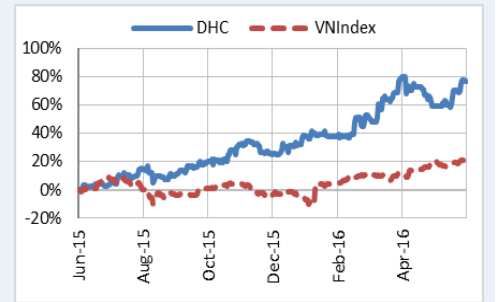


Ngày:	16/6/2016	2014	2015	2016F	
Giá hiện tại:	37.800 VND	Tăng trưởng DT	19,5%	17,9%	10,5%
Lợi suất cổ tức:	N/A	Tăng trưởng NPAT	59,4%	82,3%	12,7%
Ngành:	Giấy, bao bì giấy	Tăng trưởng EPS	48,8%	66,4%	-14,1%
GT vốn hóa:	843,75 tỷ VND	Biên LN gộp	16,8%	18,3%	19,3%
Room NN:	3,9 triệu cp	Biên LN ròng	7,9%	12,3%	12,5%
GTGD trung bình (30 phiên):	2,7 tỷ VND	EPS cơ bản	2.853	4.635	3.980
Sở hữu nhà nước:	0%	EPS điều chỉnh (*)	2.683	4.463	3.883
SLCP lưu hành	23,2 triệu cp	P/E	14,1x	8,5x	9,5x
SLCP lưu hành pha loãng	23,2 triệu cp	Cổ tức/CP	1.000	N/A	N/A



Dohaco là nhà sản xuất giấy kraft công nghiệp với thị phần khoảng 4%-5%, là một trong 4 nhà sản xuất giấy công nghiệp hàng đầu Việt Nam. Công ty có một nhà máy sản xuất giấy kraft công suất 60.000 tấn và một nhà máy bao bì công suất 25 triệu m2. Nhà máy mới đang xây dựng sẽ nâng tổng công suất lên đến gấp 3 lần đến năm 2018.

	CT cùng ngành		
	DHC	ngành	VNI
P/E (trượt)	7,7x	6,8x	13,7x
P/B (hiện tại)	1,8x	1,2x	1,8x
Nợ ròng/vốn CSH	17,5%	68,1%	N/A
ROE	28,2%	17,3%	13,9%
ROA	19,0%	8,6%	2,5%

(\*) Điều chỉnh cho thù lao của HĐQT và quỹ khen thưởng phúc lợi cho nhân viên.

#### Phân tích kỹ thuật

Ngưỡng kháng cự ngắn hạn:	39.000VND
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn:	35.700 VND
Xu hướng ngắn hạn (1-3 tháng):	TĂNG
Ngưỡng kháng cự trung hạn:	N/A
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn:	33.200VND
Xu hướng trung hạn (3-6 tháng):	TĂNG

Lê Ngọc Trâm  
Chuyên viên cao cấp

## Gia tăng công suất hỗ trợ tăng trưởng năm 2016

CTCP Đông Hải Bến Tre (Dohaco) là nhà sản xuất giấy công nghiệp hàng đầu Việt Nam. Nhà máy mới của Công ty đang được xây dựng sẽ nâng tổng công suất sản xuất lên gấp 3 lần; trong khi đó nhà máy hiện tại ước tính sẽ vận hành với công suất 92% trong năm nay, trong khi nhu cầu đang tiếp tục tăng trưởng.

**Kết quả kinh doanh năm 2015 đầy ấn tượng với mức tăng trưởng lợi nhuận ròng sau thuế (NPAT) đạt 82,3%.** Doanh thu và lợi nhuận năm 2015 tăng trưởng chủ yếu do sản lượng sản xuất gia tăng, các khoản chi phí quản lý được tiết kiệm hơn và đồng thời ưu đãi thuế áp dụng cho nhà máy Giao Long I.

**Công suất đạt 92% sẽ là động lực chính thúc đẩy LNST tăng 12,7% trong năm nay.** Tổng doanh thu năm 2016 ước đạt 707 tỷ đồng (đạt 104% kế hoạch, +10,5% so với năm trước) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 89 tỷ đồng (đạt 112% kế hoạch, +12,7% so với năm trước).

**Chúng tôi ước tính EPS cơ bản 2016 đạt 3.980 đồng/cổ phiếu, giảm 14%.** EPS giảm do tác động pha loãng của 6 triệu cổ phiếu mới phát hành riêng lẻ trong tháng 1/2016 vừa qua nhằm tài trợ cho việc xây dựng nhà máy mới.

