

## CTCP Tập đoàn Dabaco (DBC – HNX)

### Ưu thế từ giá nguyên liệu sụt giảm

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY14	Q4-FY13	+/- qoq	Q1-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.209,5	1.313,6	-8	1.138,7	6
Lợi nhuận sau thuế	31,6	92,9	-66	22,9	38
EBIT	74,0	138,6	-47	61,9	20
Tỷ suất EBIT	6,1	10,6	-444bps	5,4	68bps

Nguồn: DBC, RongViet Securities

- Mô hình kinh doanh khép kín dần hoàn thiện
- Chế biến thực phẩm có triển vọng tăng trưởng trong tương lai
- Ưu thế từ sự sụt giảm của giá nguyên liệu TĂCN
- Ngành chăn nuôi chưa hết khó khăn nhưng sẽ khởi sắc hơn trong năm nay giúp cải thiện tốc độ tăng trưởng hoạt động kinh doanh TĂCN
- Năm 2014 tiếp tục xử lý bất động sản tồn đọng

### Quan điểm và Định Giá:

DBC là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi (TĂCN) với mô hình khép kín "Sản xuất con giống – Thức ăn – Chăn nuôi gia công – Giết mổ và chế biến thực phẩm" kết hợp phát triển hệ thống bán lẻ cửa hàng, siêu thị. Trong đó, chế biến thực phẩm được dự báo sẽ đem lại triển vọng tăng trưởng trong trung và dài hạn nếu mô hình khép kín này có mức độ gắn kết và sự phát triển đồng đều. Với tốc độ tăng trưởng doanh thu khá tốt (bình quân ~31% giai đoạn từ 2010-2013), tập trung phát triển kinh doanh cốt lõi sẽ là chiến lược trong những năm tới của DBC bên cạnh xử lý các bất động sản (BDS) tồn đọng.

Ngoài ra, những nhân tố tích cực trong ngành chăn nuôi và TĂCN như sự sụt giảm mạnh của giá nguyên liệu, sự phục hồi trong chăn nuôi và các chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ đối với ngành nông nghiệp sẽ là những lợi thế nhất định của DBC trong năm 2014. Dựa trên những nhận định trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu **28.000 VND/CP** trong dài hạn.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	4.774,4	4.704,3	5.014,9	5.365,9
% tăng trưởng	21,9%	-1,5%	6,6%	7,0%
Lợi nhuận sau thuế	249,7	191,1	219,1	242,0
% tăng trưởng	13,3%	-23,5%	14,6%	10,5%
Tỷ suất LNST (%)	5,2%	4,1%	4,4%	4,5%
ROA (%)	7,4%	5,1%	5,4%	5,8%
ROE (%)	19,2%	12,3%	12,3%	12,8%
EPS (VND)	5.731	3.142	3.492	3.858
EPS đ/chính (VND)	5.221	3.142	3.492	3.858
Giá trị sổ sách (VND)	28.431	27.456	29.137	31.260
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.400	1.500	1.500
P/E (x)	3,6	6,1	5,8	5,2
P/BV (x)	0,7	0,7	0,7	0,6

Nguồn: DBC, RongViet Securities\* Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 30/05/2014

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

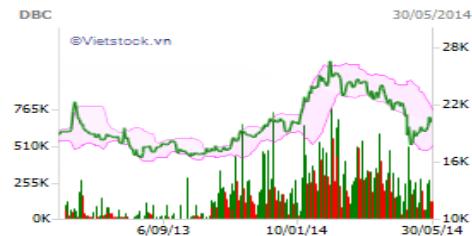
### MUA

Giá thị trường (VND)	20.200
Giá mục tiêu (VND)	28.000

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm – Đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.267
SLCPDLH	62.741.923
Beta	1,27
Free Float (%)	65,54
Giá cao nhất 52 tuần	27.713
Giá thấp nhất 52 tuần	15.099
KLGD bình quân 20 phiên	178.190



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DBC	-19	6	58
Thực phẩm	32	40	N/A
HNX30	-8	22	N/A
HNX Index	-9	16	9

### Cổ đông lớn (%)

Red River Holdings	11,72
SCIC	9,56
Fraser Investment Holdings	8,2
SSI	4,98
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	39,66

