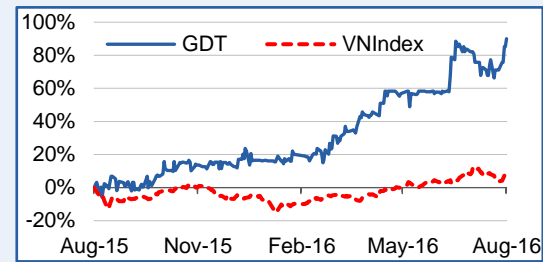


CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành (GDT)

BC Khối khách hàng cá nhân

Ngày báo cáo:	18/08/2016		<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
Giá hiện tại:	59.000VND	Tăng trưởng DT	2,6%	12,2%	11,1%
Lợi suất cổ tức:	5,9%	Tăng trưởng EPS	-5,1%	42,0%	14,5%
		Biên LN gộp	33,9%	35,3%	37,9%
Ngành:	Gỗ gia dụng	Biên LN ròng	15,3%	19,4%	20,8%
GT vốn hóa:	34,9tr USD	EPS (VND)	2.629	3.733	4.274
Room KN:	8,tr USD	Cổ tức (VND)	2.500	2.000	4.000
GTGD/ngày (30n):	0,0tr USD	P/E	22,8x	16,1x	14,0x
Cổ phần Nhà nước:	0%				
SL cổ phiếu lưu hành:	13,0tr				



CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành sản xuất và xuất khẩu sản phẩm thiết bị nhà bếp, đồ gia dụng, đồ chơi gỗ và các sản phẩm khác.		<u>GDT</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>	Triển vọng	3 đến 6 tháng
	P/E (trượt)	10,4x	18,0x	14,5x	Kháng cự trung hạn	N/A
	P/B (hiện tại)	3,3x	0,7x	1,8x	Hỗ trợ trung hạn	55.000
	Nợ ròng / Vốn CSH	0,0x	0,8x	N/A	Xu hướng trung hạn	Tích cực
	ROE	30,2%	7,4%	12,9%		
	ROA	21,2%	4,4%	2,2%		

Tăng trưởng ổn định từ Xuất khẩu tạo đà cho tham vọng thống trị thị trường Nội địa.

Nhà xuất khẩu hàng đầu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ đẩy mạnh kế hoạch mở rộng trong nước. GDT sản xuất các sản phẩm bằng gỗ rừng trồng bao gồm đồ nhà bếp, đồ gia dụng, đồ chơi và các sản phẩm bằng gỗ khác. Thị trường Xuất khẩu chiếm 86% tổng doanh thu toàn công ty với Châu Á và Châu Âu là 2 thị trường chính. Ngoài mảng kinh doanh xuất khẩu vững chắc, GDT đang đẩy mạnh thị trường Nội địa với 2 cửa hàng Winwinshop và phân phối hơn 1.000 đại lý trên lãnh thổ Việt Nam.

LNST 6 tháng đầu năm tăng 47% bởi tăng trưởng đồ dùng nhà bếp và biên lợi nhuận được mở rộng. Doanh thu sáu tháng đầu 2016 tăng 12%, chủ yếu nhờ vào tăng trưởng doanh số đồ nhà bếp thị trường Xuất khẩu. Thị trường Châu Âu tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm với doanh số tăng hơn 2 lần. Tính theo lợi nhuận, quản lý chi phí tốt hơn giúp biên lợi nhuận tăng 207 điểm cơ bản trong khi chi phí SG&A (Bán hàng, Hành chính và Quản lý), chi phí lãi vay giảm và thuế suất thuế TNDN thấp hơn góp phần tăng lợi nhuận. Với kết quả này, GDT đã hoàn thành 44% kế hoạch LNST cả năm 2016. Với đặc thù danh mục sản phẩm GDT, thông thường doanh thu 6 tháng cuối năm luôn là mùa cao điểm của GDT và thường tăng hơn 18% so với 6 tháng đầu năm. Vì vậy công ty đang tự tin bám sát kế hoạch nhằm đạt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận vào cuối năm.

Lợi nhuận bất thường 23 tỷ đồng (1.0 triệu USD) từ việc chuyển nhượng lô đất tại Mỹ Phước 2 tỉnh Bình Dương. Vào cuối năm 2015, GDT đã ký kết hợp đồng chuyển nhượng lô đất này. Quá trình chuyển nhượng dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 8 năm nay và đóng góp 23 tỷ đồng cho lợi nhuận sau thuế 2016.