**Nhà máy mới sẽ vận hành vào đầu năm 2018.** Đây là nhà máy sản xuất giấy kraft thứ 2, có công suất thiết kế là 180.000 tấn/năm (sẽ giúp nâng tổng công suất của Dohaco lên đến 240.000 tấn/năm) với chi phí đầu tư ước tính là 660 tỷ đồng.

**Sức cầu sẽ được thúc đẩy bởi tăng trưởng của ngành hàng tiêu dùng và thực phẩm.** Hiện tại, nguồn cung giấy công nghiệp trong nước chỉ đáp ứng khoảng 60% nhu cầu, đây là một thuận lợi đáng kể giúp các nhà máy có thể gia tăng công suất đến mức tối đa.

**P/E dự phóng 9,5 lần, khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của Công ty.** Chúng tôi cho rằng DHC là cổ phiếu thích hợp với quan điểm đầu tư dài hạn, chủ yếu là do việc mở rộng quy mô sẽ thúc đẩy tăng trưởng tích cực trong các năm tới.

**Cạnh tranh sẽ gay gắt hơn với sự góp mặt của nhiều dự án FDI.** Các dự án của Vina Kraft, Lee&Man Paper, Cheng Yang, Giấy Sài Gòn và Dohaco nếu được triển khai đúng kế hoạch thì sẽ góp phần làm tăng nguồn cung giấy và bột giấy thêm khoảng 1.6 triệu tấn đến năm 2018.

## Nhìn lại năm 2015: Tăng trưởng mạnh nhờ gia tăng công suất

### Top 4 nhà sản xuất giấy công nghiệp tại Việt Nam.

Dohaco sở hữu một nhà máy sản xuất giấy kraft với công suất thiết kế là 60.000 tấn/năm và một nhà máy bao bì có công suất 25 triệu m<sup>2</sup>/năm. Công ty là một trong số bốn nhà sản xuất giấy công nghiệp hàng đầu của Việt Nam, xếp sau Công ty Giấy Sài Gòn (Bà Rịa), Vina Kraft (Bình Dương) và Chánh Dương (Cheng Yang, Bình Dương). Công ty có thị phần chiếm khoảng 4%-5%.

Bảng 1: Năng lực sản xuất của Dohaco

Stt.	Nhà máy	Sản phẩm	Công suất thiết kế	Sản lượng 2014A	Sản lượng 2015A	Tăng trưởng
1.	Nhà máy Giao Long I	Giấy kraft (tấn)	60.000	45.923	50.962	+11%
2.	Nhà máy bao bì	Bao bì carton (m <sup>2</sup> )	25.000.000	17.300.000	22.300.000	+29%

Nguồn: Dohaco, VCSC

Nhà máy kraft sử dụng nguyên liệu là giấy vụn (giấy carton thu hồi -OCC và một số chất xúc tác, chất độn) để sản xuất giấy kraft. Nguồn nguyên liệu giấy vụn này được mua từ trong nước và nhập khẩu từ Singapore, EU và Úc. Giấy kraft thành phẩm sẽ là nguồn nguyên liệu đầu vào của nhà máy bao bì carton. Hiện Dohaco sử dụng khoảng 14%-16% sản lượng giấy kraft để sản xuất bao bì carton.

Khách hàng mua giấy kraft của Dohaco là các nhà sản xuất bao bì như Bia Sài Gòn, Box-Pak Việt Nam, Nam An, Cát Phú, Vĩnh Xuân, chủ yếu ở khu vực Tây Nam Bộ. Về mảng bao bì, đối tượng khách hàng chính của Dohaco là các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản, sữa dứa, giày da, và dược phẩm, tập trung chủ yếu ở Đồng bằng Sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Thành phố Hồ Chí Minh.

### Kết quả kinh doanh 2015 đầy ấn tượng mới mức tăng trưởng LNST đạt 82,3%.

Bảng 2: Kết quả kinh doanh 2015 và Quý I/2016

(tỷ VND)	2014A	2015A	Tăng trưởng	1Q15	1Q16	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	543	640	+17,9%	149	140	-6,0%
Lợi nhuận gộp	91	117	+29,1%	23	27	+18,6%
% Lợi nhuận gộp	16,8%	18,3%		15,5%	19,6%	
Chi phí bán hàng, QLDN	-28	-24	-11,3%	-6	-6	-0,1%
Lợi nhuận HĐKD	63	93	+46,6%	17	22	+24,9%
Chi phí lãi vay	-8	-6	-29,3%	-1	-1	-32,8%
Lợi nhuận trước thuế	55	88	59,3%	16	21	31,2%
Thuế TNDN	-12	-8	-33,3%	-4	-3	
Lợi nhuận sau thuế	43	79	+82,3%	13	18	
EPS cơ bản	2.853	4.635	+62,4%	707	1.196	
EPS pha loãng	2.544	4.463	+75,4%			

