

Ngày báo cáo:	14/03/2016		<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Giá hiện tại:	45.500VND	Tăng trưởng DT	2,0%	6,1%	7,6%
Giá mục tiêu:	47.200VND	Tăng trưởng EPS	17,6%	6,1%	4,4%
Giá mục tiêu trước đây:	54.800VND	Biên LN gộp	24,1%	23,2%	22,2%
		Biên LN ròng	12,5%	12,5%	12,1%
TL tăng:	+3,7%	(VND)	<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Lợi suất cổ tức:	<u>4,2%</u>	EPS	4.177	4.432	4.626
Tổng mức sinh lời:	+8,0%	Cổ tức / CP	2.000	2.000	2.000
		P/E	10,9	10,2	9,7
Ngành:	Săm lốp				
GT vốn hóa:	184,8 triệu USD	<u>DRC</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>	
Room KN:	39,0 triệu USD	P/E (trượt)	10,9x	8,1x	11,5x
GTGD trung bình/ngày (30 ngày):	1,0 triệu USD	P/B (hiện tại)	2,5x	2,4x	1,1x
		Nợ ròng/CSH	0,5x	0,6x	1,1x
Cổ phần Nhà nước:	50,5%	ROE	25,9%	19,5%	14,2%
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	91,4	ROA	13,2%	8,6%	5,5%
Pha loãng (triệu)	91,4				

Xu hướng kỹ thuật trung hạn: Tăng

Ngưỡng hỗ trợ: 49.500VND

Mô tả công ty: CTCP Cao su Đà Nẵng là một trong những nhà sản xuất săm lốp hàng đầu Việt Nam với thị phần lốp ô-tô khoảng 13%. Công ty có danh mục sản phẩm săm lốp đa dạng, dành cho xe tải, ô-tô, xe máy, và xe đạp. 80% sản phẩm của công ty được tiêu thụ trong nước.

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên

Thiếu yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu năm 2016

Chúng tôi hạ khuyến nghị dành cho CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG và điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 47.200VND/cổ phiếu.

QQLN 2015 nhìn chung phù hợp với dự báo của chúng tôi. Doanh thu và LNST 2015 đạt lần lượt 99% và 105% dự báo của chúng tôi. LNST vượt dự báo chủ yếu nhờ chi phí ngoài hoạt động thấp hơn so với dự báo.

Lớp radial kích thích tăng trưởng doanh thu 2015. Sản lượng của DRC tăng 10% trong khi giá bán trung bình giảm 7%. Doanh thu từ lớp radial tăng mạnh 52% so với mức thấp năm 2014, khiến hiệu suất hoạt động nhà máy lớp radial lên đến 58%. Trong khi đó, sản lượng lớp radial chỉ tăng 7% trong năm 2015 so với năm 2014, vì DRC không tăng công suất cho các nhà máy lớp bias trong bối cảnh dòng sản phẩm này dần bị lớp radial thay thế.

Lợi nhuận ròng tăng chủ yếu nhờ chi phí quản lý và bán hàng chuẩn hóa. Tuy doanh thu tăng nhưng biên lợi nhuận gộp của lớp radial chỉ đạt 0,1% do hiệu suất hoạt động thấp trong khi thời gian khấu hao của nhà máy radial được điều chỉnh giảm từ 15 năm xuống 7 năm kể từ Quý 2/2015. Chi phí bán hàng giảm, nếu chuẩn hóa bằng cách loại trừ các khoản mục bất thường năm 2014, là nguyên nhân chính giúp LNST tăng trong năm 2015.

Triển vọng lợi nhuận năm 2016 thấp do áp lực lên biên lợi nhuận gây ra bởi cạnh tranh. Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% doanh thu và 5% LNST 2016 chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giá bán trung bình giảm so với dự báo trước đây. Cạnh tranh từ săm lốp Trung Quốc khiến DRC không thể hưởng lợi hoàn toàn từ việc chi phí cao su đầu vào giảm, và tình hình này nhiều khả năng sẽ xấu đi hơn là cải thiện. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng việc tăng cường sản lượng bán ra của nhà máy lớp radial sẽ là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng, nhưng giá bán trung bình giảm và khấu hao tăng sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp, mà chúng tôi cho rằng sẽ đạt 4,2% trong năm 2016.

