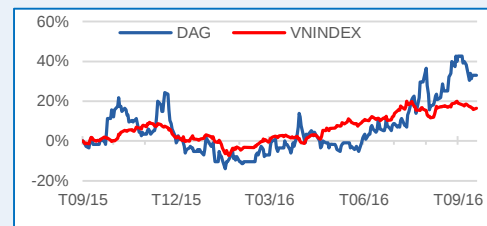


Nhựa Đông Á (DAG) [MUA +23,8%]

Cập nhật

Ngày báo cáo:	06/10/2016		<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Giá hiện tại:	15.600VND	Tăng trưởng DT	13,2%	16,4%	21,3%
Giá mục tiêu:	18.500VND	Tăng trưởng EPS	-21,2%	6,8%	22,8%
Giá mục tiêu trước đây:	20.600VND	Biên LN gộp	8,3%	10,3%	10,6%
		Biên LN ròng	5,8%	7,2%	7,5%
TL tăng:	+18,6%	EV/EBITDA	8,1x	7,9x	6,8x
		Giá CP/Dòng tiền			
Lợi suất cổ tức:	<u>5,2%</u>	HĐ	N/M	N/M	N/M
Tổng mức sinh lời:	+23,8%	P/E	11,5x	10,2x	8,3x



Ngành:	Vật liệu XD		<u>DAG</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	27,2 triệu USD	P/E (trượt)	7,4x	13,6x	N/A
Room KN:	7,9 triệu USD	P/B (hiện tại)	1,2x	1,8x	1,9x
GTGD/ngày (30n):	0,7 triệu USD	Nợ ròng/CSH	62,7%	89,3%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	13,1%	16,9%	12,0%
SL cổ phiếu lưu hành	39,9 triệu	ROA	5,4%	8,2%	2,1%
Pha loãng	39,9 triệu				

DAG là công ty sản xuất nhựa xây dựng và quảng cáo lớn nhất Việt Nam. Công ty dẫn đầu thị trường miền Bắc và miền Trung với thị phần 40% và thị phần cả nước 20%. Các thương hiệu của công ty bao gồm Smartwindow, SHIDE Profile, và Đông Á.

Giá hạt nhựa PVC tăng ảnh hưởng đến biên LN gộp

Lý Thị Mỹ Dung
Chuyên viên

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Tập đoàn Nhựa Đông Á (DAG). Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu do khả năng sinh lời bị ảnh hưởng khi giá hạt nhựa PVC tăng. Tuy nhiên, mức định giá P/E thấp hiện tại không phản ánh triển vọng tăng trưởng vững chắc khi tăng trưởng công suất sẽ cho phép công ty tiếp tục có lợi thế từ nhu cầu khách hàng lớn hơn.

Doanh thu nhựa xây dựng mạnh mẽ và biên LN gộp cải thiện giúp dẫn dắt tăng trưởng LNST 45,4% trong 6 tháng đầu năm 2016. Công ty cho biết trong 6 tháng đầu năm, doanh thu đạt 618,7 tỷ đồng, và LNST đạt 29,6 tỷ đồng, tăng lần lượt 10% và 45,4% so với cùng kỳ năm ngoái. Như vậy, doanh thu đã đạt 46,7% và lợi nhuận ròng đạt 32,4% dự báo cả năm do chúng tôi đưa ra.

Thị trường BĐS tiếp tục tăng trưởng tốt và danh sách dài các hợp đồng thương mại sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng doanh thu phù hợp với dự báo của chúng tôi cho DAG năm 2016. Chúng tôi tin tưởng doanh thu của DAG sẽ đạt mức tăng trưởng 16,4% năm 2016 nhờ thị trường BĐS tiếp tục sôi động và một loạt các dự án và hợp đồng thương mại đã kí kết đảm bảo cho sự tăng trưởng của DAG trong năm 2016, trong đó tấm nhựa profile đóng vai trò trụ cột thúc đẩy tăng trưởng doanh thu với 30 dây chuyền sản xuất lần lượt đi vào hoạt động từ đầu tháng 08/2016, qua đó giải quyết vấn đề hạn chế công suất.

Doanh số hàng bán mạnh mẽ của tấm nhựa profile sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng doanh thu trung hạn giai đoạn 2016-2020 của DAG. Chúng tôi giả định sản phẩm này sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép trong 5 năm tới đạt 16,6%. Theo đó, năm 2021, tỷ trọng doanh thu của tấm nhựa profile sẽ tăng từ 38% hiện tại lên đến 50% trong tổng doanh thu của DAG. DAG có 5 năm để xem xét việc mở rộng công suất cho sản phẩm này.

Giá nhựa PVC cao hơn dự kiến sẽ làm giảm biên LN gộp năm 2016 thấp hơn dự báo của chúng tôi, nhưng vẫn ghi nhận đà tăng từ 8,1% lên 10,3%. Chúng tôi điều chỉnh giá nhập khẩu trung bình hạt nhựa PVC của DAG tăng 2,9%, lên 799 USD/tấn, giảm 8% thay so với năm 2015, thay vì giảm 11% như trong báo cáo trước. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp năm 2016 của DAG được dự báo sẽ tăng từ 8,3% lên 10,3%, nhưng con số này vẫn thấp hơn 210 điểm phần trăm so với dự báo trước đây của chúng tôi.

Biên LN gộp của DAG giai đoạn 2017-2020 sẽ giảm dần do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao hơn mức tăng của giá bán trung bình. Chúng tôi giả định rằng giá hạt nhựa PVC, nguyên liệu đầu vào chính của DAG, sẽ tăng 3%/năm, do giá dầu phục hồi theo dự báo của IHS, trong khi giá bán trung bình của DAG chỉ tăng 2%/năm vì sản phẩm của DAG có độ nhạy cao với thị trường. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp của DAG từ năm 2017 đến 2020 sẽ giảm dần và đến năm 2020, chỉ còn 9,5%, dù con số này vẫn cao hơn nhiều so với năm 2015.