Kế hoạch năm 2016 nhắm đến mức tăng trưởng 21% không tính đến lợi nhuận bất thường. Kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận này chưa bao gồm 23 tỷ đồng từ giao dịch lô đất ở Mỹ Phước 2. Nếu tính chung cả khoản này, LNST năm 2016 sẽ đạt 98 tỷ đồng (4,3 triệu USD), tương ứng với tăng trưởng EPS (không bao gồm LN Mỹ Phước P2) 29% và EPS báo cáo (bao gồm LN Mỹ Phước 2 là 23 tỷ đồng) đạt 68%.

Mức cổ tức năm 2016 là 35 % và ESOP 2016 là 5% trong thời gian tới.

- ĐHCĐ năm 2015 thông qua mức cổ tức là 50%, trong đó 40% đã được thanh toán bằng tiền mặt. 10% còn lại sẽ được chia trong quý 3/2016 dưới hình thức cổ phiếu.

- Cổ tức dự kiến năm 2016 là 35%, được thanh toán bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu hoặc vừa tiền mặt vừa cổ phiếu. Giả định 35% cổ tức được trả hoàn toàn bằng tiền mặt tức tương đương mức cổ tức tiền mặt 3,500 đồng một cổ phiếu, lợi suất cổ tức tại thị giá hiện tại đạt 5.9%.
- Công ty sẽ phát hành 5% cổ phiếu ESOP (tương ứng 648.272 cổ phiếu) với giá không thấp hơn 10.000 đồng/CP trong quý 4/2016. Lượng ESOP dự kiến sẽ pha loãng lợi nhuận trên cổ phiếu là 4.7%.

GDT đang giao dịch với hệ số P/E trượt 12 tháng hấp dẫn là 10,4 khi so sánh với các công ty cùng ngành, cả trong nước lẫn quốc tế, trong bối cảnh GDT có các chỉ tiêu tài chính và tiềm năng tăng trưởng tốt hơn.

Nhìn lại 6 tháng đầu năm 2016: Tăng trưởng từ doanh thu và biên lợi nhuận mở rộng

Đồ dùng nhà bếp vẫn là yếu tố dẫn dắt chính cho doanh thu toàn công ty

Doanh số xuất khẩu đồ nhà bếp tăng mạnh mẽ... Mảng đóng góp chủ yếu cho doanh thu toàn công ty là đồ dùng nhà bếp bằng gỗ, tiếp tục đạt tăng 19% so với cùng kỳ 2015 nhờ hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ khi tăng 20% và chiếm 66% tổng doanh thu nửa đầu năm 2016. Thị trường Châu Âu lớn thứ 2 của GDT với 25% đóng góp doanh thu xuất khẩu, có mức tăng trưởng 130%, trong khi thị trường Châu Á, chiếm 72% doanh thu xuất khẩu, giảm nhẹ 7% so với cùng kỳ 2015.