Giá cổ phiếu DRC tỏ ra cao so với các cổ phiếu same lớp khác. Trong khi giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (hệ số 70%) giảm 6% chủ yếu do điều chỉnh dự báo và việc chúng tôi điều chỉnh phần bù rủi ro (150 điểm cơ bản), lý do chính khiến chúng tôi giảm giá mục tiêu là việc kết hợp phương pháp PER. DRC hiện đang giao dịch với PER trượt là 10,9 lần so với của các công ty same lớp khác là 8,1 lần.

Giá cao su khó có khả năng giảm sâu thêm, khiến giá cổ phiếu thiếu yếu tố hỗ trợ. Chúng tôi cho rằng giá cao su hiện đã gần chạm đáy trong bối cảnh lượng cao su tồn kho trên thế giới đang giảm, dù là với tốc độ chậm. Điều này là một tín hiệu đáng lo ngại cho các nhà đầu tư trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt.

Tổng kết tình hình 2015 – Kết quả đáng khích lệ trong bối cảnh thời gian khấu hao của nhà máy lốp radial bị rút ngắn

Hình 1: KQLN 2015 của DRC và nhận định của VCSC

tỷ đồng	2014	2015	2015 vs. 2014	KQ2015 so với dự báo	Nhận định
Doanh thu	3.251	3.318	2%	99%	
<i>Săm lốp xe đạp</i>	196	187	-5%	101%	
<i>Săm lốp xe máy</i>	259	279	8%	109%	
<i>Lốp bias</i>	1.990	1.838	-8%	97%	Sản lượng tăng 6,5% trong khi giá bán trung bình giảm 13,3%. Gần như đã đạt công suất tối đa.
<i>Lốp ô tô dấp</i>	38	35	-6%	101%	
<i>Lốp radial</i>	564	770	36%	96%	Sản lượng tăng 52,3% so với mức thấp năm 2014, trong khi giá bán trung bình giảm 10,4%. Công suất đạt 58% trong năm thứ hai hoạt động toàn năm.
<i>Săm xe tải</i>	151	153	1%	103%	
<i>Yếm ô tô</i>	38	40	5%	108%	
<i>Khác</i>	15	15	1%	111%	
Lợi nhuận gộp	804	799	-1%	99%	
Chi phí bán hàng	-161	-76	-53%	94%	Năm 2014: các khoản mục bất thường lên đến 67 tỷ đồng. Năm 2015: 42 tỷ đồng được ghi nhận là giá vốn hàng bán thay vì chi phí bán hàng theo Thông tư 200.
Chi phí quản lý DN	-68	-85	25%	101%	
LN từ hoạt động	574	639	11%	99%	
Chi phí lãi vay	-85	-55	-35%	83%	Nợ giảm
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	-38	-52	39%	72%	Lỗ từ chênh lệch tỷ giá tăng do tiền đồng Việt Nam trượt giá mạnh trong năm 2015.
LN trước thuế	452	532	18%	105%	
LNST theo báo cáo	353	415	18%	105%	
Biên LN gộp %	24,7%	24,1%			Bị ảnh hưởng do biên lợi nhuận gộp từ lốp radial thấp
Chi phí bán hàng %	5,0%	2,3%			
Chi phí quản lý/doanh thu	2,1%	2,6%			

Nguồn: DRC và VCSC

Chi phí bán hàng chuẩn hóa là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận 2015. Năm 2014, có hai khoản mục chi phí bán hàng bất thường, tổng cộng lên đến 67 tỷ đồng. Trong đó, có một khoản mục không được giải thích cụ thể trị giá 57 tỷ đồng, phát sinh năm 2013 nhưng không được ghi nhận trong năm đó, nên DRC phải ghi nhận trong năm 2014. Còn 10 tỷ đồng còn lại là chi phí đồng phục công ty năm 2014.

Lợi nhuận lẽ ra đã cao hơn nếu thời gian khấu hao của nhà máy lốp radial không bị rút ngắn. DRC rút ngắn thời gian khấu hao của nhà máy lốp radial từ 15 năm xuống 7 năm trong Quý 2/2015. Điều này, cùng với việc giảm giá bán trung bình 10,4%, đã khiến biên lợi nhuận lốp radial chỉ đạt -0,1% trong năm 2015, so với mức 6,7% năm 2014. Chúng tôi cho rằng lợi ích từ thuế là nguyên nhân chính khiến công ty điều chỉnh thời gian khấu hao. Nếu không có việc điều chỉnh này, chúng tôi ước tính LNST 2015 của DRC đã đạt 477 tỷ đồng trong năm 2015, tăng 18% so với năm 2014.

