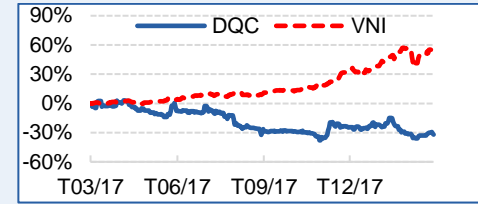


Ngành:	Chiếu sáng		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	01/03/2018	Tăng trưởng DT	2,1%	6,8%	10,9%	10,8%
Giá hiện tại:	35.700 VND	Tăng trưởng EPS	-45,7%	-25,1%	6,7%	4,8%
Giá mục tiêu:	30.000 VND	Biên LN gộp	23,8%	23,9%	23,8%	23,9%
Giá mục tiêu trước đây:	33.200 VND	Biên LN ròng	10,4%	7,2%	6,9%	6,5%
TL tăng:	-16,0%	EV/EBITDA	7,7x	7,7x	7,3x	7,0x
Lợi suất cổ tức:	3,9%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	N/A	13,4x	15,0x	16,5x
Tổng mức sinh lời:	-12,0%	P/E	11,5x	15,3x	14,4x	13,7x



GT vốn hóa:	49,2 triệu USD	DQC	Peers*	VNI
Room KN:	13,3 triệu USD	P/E (trượt)	11,5x	19,2x
GTGD/ngày (30n):	0,1 triệu USD	P/B (hiện tại)	1,0x	1,0x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	-41,2%	-26,0%
SL cổ phiếu lưu hành	31,3 triệu	ROE	9,7%	9,8%
Pha loãng	31,3 triệu	ROA	6,9%	6,9%

* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài với hệ số điều chỉnh

Tổng quan công ty
CTCP Bóng đèn Điện Quang là một trong những công ty chiếu sáng hàng đầu Việt Nam chuyên về bóng đèn thông thường lẫn bóng đèn LED. Tuy thị trường nói chung có tiềm năng tăng trưởng cao nhưng DQC hiện đang gặp khó khăn lớn do cạnh tranh về giá.

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Triển vọng lợi nhuận kém do biên lợi nhuận giảm

- Chúng tôi đưa ra báo cáo cập nhật dành cho CTCP Bóng đèn Điện Quang (DQC) với khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN và tổng mức sinh lời -12%.
- Doanh thu nội địa 2017 giảm 1% so với 2016 do cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm kém chất lượng.
- Lợi nhuận từ HĐKD năm 2017 giảm mạnh 37% vì DQC giảm giá bán đồng thời tăng chiết khấu cho các nhà phân phối và hoa hồng đối với các sản phẩm LED.
- LNST 2017 giảm mạnh hơn, ở mức 46% so với 2016, chủ yếu do thu nhập tài chính bất thường giảm.
- Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa của DQC từ năm 2018 trở đi sẽ phục hồi nhờ chiến lược sản xuất sản phẩm giá trị thấp hơn để cạnh tranh với các đối thủ nhỏ.
- Tuy nhiên, dự báo LNST 2018 sẽ giảm mạnh 27% vì DQC nhiều khả năng sẽ tăng chiết khấu, khuyến mãi và mở rộng đội ngũ bán hàng, đồng thời thu nhập ngoài HĐKD sẽ giảm từ mức cơ sở cao năm 2017.

Chiến lược sản xuất sản phẩm giá rẻ sẽ hỗ trợ doanh thu của DQC từ năm 2018 trở đi. Doanh thu từ thị trường trong nước dự kiến sẽ lấy lại được tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong năm 2018 vì DQC tung ra các sản phẩm LED mới giá rẻ hơn để cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm chất lượng thấp. Các sản phẩm LED mới của DQC có giá thấp hơn so với các sản phẩm trước đây 15%-20%. Mức giá này xấp xỉ với các thương hiệu hàng đầu khác, nhưng vẫn cao hơn một chút so với các thương hiệu nhỏ hơn. Trong khi đó, tăng trưởng mảng LED nói chung dự kiến sẽ tiếp tục mạnh vì người tiêu dùng đang dần chuyển sang sử dụng bóng đèn LED thay cho bóng đèn truyền thống.

Sản phẩm mới cũng giúp khắc phục tình trạng biên lợi nhuận gộp giảm. Biên lợi nhuận gộp Quý 4/2017 đạt 24% so với 21% Quý 3/2017 nhờ các dòng sản phẩm mới (chi phí sản xuất thấp hơn) chiếm tỷ trọng cao hơn so với trước đây. Chúng tôi cho rằng từ nay trở đi, biên lợi nhuận gộp sẽ ổn định quanh mức 24%.

Biên lợi nhuận từ HĐKD sẽ chịu áp lực vì DQC tăng cường chiết khấu và mở rộng đội ngũ bán hàng. Do thiếu nhà phân phối độc quyền và nhiều nhân viên bán hàng nghỉ việc, DQC bị mất thị phần và điểm bán lẻ khi các đối thủ tích cực đẩy mạnh chiết khấu và khuyến mãi. Năm 2018, công ty tìm cách khắc phục tình trạng này bằng cách xây dựng lại đội ngũ bán hàng, khiến chi phí quản lý và bán hàng có thể tăng mạnh.