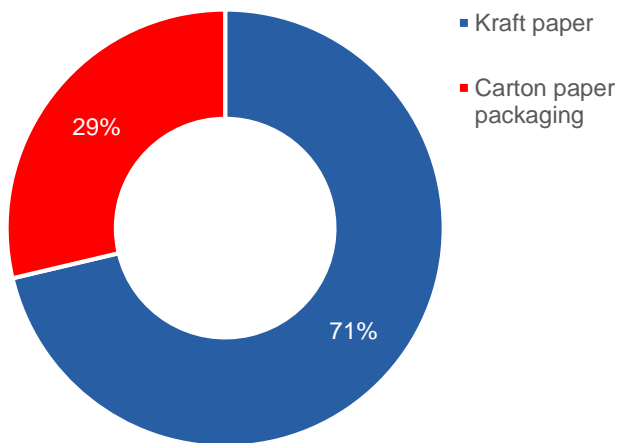
Nguồn: DHC, VCSC

Doanh thu 2015 đạt 640 tỷ đồng (+17,9% YoY) và lợi nhuận trước thuế đạt 88 tỷ đồng (+82,3% YoY). Đây là năm thứ hai liên tiếp DHC đạt tốc độ tăng trưởng cao vượt bậc, năm 2014 các tỷ lệ tăng trưởng này lần lượt là 19,5% và 59,4%. Kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2015 chủ yếu do các nguyên nhân sau:

- (i) Sản lượng giấy kraft bán ra trong năm 2015 đạt 44.080 tấn (+11% YoY) và sản lượng bao bì carton bán ra đạt 22 triệu m<sup>2</sup> (+29% YoY), nhờ tăng cường công suất sản xuất tại nhà máy giấy kraft Giao Long I và ngoài ra là kết quả đóng góp của 5 máy in được đầu tư mới cho nhà máy bao bì. Sản lượng tăng giúp tiết kiệm chi phí khấu hao cho mỗi đơn vị thành phẩm, ngoài ra giá nguyên liệu giảm nhẹ cũng đã giúp biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 16,8% lên đến 18,3%.
- (ii) Chi phí quản lý giảm 11,3% so với năm trước do Công ty đã hoàn nhập một khoản trích dự phòng quỹ lương cho nhân viên; ngoài ra các khoản chi phí khác cũng được tiết kiệm hơn.
- (iii) Dohaco được hưởng ưu đãi thuế. Cụ thể, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp năm 2015 áp dụng cho Nhà máy Giao Long I là 0%, trong năm 2016 sẽ điều chỉnh lên 10%.

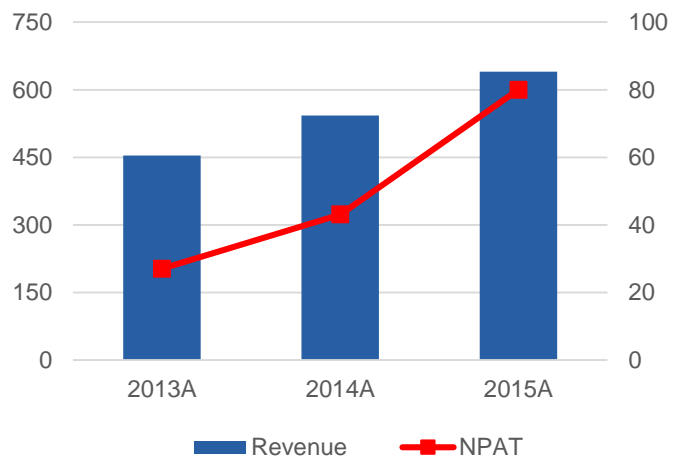
Trong Quý 1/2016, doanh thu đạt 140 tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ năm trước, đạt 21% kế hoạch cả năm. Tuy nhiên, nguyên nhân giảm là do trong Q1/2015 Dohaco có phát sinh một khoản doanh thu từ hoạt động thương mại khoảng 12 tỷ đồng, nếu loại trừ ảnh hưởng này thì doanh thu Q1/2016 tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Biên lợi nhuận tiếp tục được duy trì ở mức cao, đóng góp đáng kể vào kết quả tăng trưởng 46,7% của lợi nhuận sau thuế.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu



