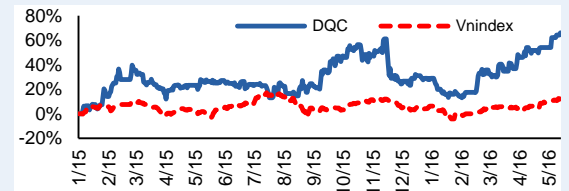


Ngày:	23/5/2016		2015	2016F	2017F
Giá hiện tại:	64.500VND	Tăng trưởng DT	-11,5%	13,7%	14,5%
Giá mục tiêu:	73.500VND	Tăng trưởng EPS	-12,8%	1,9%	26,2%
		Biên LN gộp	33,1%	28,9%	29,5%
		Biên LN ròng	19,0%	17,1%	19,1%
TL tăng:	14,0%	EPS (VND)	5.816	5.926	7.482
Lợi suất cổ tức:	4,7%	Cổ tức/CP (VND)	3.100	3.000	3.000
Tổng mức sinh lời:	18,6%	P/E	11,1x	10,9x	8,6x



Xu hướng trung hạn / Kháng cự: **TĂNG / 68.000VND**

Ngành:	Chiếu sáng	DQC	*Peers	VNI
GT vốn hóa:	103 tr USD	P/E (trượt)	11,1x	11,2x
Room NN:	20 tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	2,0x
GTGD/ngày (30 ngày):	0,1 tr USD	ROE / Vốn CSH	-0,4	0,7
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng	20,0%	13,3%
SL cổ phiếu lưu hành (tr):	31,9 tr cp	ROA	12,4%	7,0%
Pha loãng hoàn toàn (tr):	31,9 tr cp			2,4%

CTCP Bóng đèn Điện Quang là một trong những công ty chiếu sáng hàng đầu Việt Nam. Sau khi có được chỗ đứng vững chắc trên thị trường bóng đèn truyền thống, DQC hiện đang nỗ lực đi tiên phong trong quá trình chuyển đổi sang công nghệ LED tại Việt Nam. Giá trị cốt lõi của DQC nằm ở chất lượng sản phẩm và dịch vụ giá trị gia tăng.

## “Kỷ nguyên chiếu sáng mới” – Chu kỳ tăng trưởng mới cho Điện Quang

Lê Trọng Nghĩa  
Chuyên viên

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu dành cho CTCP Bóng đèn Điện Quang (DQC) với khuyến nghị **KHẢ QUAN** và giá mục tiêu là 73.500VND. Chúng tôi cho rằng DQC sẽ hưởng lợi rất nhiều từ xu hướng chuyển dịch nhu cầu từ thiết bị chiếu sáng truyền thống sang thiết bị chiếu sáng LED. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sẽ đạt mức hai con số trong các năm tiếp theo.

**Thị trường thế giới hiện đồng loạt chuyển sang sử dụng bóng đèn LED thay cho bóng đèn truyền thống.** BCG dự báo thị trường đèn LED thế giới sẽ tăng trưởng 13%/năm, trong đó phân khúc chiếu sáng phổ thông sẽ tăng trưởng 20%/năm trong 5 năm tới, so với tốc độ 3%/năm của thị trường chiếu sáng nói chung. Kết quả này có được phần lớn nhờ các sản phẩm LED có giá thành phải chăng hơn, sau khi giảm 50% trong vòng 3 năm qua nhờ các tiến bộ về công nghệ chip LED cũng như quy mô sản xuất lớn hơn.

**Thị trường đèn LED của Việt Nam chuẩn bị bước vào chu kỳ phát triển mạnh khi đang bắt kịp xu hướng thế giới.** Chúng tôi cho rằng giá thành các sản phẩm LED đã giảm đến mức có thể kích thích thị trường Việt Nam nhanh chóng chuyển từ sản phẩm truyền thống sang sử dụng sản phẩm LED. Với tỷ lệ thâm nhập của sản phẩm LED nhìn chung đạt khoảng 10% so với mức trung bình của thế giới 35%, thị trường đèn LED tại Việt Nam vẫn còn tiềm năng tăng trưởng rất lớn. Nếu thị trường Việt Nam diễn biến tương tự thế giới và các sản phẩm LED đạt tỷ lệ thâm nhập 41% vào năm 2020, chúng tôi ước tính thị trường đèn LED của Việt Nam có thể tăng trưởng với tốc độ trên 30%/năm trong 5 năm tới.

**Với vị thế dẫn đầu thị trường, DQC có thể đạt tăng trưởng kép hàng năm về doanh thu và lợi nhuận từ HĐKD là 13% đến năm 2018.** Sau khi có được chỗ đứng vững chắc trên thị trường bóng đèn truyền thống, DQC dự kiến sẽ hợp nhất thị trường đèn LED của Việt Nam, hiện đang bị phân mảnh. Các chiến lược chính bao gồm: 1) Tích cực tiếp thị để đẩy mạnh tốc độ chuyển sang dùng đèn LED tại Việt Nam, đồng thời đưa DQC trở thành thương hiệu phổ biến nhất; 2) Thành lập mạng lưới phòng trưng bày để giới thiệu đến người tiêu dùng hàng trăm sản phẩm LED mới mỗi năm; và 3) Đưa nhà máy LED mới vào hoạt động trong Quý 1/2017, qua đó tăng gấp đôi công suất bóng đèn LED.

**Giá cổ phiếu hiện tại chưa phản ánh tiềm năng tăng trưởng.** Gần đây, DQC luôn giao dịch tại mức P/E điều chỉnh tương tự các công ty chiếu sáng khác trong khu vực. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này không phản ánh việc thị trường Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng mạnh hơn do hiện chỉ đang ở giai đoạn sơ khai. Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (tỷ trọng 70%) phản ánh tiềm năng tăng trưởng và cho kết quả định giá lên đến 77.000VND và tăng giá mục tiêu của chúng tôi.

## Mục lục

<b>Thị trường chiếu sáng thế giới – Công nghệ LED mở ra nhiều cơ hội mới .....</b>	<b>4</b>
Đôi nét về công nghiệp chiếu sáng .....	4
Công nghệ LED sẽ mang tới chu kỳ tăng trưởng mới cho thị trường chiếu sáng vốn đang ổn định .....	4
Chuỗi giá trị LED thế giới – thượng nguồn hợp nhất nhưng cạnh tranh gay gắt khiến trung/hạ nguồn phân mảnh .....	7
<b>Thị trường chiếu sáng LED tại Việt Nam: Tốc độ chuyển đổi sang đèn LED sẽ tăng mạnh khi giá bán chạm mức phải chăng .....</b>	<b>8</b>
Thị trường chiếu sáng LED Việt Nam chuẩn bị bùng nổ .....	8
Thị trường Việt Nam hiện còn phân tán và tập trung vào trung/hạ nguồn .....	9
... nhưng chắc chắn DQC và RAL sẽ thống lĩnh thị trường .....	9
<b>Tổng quan về doanh nghiệp .....</b>	<b>11</b>
Một thương hiệu quen thuộc trong ngành chiếu sáng .....	11
Cơ cấu doanh nghiệp .....	12
Cổ đông và Lãnh đạo (tại thời điểm ngày 20/05/2016) .....	12
DQC có mô hình kinh doanh bền vững e .....	13
DQC sẽ tiếp tục đi tiên phong lĩnh vực chiếu sáng Việt Nam trong quá trình chuyển đổi kỹ thuật .....	14
<b>Diễn biến kinh doanh .....</b>	<b>16</b>
Giai đoạn cải tổ giúp tạo ra bước ngoặt cho công ty trong năm 2013 trong khi mảng LED bắt đầu đóng góp lớn trong năm 2014 .....	16
Triển vọng .....	18
Doanh số LED trong nước giúp hỗ trợ tăng trưởng nhanh doanh thu trong những năm tới .....	18
Lợi nhuận sẽ chịu áp lực vào thời gian đầu nhưng đầu tư R&D sẽ bảo đảm biên LN trong dài hạn .....	18
Các khoản vốn đầu tư XDCB tương lai có thể được tài trợ hoàn toàn từ vốn sở hữu .....	19
Các hoạt động khác của công ty .....	20
<b>Tổng hợp dự báo 2016 .....</b>	<b>21</b>
<b>Quý 1/2016 cho thấy những diễn biến tích cực phía trước với tăng trưởng LNST 18% so với quý 1/2015 .....</b>	<b>22</b>
<b>Định giá .....</b>	<b>24</b>
Chiết khấu dòng tiền .....	24
Định giá PER .....	25
<b>Báo cáo Tài chính .....</b>	<b>27</b>
<b>Phân tích kỹ thuật .....</b>	<b>28</b>

## Hình & Bảng

Hình 1: Cơ cấu thị trường chiếu sáng thế giới 2010-2020 .....	4
Hình 2: So sánh LED và công nghệ chiếu sáng truyền thống .....	5
Hình 3: Giá đèn 4'TLED (xanh) và LED A19 60W (đỏ) tại Tây Bắc Mỹ .....	6
Hình 4: Tỷ lệ thâm nhập của đèn LED tại phân khúc chiếu sáng phổ thông .....	6
Hình 5: Chuỗi giá trị thế giới – đèn và khung đèn LED .....	7
Hình 6: So sánh giá thành bóng đèn LED và tỷ lệ thâm nhập toàn thế giới (2011-2016) với dự báo cho thị trường Việt Nam (2015-2020).....	8
Hình 7: Phạm vi hoạt động của các doanh nghiệp chiếu sáng chính tại Việt Nam .....	9
Hình 8: Các sản phẩm được ưa chuộng nhất của DQC .....	11
Hình 9: Cơ cấu DQC .....	12
Hình 10: Mô hình kinh doanh của DQC.....	13
Hình 11: Tăng trưởng doanh số trong nước vững chắc và ổn định trong khi xuất khẩu bị tác động năm 2015 .....	16
Hình 12: Khả năng sinh lời cải thiện đáng kể trong năm 2013 và đã duy trì ổn định kể từ đó .....	16
Hình 13: Số dư phải thu của Consumimport .....	17
Hình 14: Dư tiền mặt và nợ .....	17
Hình 15: Cơ cấu doanh thu dự phòng và CAGR theo từng mảng giai đoạn 2015-2020 .....	18
Hình 16: Doanh thu, lợi nhuận, và khả năng sinh lời dự phòng giai đoạn 2015-2020 .....	19
Hình 17: Biên LN biến động theo từng quý do ghi nhận chi phí lớn so với con số thực tế theo năm .....	23
Hình 18: Diễn biến PER trượt trung bình điều chỉnh của DQC so với các công ty chung ngành ....	26

## Thị trường chiếu sáng thế giới – Công nghệ LED mở ra nhiều cơ hội mới

Vì công nghệ chiếu sáng truyền thống đã hoàn toàn trưởng thành và LED dự kiến sẽ là công nghệ chiếu sáng phổ biến nhất trên toàn thế giới trong tương lai gần, trong báo cáo này, chúng tôi chủ yếu tập trung vào công nghệ LED và thị trường chiếu sáng LED.

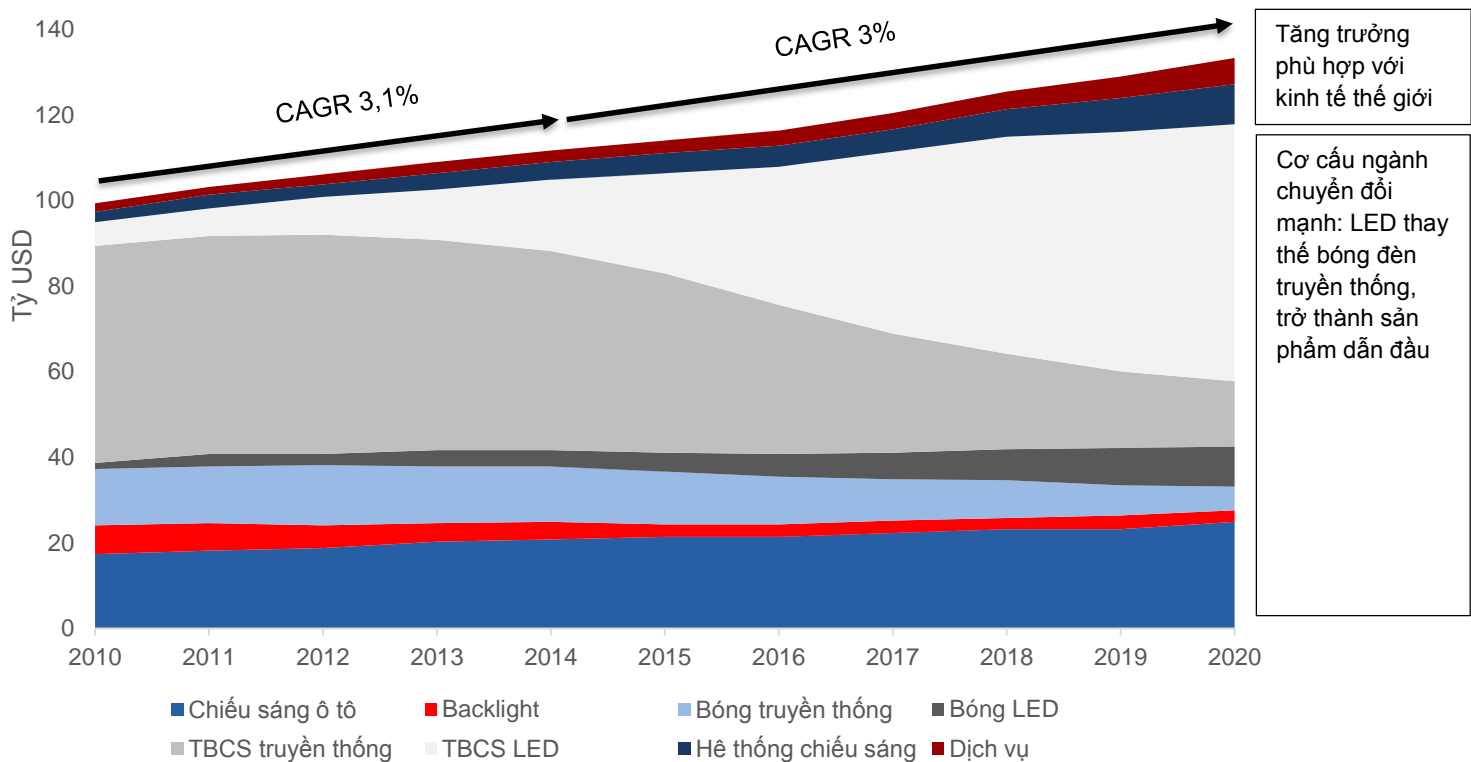
### Đôi nét về công nghiệp chiếu sáng

Do ngành công nghiệp chiếu sáng có quan hệ mật thiết với các ngành công nghiệp lớn khác nên cơ cấu của ngành khá phức tạp với nhiều ứng dụng và sản phẩm khác nhau. Tuy nhiên, ngành công nghiệp chiếu sáng có thể được chia làm ba lĩnh vực chung như sau:

- **Chiếu sáng phổ thông:** bao gồm bóng đèn, điện tử (các bộ phận kiểm soát dòng điện trong thiết bị chiếu sáng, còn gọi là module và driver), chiếu sáng dân dụng (dành cho sinh hoạt hàng ngày), và chuyên dụng (chiếu sáng thương mại). Chiếu sáng phổ thông là lĩnh vực lớn nhất của ngành công nghiệp chiếu sáng toàn thế giới, với thị phần khoảng 2/3.
- **Chiếu sáng ô-tô:** bao gồm toàn bộ các phương tiện của hệ thống chiếu sáng ô-tô, trong đó có điện tử và bóng đèn.
- **Backlight:** Chiếu sáng dùng trong TV, điện thoại thông minh, và máy tính bảng.

