

CTCP Tập đoàn Vinacontrol (HNX- VNC)

Đón chào sóng thương mại quốc tế

- Từ 2014, lợi nhuận sau thuế cho thấy dấu hiệu tăng trưởng lạc quan
- Mảng dịch vụ giám định chủ đạo gặp trở ngại bởi sức ép cạnh tranh
- Mảng giám định phục vụ quản lý nhà nước – điểm sáng cho kế hoạch dài hạn
- Cơ hội cho khả năng tăng trưởng bất phá?

Quan điểm

VNC là doanh nghiệp hoạt động trong ngành giám định - dịch vụ đặc thù gắn liền với hoạt động xuất nhập khẩu. Trước sự lạc quan của tình hình ngoại thương, nhất là khả năng các hiệp định thương mại sớm được ký kết, chúng tôi kỳ vọng VNC sẽ ghi nhận những kết quả tích cực. Cũng cần lưu ý rằng, VNC hiện chỉ đang cung cấp dịch vụ cho các doanh nghiệp XNK trong nước và khó tham gia vào khu vực các doanh nghiệp XNK FDI.

Trước sức ép cạnh tranh ngày càng gay gắt trên mảng dịch vụ chủ đạo (cung cấp chứng thư giám định), chiến lược mở rộng mảng kiểm tra chất lượng hàng hóa theo ủy quyền quản lý Nhà nước (cung cấp giấy chứng nhận chất lượng) được đánh giá là phù hợp để giải quyết thực trạng trên. Rủi ro mà chúng tôi quan ngại là sự thay đổi chính sách liên quan đến cơ chế thông quan một cửa có thể ảnh hưởng đến khối lượng công việc của công ty. Tuy nhiên, thời gian áp dụng cơ chế này có lẽ vẫn là vấn đề dài hạn. Theo đánh giá của RongViet Research, với điều kiện kinh doanh hiện tại, VNC có thể duy trì sự tăng trưởng ổn định theo ngành.

Xét về khả năng bất phá, chúng tôi cho rằng VNC vẫn có cơ hội nếu doanh nghiệp năng động mở rộng chuỗi cung ứng sản phẩm của mình. Chúng tôi kỳ vọng đối tác mới sau khi SCIC thoái vốn sẽ thực hiện định hướng này vì tính khả thi cao của các dịch vụ tiềm năng. Theo kịch bản tốt nhất được xây dựng, đối tác chiến lược nên là một doanh nghiệp nước ngoài cùng ngành. Tuy nhiên, hiện tại, những động thái mới nhất liên quan đến vấn đề thoái vốn của SCIC vẫn chưa được chia sẻ.

Với mức cổ tức bằng tiền tương đối ổn định trong những năm gần đây, chúng tôi cho rằng, cổ phiếu này phù hợp với nhà đầu tư giá trị dài hạn. Nếu loại trừ rủi ro từ yếu tố thanh khoản thấp, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **DÀI HẠN** với mức giá mục tiêu **28.900 VND/cp**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế đến 3T2015	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	297,7	363,5	249,9	425,3	474,2
% tăng trưởng	13,9%	22,1%	14,0%	17,0%	11,5%
Lợi nhuận sau thuế	15,9	24,7	18,4	28,0	31,2
%tăng trưởng	-33,6%	55,8%	18%	13,4%	11,2%
Tỷ suất LNST (%)	5,3%	6,8%	7,4%	6,6%	6,6%
ROA (%)	7,2%	10,6%		10,8%	10,9%
ROE (%)	9,8%	14,9%		15,7%	16,2%
EPS (VND)	1.510	2.352		2.668	2.967
EPS đ/chính (VND)	1.510	2.352		2.668	2.967
Giá trị sổ sách (VND)	15.368	16.231		17.534	18.823
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.250	1.500		1.200	1.500
P/E (x)	7,5	7,9		9,8*	8,8*
P/BV (x)	0,7	1,1		1,5*	1,4*

Nguồn: VNC, RongViet Securities, * giá cổ phiếu ngày 13/8/2015

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	26.100
Giá mục tiêu (VND)	28.900
Thời gian đầu tư	DÀI HẠN

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dịch vụ hỗ trợ
Vốn hóa (tỷ đồng)	270,89
SLCP DLH (cp)	10.499.560
Beta	0,15
Free Float (%)	49,47
Giá cao nhất 52 tuần*	26.000
Giá thấp nhất 52 tuần*	14.500
KLGD bình quân 20 phiên	15.289



