, hàng Trung Quốc	Trung bình
Nhựa truyền thống: tấm ốp trần, nẹp, trần thả...	3000 tấn/năm	2.523 tấn	30-35%	Hàng Trung Quốc, hàng gia công nội địa	Thấp
Tấm Fomex	Nhập khẩu	1.604 tấn	12%	Hàng nhập khẩu	Cao

Nguồn: DAG, BVSC tổng hợp

Làm chủ từ khâu sản xuất, kết hợp phân phối và bán hàng với thương hiệu riêng

Tiền thân là một doanh nghiệp thương mại phân phối nhựa. Với mỗi dòng sản phẩm, DAG đều bắt đầu từ hoạt động nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc, Đài Loan và một số nước trong khu vực, sau đó phân phối lại tại Việt Nam. Điểm khác biệt và giúp DAG vượt lên trên nhiều đối thủ cạnh tranh là công ty luôn xây dựng và đăng ký sở hữu các thương hiệu riêng cho từng sản phẩm. Sau đó, khi nhu cầu thị trường được xác lập, thương hiệu sản phẩm đã tạo được chỗ đứng, cùng với các hiểu biết về đặc tính sản phẩm sau một thời gian phân phối, DAG sẽ tiến hành đầu tư máy móc sản xuất.

Các sản phẩm tiêu biểu theo chiến lược này có thể kể đến như thanh profile thương hiệu Sea Profile và Shide Profile, với thị phần lên tới 21-25% cả nước và là thương hiệu trong nước số 1 hiện nay; thương hiệu tấm nhôm DAG-ALU chiếm thị phần 7-9% cả nước, tấm mica DAG-Mica chiếm 12-14% thị phần.

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược kinh doanh này của DAG, đây là chiến lược giúp phát triển thương hiệu sản phẩm, xây dựng thị trường đồng thời giảm thiểu rủi ro khi đầu tư tài sản cố định.

Phân phối với
thương hiệu riêng



Tạo lập thị trường



Đầu tư sản xuất

Tiếp tục đầu tư tăng công suất đối với sản phẩm chủ lực thanh profile

Từ đầu năm 2015, DAG đã tiến hành 2 đợt tăng vốn, tăng vốn điều lệ từ mức 137,5 tỷ lên 399 tỷ, số tiền thu được từ tăng vốn công ty dự kiến đầu tư 126 tỷ để nâng cao năng lực sản xuất. Thanh profile là sản phẩm chủ lực và được đầu tư khoảng 50 tỷ. Tấm fomex, mica, PP, nhôm composite là các sản phẩm cũng sẽ được công ty chú trọng nâng cao công suất. Sau khi đầu tư, tổng công suất profile của DAG dự kiến sẽ tăng lên 25.000 tấn/năm vào cuối 2015 và 50.000 tấn/năm vào 2016. Kỳ vọng sẽ giúp DAG trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về sản xuất thanh profile của thị trường trong nước.

Kế hoạch sử dụng vốn từ 2 đợt phát hành của DAG		
Số tiền thu từ chào bán	Mục đích sử dụng	Giá trị
Đợt 1: 49,93 tỷ	Bổ sung vốn lưu động	9,93 tỷ
	Hoàn thiện mở rộng nhà máy sản xuất profile	25 tỷ
	Đầu tư máy móc sản xuất profile	15 tỷ
Đợt 2: 190 tỷ	Bổ sung vốn lưu động cho tập đoàn và công ty con	104 tỷ
	1 Dây chuyền sản xuất PP	10 tỷ
	1 máy sản xuất tấm nhôm composite	10 tỷ
	1 máy sản xuất mica	10 tỷ
	2 máy sản xuất fomex	20 tỷ
	5 máy sản xuất profile	10 tỷ
	Máy móc khác	26 tỷ