Nguồn: DHC, VCSC

Hình 4: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận



Nguồn: DHC, VCSC

## Triển vọng năm 2016: Tăng trưởng tối đa công suất

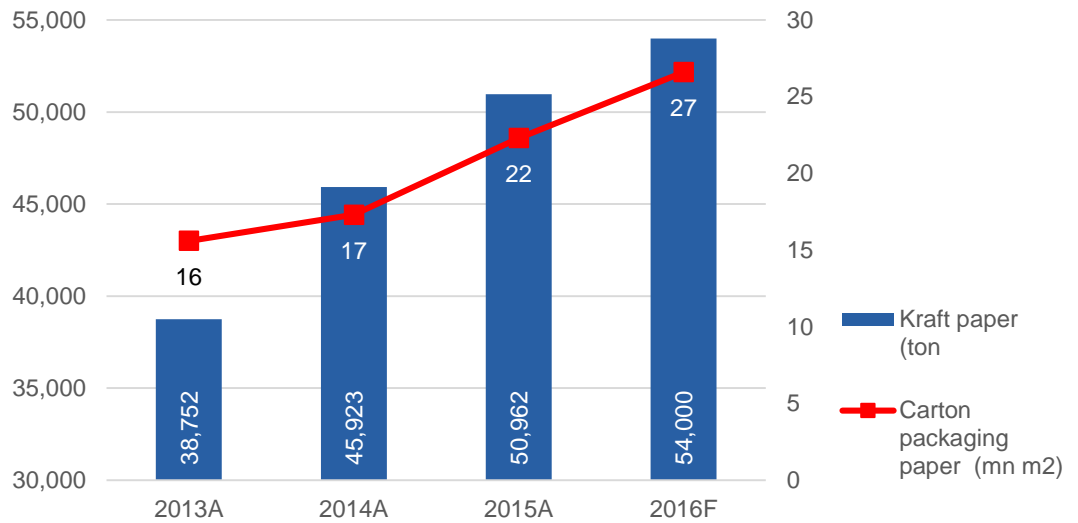
**Tăng trưởng năm 2016 được thúc đẩy bởi gia tăng công suất.**

Dohaco sẽ trình đại hội cổ đông (dự kiến sẽ tổ chức vào cuối tháng 6/2016) kế hoạch doanh thu tăng 6% trong năm 2016, chủ yếu do sản lượng bao bì sẽ tăng. Lợi nhuận sau thuế theo kế hoạch có thể sẽ giảm nhẹ do ảnh hưởng của khoản hoàn nhập dự phòng chi phí quản lý đã được ghi nhận năm trước. Cổ tức năm 2015 đã được tạm ứng 10% trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng Dohaco sẽ thực hiện tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt là 20% như các năm trước.

Trên cơ sở thiếu hụt nguồn cung trong nước và năng lực sản xuất đã sẵn sàng của các nhà máy hiện tại, chúng tôi ước tính Dohaco có thể đạt mức công suất bình quân là 92% trong năm nay, theo đó, sản lượng giấy kraft bán ra sẽ tăng 6,2% và sản lượng bao bì carton sẽ tăng 19,3%. Chúng tôi cũng cho rằng Dohaco sẽ tiếp tục đạt biên lợi nhuận ở mức trung bình 4 quý gần đây là 19,3% do các nhà máy đã đi vào hoạt động ổn định ở mức công suất gần tối đa. Tổng doanh thu năm 2016 ước đạt 707 tỷ đồng (đạt 104% kế hoạch, +10,5% YoY) và lợi nhuận sau thuế ước đạt

89 tỷ đồng (đạt 112% kế hoạch, +12.7% YoY). EPS cơ bản 2016 ước đạt 3.980 đồng/cổ phiếu, giảm 14% so với năm trước do tác động pha loãng của 6 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ trong tháng 1/2016 vừa qua.

Hình 5: Tăng trưởng sản lượng qua các năm



Nguồn: DHC, VCSC

Bảng 3: Ước tính kết quả kinh doanh năm 2016

Tỷ đồng	FY15A	FY16F	Tăng trưởng	Chú thích
Doanh thu thuần	640	707	+10.5%	
Giấy kraft	398	487	+6.7%	Sản lượng tăng 6,2%
Bao bì carton	170	220	+19.9%	Sản lượng tăng 19,3%
Lợi nhuận gộp	117	136	+16.1%	
Chi phí bán hàng	-18	-20	+10.5%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-7	-11	+65.7%	
Lợi nhuận HĐKD (EBIT)	93	106	+13.6%	
Chi phí lãi vay	-6	-4	-27.3%	
Lợi nhuận trước thuế	87	102	+17.0%	
Lợi nhuận sau thuế (NPAT)	79	89	+12.7%	
EPS cơ bản	4,635	3,980		
EPS điều chỉnh	4,463	3,833		
Biên lợi nhuận gộp %	18.3%	19.3%		Duy trì tỷ lệ cao trong 4 quý gần nhất nhờ tối đa công suất
Chi phí bán hàng / doanh thu	2.8%	2.8%		
Chi phí QLDN / doanh thu	1.1%	1.6%		
EBIT %	14.5%	14.9%		