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VNC	22,9	77,9	337,3
Dịch vụ hỗ trợ	5,7	49,4	268,6
HNX30 Index	3,9	-6,7	15,6
HNXIndex	2,1	-0,5	16,4

Cổ đông lớn (%)

SCIC	30,0
Barca Global Master Fund, L.P	10,53
Intereffekt Investment Funds N.V	4,96
Bùi Duy Chinh	4,03
Sở hữu NĐTNN (%)	33,51

LÊ HỮU TRIỂN

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1317

trien.lh@vpsc.com.vn



VNC hoạt động trong lĩnh vực giám định, kiểm định hàng hóa

Ngành giám định hàng hóa được biết đến là một mắt xích quan trọng trong hoạt động ngoại thương. Bằng những nghiệp vụ kỹ thuật, các công ty giám định sẽ xác định tình trạng thực tế của hàng hoá như phẩm chất, quy cách, số lượng, khối lượng, bao bì, đóng gói, an toàn vệ sinh, trị giá. Sau đó, chứng thư giám định sẽ được cung cấp cho các bên yêu cầu. Đây là một trong những chứng từ cần thiết cho giao thương quốc tế và quá trình thông quan hàng hóa.

Hiện tại VNC tập trung cung cấp dịch vụ cho 2 lĩnh vực chính: (1) Giám định hàng hóa xuất nhập khẩu, mua bán nội địa nhằm cung cấp chứng thư cho bộ chứng từ giao nhận hàng; (2) Dịch vụ giám định/thử nghiệm phục vụ quản lý Nhà nước. Nghiệp vụ (2) xuất phát từ mục tiêu nâng cao chất lượng hàng hóa nhập khẩu, tính phù hợp theo yêu cầu của rào cản kỹ thuật; được quy định tại Luật chất lượng sản phẩm hàng hóa. Tuy nhiên, **giấy chứng nhận chất lượng** chỉ nhằm phục vụ kiểm tra nhà nước và tách biệt hoàn toàn so với **chứng thư giám định**.

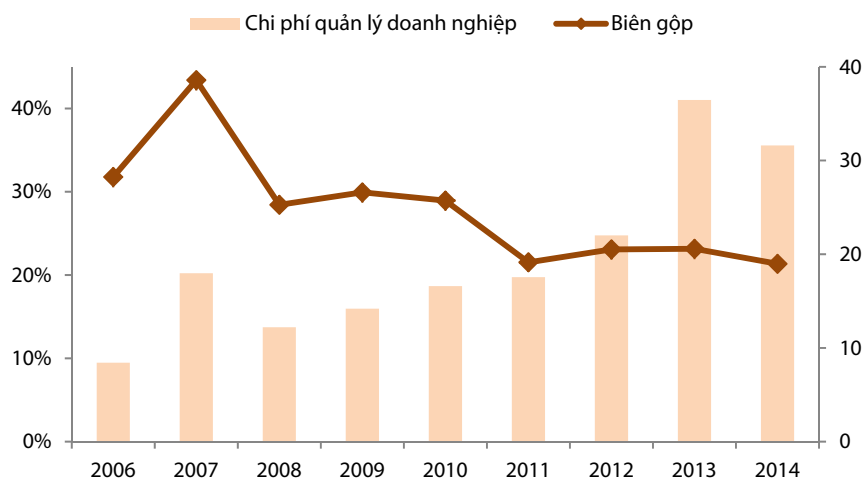
Do đây là ngành dịch vụ mà nền tảng, quan hệ với khách hàng được xây dựng trên uy tín nên thương hiệu là yếu tố tiên quyết cho sự thành công. Là doanh nghiệp đầu tiên trong lĩnh vực giám định cùng tiêu chí hoạt động có quy chuẩn; VNC có thị phần lớn (~40%) cùng đội ngũ giám định viên có kinh nghiệm và chuyên môn cao. Thương hiệu Vinacontrol, nhờ vậy, dẫn tạo dựng chỗ đứng trong ngành.