### Bùi Thị Tâm

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348

tam.bt@vdsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY14**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY14	Q4-FY13	+/- (qoq)	Q1-FY13	+/- (oy)
Doanh thu	1.209,5	1.313,6	-7,9	1.138,7	6,2
Lợi nhuận gộp	122,4	174,4	-29,8	99,2	23,3
Chi phí bán hàng và quản lý	56,6	45,3	25,0	47,3	19,8
Thu nhập HĐKD	65,8	129,1	-49,1	52,0	26,6
EBITDA	23,5	192,4	-87,8	85,2	-72,4
EBIT	74,0	138,6	-46,6	61,9	19,5
Chi phí tài chính	31,5	30,2	4,2	33,7	-6,6
- Chi phí lãi vay	31,0	26,1	18,4	31,9	-3,0
Khấu khao	50,4	-53,8	-193,8	-23,3	-316,4
Khoản mục không thường xuyên					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	43,0	112,5	-61,8	30,0	43,5
Lợi nhuận sau thuế	31,6	92,9	-66,0	22,9	38,3
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	31,6	92,9	-66,0	22,9	38,3

Nguồn: DBC, RongViet Securities

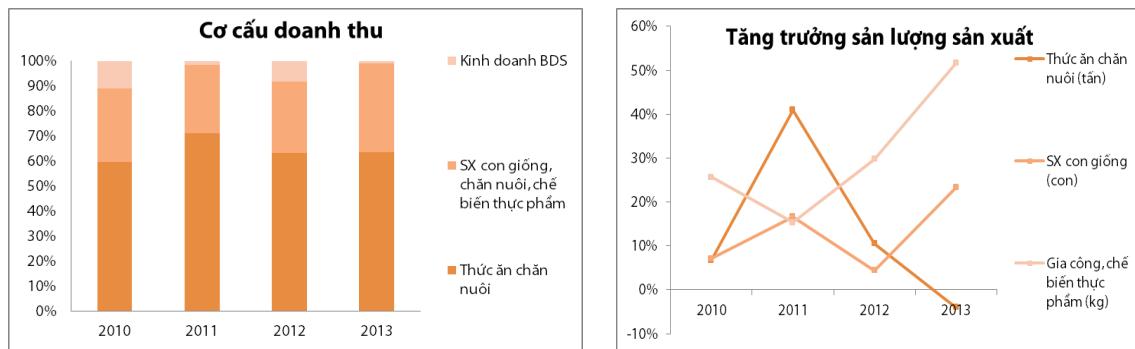
**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY14**

Chỉ tiêu	Q1-FY14	Q4-FY13	+/- (qoq)	Q1-FY12	+/- (oy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	10,1%	13,3%	-316bps	8,7%	140bps
EBITDA/Doanh thu	1,9%	14,6%	-1270bps	7,5%	-554bps
EBIT /Doanh thu	6,1%	10,6%	-446bps	5,4%	68bps
TS lợi nhuận ròng	2,6%	7,1%	-446bps	2,0%	61bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,6%	7,1%	-446bps	2,0%	61bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
- Hàng tồn kho	2,4	2,7	-0,3	2,5	-0,1
- Khoản phải thu	9,1	9,8	-0,8	8,3	0,7
- Khoản phải trả	42,8	36,9	5,9	37,7	5,1
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,2	1,3	-0,2	1,3	-0,1

Nguồn: RongViet Securities; (\*)Annualized

**Mô hình kinh doanh khép kín dần hoàn thiện**

Năm 2010, với việc khánh thành nhà máy giết mổ thịt gà và siêu thị Dabaco, Công ty chính thức triển khai mô hình sản xuất khép kín 3F từ "Sản xuất con giống – Thức ăn – Chăn nuôi gia công – Giết mổ và chế biến thực phẩm" kết hợp phát triển hệ thống bán lẻ như cửa hàng, siêu thị. Hiện nay, sản xuất thức ăn chăn nuôi vẫn là kinh doanh cốt lõi của DBC, chiếm khoảng 60-70% tổng doanh thu. Mặc dù vậy, tỷ trọng mảng sản xuất con giống, chăn nuôi, chế biến thực phẩm cũng đang dần tăng cả về sản lượng và doanh thu.