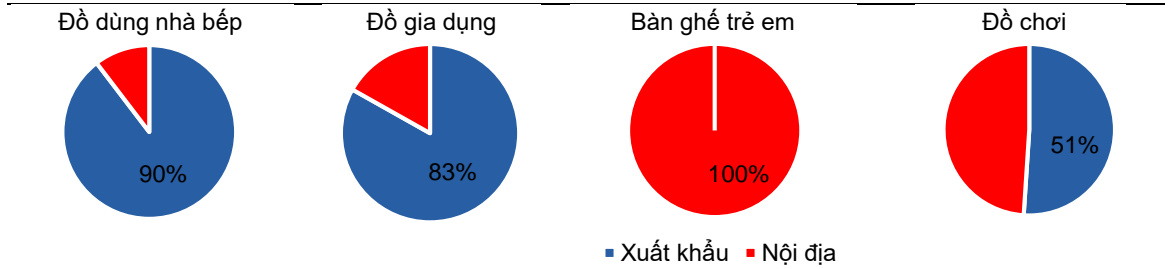
...và sự phục hồi của mảng đồ chơi dẫn dắt lợi nhuận tăng theo. Đồ chơi trẻ em đã tăng trưởng ổn định tại hai thị trường xuất khẩu và nội địa với mức tăng trưởng đạt lần lượt 52% và 25%, so với mức giảm 39% và 65% cả năm 2015. Mặc dù đồ chơi chỉ đóng góp phần nhỏ trong tổng doanh thu, nên số tuyệt đối không quá đáng kể như mảng đồ dùng nhà bếp, chúng tôi vẫn coi kết quả này là tín hiệu tích cực khi năm 2015 là năm đặc biệt khó khăn cho mảng đồ chơi. Một mặt, cạnh tranh quyết liệt từ cả sản phẩm đồ chơi giá rẻ Trung Quốc và các thương hiệu cao cấp nhập khẩu ảnh hưởng đến doanh số bán hàng trực tiếp cho người tiêu dùng cuối (bố mẹ mua cho con cái). Mặt khác, quy định cấm quảng cáo sữa cho trẻ em dưới 2 tuổi của chính phủ khiến các công ty sữa cắt giảm chi phí khuyến mãi cho đồ chơi và quà tặng đã ảnh hưởng mạnh đến doanh số mảng đồ chơi của công ty. Tăng trưởng từ đồ dùng nhà bếp và đồ chơi đã giúp bù đắp cho mảng đồ gia dụng với doanh thu giảm 13%.