Nhà máy lốp radial tăng trưởng sản lượng với tốc độ hợp lý. Năm 2015, DRC đã bán ra được 175.021 lốp radial, tăng 52% so với năm 2014, xấp xỉ dự báo của chúng tôi là 177.000 chiếc. Trong năm thứ hai hoạt động cả năm, nhà máy này đã đạt công suất 58%. Theo chúng tôi, con số này là hợp lý. Nhà máy lốp radial hoạt động bền vững cho thấy sản phẩm này của DRC ngày càng được thị trường đánh giá cao.

Triển vọng 2016: Không khả quan với triển vọng lợi nhuận kém trong khi chi phí đầu vào thấp

Hình 2: Tổng kết dự báo 2016

tỷ đồng	KQ2015	Dự báo 2016 (trước đây)	Dự báo 2016 (hiện nay)	Dự báo 2016 hiện nay so với KQ 2015	Ghi chú
Doanh thu (*)	3.318	3.622	3.520	6%	
<i>Lốp bias</i>	1.838	1.864	1.780	-3%	Sản lượng tăng 1,7% trong khi giá bán trung bình giảm 4,7%
<i>Lốp radial</i>	770	1.081	1.034	34%	Sản lượng tăng 41,6% trong khi giá bán trung bình giảm 5,1%. Công suất 83%, hay 247.800 chiếc
<i>Khác</i>	710	677	706	2%	
LN gộp	799	871	815	1%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-76	-87	-83	9%	
Chi phí điều hành	-85	-83	-85	0%	
LN từ HĐKD	639	701	648	1%	
Chi phí lãi vay	-55	-62	-58	6%	
LN ngoài HĐKD	-52	-57	-39	-25%	Lỗ từ chênh lệch tỷ giá năm 2016 nhờ nợ bằng USD dự báo sẽ giảm
LN trước thuế	532	581	550	3%	
LNST	415	464	440	6%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	415	464	440	6%	
EBITDA	849	989	919	8%	
Biên LN gộp %	24,1%	24,0%	23,2%		Giá bán trung bình giảm và lốp radial đóng góp nhiều hơn khiến biên LN gộp chung giảm
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	-2,3%	-2,4%	-2,4%		
Chi phí điều hành/Doanh thu %	-2,6%	-2,3%	-2,4%		
Biên LN từ hoạt động %	19,3%	19,3%	18,4%		
Biên EBITDA %	25,6%	27,3%	26,1%		
Biên LNST %	12,5%	12,8%	12,5%		
Thuế suất %	22,0%	20,0%	20,0%		Từ năm 2016 trở đi, thuế TNDN sẽ giảm từ 22% xuống 20%.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo doanh thu và 5% dự báo LNST cho năm 2016, và LNST theo đó tăng 6% so với năm 2015 vì các lý do sau:

Trước hết, chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá bán trung bình dành cho lốp bias và lốp radial lần lượt 8,8% và 4,3%, vì KQKD 2015 đã thấp hơn dự báo trước đây của chúng tôi.

Thứ hai, chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ 5% dự báo sản lượng bán ra 2016 vì diễn biến năm 2015 cao hơn so với dự báo. Tuy nhiên, tăng trưởng so với năm 2015 sẽ chỉ đạt 2% vì nhà máy lốp bias của DRC đã hoạt động với công suất gần như tối đa.