Nguồn: DAG

Khả năng cạnh tranh tốt với hàng Trung Quốc

Hoạt động phá giá đồng Nhân dân tệ thời gian gần đây đã giúp tăng sức cạnh tranh cho hàng hóa Trung Quốc, trong đó có các sản phẩm nhựa. Bên cạnh đó, theo hiệp định thương mại ACFTA, thuế nhập khẩu các sản phẩm nhựa từ Trung Quốc đã giảm về 0% từ đầu năm 2015. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng các sản phẩm nhựa của DAG vẫn đủ sức đánh bại hàng Trung Quốc ở thị trường trong nước nhờ các yếu tố sau:

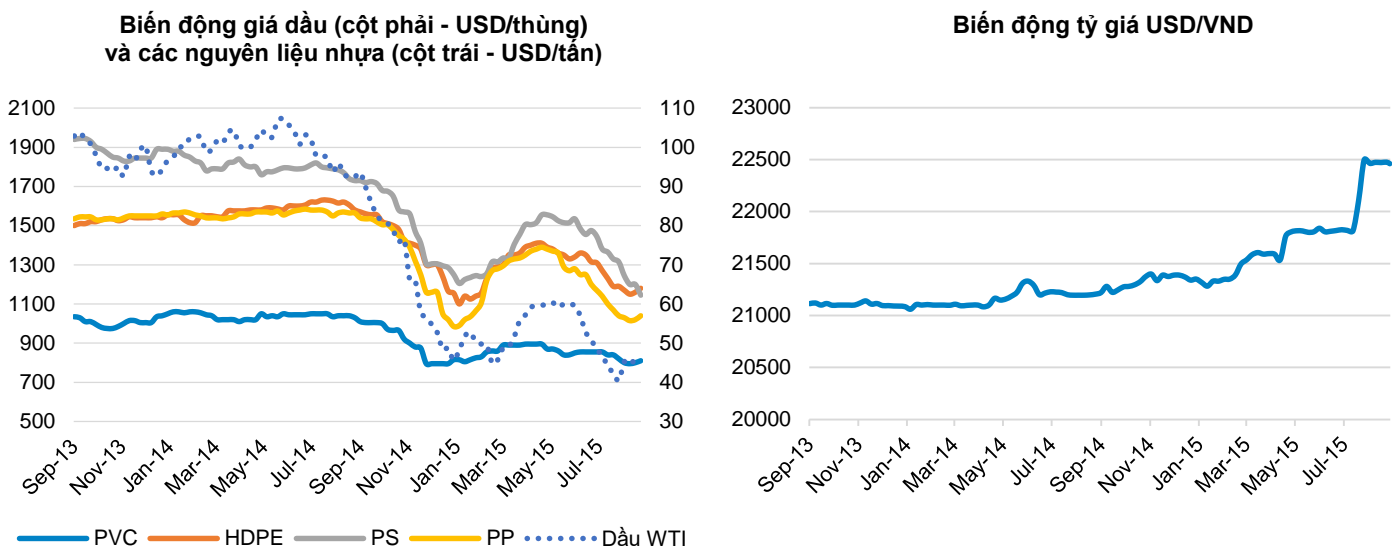
- **Chi phí vận chuyển:** Theo ước tính chi phí vận chuyển đường bộ từ Trung Quốc về Hà Nội chiếm khoảng 4-5% giá thành các sản phẩm nhựa. Chi phí vận chuyển từ miền Bắc vào Nam cũng chiếm khoảng 2% giá thành. Trong khi đó nhà máy của DAG được đặt tại Hà Nam, Hà Nội, đảm bảo cung ứng sản phẩm cho các đô thị lớn phía Bắc với chi phí vận chuyển thấp. Ngoài ra tại Tp.HCM, DAG cũng có tổng kho tại khu công nghiệp Tân Tạo, đáp ứng nhu cầu các tỉnh phía Nam.
- **Chính sách dành cho đại lý:** Đại lý phân phối đóng một vai trò rất quan trọng trong việc kinh doanh các mặt hàng phục vụ xây dựng như thép, nhựa. Các doanh nghiệp nước ngoài do vậy thường tương đối khó trong việc thâm nhập thị trường trong nước. Bằng chứng là phần lớn thị phần các sản phẩm thép, cửa nhựa, ống nước, tấm nhựa,... đều thuộc về các doanh nghiệp nội. Trải qua 15 năm hoạt động, DAG đã tạo được mối quan hệ chặt chẽ với hệ thống đại lý. Cùng với đó là các lợi thế về hệ thống kho bãi, vận tải giúp DAG có thể đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ đại lý nhằm cạnh tranh với hàng Trung Quốc như: có thể cung cấp các đơn hàng nhỏ, thời gian cung cấp nhanh hơn, chính sách thanh toán linh hoạt,...