Hình 1: Danh mục sản phẩm của GDT



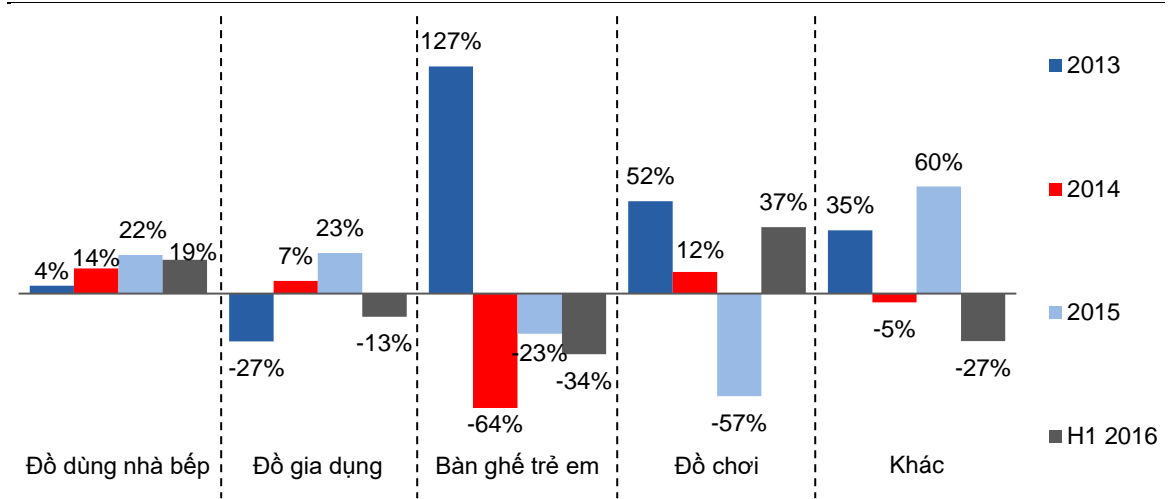
Nguồn: GDT

Hình 2: Cơ cấu thị trường cho từng sản phẩm trong 6 tháng đầu năm



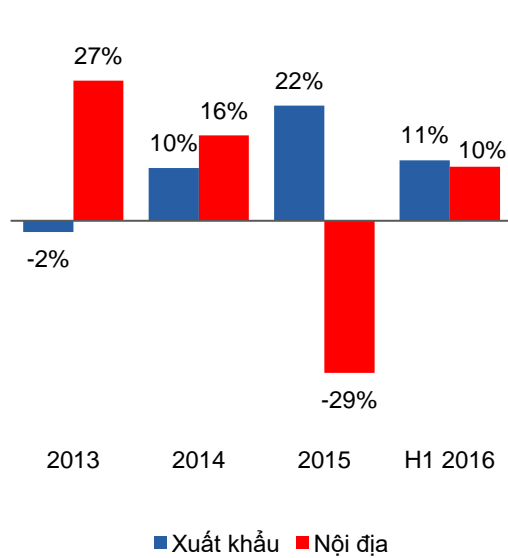
Source GDT

Hình 3: Tăng trưởng doanh thu theo từng mảng sản phẩm của GDT

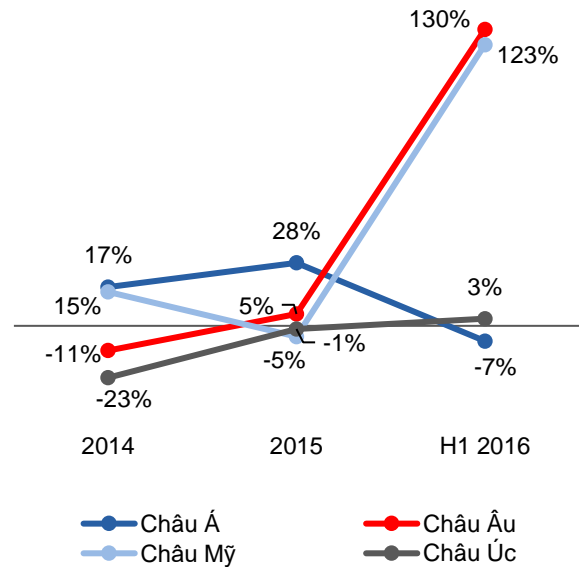


Source: GDT

Hình 4: Tăng trưởng doanh thu theo từng thị trường của GDT



Hình 5: Tăng trưởng doanh thu theo từng khu vực xuất khẩu của GDT



Nguồn: GDT

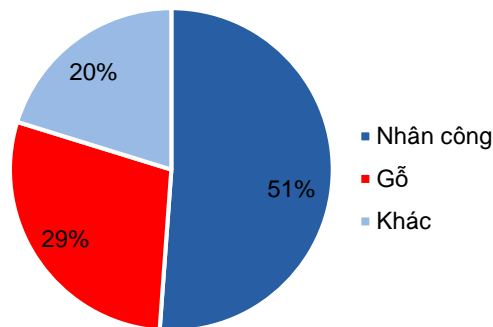
Quản lý chi phí tốt hơn thúc đẩy hiệu quả hoạt động và giúp biên LN tăng thêm.

Tăng trưởng biên LN gộp 207 điểm cơ bản được dẫn dắt do các chi phí trực tiếp tăng trưởng chậm hơn so với tăng trưởng doanh thu do:

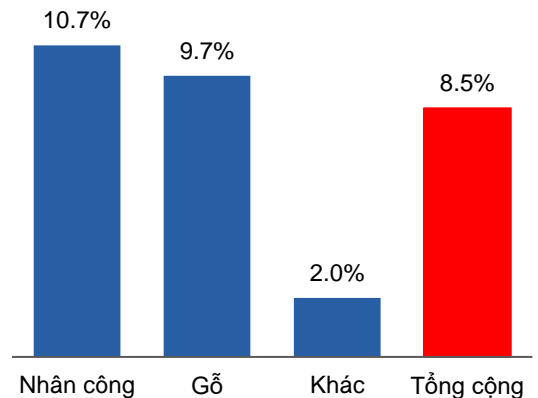
1. GDT đã quản lý, kiểm soát hiệu quả chuỗi sản xuất từ khâu mua nguyên vật liệu, sản xuất, đóng gói đến phân phối, giúp đẩy mạnh hiệu quả hoạt động trong tất cả giai đoạn.
2. Công ty đưa ra nhiều sáng kiến cải tiến để tối đa hóa lượng gỗ sử dụng giúp làm giảm chi phí nguyên vật liệu.
3. Giá gỗ nguyên liệu 6 tháng đầu năm nay giảm nhẹ 1%.

Chi phí SG&A và chi phí lãi vay giảm đã thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận. Chi phí SG&A tính theo phần trăm doanh số giảm từ 13,6% trong 6 tháng đầu năm 2015 còn 12,1% trong 6 tháng đầu năm 2016 do tiết kiệm chi phí hiệu quả, GDT không còn trả tiền thuê đất và các chi phí liên quan tới lô đất Mỹ Phước 2 sau khi chuyển nhượng trong tháng 9/2015 giúp công ty tiết kiệm xấp xỉ 490 triệu đồng (22,000 USD). GDT thuê dài hạn 50 năm khu đất rộng 10 ha tại Khu công nghiệp Mỹ Phước 2 (tỉnh Bình Dương) vào năm 2005 với mục đích mở rộng cơ sở sản xuất. Tuy nhiên, dự án này được ngưng lại do xa với nhà máy hiện hữu, nên Ban điều hành luôn tích cực tìm kiếm đối tác chuyển nhượng cho khu đất trong nhiều năm. Chi phí lãi vay giảm 66% trong nửa đầu năm 2016 còn 117 triệu đồng (5,262 USD) và thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ 22% xuống 20% cũng đóng góp lợi nhuận 6 tháng đầu năm tăng lên.