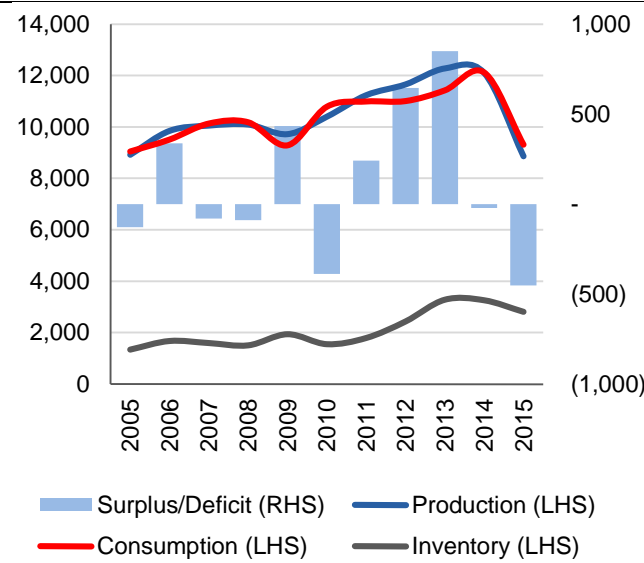
Cuối cùng, vì dự báo nợ bằng USD năm 2016 sẽ giảm nên chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo chi phí ngoài hoạt động kinh doanh chính.

Giá cao su vẫn đang trong xu hướng sụt giảm, nhưng có khả năng sẽ sớm chạm mức đáy.

Chúng tôi dự báo chi phí cao su đầu năm 2016 vào sẽ giảm 10% so với năm 2015 vì lượng cao su tồn kho trên thị trường thế giới tiếp tục ở mức cao kỷ lục trong khi DRC duy trì từ 3,5 đến 4 tháng hàng tồn kho. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cao su chuẩn bị chạm đáy vì lượng cao su tồn kho

đang giảm dần trong hai năm qua, dù với tốc độ thấp. Các nước sản xuất cao su lớn như Thái Lan, Indonesia, và Malaysia đang nỗ lực cắt giảm sản lượng trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế thế giới chững lại, trong đó có Trung Quốc với 39% lượng cao su tiêu thụ cả thế giới. Giá cao su phục hồi sẽ là một vấn đề đáng lo ngại đối với nhà đầu tư vì để cạnh tranh, DRC đã phải chuyển phần chi phí giảm sang khách hàng.

Hình 3: Tình hình cao su tự nhiên thế giới (nghìn tấn)



Hình 4: Giá cao su tự nhiên (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg, International Rubber Study Group (IRSG) và VCSC

Định giá

Chúng tôi tính giá mục tiêu dành cho DRC bằng cách kết hợp hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và PER trên cơ sở các công ty khác trong ngành. Chúng tôi chỉ áp dụng tỷ trọng 30% cho phương pháp hệ số PER, khi DRC đang trải qua giai đoạn có tỷ lệ khấu hao cao do đầu tư vào nhà máy lốp radial, tác động đến khả năng sinh lời.

Hình 5: Tóm tắt mô hình định giá

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Hệ số	Đóng góp (VND/CP)
Chiết khấu dòng tiền	53.000	70%	37.000
PER (8.1x TTM)	34.000	30%	10.200
Giá mục tiêu			47.200
P/E (trượt 12 tháng) theo giá mục tiêu			11,3x
P/E (dự phóng) theo giá mục tiêu			10,6x

Nguồn: VCSC

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Hình 6: Tóm tắt mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn	Trước đây	Hiện nay	Dòng tiền tự do (5 năm)	
Hệ số beta	1,0	1,0	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2.064
Phần bù rủi ro thị trường %	7,0	8,5	Giá trị cuối cùng	3.570
Lãi suất phi rủi ro %	6,5	6,5	Tổng DTTĐCK và GTCC	5.634
Chi phí vốn CSH %	13,5	15,0	cộng: Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	240
Chi phí nợ %	9,0	7,5	trừ: Nợ	1.038
Nợ % / CSH %	37	35	trừ: Lợi ích CDTS	0
CSH %	63	65	Giá trị vốn CSH	4.836
Thuế TNDN %	20	20	Số lượng cổ phiếu (triệu)	91
WACC %	11,1	11,9	Giá cổ phiếu	53.000

Hình 7: Dòng tiền

Dòng tiền chiết khấu	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	608	628	644	729	821
+ Khấu hao	272	317	365	373	381
- thuế	-122	-126	-129	-146	-164
- đầu tư XDCB	-400	-400	-80	-80	-80
- tăng vốn lưu động	-47	-61	-68	-68	-74
Dòng tiền tự do	311	358	732	809	884
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	278	284	516	502	483
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	278	562	1,078	1,580	2,064

