Công ty cổ phần Cáp Nhựa Vĩnh Khánh (VKC - HNX)

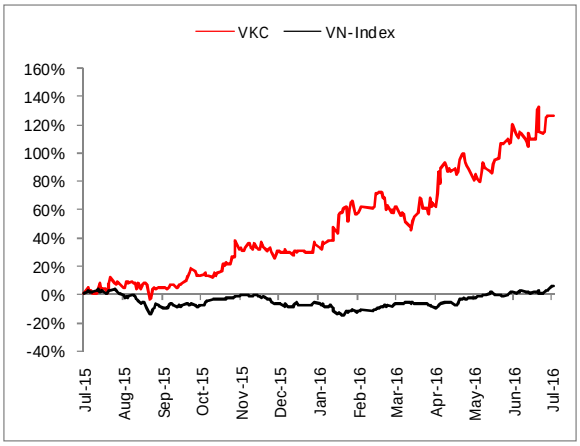
Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	17,900
Giá mục tiêu (VND)	23,300
Tiềm năng tăng/giảm (%)	30.2
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	67.3
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	126.6
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	121.0
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	232.7
SL CP lưu hành (triệu cp)	13.0
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	8.4
P/E Forward (x)	8.8
P/B (x)	1.3
P/E VN-Index (x)	14.5

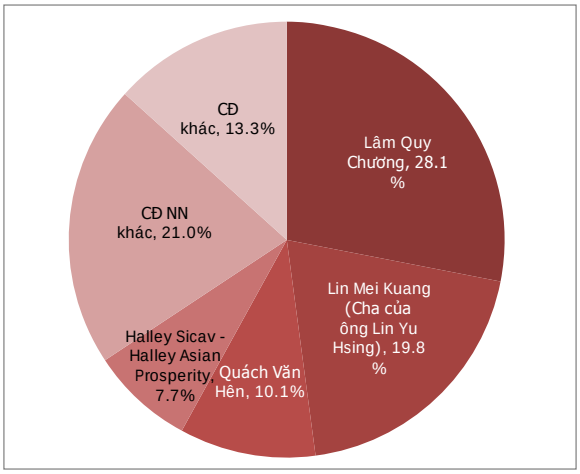
Nguồn: VKC, MSI

Tăng trưởng cổ phiếu (1 năm)



Nguồn: FiinPro, MSI

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 07/2016)



Nguồn: VKC, MSI

Chuyên viên Phân tích
Trần Minh Đức - ductm1@msi.com.vn

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

CTCP Cáp nhựa Vĩnh Khánh thành lập vào năm 1993, tiền thân là Xí nghiệp Tự Doanh Cao Su Nhựa Vĩnh Khánh. Trải qua 23 năm xây dựng và phát triển, từ một xí nghiệp nhỏ sản xuất ống nhựa công suất trung bình 2.000 tấn/năm, đến nay VKC đã mở rộng quy mô và thay đổi cơ cấu ngành nghề kinh doanh hợp lý. Theo đó Công ty tiếp tục xác định chiến lược kinh doanh là phát triển theo mô hình Công ty tập trung vào 2 lĩnh vực chính (1) thương mại - phân phối săm lốp, (2) sản xuất cáp viễn thông, sản phẩm và nguyên vật liệu nhựa nhằm phục vụ cho dây chuyền sản xuất cáp viễn thông.

Trong mảng thương mại, VKC đang là nhà phân phối độc quyền trên toàn quốc vỏ lốp xe Maxxis của hãng sản xuất lốp xe Chengshin lớn thứ 8 trên thế giới. Sản phẩm lốp Maxxis đang được VKC phân phối chủ yếu tại thị trường miền Trung và miền Nam với các chủng loại chính như: vỏ xe du lịch sản xuất tại Thái Lan, vỏ và ruột xe tải và xe gắn máy sản xuất tại Việt Nam.

Đối với mảng sản xuất, VKC chuyên sản xuất và cung cấp sản phẩm dây cáp mạng LAN, cáp viễn thông, cáp đồng và cáp quang. VKC đang chiếm thị phần lớn trong mảng cáp quang tại Việt Nam và là nhà phân phối cáp quang chính cho ba nhà mạng lớn là FPT (100% tổng nhu cầu), VNPT (70% tổng nhu cầu) và Viettel (5% tổng nhu cầu). Mỗi tháng VKC cung cấp cho 3 nhà mạng này khoảng 20.000 km cáp quang. Bên cạnh đó, VKC cũng sản xuất và cung cấp vỏ bọc dây cáp đồng, cáp quang với tính năng vượt trội như chống cháy, độ bền cao, chống kéo dãn và đứt gãy tốt....

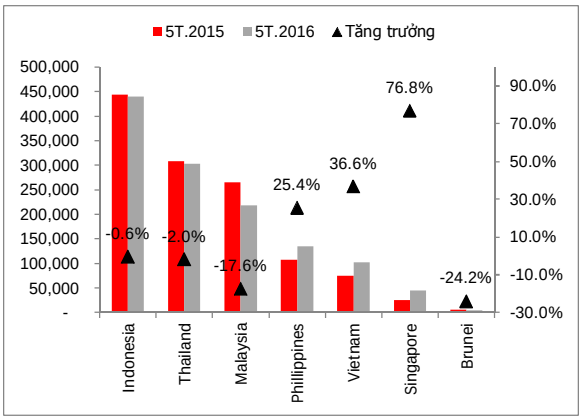
Năng lực sản xuất

Công ty hiện đang sở hữu 30 chuyền máy sản xuất cáp, với công suất hiện tại trong 1 tháng của nhà máy cáp là 21.000km dây viễn thông, 10.000km dây mạng LAN. Công ty dự kiến sẽ nhập về 10 dây chuyền sản xuất cáp quang lỏng với giá bán cao hơn gấp 20 lần hiện tại, với công suất khoảng 900 km cáp/tháng. Biên lợi nhuận của mảng cáp quang này khá cao, đạt khoảng 30%. VKC cho biết, Công ty đang đầu tư thêm hơn 10 chuyền máy để phục vụ nhu cầu khách hàng. Công suất dự kiến trong năm 2016 là 600.000 km dây viễn thông, 12.000 km dây mạng LAN. Ngoài ra, Công ty cũng đang có kế hoạch đầu tư nâng cấp dây chuyền sản xuất hạt PVC và PE, công suất dự kiến sau khi nâng cấp là 500 tấn nhựa/tháng.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

