

**Ngành giám định**

Báo cáo giới thiệu cơ hội đầu tư

20 tháng 03, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **20.800**

Giá thị trường (20/03/2014) 15.100

Lợi nhuận kỳ vọng 38%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	9.920 - 14.300
Vốn hóa	150 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	10.499.955 CP
KLGD bình quân 10 ngày	30.501 CP
% sở hữu nước ngoài	23,85%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.400 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,7%
Beta	0,48

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Phi Hùng**

(84 4) 3928 8080 ext 607

nguyenphihung@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Tập đoàn Vinacontrol

Mã giao dịch: VNC

Reuters: VNC.HN

Bloomberg: VNC VN

## Doanh nghiệp tăng trưởng ổn định

**Doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực giám định hàng hóa.** VNC hiện là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trong ngành giám định hàng hóa tại Việt Nam, chiếm thị phần khoảng 40%.

**Hoạt động kinh doanh ổn định.** Mặc dù trong những năm qua, nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn suy thoái, nhưng hoạt động giám định hàng hóa của VNC vẫn tương đối ổn định. Tốc độ tăng doanh thu năm 2012 đạt 9% và tốc độ tăng doanh thu năm 2013 đạt 15%. Lợi nhuận ròng của VNC năm 2013 giảm 32% chủ yếu là do công ty đã chủ động thực hiện trích lập dự phòng các khoản phải thu và số tiền truy thu thuế năm 2011 và 2012.

**Tình hình tài chính lành mạnh.** Do đặc thù là một đơn vị làm dịch vụ tư vấn với tài sản lớn nhất là đội ngũ nhân lực nên tình hình tài chính của VNC khá an toàn. Công ty hiện không có các khoản vay nợ ngắn hạn và dài hạn.

**Tỷ lệ trả cổ tức cao và ổn định.** Với hoạt động kinh doanh ổn định và nhu cầu đầu tư tài sản cố định thấp, VNC cũng là công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao và ổn định. Tỷ lệ trả cổ tức của công ty năm 2013 là 12% và tỷ lệ trả cổ tức năm 2014 dự kiến là 14%.

**Triển vọng năm 2014.** Trong năm 2014, doanh thu của VNC dự kiến đạt khoảng 320,1 tỷ đồng (tăng 7%) và lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt khoảng 21,8 tỷ đồng (tăng 36%). EPS 2014 dự kiến đạt khoảng 2.080 đồng/cổ phần.

**Khuyến nghị đầu tư.** Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VNC. VNC là một công ty đầu ngành, có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực giám định hàng hóa. Hoạt động của VNC tương đối ổn định mặc dù nền kinh tế đang trải qua giai đoạn suy thoái. Lợi nhuận của VNC năm 2014 dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh so với năm 2013. VNC hiện đang được giao dịch ở mức P/E là 7,25 lần, là mức khá thấp so với mức trung bình của thị trường hiện nay.

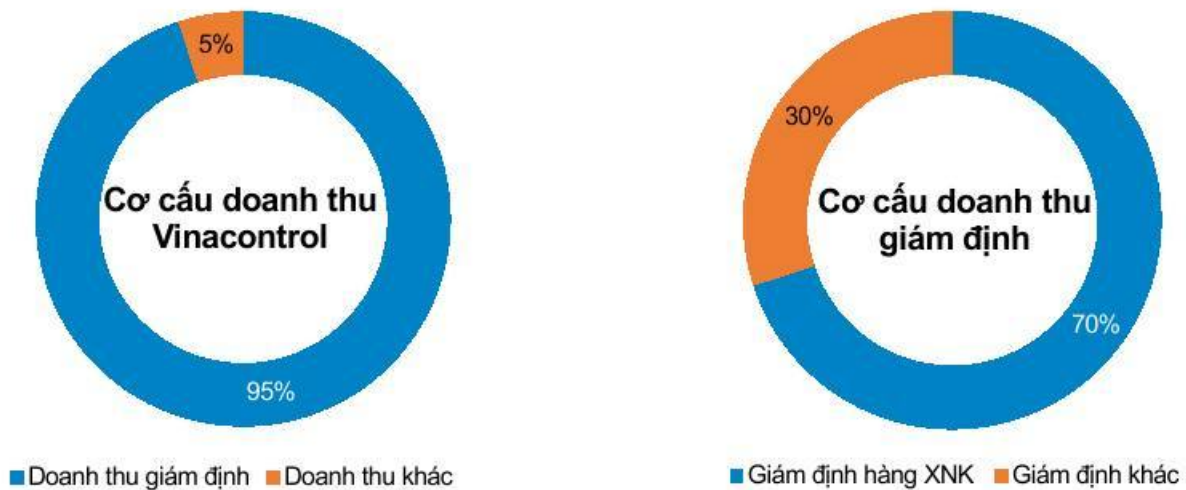
**Rủi ro.** Rủi ro lớn nhất của VNC là rủi ro về cạnh tranh, đặc biệt là áp lực cạnh tranh từ các công ty nước ngoài. Hiện nay, công ty nước ngoài mạnh nhất tại Việt Nam trong lĩnh vực giám định hàng hóa là Công ty TNHH SGS Việt Nam, là một công ty đa quốc gia và có uy tín trên thị trường thế giới. SGS cũng là công ty có thị phần tương đương với VNC ở Việt Nam.