### Công nghệ LED sẽ mang tới chu kỳ tăng trưởng mới cho thị trường chiếu sáng vốn đang ổn định

Hình 1: Cơ cấu thị trường chiếu sáng thế giới 2010-2020



Nguồn: BCG Lighting-Market Model

**Tăng trưởng chung ổn định chỉ là phần nổi của tảng băng chìm.** Từ trước đến nay, ngành công nghiệp chiếu sáng thế giới luôn tăng trưởng song song với nền kinh tế toàn cầu. Tổng doanh thu toàn ngành đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 3,1% từ 2010 đến 2015 và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ này đến năm 2020 (Boston Consulting Group, BCG). Tại các nước phát triển, vì tỷ lệ phủ sóng của lưới điện đã bão hòa, nhu cầu chiếu sáng khá ổn định và tăng trưởng chủ yếu nhờ tăng trưởng về kinh tế và số hộ gia đình. Trong khi đó, tại các nước đang phát triển, tăng trưởng còn được kích thích nhờ ngày càng nhiều người dân có thể tiếp cận mạng lưới điện. Trung Quốc và các nước ASEAN, trong đó có Việt Nam, dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh hơn so với thị trường thế giới với tỷ lệ 6%-8% trong các năm tới (HIS Global Insight).

**Hiện trong ngành công nghệ chiếu sáng đang có sự chuyển đổi nhanh chóng từ bóng đèn truyền thống sang bóng đèn LED.** Dự báo công nghệ LED sẽ đóng vai trò trụ cột trong ngành công nghiệp chiếu sáng, thay thế công nghệ chiếu sáng truyền thống. Hình 1 cho thấy theo dự báo của BCG, tổng thị phần của các sản phẩm LED sẽ tăng mạnh từ 18% năm 2014 lên 52% năm 2020, trong khi thị phần của các sản phẩm chiếu sáng truyền thống sẽ giảm từ 54% xuống 15%.

Tỷ lệ thâm nhập của LED còn cao hơn nữa nếu chỉ tính lĩnh vực chiếu sáng phổ thông (khoảng 35% năm 2015). Chúng tôi sẽ chỉ tập trung vào mảng chiếu sáng phổ thông trong báo cáo này vì đây là thị trường mà DQC nhắm đến.

**Chi phí sở hữu LED liên tục giảm là yếu tố chính thúc đẩy sự chuyển đổi này.** Công nghệ LED rõ ràng có nhiều đặc tính vượt trội so với công nghệ chiếu sáng truyền thống như hiệu suất phát sáng, linh hoạt trong thiết kế, và thân thiện với môi trường. Tuy nhiên, để công nghệ LED có thể thực sự thay thế công nghệ chiếu sáng truyền thống, thì chi phí phải hợp lý. Tổng chi phí một sản phẩm chiếu sáng bao gồm giá thành sản phẩm, hiệu suất tiêu thụ điện, và chi phí thay thế. Các chi phí này được gọi là tổng chi phí sở hữu (Total Cost of Ownership-TCO). Nếu chỉ tính các chi phí sử dụng, LED ưu việt hơn nhiều so với công nghệ chiếu sáng truyền thống (Hình 2). Vì vậy, giá thành sản phẩm, vốn phụ thuộc vào chi phí sản xuất, chính là yếu tố quyết định.

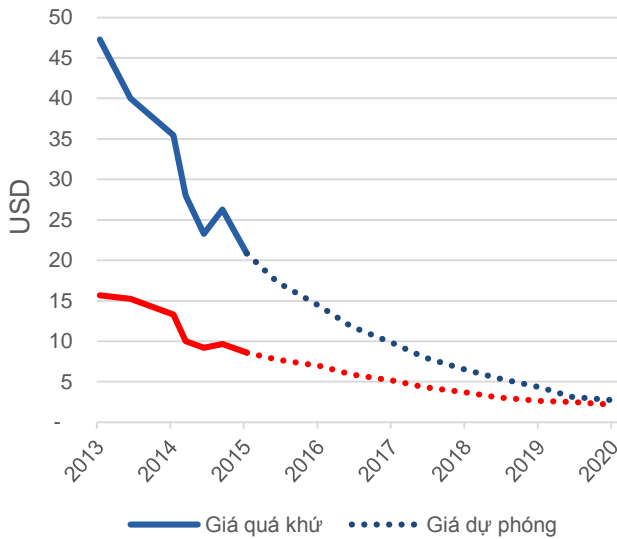
Hình 2: So sánh LED và công nghệ chiếu sáng truyền thống

		LED	Đèn sợi đốt	Đèn huỳnh quang
Hiệu suất sử dụng điện	Tuổi thọ (giờ)	20.000 - 50.000	1.200	8.000
	Hiệu suất phát sáng (Lumen/watt)	100	10 - 15	50 - 75
	Chi phí hoạt động hàng năm*	33USD/năm	330USD/năm	77USD/năm
Tác động đối với môi trường	Chứa thủy ngân độc hại	Không	Không	Có
	Thải CO <sub>2</sub> *	450 pound/năm	4500 pound/năm	1.050 pound/năm
Khác	Chịu ảnh hưởng của nhiệt độ	Không	Có	Có (có thể không hoạt động khi nhiệt độ dưới -22° C)
	Độ bền	Rất bền	Thủy tinh và sợi dễ vỡ/đứt	Thủy tinh dễ vỡ
	Lượng nhiệt tỏa ra	3,4 btu/giờ	85 btu/giờ	30 btu/giờ

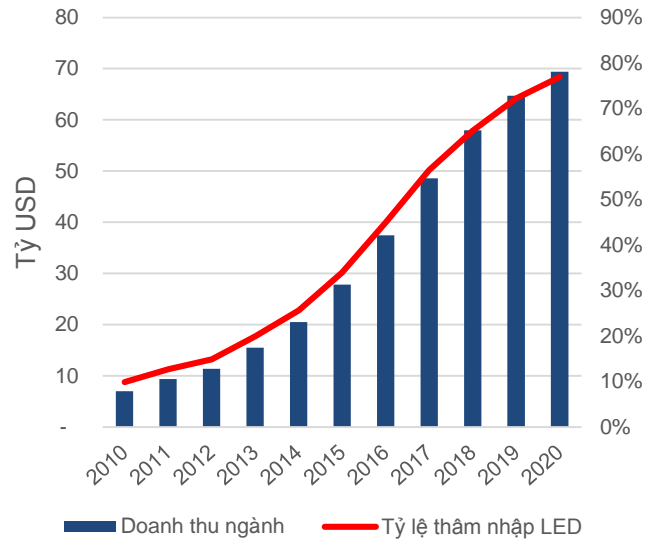
Nguồn: VCSC tổng hợp (\* tương đương 30 bóng đèn sợi đốt/năm)

Giá thành bóng đèn LED đã giảm 50% trong 3 năm qua và dự báo sẽ còn tiếp tục giảm, và đến năm 2020 sẽ bằng giá bóng đèn truyền thống nhờ cải tiến công nghệ và quy mô sản xuất lớn hơn. Trong khi đó, tình trạng dư cung thặng sẽ tiếp tục gây áp lực đối với giá thành Chip LED (xem Trang 7 để biết thêm về chuỗi giá trị LED). Dự báo nhà giá thành giảm sẽ khiến thị trường thế giới nhanh chóng chuyển sang sử dụng bóng đèn LED với tỷ lệ thâm nhập ước đạt 80% năm 2020 từ khoảng 35% năm 2015.

Hình 3: Giá đèn 4'TLED (xanh) và LED A19 60W (đỏ) tại Tây Bắc Mỹ



Hình 4: Tỷ lệ thâm nhập của đèn LED tại phân khúc chiếu sáng phổ thông



Nguồn: Bonneville Power Administration

Nguồn: BCG Lighting-Market Model

**Nhờ chú trọng hơn vào tổng chi phí sở hữu, lĩnh vực chuyên dụng sẽ chuyển sang sử dụng công nghệ LED nhanh chóng hơn so với người tiêu dùng.** Các khách hàng là các doanh nghiệp bán lẻ, khách sạn, sản xuất, v.v. có xu hướng xem xét toàn bộ chi phí sở hữu, và do đó, sớm ý thức được sự vượt trội của bóng đèn LED dù giá thành cao gấp 2-3 lần so với bóng đèn truyền thống, tuy đã giảm mạnh trong ba năm qua. Trái lại, người tiêu dùng thường chỉ xem xét giá thành sản phẩm. Vì vậy, bóng đèn LED sử dụng trong hoạt động kinh doanh đã trở nên thông dụng hơn so với sinh hoạt hàng ngày.

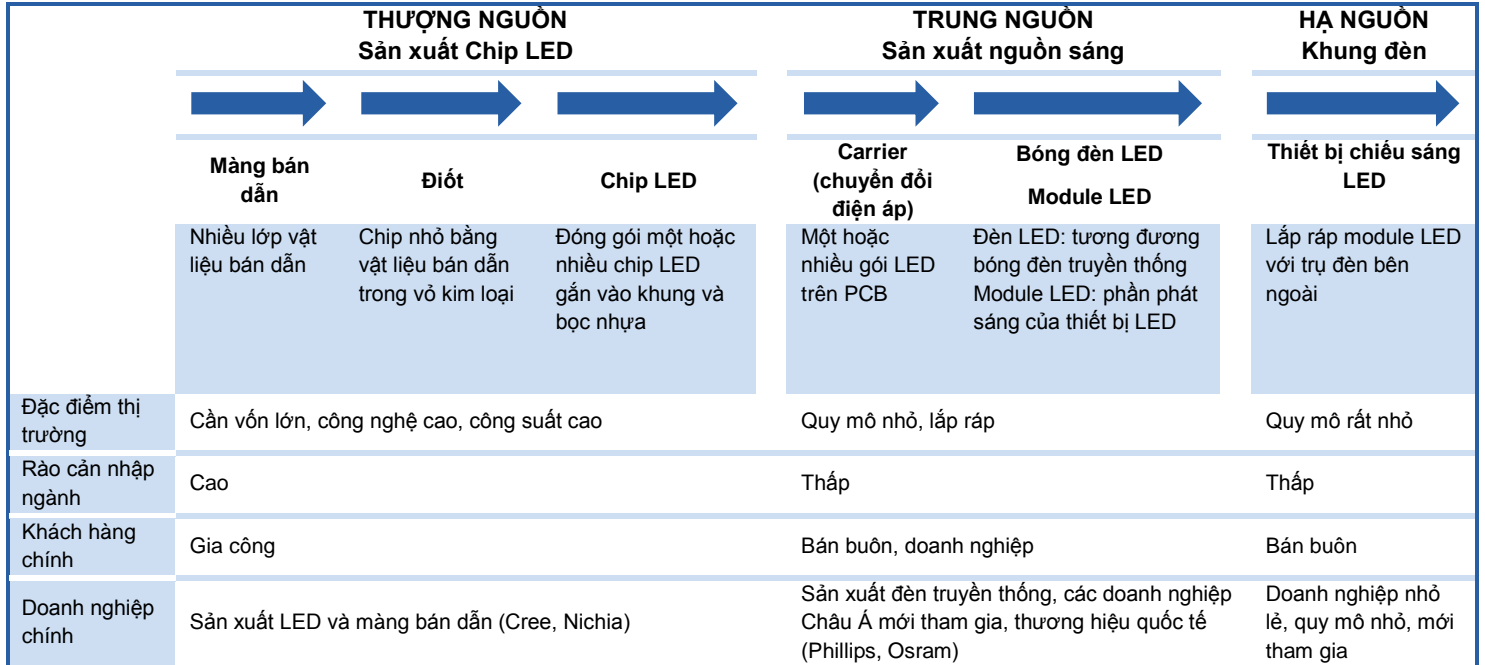
Tuổi thọ cao cũng là một lý do khác khiến bóng đèn LED được ưa chuộng cho mục đích kinh doanh. Trung bình một bóng đèn LED có thể hoạt động trong 15 năm, so với 2 năm đối với bóng đèn sợi đốt và 4-5 năm đối với bóng đèn huỳnh quang. Trong khi đó, các tòa nhà bán lẻ, khách sạn, và chung cư thường được nâng cấp, sửa chữa 5-10 năm một lần. Vì vậy, sử dụng bóng đèn LED sẽ giúp các doanh nghiệp không phải thay thế bóng đèn giữa các lần nâng cấp. Điều này đặc biệt thuận tiện vì việc thay thế toàn bộ hệ thống chiếu sáng một tòa nhà cần nhiều công sức và tốn kém hơn so với thay thế bóng đèn tại hộ gia đình.

Điều này cho thấy các doanh nghiệp chiếu sáng tiếp cận phân khúc chiếu sáng chuyên dụng sẽ có lợi thế so với các đối thủ ngay từ khi thị trường bắt đầu chuyển đổi sang công nghệ LED.

**Việc cải tiến công nghệ LED cũng khiến khách hàng đòi hỏi thiết kế tốt hơn và thị trường chiếu sáng chú trọng vào dịch vụ hơn.** Do tuổi thọ cao nên bóng đèn LED thường có thời gian sử dụng lâu dài hơn so với các bộ phận khác trong thiết bị chiếu sáng hoàn chỉnh. Như vậy, trong tương lai, thiết bị chiếu sáng hoàn chỉnh sẽ trở nên phổ biến hơn so với bóng đèn rời. Điều này sẽ khiến thiết kế đóng vai trò quan trọng hơn nhiều trong cạnh tranh. Trong khi đó, do bóng đèn LED phức tạp hơn về mặt kết hợp công nghệ và nhìn chung còn chưa phổ biến đối với người tiêu dùng, việc tư vấn trước khi bán hàng đóng vai trò quan trọng hơn, đặc biệt là đối với các khách hàng là doanh nghiệp, cần lắp đặt quy mô lớn.