Hình 6: Cơ cấu giá vốn hàng bán 6 tháng đầu năm 2016 của GDT



Hình 7: Tăng trưởng các chi phí trực tiếp trong 6 tháng đầu năm 2016 so với 6 tháng đầu năm 2015



Nguồn: GDT

Hình 8: KQKD 6 tháng đầu năm 2016 của GDT

(tỷ đồng)	6 tháng 2015	6 tháng 2016	Tăng trưởng %	% 6 tháng 2015	% 6 tháng 2016	CAGR 2012-15
Tổng doanh thu	135	151	12.2%			
Cơ cấu – Theo sản phẩm						
<i>Thiết bị nhà bếp</i>	93	110	18.9%	68.9%	73.0%	13.2%
<i>Già dụng</i>	26	22	-13.0%	18.9%	14.7%	-1.2%
<i>Nội thất trẻ em</i>	0	0	-33.9%	0.2%	0.1%	-14.0%
<i>Đồ chơi</i>	8	11	37.2%	5.9%	7.2%	-10.1%
<i>Khác</i>	9	7	-23.5%	6.7%	4.6%	27.2%
Cơ cấu – Theo thị trường						
<i>Xuất khẩu</i>	115	128	11.5%	85.4%	84.9%	9.5%
<i>Trong nước</i>	20	22	8.8%	15.2%	14.7%	1.5%
Khoản giảm trừ	0	-1	45.1%			
Doanh thu thuần	134	151	12.1%			
Biên LN	47	56	18.7%			
Chi phí SG&A	-18	-18	-0.3%			
LN từ HĐKD	29	38	30.8%			
Lãi/lỗ tài chính	3	4	51.0%			
<i>Chi phí lãi vay</i>	-0	-0	-66.0%			
Lãi/lỗ khác	0	-1	n/a			
LN trước thuế	32	41	28.3%			
LN sau thuế	22	33	46.8%			
Biên LN gộp	35.1%	37.2%				
Biên LN từ HĐKD	21.5%	25.1%				
Biên LN ròng	16.6%	21.7%				
Chi phí SG&A/Doanh số	-13.6%	-12.1%				
Thuế suất thực tế	-29.9%	-19.8%				

Nguồn: GDT, VCSC

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2016: Hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định được hỗ trợ bởi thu nhập bất thường

GDT đang trên đà đạt tăng trưởng LNST kế hoạch 21%.

GDT đạt mục tiêu doanh thu và LNST 2016 lần lượt là 334 tỷ đồng (14,9 triệu USD) và 75 tỷ đồng (3,3 triệu USD), tăng lần lượt 13% và 21% so với thực hiện năm 2015. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi do GDT:

1. Đã hoàn thành lần lượt 45% và 44% doanh thu và LNST so với kế hoạch cả năm. 6 tháng cuối năm thường là mùa cao điểm với các đơn hàng xuất khẩu đồ dùng nhà bếp và đồ gia dụng tăng lên (lợi nhuận 6 tháng cuối năm trung bình trong 3 năm qua đóng góp 58% kế hoạch cả năm), GDT đang trên đà đạt kế hoạch đề ra.
2. Thường xuyên tăng cải tiến, cho ra đời nhiều mẫu mã đa dạng (40 sản phẩm/năm) cho các dòng sản phẩm để khách hàng, người tiêu dùng có thêm nhiều lựa chọn.
3. Hai nhà máy sản xuất của GDT với tổng công suất 10.000 – 12.000 m³ gỗ nguyên liệu, tương ứng với 8.000m³ gỗ thành phẩm/năm, đang vận hành với 70% - 75% công suất, vẫn còn nhiều dư địa cho tăng trưởng công suất.
4. Giá gỗ nguyên liệu dự kiến sẽ giữ ổn định trong 6 tháng cuối năm 2016, giúp GDT giữ được biên LN tốt đã đạt trong 6 tháng đầu năm 2016.