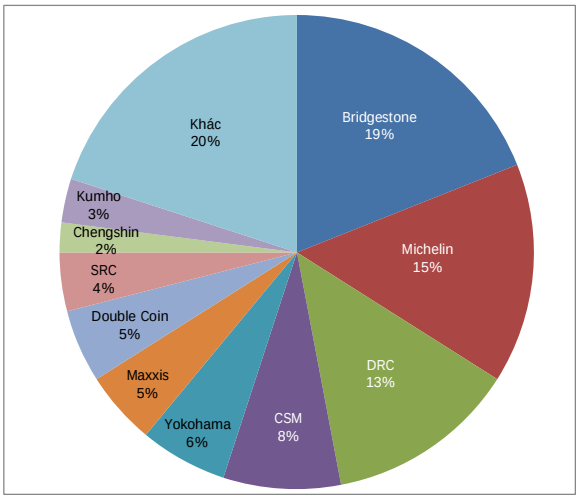
Tính trên lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại 13 triệu cổ phiếu, VKC có 3 cổ đông cá nhân lớn nhất lần lượt là ông Lâm Quy Chương với 28,1% cổ phần, ông Lin Mei Kuang - cha của ông Lin Yu Hsing (Thành viên HĐQT VKC) nắm giữ 19,8% cổ phần, và ông Quách Văn Hên giữ 10,1% cổ phần. Cổ đông ngoại lớn nhất của VKC - Halley Sicav - Halley Asian Prosperity đang nắm giữ 7,7% cổ phần. Các nhà đầu tư nước ngoài khác đang sở hữu 21% cổ phần của VKC. 13,3% cổ phần còn lại do các cổ đông khác nắm giữ.

Doanh số bán xe của các nước thành viên AAF



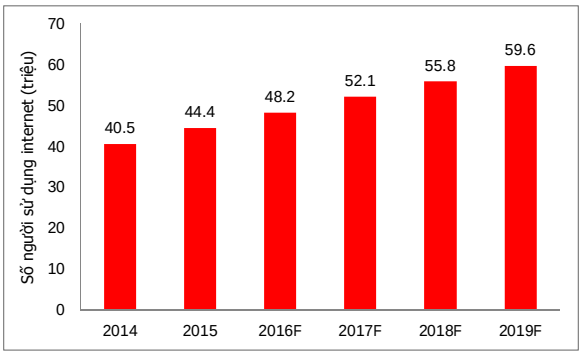
Nguồn: AAF, MSI

Cơ cấu thị trường lốp xe tải tại Việt Nam



Nguồn: VAMA và MSI

Số người sử dụng Internet tại Việt Nam 2014-2019F (triệu người)



Nguồn: eMarketer, AP và MSI

TRIỂN VỌNG MẢNG PHÂN PHỐI SĂM LỐP XE

Năm 2015 ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành ô tô với lượng xe ô tô được tiêu thụ là 244.914 xe, 55,2% cao hơn so với con số 157.809 xe của năm 2014 (theo VAMA). Trong 5 tháng đầu năm 2016, lượng xe ô tô tiêu thụ của toàn thị trường đạt 111.438 xe, tăng 31,4% so với cùng kỳ năm trước. Đặc biệt, thị trường ô tô được dự báo tiếp tục tăng trưởng khi các nhà sản xuất đều dự kiến sản lượng trong năm 2016 sẽ tăng khoảng 10% so với năm 2015. Những thông tin này đã có tác động tích cực đến hoạt động kinh doanh xe ô tô tại Việt Nam.

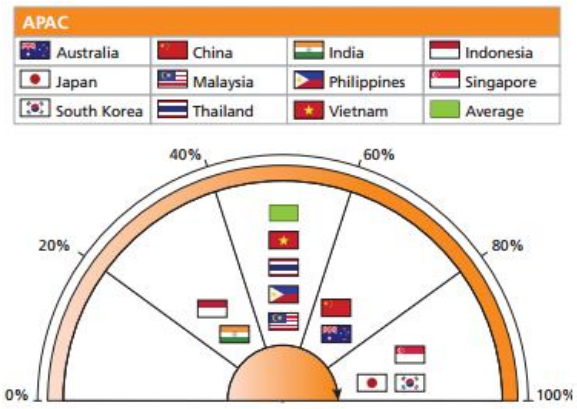
Thị trường ô tô Việt Nam ghi nhận sự tăng trưởng vượt bật, đây cũng là tiền đề thúc đẩy sự phát triển của các nhà sản xuất và phân phối lốp xe ô tô tại Việt Nam. Theo đó, kể từ năm 2012 tới nay, doanh thu và lợi nhuận của VKC chủ yếu đóng góp từ mảng phân phối lốp xe (chiếm tỷ trọng trên 70% cơ cấu doanh thu của công ty). Hiện tại, Vĩnh Khánh đang là nhà phân phối độc quyền lốp xe Maxxis của Chengshin tại Việt Nam. Bên cạnh đó, Công ty đã thiết lập và duy trì được một hệ thống đại lý phân phối rộng khắp cả miền Nam và kéo dài ra đến Đà Nẵng, với 14 đại lý phân phối cấp 2. Ngoài ra, Vĩnh Khánh còn đẩy mạnh kênh phân phối tới các đại lý bán xe gắn máy (Head Honda) để phục vụ trực tiếp nhu cầu thay thế lốp xe của người tiêu dùng, đây chính là điểm vượt trội của Vĩnh Khánh so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, lốp xe Maxxis đang chiếm khoảng 7% thị phần lốp xe tải trong thị trường nội địa.

