

CTCP CAO SU TÂY NINH (TRC)

Ngày 29 tháng 12 năm 2014

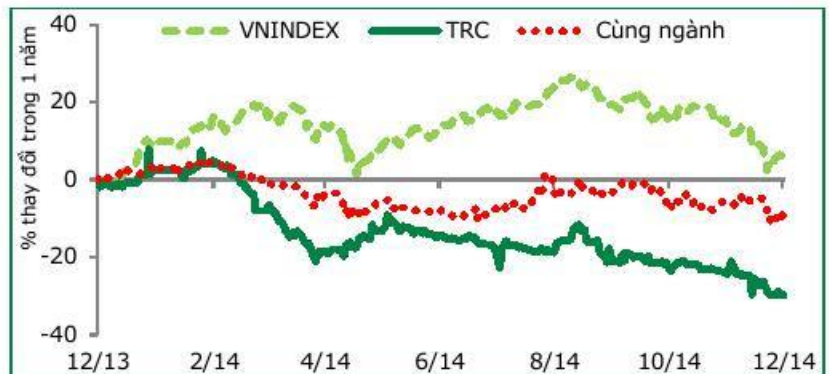
BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



| | | | |
|---|----------------|-----------------|--------------|
| Giá hiện tại (26/12/2014) | (đồng) | 28.500 | |
| Giá mục tiêu : | (đồng) | 37.200 | |
| Phân tích kỹ thuật khuyến nghị: | | Bán | |
| Ngưỡng kháng cự: | | 30.800 | |
| Ngưỡng hỗ trợ: | | 25.000 | |
| Mã Bloomberg : TRC VN | Sàn niêm yết : | HSX | |
| Ngành: | | Cao su | |
| Bêta (3 năm): | | 0,726 | |
| Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần (nghìn đồng/cp) | | 43.938 - 28.500 | |
| Số lượng cổ phiếu (triệu) | | 29,125 | |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | | 830 | |
| Tỷ lệ free float (triệu cổ phiếu) | | 2,179 | |
| KLGDQ 12 tháng (cổ phiếu) | | 39.309 | |
| Sở hữu nước ngoài (%) | | 20,25% | |
| Năm | Tỷ suất cổ tức | EPS (đồng) | |
| 2015F | 7,00% | 1.993 | |
| 2014E | 7,00% | 3.599 | |
| 2013 | 10,34% | 7.893 | |
| 2012 | 12,07% | 12.040 | |
| | 2010-13 CAGR | 2014E | 2014-26 CAGR |
| Doanh thu | -3,97% | 432 | 7,46% |
| EBITDA | -11,70% | 73 | 9,44% |
| Lợi nhuận ròng | -8,06% | 105 | 3,10% |
| Hiện tại | TRC | Cùng ngành | VNINDEX |
| P/E | 4,7 | 9,9 | 13,0 |
| P/B | 0,59 | 0,71 | 1,77 |
| EV/EBITDA | 4,78 | 9,03 | 9,45 |
| Nợvay/VCSH | 0 | 0,17 | 1,07 |
| ROA | 10,7% | 8,6% | 2,6% |
| ROE | 12,7% | 11,8% | 13,6% |

Giới thiệu về công ty:

- Hoạt động kinh doanh: Trồng cây cao su; khai thác, chế biến và xuất khẩu mủ cao su. Chế biến và xuất nhập khẩu gỗ. Sản xuất giống cây cao su.
- Lịch sử công ty: TRC xuất thân từ một doanh nghiệp nhà nước thuộc Tập đoàn Cao su Việt Nam và được thành lập vào năm 1993. Công ty được cổ phần hóa vào năm 2006 và niêm yết vào năm 2007.
- Quy mô: Tính đến cuối tháng 9 năm 2014, tổng tài sản đạt 1.495 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 1.405 tỷ đồng



Chúng tôi cập nhật giá mục tiêu cho cổ phiếu TRC của CTCP Cao su Tây Ninh và thay đổi khuyến nghị từ **NẮM GIỮ** sang **MUA** trong dài hạn căn cứ vào những luận điểm sau:

- Giá cổ phiếu đã phản ánh giá bán cao su đang ở mức thấp:** Nhờ năng suất tăng cao và quản lý chi phí hiệu quả nên công ty ít bị ảnh hưởng bởi giá cao su giảm so với các công ty cùng ngành. Mặc dù vậy, giá cổ phiếu TRC đã giảm mạnh hơn chỉ số VN-Index và nhóm công ty cùng ngành trong 12 tháng qua.
- Định giá thấp là không hợp lý:** TRC hiện giao dịch ở mức P/E thấp hơn nhóm cùng ngành mặc dù chỉ số ROA của công ty cao hơn đáng kể. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu trong tương lai sẽ được điều chỉnh về mức hợp lý.
- Triển vọng ngắn hạn bất lợi:** Doanh thu và lợi nhuận của TRC sụt giảm trong vài năm qua do giá cao su đi xuống. Chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ không thể phục hồi cho đến hết năm 2015, do đó năm 2015 vẫn sẽ là một năm đầy thử thách cho TRC. Công ty hiện phải sử dụng nợ vay ngoài dự kiến để đầu tư vào dự án Campuchia.
- Tăng trưởng trong dài hạn nhìn chung khả quan hơn:** Chúng tôi kỳ vọng dự án Campuchia sẽ đem lại lợi nhuận cho TRC từ năm 2019. Dự án này có tổng diện tích đất trồng là 6.150 ha, trong khi diện tích khai thác hiện tại của TRC là khoảng 5.000 ha. Dòng tiền sẽ tiếp tục tăng trưởng tới năm 2026 khi cây cao su đạt đến giai đoạn trưởng thành. Do đó, chúng tôi có niềm tin vững chắc hơn, mặc dù ở một khía cạnh nào đó, tăng trưởng lợi nhuận vẫn còn khá khiêm tốn.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

| | |
|-----------------------------------|---|
| KẾT QUẢ TÀI CHÍNH 9T2014..... | 3 |
| HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 9T2014 | 4 |
| TRIỂN VỌNG 2015..... | 4 |
| ĐỊNH GIÁ | 6 |
| PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY | 8 |
| DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU..... | 8 |
| PHÂN TÍCH KỸ THUẬT | 9 |
| KẾT LUẬN | 9 |

KẾT QUẢ TÀI CHÍNH 9T2014

Doanh thu và lợi nhuận chịu ảnh hưởng xấu do giá cao su giảm.

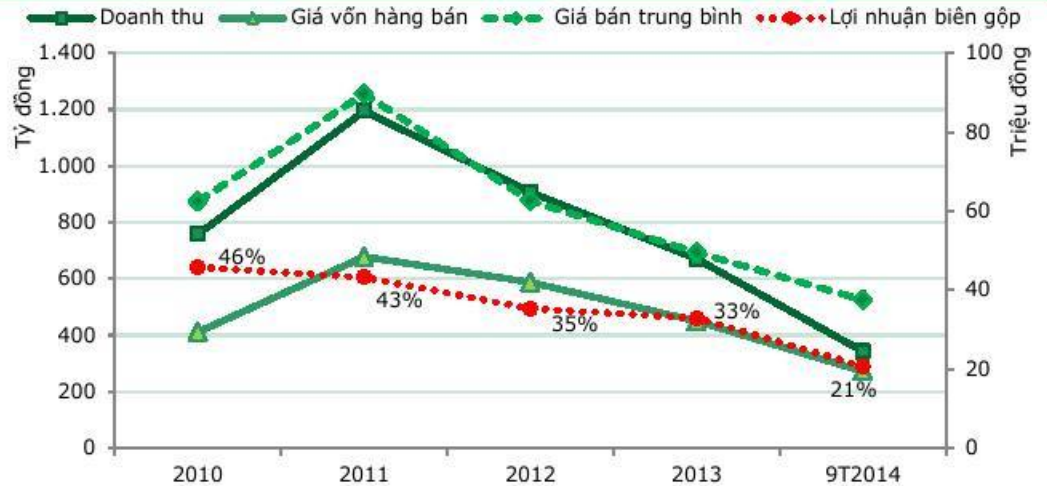
Kết quả kinh doanh 9T2014 bị ảnh hưởng xấu do giá cao su giảm. Doanh thu thuần đạt 342,6 tỷ đồng, giảm 21% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 47% kế hoạch ban đầu cho cả năm. Lợi nhuận ròng đạt 98 tỷ đồng, giảm 65% so với cùng kỳ, và hoàn thành 71% kế hoạch ban đầu.

Do sự sụt giảm của giá cao su trong sáu tháng cuối năm nay, Ban Giám đốc của TRC đã quyết định điều chỉnh giảm mục tiêu cho năm nay. Cụ thể, chỉ tiêu cho doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 551 tỷ đồng (giảm 23%) và 65 tỷ đồng (giảm 53%). Chỉ tiêu này đã thấp hơn nhiều so với dự báo lợi nhuận trước thuế trước đây của chúng tôi là 153 tỷ đồng.