Từ 2014, lợi nhuận sau thuế cho thấy dấu hiệu tăng trưởng lạc quan nhờ sự hồi phục của hoạt động ngoại thương

Có thể thấy, trong giai đoạn trước năm 2010, tốc độ tăng trưởng của VNC khá ấn tượng với mức CARG doanh thu và LNST lần lượt đạt 40% và 50%. Tuy nhiên trong giai đoạn 2011-2013, tốc độ tăng trưởng này giảm mạnh, thậm chí LNST tăng trưởng âm. Xét về biên LN gộp, chúng tôi nhận thấy sự sụt giảm đáng kể khi con số trung bình 33% (2006-2010) chỉ còn 25%.

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, kinh tế suy thoái dẫn đến những tác động dây chuyền; cụ thể hàng hóa xuất nhập khẩu giảm mạnh khiến nhiều doanh nghiệp XNK gần như phá sản. Số lượng khách hàng sử dụng dịch vụ giám định, vì vậy, cũng chịu ảnh hưởng. Thêm vào đó, VNC buộc phải chia sẻ khó khăn với khách hàng thông qua hình thức giảm phí, kéo dài thời gian thanh toán. Vì vậy, nhiều khoản nợ khó đòi bắt đầu xuất hiện do khách hàng mất khả năng chi trả. Trong năm 2013, VNC đã chủ động trích lập dự phòng cho các khoản nợ này khiến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 64% so với cùng kì.

Hình: Biên gộp và chi phí quản lý (tỷ VND) giai đoạn 2006-2014



Nguồn: VNC

Từ đầu 2014, cùng với sự hồi phục kinh tế và hoạt động ngoại thương, VNC bắt đầu trở lại chu kỳ tăng trưởng. Doanh thu và LNST cả năm 2014 khá ấn tượng, lần lượt tăng 22% và 55% so với cùng kỳ. Như vừa đề cập, trong năm 2013, Công ty đã chủ động trích lập dự phòng khoản phải thu khó đòi (7 tỷ đồng). Nếu loại trừ chi phí dự phòng này thì LNST năm 2014 thực chất tăng khoảng 16% so với cùng kỳ, thay vì 55%.

Chúng tôi nhận thấy những biến chuyển tích cực trong LNST chủ yếu đến từ doanh thu khi mà biên lợi nhuận ròng không có nhiều cải thiện. Trong thời gian tới, xu hướng này có thể vẫn tiếp diễn bởi sức ép cạnh tranh ngày càng gay gắt khiến Công ty phải tăng chi phí bán hàng nhằm giữ vững thị phần. Biên lợi nhuận ròng, vì thế, sẽ phục hồi với tốc độ chậm và khó trở về mức hoàng kim như trước đây.

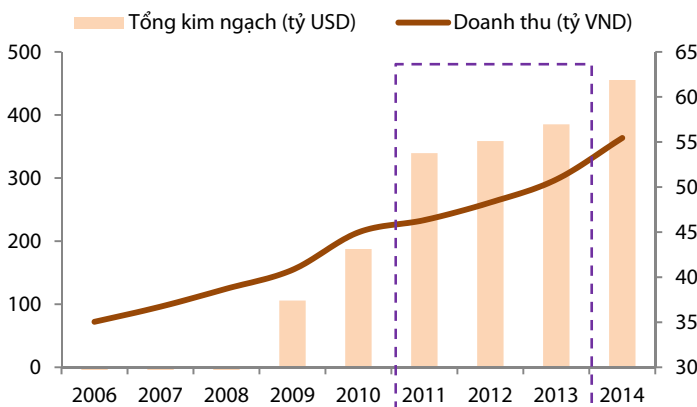
Với dự báo tăng trưởng khả quan của hàng hóa xuất nhập khẩu (6,52%, theo BMI) từ 2015-2019 nhờ việc ký kết các hiệp định tự do thương mại, chúng tôi kì vọng, ngành giám định, mà cụ thể là VNC sẽ hưởng lợi từ kết quả này.

Mảng dịch vụ giám định chủ đạo gặp trở ngại bởi sức ép cạnh tranh.