Về triển vọng dài hạn, theo chúng tôi đánh giá tiềm năng phát triển mảng phân phối săm lốp của VKC là khá tốt do ngành ô tô trong nước được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh về sản lượng tiêu thụ khi hưởng lợi từ các chính sách như giảm phí trước bạ tại các thành phố lớn (TP.HCM, Hà Nội), cũng như giảm thuế nhập khẩu ô tô từ các nước ASEAN trong tương lai và quy hoạch phát triển ngành ô tô trong nước của Chính phủ.

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG VIỄN THÔNG VIỆT NAM

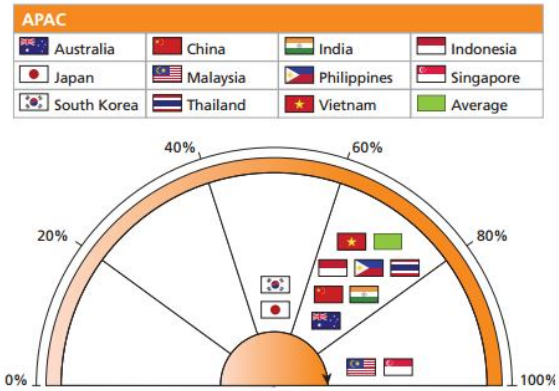
Trong giai đoạn 2011-2015, lĩnh vực viễn thông đạt tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm từ 40-50%. Ước tính thị trường viễn thông trong nước đạt 375.000 tỷ đồng (khoảng 16,7 tỷ USD). Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tổng doanh thu năm 2015 của VNPT, Mobifone và Viettel ước chiếm 96% thị trường viễn thông Việt Nam, đạt 360.000 tỷ đồng, tăng thêm 27.000 tỷ đồng (+8% yoy). Năm 2014, tổng doanh thu của 3 nhà mạng là 333.000 tỷ đồng, gồm Viettel: 196.000 tỷ đồng, VNPT: 101.000 tỷ đồng, Mobifone: 36.000 tỷ đồng. Trong đó, hạ tầng mạng lưới viễn thông internet tiếp tục hoạt động ổn định. Số lượng thuê bao internet băng rộng ước đạt khoảng 10,5 triệu thuê bao (+11% yoy). Tỷ lệ người sử dụng Internet hiện chiếm khoảng 52% dân số.

Mức độ kết nối Internet băng thông rộng của các nước trong khu vực



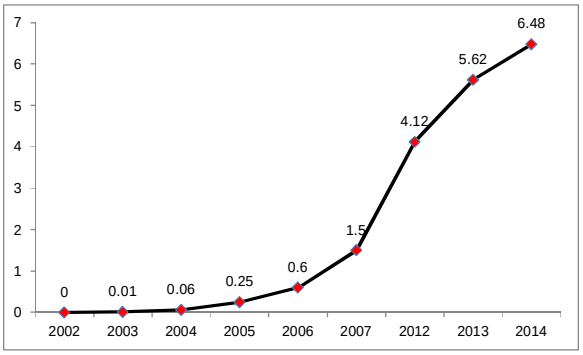
Nguồn: Ovum

Tốc đô tăng trưởng và mức độ thâm nhập Internet băng thông rộng các nước trong khu vực



Nguồn: Ovum

Số lượng thuê bao Internet băng thông rộng cố định tại Việt Nam (trên 100 người)



Nguồn: The World Bank

Hiện nay, xu hướng sử dụng cáp quang thay thế cáp đồng đang diễn ra rất nhanh trên thế giới, đặc biệt tại Châu Á, trong đó có Việt Nam. So với cáp đồng, cáp quang có ưu thế về tốc độ đường truyền (10Gbps so với 20Mbps), khả năng bảo mật cao, tín hiệu ổn định và có khả năng tích hợp nhiều dịch vụ tiện ích khác. Theo thống kê của Ovum, Việt Nam đạt 51% mức độ kết nối Internet băng thông rộng, đây là mức trung bình so với các nước trong khu vực APAC. Tuy nhiên, Việt Nam lại là một trong những nước có điểm số cao ở tốc độ tăng trưởng sử dụng internet băng thông rộng (75%). Điều này là kết quả của sự gia tăng nhanh chóng trong mức độ thâm nhập, chuyển đổi băng thông rộng, tốc độ tăng trưởng các địa chỉ IP và băng thông ra các cổng hub quốc tế.

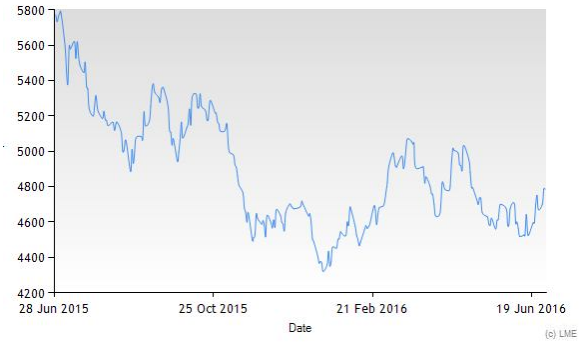
Hiện nay Việt Nam là nước có số lượng thuê bao internet tính trên đầu người vẫn còn khá thấp, nhưng điều này đã được bù đắp bằng kế hoạch tích cực triển khai sâu rộng mạng internet băng thông rộng của các nhà mạng trong những năm qua, thay thế mạng ADSL và mạng cáp đồng bằng mạng cáp quang. Trong đó, ba nhà mạng lớn là FPT, VNPT và Viettel đang đẩy nhanh tiến độ hoàn thành việc thay đổi, dùng cáp quang cho mạng cố định. Mặc dù, việc triển khai băng thông rộng tại Việt Nam đang được tiến hành nhanh chóng, nhưng vẫn còn tồn tại một số vấn đề liên quan đến khả năng chi trả của người tiêu dùng và mức độ hoạt động công nghệ thông tin (được đo bằng số lượng địa chỉ IP và tỷ lệ người dùng Internet), do đó tỷ lệ người sử dụng internet băng thông rộng vẫn còn ở mức trung bình so với các nước trong khu vực. Điều này xảy ra do độ cạnh tranh thấp vì hiện tại Việt Nam chỉ có 3-4 nhà khai thác lớn thống trị thị trường. Ngoài ra, khách hàng tại Việt Nam đang có những sự không hài lòng nhất định, cụ thể như khu vực có thể kết nối cáp quang và tốc độ kết nối...