## Chuỗi giá trị LED thế giới – thượng nguồn hợp nhất nhưng cạnh tranh gay gắt khiến trung/hạ nguồn phân mảnh

Hình 5: Chuỗi giá trị thế giới – đèn và khung đèn LED



Nguồn: Báo cáo ngành LED, VCSC

**Trung Quốc đầu tư mạnh khiến phân khúc thượng nguồn bị dư cung...** LEDinside cho biết năm 2015, nguồn cung chip LED thế giới cao hơn 22% so với nhu cầu do nhiều nhà sản xuất Trung Quốc mở rộng công suất mạnh vì được chính phủ tích cực khuyến khích và hỗ trợ trong các năm gần đây. Trung Quốc hiện có ngành công nghiệp sản xuất LED lớn nhất thế giới, với khoảng 50% công suất lắp đặt màng bán dẫn. Không chỉ dẫn đầu về công suất, các nhà sản xuất Trung Quốc còn sở hữu các công nghệ mới nhất.

**... và điều này đã khiến phân khúc thượng nguồn thế giới hợp nhất.** Tình trạng dư cung đã ảnh hưởng đến giá sản phẩm, do đó các nhà sản xuất thượng nguồn buộc phải đạt hiệu quả cao về chi phí. Nhằm mục đích này, nhiều doanh nghiệp mua lại các công ty nhỏ hơn để mở rộng quy mô. Bằng cách đó, các doanh nghiệp này có thể giảm chi phí bằng cách tập trung vào sản xuất các loại chip tốt nhất và sản xuất với quy mô lớn hơn.

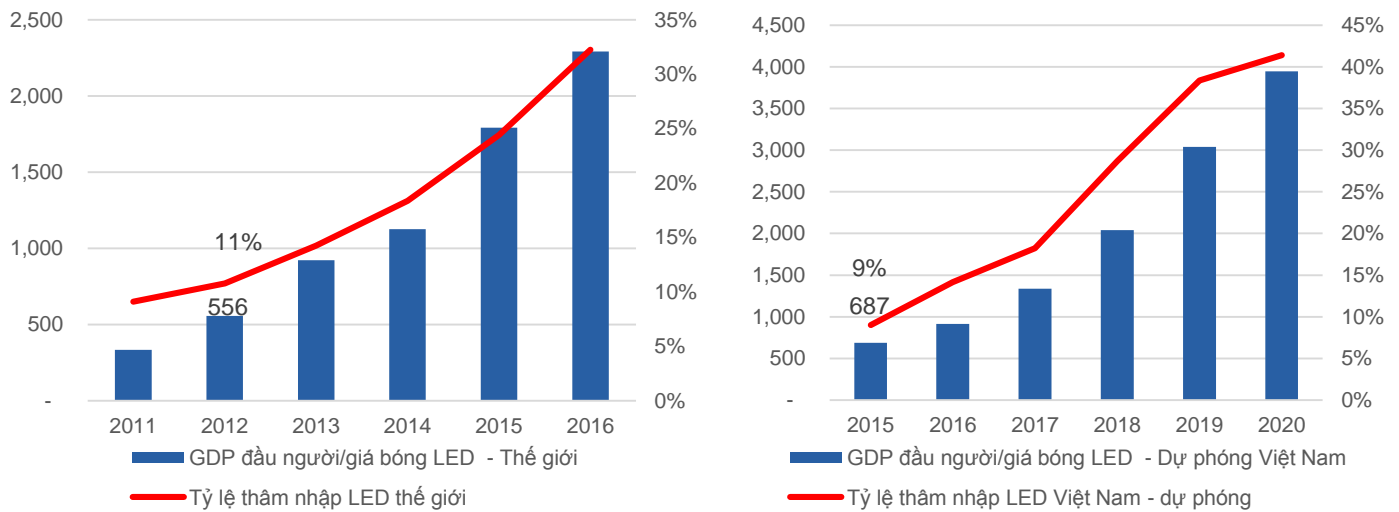
**Phân khúc trung và hạ nguồn vẫn còn phân mảnh nhưng chúng tôi cho rằng trong dài hạn sẽ hợp nhất.** Linh kiện giá rẻ, dễ mua, đặc biệt là từ Trung Quốc, đã thu hút nhiều doanh nghiệp quy mô nhỏ, chuyên lắp ráp vào phân khúc trung và hạ nguồn. Tuy nhiên, chất lượng sản phẩm của các nhà sản xuất này không đáng tin cậy vì không chú trọng đến phân đoạn kiểm soát chất lượng. Các doanh nghiệp này chỉ tìm cách kiếm lời nhanh chóng (lắp ráp rồi bán). Do không quản lý chất lượng nên các nhà sản xuất nhỏ này có thể đưa ra thị trường các sản phẩm lỗi thời, thậm chí nguy hiểm. Bóng đèn LED bao gồm nhiều bộ phận nhỏ và chỉ cần một bộ phận bị lỗi cũng có thể khiến tuổi thọ của cả bóng đèn giảm mạnh cũng như độ sáng giảm nhanh chóng. Sau vài năm, người tiêu dùng sẽ nhận ra và ngừng sử dụng các sản phẩm chất lượng thấp để chuyển sang các thương hiệu uy tín hơn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng trong dài hạn, các doanh nghiệp đầu tư thích đáng vào nguyên cứu và phát triển sản phẩm, phân phối và xây dựng thương hiệu sẽ có thể thống lĩnh thị trường.

## Thị trường chiếu sáng LED tại Việt Nam: Tốc độ chuyển đổi sang đèn LED sẽ tăng mạnh khi giá bán chạm mức phải chăng

### Thị trường chiếu sáng LED Việt Nam chuẩn bị bùng nổ

Chúng tôi cho rằng giá thành bóng đèn LED đã giảm đến mức việc sử dụng sản phẩm này sẽ tăng mạnh tại Việt Nam. Chúng tôi ước tính tỷ lệ thâm nhập của bóng đèn LED sẽ tăng từ chưa đến 10% năm 2015 lên khoảng 41% năm 2020. Chúng tôi đưa ra dự báo này trên cơ sở nghiên cứu giá thành của bóng đèn LED. Phân tích của chúng tôi cho kết quả khá thú vị: Năm 2011, tỷ lệ thâm nhập của LED đạt khoảng 9% toàn thế giới và bắt đầu tăng mạnh sau đó vì giá bóng đèn LED đã chạm mức phải chăng, với tỷ lệ GDP đầu người/giá bóng đèn LED bằng 556. Tương tự, chúng tôi nhận thấy đến cuối năm 2015, giá bóng đèn LED cũng đã chạm mức phải chăng tương tự đối với thị trường Việt Nam trong khi tỷ lệ thâm nhập của bóng đèn LED cũng đạt gần 10%. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ thâm nhập của bóng đèn LED tại Việt Nam trong 5 năm tới, sử dụng dự báo ngành đối với giá bóng đèn LED và dự báo của chúng tôi tăng trưởng GDP đầu người thực tế đạt 7,6%/năm (Hình 6).

Hình 6: So sánh giá thành bóng đèn LED và tỷ lệ thâm nhập toàn thế giới (2011-2016) với dự báo cho thị trường Việt Nam (2015-2020)



Nguồn: VCSC, Ngân hàng Thế giới

**Việc chuyển sang sử dụng bóng đèn LED sẽ kích thích toàn ngành tăng trưởng.** Ban lãnh đạo DQC cho biết ngành công nghiệp chiếu sáng Việt Nam dự báo sẽ đạt tăng trưởng ít nhất 10%/năm trong 5 năm tới, một phần nhờ người tiêu dùng chuyển từ bóng đèn truyền thống sang sử dụng bóng đèn LED. Việc sử dụng bóng đèn LED có thể kích thích tăng trưởng toàn ngành nhờ:

- Rút ngắn chu kỳ thay thế sản phẩm truyền thống. Cụ thể, người tiêu dùng vì ngày càng hiểu rõ các ưu điểm của bóng đèn LED, nên sẽ thay thế bóng đèn truyền thống bằng bóng đèn LED mà không đợi đến lúc hỏng.
- Tăng giá trị doanh thu từ mỗi đơn vị, vì sản phẩm LED có giá cao hơn nhiều so với sản phẩm truyền thống.

Hiện có một số lo ngại về tăng trưởng dài hạn của ngành công nghiệp chiếu sáng vì sau khi thị trường đã hoàn toàn chuyển sang sử dụng bóng đèn LED, ngành công nghiệp này



sẽ suy giảm do tuổi thọ bóng đèn LED cao, trong khi giá sản phẩm hạ. Chúng tôi cho rằng lo ngại trên có cơ sở nhưng tin rằng sẽ không xảy ra trong tương lai gần tại Việt Nam vì tỷ lệ thâm nhập của bóng đèn LED tại Việt Nam vẫn thấp hơn nhiều so với điểm bão hòa.

### Thị trường Việt Nam hiện còn phân tán và tập trung vào trung/hạ nguồn...

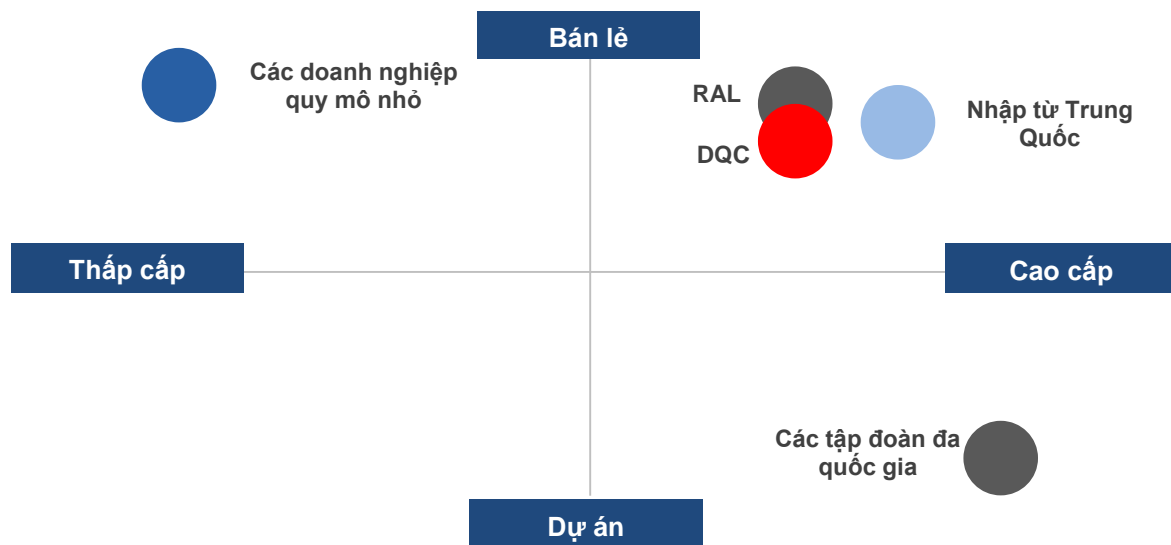
Thị trường chiếu sáng LED tại Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn sơ khai, không hề có phân khúc thượng nguồn. Tại phân khúc trung/hạ nguồn, tương tự xu hướng thế giới, phần lớn doanh nghiệp đều mới tham gia với quy mô nhỏ lẻ, thiếu kiến thức chuyên môn và do đó chỉ lắp ráp được các sản phẩm chất lượng không đáng tin cậy. Tuy nhiên, các công ty này vẫn tồn tại được vì đối với người tiêu dùng Việt Nam, giá cả vẫn đóng vai trò quan trọng hơn so với chất lượng sản phẩm.

### ... nhưng chắc chắn DQC và RAL sẽ thống lĩnh thị trường

DQC và CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông (HSX:RAL) là hai doanh nghiệp dẫn đầu ngành chiếu sáng Việt Nam trong nhiều năm qua, sở hữu mạng lưới phân phối rộng khắp và thương hiệu được ưa chuộng. Hai công ty này cũng có nhiều điểm giống nhau về quy mô và thị trường. Cả hai đều thống lĩnh thị trường của mình (RAL tại miền Bắc và DQC tại miền Nam), nhờ vào cam kết chất lượng sản phẩm và việc đầu tư mạnh vào nghiên cứu và phát triển sản phẩm (R&D).

Như chúng tôi đã đề cập trên đây, trong giai đoạn công nghệ chiếu sáng LED chỉ mới phát triển, các doanh nghiệp nhỏ có thể lợi dụng việc người tiêu dùng không chú trọng đến chất lượng và bán ra các sản phẩm lắp ráp sơ sài. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng các công ty đầu tư vào nghiên cứu và phát triển để đảm bảo chất lượng sản phẩm, mạng lưới phân phối, và xây dựng thương hiệu sẽ giành được khách hàng. Trên thực tế, điều này đã xảy ra khi công nghệ chiếu sáng compact còn mới. Các công ty dẫn đầu như DQC và RAL cũng gặp khó khăn trong một thời gian do thị trường tràn ngập các sản phẩm chất lượng thấp. Cuối cùng, người tiêu dùng đã có ý thức hơn và nhờ vậy, DQC và RAL đã đạt tổng thị phần 80%.

Hình 7: Phạm vi hoạt động của các doanh nghiệp chiếu sáng chính tại Việt Nam



Nguồn: VCSC

**Các doanh nghiệp nhỏ không thể trụ vững trong dài hạn.** Mô hình kinh doanh của các doanh nghiệp này bao gồm mua lại linh kiện giá rẻ (chủ yếu từ Trung Quốc), chất lượng không đảm bảo và sau đó lắp ráp để sản xuất bóng đèn LED thành phẩm. Điều này không có nghĩa rằng Trung Quốc chỉ sản xuất các sản phẩm chiếu sáng chất lượng kém. Thực tế, các doanh nghiệp nước này có thể sản xuất các sản phẩm chất lượng cao nhờ đầu tư vào công nghệ. Tuy nhiên, tình trạng trên xảy ra vì các doanh nghiệp trong nước có rất ít hiểu biết và cũng không hề mong muốn đầu tư vào quản lý chất lượng sản phẩm và do đó, mua linh kiện giá rẻ và cạnh tranh tại phân khúc hạ nguồn. Các doanh nghiệp này là nguyên nhân chính gây ra tình trạng cạnh tranh về giá.

**Các tập đoàn lớn trên thế giới không phải là đối thủ cạnh tranh trực tiếp.** Một số tập đoàn đa quốc gia như Phillips và Osram hoạt động tại Việt Nam nhưng chỉ tập trung vào một số phân khúc đặc thù, không cạnh tranh trực tiếp với DQC và RAL. Phillips và Osram có xu hướng tập trung vào các dự án chiếu sáng công nghệ cao và quy mô lớn như cao ốc văn phòng, chiếu sáng công cộng, hoặc chiếu sáng thông minh.