Tiếp tục hưởng lợi khi giá nguyên liệu đầu vào ở mức thấp

Nguyên liệu đầu vào của DAG chủ yếu là bột nhựa chính như PVC, HDPE. Chi phí bột nhựa hiện chiếm khoảng 50% giá vốn của DAG.

Tại thời điểm đầu tháng 9/2015, các nguyên liệu bột nhựa đã giảm giá trên 20% so với cùng kỳ 2014. Tuy nhiên, do DAG phải nhập khẩu 100% bột nhựa nên ảnh hưởng của tỷ giá USD cũng một phần ảnh hưởng tới DAG nhưng xét về tổng thể thì mức độ tăng tỷ giá không bằng mức giảm giá nguyên vật liệu.

Giá nguyên liệu nhựa biến động tương đối sát với giá dầu. Dựa trên các dự báo về triển vọng kém khả quan của giá dầu, BVSC cho rằng giá các loại bột nhựa vẫn tiếp tục giữ ở mức thấp trong thời gian tới. Các doanh nghiệp nhựa nói chung và DAG nói riêng sẽ tiếp tục hưởng lợi nhờ chi phí đầu vào thấp.



Nguồn: Bloomberg

Nhu cầu đối với các sản phẩm của DAG dự báo tiếp tục tăng trưởng khả quan

Kỳ vọng từ sản phẩm thanh profile. Cửa nhựa uPVC ngày càng được ưa chuộng trên thị trường Việt Nam nhờ các đặc tính vượt trội so với cửa gỗ như nhẹ, cách âm, cách nhiệt, chống cong vênh, phù hợp với thời tiết nóng ẩm, giá thành cạnh tranh.

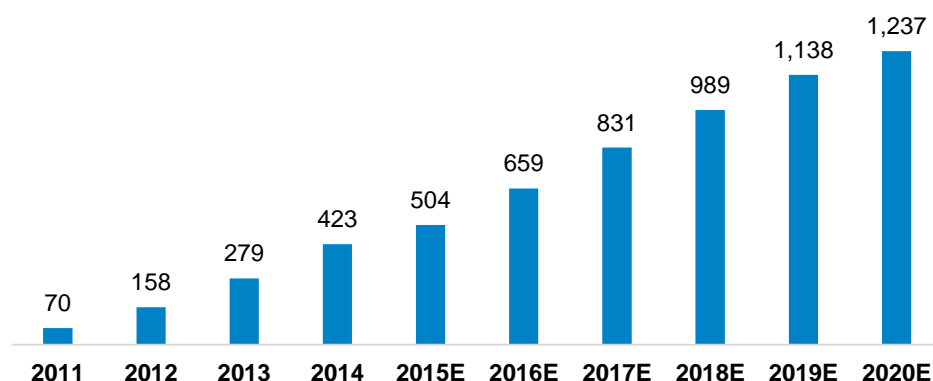
Thanh uPVC profile là nguyên liệu chính để sản xuất cửa nhựa lõi thép uPVC (chiếm 40% chi phí sản xuất cửa). Tại thị trường Việt Nam, bên cạnh các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc, DAG hiện là nhà sản xuất trong nước lớn nhất đang cung cấp mặt hàng này với các thương hiệu Sea Profile và Shide Profile. Đây cũng là sản phẩm chủ lực của Nhựa Đông Á, chiếm tới 38% doanh thu toàn Tập đoàn.