Nguồn: DHC, VCSC

### Nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2018, nâng tổng công suất tăng gấp 3 lần

Nhà máy Giao Long II đã được triển khai đầu tư và dự kiến sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2018. Nhà máy có công suất thiết kế 180.000 tấn/năm (nâng tổng công suất của Dohaco lên đến 240.000 tấn/năm), tổng vốn đầu tư là 660 tỷ đồng. Trong tháng 1/2016 Dohaco đã phát hành riêng lẻ 6 triệu

cổ phiếu (giá phát hành 27.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với thị giá cổ phiếu cùng thời điểm) tài trợ cho dự án, phần còn lại Công ty lên kế hoạch sẽ dựng vốn vay ngân hàng.

Dohaco cũng dự kiến sẽ xây dựng thêm một nhà máy bao bì sau khi kế hoạch đầu tư Nhà máy Giao Long II được triển khai hoàn tất.

**Sức cầu sẽ được thúc đẩy bởi tăng trưởng của ngành hàng tiêu dùng và thực phẩm.**

Tăng trưởng tiêu thụ giấy tại Việt Nam đạt bình quân khoảng 10% trong hơn 10 năm qua, trong khi nguồn cung tăng nhanh hơn với tỷ lệ tăng trưởng bình quân khoảng 15%. Tuy vậy, cung-cầu trong nước hiện vẫn chưa cân bằng, với tỷ lệ nhập khẩu của toàn ngành khoảng 30%. Tiêu thụ giấy bình quân đầu người của Việt Nam vẫn thấp, đạt 33kg vào năm 2013, trong khi con số này ở Nhật Bản, châu Âu là 130kg, ở các quốc gia châu Á là 40kg.

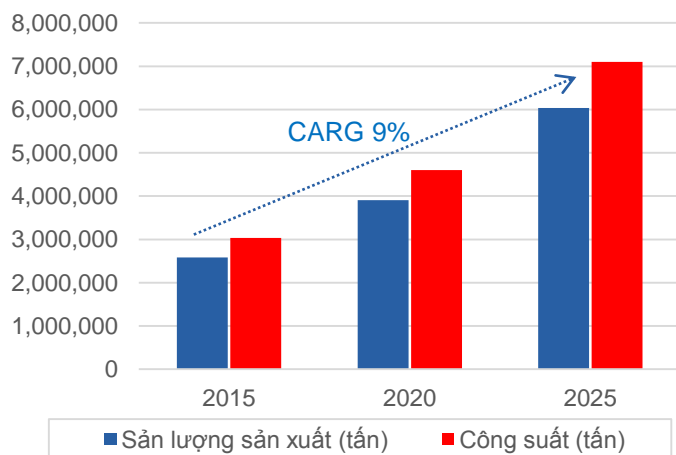
Chúng tôi nhận thấy ngành bao bì giấy của Việt Nam nói chung sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong các năm tới, do yếu tố thúc đẩy là sự phát triển khả quan của ngành hàng tiêu dùng và thực phẩm, vốn dĩ có động lực tăng trưởng tốt nhờ quy mô dân số đông và tăng trưởng xuất khẩu sẽ được đẩy mạnh từ cơ hội do các hiệp định thương mại mang lại.

Hiện sản xuất trong nước đáp ứng khoảng 60% nhu cầu giấy công nghiệp, chúng tôi cho rằng đây là một đặc điểm thuận lợi giúp các công ty trong ngành có thể tăng trưởng đến mức tối đa công suất sẵn có. Ngoài ra, tuy có sự tăng trưởng tiềm năng trong nhu cầu và sự thiếu hụt nguồn cung, quy hoạch phát triển ngành giấy của chính phủ sẽ buộc hơn 700 công ty nhỏ thuộc ngành giấy phải đóng cửa, cũng sẽ là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng đối với các doanh nghiệp lớn có thương hiệu, quy mô và cơ sở hạ tầng sản xuất chất lượng cao.