Tổng kết KQLN 6 tháng đầu năm 2016: Biên lợi nhuận cải thiện do giá nguyên liệu đầu vào giảm

DAG cho biết trong 6 tháng đầu năm, doanh thu đạt 681,7 tỷ đồng, và LNST đạt 29,6 tỷ đồng, tăng lần lượt 10% và 45,4% so với cùng kỳ năm ngoái. Như vậy, doanh thu và lợi nhuận đã đạt lần lượt 46,7% và 32,4% dự báo cả năm của chúng tôi.

Hình 1: KQLN 6 tháng đầu năm 2016 của DAG

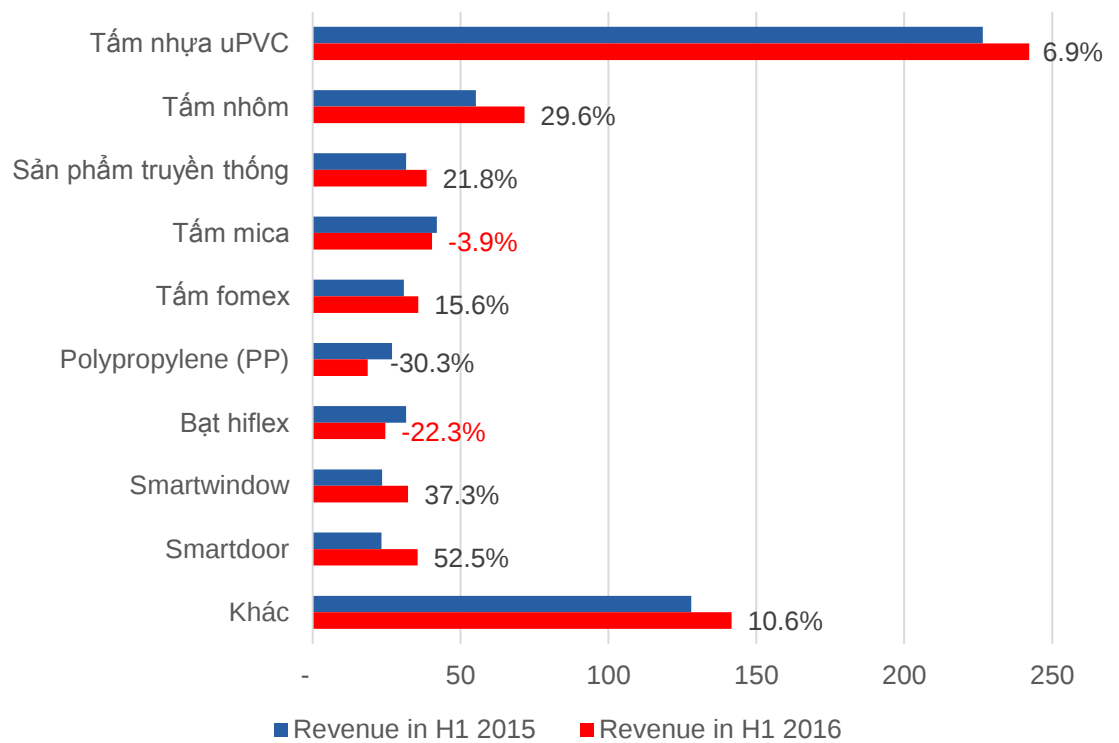
	6 tháng đầu năm 2015	6 tháng đầu năm 2016	Tăng trưởng	% dự báo trước đây của VCSC
Doanh thu	619,7	681,7	10,0%	46,7%
Lợi nhuận gộp	50,1	60,5	20,6%	33,4%
Chi phí quản lý và bán hàng	-13,9	-15,6	12,1%	28,2%
Lợi nhuận từ HĐKD	36,2	44,9	23,8%	35,8%
LNST theo báo cáo	20,3	29,6	45,4%	32,4%

Nguồn: DAG và VCSC

LNST 6 tháng đầu năm 2016 tăng trưởng ấn tượng 45,4% nhờ các yếu tố sau:

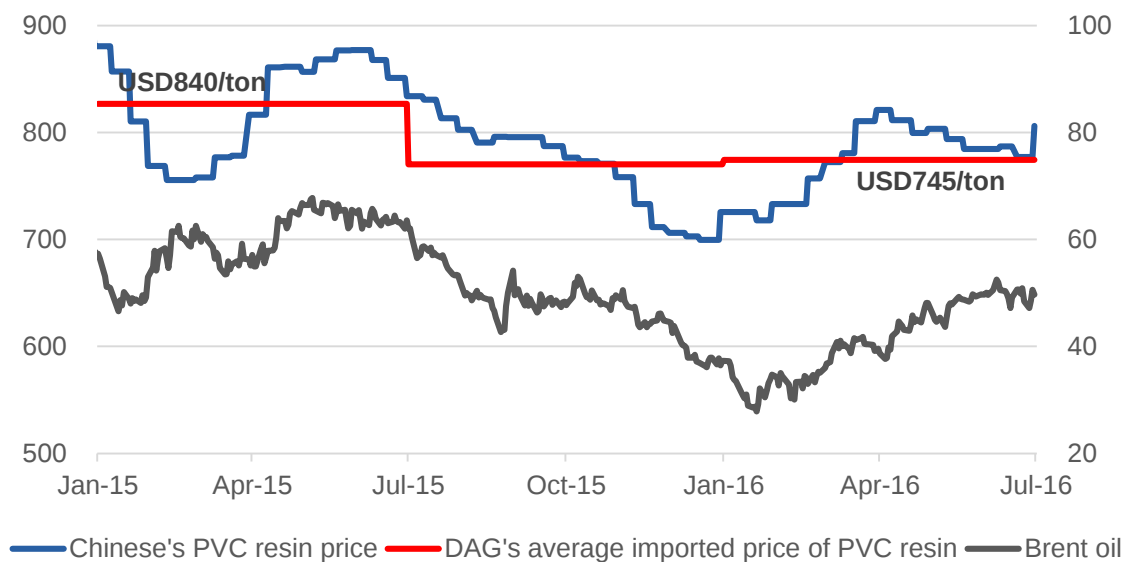
- Doanh thu từ nhựa xây dựng tăng trưởng mạnh, đóng vai trò trụ cột thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của DAG trong 6 tháng đầu năm.** Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu của DAG đạt 681,7 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó doanh thu từ nhựa xây dựng tăng mạnh là yếu tố chính kích thích tổng doanh thu tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm (Hình 2).
 - **Nhựa xây dựng:** Trong 6 tháng đầu năm, nhựa xây dựng có tốc độ tăng trưởng doanh thu ấn tượng, đặc biệt là các sản phẩm tấm nhôm composite, cửa nhựa Smartwindow và Smartdoor với doanh thu tăng trưởng lần lượt đạt 29,6%, 37,3%, và 52,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Kết quả này phản ánh việc thị trường BĐS tiếp tục sôi động trong nửa đầu năm 2016. Ngoài ra, DAG đã trúng thầu một số dự án lớn, như Đại học Thủy Lợi tại Hưng Yên, các tòa nhà Hanovid và FLC. Tuy nhiên, tấm nhựa profile, sản phẩm chính của DAG, chỉ đạt tăng trưởng doanh thu 6,9% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do hạn chế về công suất
 - **Nhựa quảng cáo:** Trong khi đó, doanh thu từ các sản phẩm nhựa quảng cáo như nhựa polypropylene (PP), bạt Hiflex và mica giảm lần lượt 30,3%, 22,3%, và 3,9%. Tuy nhiên, các sản phẩm này chỉ đóng góp 13% tổng doanh thu của DAG, nên không ảnh hưởng nhiều đến KQLN 6 tháng đầu năm.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 20,6% so với cùng kỳ năm ngoái dù giá bán trung bình giảm.** Trong 6 tháng đầu năm 2016, lợi nhuận gộp của DAG đạt 60,5 tỷ VND, biên lợi nhuận gộp tăng từ 8,1% lên 8,9%, dù giá bán trung bình giảm 7% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh.
 - **Trong 6 tháng đầu năm, giá nguyên liệu đầu vào chính giảm 11%.** Trong 6 tháng đầu năm, DAG tiếp tục hưởng lợi nhờ giá hạt nhựa trong khu vực giảm mạnh 6,3% so với cùng kỳ năm ngoái vì giá dầu thô tiếp tục ở mức thấp. Vì vậy, giá nhập khẩu hạt nhựa PVC của DAG trong thời gian này vào khoảng 745USD/tấn, giảm 11% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá nhựa PVC của thế giới và giá nhập khẩu của DAG có sự chênh lệch vì DAG dự trữ nguyên liệu tồn kho cho 3-6 tháng (Hình 3).
 - **Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của DAG bị ảnh hưởng do giá bán trung bình giảm.** Tuy giá nguyên liệu chính giảm mạnh, biên lợi nhuận gộp của DAG chỉ tăng nhẹ từ 8,1% lên 8,9% vì giá bán trung bình của DAG cũng giảm khoảng 7%. Nguyên nhân chính là cạnh tranh cao trên thị trường, khiến giá bán điều chỉnh theo giá nguyên liệu đầu vào (Hình 4).

Hình 2: Tăng trưởng doanh thu các sản phẩm trong 6 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái



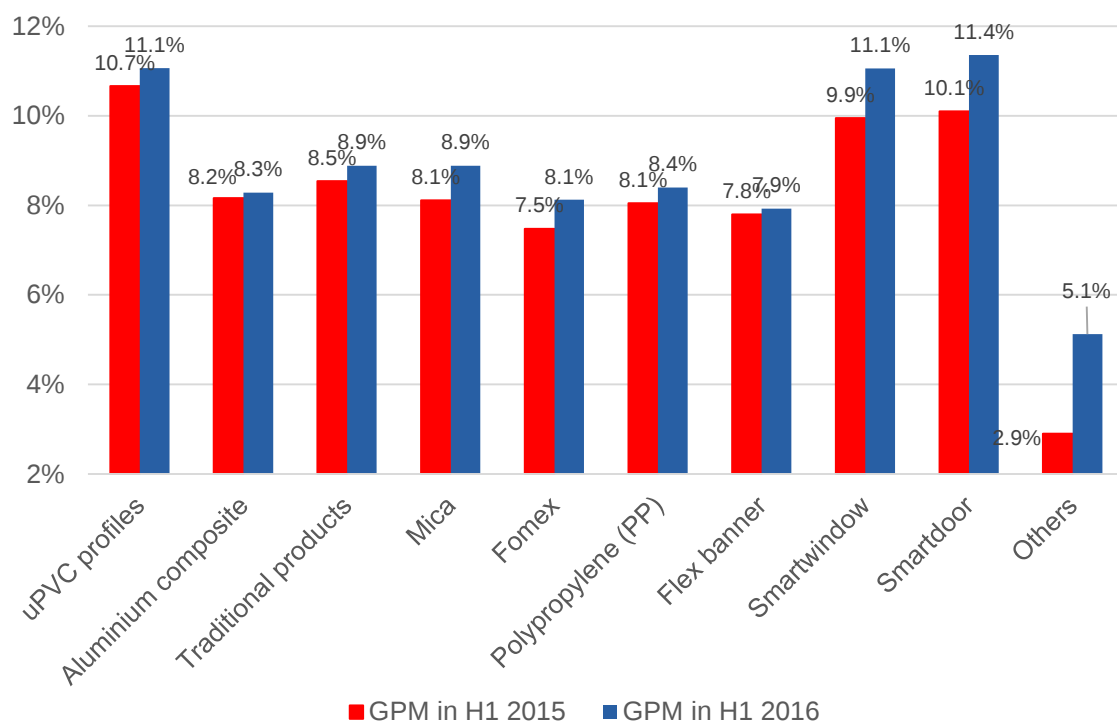
Nguồn: DAG

Hình 3: Mối liên hệ giữa giá dầu, giá hạt nhựa PVC của Trung Quốc và giá hạt nhựa PVC nhập khẩu trung bình của DAG có sự tương quan