Nghiệp vụ cung cấp chứng thư giám định được coi là hoạt động chủ đạo của các doanh nghiệp trong ngành. Hiện tại, thị trường phân ra làm 2 khu vực: XNK của các doanh nghiệp nội địa và của các doanh nghiệp FDI; trong đó, khu vực FDI chiếm ~70% tổng kim ngạch XNK, còn lại khu vực nội địa. Thực tế cho thấy, các công ty giám định trong nước chủ yếu chia nhau “miếng bánh” trong khu vực nội địa, vốn vụn 30%. Đối với khu vực FDI, ưu thế lại thuộc về các doanh nghiệp giám định nước ngoài. Nguyên nhân do (1) Mạng lưới chi nhánh của các doanh nghiệp giám định nước ngoài tại các quốc gia khác nhau sẽ tạo điều kiện thuận lợi khi giải quyết các khiếu nại phát sinh (2) Giám định tại Việt Nam là một mắt xích trong hợp đồng đảm bảo rủi ro, quản lý chất lượng được ký kết giữa các tập đoàn đa quốc gia và công ty giám định nước ngoài.

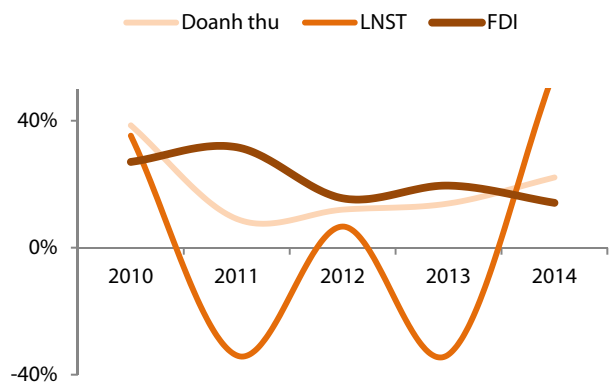
Thực tế trên khá sát với số liệu ghi nhận tại VNC khi doanh thu của Công ty chuyển động tương đồng với tăng trưởng kim ngạch XNK trong nước. Tuy nhiên, xét trên phương diện tăng trưởng kim ngạch XNK của các doanh nghiệp FDI, chúng tôi lại không nhận thấy mối liên hệ này. Điều này đồng nghĩa với việc VNC ít và thậm chí không tham gia vào lĩnh vực giám định liên quan đến hàng hóa từ khu vực FDI.

Hình: Doanh thu và kim ngạch XNK khu vực trong nước



Nguồn: GSO

Hình: Tốc độ tăng trưởng doanh thu, LNST và kim ngạch XNK khu vực FDI



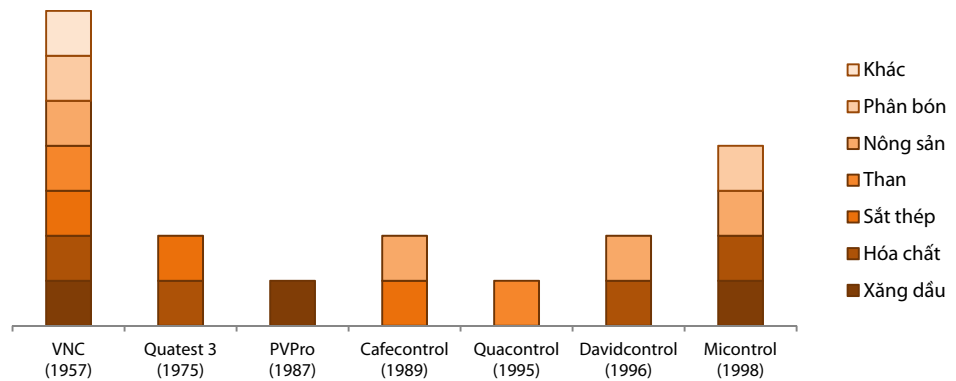
Nguồn: GSO

Trong mối quan hệ giao thương, doanh nghiệp nhập khẩu nước ngoài thường là bên quyết định đơn vị giám định và có khuynh hướng lựa chọn các công ty giám định quốc tế nhằm giảm bớt rủi ro, nhất là những thương vụ đầu tiên làm việc với đối tác Việt Nam. Do đó, việc các doanh nghiệp giám định ngoại ngày càng gia tăng sự có mặt ở thị trường khu vực nội địa là điều khó tránh khỏi. Chúng tôi nhận thấy

sự trở dậy của các doanh nghiệp ngoại như SGS, Bureau Veritas (BV), Intertek khi các doanh nghiệp này dần chiếm được thị phần mà trước đây VNC có thể mạnh như gạo, dầu thô, hàng tiêu dùng. Do đó, nhân tố doanh nghiệp nước ngoài đang trở thành mối quan ngại chính của VNC.

Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng tự thành lập công ty giám định riêng phục vụ cho từng nhóm ngành thuộc đơn vị quản lý của các Bộ ngành, Hiệp Hội nhằm giảm bớt chi phí và đẩy nhanh thời gian cấp chứng thư giám định. Có thể kể đến một số doanh nghiệp đang ngày càng phổ biến như: Quatest 3 (bộ KH-CN), Cafecontrol (Bộ NN&PTNT).

Hình: Năm thành lập và các mặt hàng giám định chính của các doanh nghiệp trong nước.



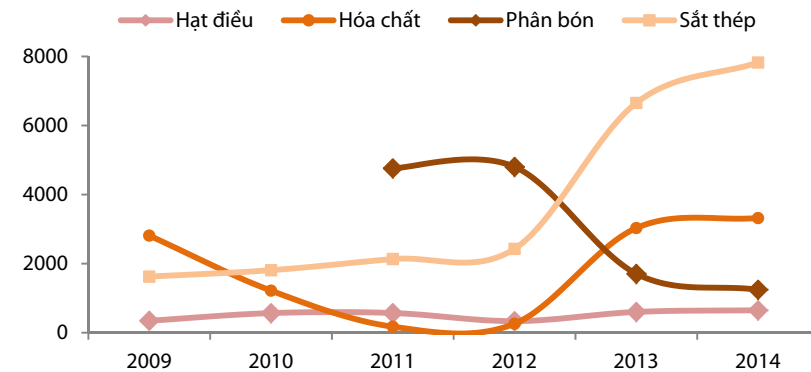
Nguồn: RongViet Reseach tổng hợp

Như vậy, VNC đang chịu sức ép cạnh tranh từ cả đối thủ trong và ngoài nước. Đây là xu thế chung khi cạnh tranh giành thị phần trong những năm gần đây trở nên khốc liệt trên mọi lĩnh vực. Do đó, đối với mảng “cung cấp chứng thư giám định”, với những chia sẻ từ doanh nghiệp, chúng tôi chỉ kỳ vọng VNC duy trì ổn định thị phần và tăng trưởng theo tốc độ tăng lưu lượng hàng hóa XNK của khu vực trong nước.

Mảng giám định phục vụ quản lý nhà nước – điểm sáng cho kế hoạch dài hạn

Nhận thấy sức ép cạnh tranh từ mảng giám định hàng XNK, VNC đã chủ động đẩy mạnh mảng kiểm tra chất lượng hàng hóa theo ủy quyền quản lý Nhà nước. Đây là nghiệp vụ dựa trên những yêu cầu kỹ thuật và chất lượng của Nhà nước. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, nếu như trước đây, mảng hoạt động này chiếm khoảng 5% doanh thu thì hiện tại đã đóng góp xấp xỉ 20% với 4 mặt hàng chủ lực là hạt điều, phân bón, hóa chất dệt nhuộm, sắt thép.

Hình: Kim ngạch nhập khẩu hạt điều, phân bón, hóa chất dệt nhuộm, sắt thép (triệu USD)



Nguồn: GSO



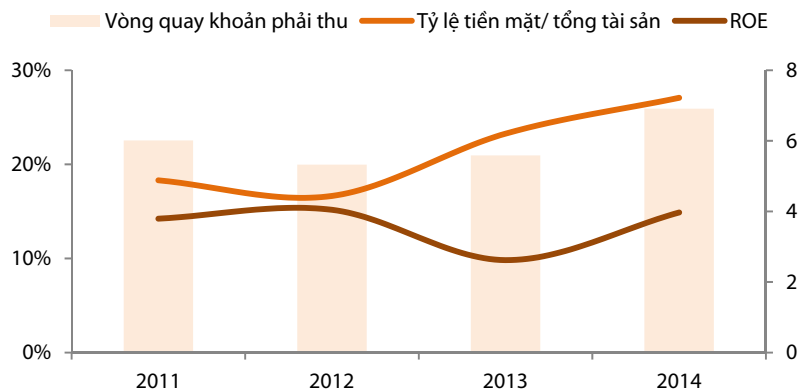
Mảng kiểm tra chất lượng hàng hóa theo ủy quyền quản lý Nhà nước được đánh giá là có cơ hội tăng trưởng mạnh nhờ việc ký kết các hiệp định thương mại. Do hoạt động sản xuất tại Việt Nam còn chậm nhịp so với thế giới nên việc tự do hóa thương mại sẽ đi đôi với các chính sách hỗ trợ sản xuất trong nước của Chính phủ. Vì vậy, không loại trừ khả năng các hàng rào kỹ thuật đối với hàng nhập khẩu nhằm bảo hộ sản xuất trong nước sẽ được đẩy mạnh hơn; kết quả là, nâng dần lượng đơn yêu cầu kiểm tra chất lượng hàng nhập khẩu. Khi đó, cơ sở cho kỳ vọng tăng trưởng của VNC càng được củng cố. Chúng tôi đánh giá việc mở rộng mảng hoạt động này là hướng đi đúng khi có thể tận dụng lợi thế của một công ty hàng đầu có năng lực và công nghệ hiện đại trong sân chơi chỉ dành riêng cho các doanh nghiệp nội địa.