Công suất sản xuất thanh profile hiện tại của DAG đạt khoảng 12.000 tấn/năm. Công ty hiện đang chạy hết công suất, sản lượng tiêu thụ năm 2014 đạt 12.800 tấn, cung cấp 50% nhu cầu profile cho thị trường phía Bắc và khoảng 21-25% thị phần cả nước

Công ty chuẩn bị hoàn thành việc mở rộng nhà xưởng, nâng công suất hiện tại lên 25.000 tấn profile/năm vào tháng 10/2015. Quá trình mở rộng nhà máy sẽ hoàn thành vào năm 2016, có thể đáp ứng tổng công suất lên tới 50.000 tấn/năm. Việc nâng công suất sản xuất hứa hẹn sẽ giúp cho DAG chiếm lĩnh phần lớn thị phần profile trong nước.

Vào tháng 6/2015, DAG cũng đã ký kết hợp đồng phân phối dài hạn sản phẩm profile từ dự án đầu tư mở rộng. Trị giá hợp đồng đạt 209 tỷ, tương đương 25% công suất sau khi mở rộng.

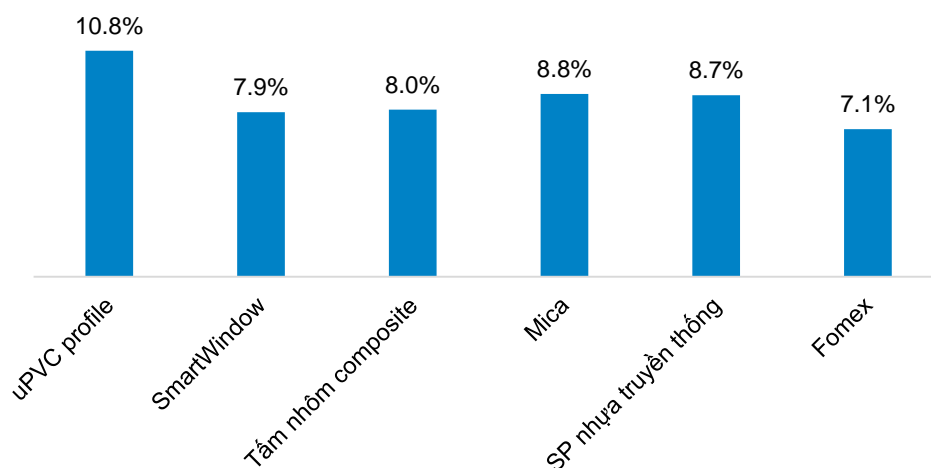
Dự phóng doanh thu uPVC profile (tỷ đồng)



Nguồn: BVSC ước tính

Xét về hiệu quả kinh tế, uPVC profile là sản phẩm có biên lợi nhuận khá cao trong các sản phẩm nhựa, việc đẩy mạnh phát triển sản phẩm này sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của DAG trong các năm tới.