TRIỂN VỌNG MẢNG SẢN XUẤT CÁP VIỄN THÔNG CỦA VKC

Trong 2015, FPT Telecom (27% thị phần) đã hoàn thành việc thay thế hệ thống cáp đồng ADSL sang sử dụng 100% cáp quang. VNPT (56% thị phần) và Viettel (10% thị phần) cũng đang trong quá trình khuyến khích các thuê bao ADSL cũ và thuê bao mới chuyển sang sử dụng cáp quang. Ngoài ra, các nhà cung cấp dịch vụ truyền hình cáp lớn như VTVCab và SCTV cáp cũng đang có kế hoạch lấn sân sang mảng dịch vụ internet TV với các gói truyền hình cáp kết hợp với internet cáp quang. Bên cạnh nhu cầu lắp đặt cáp quang mới, các thuê bao cũ có nhu chuyển đổi sang các ISP khác cũng sẽ góp phần làm tăng nhu cầu sử dụng cáp quang trong các năm tới. Thị trường cáp quang Việt Nam bao gồm loại cáp lớn để thi công các trục chính và cáp nhỏ trục nhánh kết nối đến từng hộ gia đình. Hiện tại, ở Việt Nam có 3 nhà cung cấp cáp quang lớn là VKC, CTCP Đầu tư và phát triển Sacom và M3 (cung cấp chính cho Viettel).

VKC đang là một trong những nhà cung cấp cáp quang trục nhánh cho ba công ty cung cấp dịch vụ internet lớn nhất cả nước là FPT, VNPT và Viettel. So với các loại cáp Trung Quốc có mặt trên thị trường, sản phẩm cáp viễn thông do VKC sản xuất có chất lượng ổn định hơn và có lợi thế là nhà sản xuất trong nước khi đấu thầu các hợp đồng. Theo đó, sản lượng cung cấp cho 3 nhà mạng này hiện tại đạt khoảng 20.000 km cáp/tháng. Ngoài ra, VKC còn cung cấp trung bình khoảng 70.000-80.000 km/năm cáp đồng cho thị trường Philippine, độc quyền thiết kế trong 7 năm tính từ năm 2014. Công ty cho biết, giá bán cáp đồng cho thị trường Philippine gấp đôi giá nguyên liệu đồng trong nước, nên biên lợi nhuận khá cao, khoảng 25%. Năm 2016, VKC đặt kế hoạch tiêu thụ 500.000km cáp quang và 200.000 cáp đồng.

Diễn biến giá đồng nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Sàn giao dịch kim loại London

NGUYÊN VẬT LIỆU

Nguyên vật liệu đóng vai trò ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Tỷ trọng nguyên vật liệu trên giá thành sản phẩm nhựa và dây cáp viễn thông của VKC là rất lớn, chiếm bình quân khoảng 90% giá thành sản phẩm, trong đó đồng, thép, nhựa và sợi thủy tinh là nguyên vật liệu chính. Do đó, sự biến động trong giá nguyên vật liệu có thể gây tác động rất lớn đến giá thành sản phẩm và kết quả kinh doanh của VKC.

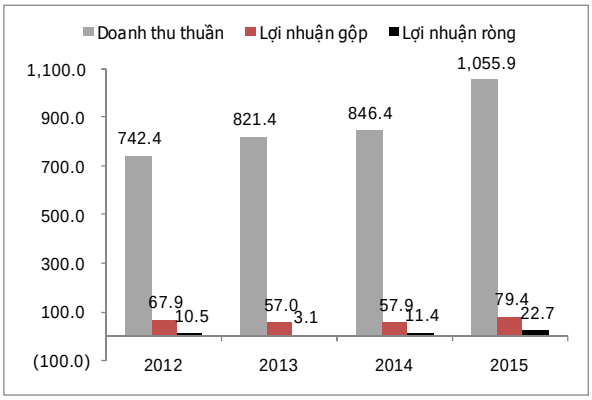
Đối với mảng sản xuất cáp đồng, tỷ trọng của đồng nguyên liệu trong giá thành sản xuất cáp của Công ty chiếm khoảng 65% trên tổng giá thành. Trong thời gian qua, giá nguyên liệu đồng trên thị trường thế giới có xu hướng giảm. Theo đó, giá đồng giao dịch kỳ hạn 3 tháng ngày 29/06/2016 trên Sở giao dịch London đã giảm 17,1% so với mức giá cuối phiên giao dịch ngày 29/06/2015 xuống còn 4.785 USD/tấn.

Theo Thomson Reuteurs, một số nhà phân tích nhận định giá đồng có thể giảm xuống mức 4.000 USD/tấn. Bên cạnh đó, Goldman Sachs cho rằng chu kỳ giảm giá đồng có thể sẽ kéo dài đến năm 2019 dựa trên dự báo thặng dư nguồn cung đồng trên toàn cầu. Nguyên nhân chính dẫn đến việc giá đồng giảm mạnh là do Trung Quốc là nước sử dụng đồng nhiều nhất, chiếm gần một nửa nhu cầu đồng toàn cầu và hiện tại việc nhập khẩu các kim loại tinh chế của nước này đã giảm mạnh. Goldman Sachs dự báo giá đồng giảm xuống 4.500 USD/tấn vào cuối năm 2016.