**Các nhà sản xuất Trung Quốc chú trọng vào chất lượng sẽ khó có thể cạnh tranh về giá thành, phân phối, và giữ khách hàng.** Trung Quốc nằm cạnh Việt Nam, có quy mô sản xuất lớn hơn, trong khi bóng đèn LED nhập khẩu vào Việt Nam không chịu thuế nhập khẩu, nên về lý thuyết, các sản phẩm chất lượng cao nhập khẩu từ nước này có thể là một mối lo ngại. Tuy nhiên, trên thực tế có một số trở ngại khiến các doanh nghiệp này khó có thể có được chỗ đứng vững chắc trên thị trường Việt Nam như:

- Chi phí phân phối cao, khiến khó có thể cạnh tranh về giá;
- Khó có thể giữ khách hàng. Ở một mức độ nào đó, người tiêu dùng Việt Nam vẫn không ưa chuộng các sản phẩm Trung Quốc và sẽ không mua, trừ khi giá thấp.
- Thiếu sự tương tác từ thị trường trong nước. Vì ngành chiếu sáng ngày càng mang tính chất dịch vụ thay vì chỉ thuần túy sản xuất, tương tác giữa nhà cung cấp và người tiêu dùng trở nên quan trọng hơn dù là dịch vụ trước khi bán như tư vấn chiếu sáng, thiết kế riêng chụp đèn cho khách hàng, hay bảo hành và thay thế sau khi mua. Vì vậy, việc thiếu sự tương tác tại thị trường Việt Nam sẽ khiến các doanh nghiệp Trung Quốc chịu bất lợi.

**Chúng tôi cho rằng DQC có lợi thế hơn so với RAL, vì:**

- DQC có ban lãnh đạo năng động hơn. Chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo của RAL vẫn giữ thói quen tư duy và hoạt động mô hình doanh nghiệp nhà nước. Trong khi đó, chúng tôi đánh giá cao ban lãnh đạo của DQC vì trẻ trung và giàu tham vọng hơn, nên sẽ phù hợp hơn với ngành công nghiệp chiếu sáng, vốn thay đổi liên tục và phụ thuộc mạnh vào công nghệ.
- Chiến lược của RAL chú trọng giảm chi phí sản xuất để cạnh tranh về giá, trong khi DQC tìm cách cải thiện dịch vụ giá trị gia tăng như sản phẩm thiết kế riêng cho khách hàng và tư vấn nhu cầu chiếu sáng. Theo chúng tôi, vai trò của dịch vụ ngày càng trở nên quan trọng trong ngành chiếu sáng, đặc biệt là khi bóng đèn LED trở nên thông dụng. Vì việc thiết kế sẽ đóng vai trò quan trọng hơn, chiến lược của DQC sẽ hiệu quả hơn và tạo ra nhiều giá trị hơn trong dài hạn.
- RAL không chỉ hoạt động trong lĩnh vực chiếu sáng, vì khoảng 20% doanh thu của công ty từ lĩnh vực phích nước, về bản chất hoàn toàn khác biệt so với bóng đèn LED. Trái lại, DQC tập trung mạnh vào lĩnh vực chiếu sáng, nên nhờ vậy có thể hoàn toàn tận dụng được việc chuyển đổi của ngành này.

Vì các lý do trên, cộng với việc biên lợi nhuận, ROE, và tình hình tài chính của DQC tích cực hơn nhiều, chúng tôi cho rằng DQC xứng đáng được giao dịch cao hơn so với RAL. DQC hiện đang giao dịch với PER trượt 12 tháng là 10.8 lần, so với RAL là 8,7 lần. Vui lòng xem Trang 24 để biết thêm về mô hình định giá của chúng tôi, trong đó có so sánh các chỉ số cơ bản của DQC và RAL.

## Tổng quan về doanh nghiệp

### Một thương hiệu quen thuộc trong ngành chiếu sáng

Được thành lập năm 1973, Điện Quang tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước trong ngành công nghiệp chiếu sáng còn non trẻ của Việt Nam. Tháng 09/2014, Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) bán lại toàn bộ cổ phần 18% tại Điện Quang, trong đó phần lớn được bán cho ban lãnh đạo công ty. Sau đó, nhà nước toàn toàn chấm dứt tham gia vào hoạt động của Điện Quang.

Từ khi thành lập đến nay, DQC đã liên tục phát triển và trở thành một trong hai nhà sản xuất bóng đèn truyền thống hàng đầu Việt Nam nhờ chú trọng vào chất lượng, thương hiệu mạnh, và có mạng lưới phân phối rộng khắp.

**Điện Quang là một trong các thương hiệu trong nước được ưa chuộng nhất Việt Nam.** Theo khảo sát của Nielsen năm 2006, Điện Quang đứng đầu về độ nhận biết thương hiệu cũng như niềm tin người tiêu dùng trong lĩnh vực chiếu sáng và điện tử gia dụng. Năm 2010, Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) đã đưa Điện Quang vào danh sách 500 thương hiệu có độ nhận biết lớn nhất Việt Nam, cũng như danh sách các thương hiệu điện tử gia dụng hàng đầu.

**DQC đã đầu tư vào 5 nhà máy mới, nhờ vậy có công suất lớn nhất Việt Nam.** Công suất theo sản phẩm như sau:

- LED: 20 triệu sản phẩm/năm
- Đèn compact: 100 triệu sản phẩm/năm
- Bóng đèn 15 triệu sản phẩm/năm
- Thiết bị điện: 10 triệu sản phẩm/năm

Hình 8: Các sản phẩm được ưa chuộng nhất của DQC



Bóng đèn 60W Equivalent Soft White A19



Bộ đèn LED Mica



Bộ đèn DoubleWing

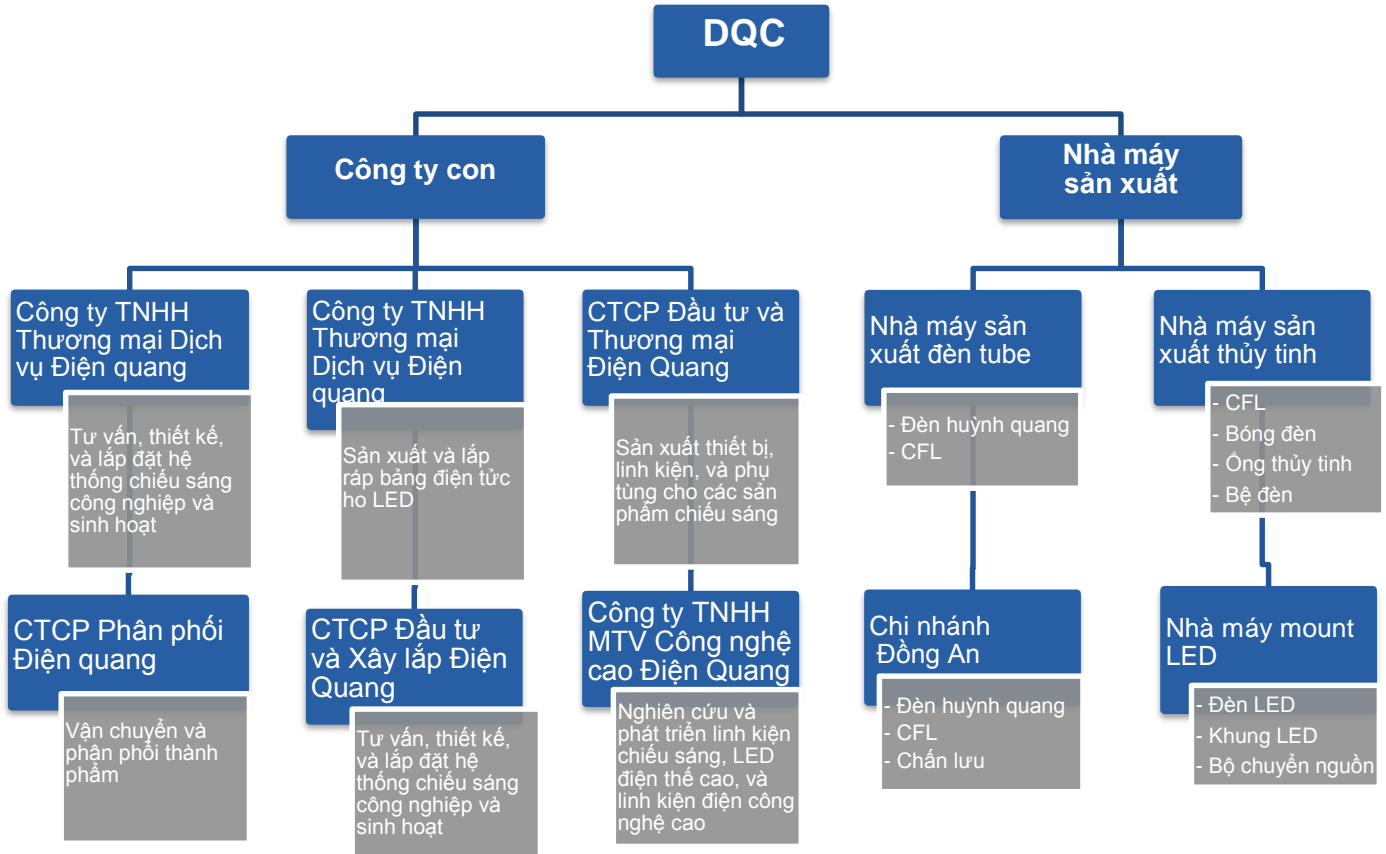


Đèn bàn LED

Nguồn: DQC

**Cơ cấu doanh nghiệp**

Hình 9: Cơ cấu DQC

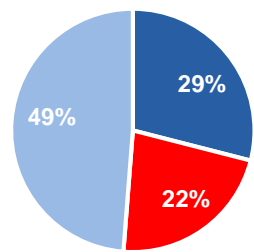


Nguồn: DQC

**Cổ đông và Lãnh đạo (tại thời điểm ngày 20/05/2016)**

Cổ đông chính	Số cổ phiếu	Tỷ lệ cổ phần
Nguyễn Thái Nga	3.750.575	12,9%
Amersham Industries Ltd	3.382.538	11,7%
Hồ Quỳnh Hưng	2.289.085	7,9%
Nguyễn Thái Quỳnh Lê	2.216.214	7,6%
Hồ Đức Dũng	1.450.800	5,0%
Hồ Thị Kim Thoa	1.421.935	4,9%

**Cơ cấu cổ đông**



Hội đồng quản trị	Chức danh	Ghi chú
Hồ Quỳnh Hưng	Chủ tịch	TGD
Hồ Vĩnh Phương	Thành viên	Thành viên độc lập
Dương Hồ Thắng	Thành viên	Trưởng phòng Tài chính – Kế toán
Nguyễn Thị Kim Vinh	Thành viên	Phó TGD
Nguyễn Thái Nga	Thành viên	Phó TGD


  

Lãnh đạo	Chức danh	Ghi chú
Hồ Quỳnh Hưng	TGD	9 năm tại DQC, 6 năm làm TGD
Nguyễn Thị Kim Vinh	Phó TGD	26 năm tại DQC, 6 năm làm Phó TGD

Năm	SL cổ phiếu lưu hành
2015	29.015.942
2014	29.016.240
2013	28.303.899
2012	29.016.240

## DQC có mô hình kinh doanh bền vững e

Hình 10: Mô hình kinh doanh của DQC

<b>Nhân lực</b>	Ban lãnh đạo trẻ trung, đầy tham vọng và giàu kiến thức là yếu tố quyết định tăng trưởng dài hạn do tính chất liên tục thay đổi của ngành LED thế giới.				
<b>Nghiên cứu và phát triển</b>	Đưa ra thị trường các sản phẩm độc đáo, tiên tiến cũng như cải thiện các sản phẩm hiện nay về hiệu suất và chi phí sản xuất				
<b>Quản lý chất lượng</b>	Là hoạt động mang lại nhiều giá trị nhất cho DQC, tách biệt khỏi những doanh nghiệp sản xuất kém chất lượng				
<b>Tiếp thị</b>	Quảng bá thương hiệu Điện Quang cùng lúc tăng nhận thức khách hàng về tính năng nổi trội của công nghệ LED				
<b>Chuỗi giá trị</b> 	<b>Đầu vào</b>	<b>Dán chip</b>	<b>Lắp ráp và thiết kế</b>	<b>Phân phối</b>	<b>Dịch vụ</b>
	<b>Chip LED Chip nhựa Tản nhiệt kim loại</b>	<b>Module Drivers</b>	<b>Thiết kế đèn Thiết kế khung</b>	<b>Kênh truyền thống Kênh hiện đại Kênh công trình Bán hàng online Showroom</b>	<b>Tư vấn chiếu sáng Bảo hành Dịch vụ thay thế, lắp đặt</b>
	- Nhập chip LED từ Đài Loan thay vì Trung Quốc nhằm đảm bảo chất lượng. - Thực hiện quy trình làm khung nhựa để đảm bảo chất lượng quang học, đóng vai trò quyết định chất lượng nguồn sáng.	- Đảm bảo tất cả các bộ phận đều tương thích nhằm giảm thiểu chi phí sản xuất.	- Thiết kế bóng đèn mang lại giá trị gia tăng tí nhất trong chuỗi giá trị vì không linh hoạt về thiết kế. - Về khung đèn, thiết kế đóng vai trò quan trọng hơn trong việc đa dạng hóa mẫu mã.	- Kênh truyền thống đóng góp phần lớn doanh thu. - Các dự án lớn nhất là dệt may. - Phòng giới thiệu sản phẩm dự kiến sẽ tăng cường tương tác với khách hàng và giới thiệu các sản phẩm mới, cũng như thương hiệu của DQC.	- Tư vấn trước khi bán hàng cả về chiếu sáng công nghiệp và sinh hoạt đóng vai trò quan trọng trong việc bán bộ đèn LED. - Bảo hành và dịch vụ hậu mãi giúp DQC giữ khách hàng và duy trì niềm tin người tiêu dùng

Nguồn: VCSC, DQC

Như chúng tôi đã nhấn mạnh khi phân tích ngành công nghiệp chiếu sáng, chất lượng sản phẩm có được nhờ nỗ lực nghiên cứu và phát triển sản phẩm, cùng với quản lý chất lượng nghiêm ngặt là chìa khóa thành công lâu dài. Mô hình kinh doanh của DQC đi theo hướng này với việc tập trung vào cân bằng hệ thống (BOS).