Biên lợi nhuận gộp theo dòng sản phẩm 2014

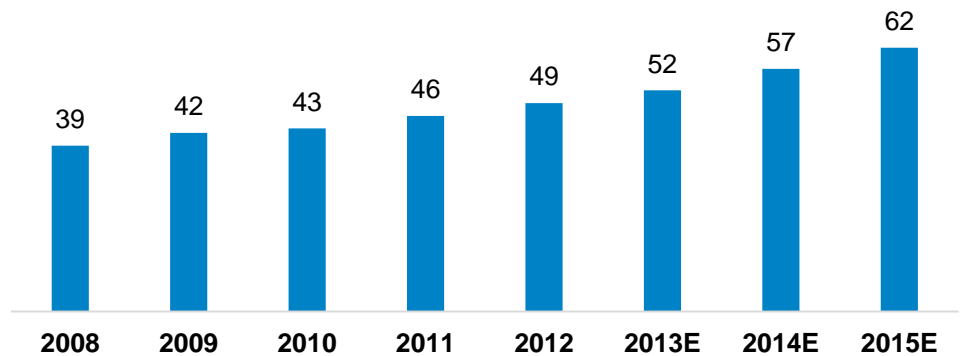


Nguồn: DAG

Dòng sản phẩm nhựa cho vật liệu quảng cáo sẽ hưởng lợi nhờ chi tiêu cho quảng cáo tiếp tục tăng trưởng. Cùng với đà hồi phục của nền kinh tế Việt Nam, các doanh nghiệp cũng đã và đang bắt đầu đẩy mạnh chi tiêu cho hoạt động quảng cáo, trong đó có quảng cáo ngoài trời. Đây là hoạt động quảng cáo có mức độ tăng trưởng không quá đột biến nhưng khá ổn định bất chấp biến động của nền kinh tế, do đối tượng sử dụng hầu hết là các doanh nghiệp lớn đầu ngành và mức độ tác động tới người tiêu dùng tốt hơn so với nhiều kênh quảng cáo khác.

DAG hiện đang cung cấp các sản phẩm nhựa vật liệu quảng cáo khá đa dạng như tấm mica, fomex, tấm PP, bạt Hiflex,... với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng đều đặn hàng năm.

Chi tiêu cho quảng cáo ngoài trời tại Việt Nam (triệu USD)



Nguồn: Statista

Tiềm năng từ các sản phẩm khác

Từ nhiều năm nay, DAG đã xây dựng được hệ thống R&D khá hoàn thiện, nhằm nghiên cứu sản xuất các sản phẩm nhựa với nhiều đặc tính vượt trội, hứa hẹn sẽ đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của công ty trong các năm tới.

- **Tấm nhôm composite DAG - ALU:** đây là loại vật liệu có nhiều đặc tính như cách âm cách nhiệt, chống cháy chống ăn mòn và ngày càng được sử dụng rộng rãi để ốp bề mặt, trang trí, làm biển quảng cáo tại các cao ốc, văn phòng, cửa hàng.

Hiện DAG đang có 2 dây chuyền sản xuất tấm nhôm với công suất 2 triệu m²/năm, sản lượng 2014 đạt hơn 1,4 triệu m², chiếm gần 10% thị phần cả nước.

Doanh thu từ DAG - ALU tăng trưởng trên 30%/năm và vẫn còn nhiều tiềm năng để phát triển trong các năm tới. Dự báo tấm nhôm composite vẫn tiếp tục là sản phẩm chính sau thanh profile của DAG.

- **Tấm mica PS:** đây là vật liệu được đặc biệt ưa thích trong ngành quảng cáo, trang trí nội thất. Công suất sản xuất của DAG hiện đạt 2.000 tấn/năm, sản lượng tiêu thụ đạt 1.237 tấn. DAG hiện chiếm 12-14% thị phần sản phẩm này.

Đây là sản phẩm có doanh thu tăng trưởng cao nhất giai đoạn 2011-2014 của DAG, trung bình 47%/năm. DAG MICA cũng là sản phẩm có biên lợi nhuận cao thứ 2 sau thanh profile. Chúng tôi đánh giá doanh thu từ tấm mica có thể tăng trưởng với tốc độ 20% trong nhiều năm tới.

- **Tấm fomex:** Fomex là vật liệu tấm nhựa dùng để thay thế vật liệu gỗ ép mdf. Sản phẩm có nhiều đặc tính vượt trội so với gỗ như trong lượng nhẹ, chống thấm nước, cách âm cách nhiệt tốt, tuổi thọ cao.