Nguồn: DBC, RongViet Securities

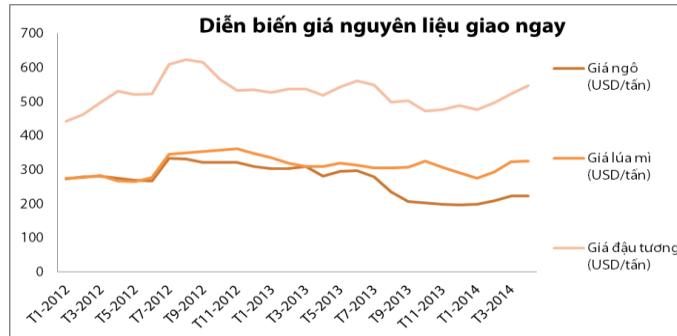
Điều này cho thấy bên cạnh mảng thức ăn chăn nuôi (TĂCN) chủ lực, Công ty đang thúc đẩy sự phát triển của các quy trình khác trong mô hình khép kín. Đặc biệt trong bối cảnh khó khăn của ngành TĂCN năm 2013, doanh thu nội bộ tại mảng này chiếm khoảng 36% (+5% so với cùng kỳ). Như vậy, các chu trình sản xuất trong mô hình khép kín đang có sự hỗ trợ lẫn nhau. Nếu các mảng trong hệ thống 3F gắn kết hiệu quả thì rủi ro của ngành chăn nuôi như biến động giá TĂCN, giá bán gia súc, giá cầm sê giảm thiểu đáng kể.

### Chế biến thực phẩm có triển vọng tăng trưởng trong tương lai

Đưa vào hoạt động từ năm 2010, nhưng mảng chế biến thực phẩm gấp nhiều khó khăn do sản phẩm chưa cạnh tranh bằng các thương hiệu nổi tiếng khác. Trong ngành thực phẩm chế biến, Vissan vẫn là thương hiệu được người tiêu dùng ưa chuộng nhất ở cả hai miền. Do vậy, lợi nhuận gộp tại mảng này liên tục âm trong hai năm gần đây, lần lượt lỗ ~20 tỷ và ~2 tỷ. Mặc dù vậy, Công ty vẫn chủ trương gia tăng mạnh sản lượng kết hợp với hệ thống phân phối tại ba siêu thị và các cửa hàng để gia tăng thị phần. Sản lượng trong năm 2013 khoảng 1.000 tấn và kế hoạch 2014 là khoảng 1.860 tấn (+85%). Theo đánh giá của chúng tôi, trong ngắn hạn mảng chế biến thực phẩm vẫn chưa mang lại lợi nhuận đáng kể cho DBC nhưng trong dài hạn, khả năng sẽ có triển vọng tích cực do (1) Mô hình khép kín đang cho thấy sự hỗ trợ giữa các quy trình sản xuất (2) Chất lượng thức ăn chăn nuôi và con giống của DBC được thị trường đánh giá cao nên chất lượng sản phẩm đầu ra cuối cùng có thể kiểm soát tốt (3) Hệ thống cửa hàng và siêu thị thúc đẩy quy trình đưa sản phẩm đến tận tay người tiêu dùng.

### Ưu thế ngắn hạn từ sự sụt giảm của giá nguyên liệu TĂCN

Đặc trưng của ngành TĂCN Việt Nam là phụ thuộc đáng kể vào nguyên liệu nhập khẩu và chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong tổng giá vốn (80-90%). Hiệp hội TĂCN Việt Nam cho biết năm 2013 thị trường tiêu thụ khoảng 12,5 triệu tấn TĂCN/năm nhưng giá trị nhập khẩu lên đến 9 triệu tấn, tương đương 72% tổng giá trị nguyên liệu. Như vậy, biến động giá nguyên liệu thế giới có mối liên hệ mật thiết với giá vốn và vì thế ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong ngành. Theo Indexmundi, giá các nguyên liệu chính trong TĂCN đều giảm mạnh trong năm 2013, cụ thể giá ngô, lúa mì, đậu tương lần lượt giảm khoảng 13,9%, 0,3% và 3,8%.