**Một số chỉ tiêu tài chính của VNC:**

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu (triệu đồng)	239.887	261.287	299.737	320.680
EBITDA (triệu đồng)	34.858	36.629	30.092	36.102
EBIT (triệu đồng)	26.438	28.209	22.004	28.014
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	23.338	24.011	16.105	21.840
EPS (đồng/cổ phần)	2.975	3.049	1.529	2.080
P/E (x)	4,74	4,62	9,22	7,25
P/B (x)	0,73	0,69	0,92	0,86
ROA (%)	11%	11%	7%	10%
ROE (%)	15%	15%	10%	13%

## Sơ lược về công ty

Được thành lập từ năm 1957, Công ty Cổ phần VinaControl là công ty đầu tiên tại Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực giám định. Cơ cấu doanh thu hiện tại của công ty doanh thu giám định đóng góp 95% doanh thu trong đó giám định các mặt hàng xuất nhập khẩu chiếm khoảng 70% doanh thu giám định. Ngoài ra, Vinacontrol còn cung cấp nhiều mảng dịch vụ giám định khác nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng đa dạng của khách hàng như giám định máy móc thiết bị, giám định hàng hải, giám định sản phẩm xăng dầu, thẩm định giá tài sản, tư vấn kiểm định xây dựng, tư vấn thẩm định môi trường,...

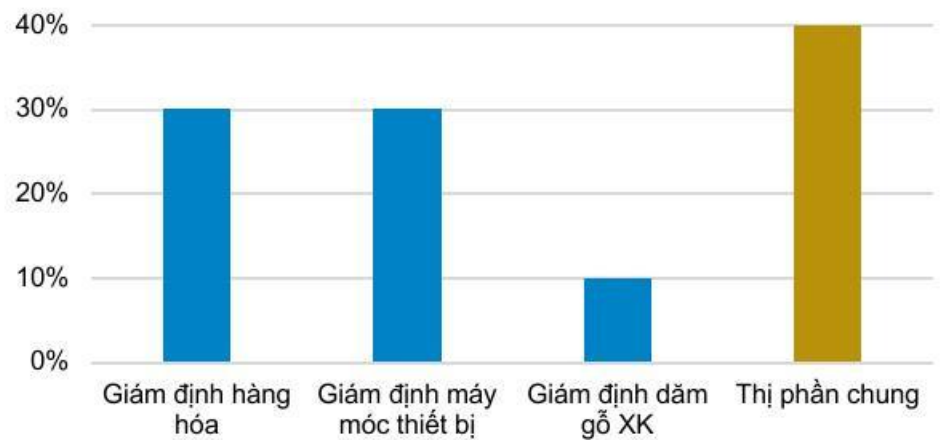


## Điểm nhấn đầu tư

**Doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực giám định hàng hóa.** VNC hiện là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trong ngành giám định tại Việt Nam với thị phần chiếm khoảng 40%. Trong đó giám định hàng hóa, lĩnh vực đóng góp tới 70% doanh thu cho công ty chiếm thị phần khoảng 30%, giám định máy móc thiết bị có thị phần 30%, giám định dăm gỗ 10%. Mặc dù không còn duy trì được vị thế độc quyền trong thị trường giám định nhưng Vinacontrol vẫn có được thị phần tương đối lớn, đặc biệt là trong phân khúc giám định hàng hóa.