Kế hoạch này tương ứng với tăng trưởng EPS chuẩn hóa 2016 đạt 29%, tương ứng với P/E 2016 là 10,7 lần.

Lợi nhuận bất thường từ lô đất Mỹ Phước 2 đã củng cố lợi nhuận 2016

Vào cuối năm 2015, GDT đã ký hợp đồng chuyển nhượng lô đất Mỹ Phước 2. Quá trình chuyển nhượng dự kiến hoàn thành trong tháng 08/2016 với tổng giá trị chuyển nhượng 68 tỷ đồng (3 triệu USD). Giao dịch này dự kiến đóng góp 23 tỷ đồng (1.0 triệu USD) vào lợi nhuận 2016 của công ty. Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận kế hoạch của GDT chưa tính đến giao dịch này. Nếu cộng cả khoản này, LNST 2016 sẽ đạt 98 tỷ đồng (4,3 triệu USD), tương ứng với tăng trưởng EPS báo cáo (bao gồm LN bất thường từ Mỹ Phước 2) đạt 68% và P/E 2016 8,2 lần.

Yếu tố dẫn dắt tăng trưởng tương lai: gia tăng thâm nhập vào thị trường trong nước và sự chấp nhận tiêu chuẩn chất lượng cao đối với thị trường sản phẩm đồ chơi

Xuất khẩu đang là thế mạnh, công ty có kế hoạch phát triển sâu hơn vào thị trường trong nước cho tất cả các dòng sản phẩm, nhằm góp phần tăng trưởng trong tương lai. Sự khác biệt chủ yếu giữa thị trường xuất khẩu và thị trường trong nước đến từ nhận thức của người tiêu dùng đối với khái niệm giá cả - chất lượng. Người tiêu dùng Việt Nam vẫn chưa sẵn sàng chi trả cho các sản phẩm đồ dùng chất lượng cao khi mà thị trường hiện có rất nhiều lựa chọn giá rẻ khác, và những sản phẩm của GDT thường được xem là chưa đủ quan trọng để dành nhiều chi phí mua sắm. Tuy nhiên, người tiêu dùng Việt Nam ngày càng chú ý nhiều hơn đến sức khỏe, chất lượng sống của gia đình. Điều này cho thấy người tiêu dùng đang có nhận thức đúng hơn về các sản phẩm gia dụng an toàn, do đó sẽ làm gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm chất lượng tốt. Đối với đồ chơi bằng gỗ, thách thức còn đến từ việc khách hàng chưa nhận thức được giá trị giáo dục, ý nghĩa của đồ chơi gỗ mang lại so với sản phẩm đồ chơi bằng nhựa thông thường. Những thực trạng này tạo ra cả thách thức và cơ hội cho GDT để liên tục cải tiến mẫu mã, giới thiệu sản phẩm và mở rộng kinh doanh ngay tại thị trường nội địa, bên cạnh hoạt động xuất khẩu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ truyền thống.

Để tận dụng các cơ hội này, GDT hiện đang mở rộng hệ thống phân phối cũng như đẩy mạnh các chiến lược quảng cáo cho thị trường trong nước, nhằm đạt mục tiêu gia tăng tỷ trọng doanh thu Nội địa trong tổng doanh thu toàn công ty từ mức 15% hiện tại lên 30-35%, và gia tăng tỷ trọng mảng đồ chơi trong doanh thu từ mức 7% hiện tại lên 30-35% trong 5 năm tới. Với những tham vọng này, GDT dự kiến doanh thu và LNTT sẽ có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lần lượt 15% và 17% trong giai đoạn 2016 – 2019.

Chia cổ tức 45% và 5% ESOP trong thời gian tới

Tỷ lệ chi trả cổ tức thường ở mức cao. GDT luôn duy trì mức chia cổ tức tiền mặt cao trên mức 20% so với giá trị mệnh giá qua nhiều năm. Trong năm 2015, GDT chi mức cổ tức 50%, trong đó 40% đã được thanh toán bằng tiền mặt. 10% còn lại sẽ được thanh toán trong quý 3/2016 dưới hình thức cổ phiếu. Mức cổ tức 2016 là 35%, được thanh toán bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu hoặc vừa tiền mặt vừa cổ phiếu. Giả định 35% cổ tức được trả hoàn toàn bằng tiền mặt tức tương đương mức cổ tức tiền mặt 3,500 đồng một cổ phiếu, lợi suất cổ tức tại thị giá hiện tại đạt 5.9%.