Dù triển vọng lạc quan nhưng chúng tôi cũng nhận ra một số quan ngại như sau: (1) các doanh nghiệp giám định nước ngoài cũng đang xin giấy phép tham gia phần khúc này; vì vậy, sức ép cạnh tranh có thể gia tăng (2) mảng hoạt động này sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào cơ quan quản lý Nhà nước theo tinh thần nội dung cơ chế thông quan một cửa (dự thảo). Theo đó, cơ quan quản lý Nhà nước sẽ nhận yêu cầu kiểm tra chất lượng từ doanh nghiệp XNK; sau đó phân phối lại cho các công ty giám định. Điều này khác với trước đây khi bên doanh nghiệp và giám định trực tiếp hợp tác với nhau. Nếu áp dụng cơ chế mới, lợi thế quan hệ lâu dài của VNC và các doanh nghiệp nhập khẩu gần như không phát huy tác dụng. Tuy nhiên, cần thời gian để cơ chế này chính thức áp dụng do vẫn đang trong giai đoạn lấy ý kiến đóng góp của các Bộ ngành. Thêm vào đó, bằng uy tín và năng lực sẵn có, VNC vẫn có thể nhận được số lượng đơn hàng lớn từ cơ quan chức năng trong các lĩnh vực có thế mạnh.

Cơ hội cho sự tăng trưởng bứt phá bằng mở rộng chuỗi sản phẩm?

VNC hiện đang hoạt động với các chỉ số tài chính khá lành mạnh. Tỷ lệ sở hữu tiền mặt duy trì trên 20% trong khi đó, vòng quay hàng tồn kho, khoản phải thu khá cao. Đặc biệt, tỷ lệ nợ vay trong các năm qua xấp xỉ bằng 0%. Thêm vào đó, sau khi vận hành nhà máy kiểm nghiệm thép với tổng mức đầu tư trên 3 tỷ thì hiện tại, VNC vẫn chưa công bố một kế hoạch đầu tư lớn nào ngoài việc đầu tư xây dựng một số trụ sở làm việc. Tuy nhiên giá trị đầu tư này khá thấp so với lượng tiền và tương đương tiền gần 52 tỷ. Vì vậy, các chỉ số tài chính nhìn chung khá lành mạnh. Ở chiều ngược lại, việc không sử dụng nợ vay khiến VNC không hưởng lợi nhiều từ mặt bằng lãi suất thấp như hiện nay cũng không hỗ trợ cải thiện chỉ số ROE.

Hình: Một số chỉ số tài chính của VNC giai đoạn 2011-2014



Nguồn: VNC

Như những phân tích ở trên, trong năm 2015 cũng như trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng VNC sẽ chỉ tăng trưởng ổn định cùng với sự phục hồi hoạt động ngoại thương và khó tạo nên sự đột phá nếu không mở rộng thêm các dịch vụ khác.



Theo tìm hiểu của chúng tôi, các doanh nghiệp ngoại đang hoạt động tại Việt Nam cung cấp nhiều dịch vụ mà VNC chưa áp dụng như cấp chứng nhận các tiêu chuẩn quốc tế, quản lý rủi ro, tìm kiếm nguồn cung hàng hóa đạt tiêu chuẩn, v.v...trong đó, cấp chứng nhận các tiêu chuẩn như ISO, GlobalGap có khả năng đem lại hiệu quả nếu VNC tham gia. Nguyên nhân là do trong bối cảnh hội nhập, các doanh nghiệp sản xuất, các trang trại chăn nuôi buộc phải đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế về ISO, GlobalGap để hàng hóa nâng cao tính cạnh tranh và dễ dàng thâm nhập vào các thị trường tiên tiến. Thêm vào đó, do hiệu lực của các chứng chỉ này thường không dài nên xuất hiện thêm nhu cầu tái cấp. Vì vậy, dư địa tăng trưởng của dịch vụ tiềm năng này là khá cao. Rõ ràng là, cơ hội mở rộng chuỗi sản phẩm nhằm đẩy mạnh lợi nhuận là có, nhưng liệu VNC có quyết định chiến lược này hay không phải tùy thuộc vào sự năng động cũng như nhận định cơ hội trên thị trường của ban lãnh đạo.