Đối với mảng sản xuất cáp quang, nguyên vật liệu chủ yếu bao gồm sợi thủy tinh, sợi thép gia cường và vỏ bọc nhựa. Trong đó, chỉ có sợi thủy tinh là phải nhập khẩu từ các nhà cung cấp nước ngoài, chiếm khoảng 20% giá thành sản phẩm. Trong khi đó, sợi thép và vỏ bọc nhựa thì Công ty đã có thể tự chủ đông nguồn nguyên liệu này do có sẵn dây chuyền cán thép sợi và nhà máy sản xuất vỏ bọc nhựa. Do đó, biên lợi nhuận của mảng này khá tốt, khoảng 9%-10%.

Theo quan điểm chúng tôi, biên lợi nhuận của VKC sẽ có sự cải thiện rõ rệt trong thời gian tới, do (1) giá nguyên liệu đồng vẫn đang có xu hướng tiếp tục giảm, do dư nguồn cung và nhu cầu giảm do tình hình sản xuất Trung Quốc sụt giảm; (2) Công ty không thay đổi giá bán cáp đồng từ 2011 do sản phẩm được bảo hộ độc quyền khi xuất khẩu qua thị trường Phillipin, (3) sự hồi phục của nền kinh tế và nhu cầu sản phẩm dây cáp viễn thông đang có xu hướng tăng cao; (4) tỷ trọng doanh thu mảng cáp đang tăng nhanh, trong năm 2015 doanh thu mảng cáp chiếm 28,1% tổng doanh thu của VKC, trong khi năm 2014 chỉ chiếm 21,3%.

Kết quả tài chính 2012-2015 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của VKC, MSI

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh từ năm 2012 đến năm 2015

Năm 2012, khi phần lớn các doanh nghiệp hoạt động trong cùng lĩnh vực kinh doanh thua lỗ, VKC vẫn đạt doanh thu ấn tượng với 742,2 tỷ đồng, tăng 10,9% so với năm 2011 và 10,5 tỷ đồng lợi nhuận (+5,6% yoy). Đây được đánh giá là một năm kinh doanh thành công của VKC dù nền kinh tế gặp nhiều khó khăn và sự đóng băng của ngành bất động sản.

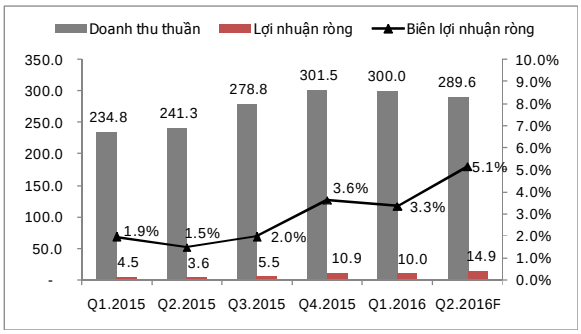
Năm 2013, do các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế đã bắt đầu ổn định trở lại khiến sản lượng ngành xây dựng có xu hướng tăng. Tuy nhiên do thị trường bất động sản vẫn chưa thực sự tích cực cùng yếu tố thời tiết thất thường ảnh hưởng đến tốc độ thi công công trình nên sức mua của thị trường vẫn chưa phục hồi rõ ràng. Với những sách lược phù hợp như: sử dụng hiệu quả đồng vốn, tiết kiệm chi phí quản lý, giảm giá thành sản phẩm và thu hồi công nợ... nên kết thúc năm 2013, VKC vẫn đạt mức doanh thu khả quan với 821,4 tỷ đồng, tăng 10,6,% so với năm 2012. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng giảm mạnh 70,6% so với năm trước, chỉ ghi nhận 3,1 tỷ đồng. Nguyên nhân do VKC gặp phải sự cạnh tranh khốc liệt trên giá thành sản phẩm, do đó Công ty phải giảm giá bán nhằm tăng sức cạnh tranh. Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 40,6% xuống còn 10,9% trong năm 2013. và biên lợi nhuận ròng (0,4%) cũng sụt giảm tương ứng.

Trong năm 2014, VKC tiếp tục có sự tăng trưởng tích cực với 846,4 tỷ đồng doanh thu (tăng 3% yoy). Tuy nhiên, lợi nhuận của Công ty tăng mạnh đạt 11,4 tỷ đồng, cao hơn 268,2% so với năm 2013. Nguyên nhân do trong năm 2014, chi phí tài chính của VKC giảm mạnh từ 22,3 tỷ đồng năm 2013 xuống còn 15,8 tỷ đồng trong năm 2014, chủ yếu do giảm chi phí lãi vay. Cũng trong năm 2014, VKC đã di dời nhà máy sản xuất cáp về tập trung với xưởng sản xuất nhựa, nhằm tiết kiệm chi phí vận chuyển, tăng hiệu quả sản xuất. Ngoài ra, mặt hàng cáp đồng đang có hướng bị thay thế bởi cáp quang, do đó việc xây dựng nhà máy sản xuất cáp quang nhằm đa dạng hóa sản phẩm của Công ty.

Trong năm 2015, VKC ghi nhận doanh thu 1.055,9 tỷ đồng (+24,8% yoy). Doanh thu tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ doanh thu mảng cáp tăng 64,7% so với năm 2014. Do biên lợi nhuận của mảng cáp khá cao (30%), lợi nhuận của VKC đạt 22,7 tỷ đồng, tăng mạnh 99,2% so với cùng kỳ.

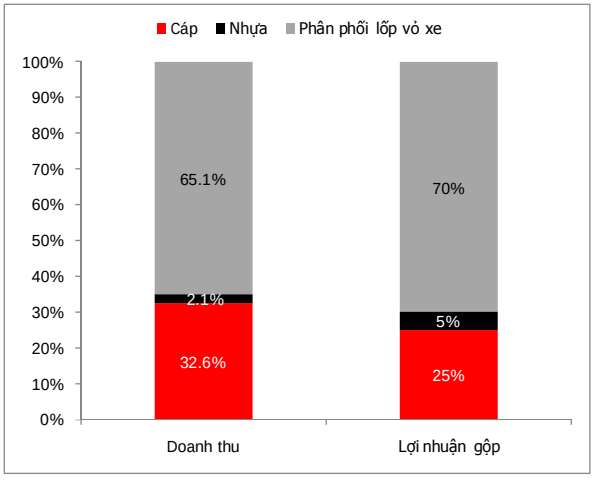
Nhìn chung, doanh thu của VKC tăng trưởng đều đặn trong 4 năm qua với mức tăng trung bình 12,3%, tuy nhiên biên lợi nhuận ròng của VKC đã cải thiện từ 0,4% năm 2013 lên mức 2,1% trong 2015, nguyên nhân do giá nguyên liệu chính là đồng đang giảm và giữ ở mức thấp, tỷ trọng mảng cáp đang có xu hướng tăng với biên lợi nhuận cao, khoảng 30%.