**BOS giúp giảm thiểu chi phí mà không ảnh hưởng đến chất lượng ánh sáng.** Vì bóng đèn LED là một hệ thống phức tạp, chỉ cần một linh kiện kém chất lượng cũng ảnh hưởng đến chất lượng ánh sáng của sản phẩm. Cụ thể, nhu cầu điện của chip LED cần tương thích với lượng điện driver có thể cung cấp, hoặc tản nhiệt phải xử lý tốt lượng nhiệt tỏa ra từ quá trình phát sáng. Nếu bất kỳ linh kiện nào có chất lượng cao hơn, và do đó kéo theo chi phí lớn hơn, thì nhà sản xuất tăng chi phí mà không hề cải thiện chất lượng sản phẩm. Trong khi đó, nếu một linh kiện có chất lượng thấp hơn thì sẽ ảnh hưởng đến toàn bộ hệ thống.

Nhờ quản lý chất lượng nguồn sáng (nguyên liệu đầu vào, quy trình dán chip LED) cũng như chức năng và tính thẩm mỹ của trụ đèn (lắp ráp và thiết kế), DQC có thể đưa ra các sản phẩm khá cân bằng, chất lượng tốt hơn so với các đối thủ quy mô nhỏ với chi phí thấp nhất.

**Mạng lưới phân phối lớn nhất vẫn sẽ là một lợi thế cạnh tranh lớn.** DQC hiện có bốn kênh chính phân phối sản phẩm:

- Phân phối truyền thống với 150 nhà phân phối và trên 15.000 điểm bán lẻ;
- Phân phối hiện đại thông qua siêu thị, trung tâm điện tử với 1.200 điểm bán lẻ;
- Cung ứng trực tiếp cho dự án, trong đó, khách hàng chính là các nhà máy dệt;
- Kinh doanh qua Internet thông qua website của DQC.

Số điểm bán lẻ truyền thống của DQC (15.000) hơn gấp hai lần của đối thủ gần nhất là RAL (7.000). Nhờ thương hiệu mạnh, DQC có thể áp dụng hình thức thanh toán bằng tiền mặt với các nhà phân phối, qua đó củng cố vốn lưu động.

**Kênh công trình đặc biệt đáng chú ý nhờ mối quan hệ với ngành dệt.** Như chúng tôi đã đề cập khi phân tích ngành công nghiệp chiếu sáng, các doanh nghiệp sẽ là đối tượng khách hàng đầu tiên chuyển sang sử dụng bóng đèn LED. Trong khi đó, các nhà máy dệt may hiện đang là khách hàng lớn nhất của DQC tại kênh cung ứng trực tiếp cho dự án. Với triển vọng của TPP, nhiều khả năng ngành dệt may Việt Nam sẽ nhận được dòng vốn đầu tư lớn cả từ trong lẫn ngoài nước, qua đó kích thích doanh thu của DQC từ kênh này.

Cần lưu ý rằng biên lợi nhuận gộp của kênh này thường thấp hơn so với các kênh khác vì số sản phẩm mỗi giao dịch rất lớn. Tuy nhiên, vì kênh này không kéo theo chi phí bán hàng nên biên lợi nhuận từ hoạt động sản xuất xấp xỉ các kênh còn lại.

**DQC hiện đang cải thiện chất lượng dịch vụ vì chiếu sáng ngày càng phát triển theo hướng dịch vụ thay vì thuần túy sản xuất.** Tư vấn cho doanh nghiệp cũng như người tiêu dùng trước khi bán hàng đóng vai trò quan trọng đối với kinh doanh trụ đèn LED vì khách hàng nhìn chung không hiểu rõ về công nghệ chiếu sáng và cần hướng dẫn để tránh tình trạng không đủ hoặc quá nhiều ánh sáng. Chất lượng dịch vụ cao hơn sẽ cho phép DQC đưa ra giá thành cao hơn, qua đó đạt được biên lợi nhuận lớn hơn.

## **DQC sẽ tiếp tục đi tiên phong lĩnh vực chiếu sáng Việt Nam trong quá trình chuyển đổi kỹ thuật**

Nhận thức được việc chuyển đổi tất yếu từ bóng đèn truyền thống sang bóng đèn LED, DQC hiện đang đầu tư mạnh vào sản xuất bóng đèn LED để khai thác tiềm năng tăng trưởng của sản phẩm này tại Việt Nam. Bắt đầu đầu tư vào công nghệ LED năm 2007, DQC đưa ra thị trường sản phẩm LED đầu tiên của mình năm 2010. Tuy nhiên, mãi đến năm 2014 thì sản phẩm này mới mang lại doanh thu đáng kể. Năm 2015, bóng đèn LED đóng góp khoảng 20% tổng doanh thu, so với 10% năm 2014.

**Tiếp tục đầu tư vào nghiên cứu và phát triển để có thể tung ra thị trường nhiều sản phẩm LED mới.** Với chất lượng đóng vai trò trụ cột trong chiến lược cạnh tranh, DQC tích cực đầu tư vào nghiên cứu và phát triển để cùng lúc đạt được hai mục tiêu: (1) Tung ra thị trường nhiều sản phẩm mới, với các tính năng tiên tiến và độc đáo; và (2) Liên tục cải thiện các sản phẩm đã có, cả về chất lượng lẫn chi phí. Năm 2014, DQC đã tung ra thị trường 275 sản phẩm mới, trong đó có 154 sản phẩm LED, 3 sản phẩm CFL, và 77 sản phẩm dành riêng cho các dự án. Năm 2015, công ty tung ra thêm 309 sản phẩm, trong đó 109 sản phẩm là bóng đèn LED. Danh mục của DQC hiện bao gồm khoảng 1.500 SKU, mà theo ban lãnh đạo còn có thể mở rộng rất nhiều vì các doanh nghiệp lớn tại các thị trường phát triển hơn có thể có trên 10.000SKU.

**Gia tăng các sản phẩm được cấp bằng sáng chế.** Có thể nói DQC là nhà sản xuất được đầu tư mạnh nhất nếu tính về sản phẩm được cấp bằng sáng chế, và điều này càng đóng vai trò quan trọng hơn khi cạnh tranh về giá trên thị trường LED trở nên gay gắt. DQC đạt được thành công về thương hiệu với các sản phẩm DoubleWing (CFL), có hoạt động chiếu

sáng và thiết kế tốt hơn so với bóng đèn tube truyền thống. Nhờ thiết kế của DoubleWing được thị trường ưa chuộng, vào cuối năm 2015, DQC đã tung ra dòng sản phẩm DoubleWing bằng công nghệ LED. Nhìn chung, doanh thu từ dòng sản phẩm DoubleWing đã tăng mạnh 84% năm 2014 và 145% năm 2015.

**Triển khai sản phẩm sẽ được hỗ trợ từ hệ thống các cửa hàng giới thiệu sản phẩm (showroom).** DQC đang chuẩn bị mở cửa một chuỗi các showroom để giới thiệu các sản phẩm mới đến khách hàng. Mặc dù các showroom dự kiến sẽ không tạo ra lợi nhuận đáng kể trong ngắn hạn, các showroom này sẽ có tác động tích cực đến doanh số trong tương lai sau khi mức độ phổ biến của các sản phẩm đã được chứng minh trên thị trường. Sự hiện diện của các showroom là cần thiết do thông thường, các đối tác bán lẻ của DQC thường ngần ngại phân phối các sản phẩm mới do việc lo sợ các sản phẩm này sẽ không bán chạy.

Ngoài ra, do sản phẩm đèn LED có mức giá cao nhưng tuổi thọ dài hơn, người tiêu dùng sẽ cần đánh giá sản phẩm kỹ hơn trước khi đưa ra quyết định mua. Với việc có các showroom, nơi người tiêu dùng có thể đánh giá các sản phẩm trực tiếp sẽ giúp cải thiện vấn đề này. Do đó, chúng tôi cho rằng hệ thống showroom mới này là bước đi đúng đắn của DQC để củng cố vị thế là nhà cung cấp hàng đầu các sản phẩm chiếu sáng. Vốn đầu tư XDCB của mỗi showroom là không quá đáng kể, khoảng 10.000 USD/showroom.

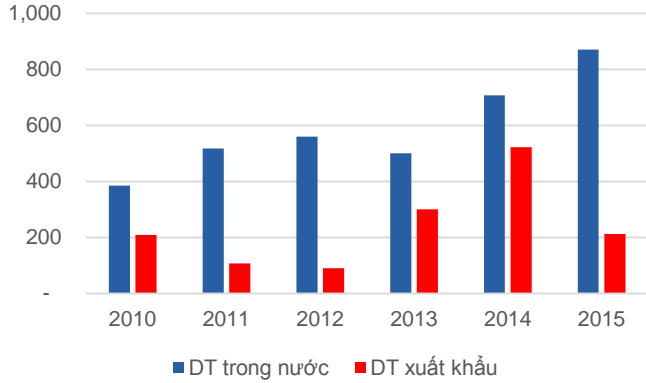
Vào cuối năm 2016, công ty dự kiến sẽ mở cửa được 8 showroom tại 3 thành phố lớn nhất ở Việt Nam là TPHCM, Hà Nội và Đà Nẵng. Trong kế hoạch 5 năm, DQC dự kiến sẽ mở rộng số showroom/ chuỗi bán lẻ lên hơn 100 cửa hàng trên toàn quốc.

**Mở rộng công suất đang được thực hiện để đáp ứng nhu cầu sản xuất trong tương lai.** DQC đang đầu tư vào dây chuyền lắp ráp đèn LED tại Khu công nghệ cap TPHCM. Dự án được chia làm 2 giai đoạn với tổng vốn đầu tư 15 triệu USD cho giai đoạn 1 và 11 triệu USD cho giai đoạn 2. Nhà máy mới sẽ tăng gấp đôi tổng công suất đèn LED của DQC lên 40 triệu chiếc/năm và giúp sản xuất toàn bộ chuỗi giá trị hiện tại của DQC bao gồm dán chip LED, dán driver, kiểm soát chất lượng và lắp ráp. Giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động trong tháng 3/2017, với giai đoạn 2 đi vào hoạt động năm 2020. Hiện tại, nhà máy sản xuất đèn LED hiện tại đang hoạt động gần đạt công suất thiết kế. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa việc sản lượng sẽ bị giới hạn khi DQC cho biết nhà máy này chỉ đang hoạt động 12 giờ/ngày (theo thiết kế), có thể gia tăng công suất nhờ tăng số ca làm việc.

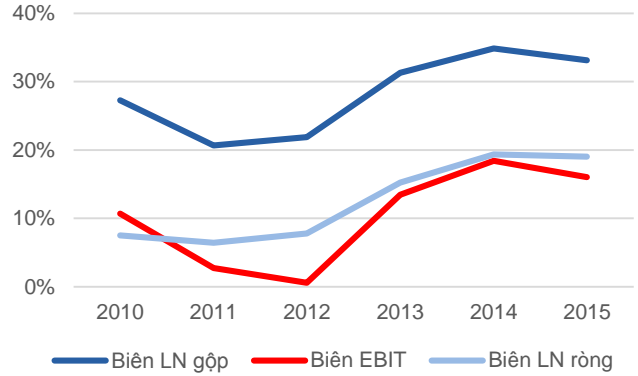
**Kế hoạch đầu tư, sản xuất thượng nguồn cần được xem xét thận trọng.** DQC đang cân nhắc di chuyển lên sản xuất thượng nguồn và đầu tư dây chuyền chip màn LED. Tuy nhiên, công ty vẫn đang cân trọng việc quyết định liệu có nên thực hiện bước đi khi công ty thấu hiểu được tốc độ thay đổi nhanh chóng của công nghệ LED. Chúng tôi đánh giá cao sự thận trọng của ban lãnh đạo khi chúng tôi nhận thấy những rủi ro nhiều hơn những lợi ích tiềm năng như: (1) công nghệ chip LED đang thay đổi nhanh chóng khiến cho một nhà máy hiện đại sẽ trở nên lạc hậu trong thời gian ngắn, (2) Quy mô của DQC sẽ không đủ lớn để giúp chi phí sản xuất trở nên cạnh tranh và (3) chip đèn LED xuất hiện rộng rãi và có thể mua với giá thấp hơn chi phí sản xuất của DQC nếu như công ty tự sản xuất.

## Diễn biến kinh doanh

Hình 11: Tăng trưởng doanh số trong nước vững chắc và ổn định trong khi xuất khẩu bị tác động năm 2015



Hình 12: Khả năng sinh lời cải thiện đáng kể trong năm 2013 và đã duy trì ổn định kể từ đó



Nguồn: DQC

Nguồn: DQC

### Giai đoạn cải tổ giúp tạo ra bước ngoặt cho công ty trong năm 2013 trong khi mảng LED bắt đầu đóng góp lớn trong năm 2014.

Giai đoạn cải tổ năm 2013 đã giúp tạo bước ngoặt cho lợi nhuận của DQC, khi biên LN và biên EBIT cải thiện lần lượt 9,4 điểm % và 12,8 điểm % đạt 31% và 18%, và đã duy trì xung quanh mức này kể từ thời điểm đó đến hiện tại. Yếu tố chính dẫn dắt cho mức cải thiện đáng kể này là nhờ:

- Cải thiện năng suất lao động. Trong năm 2013, công ty đã cắt giảm 15% lao động kể cả ở cấp độ nhân viên và các cấp quản lý. Các quá trình sản xuất cũng được tổ chức và sắp xếp lại làm nha gia tăng sự chuyên môn hóa của công nhân và nhờ đó sẽ cải thiện năng suất
- Một khảo sát đánh giá lại toàn diện các đại lý và nhà phân phối được thực hiện với mục tiêu tối ưu hóa hệ thống phân phối bằng cách hỗ trợ các nhà phân phối hiệu quả trong khi loại bỏ các nhà phân phối kém hiệu quả khác.
- Thúc đẩy xuất khẩu của DQC đã thành công với doanh số xuất khẩu tăng trưởng 230% trong năm 2013 so với 2012 khi DQC cố gắng tạo ra động lực tăng trưởng mới khi nhận thấy thị trường chiếu sáng trong nước đã bắt đầu bão hòa.

Sự xoay chuyển tình thế ấn tượng trong một thời gian ngắn này là một bằng chứng cho khả năng của ban lãnh đạo công ty, khi thể hiện vai trò lãnh đạo và thích ứng với những thay đổi. Nhờ vào diễn biến này, DQC ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng giai đoạn 2012-2015, với doanh thu và LNST tăng trưởng với CAGR 3 năm đạt lần lượt 20% và 61%.

Vai trò của đèn LED bắt đầu quan trọng trong năm 2014, khi đóng góp 7% doanh số trong nước của DQC, doanh thu từ các sản phẩm LED đã tăng mạnh trong năm 2015, tăng gần 3 lần trong năm 2015 để chiếm hơn 20% doanh thu bán hàng trong nước. Thực tế, các sản phẩm đèn LED là sản phẩm chủ lực tạo nên tăng trưởng 23% doanh thu bán hàng trong nước năm 2015, trong khi doanh thu từ các sản phẩm truyền thống đi ngang.