Nguồn: Bloomberg, DAG, và VCSC

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp các sản phẩm của DAG



Nguồn: DAG

Triển vọng 2016: Mở rộng công suất tấm nhựa profile hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Hình 5: Tổng kết dự báo KQLN 2016 của VCSC

tỷ VND	KQ 2015	Dự báo 2016 (trước đây)	Dự báo 2016 (hiện nay)	Dự báo 2016 hiện nay so với KQ 2015	Ghi chú
Doanh thu	1.254	1.460	1.460	16,4%	
Tấm nhựa profile	472	583	583	23,5%	
Nhôm composite	117	125	125	6,4%	
Các sản phẩm truyền thống	78	76	76	-2,1%	
Tấm mica	80	92	92	14,0%	
Tấm fomex	68	75	75	9,2%	
Polypropylene	47	47	47	-0,2%	
Bạt Hiflex (PP)	47	56	56	18,8%	
Smartwindow	37	39	39	4,5%	
Smartdoor	36	43	43	18,8%	
Khác	272	326	326	20,0%	
Biên lợi nhuận gộp	104	181	151	44,9%	Chúng tôi điều chỉnh tăng 2,4% dự báo giá vốn hàng bán, với giả định nguyên liệu đầu vào sẽ tăng 2,9% so với dự báo trước đây.
Chi phí bán hàng và tiếp thị	(12)	(31)	(22)	85,1%	Chi phí bán hàng và tiếp thị (chủ yếu là tấm nhựa profile) tăng để thâm nhập sâu hơn vào thị trường miền Bắc và miền Trung, đồng thời đẩy mạnh hoạt động kinh doanh tại miền Nam.
Chi phí quản lý DN	(20)	(25)	(23)	18,1%	
LN từ HĐKD	72	126	106	45,6%	
Chi phí lãi vay	(28)	(26)	(26)	-4,7%	
LN trước thuế	44	99	79	78,7%	
LNST	40	91	72	78,8%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	40	91	72	78,8%	
EBITDA	91	152	132	44,5%	
Biên LN gộp %	8,3%	12,4%	10,3%		Chúng tôi điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp cả năm vì giá nguyên liệu đầu vào tăng 2,9% so với dự báo trước đây.
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	0,9%	2,1%	1,5%		
Chi phí quản lý / doanh thu	1,6%	1,7%	1,6%		
Biên EBIT %	5,8%	8,6%	7,2%		
Biên EBITDA %	7,3%	10,4%	9,0%		
Biên LNST % (điều chỉnh)	3,2%	6,3%	4,9%		

Nguồn: VCSC

Chúng tôi điều chỉnh giảm 20,7% giá định LNST 2016 so với báo cáo trước, xuống 72 tỷ đồng, tăng 78,8% so với năm ngoái vì các lý do sau:

Sản lượng nhựa xây dựng bán ra tăng mạnh, tiếp tục kích thích tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi giữ nguyên giả định tăng trưởng doanh thu của DAG năm 2016 đạt 16,4%, chủ yếu nhờ vào sản lượng tấm profile bán ra cao và nhu cầu nhựa xây dựng mạnh.

1. **Thị trường BĐS tiếp tục sôi động** là yếu tố chính kích thích tiêu thụ vật liệu xây dựng, trong đó có nhựa xây dựng trong 6 tháng cuối năm 2016.
2. **Một loạt các dự án và hợp đồng thương mại đảm bảo cho DAG tăng trưởng trong năm 2016.** Nhờ thương hiệu mạnh, DAG đã trúng thầu nhiều dự án tại miền Bắc, nhờ đó đảm bảo tăng trưởng doanh thu cả năm cho DAG. DAG đã ký một hợp đồng trị giá 4,5 triệu USD để cung cấp các sản phẩm Smartdoor và Smartwindow cho các dự án như Đại học Thủy Lợi, Khu phức hợp FLC Tower, các tòa nhà Hanoviet, MBLand, và HACCI và HPC Landmark. Tháng 08/2016, DAG đã ký hợp đồng với một công ty Brazil để xuất khẩu tấm nhôm composite và bạt Hiflex, tổng trị giá 1,5 triệu USD.
3. **Sản lượng tấm nhựa profile bán ra đạt mức cao sẽ là yếu tố chính kích thích tăng trưởng doanh thu của DAG.**
 - **30 dây chuyền sản xuất tấm nhựa profile sẽ lần lượt đi vào hoạt động từ đầu tháng 08/2016.** Từ đầu tháng 08/2016, DAG sẽ lần lượt đưa 30 dây chuyền sản xuất tấm nhựa profile vào hoạt động và tăng gấp đôi công suất lên 50.000 tấn/năm. Việc mở rộng công suất tấm nhựa profile sẽ giúp DAG giải quyết vấn đề công suất và thâm nhập sâu hơn vào thị trường miền Bắc và miền Trung, cũng như tăng trưởng doanh thu tại thị trường miền Nam.
 - **Sản lượng tấm nhựa profile bán ra sẽ tiếp tục tăng 40% tại thị trường miền Bắc và miền Trung, và 25% tại thị trường miền Nam.** Chúng tôi dự báo sản lượng tấm nhựa profile bán ra sẽ tăng trên 40% so với cùng kỳ năm ngoái tại thị trường miền Bắc và miền Trung, chủ yếu vì tại các khu vực này, DAG thống lĩnh thị trường với thị phần trên 50%, và DAG cũng đã ký hợp đồng trị giá 9,3 triệu USD để cung cấp 6.300 tấn sản phẩm, tương đương 25% công suất bổ sung trong năm 2016. Ngoài ra, công suất bổ sung của tấm nhựa profile sẽ được dùng để đẩy mạnh vào miền Nam nơi mà 95% thị phần bị thống lĩnh bởi các sản phẩm Trung Quốc chủ yếu không có thương hiệu, chất lượng trung bình, và không có bảo hành.