Kết quả kinh doanh theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của VKC, MSI dự phóng

Cơ cấu doanh thu và LN gộp Q1.2016



Nguồn: BCTC của VKC, MSI

Kết quả kinh doanh Q1.2016 và ước tính Q2.2016

Sau 3 tháng đầu năm 2016, VKC đã đạt được những kết quả kinh doanh khả quan với 300 tỷ đồng doanh thu, tăng 27,8% so với cùng kỳ, hoàn thành 24,7% kế hoạch của Công ty. Công ty ghi nhận 10 tỷ đồng lợi nhuận ròng, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng 120,4% yoy. Với mức lợi nhuận này, VKC đã đạt 22,6% kế hoạch kinh doanh mà Công ty đặt ra cho năm 2016.

Đối với Q2.2016, chúng tôi ước tính doanh thu của VKC đạt khoảng 289,6 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ năm 2015. VKC cho biết, trong năm 2015, Công ty đã hoàn thành việc nghiên cứu và chế tạo vỏ bọc cáp theo tiêu chuẩn mới low-smoke (bắt cháy chậm và không độc), làm cho chi phí nguyên vật liệu và giá vốn hàng bán giảm mạnh. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận sẽ đạt khoảng 14,9 tỷ đồng (+316,6% yoy).

Cơ cấu doanh thu

Doanh thu của VKC trong Q1.2016 chủ yếu đến từ 3 yếu tố: (1) mảng thương mại - phân phối vỏ lốp xe đóng góp 195,3 tỷ đồng, chiếm 65,1% tổng doanh thu, (2) 97,9 tỷ đồng từ mảng cáp viễn thông, chiếm 32,7% doanh thu và (3) mảng sản xuất nhựa - mảng đóng góp ít nhất với 6,3 tỷ đồng, chiếm 2,1%.

Từ trước đến nay, mảng phân phối lốp xe của VKC luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu và vẫn tăng trưởng, nhưng đang có xu hướng giảm tỷ trọng trong năm 2015. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu vỏ lốp xe trong tổng doanh thu thuần đạt lần lượt là 76,4% (năm 2014), 69,6% trong 2015 và 65,1% (Q1.2016). Trong khi đó, doanh thu hoạt động sản xuất cáp liên tục tăng nhanh trong những năm vừa qua. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu mảng cáp tăng từ 18,8% trong năm 2012 lên 20,2% năm 2013, 21,3% năm 2014 và 28% trong năm 2015. Ngược lại, mảng sản xuất nhựa là mảng chiếm tỷ trọng nhỏ nhất (2,1%), tương ứng với 6,3 tỷ đồng trong Q1.2016.

Theo chúng tôi đánh giá mảng thương mại - phân phối vỏ lốp xe là bước đi nhằm đảm bảo doanh thu trong ngắn và trung hạn, tuy nhiên trong dài hạn, VKC sẽ đặt trọng tâm phát triển mảng sản xuất kinh doanh còn nhiều tiềm năng phát triển là cáp viễn thông, đặc biệt là cáp quang.

Định hướng phát triển, kế hoạch SXKD năm 2016

Trong ĐHCĐ thường niên năm 2016, Vĩnh Khánh đã công bố kế hoạch hoạt động sản xuất kinh doanh cho năm 2016 với 1.210,4 tỷ đồng doanh thu, tăng 14,6% so với thực hiện năm 2015 và 44,3 tỷ đồng lợi nhuận ròng, tăng 95,7% so với thực hiện năm 2015, tỷ lệ cổ tức là 15%. Công ty cũng thống nhất đặt chỉ tiêu phấn đấu để đạt tỷ lệ tăng trưởng bình hằng năm từ 2016-2020 từ 10%/năm và doanh thu đạt bình quân năm 2016-2020 là 1.300 - 1.500 tỷ đồng/năm.

Đối với các sản phẩm mới, VKC đang có kế hoạch đầu tư nghiên cứu như cáp LAN, cáp quang vô hình… và theo Công ty đánh giá đây là những mặt hàng thiết yếu có nhiều tiềm năng phát triển và nhu cầu của thị trường Việt Nam là tương đối cao. Đồng thời, với sản phẩm mới cáp mạng LAN, VKC định hướng phát triển thị trường OEM xuất khẩu (sản phẩm nước ngoài gia công nội địa).

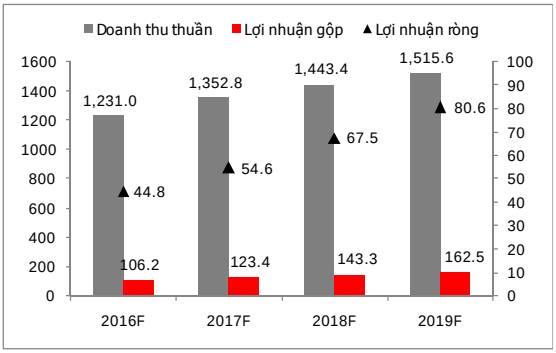
Đối với kế hoạch mở rộng hệ thống phân phối trong nước, VKC đang triển khai hệ thống tồn kho cho VNPT và FPT ở Việt Nam. Như trước đây, mỗi khi công ty con của 2 nhà mạng này có nhu cầu mua sản phẩm thì phải xin công ty mẹ duyệt và chuyển đơn đặt hàng cho VKC sản xuất, như vậy sẽ mất khoảng hơn 1 tuần chưa kể thời gian sản xuất. Hiện tại, VKC sẽ tồn kho cho khách hàng và các công ty con chỉ cần fax xác nhận đặt hàng và xác nhận như triển khai mạng lưới, sau 24 giờ hàng sẽ chuyển nơi để khách hàng thi công. Trong tháng 8/2016, VKC dự kiến sẽ mua thêm 1 kho ở Tân An Long An nhằm vừa làm nhà máy nhựa vừa làm kho chứa cáp và vỏ xe.