Theo như kế hoạch điều chỉnh, lợi nhuận ròng cả năm dự kiến còn thấp hơn kết quả 9 tháng đầu năm. Nguyên nhân là do hiện TRC phải chấp nhận bán sản phẩm của mình ở mức giá thấp hơn chi phí sản xuất. Vào tháng 11 năm 2014, giá bán bình quân là 32,8 triệu đồng/tấn trong khi chi phí sản xuất trung bình lên đến 35 triệu đồng/tấn.

Biên lợi nhuận gộp thấp nhất trong vòng năm năm qua. Trong 9 tháng đầu năm 2014, biên lợi nhuận gộp của công ty đạt 21%. Đây là biên lợi nhuận thấp nhất trong năm năm trở lại đây. Kết quả này không gây ngạc nhiên bởi vì mối tương quan chặt chẽ giữa biên lợi nhuận gộp của công ty với giá cao su.

Diễn biến giá cao su và lợi nhuận của công ty



Nguồn: TRC, VPBS

Việc thanh lý cây cao su sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận năm 2014.

Lợi nhuận ròng 9T2014 đạt 98,1 tỷ đồng, giảm 65% so với cùng kỳ. TRC đã đưa ra chỉ tiêu cho lợi nhuận ròng năm 2014 thấp hơn kết quả trên, ở mức 64,8 tỷ đồng. Trong đó, chỉ 10,7 tỷ đồng là từ hoạt động kinh doanh chính, và phần lớn lợi nhuận còn lại đến từ việc thanh lý cây cao su. TRC ước tính đã thanh lý khoảng 446 ha và đóng góp khoảng 44 tỷ đồng vào lợi nhuận trong năm 2014.

Mặc dù công ty đặt mục tiêu 65 tỷ đồng lợi nhuận ròng trước thuế cho năm 2014, nhưng chúng tôi kỳ vọng TRC sẽ đạt được 121 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong năm 2014 và hoàn thành 186% kế hoạch. Chúng tôi tin rằng kết quả của TRC khả quan hơn do công ty đã công bố lợi nhuận trước thuế 10T2014

đạt 108 tỷ đồng. Công ty có thể tiếp tục tăng lợi nhuận trong hai tháng cuối năm 2014 (6 tỷ đồng đến 7 tỷ đồng mỗi tháng) từ việc kinh doanh cao su nhờ chi phí sản xuất thấp, mặc dù giá bán vẫn còn thấp.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 9T2014

Dự án Campuchia đã nhận được giấy phép chính thức và được xem là một dự án lớn.

Tổng diện tích dự án Campuchia của TRC là 7.600 ha, trong đó diện tích trồng cao su là 6.150 ha. So với 7.200 ha tổng diện tích đất trồng ở Việt Nam thì đây thực sự là một dự án lớn của TRC và chắc chắn dự án này sẽ có tác động tích cực đến sự tăng trưởng dài hạn của công ty. Tuy nhiên, kể từ khi dự án được triển khai trong năm 2011, TRC đã gặp những khó khăn trong việc chuyển vốn đầu tư từ Việt Nam sang Campuchia do không nhận được giấy phép từ Chính phủ Việt Nam.

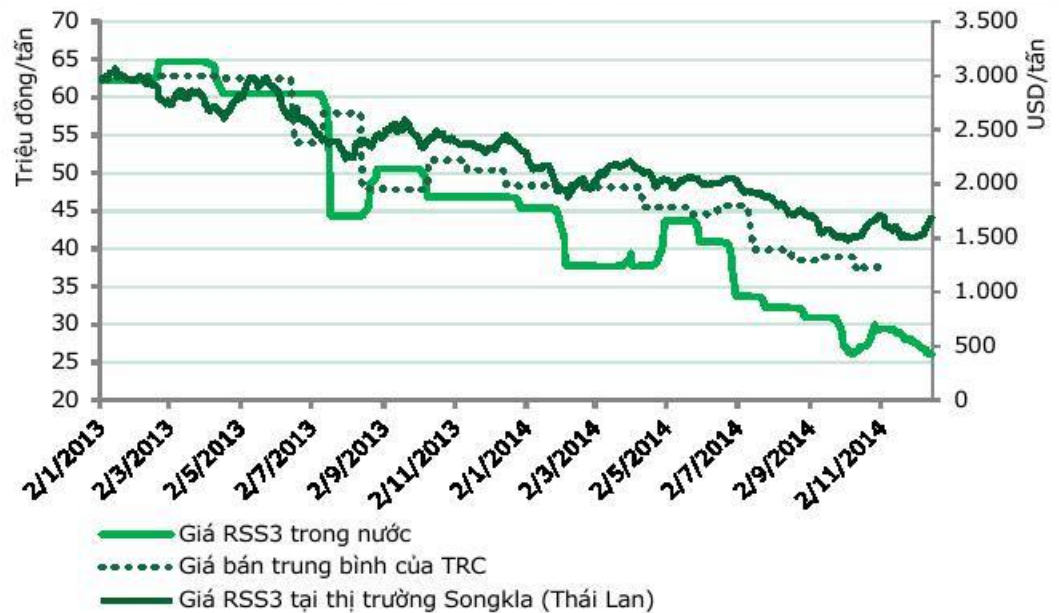
Tuy vậy, vào tháng 2 năm 2014, TRC đã chính thức nhận được giấy phép kinh doanh từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư Việt Nam. Do đó, công ty sẽ thúc đẩy đầu tư dự án này trong năm 2014 và năm 2015. TRC đặt mục tiêu trồng hơn 1.500 ha cao su tại Campuchia trong năm 2014. Đến tháng 11 năm 2014, công ty đã hoàn thành mục tiêu đề ra, nâng tổng diện tích trồng tại Campuchia lên khoảng 4.000 ha. Công ty dự kiến sẽ hoàn thành toàn bộ dự án trong năm 2015.