Biên lợi nhuận gộp của DAG 2016 dự kiến sẽ không đạt dự báo trước đây của chúng tôi do giá hạt nhựa PVC tăng trong thời gian qua.

- **Giá hạt nhựa PVC tại Châu Á có xu hướng tăng từ Quý 3/2016.** Thống kê của ICSC, cơ quan cung cấp thông tin thị trường hóa dầu lớn nhất thế giới, giá hạt nhựa PVC tại Châu Á đã bắt đầu tăng trong Quý 3/2016 sau khi giảm trong Quý 2. Nguyên nhân chính là nhu cầu hạt nhựa PVC cao hơn so với dự báo trước đó, nhờ vào việc đẩy mạnh nhập khẩu của Ấn Độ và các Đông Nam Á. Ngoài ra, giá PVC tại Trung Quốc tăng mạnh trong Quý 3/2016 do cầu tại nước này mạnh trong khi cung hạn chế, khiến các doanh nghiệp sản xuất PVC tại các nước Châu Á khác tăng giá chào bán mà không lo ngại về hàng xuất khẩu do Trung Quốc sản xuất. Do đợt tăng giá mạnh gần đây, khiến cho giá trung bình hạt nhựa PVC của Trung Quốc trong 9 tháng đầu năm 2016 đạt 850 USD/tấn, chỉ còn giảm 1,7% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, giá hạt nhựa PVC của Trung Quốc trong Quý 4 dự kiến sẽ giảm so với Quý 3 vì thị trường nước này dư cung cũng như nhu cầu giảm do giá cao. Vì vậy, chúng tôi dự báo giá hạt nhựa PVC của Trung Quốc sẽ đạt 810 USD/tấn năm 2016, tăng 1,5% so với năm 2015.
- **Chúng tôi điều chỉnh tăng 2,9% giả định giá hạt nhựa PVC nhập khẩu.** Hiện hạt nhựa PVC chiếm khoảng 80% giá vốn hàng bán của DAG và được mua dự trữ từ 3-6 tháng từ các nước Châu Á như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Thái Lan và Trung Quốc. Do được mua dự trữ từ 3-6 tháng nên giá mua đầu vào của DAG có độ trễ hơn so với giá của khu vực. Công ty cho biết dù giá hạt nhựa PVC của Trung Quốc và Châu Á tăng mạnh trong Quý 3/2016, giá PVC trung bình mà DAG mua chỉ tăng 3% so với Quý 2/2016. Do vậy, chúng tôi dự báo giá nhập khẩu hạt nhựa PVC của DAG tính chung cả năm sẽ ở mức

799 USD/tấn, giảm 8% so với năm 2015 nhưng vẫn cao hơn so với dự báo của chúng tôi 2,9%.

- **Biên lợi nhuận gộp 2016 của DAG từ 8,3% lên 10,3%, nhưng thấp hơn 210 điểm phần trăm so với dự báo trước đây của chúng tôi.** Do giá nguyên liệu đầu vào tăng, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán của DAG sẽ tăng 2,4% so với dự báo trước đây lên 1.280 tỷ đồng, tăng 13,8% so với năm 2015 và biên lợi nhuận cả năm của DAG dự kiến sẽ tăng từ 8,3% lên 10,3%, trong khi chúng tôi vẫn giữ giả định giá bán trung bình sẽ giảm 5% so với năm 2015. Biên lợi nhuận gộp của DAG tăng lên 10,3% một phần cũng nhờ vào biên lợi nhuận gộp tấm nhựa profile tăng từ 10,8% lên 11,5% với các dây chuyền sản xuất có công nghệ hiện đại nhất Đông Nam Á, giúp DAG giảm chi phí sản xuất.

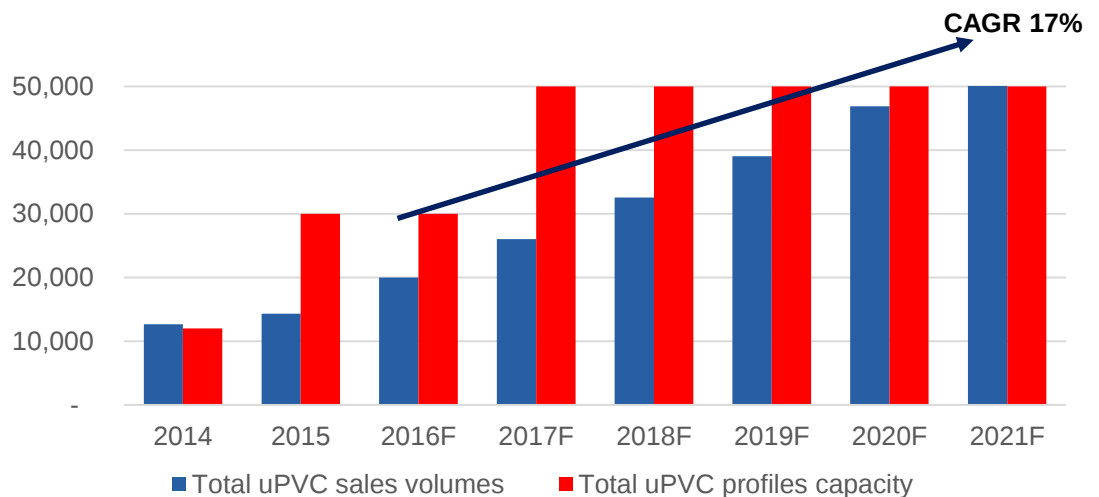
Giả định chi phí bán hàng và tiếp thị tăng, nhằm đẩy mạnh tiêu thụ tấm nhựa profile. DAG dự kiến sản lượng tấm nhựa profile bán ra cả năm 2016 sẽ tăng khoảng 40% nhờ thâm nhập sâu hơn vào thị trường miền Bắc và miền Trung, cũng như tăng cường hiện diện tại thị trường miền Nam. Với dự báo mức tăng trưởng cao, chúng tôi giả định chi phí bán hàng và tiếp thị sẽ tăng mạnh nhằm đẩy mạnh hoạt động kinh doanh, và sẽ bằng 1,5% trên doanh thu, thay vì 0,95% trên doanh thu như năm ngoái.