**Cạnh tranh sẽ gay gắt hơn với sự góp mặt ngày càng nhiều các dự án FDI.**

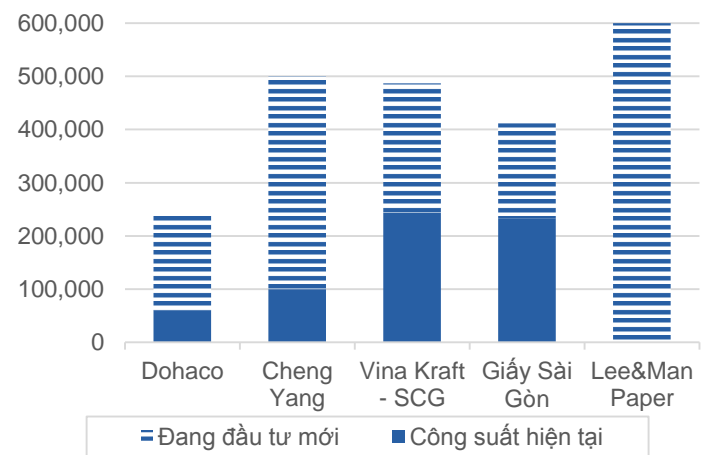
Năng lực sản xuất giấy công nghiệp trong nước sẽ tăng mạnh trong khoảng vài năm tới với sự góp mặt của nhiều dự án FDI. Tiêu biểu như các dự án của Vina Kraft, Lee&Man Paper, Cheng Yang, Giấy Sài Gòn và Dohaco nếu được triển khai đúng kế hoạch thì sẽ góp phần làm tăng nguồn cung giấy và bột giấy thêm khoảng 1,6 triệu tấn đến năm 2018.

Hình 7: Quy hoạch phát triển giấy bao bì



Nguồn: Bộ công thương

Hình 8: Năng lực sản xuất giấy và bột giấy



Nguồn: DHC, VCSC

Làn sóng bùng nổ đầu tư đang diễn ra trong ngành giấy là đáng lo ngại cho các doanh nghiệp trong nước trước năng lực cạnh tranh rất tốt của các doanh nghiệp FDI. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các kế hoạch đầu tư khổng lồ trong ngành giấy Việt Nam đang cho thấy xu hướng đẩy mạnh xuất khẩu bao bì giấy trong tương lai thật sự đầy tiềm năng. Ngoài ra, mặc dù nguồn cung sẽ tăng mạnh, cạnh tranh nội địa sẽ không quá khó khăn đối với Dohaco vì những lợi thế sau:

- (i) Dohaco đang sở hữu dây chuyền sản xuất hiện đại và quy mô tương đối lớn, trong khi phần lớn các doanh nghiệp trong ngành có quy mô nhỏ và vừa, công nghệ lạc hậu;

- (ii) Mối quan hệ của Công ty với các khách hàng truyền thống khá tốt và đã mở rộng đối tượng khách hàng khá cân bằng, không còn phụ thuộc nhiều vào các khách hàng là các nhà xuất khẩu thủy sản như trước đây;
- (iii) Chiến lược đẩy mạnh lợi thế cạnh tranh theo quy mô thông qua việc xây dựng nhà máy Giao Long II và (có thể sau đó) kế hoạch đầu tư thêm một nhà máy bao bì mới sau đó, sẽ giúp Công ty có được lợi thế cạnh tranh vững vàng hơn trước các đối thủ lớn.

**Giai đoạn tăng trưởng tích cực đang chờ đón.**

Chúng tôi cho rằng DHC là cổ phiếu thích hợp với quan điểm đầu tư dài hạn, cơ bản là do việc mở rộng quy mô sẽ thúc đẩy tăng trưởng tích cực trong các năm tới. Bất chấp tiềm ẩn khả năng tăng mạnh nguồn cung trong nước trong 3 năm tới, chúng tôi tin tưởng rằng tổng nhu cầu sẽ tăng trưởng rất tốt và đủ cho tất cả các nhà cung cấp. Chúng tôi cũng đánh giá cao năng lực cạnh tranh của Dohaco trước các đối thủ do vị thế quy mô và năng lực tài chính tốt.

Tại mức giá đóng cửa ngày 15/6/2016, DHC đang giao dịch với hệ số P/E là 9,5 lần và P/B là 1,6 lần.