Kế hoạch phát hành ESOP 2016 là 5% được thực hiện trong quý 4/2016. Theo sự phê duyệt của ĐHCĐ, 648.272 cổ phiếu ESOP (tương ứng 5% tổng lượng cổ phiếu lưu hành), sẽ được phát hành với giá không thấp hơn 10.000 đồng/CP. Đây là lần thứ hai GDT phát hành cổ phiếu ESOP, đợt phát hành đầu tiên được thực hiện trong năm 2015.

Định giá hấp dẫn với nền tảng vững chắc và triển vọng tăng trưởng rõ ràng

GDT là cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao trong ngành chế biến gỗ do vị thế dẫn đầu ngành sản xuất đồ dùng nhà bếp, đồ gia dụng và sản phẩm đồ chơi cũng như nền tảng cơ bản tốt, ban quản trị có kinh nghiệm, tâm huyết và triển vọng tăng trưởng rõ ràng. Khi so sánh với các công ty cùng ngành, cả trong nước lẫn quốc tế, GDT đều có các chỉ tiêu tài chính và định giá hấp dẫn.

Hình 9: So sánh với một số công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	DT 2015	Tăng trưởng %	LNST 2015	Tăng trưởng %	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12 tháng
Trong khu vực									
Koda Ltd	KODA SP	8,7	47,3	-9,6	0,4	N/A	2,8	1,8	11,0
SWS Capital Bhd	SWS MK	49,1	35,0	-1,4	0,1	-91,0	1,0	0,7	20,8
Federal Furniture Holdings Bhd	FFHB MK	17,8	26,2	52,4	1,6	236,5	15,0	8,3	8,9
Homeritz Corp Bhd	HMCK MK	67,7	41,0	15,1	6,6	16,3	27,2	23,1	7,6
Lii Hen Industries BHD	LHI MK	137,3	140,7	37,4	14,8	103,8	27,2	18,6	6,9
Trung bình		56,1	58,1	18,8	4,7	66,4	14,7	10,5	10,1
Trong nước									
CTCP Chế biến gỗ Thuận An	GTA VN	7,6	22,2	3,6	0,6	6,9	8,6	5,2	12,7
CTCP Gỗ MDF VRG Quang Trí	MDF VN	10,1	18,5	2,7	1,7	-1,1	6,3	3,7	5,4
CTCP Gỗ Tổng hợp Tân Mai	TMW VN	3,0	13,1	-17,9	0,1	-80,1	N/A	N/A	36,0
Trung bình		6,9	17,9	1,8	0,8	-2,0	7,4	4,4	18,0
Trung vị		7,6	18,5	2,7	0,6	-1,1	7,45	4,45	12,7
CTCO Chế biến Gỗ Đức Thành	GDT VN	34,9	13,5	11,1	2,8	19,2	30,2	21,2	10,4

Nguồn: Bloomberg

Phân tích kỹ thuật trung hạn

Quan điểm kỹ thuật

GDT bắt đầu xu hướng tăng giá trung hạn kể từ cuối tháng 8/2015 với sự hỗ trợ của đường trung bình động 200 ngày (MA200), hiện đang nằm tại ngưỡng 45.000 đồng/cp. Tuy nhiên, GDT chỉ bắt đầu tăng tốc từ tháng 3/2016 với sự hỗ trợ của đường trung bình động 50 ngày (MA50), hiện đang nằm tại ngưỡng 55.000 đồng/cp. Hiện GDT đang tạm thời thiết lập mức giá cao nhất kể từ khi niêm yết cho tới nay tại 60.000 đồng/cp vào ngày 12/8 vừa qua với xu hướng ngắn hạn vẫn đang duy trì tích cực. Do đó, chúng tôi chưa xác định được kháng cự trung hạn cho cổ phiếu này ở thời điểm phát hành báo cáo này.

Khuyến nghị

Mua khi vượt 60.000 đồng/cp.