Từ năm 2017 trở đi: Sản lượng tấm nhựa profile bán ra tăng mạnh sẽ là trụ cột kích thích tăng trưởng ngắn hạn

Sản lượng tấm nhựa profile bán ra tăng mạnh sẽ là trụ cột thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong trung hạn. Chúng tôi giữ nguyên giả định sản phẩm này đạt tỷ lệ tăng trưởng kép 16,6% từ 2016-2021. Theo đó, tỷ trọng doanh thu của sản phẩm này dự kiến sẽ tăng từ 38% lên đến 50% năm 2021. Tốc độ tăng trưởng mạnh này là do các nguyên nhân sau:

1. **Nhu cầu thị trường dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong 5 năm tới** nhờ thị trường BĐS tiếp tục sôi động, đặc biệt là phân khúc nhà phổ thông và nhà ở xã hội, với sự hỗ trợ của nhà nước.
2. **Lợi thế tương đối của hệ thống cửa nhựa lõi thép để thay thế hệ thống cửa làm bằng các vật liệu khác.** Nhờ lợi thế của hệ thống cửa nhựa lõi thép, như độ bền cao, không bị biến dạng và oxy hóa, nhẹ hơn, và dễ sử dụng hơn khi thi công, lắp đặt, vận chuyển dễ dàng hơn đến các khu vực vùng sâu vùng xa, và chi phí thấp hơn so với các nguyên liệu khác như nhôm, gỗ, và thép – dự kiến thị phần tại Việt Nam của sản phẩm này sẽ tăng hơn mức 35% hiện nay.
3. **Việc mở rộng công suất tấm nhựa profile cũng như thương hiệu mạnh của DAG** sẽ giúp DAG tận dụng nhu cầu thị trường tăng trưởng mạnh để củng cố vị trí thống lĩnh của mình tại thị trường miền Bắc và miền Trung, thâm nhập thị trường miền Nam, và tăng cường xuất khẩu sang các nước ASEAN và Trung Đông.

Hình 6: Dự báo tăng trưởng doanh thu tấm nhựa profile (tấn/năm)



Nguồn: VCSC

DAG có 5 năm để xem xét việc mở rộng công suất tấm nhựa profile. Với dự báo tấm nhựa profile sẽ tăng trưởng mạnh, chúng tôi dự báo các dây chuyền sản phẩm này sẽ đạt công suất tối đa năm 2021. Khi đó, công ty sẽ phải xem xét có tiếp tục mở rộng công suất hay không. Chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo việc mở rộng công suất trên 50.000 tấn/năm.

Biên lợi nhuận gộp giảm dần do giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh hơn so với giá bán trung bình. Chúng tôi giữ nguyên giả định giá hạt nhựa PVC, nguyên liệu đầu vào chính của DAG, sẽ tăng 3%/năm từ 2017-2020, song song với sự phục hồi của giá dầu thế giới, theo dự báo của IHS, trong khi giá bán trung bình của DAG sẽ chỉ tăng 2%/năm vì đây là các sản phẩm có độ nhạy về giá với thị trường cao. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp sẽ giảm dần từ năm 2017 trở đi và đến năm 2020 chỉ còn 9,5%, dù con số này vẫn cao hơn nhiều so với năm 2015.

Định giá

Chúng tôi tính giá mục tiêu dành cho DAG bằng cách kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E với tỷ trọng 70:30. Phương pháp chiết khấu dòng tiền có tỷ trọng cao hơn để phản ánh chính xác hơn quan điểm dài hạn của chúng tôi dành cho DAG và mô hình kinh doanh mang lại nhiều lợi nhuận, trong khi không có nhiều không ty có thể so sánh với DAG.

Hình 7: Tóm tắt mô hình định giá

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/CP)	Ghi chú
Chiết khấu dòng tiền	16.300	70,0%	11.410	
P/E các công ty khác cùng ngành trong nước	23.694	30,0%	7.108	13,1x
Giá mục tiêu (VND/CP)			18.500	
P/E (trượt 12 tháng) theo giá mục tiêu			10,9x	
P/E (dự phóng) theo giá mục tiêu			10,2x	

Nguồn: VCSC

Hình 8: Tóm tắt mô hình chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn	Trước đây	Hiện nay	FCFF (10 năm)	
Hệ số beta	1,15	1,15	Giá trị hiện tại dòng tiền tự do	309
Phần bù rủi ro thị trường %	8,4	7,9	Giá trị cuối cùng (2,0% g)	620
Lãi suất phi rủi ro %	6,5	5,5	Tổng DTTDCK và GTCC	929
Chi phí CSH %	16,1	14,6	cộng Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	13
Chi phí vốn %	7,5	7,5	trừ Nợ	293
Nợ/Vốn CSH	49,7	56,9	trừ Lợi ích CĐTS	0
Vốn CSH %	50,3	43,1	Giá trị vốn CSH	649
Thuế TNDN %	9	9	Cổ phiếu (triệu)	40
WACC %	13,0	11,8	Giá cổ phiếu (VND)	16.300