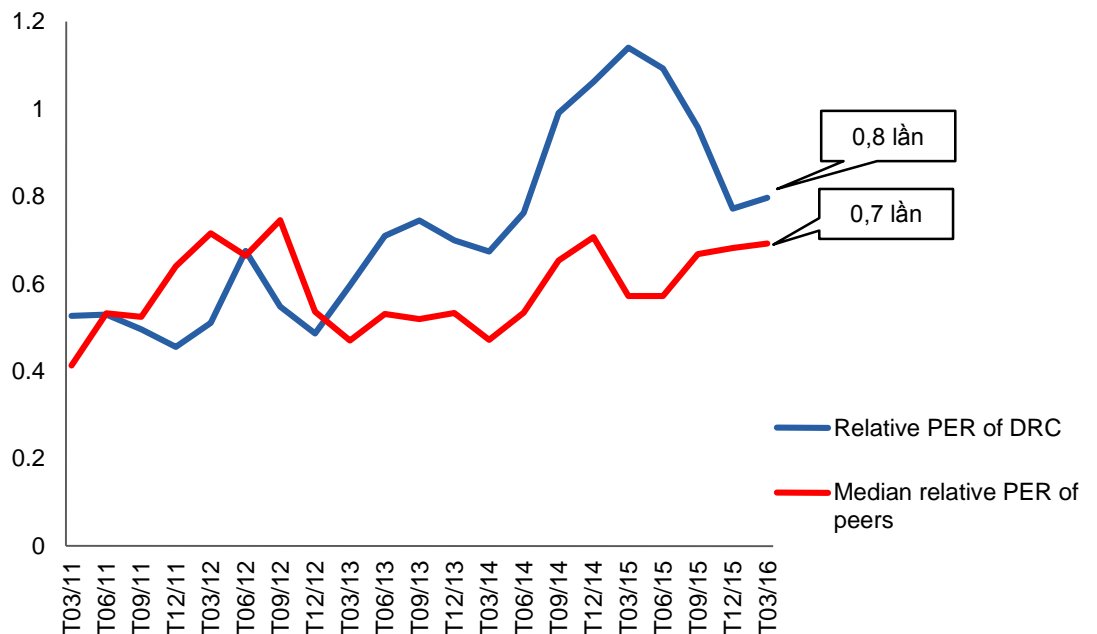
So sánh với các công ty same lớp khác

Do không có nhiều công ty same lớp tại Việt Nam có thể so sánh với DRC, chúng tôi lựa chọn một số công ty trong khu vực để định giá tương đối. Theo phương pháp này, chúng tôi áp dụng PER trượt 12 tháng cho DRC là 8,1 lần, là mức trung bình của các công ty same lớp trong khu vực. Giá mục tiêu tương ứng là 34.000VND/cổ phiếu, với PER 2016 là 7,7 lần.