Tuy nhiên, DQC lại chậm chân trong cuộc chơi LED toàn cầu, dẫn đến mức giảm doanh số xuất khẩu trong năm 2015. Kể cả khi mảng đèn LED đạt được đà tăng trưởng tốt tại thị trường trong nước, doanh số từ xuất khẩu trong năm 2015 giảm một nửa khi DQC không tận dụng được sự chuyển đổi nhanh chóng của khách hàng sang sản phẩm LED do số lượng các sản phẩm khá hạn chế và thiếu công suất trong khi không thể cạnh tranh giá cả với các sản phẩm Trung Quốc. DQC hiện đang có nền tảng vững chắc sau



khi tăng gấp đôi công suất LED từ 10 triệu lên 20 triệu trong năm 2015 và khi hoạt động Nghiên cứu & Phát triển (R&D) gia tăng. Tuy nhiên, ban lãnh đạo vẫn tỏ ra thận trọng về xuất khẩu trong tương lai do khó cạnh tranh với các sản phẩm Trung Quốc.

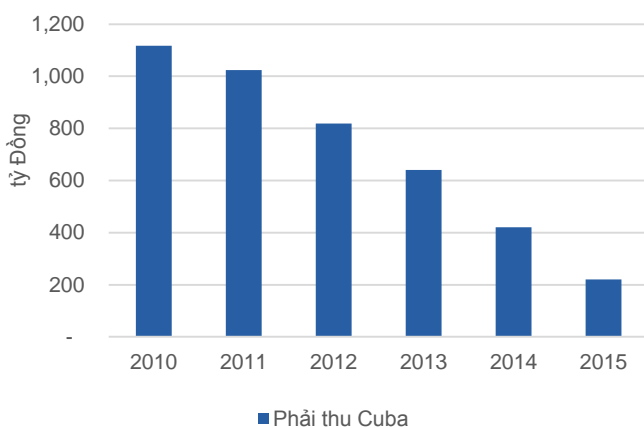
**Vấn đề khoản phải thu với khách hàng Cuba sẽ kết thúc trong năm 2016...** Do những ràng buộc trước đây với Chính phủ do là một doanh nghiệp nhà nước, DQC buộc phải ký kết một thỏa thuận với Consumimport năm 2007. Hợp đồng này đã tạo ra một lượng nợ xấu trị giá 70 triệu USD (tương đương với 1,12 nghìn tỷ đồng vào thời điểm đó với tỷ giá VND/USD 16.114 đồng) được ghi nhận là “khoản phải thu ngắn hạn”. Điều này tạo ra những vấn đề tài chính cho DQC, làm giảm tăng trưởng doanh thu trong khi hạn chế lợi nhuận khi công ty phải sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh.

Quá trình thanh toán đã kéo dài và gây ra không ít khó khăn cho DQC. Tuy nhiên, tiến độ thanh toán đã tăng nhanh trong vài năm qua khi khoản phải thu từ Cuba đã giảm còn 9,8 triệu USD (220 tỷ đồng) vào cuối năm 2015. DQC dự kiến sẽ nhận hết toàn bộ phần còn lại vào cuối năm 2016 hoặc quý 1/2017.

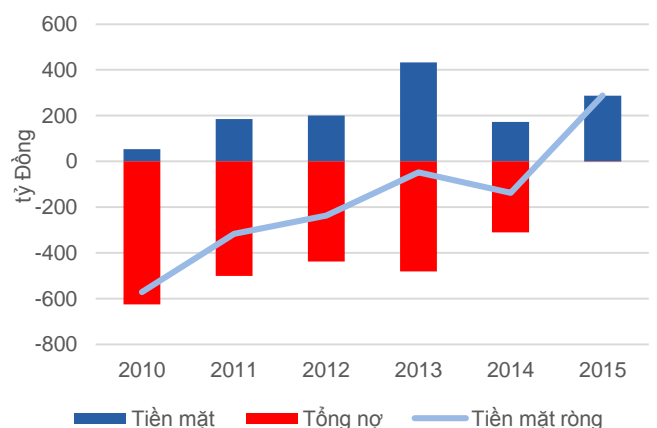
Các phương pháp kế toán về khoản lãi/lỗ tỷ giá từ khoản phải thu này rất đáng chú ý. Khi khoản thanh toán được cam kết bằng USD, DQC có khoản lãi tỷ giá chưa ghi nhận khá đáng kể khi đồng VND liên tục trượt giá so với USD. Tuy nhiên, với tiến độ thanh toán kéo dài trong quá khứ, DQC quyết định ghi nhận khoản lãi chưa thực hiện này trực tiếp vào vốn CSH và chỉ ghi nhận vào KQKD khi thanh toán hoàn tất. Khi khoản thanh toán gia tăng, lãi tỷ giá đã trở thành một yếu tố đóng góp khá đáng kể cho lợi nhuận của DQC trong vài năm qua.

**...giúp DQC có vị thế tiền mặt dồi dào.** Khoản thanh toán của khách hàng Cuba đã giúp gia tăng vị thế tiền mặt đáng kể cho DQC. DQC hiện tại không có nợ với tiền mặt và khoản tương đương tiền tương ứng với 19% tổng tài sản vào cuối năm 2015.

Hình 13: Số dư phải thu của Consumimport



Hình 14: Dư tiền mặt và nợ



Nguồn: DQC

Nguồn: DQC

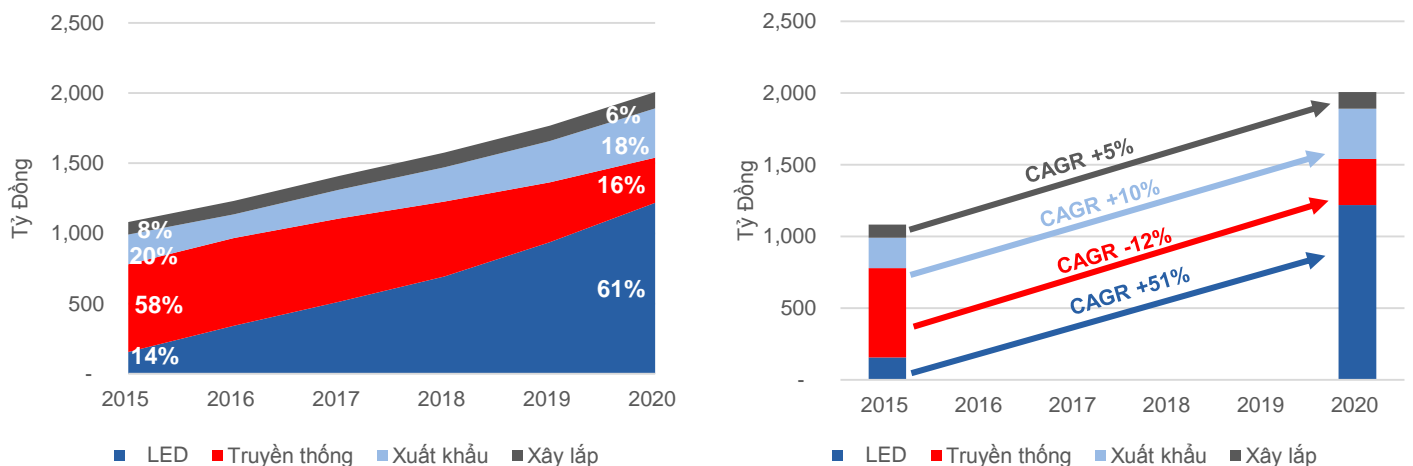
## Triển vọng

### Doanh số LED trong nước giúp hỗ trợ tăng trưởng nhanh doanh thu trong những năm tới

Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng mạnh của doanh số LED trong nước, dẫn dắt từ sự chuyển đổi nhanh chóng từ đèn truyền thống sang LED và chúng tôi cho rằng DQC sẽ dần bỏ xa các đối thủ trong vòng 5 năm tới. Chúng tôi kỳ vọng thị trường chiếu sáng nói chung (bao gồm sản phẩm LED và truyền thống) sẽ tăng trưởng với CAGR 10%, trong đó LED ước tính ghi nhận mức CAGR 35% giai đoạn 2015 và 2020. Do đó, chúng tôi dự phóng đóng góp của sản phẩm LED trong doanh thu của DQC sẽ tăng mạnh khi vẫn đang tăng trưởng từ mức cơ sở thấp. Mặt khác, sự xuất hiện của đèn LED sẽ dần thay thế các sản phẩm truyền thống. Tương ứng, chúng tôi dự phòng doanh thu từ các sản phẩm truyền thống sẽ giảm 12%/năm trong vòng 5 năm tới.

Chúng tôi cho rằng mảng xuất khẩu sẽ gặp khó khăn hơn trong năm 2016 những phục hồi sau đó. Chúng tôi đồng tình với quan điểm của ban lãnh đạo DQC rằng DQC sẽ gặp khó khăn xuất khẩu do các đối thủ từ Trung Quốc, khi dự báo mức giảm 20% doanh số xuất khẩu trong năm 2016 so với 2015. Như đã đề cập, DQC đang trong quá trình gửi các mẫu sản phẩm LED mới cho các đối tác xuất khẩu để thử nghiệm. Chúng tôi cho rằng diễn biến này sẽ phát huy tác dụng nhằm tạo ra sự phục hồi xuất khẩu trong năm 2017, khi chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu sẽ tăng 20%/năm từ năm 2017 trở đi.

Hình 15: Cơ cấu doanh thu dự phòng và CAGR theo từng mảng giai đoạn 2015-2020



Nguồn: VCSC

### Lợi nhuận sẽ chịu áp lực vào thời gian đầu nhưng đầu tư R&D sẽ bảo đảm biên LN trong dài hạn

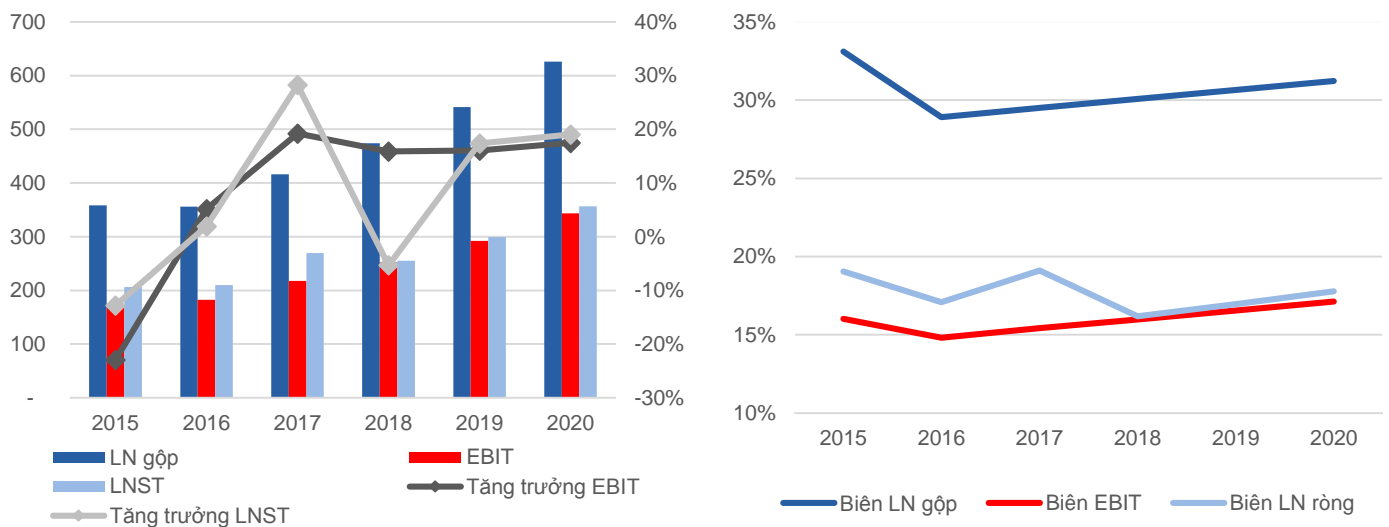
Do những thay đổi về phương pháp kế toán đối với khoản mục dự phòng, biên EBIT là thước đo đáng chú ý khi so sánh giữa năm 2016 và 2015. Theo thông tư 200, có hiệu lực từ năm 2016, khoản mục khuyến mãi sẽ được tính là Giá vốn hàng bán thay vì chi phí bán hàng như trước đây, Điều này sẽ ảnh hưởng đến biên LN gộp, nhưng không có tác động đến biên EBIT và biên LNST.

Với cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm chất lượng thấp trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng biên EBIT của DQC sẽ thu hẹp trong năm 2016, nhưng ổn định sau đó. Theo quan điểm của chúng tôi, người tiêu dùng trong nước cần thêm thời gian để phân biệt chất

lượng sản phẩm của DQC và các đối thủ cạnh tranh khác. Do đó, chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh về giá cả sẽ tạo ra áp lực lên biên LN 2016. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo nỗ lực marketing của DQC và sự cải thiện chất lượng dịch vụ sẽ giúp tạo ra niềm tin đối với khách hàng. Điều này, cùng với các sản phẩm độc quyền của DQC từ việc đầu tư R&D sẽ giúp công ty bảo đảm biên LN. Nhìn chung, chúng tôi dự báo CAGR EBIT 13,2% giai đoạn 2015-2018 so với CAGR doanh thu 13,3%

**Thu nhập tài chính đáng kể từ khoản phải thu từ Cuba sẽ được ghi nhận trong năm 2016-2017 nhưng không còn tiếp diễn sau đó.** Như đã đề cập bên trên, khoảng lãi tỷ giá đến từ khoản phải thu từ Cuba sẽ chỉ được ghi nhận khi khoản thanh toán tương ứng được thực hiện. Như dự báo, DQC sẽ ghi nhận phần lớn khoản còn lại trong năm 2016, chúng tôi ước tính công ty sẽ ghi nhận khoản lãi tỷ giá khoảng 44 tỷ đồng (1,9 triệu USD) trong năm 2016. Khi khoản thanh toán cuối cùng được thực hiện trong quý 1/2017, DQC sẽ ghi nhận thêm 69 tỷ đồng (3 triệu USD) trong thu nhập tài chính, vốn là khoản phạt trả chậm. Tất cả các khoản ghi nhận liên quan đến khoản phải thu này sẽ không còn xuất hiện sau năm 2017. Khoản thu nhập tài chính sẽ tạo ra biến động biên NPAT trong vòng 3 năm tới.

Hình 16: Doanh thu, lợi nhuận, và khả năng sinh lời dự phòng giai đoạn 2015-2020



Nguồn: VCSC

**Nhà máy mới được miễn thuế đi vào hoạt động sẽ giúp hạ thuế suất thực tế từ năm 2017 trở đi.** Chúng tôi dự báo đóng góp của nhà máy mới trong doanh thu và lợi nhuận sẽ nằm trong khoảng 18-54% giai đoạn 2017-2020, giúp làm giảm thuế suất thực tế cho DQC từ 20% năm 2016 còn 9% giai đoạn 2017-2020.