Đối với thị trường xuất khẩu, bên cạnh 2 thị trường Nhật Bản và Phillipine, VKC sẽ tập trung mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm ra các thị trường xuất khẩu mới như Myanmar, Đức....

Kế hoạch phát hành cổ phiếu năm 2016

Trong 2016, VKC cũng lên kế hoạch chào bán 7 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá dự kiến là 12.000 đồng/cp và tổng số tiền thu được dự kiến cho đợt phát hành cổ phiếu này là 84 tỷ đồng. Mục đích đợt phát hành này là huy động vốn dùng để thực hiện cho các dự án sau: (1) 9 tỷ đồng để xây dựng kho lưu trữ vỏ xe, (2) 22,5 tỷ đồng để cải tạo, sửa chữa xưởng cáp, xưởng nhựa và đầu tư thêm 10 dây chuyền sản xuất cáp quang lỏng, (3) 52,5 tỷ đồng để bổ sung vốn lưu đông, trong đó 42,5 tỷ đồng dùng để thanh toán các khoản nợ vay ngắn hạn và 10 tỷ đồng để mua nguyện vật liệu sản xuất các sản phẩm như: cáp quang, cáp đồng, cáp LAN, ống nhựa, bobin, hộp ODF và các sản phẩm khác. Ngoài ra, Công ty sẽ phát hành 600.000 cổ phiếu ESOP cho CBCNV với giá phát hành bằng mệnh giá. Theo

Dự phóng KQKD 2016F - 2019F (tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

Dự phóng KQKD giai đoạn 2016F - 2019F

Kết quả kinh doanh của VKC được kỳ vọng là sẽ tăng mạnh trong những năm tới, do (1) Hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào giảm, do giá nguyên liệu chính chiếm 65% giá thành là đồng đang được dự báo sẽ giữ ở mức thấp cho đến năm 2019, qua đó biên lợi nhuận của VKC sẽ được cải thiện; (2) VKC đang cung cấp trung bình khoảng 70.000 - 80.000 km cáp đồng vào thị trường Phillipine và độc quyền thiết kế trong 7 năm tính từ năm 2014, (3) VKC đang là nhà phân phối chính cáp quang cho FPT (100%), VNPT (70%) và Viettel (5%).

Dựa trên những yếu tố nêu trên và qua trao đổi trực tiếp với Ban lãnh đạo Công ty, cho năm 2016, chúng tôi ước tính doanh thu của VKC sẽ đạt được 1.231 tỷ đồng và lợi nhuận sẽ đạt mức 44,8 tỷ đồng, EPS forward 2016F là 2.035 đồng (tính trên tổng số 22 triệu cổ phiếu sau khi phát hành thêm thành công) và chỉ tiêu P/E forward 2016 là 8,8x. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng là 16,6% và tăng trưởng lợi nhuận là 97,6% trong năm 2016. Tỷ suất lợi nhuận ròng năm 2016 cũng sẽ được cải thiện, đạt mức 3,6% so với 2,1% trong năm 2015.

Đối với 3 năm 2017-2019, tỷ lệ tăng trưởng bình quân của VKC được kỳ vọng ở mức 7,2%/năm, đạt lần lượt 1.352,8 tỷ đồng, 1.443,4 tỷ đồng và 1.515,6 tỷ đồng doanh thu thuần. Lợi nhuận ròng của Công ty trong 3 năm này ước tính là 54,6 tỷ đồng, 67,5 tỷ đồng và 80,6 tỷ đồng, tăng lần lượt 22%, 23,6% và 19,4%. Biên lợi nhuận ròng cải thiện nhẹ, đạt 4%, 4,7% và 5,3%.

WACC (Chi phí sử dụng vốn bình quân)	
Chi phí vốn chủ sở hữu (COE)	17.0%
Chi phí sử dụng nợ (COD)	9.0%
Thuế	20.0%
WACC	11.4%
Tăng trưởng	2.0%

Phương pháp đánh giá	Tỷ trọng	Giá CP	Giá thị trường	Tiềm năng tăng trưởng
Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF)	100%	23,300	17,900	
Tỉ trọng trung bình giá CP		**23,300**	**17,900**	**30.2%**

ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU VKC

VKC hiện nay là một trong những doanh nghiệp sản xuất các loại cáp và vật liệu viễn thông hàng đầu tại Việt Nam cung cấp chính cho ba nhà mạng lớn là VNPT, FPT và Viettel. Đối với mảng kinh doanh chính là cáp quang, VKC chiếm thị phần lớn trong tổng nhu cầu của 2 nhà mạng FPT và VNPT. Đây là mảng kinh doanh cốt lõi trong thời gian sắp tới và có khả năng sinh lợi cao. Bên cạnh đó, mảng kinh doanh nhựa sẽ được VKC cắt giảm bớt trong thời gian tới do biên lợi nhuận không cao. Với chiến lược phát triển mới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của Công ty sẽ được cải thiện tích cực.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF) nhằm xác định giá trị của cổ phiếu VKC, bao gồm dòng tiền từ hoạt động sản xuất, hoạt động thương mại. Vì VKC sẽ phát hành thêm tổng cộng 7,6 triệu cổ phiếu trong năm 2016, do đó chúng tôi định giá cổ phiếu VKC dựa trên tổng số lượng cổ phiếu sau khi phát hành thêm là 22 triệu cổ phiếu. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu VKC là 23.300 đồng/cp. Như vậy, với giá thị trường hiện tại là 17.900 đồng/cp, tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu VKC là 30,2%.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VKC với giá mục tiêu là **23.300 đồng/cp** cho mục tiêu trung và dài hạn vì những lý do như sau:

- Theo phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền, giá trị hợp lý của cổ phiếu VKC là 23.300 đồng/cp, cao hơn 30,2% so với giá thị trường hiện tại.
- Cổ phiếu VKC đang được giao dịch thấp hơn giá trị thực tế với mức P/B là 1,3x và P/E trailing là 7,8x, thấp hơn khá nhiều so với P/E thị trường 14,5x.
- VKC dự định sẽ trả cổ tức cho cổ đông là 15% bằng tiền mặt, tương ứng lợi tức cổ tức 8,4%.
- Kết quả kinh doanh Q1.2016 tăng trưởng tích cực với doanh thu 300 tỷ đồng(+27.8% y/y) và lợi nhuận ròng tăng 120,4% so với cùng kỳ, đạt 10 tỷ đồng.
- VKC hiện nay là doanh nghiệp sản xuất các loại cáp viễn thông hàng đầu tại Việt Nam cung cấp cho ba nhà mạng lớn là VNPT, FPT và Viettel. Theo cục Viễn thông, số lượng thuê bao cáp quang tăng mạnh từ năm 2015, và phần lớn do FPT đã hoàn thành dự án nâng cấp hệ thống cáp quang ở TP.HCM và Hà Nội. Đặc biệt, mảng xuất khẩu cáp đã đóng góp khoảng 3,5 triệu USD vào tổng doanh thu.
- Hiện Công ty đang có kế hoạch đầu tư cải tạo, sữa chữa xưởng cáp và xưởng nhựa nhằm nâng cấp công suất sản xuất cáp lên 30.000 km dây các loại/tháng và 500 tấn nhựa/tháng. VKC có kênh tiêu thụ tốt là các nhà mạng lớn tại Việt Nam đang đẩy mạnh phát triển cáp quang nên doanh nghiệp mạnh dạn trong việc đầu tư sẽ có thể mang lại kết quả khá khả quan trong thời gian tới.
- Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định trong những năm vừa qua và ước tính mức tăng trưởng bình quân 10% - 20%/năm trong giai đoạn 2016-2018.

Những vấn đề cần lưu ý:

- Mảng kinh doanh mang lại phần doanh thu lớn nhất cho VKC là thương mại săm lốp và mảng hoạt động sản xuất cáp viễn thông có quy mô nhỏ hơn (khoảng 30%), tuy nhiên trong năm 2016 VKC sẽ tập trung phát triển mảng sản xuất cáp. VKC là một trong những nhà sản xuất cáp quang trục nhánh cho ba công ty cung cấp dịch vụ internet lớn nhất cả nước là FPT, VNPT và Viettel. Do đó, tăng trưởng doanh thu từ mảng này sẽ có mối quan hệ trực tiếp đến tốc độ tăng trưởng của số lượng thuê bao internet cáp quang ở Việt Nam.
- Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản phẩm, trong đó chủ yếu là đồng nguyên liệu, nhựa và thép. Do đó, biến động giá các nguyên vật liệu trên sẽ tác động đến lợi nhuận của VKC.
- Ngành viễn thông có tốc độ thay đổi công nghệ nhanh, kéo theo sự đổi mới trong công nghệ cáp tại Việt Nam. Sản lượng sản xuất tiêu thụ cáp đồng của giảm và VKC đã nghiên cứu chuyển đổi công nghệ sản xuất từ cáp thoại viễn thông sang cáp mạng LAN và cáp quang nhằm phục vụ cho kế hoạch quang hóa "FTTH" (Fiber to the Home).
- Áp lực cạnh tranh ngày càng quyết liệt đến từ các công ty cùng ngành khác trong và ngoài nước. Trong thời gian tới VKC sẽ cố gắng đầu tư nghiên cứu nhiều sản phẩm viễn thông mới nhằm duy trì vị thế của mình và tăng cường năng lực cạnh tranh.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	Kế hoạch 2016	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ VND)	742.4	821.4	846.4	1,055.9	1,210.4	1,231.0	1,352.8	1,443.4	1,515.6
Tăng trưởng (% y/y)	10.9	10.6	3.0	24.8	14.6	16.6	9.9	6.7	5.0
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	10.5	3.1	11.4	22.7	44.3	44.8	54.6	67.5	80.6
Tăng trưởng (% y/y)	5.6	(70.6)	268.2	99.2	95.7	97.6	22.0	23.6	19.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.4	0.4	1.3	2.1	3.7	3.6	4.0	4.7	5.3
Vốn chủ sở hữu	165.4	159.8	162.7	170.1	N/A	271.1	291.8	325.2	371.5
Tổng tài sản	454.3	491.5	541.9	575.4	N/A	726.6	780.5	843.1	916.7
ROE (%)	6.3	1.9	7.0	13.3	N/A	16.5	18.7	20.8	21.7
ROA (%)	2.3	0.6	2.1	3.9	N/A	6.2	7.0	8.0	8.8
EPS (VND)	807.5	237.5	874.7	1,742.7	N/A	2,035.3	2,482.7	3,069.0	3,663.4
BVPS (VND)	12,719.4	12,295.4	12,517.3	13,085.0	N/A	12,324.4	13,265.7	14,783.6	16,885.9
Cổ tức (VND)	500.0	500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0
P/E (x)	7.3	27.4	8.3	6.1	N/A	8.8	7.2	5.8	4.9
P/B (x)	0.5	0.5	0.6	0.8	N/A	1.5	1.3	1.2	1.1

Nguồn: BCTC của VKC, MSI dự phóng

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/–15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn –15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: khanhld@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam - Chuyên viên Cao cấp

Email: namnn1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai - Chuyên viên

Email: maiptn1@msi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân - Giám đốc ICC

Email: quanpnh@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: *Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.*

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.