Hình 8: So sánh DRC và các công ty same lớp trong khu vực

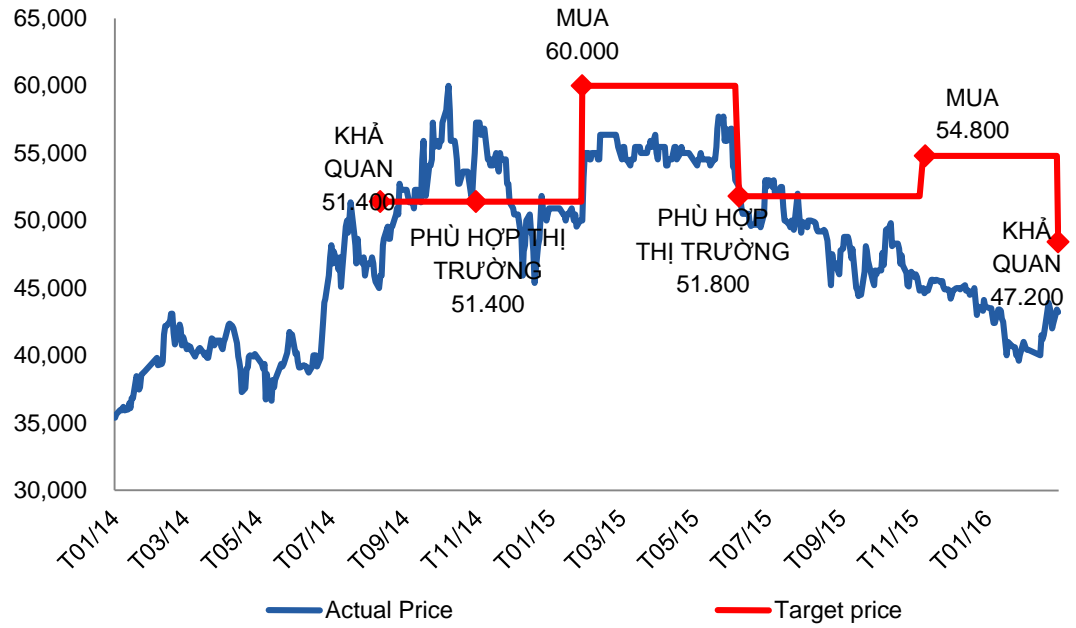
(triệu USD) Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	DT thuần trượt 12 tháng	y-o-y %	LNST trượt 12 tháng	y-o-y %	Nợ/Vốn CSH	ROE	P/E trượt 12 tháng	P/E trượt 12 tháng điều chỉnh	P/B quý gần nhất
DONG AH TIRE	Hàn Quốc	439,6	686,0	8,3	43,2	-6,4	25,4	7,3	10,1	5,9	0,7
FU-CHIAN TIRE CO	Đài Loan	27,0	34,6	-4,7	2,0	54,4	43,9	7,1	14,9	12,3	1,0
GITI TIRE CORP-A	Trung Quốc	819,6	566,6	-14,0	35,4	-26,0	32,3	20,3	24,4	17,9	4,9
GOODYEAR INDIA	Ấn Độ	164,8	258,8	0,7	16,6	7,6	N/A	22,0	11,0	6,2	2,2
INDAG RUBBER	Ấn Độ	64,8	39,6	4,4	5,3	18,3	N/A	28,2	13,5	7,5	3,4
INOUE RUBBER PCL	Thái Lan	107,6	153,6	-6,0	13,2	40,8	1,2	16,3	8,7	5,7	1,3
JK TYRE & IND LT	Ấn Độ	290,4	1.208,0	-3,5	53,9	25,3	212,3	26,4	5,5	3,1	1,4
KINUGAWA RUBBER	Nhật Bản	344,3	656,9	2,1	37,7	-8,6	28,9	10,7	9,1	6,5	1,0
ND RUBBER PCL	Thái Lan	23,7	24,2	-7,7	1,4	-30,4	147,0	23,8	12,3	8,1	2,9
NEXEN TIRE CORP	Hàn Quốc	995,6	1.632,6	1,8	112,3	4,8	111,0	12,5	9,9	5,7	1,2
TVS SRICHAKRA	Ấn Độ	279,1	356,1	12,3	16,3	76,1	87,4	40,2	19,0	10,6	6,7
Trung bình		323,3	510,6	-0,6	30,7	14,2	62,7	19,5	12,6	8,1	2,4
Trung vị		279,1	356,1	0,7	16,6	7,6	32,3	20,3	11,0	6,5	1,4
Cao su Đà Nẵng	Việt Nam	184,8	147,5	2,0	18,4	17,6	42,7	25,9	10,9	10,9	2,5

Hình 9: So sánh PER tương đối của DRC và các công ty same lớp khác trong khu vực



Nguồn: Bloomberg (PER tương đối = PER công ty/PER chỉ số tương ứng)

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg và VCSC

Phân tích kỹ thuật

Nhận định:

Đồ thị giá giao dịch quanh vùng kháng cự ngắn hạn 45,200 – 45,700. Tuy nhiên, khối lượng giao dịch có chiều hướng giảm trong thời gian gần đây cho thấy lực cầu ngắn hạn đã có dấu hiệu suy yếu.

Theo hệ thống chỉ báo kỹ thuật ngắn và trung hạn, chúng tôi cho rằng đồ thị giá có thể sẽ điều chỉnh và tích lũy quanh vùng giá hỗ trợ 43,000 – 44,000.

Theo hệ thống chỉ báo xu hướng, xu hướng trung hạn duy trì ở mức TĂNG với mức kháng cự trung hạn 49,500.

Khuyến nghị:

Các nhà đầu tư trung hạn không nên mua đuổi và có thể tích lũy tại vùng giá hỗ trợ 43,000 – 44,000.