### Các khoản vốn đầu tư XDCB tương lai có thể được tài trợ hoàn toàn từ vốn sở hữu

**Khoản phải thu từ Cuba và mô hình kinh doanh tạo ra tiền mặt giúp tạo ra sự linh hoạt trong đầu tư và tài chính cho DQC.** Theo ban lãnh đạo, DQC có thể hoàn toàn tài trợ các dự án XDCB trong tương lai, bao gồm nhà máy LED mới, mà không cần phải vay nợ hoặc vốn, phù hợp với dự báo của chúng tôi.

Điều này cho phép DQC giữ bảng cân đối kế toán không có nợ trong thời gian tới. Tuy nhiên ban lãnh đạo cũng nêu lên một vấn đề khá thú vị trong cuộc trao đổi với chúng tôi. DQC đang tìm kiếm khoản hỗ trợ lãi vay từ chính phủ Tp Hồ Chí Minh trên cơ sở là ngành

chiếu sáng LED hiện là ngành công nghiệp được hỗ trợ. Nếu thành công, DQC sẽ mượn hoàn toàn nợ để tài trợ cho dự án nhà máy LED mới và chính phủ thành phố sẽ hỗ trợ phần lớn lãi vay. Lợi thế này giúp DQC giảm chi phí vốn cũng như bảo toàn lượng tiền mặt dồi dào để sử dụng cho những mục đích khác như trả cổ tức tiền mặt hoặc mua cổ phiếu quỹ

### Các hoạt động khác của công ty

**Kế hoạch ESOP nhằm thúc đẩy năng suất của ban lãnh đạo.** Trong năm 2016-2018, DQC có thể sẽ phát hành 500.000 cổ phiếu/năm theo chương trình ESOP mới của công ty, phụ thuộc vào diễn biến kinh doanh thực tế của công ty. Kế hoạch ESOP bao gồm hai phần riêng biệt là ESOP1 và ESOP2. Theo ESOP1, được tài trợ từ quỹ khen thưởng và phúc lợi, 150.000 cổ phiếu (0,52% lượng cổ phiếu hiện hữu) sẽ được phát hành với giá bằng 0 cho CB-CNV với thời gian giới hạn 4 năm. Theo ESOP2, 350.000 cổ phiếu (1,21% lượng cổ phiếu hiện hữu) sẽ được phát hành với giá 50.000 đồng/CP và không bị giới hạn giao dịch. Cổ phiếu ESOP sẽ được phát hành sau khi báo cáo tài chính kiểm toán mỗi năm được công bố.

## Tổng hợp dự báo 2016

Tỷ đồng	2015E	2016F	Tăng trưởng %	Ghi chú
Doanh thu	1,083	1.231	13,7%	
LED	156	343	120,0%	Tận dụng làn sóng chuyển đổi sang LED + hiệu ứng cơ sở thấp
Phi LED	624	624	0,0%	Với quy mô thị trường của bóng đèn truyền thống đang giảm dần để tạo đà cho đèn LED, chúng tôi giả định doanh thu từ phân khúc sẽ đi ngang trong năm 2016 và giảm dần sau đó
Hợp đồng lắp đặt	91	95	5,0%	
Xuất khẩu	212	169	-20,0%	Cần thêm thời gian để chứng minh sản phẩm cho các đối tác xuất khẩu và thách thức từ cạnh tranh các công ty Trung Quốc.
LN gộp	359	356	-0,7%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	124	104	-16,2%	
Chi phí điều hành	61	70	13,7%	
LN từ HĐKD	174	182	5,1%	
Lãi tỷ giá	53	44	-17,7%	Phần lớn khoản lãi tỷ giá đến từ khoản phải thu Cuba, được ghi nhận khi thanh toán xong. Lãi tỷ giá giảm năm 2016 do khoản thanh toán 2016 thấp hơn 2015
Lỗ tỷ giá	27	5	-81,7%	Tất cả nợ bằng USD đã được thanh toán hết
Chi phí lãi vay	3	0	-100,0%	DQC sẽ không có nợ trong thời gian tới
LN ngoài HĐKD	5	5	0,0%	
LN trước thuế	268	267	-0,2%	
LNST	210	214	1,9%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	206	210	2,0%	
EBITDA	200	211	5,7%	
Biên LN gộp %	33,1%	28,9%	-4,2%	1) Điều chỉnh phương thức kế toán phù hợp với TT200 2) đóng góp nhiều hơn từ doanh số dự án có biên LN thấp và 3) cạnh tranh gây áp lực lên biên LN
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	-11,4%	-8,4%	3,0%	Điều chỉnh kế toán phù hợp với TT200, ví dụ như khoản mục khuyến mãi giờ được ghi nhận là giá vốn hàng bán
Chi phí điều hành/Doanh thu %	-5,7%	-5,7%	0,0%	
Biên LN từ hoạt động %	16,0%	14,8%	-1,2%	Cạnh tranh tác động đến khả năng sinh lời
Biên EBITDA %	18,4%	17,1%	-1,3%	
Biên LNST % (điều chỉnh)	17,1%	15,4%	-1,8%	
Thuế suất %	21,7%	20,0%	-1,7%	

## Quý 1/2016 cho thấy những diễn biến tích cực phía trước với tăng trưởng LNST 18% so với quý 1/2015

Tỷ đồng	Quý 1/2015	Quý 1/2016	Tăng trưởng %	Ghi chú
Doanh thu	172	244	42%	Doanh số LED tăng mạnh
LN gộp	52	64	23%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	26	20	-23%	
Chi phí điều hành	14	14	2%	
LN từ HĐKD	13	31	135%	
Thu nhập tài chính	30	16	-45%	Phần lớn lãi tỷ giá đến từ khoản phải thu Cuba
Chi phí tài chính	2	0	-107%	Không có nợ
LN ngoài HĐKD	0	0		
LN trước thuế	41	48	17%	
LNST	32	37	18%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	31	37	21%	
EBITDA	20	36	84%	
Biên LN gộp %	31%	26%	-424 đcb	Biên LN giảm do (1) điều chỉnh kế toán phù hợp với TT200 và (2) đóng góp doanh số cao hơn từ các kênh bán hàng trực tiếp đến dự án
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	15%	8%	-688 đcb	(1) Điều chỉnh kế toán phù hợp với TT200 và (2) đóng góp cao hơn từ các kênh bán hàng trực tiếp đến dự án không có chi phí bán hàng. (3) Cơ sở cao do tích cực ghi nhận chi phí A&P trong quý 1/2015
Chi phí điều hành/Doanh thu %	8%	6%	-231 đcb	Chi phí ổn định so với doanh thu gia tăng
Biên LN từ hoạt động %	8%	13%	495 đcb	Quý 1/2015 là quý có cơ sở thấp do ghi nhận chi phí A&P lớn
Biên EBITDA %	12%	15%	337 đcb	
Biên LNST % (điều chỉnh)	18%	15%	-276 đcb	Chi phí tài chính thấp
Thuế suất %	22%	21%	-45 đcb	Thuế giảm phù hợp với quy định

\*đcb: điểm cơ bản

Cơ cấu từng mảng kinh doanh không được công bố cụ thể. Tuy nhiên, thông qua trao đổi của chúng tôi với ban lãnh đạo, chúng tôi cho rằng KQKD quý 1 sẽ được dẫn dắt bởi những yếu tố sau:

**Xuất khẩu tiếp tục gặp khó khăn trong quý 1/2016** khi công ty vẫn đang trong quá trình giới thiệu sản phẩm đèn LED cho các đối tác thương mại với hy vọng khi các sản phẩm được chấp nhận, các hợp đồng lớn sẽ xoay chuyển tình hình xuất khẩu hiện tại.

**Điều này đồng nghĩa với KQLD quý 1/2016 được dẫn dắt chủ yếu từ doanh số tăng vọt trong nước**, đặt biệt là sản phẩm LED. Doanh số LED của DQC đã bắt đầu tăng mạnh kể từ quý 4/2015 do triển khai các sản phẩm mới và hoạt động A&P tích cực, đến từ giám đốc kinh doanh mới vừa được công ty bổ nhiệm năm 2015. Mặt khác, doanh số bán hàng trực tiếp lớn đến các dự án cũng đóng góp cho diễn biến tích cực này, theo ban lãnh đạo DQC.

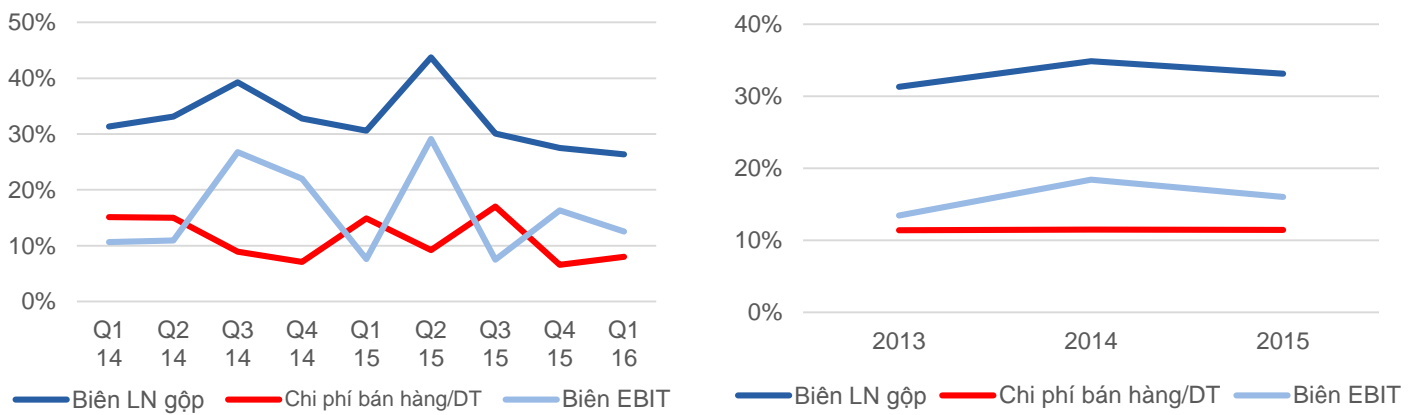
**Biến động biên lợi nhuận hàng quý là diễn biến thông thường.** Trước khi đề cập đến diễn biến biên LN trong quý 1/2016, cần chú ý rằng DQC vẫn thường có biến động LN cao giữa các quý tính theo cả tỷ lệ phần trăm giữa biên LN gộp và chi phí bán hàng trong doanh thu.

Đầu tiên, biên LN gộp hàng quý phụ thuộc vào cơ cấu doanh thu. Lấy ví dụ, quý có doanh số bán hàng qua kênh trực tiếp có đóng góp lớn hơn so có biên LN gộp chung thấp hơn và ngược lại.

Thứ hai, chi phí bán hàng biến động theo từng quý do các chương trình khuyến mãi và marketing của DQC được thực hiện ở những thời điểm/quý khác nhau trong năm, không giống nhau qua từng năm, và những chi phí này được ghi nhận khác nhau,

Nếu nhìn chung con số cả năm, các số liệu sẽ có vẻ ổn định qua từng năm hơn.

Hình 17: Biên LN biến động theo từng quý do ghi nhận chi phí lớn so với con số thực tế theo năm



Nguồn: DQC

**Biên LN gộp quý 1/2016 giảm 524 điểm cơ bản so với quý 1/2015 do vài yếu tố khác nhau** bao gồm (1) áp dụng thông tư 200 khi chuyển chi phí khuyến mại từ chi phí bán hàng sang giá vốn hàng bán, (2) gia tăng đóng góp doanh số bán hàng trực tiếp vốn có biên LN gộp thấp hơn nhưng không có chi phí bán hàng và (3) chiết khấu cao hơn cho các khách hàng do cạnh tranh gay gắt.

**Biên EBIT tăng mạnh so với quý 1/2015 do hiệu ứng cơ sở thấp.** Chi phí bán hàng báo cáo giảm 23% so với tăng trưởng doanh thu 42% trong quý 1/2016 so với quý 1/2015, khi chi tiêu A&P tích cực được ghi nhận trong quý 1/2015.

## Định giá

Định giá của chúng tôi đưa ra giá đưa ra giá mục tiêu 81.000 đồng/CP cho DQC, khi chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/E (tỷ trọng 30%) và phương pháp DCF (tỷ trọng 70%). Chúng tôi sử dụng tỷ trọng DCF cao hơn, khi ghi nhận quan điểm dài hạn cao hơn đối với DQC và mô hình kinh doanh tạo ra tiền mặt, trong khi các công ty cùng ngành so sánh là khá hạn chế.