Một điểm nhấn nữa mà chúng tôi chờ đợi là việc thoái vốn của SCIC. Hiện SCIC đang sở hữu 30% số lượng cổ phiếu và có lộ trình thoái vốn trong năm nay. Việc thay đổi cổ đông lớn, theo chúng tôi, sẽ có lợi nếu doanh nghiệp có một đối tác chiến lược nước ngoài cùng ngành. Khi đó, VNC có cơ hội trở thành một mắt xích trong hợp đồng quản lý rủi ro, chất lượng giữa công ty giám định mẹ và các tập đoàn đa quốc gia, vì vậy, sẽ thâm nhập vào được phân khúc FDI; đồng thời, VNC cũng có thể được nhận chuyển giao quyền cấp chứng nhận chất lượng ISO, GlobalGap,... cũng như các dịch vụ khác từ công ty mẹ để giải quyết được bài toán tăng trưởng. Vì vậy, theo quan điểm của chúng tôi, kịch bản này sẽ tạo cho VNC một sự chuyển biến tích cực trong tương lai. Tuy nhiên, cho tới hiện tại, phương án thoái vốn vẫn chưa được công bố chi tiết.

Quan điểm

VNC là doanh nghiệp hoạt động trong ngành giám định - dịch vụ đặc thù gắn liền với hoạt động xuất nhập khẩu. Trước sự lạc quan của tình hình ngoại thương, nhất là khả năng các hiệp định thương mại sớm được ký kết, chúng tôi kỳ vọng VNC sẽ ghi nhận những kết quả tích cực. Cũng cần lưu ý rằng, VNC hiện chỉ đang cung cấp dịch vụ cho các doanh nghiệp XNK trong nước và khó tham gia vào khu vực các doanh nghiệp XNK FDI.

Trước sức ép cạnh tranh ngày càng gay gắt trên mảng dịch vụ chủ đạo (cung cấp chứng thư giám định), chiến lược mở rộng mảng kiểm tra chất lượng hàng hóa theo ủy quyền quản lý Nhà nước (cung cấp giấy chứng nhận chất lượng) được đánh giá là phù hợp để giải quyết thực trạng trên. Rủi ro mà chúng tôi quan ngại là sự thay đổi chính sách liên quan đến cơ chế thông quan một cửa có thể ảnh hưởng đến khối lượng công việc của công ty. Tuy nhiên, thời gian áp dụng cơ chế này có lẽ vẫn là vấn đề dài hạn. Theo đánh giá của RongViet Research, với điều kiện kinh doanh hiện tại, VNC có thể duy trì sự tăng trưởng ổn định theo ngành.

Xét về khả năng bứt phá, chúng tôi cho rằng VNC vẫn có cơ hội nếu doanh nghiệp năng động mở rộng chuỗi cung ứng sản phẩm của mình. Chúng tôi kỳ vọng đối tác mới sau khi SCIC thoái vốn sẽ thực hiện định hướng này vì tính khả thi cao của các dịch vụ tiềm năng. Theo kịch bản tốt nhất được xây dựng, đối tác chiến lược nên là một doanh nghiệp nước ngoài cùng ngành. Tuy nhiên, hiện tại, những động thái mới nhất liên quan đến vấn đề thoái vốn của SCIC vẫn chưa được chia sẻ.