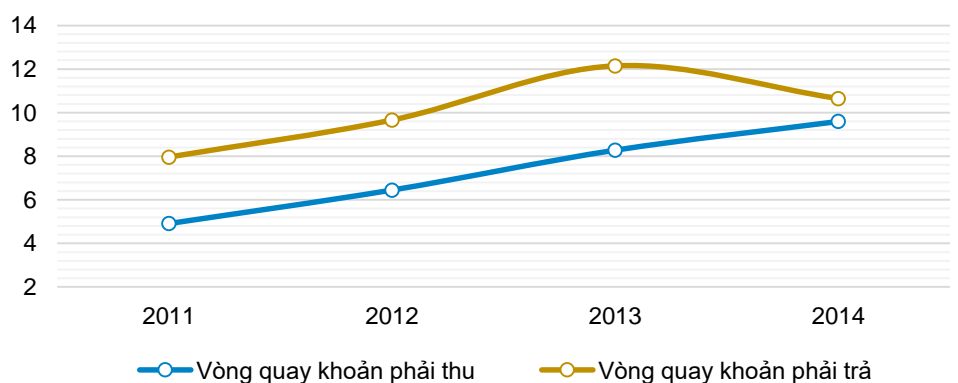
DAG đã tiến hành nhập khẩu và phân phối tấm fomex trong nhiều năm qua, với doanh số tăng trưởng trung bình gần 40%/năm, năm 2014 đạt 58 tỷ. Sau khi đã tạo lập được thị trường tiêu thụ, sang năm 2016, công ty dự kiến sẽ đầu tư dây chuyền sản xuất tấm fomex nhằm giúp công ty chủ động nguồn cung cũng như cải thiện biên lợi nhuận từ khoảng 7% với hàng thương mại lên 9,5% với hàng tự sản xuất.

Việc tăng vốn sẽ giúp cho DAG tốt hơn trên cả góc độ tăng quy mô lẫn hiệu quả về mặt tài chính

Với nhu cầu đầu tư mở rộng công suất nhà máy và giảm phụ thuộc vào vốn vay, DAG đã tiến hành tăng vốn mạnh mẽ từ 137 tỷ lên 399 tỷ trong năm 2015. DAG cũng đang hoàn thiện việc mở rộng nhà máy tại Hà Nam. Ngoài việc giúp tăng quy mô để chiếm lĩnh thị trường trong nước, chúng tôi đánh giá việc tăng vốn cũng sẽ giúp cho hoạt động của DAG được cải thiện tốt hơn về mặt dòng tiền, tiết giảm chi phí lãi vay.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh cải thiện. Dòng tiền hoạt động kinh doanh các năm qua của DAG thường bị âm do nhiều yếu tố: tốc độ tăng trưởng doanh thu tăng nhanh nên giá trị các khoản phải thu chiếm dụng tiền tăng; chiến lược chiếm lĩnh mở rộng thị trường nên tăng thời gian bán hàng trả chậm dẫn tới phải dùng vốn vay để tài trợ nhu cầu vốn lưu động; hoạt động nhập khẩu và phân phối chiếm tỷ trọng cao làm gia tăng vòng quay phải trả.

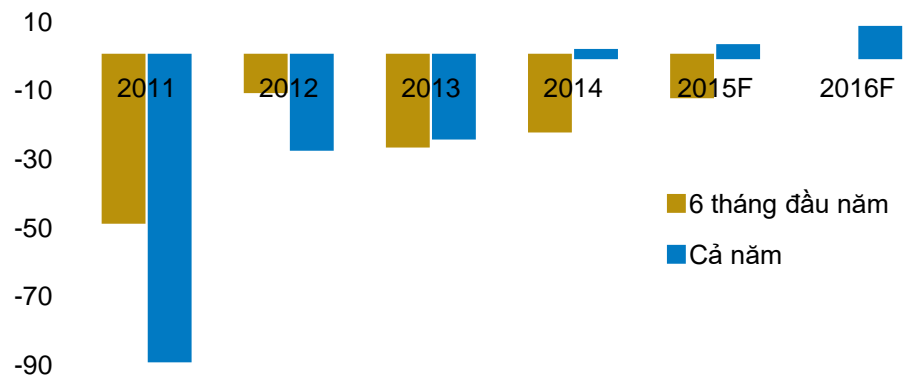
Vòng quay khoản phải thu & phải trả của DAG



Việc đẩy mạnh tăng vốn và đầu tư tăng tỷ trọng sản phẩm tự sản xuất kỳ vọng sẽ giúp DAG tiết giảm dòng tiền trả lãi cũng như quản lý tốt hơn các khoản phải thu, phải trả thông qua việc giảm phụ thuộc vào thành phẩm nhập khẩu. Trên

thực tế dòng tiền âm từ hoạt động kinh doanh nửa đầu năm 2015 đã giảm 50% so với cùng kỳ. Đây là tín hiệu tốt đối với hoạt động của DAG. BVSC dự báo DAG sẽ ghi nhận dòng tiền dương tăng trưởng từ hoạt động sản xuất kinh doanh từ năm 2015.