Hình 9: So sánh các công ty cùng ngành

(tỷ đồng) Công ty		GT vốn hóa	DT thuần 2015	y-o-y %	LNST 2015	y-o-y %	Nợ/Vốn CSH %	ROE 2015	P/E trượt 2015	P/B trượt
CTCP Bao Bì Biên Hòa	SVI	512,3	1.341	18,6%	69	7,7%	78%	21,2%	8,3x	1,7x
CTCP Vicem Bao Bì Bim Sơn	BPC	63,8	293	0%	11	26,5%	58%	13,4%	5,4x	0,7x
Trung bình									6,8x	1,2x
<b>Dohaco</b>	<b>DHC</b>	<b>844,3</b>	<b>640</b>	<b>17,9%</b>	<b>80</b>	<b>82,3%</b>	<b>18%</b>	<b>28,2%</b>	<b>7,7x</b>	<b>1,8x</b>

Nguồn: Bloomberg

## Phân tích kỹ thuật

### Nhận định:

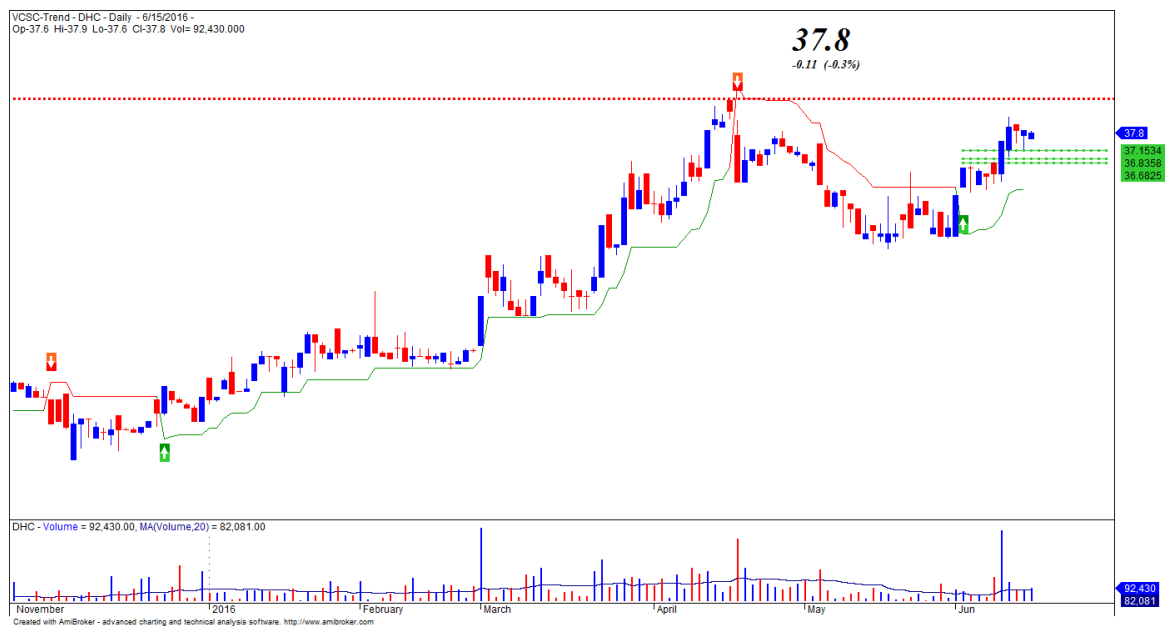
Hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi duy trì mức TĂNG xu hướng ngắn hạn với mức hỗ trợ là 35,700 và đồ thị giá đang giao dịch gần mức kháng cự ngắn hạn 39,000. Đồng thời, các chỉ báo xung lượng ngắn hạn suy yếu dần tại vùng quá mua cho nên đồ thị giá chưa thể vượt được ngay mức kháng cự ngắn hạn 39,000.

Trong trung hạn, các chỉ báo trạng thái xu hướng tăng mạnh trở lại cho thấy đồ thị giá sẽ tiếp tục mở rộng về các mức cao hơn. Đồng thời, hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi duy trì mức TĂNG xu hướng trung hạn với mức hỗ trợ trung hạn là 33,200.

### Khuyến nghị:

Các nhà đầu tư ngắn hạn có thể tiếp tục mua vào nếu đồ thị giá vượt được mức kháng cự 39,000. Đồng thời, các nhà đầu tư trung hạn có thể tiếp tục thực hiện chiến lược mua và nắm giữ.