Ngày 14/03/2016	(VND/ CP)
Thời gian phân tích trung hạn	3 đến 6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	49.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	43.000
Xu hướng trung hạn	TĂNG



Nguồn: VCSC

Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2015A	2016F	2017F		2015A	2016F	2017F
Doanh thu	3.318	3.520	3.786	Tiền và tương đương	240	263	218
Giá vốn hàng bán	-2.518	-2.705	-2.947	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Lợi nhuận gộp	815	839	874	Các khoản phải thu	278	295	317
Chi phí bán hàng	-76	-83	-91	Hàng tồn kho	785	843	918
Chi phí quản lí DN	-85	-85	-91	TS ngắn hạn khác	0	0	0
LN thuần HĐKD	639	648	657	Tổng TS ngắn hạn	1.303	1.401	1.454
Thu nhập tài chính	10	10	11	TS dài hạn (gộp)	2.756	3.156	3.556
Chi phí tài chính	-124	-114	-100	- Khấu hao lũy kế	-937	-1.208	-1.525
Trong đó, chi phí lãi vay	-55	-58	-53	TS dài hạn (ròng)	1.819	1.947	2.031
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	5	5	5
Lãi/lãi thuần khác	7	7	7	TS dài hạn khác	16	16	16
LNTT	532	550	574	Tổng TS dài hạn	1.839	1.968	2.051
Thuế TNDN	-117	-110	-115	Tổng Tài sản	3.143	3.369	3.505
LNST trước CĐTS	415	440	459	Phải trả ngắn hạn	123	132	143
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	Nợ ngắn hạn	446	478	498
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	415	440	459	Nợ ngắn hạn khác	309	328	352
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	382	405	423	Tổng nợ ngắn hạn	877	938	993
EBITDA	849	919	974	Nợ dài hạn	593	534	373
EPS cơ bản, báo cáo, VND	4.177	4.432	4.626	Nợ dài hạn khác	0	0	0
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.177	4.432	4.626	Tổng nợ	1.470	1.472	1.366
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	4.177	4.432	4.626				

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F		2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	2,0%	6,1%	7,6%	Vốn cổ phần	914	914	914
Tăng trưởng LN HĐKD	11,2%	1,4%	1,5%	Thặng dư vốn CP	3	3	3
Tăng trưởng LNTT	17,7%	3,4%	4,4%	Lợi nhuận giữ lại	461	685	926
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	1,3%	6,1%	4,4%	Vốn khác	295	295	295
				Lợi ích CĐTS	0	0	0
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	1.673	1.897	2.139
Biên LN gộp %	24,1%	23,2%	22,2%	Tổng cộng nguồn vốn	3.143	3.369	3.505
Biên LN từ HĐ %	19,3%	18,4%	17,4%				
Biên EBITDA	25,6%	26,1%	25,7%				
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	12,5%	12,5%	12,1%				
ROE %	25,9%	24,7%	22,8%				
ROA %	13,2%	13,5%	13,4%				

				LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)			
	2015A	2016F	2017F		2015A	2016F	2017F
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền đầu năm	85	240	263
Số ngày tồn kho	109	110	109	Lợi nhuận sau thuế	415	440	459
Số ngày phải thu	32	30	29	Khấu hao	210	272	317
Số ngày phải trả	20	17	17	Thay đổi vốn lưu động	-62	-47	-61
TG luân chuyển tiền	120	123	122	Điều chỉnh khác	53	-33	-35
				Tiền từ hoạt động KD	617	631	680
Thanh khoản				Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-116	-400	-400
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,5	1,5	Đầu tư	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,6	0,6	0,5	Tiền từ HĐ đầu tư	-116	-400	-400
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,2				
Nợ/Tài sản	33,0%	30,1%	24,8%	Cổ tức đã trả	-249	-183	-183
Nợ/Vốn sử dụng	38,3%	34,8%	28,9%	Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Nợ/Vốn CSH	47,7%	39,5%	30,5%	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-215	-59	-161
Khả năng thanh toán lãi vay	11,7	11,1	12,3	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	109	33	19
				Tiền từ các hoạt động TC khác	10	0	0
				Tiền từ hoạt động TC	-346	-209	-324
				Tổng lưu chuyển tiền tệ	156	22	-45
				Tiền cuối năm	240	263	218

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) theo Thông tư 200.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, 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.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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.

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

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Hàng tiêu dùng, Ô tô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

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, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@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.