TRIỂN VỌNG NĂM 2015

Áp lực giá cao su giảm sẽ mất dần kể từ năm 2015.

Dư cung của cao su tự nhiên toàn cầu dự báo sẽ giảm 46% trong năm 2015. Theo báo cáo của Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế (IRSG) vào tháng 7 năm 2014, tổng sản lượng cao su thế giới ước tính sẽ tăng 2% lên 12,28 triệu tấn trong năm 2014 và được dự báo tăng 2,8% lên 12,64 triệu tấn vào năm 2015, trong khi nhu cầu dự kiến lần lượt là 11,9 triệu tấn (tăng 4,5%) và 12,43 triệu tấn trong năm 2014 và năm 2015. Như vậy, vào năm 2015 cung sẽ dư khoảng 200.000 tấn, giảm tương đương 46% so với năm 2014.

Giá cao su thiên nhiên trong nước và thế giới



Nguồn: Bloomberg, TRC, VPBS

Theo báo cáo của Ngân hàng Thế giới vào tháng 10 năm 2014, giá bình quân cao su RSS3 trong năm 2014 được dự kiến ở mức 1.980 USD/tấn, thấp hơn 29% so với năm 2013. Tuy nhiên, giá trung bình được dự báo sẽ phục hồi trở lại đạt 2.100 USD/tấn trong năm 2015 và tiếp tục tăng với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) đến năm 2025 là 2,9%.

Trong tình hình giá dầu lao dốc trong những tuần vừa qua, cơ quan thông tin kinh tế Economist Intelligence Unit (EIU) đã cập nhật giá cao su tự nhiên và những ước tính này giảm nhẹ so với giá được dự báo trước đó.

| Giá RSS3 trung bình (USD/tấn) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015F | 2016F |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| World bank (Báo cáo tháng 10/2014) | 3.380 | 2.790 | 1.980 | 2.100 | 2.160 |
| EIU (Báo cáo ngày ngày 16/12/2014) | | 2.790 | 2.306 | 2.706 | 2.706 |
| EIU (Báo cáo ngày ngày 19/11/2014) | | 2.790 | 2.369 | 2.731 | 3.379 |

Nguồn: World Bank, EIU

Từ những dự báo trên của Ngân hàng Thế giới và EIU, chúng tôi tin rằng áp lực giảm giá cao su sẽ mất dần kể từ năm 2015.

TRC phải đầu tư số vốn lớn cho dự án tại Campuchia trong năm 2014 và năm 2015. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá cao su thấp sẽ tiếp diễn trong năm 2015 và làm giảm lợi nhuận của công ty. Do đó, chúng tôi ước tính TRC sẽ ghi nhận dòng tiền âm trong năm 2014 và năm 2015. Ngược lại với mong đợi của công ty về việc duy trì tỷ lệ nợ vay thấp, chúng tôi cho rằng TRC sẽ buộc phải vay nợ trong giai đoạn này để tài trợ cho sự thiếu hụt về nguồn vốn.

Cây cao su có thể được khai thác sau sáu năm trồng và đạt giá trị cao cũng như ổn định nhất từ 17 đến 18 tuổi. Do đó, dự án Campuchia có thể tạo ra doanh thu từ năm 2019 nhưng sẽ thực sự ổn định kể từ sau năm 2026.