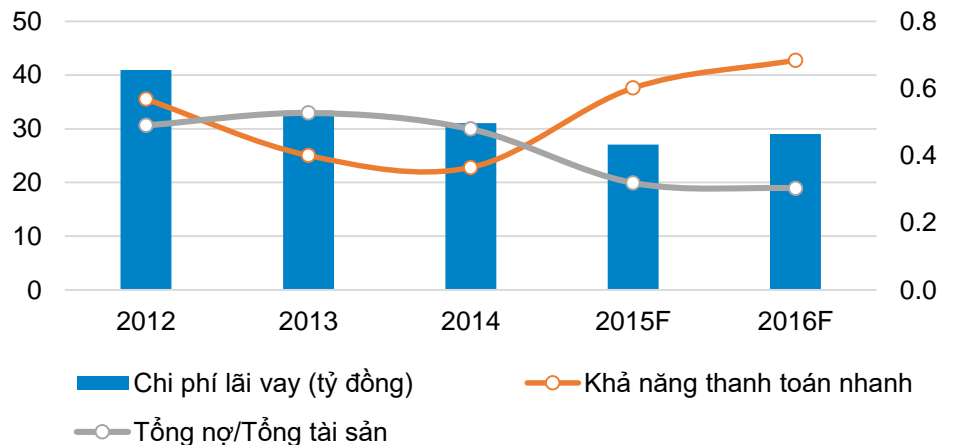
Dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh của DAG



Nguồn: BVSC tổng hợp

Tiết giảm chi phí lãi vay, nâng cao sức khỏe tài chính. Nguồn vốn phát hành thêm năm 2015 giúp bổ sung trên 110 tỷ vốn lưu động cho DAG, tiết giảm khoảng 10 tỷ lãi vay/năm đồng thời giảm bớt phụ thuộc vào vốn vay. BVSC dự báo khả năng thanh khoản cũng như sức khỏe tài chính của DAG sẽ cải thiện đáng kể từ năm 2015.

Sức khỏe tài chính của DAG



(nguồn: BVSC tổng hợp)

Rủi ro pha loãng cổ phiếu là khá lớn

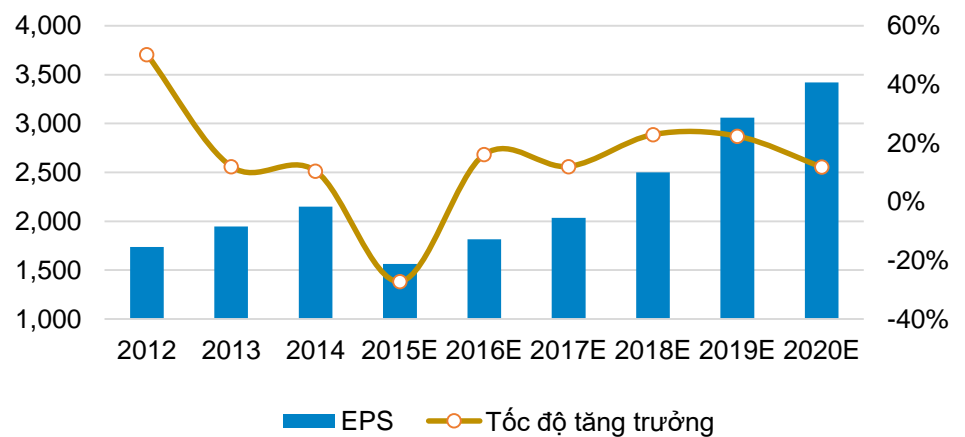
Từ đầu năm 2015, DAG đã tiến hành 2 đợt tăng vốn, tăng vốn điều lệ từ mức 137,5 tỷ lên 399 tỷ. Theo kế hoạch thì năm 2016 DAG tiếp tục tiến hành một đợt tăng vốn nhẹ, đưa vốn điều lệ lên 500 tỷ theo chiến lược đề ra.