Tính đến ngày 15/6/2016	(VND/ cổ phiếu)
Chu kỳ phân tích ngắn hạn	1-3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	39.000
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	35.700
Xu hướng ngắn hạn	TĂNG
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	N/A
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	33.200
Xu hướng trung hạn	TĂNG



Nguồn: VCSC

## Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH (VNDbn)	2013A	2014A	2015A
<b>Doanh thu</b>	454	543	640
Giá vốn hàng bán	-370	-452	-523
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>118</b>
Chi phí bán hàng	-15	-16	-18
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-10	-12	-7
<b>Lợi nhuận HĐKD (EBIT)</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>93</b>
Doanh thu tài chính	0	0	0
Chi phí tài chính	-18	-8	-6
Trong đó, chi phí lãi vay	-18	-8	-4
Lãi/lỗ từ liên kết, liên doanh			
Thu nhập từ hoạt động khác	-10	0	0
Lợi nhuận trước thuế	31	55	88
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-4	-12	-8
LNST trước CĐTS	27	43	80
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng trừ CĐTS</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>80</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>27</b>	<b>41</b>	<b>77</b>
EBITDA	68	92	124
EPS cơ bản, báo cáo, VND	1,803	2,853	4,635
EPS cơ bản, điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	1,803	2,683	4,463
EPS pha loãng hoàn toàn <sup>(2)</sup> , VND	1,803	2,544	4,463

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013A	2014A	2015A
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	33.3%	19.5%	17.9%
Tăng trưởng EBIT	63.5%	29.2%	46.2%
Tăng trưởng LNNT	-3160.3%	79.7%	56.8%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	N/A	48.8%	66.4%

Khả năng sinh lời	2013A	2014A	2015A
Biên lợi nhuận gộp	18.6%	16.8%	18.3%
Biên EBIT	10.8%	11.6%	14.4%
% EBITDA	15.1%	17.0%	19.4%
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	6.0%	7.9%	12.3%
ROE	12.8%	17.8%	28.2%
ROA	6.5%	10.5%	19.0%

Hiệu quả hoạt động	2013A	2014A	2015A
Số ngày tồn kho	45.4	51.6	49.5
Số ngày phải thu	61.6	57.4	52.8
Số ngày phải trả	48.6	45.9	33.8
Số ngày luân chuyển tiền	58.4	63.2	68.5

Thanh khoản	2013A	2014A	2015A
CS thanh toán hiện hành	1.0	1.2	1.6
CS thanh toán nhanh	0.7	0.7	1.1
CS thanh toán tiền mặt	0.0	0.0	0.0
Nợ / tài sản	25.5%	22.0%	12.9%
Nợ / vốn sử dụng	31.1%	26.3%	14.9%
Nợ ròng / vốn chủ	45.1%	35.8%	17.5%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.7	8.1	16.8

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VNDbn)	2013A	2014A	2015A
Tiền, tương đương tiền	5	7	2
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	5	5
Các khoản phải thu ngắn hạn	81	90	95
Hàng tồn kho	44	84	58
Tài sản ngắn hạn khác	31	8	15
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>161</b>	<b>193</b>	<b>175</b>
Tài sản cố định, nguyên giá	284	299	336
- Khấu hao lũy kế	-58	-86	-117
Tài sản cố định, giá trị còn lại	226	214	219
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	12	14	13
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>238</b>	<b>228</b>	<b>232</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>399</b>	<b>421</b>	<b>407</b>

Phải trả ngắn hạn	58	55	42
Nợ ngắn hạn	88	93	52
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	13	15	14
Nợ ngắn hạn	<b>160</b>	<b>162</b>	<b>108</b>
Nợ dài hạn	14	0	0
Các khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>174</b>	<b>162</b>	<b>108</b>
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0
Vốn điều lệ	150	157	0
Thặng dư vốn cổ phần	43	43	43
Lợi nhuận giữ lại	32	59	83
Các quỹ thuộc vốn chủ sở hữu			
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>226</b>	<b>259</b>	<b>299</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>399</b>	<b>421</b>	<b>407</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VNDbn)	2013A	2014A	2015A
<b>Số dư tiền đầu kỳ</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
Lợi nhuận sau thuế	27	43	77
Khấu hao trong kỳ	20	29	32
Thay đổi vốn lưu động	0	-46	0
Điều chỉnh khác	29	1	-6
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐKD</b>	<b>22</b>	<b>75</b>	<b>27</b>
Chi đầu tư tài sản cố định	-4	-16	-33
Chi đầu tư	15	7	-3
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>12</b>	<b>-8</b>	<b>-36</b>
Chi cổ tức	0	-15	-32
Tăng/giảm vốn cổ phần	0	7	0
Tăng/giảm nợ dài hạn	-29	-14	0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn	-56	5	-40
Dòng tiền tài chính khác	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>-85</b>	<b>-17</b>	<b>-72</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-5</b>
<b>Số dư tiền cuối kỳ</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>2</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC,



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Ngọc Trâm, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+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

Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

#### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

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

### 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  
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

#### BDS và Xây dựng

#### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

#### 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