Dòng tiền âm trong ngắn hạn nhưng sẽ tăng mạnh trong dài hạn.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự đoán rằng chỉ số ROA và ROE của các công ty trong ngành cao su tự nhiên sẽ giảm đột ngột và chỉ số P/E sẽ điều chỉnh tăng trong năm 2015. Do đó, sử dụng phương pháp định giá P/E sẽ làm sai lệch đi giá mục tiêu cho cổ phiếu TRC. Vì vậy, trong báo cáo lần này, chúng tôi đặt tỷ trọng cao hơn cho phương pháp DCF là 80% và chỉ 20% cho phương pháp P/E. Chúng tôi xác định được giá mục tiêu là 37.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 31% so với giá đóng cửa 28.500 đồng vào ngày 26 tháng 12 năm 2014.

| Phương pháp định giá | (đồng/cổ phiếu) | Tỷ trọng |
|-------------------------------------|-----------------|---------------|
| DCF | 41.430 | 80% |
| P/E | 20.292 | 20% |
| Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) | | 37.200 |

Nguồn: VPBS

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi cập nhật giá định về giá bán trung bình từ 46 triệu đồng/tấn xuống 33 triệu đồng/tấn trong năm 2015, tăng lên 35 triệu đồng/tấn vào năm 2016 và lên 40 triệu đồng/tấn trong những năm sau đó, để phản ánh tác động của xu hướng giảm giá cao su gần đây.

Đối với dự án tại Campuchia, TRC dự kiến sẽ hoàn thành công đoạn trồng trọt vào năm 2015 và bắt đầu thu hoạch kể từ năm 2019. Do đó trong giai đoạn từ nay đến năm 2019 sẽ không có nguồn tiền nào thu được từ dự án này, thay vào đó công ty phải chi thêm để đầu tư cho dự án. Như đã được trình bày, do những đặc tính của cây cao su nên dự án chỉ có thể đảm bảo tạo ra doanh thu ổn định kể từ sau năm 2026. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh thời gian dự báo của mình đến năm 2026, và áp dụng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 2,0% cho toàn công ty, bao gồm cả dòng tiền từ hoạt động trong nước và Campuchia.

Mô hình DCF của chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 41.340 đồng/cổ phiếu và gồm những giả định sau:

| Chi phí vốn | |
|---|---------------|
| Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm | 6,29% |
| Beta 3 năm | 0,73 |
| Tỷ suất lợi nhuận thị trường | 14,78% |
| Chi phí vốn | 12,45% |
| Chi phí lãi vay | |
| Lãi suất vay dài hạn | 11,8% |
| Thuế suất | 13% |
| Chi phí lãi sau thuế | 10,3% |
| Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu) | 28.500 |
| Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu) | 29,13 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 830,1 |
| Nợ vay (ước tính năm 2014) | 133,4 |
| WACC | 12.15% |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn (sau năm 2016) | 2,0% |
| Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) | 41.430 |

Dữ liệu ngày 26/12/2014. Nguồn: Bloomberg, VPBS

Phương pháp P/E

Chỉ số P/E trượt của các công ty thuộc nhóm tương đương cùng ngành đang niêm yết là từ 5,5 lần đến 14,5 lần. Chỉ số P/E của HRC và TNC cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành khác. HRC là một cổ phiếu có tính thanh khoản thấp trong khi lợi nhuận của TNC hiện đang giảm mạnh, khiến P/E của hai mã cổ phiếu này đang ở mức cao. Theo đó, chúng tôi loại trừ HRC và TNC ra khỏi nhóm tính P/E trung bình cho ngành. Dựa vào đó, chúng tôi nhận thấy TRC hiện đang được định giá thấp hơn so với nhóm tương đương cùng ngành.

Dựa vào EPS ước tính cho năm 2014 là 3.607 đồng và P/E mục tiêu là 5,6 lần, chúng tôi xác định giá mỗi cổ phiếu TRC là 20.292 đồng.

| Công ty cao su niêm yết | | | | | |
|---|------------------------|----------------------|------------|-------|-------|
| Mã | Tên công ty | Vốn hóa (Tỷ đồng) | P/E | ROA | ROE |
| HRC | CTCP Cao su Hòa Bình | 756 | 14,2 | 7,8% | 10,9% |
| TNC | CTCP Cao su Thống Nhất | 216 | 14,5 | 4,4% | 4,9% |
| DPR | CTCP Cao su Đồng Phú | 1.504 | 5,5 | 9,3% | 12,8% |
| PHR | CTCP Cao su Phước Hòa | 2.002 | 5,7 | 11,2% | 16,6% |
| Trung vị | | | 9,9 | | |
| Trung bình (chỉ tính DPR và PHR) | | | 5,6 | | |
| TRC | CTCP Cao su Tây ninh | 830 | 4,7 | 10,7% | 12,7% |