**Thị phần giám định của Vinacontrol**



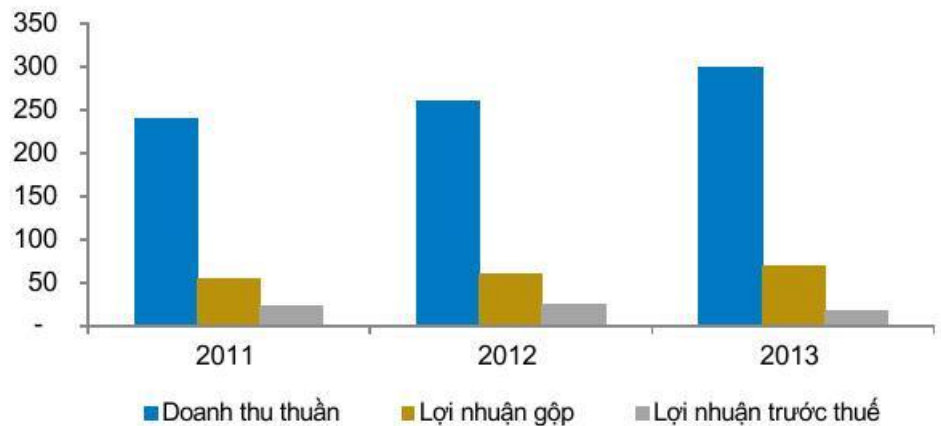
*Nguồn: Vinacontrol*

**Mạng lưới hoạt động của VNC cũng rộng khắp cả nước** với các văn phòng tại Hà Nội, TP. HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, Quảng Ninh, Hải Phòng. Thế mạnh của VNC là doanh nghiệp có kinh nghiệm lâu năm nhất trong ngành giám định hàng hóa, có kinh nghiệm và năng lực giám định tốt và có mối quan hệ truyền thống với các trường đại học và các viện nghiên cứu tại Việt Nam. Ngoài ra, do xuất phát là một doanh nghiệp Nhà nước được cổ phần hóa (hiện Nhà nước vẫn sở hữu 30% cổ phần), nên VNC có lợi thế khách hàng ở khối doanh nghiệp nhà nước.

**Thị trường giám định chưa có sự tham gia của nhiều doanh nghiệp lớn.** Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của VNC hiện nay là Công ty TNHH SGS Việt Nam, là công ty nước ngoài có trụ sở tại Thụy Sĩ và có uy tín cao và chi nhánh ở nhiều nước trên thế giới. Hiện nay, thị phần của SGS ở mức tương đương với thị phần của VNC, khoảng 40%. 20% còn lại được chia đều cho hơn 100 tổ chức giám định khác đang hoạt động tại Việt Nam có chức năng giám định hàng hóa, nhưng không phải tổ chức nào cũng có đủ nguồn nhân lực, vật lực, phòng thí nghiệm đáp ứng được yêu cầu. Trên thực tế, số lượng các doanh nghiệp thực sự tham gia cạnh tranh trên thị trường dịch vụ giám định không nhiều, chỉ khoảng 10 doanh nghiệp.

**Hoạt động kinh doanh ổn định.** Hoạt động kinh doanh của VNC phụ thuộc chủ yếu vào hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam. Mặc dù trong những năm qua, nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn suy thoái, nhưng hoạt động giám định hàng hóa của VNC vẫn tương đối ổn định nhờ giá trị xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng ổn định. Doanh thu của VNC liên tục tăng trưởng trong những năm qua, với tốc độ tăng doanh thu năm 2012 đạt 9% và tốc độ tăng doanh thu năm 2013 đạt 15%.

Doanh thu và lợi nhuận của VNC (tỷ đồng)