Nguồn: Indexmundi

Do vậy, biên lợi nhuận gộp mảng TĂCN của DBC trong năm 2013 tăng mạnh lên mức 18,12% so với biên trung bình khoảng 16-17%. Trong Q1/2014, giá nguyên liệu lại tiếp tục giảm sâu, đặc biệt là giá ngô giảm đến ~18% do nguồn cung dồi dào. Nhờ ưu thế này, biên lợi nhuận tại mảng này trong Q1 đạt hơn 19%. Dự báo cho cả năm 2014, giá nguyên liệu có thể duy trì đà giảm do nguồn cung dồi dào. Theo dự báo USDA, sản lượng ngô, lúa mì, đậu tương thế giới có mức tăng lần lượt là 13%, 1% và 6%. Đặc biệt, DBC cho biết Công ty đã nhập nguyên liệu giá rẻ trong năm 2013 và sản lượng này ước tính có thể sử dụng đến tháng 11 năm nay. Hàng tồn kho trong giá trị hàng mua đang đi đường và nguyên vật liệu tăng đến hơn 10 lần năm 2013. Do đó, theo chúng tôi, nguồn nguyên liệu giá rẻ này có thể là một lợi thế góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp trong mảng TĂCN của DBC.

Đáng chú ý, một đặc trưng khác của thị trường TĂCN Việt Nam là có đến 65-70% thị phần chiếm lĩnh bởi các doanh nghiệp nước ngoài với các thương hiệu như CP, Proconco, Cagril. Các doanh nghiệp này nắm giữ quyền chi phối giá bán TACN cho toàn thị trường. Do khả năng chi phối của các doanh nghiệp lớn nên giá thức ăn chăn nuôi luôn giữ ổn định và thậm chí không có biến động ngay theo sự sụt giảm của giá nguyên liệu thế giới. Trong năm 2013, theo Bộ Công Thương giá nguyên liệu thế giới trung bình giảm ít nhất 3% nhưng giá thức ăn chăn nuôi vẫn tăng khoảng 2,5%. Vì thế, với mức giá ổn định chi phối bởi các doanh nghiệp nước ngoài, DBC có thể hưởng lợi khi giá nguyên liệu đang giảm đáng kể. Theo tìm hiểu gần đây của chúng tôi, các đại lý TĂCN cho biết giá bán TĂCN loại bao 25kg cho lợn thịt dao động quanh mức 12.000-12.500 đồng/kg và không thay đổi so với cuối năm 2013.

### **Ngành chăn nuôi chưa hết khó khăn nhưng dự báo khởi sắc hơn trong năm nay, giúp cải thiện tốc độ tăng trưởng hoạt động kinh doanh TĂCN**

Sự tập trung khá cao về mặt thị phần của các công ty sản xuất TACN lớn đã giúp biên lợi nhuận ngành duy trì ổn định. Tuy vậy, tăng trưởng doanh thu của hoạt động kinh doanh thức ăn chăn nuôi luôn chịu ảnh hưởng lớn và trực tiếp bởi ngành chăn nuôi trong nước.

Hai năm qua, dịch bệnh và giá TĂCN cao là một trong những nguyên nhân khiến ngành chăn nuôi gặp nhiều khó khăn. Năm 2013 doanh thu, sản lượng TĂCN của DBC sụt giảm lần lượt 2% và 4%. Đánh giá về tình hình ngành chăn nuôi 4 tháng đầu năm 2014, Bộ NN&PTNT cho biết chăn nuôi lợn khá ổn định do dịch bệnh tai xanh không xảy ra và ước tính tổng số lợn tăng khoảng 1% so với 2013. Tuy nhiên, sản lượng gia cầm giảm khoảng 1,5% do sức mua giảm và giá sản phẩm chăn nuôi gia cầm vẫn ở mức thấp. Trong báo cáo gần đây nhất của BMI, tổ chức này cũng dự báo ngành chăn nuôi Việt Nam sẽ cải thiện hơn dù vẫn đối diện nhiều thách thức. Tăng trưởng chăn nuôi lợn dự kiến vào khoảng 1,8% và chăn nuôi gia cầm vào khoảng 7,2% trong năm 2014.