Hình 14: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Trọng số (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF (5 năm)	77,167	70%	54,017
Hệ số P/E	65,141	30%	19,542
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>73,500</b>
TL tăng			14.0%
Cổ tức cổ phiếu			4.7%
Tổng mức sinh lời (%)			18.6%
PER trượt theo giá mục tiêu			12.6
PER 2016 theo giá mục tiêu			12.4

Nguồn: VCSC

## Chiết khấu dòng tiền

Chiết khấu dòng tiền	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
EBIT	267	326	299	341	396
+ Khấu hao	29	65	67	69	96
- Thuế	(53)	(53)	(40)	(38)	(37)
- Đầu tư XDCB	(388)	(51)	(51)	(298)	(51)
- Tăng vốn lưu động	177	(22)	(20)	(23)	(28)
Dòng tiền tự do	31	265	255	52	377
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	27	204	172	31	196
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	27	231	403	434	629
<b>Chi phí vốn</b>			<b>FCFF (5 năm)</b>		
Beta	0.9		PV của Dòng tiền tự do		629
Phản bù rủi ro thị trường %	8.4%		PV của giá trị cuối (3% g)		1,411
LS phi rủi ro %	6.5%		<b>PV của FCF và TV</b>		<b>2,040</b>
Chi phí Vốn CSH %	14.0%		+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn		433
Chi phí nợ %	5.0%		- Nợ		0
Nợ %	0.0%		- Lợi ích CĐTS		4
Vốn CSH %	100.0%		<b>Giá trị vốn CSH</b>		<b>2,463</b>
Thuế suất thực tế %	21.7%		Cổ phiếu (triệu)		32
<b>WACC %</b>	<b>14.0%</b>		<b>Giá cổ phiếu, đồng</b>		<b>77,167</b>



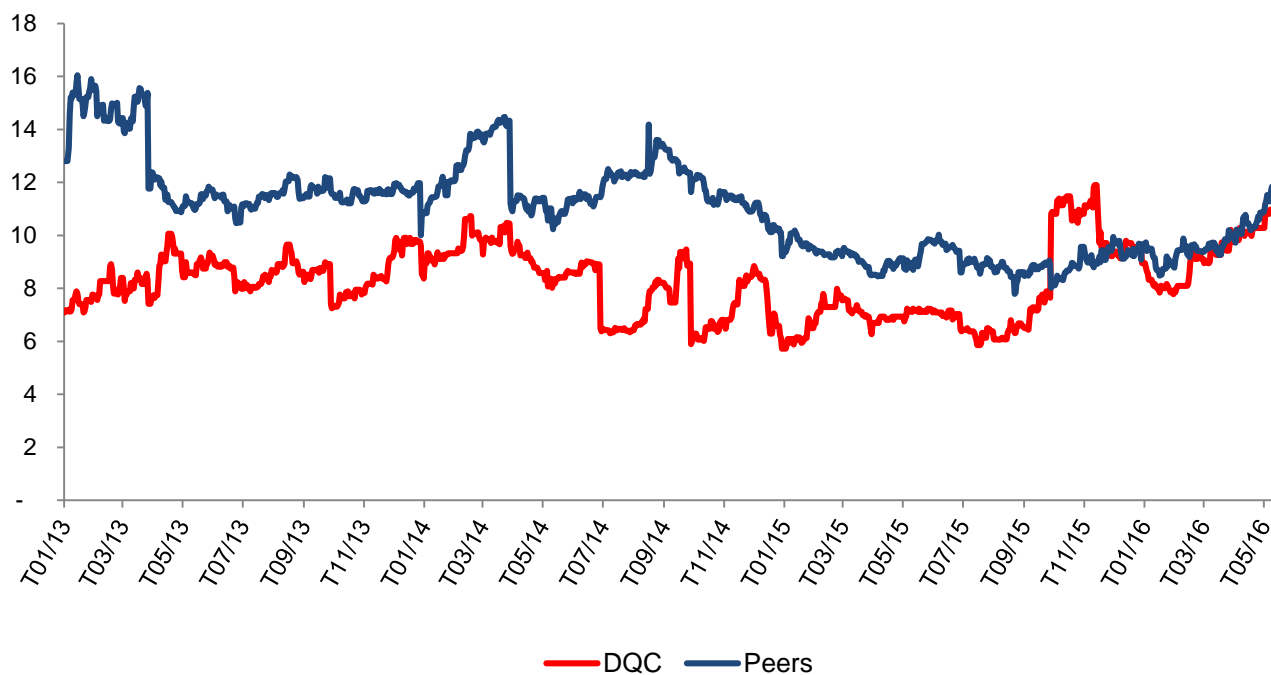
## Định giá PER

Khi định giá theo phương pháp P/E, chúng tôi lựa chọn các công ty có đóng góp lớn từ sản phẩm LED tại các thị trường phát triển như Nhật Bản, Đài Loan và Hàn Quốc, và sử dụng PER trung bình điều chỉnh làm PER mục tiêu cho DQC. Chúng tôi cho rằng điều này là khá thận trọng do 1) các công ty hoạt động trong thị trường chiếu sáng đã bão hòa bao gồm LED, tương ứng với tiềm năng tăng trưởng khá thấp. 2) DQC có vị thế thống trị lớn hơn tại thị trường của mình so với các công ty cùng ngành và 3) DQC có các yếu tố cơ bản cao hơn (như tăng trưởng, ROE) so với các công ty cùng ngành.

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa	DT thuần 12 tháng gần nhất	y-o-y %	LNST 12 tháng gần nhất	y-o-y %	Nợ/Vốn CSH %	ROE %	P/E trước	P/E điều chỉnh	P/E dự báo 2016
Shenzhen Jiawei Photovoltaic Lighting	Trung Quốc	1.341,0	324,1	181,4%	28,1		0,7	12,1%	51,7	13,9	3,7
Fagerhult AB	Sweden	851,3	477,0	7,4%	35,3	13,3%	0,6	20,7%	23,4	15,4	4,7
Global Lighting Technologies	Đài Loan	257,7	212,5	5,2%	27,8	52,5%	1,0	14,6%	8,7	8,3	1,2
Iwasaki Electric co	Nhật Bản	116,3	485,2	-2,1%	7,7	-61,2%	(0,4)	3,6%	13,2	11,1	0,5
Tai Sin electric	Singapore	104,8	219,9	2,0%	13,0	-2,0%	(0,0)	10,7%	7,9	9,2	0,9
StrongLED Lighting System Cayman Co Ltd	Đài Loan	41,8	26,3	31,8%	2,7	38,6%	(0,2)	15,7%	14,2	13,5	2,1
RANGDONG	Việt Nam	36,6	123,7	0,4%	4,7	57,5%	1,0	18,4%	8,7	8,7	1,5
Luxpia Co Ltd	Hàn Quốc	6,1	8,3	-7,4%	0,6	21,0%	-	8,1%	11,5	9,2	0,9
Trung bình		344,4	234,6	27,3%	15,0	17,1%	0,3	13,0%	17,4	11,2	2,0
Trung vị		110,5	216,2	3,6%	10,3	21,0%	0,3	13,3%	12,4	10,2	1,4
<b>DQC</b>		<b>92,3</b>	<b>54,9</b>	<b>2,5%</b>	<b>9,5</b>	<b>-13,3%</b>	<b>(0,4)</b>	<b>20,6%</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>1,9</b>

Ghi chú: P/E điều chỉnh = P/E công ty chi cho thị trường tương ứng x P/E của VNI

Hình 18: Diễn biến PER trượt trung bình điều chỉnh của DQC so với các công ty chung ngành



Nguồn: Bloomberg

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	BẢNG CƢKT tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	1,083	1,231	1,410	Tiền và tương đương	288	202	360
Giá vốn hàng bán	-724	-875	-994	Đầu tư TC ngắn hạn	145	145	145
Lợi nhuận gộp	359	356	416	Các khoản phải thu	442	220	252
Chi phí bán hàng	-124	-104	-119	Hàng tồn kho	260	356	404
Chi phí quản lí DN	-61	-70	-80	TS ngắn hạn khác	58	58	58
LN thuần HĐKD	174	182	218	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>1,192</b>	<b>980</b>	<b>1,218</b>
Doanh thu tài chính	117	83	111	TS dài hạn (gộp)	414	802	852
Chi phí tài chính	-29	-5	-8	- Khấu hao lũy kế	-253	-282	-346
Trong đó, chi phí lãi vay	-3	0	0	TS dài hạn (ròng)	161	520	506
Lợi nhuận từ công ty LDLK	1	1	1	Đầu tư TC dài hạn	161	520	506
Lợi nhuận/(chi phí) khác	5	5	5	TS dài hạn khác	87	87	18
LNTT	268	267	326	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>322</b>	<b>681</b>	<b>598</b>
Thuế TNDN	-58	-53	-53	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1,514</b>	<b>1,662</b>	<b>1,816</b>
LNST trước CĐTS	210	213	273	Phải trả ngắn hạn	71	84	95
Lợi ích CĐ thiểu số	-3	-3	-3	Nợ ngắn hạn	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	206	210	269	Nợ ngắn hạn khác	281	319	366
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup>	186	189	243	Tổng nợ ngắn hạn	352	403	461
EBITDA	200	211	282	Nợ dài hạn	0	0	0
EPS cơ bản báo cáo, VND	5,816	5,926	7,482	Nợ dài hạn khác	73	73	4
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	5,816	5,926	7,482	<b>Tổng nợ</b>	<b>426</b>	<b>477</b>	<b>465</b>
EPS pha loãng hoàn toàn <sup>(2)</sup> , VND	5,816	5,926	7,482	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
(1) Điều chỉnh cho khen thưởng và phúc lợi				Vốn cổ phần	315	317	322
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2015A</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	Thặng dư vốn CP	344	344	358
<b>Tăng trưởng</b>				Lợi nhuận giữ lại	200	290	435
Tăng trưởng doanh thu	-11.5%	13.7%	14.5%	Vốn khác	226	226	224
Tăng trưởng LN HĐKD	-22.9%	5.1%	19.2%	Lợi ích CĐTS	4	7	11
Tăng trưởng LNTT	-12.9%	-0.3%	22.3%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,088</b>	<b>1,185</b>	<b>1,351</b>
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-12.8%	1.9%	26.2%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1,514</b>	<b>1,662</b>	<b>1,816</b>
<b>Khả năng sinh lời</b>				<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng</b>	<b>2015A</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Biên LN gộp %	33.1%	28.9%	29.5%	<b>Tiền đầu năm</b>	173	288	202
Biên LN từ HĐ %	16.0%	14.8%	15.4%	Lợi nhuận sau thuế	207	210	269
Biên EBITDA	18.4%	17.1%	20.0%	Khấu hao	26	29	65
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	19.0%	17.1%	19.1%	Thay đổi vốn lưu động	-12	177	-22
ROE %	20.0%	18.6%	21.4%	Điều chỉnh khác	-70	-18	-24
ROA %	12.4%	13.4%	15.7%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>151</b>	<b>398</b>	<b>288</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-40	-388	-51
Số ngày tồn kho	148	128	139	Đầu tư	362	0	0
Số ngày phải thu	173	98	61	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>329</b>	<b>-388</b>	<b>-51</b>
Số ngày phải trả	35	29	31	Cổ tức đã trả	-54	-96	-97
TG luân chuyển tiền	287	164	173	Tăng (giảm) vốn	0	0	18
<b>Thanh khoản</b>				Tăng (giảm) nợ dài hạn	-310	0	0
CS thanh toán hiện hành	3.4	2.4	2.6	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	1	2
CS thanh toán nhanh	2.5	1.4	1.6	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1.2	0.9	1.1	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-364</b>	<b>-96</b>	<b>-80</b>
Nợ/Tài sản	0.0	0.0	0.0	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>115</b>	<b>-86</b>	<b>158</b>
Nợ/Vốn sử dụng	0.0	0.0	0.0	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>288</b>	<b>202</b>	<b>360</b>
Nợ/Vốn CSH	-0.4	-0.3	-0.4				
Khả năng thanh toán lãi vay	51.6	N/A	N/A				

## Phân tích kỹ thuật

### Nhận định:

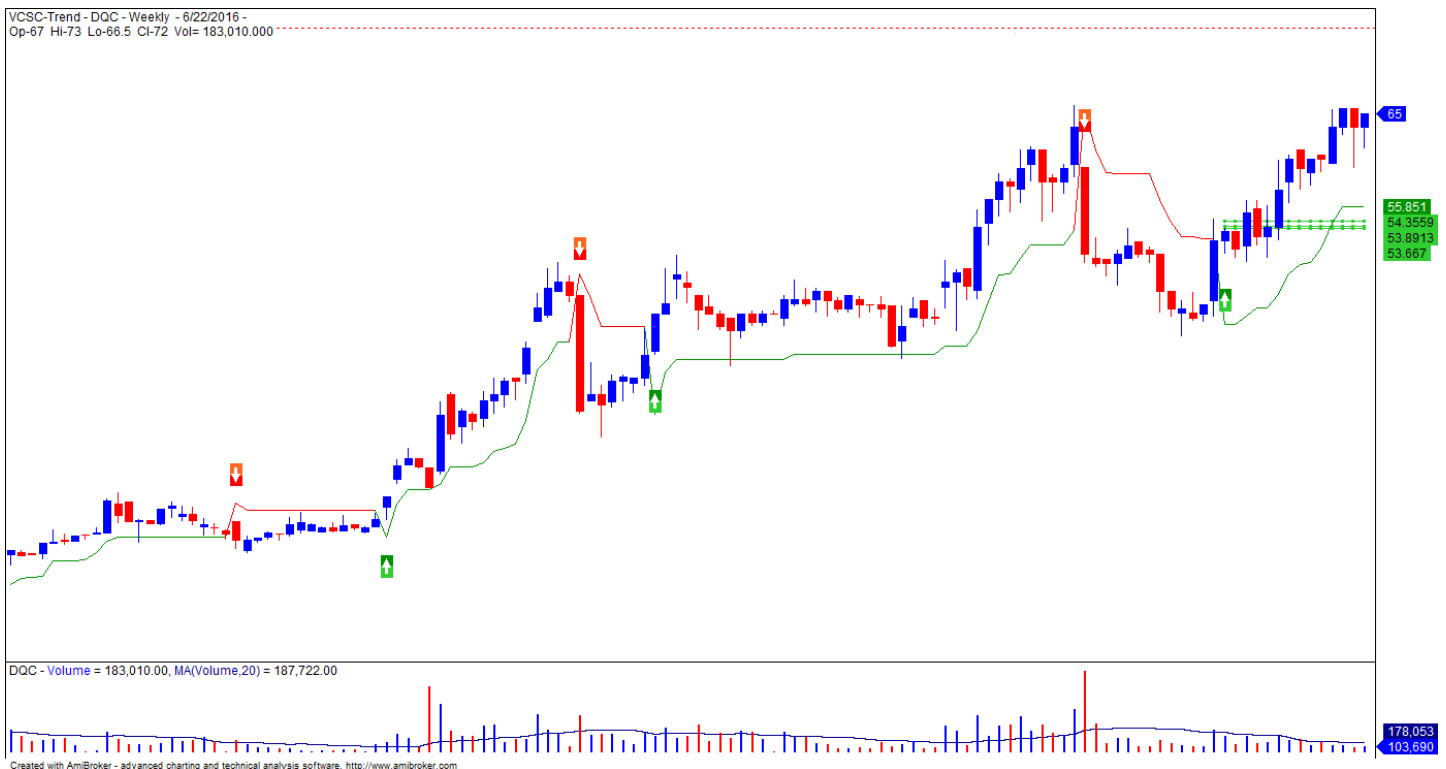
Đồ thị giá đang giao dịch gần mức kháng cự trung hạn 68.000 và mức hỗ trợ trung hạn là 63,500. Đồng thời, theo hệ thống chỉ báo kỹ thuật, chúng tôi cho rằng đồ thị giá có thể sẽ điều chỉnh và rủi ro trung hạn có thể gia tăng cho nên đồ thị giá khó có thể vượt được mức kháng cự 68.000.

Hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi vẫn duy trì mức TĂNG xu hướng trung hạn và nếu đồ thị giá vượt được mức kháng cự 68.000 thì đồ thị giá có thể tăng về mức 75,000.

### Khuyến nghị:

Các nhà đầu tư trung hạn không mua ở mức giá này và có thể bán để hạ tỷ trọng cổ phiếu và chờ mua lại ở nhịp điều chỉnh về các mức hỗ trợ.

Tính đến ngày 20/05/2016	(đồng/CP)
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	68.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	58.000
Xu hướng trung hạn	TĂNG



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Trọng Nghĩa, 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 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](http://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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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.