Lợi nhuận ròng của VNC năm 2013 giảm 32% so với năm trước chủ yếu là do chi phí quản lý doanh nghiệp của Công ty trong năm 2013 đã lên 36 tỷ đồng so với mức 22 tỷ đồng của năm 2012 (tăng 63%). Nguyên nhân là do trong năm này, công ty đã thực hiện trích lập dự phòng 14 tỷ đồng, trong đó 7 tỷ đồng là trích lập các khoản phải thu và phần còn lại là trích lập số tiền truy thu thuế năm 2011 và 2012. Nguyên nhân của việc công ty có thể sẽ bị truy thu thuế năm 2011 và 2012 là do trong giai đoạn này, công ty hạch toán giảm thuế TNDN theo quy định của Nhà nước về ưu đãi thuế khi niêm yết, nhưng theo Luật thuế thu nhập doanh nghiệp 2009 thì các công ty niêm yết lại không được giảm thuế kể từ năm 2009. Do vậy theo luật thuế TNDN 2009, Công ty sẽ phải trả lại phần thuế TNDN đã được ưu đãi trong năm 2011 và 2012. Nếu không trích lập những khoản này thì lợi nhuận sau thuế của VNC năm 2013 đã có thể tăng khoảng 11% so với năm 2012.

**Tình hình tài chính.** Tình hình tài chính của VNC khá lành mạnh với tỷ lệ Tổng nợ/Tổng tài sản ở mức 26%, công ty không có các khoản vay nợ ngân hàng, các hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh đều ở mức lớn hơn 1 lần, thể hiện sự an toàn về mặt thanh khoản của Vinacontrol.

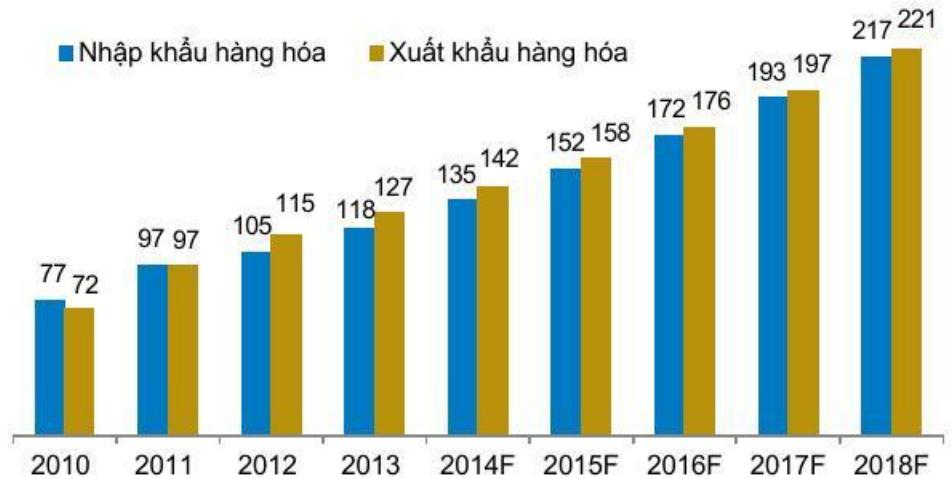
**Tỷ lệ trả cổ tức cao và ổn định.** Với hoạt động kinh doanh ổn định và nhu cầu đầu tư tài sản cố định thấp, VNC cũng là công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao và ổn định. Tỷ lệ trả cổ tức của công ty năm 2013 là 12% và tỷ lệ trả cổ tức năm 2014 dự kiến là 14%.

## Triển vọng 2014

Theo dự báo của BMI, hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam năm 2014 dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng với giá trị xuất khẩu tăng khoảng 14% và giá trị nhập khẩu sẽ tăng 12%. Do vậy, hoạt động giám định hàng hóa của VNC sẽ tiếp tục thuận lợi. Trong năm 2014, doanh thu của VNC dự kiến đạt khoảng 320,1 tỷ đồng (tăng 7%), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt khoảng 21,8 tỷ đồng (tăng 36%). EPS 2014 ước đạt 2.080 đồng/cổ phần.

Nguyên nhân khiến mức tăng lợi nhuận năm 2014 dự kiến sẽ cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng doanh thu là vì trong năm 2013, công ty đã trích lập dự phòng 14 tỷ đồng khoản phải thu và tiền truy thu thuế (dẫn đến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng đột biến). Do mức trích lập dự phòng của VNC trong năm 2013 khá đầy đủ năm 2014, công ty sẽ không phải trích lập dự phòng thêm.

**Kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa (tỷ USD)**



Nguồn: BMI

## Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phần của VNC. VNC là một công ty đầu ngành, có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực giám định hàng hóa. Trong những năm vừa qua, hoạt động của VNC tương đối ổn định mặc dù nền kinh tế đang trải qua giai đoạn suy thoái. Triển vọng tương lai của VNC cũng khá tốt với những dự báo khả quan về hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam. Lợi nhuận và EPS của VNC năm 2014 dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh so với năm 2013. Với mức EPS năm 2014 dự ước đạt khoảng 2.080 đồng/cổ phần, cổ phần VNC đang được giao dịch ở mức P/E là 7,25 lần, là mức khá thấp so với mức trung bình của thị trường hiện nay.



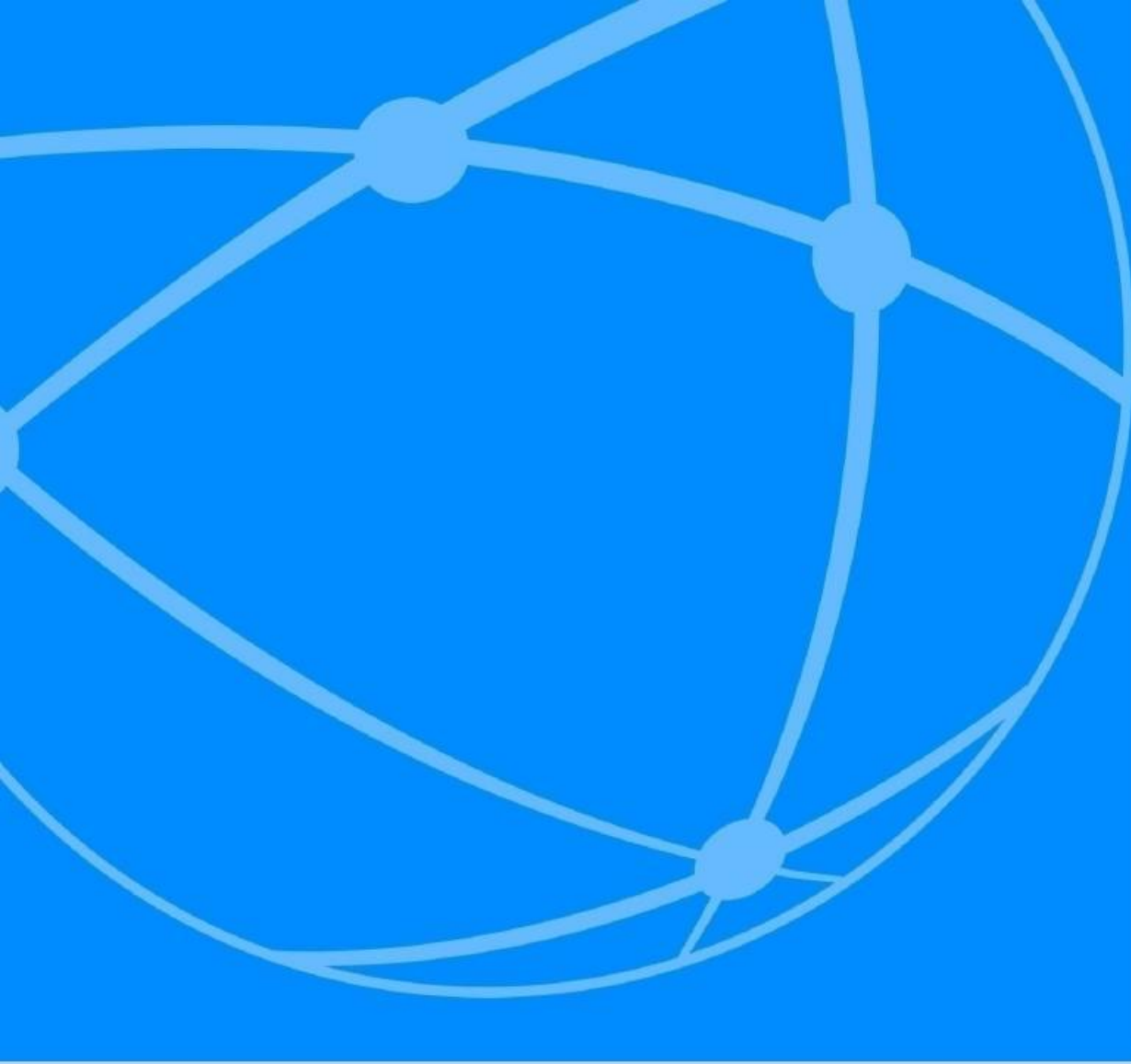
## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

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

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

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