Ngày 18/7/2016	(đồng/cp)
Triển vọng	3 đến 6 tháng
Kháng cự trung hạn	N/A
Hỗ trợ trung hạn	55.000
Xu hướng trung hạn	Tích cực



Nguồn: VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A
Doanh thu thuần	237	266	296
Giá vốn hàng bán	-157	-172	-184
Lợi nhuận gộp	81	94	112
Chi phí bán hàng	-14	-15	-16
Chi phí quản lý DN	-20	-18	-21
LN thuần HĐKD	46	61	76
Doanh thu tài chính	0	7	8
Chi phí tài chính	-26	-2	-2
Trong đó, chi phí lãi vay	0	-1	-1
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	0	-1
LNTT	36	52	62
Thuế TNDN	-15	-15	-19
LNST trước CĐTS	36	52	62
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	36	52	62
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	36	52	62
EBITDA	52	65	81
EPS cơ bản báo cáo, VND	2.629	3.733	4.274
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	2.629	3.733	4.274
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	2.629	3.733	4.274

TỶ LỆ	2013A	2014A	2015A
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	2,6%	12,2%	11,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	13,5%	31,9%	23,8%
Tăng trưởng LNTT	9,8%	29,8%	19,9%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-5,1%	42,0%	14,5%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	33,9%	35,3%	37,9%
Biên LN từ HĐ %	19,5%	22,9%	25,5%
Biên EBITDA	21,8%	24,6%	27,3%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	15,3%	19,4%	20,8%
ROE %	21,7%	27,3%	29,4%
ROA %	14,0%	18,0%	20,6%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	146,8	137,9	125,1
Số ngày phải thu	32,0	24,7	17,0
Số ngày phải trả	22,9	19,3	17,1
TG luân chuyển tiền	155,9	143,2	125,0

Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	2,2	2,2	3,1
CS thanh toán nhanh	1,4	1,6	2,2
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,1
Nợ/Tài sản	14,1%	17,2%	2,8%
Nợ/Vốn sử dụng	17,6%	20,7%	3,6%
Nợ/Vốn CSH	21,3%	26,2%	3,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	47,9	76,4	158,7

BẢNG CĐKT tỷ đồng	2013A	2014A	2015A
Tiền và tương đương	3	3	4
Đầu tư TC ngắn hạn	91	134	121
Các khoản phải thu	21	15	13
Hàng tồn kho	64	66	60
TS ngắn hạn khác	8	13	15
Tổng TS ngắn hạn	188	231	213
TS dài hạn (gộp)	75	99	100
- Khấu hao lũy kế	-39	-46	-50
TS dài hạn (ròng)	36	53	50
Đầu tư TC dài hạn	0	403	404
TS dài hạn khác	40	26	25
Tổng TS dài hạn	76	79	76
Tổng Tài sản	264	310	288
Phải trả ngắn hạn	10	8	9
Nợ ngắn hạn	37	53	8
Nợ ngắn hạn khác	39	41	52
Tổng nợ ngắn hạn	86	103	69
Nợ dài hạn	0	0	0
Nợ dài hạn khác	3	3	3
Tổng nợ	3	3	3
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	104	104	130
Thặng dư vốn CP	3	3	3
Lợi nhuận giữ lại	50	78	65
Vốn khác	19	19	19
Lợi ích CĐTS	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	175	204	216
Tổng cộng nguồn vốn	264	310	288

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng	2013A	2014A	2015A
Tiền đầu năm	35	3	3
Lợi nhuận sau thuế	36	52	62
Khấu hao	6	4	5
Thay đổi vốn lưu động	5	3	15
Điều chỉnh khác	1	-6	-3
Tiền từ hoạt động KD	48	53	79
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2	-9	-4
Đầu tư	-42	-43	15
Tiền từ HĐ đầu tư	-44	-52	11
Cổ tức đã trả	-19	-18	-48
Tăng (giảm) vốn	0	0	5
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-17	16	-45
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-35	-2	-88
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-31	-1	1
Tiền cuối năm	3	3	4

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo. (1) Các tỷ lệ được tính theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh được tính theo lợi nhuận chuẩn hóa lợi trừ lợi nhuận bất thường và dự phòng điều chỉnh đóng góp cho quỹ khen thưởng CB-CNV (5% LNST) theo TT200

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

Nguyễn Thảo Vy, CV cao cấp ext 147
Nguyễn Đắc Phú Thành CV ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.