Nguồn: VCSC

Hình 9: Dòng tiền

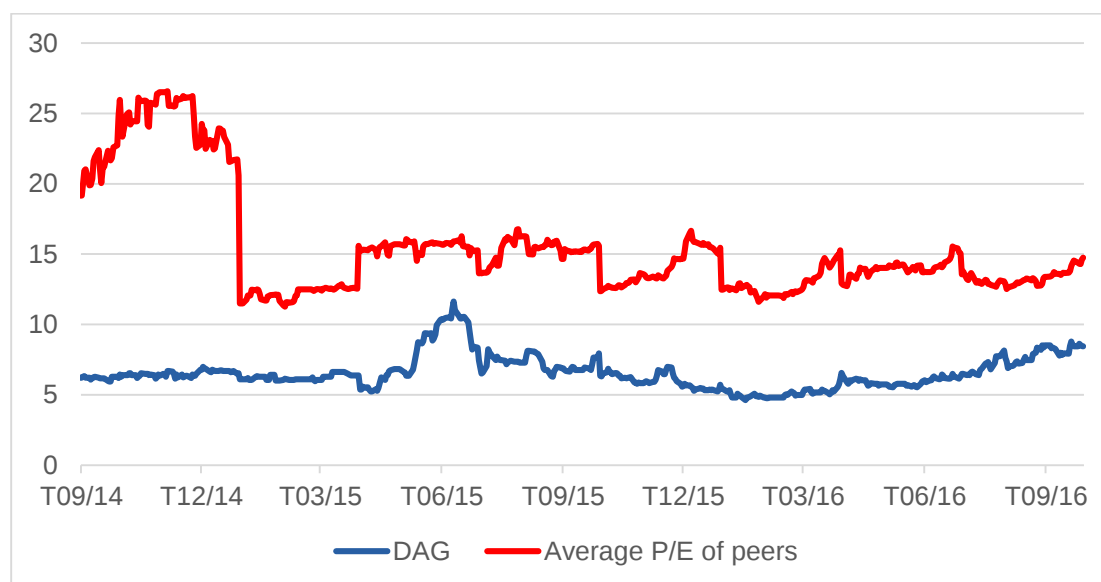
Chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LN trước thuế và lãi vay	106	133	158	179	190	219	243	264	285	320
trừ Thuế	(7)	(16)	(20)	(28)	(28)	(33)	(37)	(41)	(45)	(53)
cộng Khấu hao	26	33	43	53	68	79	85	95	107	107
trừ Đầu tư XDDB	(72)	(72)	(100)	(100)	(147)	(115)	(120)	(100)	(120)	(120)
trừ Tăng vốn lưu động	23	(93)	(82)	(113)	(83)	(88)	(100)	(45)	(80)	(74)
Dòng tiền tự do	76	(16)	(0)	(8)	(0)	62	71	173	147	181
Giá trị hiện tại DTTD	68	(13)	(0)	(6)	(0)	33	34	74	56	62
Tổng giá trị hiện tại DTTD	68	55	55	50	50	83	117	191	248	309

Nguồn: VCSC

So sánh với các công ty nhựa trong nước

Công ty	Quốc gia	GTVN (triệu USD)	Doanh thu thuần 12T	Y-o-Y %	LNST 12T	Y-o-Y %	Nợ/CSH	ROE	ROA	PE	PB
Nhựa Bình Minh	Việt Nam	351,2	140,5	15,6	23,2	24,0	3,0	29,0	24,9	13,8	3,7
Nhựa Đà Nẵng	Việt Nam	3,6	3,5	5,4	0,1	229,4	0,0	7,3	6,7	29,3	2,0
Nhựa Tân Đại Hưng	Việt Nam	8,5	32,7	-4,7	0,5	133,4	60,3	5,8	3,2	10,6	0,5
Nhựa Sài Gòn	Việt Nam	8,2	35,5	9,1	0,5	13,0	219,0	4,7	1,4	16,4	0,6
Nhựa An Phát	Việt Nam	67,9	83,4	3,5	1,8	544,6	74,4	12,6	5,6	14,2	1,7
Nhựa Rạng Đông	Việt Nam	24,9	52,8	4,7	2,7	28,0	124,9	21,0	7,2	7,7	1,7
Nhựa Tân Phú	Việt Nam	7,4	32,7	30,2	0,8	69,2	175,7	24,2	7,1	7,0	1,6
Nhựa Tiền Phong	Việt Nam	261,6	174,9	18,6	16,3	16,6	66,4	23,6	13,4	15,1	2,8
Nhựa Đồng Nai	Việt Nam	33,2	53,9	52,0	2,0	105,3	151,1	34,4	8,3	9,4	2,3
Kỹ nghệ Đô Thành	Việt Nam	3,9	5,8	14,6	0,3	35,5	18,1	6,0	4,5	12,4	0,7
Trung vị		16,7	44,2	11,9	1,3	52,3	70,4	16,8	6,9	13,1	1,7
Trung bình		77,0	61,6	14,9	4,8	119,9	89,3	16,9	8,2	13,6	1,8
Đông Á	Việt Nam	27,2	58,8	13,2	1,8	36,6	62,7	13,1	5,4	7,4	1,2

Nguồn: Bloomberg

Hình 10: So sánh diễn biến P/E của DAG và các công ty khác trong ngành


Lịch sử Khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg & VCSC

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu	1.254	1.460	1.770
Giá vốn hàng bán	-1.150	-1.309	-1.583
Lợi nhuận gộp	104	151	187
Chi phí bán hàng	-12	-22	-27
Chi phí quản lý DN	-20	-23	-28
LN thuần HĐKD	72	106	133
Lỗ/lãi thuần khác	0	0	0
EBIT	72	106	133
Chi phí lãi vay	-28	-26	-28
LNTT	44	79	105
Thuế TNDN	-4	-7	-16
LNST trước CĐTS	40	72	89
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	40	72	89
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh (1)	40	72	89
EBITDA	91	132	166
EPS cơ bản, báo cáo, VND	1.695	1.810	2.223
EPS cơ bản, điều chỉnh (1), VND	1.695	1.810	2.223
EPS pha loãng (2), VND	1.695	1.810	2.223

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	13,2%	16,4%	21,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	16,0%	45,6%	25,6%
Tăng trưởng LNTT	35,5%	78,7%	32,4%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-21,2%	6,8%	22,8%

Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	8,3%	10,3%	10,6%
Biên LN từ HĐ %	5,8%	7,2%	7,5%
Biên EBITDA	7,3%	9,0%	9,4%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	3,2%	4,9%	5,0%
ROE %	12,3%	14,9%	16,9%
ROA %	4,6%	7,4%	8,2%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	126,4	110,7	100,5
Số ngày phải thu	35,3	32,7	29,6
Số ngày phải trả	30,8	32,7	27,0
TG luân chuyển tiền	130,9	110,7	103,1

Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,0	1,9
CS thanh toán nhanh	0,9	0,8	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,6	0,5	0,6
Khả năng thanh toán lãi vay	2,6	4,0	4,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Tiền và tương đương	13	14	14
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	139	132	160
Hàng tồn kho	395	394	477
TS ngắn hạn khác	151	151	166
Tổng TS ngắn hạn	698	691	817
TS dài hạn (gộp)	7	7	7
- Khấu hao lũy kế	234	280	319
TS dài hạn (ròng)	347	419	491
Đầu tư TC dài hạn	-113	-139	-172
TS dài hạn khác	11	13	16
Tổng TS dài hạn	252	300	342
Tổng Tài sản	950	992	1,158

Phải trả ngắn hạn	101	111	135
Nợ ngắn hạn	207	199	245
Nợ ngắn hạn khác	36	41	50
Tổng nợ ngắn hạn	343	351	429
Nợ dài hạn	86	85	122
Nợ dài hạn khác	54	57	59
Tổng nợ dài hạn	140	142	181
Tổng nợ	483	493	611
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0
Thặng dư vốn CP	407	407	407
Lợi nhuận giữ lại	60	92	140
Vốn chủ sở hữu	467	499	547
Tổng cộng nguồn vốn	950	992	1,158

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)			
Tiền đầu năm	6	13	14
Lợi nhuận sau thuế	40	72	89
Khấu hao	19	26	33
Thay đổi vốn lưu động	2	0	0
Điều chỉnh khác	-157	23	-93
Tiền từ hoạt động KD	-96	122	29
Chi mua sắm TSCĐ ròng	-101	-72	-72
Đầu tư	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-101	-72	-72
Cổ tức đã trả	0	-40	-40
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	1	2
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-34	-1	37
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-8	46
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	205	-49	43
Tổng lưu chuyển tiền tệ	7	1	0
Tiền cuối năm	13	14	14

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. (1) EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có cơ khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo Thông tư 200. (2) EPS pha loãng được tính trên cơ sở số lượng cổ phiếu lưu hành sau pha loãng.

XU HƯỚNG TRUNG HẠN

Quan điểm kỹ thuật:

Sau khi tăng mạnh từ đầu năm 2016, trong khoảng 2 tháng trở lại đây, DAG dao động đi ngang trong biên độ từ 15.000-17.000 đồng/cp. Tín hiệu kỹ thuật ngắn hạn của DAG không thực sự rõ ràng khi cổ phiếu tiệm cận vùng cận dưới của kênh dao động. Tuy vậy, với việc đang giao dịch dưới các đường MA5, MA10 và MA20 ngày trong phiên hôm nay, xác suất giảm của DAG đang chiếm ưu thế hơn.

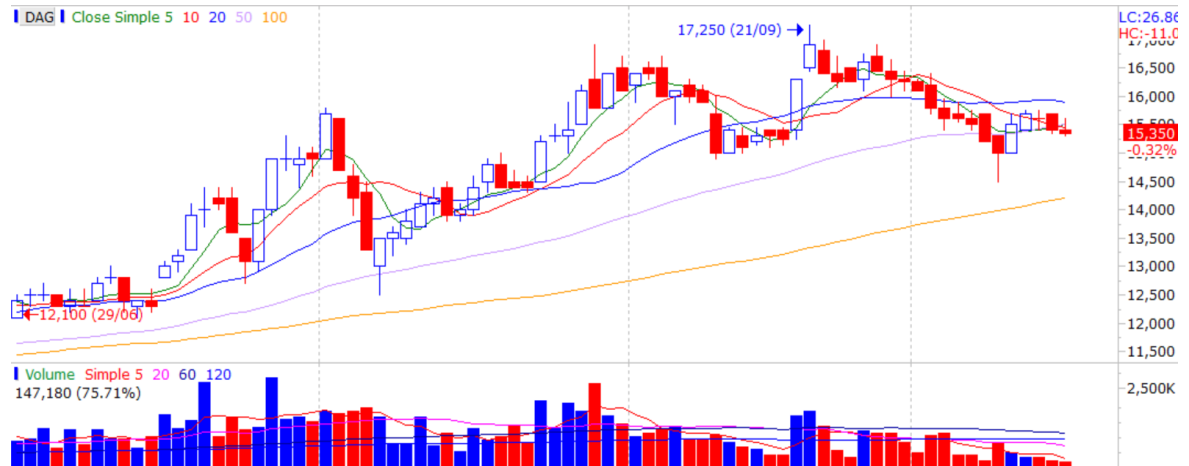
Do đó, chúng tôi dự báo DAG sẽ kiểm nghiệm ngưỡng hỗ trợ trung hạn tại 15.000 đồng/cp trong những phiên tới. Nếu ngưỡng này bị phá vỡ, ngưỡng 13.000 đồng/cp sẽ là hỗ trợ mạnh tiếp theo.

Khuyến nghị:

Bán khi dưới 15.000 đồng/cp.

Ngày 18/10/2016	(đồng/cp)
Xu hướng trung hạn	3 đến 6 tháng
Kháng cự trung hạn	17.000
Hỗ trợ trung hạn	15.000
Tín hiệu xu hướng	TRUNG TÍNH

Source: VCSC



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lý Thị Mỹ Dung, 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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.

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.

Liên hệ

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

- Nguyễn Tuấn Anh, 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, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh, Chuyên viên ext 196

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.