Nhà máy mới được miễn thuế sẽ hỗ trợ tăng trưởng ổn định sau năm 2018. Nhà máy sản xuất bóng đèn LED mới của DQC dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối Quý 3/2018, qua đó nâng công suất bóng đèn LED của công ty từ 30 triệu sản phẩm hiện nay lên 50 triệu sản phẩm/năm. Nhà máy sẽ được miễn thuế trong 4 năm đầu hoạt động và giảm 50% thuế trong 9 năm tiếp theo. Chúng tôi ước tính năm 2018, nhà máy sẽ chiếm 10% lợi nhuận trước thuế và đến năm 2022, con số này sẽ tăng lên 71%.

Định giá kém hấp dẫn với triển vọng lợi nhuận không mấy khả quan. DQC hiện đang giao dịch tại EV/EBITDA 7,7 lần, cao hơn so với trung vị các công ty khác trong ngành là 6,2 lần.



Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Doanh thu	1.057	1.128	1.252	Tiền và tương đương	281	108	161
Giá vốn hàng bán	-806	-859	-954	Đầu tư TC ngắn hạn	319	269	219
Lợi nhuận gộp	251	269	298	Các khoản phải thu	352	359	396
Chi phí bán hàng	-113	-127	-144	Hàng tồn kho	309	325	352
Chi phí quản lí DN	-72	-76	-85	TS ngắn hạn khác	64	64	64
LN thuần HĐKD	67	66	69	Tổng TS ngắn hạn	1.325	1.125	1.191
Thu nhập tài chính	56	34	28	TS dài hạn (gộp)	433	713	718
Chi phí tài chính	-1	-7	-6	- Khấu hao lũy kế	-264	-283	-304
Trong đó, chi phí lãi vay	-1	-7	-6	TS dài hạn (ròng)	169	430	414
Lợi nhuận từ công ty LDLK	12	4	4	Đầu tư TC dài hạn	83	83	83
Lỗ/lãi thuần khác	0	0	0	TS dài hạn khác	26	26	26
LNTT	135	97	95	Tổng TS dài hạn	278	539	524
Thuế TNDN	-23	-16	-8	Tổng Tài sản	1.603	1.664	1.715
LNST trước CĐTS	111	82	87	Phải trả ngắn hạn	78	77	87
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	-1	-1	Nợ ngắn hạn	131	100	100
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	110	81	86	Nợ ngắn hạn khác	255	273	302
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	110	81	86	Tổng nợ ngắn hạn	465	450	489
EBITDA	85	85	90	Nợ dài hạn	3	100	80
EPS cơ bản, báo cáo, VND	3.111	2.328	2.485	Nợ dài hạn khác	4	4	4
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.111	2.328	2.485	Tổng nợ	471	554	573
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	3.111	2.328	2.485				
(1) Không tính các khoản mục bất thường							
TỶ LỆ	2017	2018F	2019F	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	344	344	344
Tăng trưởng doanh thu	2,1%	6,8%	10,9%	Thặng dư vốn CP	344	344	344
Tăng trưởng LN HĐKD	-37,3%	-1,2%	4,9%	Lợi nhuận giữ lại	138	117	148
Tăng trưởng LNTT	-47,1%	-27,6%	-2,5%	Vốn khác	300	299	299
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-45,7%	-25,1%	6,7%	Lợi ích CĐTS	5	6	7
				Vốn chủ sở hữu	1.131	1.110	1.142
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	1.603	1.664	1.715
Biên LN gộp %	23,8%	23,9%	23,8%				
Biên LN từ HĐ %	6,3%	5,9%	5,5%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Biên EBITDA	8,1%	7,5%	7,2%	Tiền đầu năm	323	281	108
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	10,4%	7,2%	6,9%	Lợi nhuận sau thuế	110	81	86
ROE %	9,7%	7,3%	7,7%	Khấu hao	18	19	21
ROA %	7,0%	5,0%	5,2%	Thay đổi vốn lưu động	-170	-6	-25
				Điều chỉnh khác	-22	-10	-7
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	-63	83	75
Số ngày tồn kho	135	135	130				
Số ngày phải thu	108	115	110	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-14	-280	-5
Số ngày phải trả	32	32	30	Đầu tư	67	50	50
TG luân chuyển tiền	210	217	209	Tiền từ HĐ đầu tư	53	-230	45
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-84	-91	-47
CS thanh toán hiện hành	2,9	2,5	2,4	Tăng (giảm) vốn cổ phần	-33	-1	0
CS thanh toán nhanh	2,0	1,6	1,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	3	97	-20
CS thanh toán tiền mặt	1,3	0,8	0,8	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	83	-31	0
Nợ/Tài sản	8,3%	12,0%	10,5%	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Nợ/Vốn sử dụng	10,6%	15,3%	13,6%	Tiền từ hoạt động TC	-32	-26	-67
Nợ/Vốn CSH	-41,2%	-15,9%	-17,5%				
Khả năng thanh toán lãi vay	69,0	9,5	11,6	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-42	-173	53
				Tiền cuối năm	281	108	161

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Trọng Nghĩa, 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.

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
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

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

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.