Với mức cổ tức bằng tiền tương đối ổn định trong những năm gần đây, chúng tôi cho rằng, cổ phiếu này phù hợp với nhà đầu tư giá trị dài hạn. Nếu loại trừ rủi ro từ yếu tố thanh khoản thấp, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **DÀI HẠN** với mức giá mục tiêu **28.900 VND/cp**.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	297,7	363,5	425,3	474,2
Giá vốn	228,8	285,9	334,7	373,2
Lãi gộp	68,9	77,6	90,6	101,0
Chi phí bán hàng	14,2	17,3	21,0	22,8
Chi phí quản lý	36,5	31,6	37,6	42,7
Thu nhập từ HĐTC	3,1	3,0	3,3	3,6
Chi phí tài chính	0,0	0,1	0,2	0,2
Lợi nhuận khác	0,4	0,3	0,4	0,4
Lợi nhuận trước thuế	21,8	32,0	35,7	39,6
Thuế TNDN	5,7	7,0	7,7	8,4
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,3	0,3	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	15,9	24,7	28,0	31,2
EBIT	21,8	32,1	35,7	39,6
EBITDA	29,3	32,1	45,4	50,2

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	13,9	22,1	17,0	11,5
Lợi nhuận HKKD	-22,4	56,8	11,7	11,2
EBITDA	4,0	9,3	41,6	10,7
EBIT	-22,6	46,7	11,4	11,0
Lợi nhuận sau thuế	-33,6	55,8	13,4	11,2
Tổng tài sản	1,9	11,1	12,0	8,1
Vốn chủ sở hữu	0,0	5,6	8,8	7,4
Tốc độ tăng trưởng nội tại	0,1	7,0	8,7	8,0
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	23,2	21,3	21,3	21,3
LN HKKD / Doanh thu	6,1	7,9	7,5	7,5
EBITDA/ Doanh thu	9,9	8,8	10,7	10,6
EBIT/ Doanh thu	7,3	8,8	8,4	8,4
LNST/ Doanh thu	5,3	6,8	6,6	6,6
ROA	7,2	10,6	10,8	10,9
ROIC or RONA	13,4	19,0	19,8	20,3
ROE	9,8	14,9	15,7	16,2
Hiệu quả hoạt động (vòng)				
Vòng quay kh. phải thu	5,6	6,9	7,2	7,0
Vòng quay hàng tồn kho	35,3	73,9	69,5	68,0
Vòng quay khoản phải trả	4,1	4,4	4,2	4,1
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	2,1	2,0	1,9	1,9
Nhanh	2,1	1,9	1,8	1,8
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	35,5	42,9	47,0	48,0
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	0,2	0,5	0,5
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,3	0,3	0,3

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	51	66	75	79
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4	8	9	10
Các khoản phải thu	51	54	64	71
Tồn kho	3	4	5	6
Tài sản ngắn hạn khác	11	10	11	12
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	121	142	164	178
Tài sản cố định hữu hình	74	77	80	81
Tài sản cố định vô hình	15	16	19	22
Xây dựng cơ bản dở dang	2	2	3	6
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	5	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	5	5	5	6
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	100	103	110	119
TỔNG TÀI SẢN	221	245	275	297
Tiền hàng phải trả và ứng trước	13	17	20	23
Khoản phải trả ngắn hạn khác	44	55	66	71
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	1	1
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	1
Khoản phải trả dài hạn khác	1	0	0	0
Tổng nợ	57	73	87	96
Vốn chủ sở hữu	161	170	184	198
Vốn đầu tư của CSH	105	105	105	105
Lợi nhuận giữ lại	9	18	30	40
Các quỹ	47	47	49	52
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	1	2
Nguồn vốn chủ sở hữu	161	170	186	199
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2
TỔNG NGUỒN VỐN	220	245	275	297
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
LNST	21,8	32,0	35,7	39,6
Khấu hao	7,5	9,2	9,7	10,6
Các điều chỉnh	4,4	-0,7	0,0	0,0
Thay đổi vốn lưu động	2,9	-0,8	-6,7	-10,7
Tiền thuần từ HĐKD	36,6	39,7	38,6	39,4
Thay đổi TSCĐ	-11,6	-13,0	-16,2	-18,1
Thay đổi khoản mục ĐT khác	0,1	-0,6	3,7	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	2,0	1,4	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-9,6	-12,3	-12,6	-18,1
Nhận/trả lại vốn góp	0,6	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	0,0	0,7	0,6	0,1
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-12,5	-13,0	-17,9	-17,6
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-11,9	-12,2	-17,3	-17,5
Tiền thuần trong kỳ	15,2	15,2	8,7	3,9
Tiền đầu năm	36,0	51,2	66,5	75,2
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	51,2	66,5	75,2	79,0

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rộng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới
Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**