Ngoài ra, khoản trái phiếu chuyển đổi trị giá 53,5 tỷ cũng dự kiến đáo hạn cuối năm 2015 đã được gia hạn thêm 2 năm và sẽ chuyển đổi thành cổ phiếu vào tháng 12/2017.

Do việc tăng vốn điều lệ chưa thể giúp KQKD tăng trưởng tương ứng ngay lập tức, áp lực pha loãng EPS trong năm 2015 của DAG là khá lớn. Dự báo EPS 2015 của công ty giảm 27% yoy.

Chúng tôi đánh giá ảnh hưởng pha loãng cổ phiếu sẽ giảm trong năm 2016 và kết thúc vào năm 2017 khi các dây chuyền mở rộng của DAG hoạt động hết công suất và mang lại hiệu quả, đưa EPS lên trên mức 2.000 đồng/cổ phần.

Dự báo EPS của DAG



(nguồn: BVSC tổng hợp)

Triển vọng KQKD 2015

Kết thúc nửa đầu năm 2015, DAG đạt 620 tỷ doanh thu (+18%yoy) và 20 tỷ LNST (+43%yoy). Việc đưa vào khai thác dây chuyền sản xuất thanh profile từ quý 4/2015 dự kiến sẽ giúp DAG nâng cao sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi ước tính DAG có thể tiêu thụ khoảng 16.000 tấn uPVC profile trong năm 2015, tăng 17% yoy. Giá bán ước tính giảm khoảng 5% so với 2014, trung bình đạt 31.500 đồng/kg. Một số sản phẩm khác cũng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2015 là tấm mica, tấm fomex.

Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của DAG

Chỉ tiêu	2014	2015F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.108	1.248	13%
Thanh profile: sản lượng 16.000 tấn, giá bán 31,5 triệu đồng/tấn, doanh thu đạt 504 tỷ.			
Tấm nhôm composite: sản lượng 500.000 tấm, giá bán 240.000 tấm. Doanh thu đạt 120 tỷ			
Tấm mica: doanh thu đạt 80 tỷ từ các hợp đồng phân phối đã kí kết			
Các sản phẩm khác có mức tăng trưởng trung bình khoảng 5%yoy			
Giá vốn	1.016	1.141	12%

Báo cáo cập lần đầu

Lợi nhuận gộp	92	106	16%	
Doanh thu tài chính	0.2	0.2		
Chi phí tài chính	31	27	-13%	Chi phí tài chính giảm do dư nợ vay giảm trong năm 2015
Chi phí bán hàng	11	12	13%	
Chi phí QLDN	19	21	11%	
Lợi nhuận trước thuế	33	47	44%	
Lợi nhuận sau thuế	30	42	42%	
EPS	2.150	1.565	-27%	EPS giảm do số lượng cổ phiếu lưu hành tăng mạnh sau tăng vốn

Khuyến nghị đầu tư

DAG là cổ phiếu đang có những chuyển biến về mặt cơ bản khá tích cực. Kết quả kinh doanh 2015 và các năm tới dự báo sẽ tăng trưởng rất khả quan. Tuy nhiên trong ngắn hạn cổ phiếu DAG đang chịu rủi ro pha loãng sau hoạt động phát hành thêm mạnh mẽ trong năm 2015. Với kết quả định giá đạt 15.800 đồng/cổ phần, cao hơn 37% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DAG với mục đích đầu tư dài hạn. Trong ngắn hạn, các nhà đầu tư được khuyến nghị nên chờ cơ hội tích lũy cổ phiếu DAG ở mức giá thấp.

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 5 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

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

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

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