Dữ liệu ngày 26/12/2014. Nguồn: VPBS

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Độ nhạy của giá cổ phiếu do sự thay đổi của giá bán sản phẩm

| | Năm 2015 | Năm 2016 | Năm 2017 | Năm 2018 | Năm 2019 | EPS năm 2015 (Đồng) | Giá mục tiêu (Đồng) | % Thay đổi |
|------------------|--|----------|----------|----------|----------|---------------------|---------------------|------------|
| | Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn) | | | | | | | |
| Giá giảm 10% | 29,7 | 31,5 | 36,0 | 36,0 | 36,0 | 1.511 | 27.900 | -25% |
| Giá giảm 5% | 31,4 | 33,3 | 38,0 | 38,0 | 38,0 | 1.757 | 32.500 | -13% |
| Kỳ vọng của VPBS | 33,0 | 35,0 | 40,0 | 40,0 | 40,0 | 2.003 | 37.200 | 0% |
| Giá tăng 5% | 34,7 | 36,8 | 42,0 | 42,0 | 42,0 | 2.249 | 41.900 | 13% |
| Giá tăng 10% | 36,3 | 38,5 | 44,0 | 44,0 | 44,0 | 2.496 | 46.500 | 25% |

Nguồn: VPBS

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Trong báo cáo cập nhật của chúng tôi phát hành vào ngày 9/6/2014, chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu là 38.900 đồng/cổ phiếu, cao hơn 9% so với giá thị trường thời điểm đó (35.700 đồng/cổ phiếu). Tuy nhiên, do giá cao su đã có xu hướng giảm trong suốt năm 2014, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 37.200 đồng/cổ phiếu trong báo cáo cập nhật lần này, cao hơn giá đóng cửa ngày 26/12/2014 (28.500 đồng/cổ phiếu) là 31%.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy một xu hướng giảm giá của cổ phiếu TRC khi cổ phiếu này đang giao dịch bên dưới đường kháng cự trung hạn MA50 ngày và đường kháng cự dài hạn MA100 ngày. Khối lượng giao dịch của cổ phiếu TRC cũng giảm dần về mức thấp và hiện đang thấp hơn trung bình động 50 ngày, cho thấy lực cầu vẫn tiếp tục suy yếu. Tín hiệu của biến động giá và khối lượng giao dịch của TRC vẫn chưa phát tín hiệu đảo chiều nào.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cổ phiếu TRC tại thời điểm phát hành báo cáo này.

| Mã | TRC (đồng/cp) |
|-----------------------------|---------------|
| Thời gian phân tích | 3 đến 6 tháng |
| Giá cao nhất trong 3 tháng | 33,000 |
| Giá thấp nhất trong 3 tháng | 28,400 |
| MA50 ngày hiện tại | 30,800 |
| MA100 ngày hiện tại | 32,000 |
| Ngưỡng kháng cự trung hạn | 30,800 |
| Ngưỡng hỗ trợ trung hạn | 25,000 |
| Khuyến nghị | BÁN |



KẾT LUẬN

Dựa trên xu hướng giảm hiện tại, chúng tôi dự báo giá cao su sẽ vẫn ở mức thấp trong năm 2015 và lợi nhuận của TRC sẽ chịu ảnh hưởng xấu. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của của công ty sẽ không đủ để đầu tư cho dự án Campuchia. Vì vậy, trong năm 2015, TRC sẽ phải tìm đến nguồn vốn vay từ ngân hàng, dẫn đến chi phí tài chính tăng trong khi thu nhập từ tiền lãi lại giảm đáng kể do số dư tiền mặt giảm.

Mặc dù chúng tôi dự đoán rằng khả năng sinh lời của TRC sẽ không cao trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2020, tuy nhiên chúng tôi vẫn tin rằng vào sự hồi phục mạnh mẽ của công ty trong tương lai nhờ vào dự án Campuchia. Với mức giá mục tiêu là 37.200 đồng/cổ phiếu, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** dài hạn cho cổ phiếu TRC.

| KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | | | | | | | | |
| Doanh thu từ cao su Việt Nam | 760 | 530 | 383 | 330 | 346 | 410 | 409 | 410 |
| Doanh thu từ cao su mua ngoài | 109 | 106 | 23 | 21 | 23 | 26 | 26 | 26 |
| Doanh thu từ dự án Campuchia | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 15 |
| Doanh thu khác | 39 | 36 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| Tổng doanh thu | 908 | 671 | 432 | 377 | 395 | 462 | 461 | 478 |
| <i>Tốc độ tăng doanh thu</i> | -24% | -26% | -36% | -13% | 5% | 17% | 0% | 4% |
| Giá vốn hàng bán | 588 | 450 | 337 | 289 | 297 | 334 | 333 | 344 |
| Lợi nhuận gộp | 320 | 221 | 95 | 89 | 97 | 128 | 127 | 133 |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i> | 35% | 33% | 22% | 24% | 25% | 28% | 28% | 28% |
| Tổng chi phí bán hàng & QLDN | 34 | 27 | 22 | 21 | 22 | 23 | 23 | 23 |
| Thu nhập từ công ty liên doanh | - | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| EBITDA | 279 | 194 | 73 | 69 | 77 | 105 | 105 | 110 |
| Khấu hao | 23 | 25 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | 33 |
| EBIT | 256 | 170 | 48 | 43 | 50 | 77 | 76 | 77 |
| Doanh thu tài chính | 59 | 51 | 28 | 10 | 6 | 4 | 5 | 4 |
| Chi phí tài chính | 3 | 9 | 0 | 16 | 28 | 26 | 21 | 17 |
| Lợi nhuận tài chính ròng | 56 | 42 | 28 | (5) | (22) | (22) | (17) | (13) |
| Lợi nhuận khác | 86 | 54 | 44 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Lợi nhuận trước thuế | 397 | 266 | 121 | 68 | 58 | 85 | 90 | 95 |
| Thuế TNDN | 43 | 36 | 15 | 10 | 8 | 10 | 15 | 16 |
| <i>Thuế suất hiệu dụng</i> | 11% | 14% | 12,8% | 14,0% | 14,1% | 12,0% | 16,7% | 16,7% |
| Lợi nhuận ròng sau thuế | 354 | 230 | 105 | 58 | 50 | 75 | 75 | 79 |
| <i>Biên lợi nhuận ròng</i> | 39% | 34% | 24% | 15% | 13% | 16% | 16% | 17% |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành trung bình | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| EPS (đồng) | 12.040 | 7.893 | 3.607 | 2.003 | 1.722 | 2.584 | 2.562 | 2.724 |
| Cổ tức (đồng/cổ phiếu) | 3.000 | 3.000 | 2.000 | 2.000 | 1.500 | 2.000 | 2.000 | 2.000 |
| <i>Tỷ lệ chia cổ tức</i> | 25% | 38% | 55% | 100% | 87% | 77% | 78% | 73% |

| BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tài sản Ngắn hạn | | | | | | | | |
| Tiền và tương đương tiền | 559 | 591 | 246 | 132 | 70 | 82 | 60 | 46 |
| Đầu tư ngắn hạn | 210 | 292 | 32 | - | - | - | - | - |
| Phải thu khách hàng | 108 | 145 | 177 | 175 | 176 | 178 | 178 | 13 |
| Hàng tồn kho | 76 | 95 | 92 | 79 | 81 | 92 | 91 | 94 |
| Tài sản khác | 6 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 181 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 959 | 1.138 | 562 | 402 | 343 | 366 | 345 | 334 |
| Tài sản dài hạn | | | | | | | | |
| Nguyên giá | 449 | 453 | 431 | 443 | 449 | 469 | 477 | 546 |
| Hao mòn lũy kế | 205 | 211 | 192 | 211 | 223 | 236 | 250 | 268 |
| Giá trị còn lại | 244 | 242 | 239 | 233 | 227 | 233 | 227 | 278 |
| Đầu tư dài hạn | 172 | 183 | 191 | 191 | 191 | 191 | 191 | 191 |
| Tài sản vô hình | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Tài sản dài hạn khác | 105 | 369 | 646 | 917 | 920 | 910 | 911 | 851 |
| Tổng tài sản dài hạn | 524 | 796 | 1.078 | 1.343 | 1.340 | 1.336 | 1.331 | 1.323 |
| Tổng tài sản | 1.483 | 1.934 | 1.641 | 1.745 | 1.683 | 1.703 | 1.676 | 1.657 |
| Nợ ngắn hạn | | | | | | | | |
| Phải trả người bán | 1 | 5 | 9 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| Chi phí phải trả | 4 | 2 | - | - | - | - | - | - |
| Nợ ngắn hạn | 4 | 374 | 0 | 0 | - | 40 | 50 | 62 |
| Nợ ngắn hạn khác | 154 | 147 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 163 | 528 | 86 | 84 | 84 | 125 | 135 | 147 |
| Nợ dài hạn | | | | | | | | |
| Vay dài hạn | 5 | 1 | 133 | 238 | 185 | 132 | 79 | 26 |
| Nợ dài hạn khác | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng nợ dài hạn | 5 | 2 | 133 | 238 | 185 | 132 | 79 | 27 |
| Tổng nợ | 168 | 530 | 219 | 323 | 269 | 257 | 214 | 174 |
| <i>Nợ vay trên vốn đầu tư</i> | <i>0,7%</i> | <i>21,1%</i> | <i>8,6%</i> | <i>14,4%</i> | <i>11,6%</i> | <i>10,6%</i> | <i>8,1%</i> | <i>5,6%</i> |
| Nguồn vốn | | | | | | | | |
| Cổ phiếu ưu đãi | | | - | - | - | - | - | - |
| Vốn chủ sở hữu | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| Lợi nhuận giữ lại | 311 | 192 | 131 | 91 | 68 | 87 | 84 | 87 |
| Vốn khác | 704 | 912 | 991 | 1.032 | 1.046 | 1.059 | 1.078 | 1.096 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 1.315 | 1.404 | 1.422 | 1.422 | 1.414 | 1.446 | 1.462 | 1.483 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 1.483 | 1.934 | 1.641 | 1.745 | 1.683 | 1.703 | 1.676 | 1.657 |

| LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh | (102) | (62) | (245) | (173) | 71 | 103 | 103 | 169 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư | 141 | (2) | 230 | 12 | (21) | (34) | (23) | (84) |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính | (156) | 73 | (330) | 47 | (112) | (57) | (101) | (99) |
| Số dư tiền đầu kỳ | 675 | 559 | 591 | 246 | 132 | 70 | 82 | 60 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | (117) | 9 | (345) | (114) | (62) | 12 | (21) | (14) |
| Số dư tiền cuối kỳ | 558 | 567 | 246 | 132 | 70 | 82 | 60 | 46 |

| PHÂN TÍCH CHỈ SỐ | 2014E | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P/E | 7,9 | 14,2 | 16,6 | 11,0 | 11,1 | 10,5 |
| Tốc độ tăng P/E | (0,1) | (0,3) | (1,2) | 0,2 | (13,3) | 1,7 |
| EV/EBIT | 22 | 25 | 21 | 14 | 14 | 14 |
| EV/EBITDA | 14 | 15 | 14 | 10 | 10 | 10 |
| Thị giá/giá trị sổ sách | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Tỷ suất sinh lợi từ cổ tức | 7,02% | 7,02% | 5,26% | 7,02% | 7,02% | 7,02% |
| Biên LN gộp | 22,03% | 23,52% | 24,63% | 27,68% | 27,64% | 27,90% |
| Biên EBITDA | 17,00% | 18,18% | 19,40% | 22,79% | 22,75% | 23,07% |
| Biên LN hoạt động | 11,12% | 11,27% | 12,62% | 16,70% | 16,47% | 16,21% |
| Biên LN ròng | 24,32% | 15,46% | 12,71% | 16,29% | 16,19% | 16,61% |
| ROA | 5,88% | 3,45% | 2,93% | 4,45% | 4,42% | 4,76% |
| ROE | 7,43% | 4,10% | 3,54% | 5,26% | 5,13% | 5,39% |
| EBIT/ lãi vay | 290,62 | 2,71 | 1,77 | 2,91 | 3,54 | 4,65 |
| EBITDA / (I + Cap Ex) | 3,38 | 2,47 | 2,23 | 2,29 | 3,50 | 1,29 |
| Nợ/tổng nguồn vốn | 8,58% | 14,36% | 11,56% | 10,62% | 8,10% | 5,62% |
| Nợ/tổng vốn chủ sở hữu | 9,38% | 16,77% | 13,07% | 11,88% | 8,81% | 5,96% |
| Chi số thanh khoản | | | | | | |
| Vòng quay tài sản | 0,26x | 0,22x | 0,23x | 0,27x | 0,27x | 0,29x |
| Vòng quay các khoản phải thu | 2,44x | 2,15x | 2,24x | 2,60x | 2,59x | 36,50x |
| Vòng quay các khoản phải trả | 36,50x | 36,50x | 36,50x | 36,50x | 36,50x | 36,50x |
| Vòng quay hàng tồn kho | 3,65x | 3,65x | 3,65x | 3,65x | 3,65x | 3,65x |
| Hệ số thanh khoản hiện hành | 6,56x | 4,76x | 4,08x | 2,93x | 2,56x | 2,27x |
| Hệ số thanh khoản nhanh | 5,49x | 3,83x | 3,11x | 2,20x | 1,88x | 1,63x |

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thế Duy

Chuyên viên Phân tích
duynt@vpbs.com.vn

Lê Thị Diệu Linh

Trợ lý Phân tích
linhltd@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên. Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418