Như vậy, ngành chăn nuôi nhìn chung có khả năng phục hồi nhẹ trong năm nay. Trên những cơ sở này kết hợp với kế hoạch đặt ra của DBC, chúng tôi dự báo sản lượng TĂCN tiêu thụ năm 2014 của DBC vào khoảng 383.000 tấn, tăng 11% (yo-y) thấp hơn so với kế hoạch của DBC. Tổng doanh thu và lợi nhuận ước tính trong năm 2014 lần lượt đạt 5.014 tỷ đồng (+6,6%) và 219 tỷ đồng (+14,6%). Chúng tôi cũng lưu ý về khả năng giá nhập TPP có thể gia tăng cạnh tranh trong ngành chăn nuôi khi sản lượng thịt nhập khẩu tăng mạnh.

### **Năm 2014 tiếp tục xử lý các BĐS tồn đọng**

Từ năm 2010, với việc trúng thầu nhiều dự án của UBND tỉnh Bắc Ninh, quỹ đất của DBC liên tục tăng, tổng diện tích hơn 850 ha. Cơ cấu lợi nhuận hoạt động kinh doanh của DBC bắt đầu có sự dịch chuyển sang mảng bất động sản bên cạnh kinh doanh thức ăn chăn nuôi. Với định hướng đầu tư bất động sản, hơn 436 tỷ đồng từ phát hành cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi được dùng cho hàng loạt dự án như Đền Đô, Quế Võ III, Hồ điều hòa Văn Miếu... Tuy nhiên, cùng với khó khăn của thị trường bất động sản, hầu hết 10 dự án của Công ty vẫn chưa tìm được đầu ra trong khi nhu cầu vốn để hoàn thiện khá lớn. Cụ thể, khu CN Quế Võ 3 có tổng mức đầu tư dự kiến hơn 2.200 tỷ đồng nhưng đến hết năm 2013 mới chỉ xây

dựng khoảng 431 tỷ đồng. Hơn nữa, một số công trình đã hoàn thành nhưng cũng chỉ bán hơn 50% tổng giá trị như khu đô thị Đền Đô.

Chính vì vậy, giá trị hàng tồn kho từ sau năm 2010 tăng lên đột biến trong đó bất động sản chiếm ~50% tổng giá trị. Nếu loại trừ bất động sản, tốc độ tăng của hàng tồn kho ổn định hơn, trung bình khoảng 29% so với 51% trong trường hợp không loại trừ. Mức tăng trung bình 29% của hàng tồn kho khá phù hợp với đặc trưng ngành thức ăn chăn nuôi khi Công ty phải tích trữ nguồn nguyên vật liệu phục vụ cho quá trình sản xuất. Đặc biệt, DBC cho biết trong năm 2013, khi giá nguyên liệu thế giới giảm mạnh, Công ty đã nhập khẩu một lượng lớn ngô để phục vụ sản xuất đến tháng 11 năm nay.

**Bảng 1: Giá trị BDS trong tổng giá trị hàng tồn kho**

(Đơn vị: Triệu đồng)	2010	2011	2012	2013
Tổng giá trị HTK	667.400	1.542.082	1.614.069	1.884.557
%/oy		131%	5%	17%
Giá trị BDS (gồm thành phẩm và sx dở dang)	156.789	840.059	778.812	790.669
Giá trị BDS đầu tư thêm		726.887	225.142	56.351
Tổng giá trị HTK sau khi loại trừ BDS	510.611	702.023	835.257	1.093.888
%/oy		37%	19%	31%

*Nguồn: Rong Viet Securities thu thập và ước tính từ BCTC của DBC*

Ngoài ra, từ 2009 đến nay, vòng quay hàng tồn kho liên tục giảm do Công ty đều đặn tăng khoản mục chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của các dự án bất động sản, nếu loại trừ khoản mục này, chúng tôi nhận thấy chỉ số này vẫn đang ổn định. Như vậy có thể thấy, bất động sản tồn đọng đang trở thành vấn đề cần phải quyết nhắm cân chỉnh các tỷ số hoạt động của Công ty.

Trong lần đại hội cổ đông gần đây, DBC cho biết chủ trương năm 2014 sẽ tập trung giải quyết các BDS tồn đọng và thực hiện chuyển nhượng đối với các dự án chưa hiệu quả. Vì vậy, trong giai đoạn khó khăn của thị trường BDS, DBC sẽ tái tập trung vào lĩnh vực kinh doanh chính thay vì đa ngành nghề như trước đây. Chủ trương này, theo chúng tôi, khá phù hợp bởi hoạt động kinh doanh cốt lõi đang thể hiện sự tăng trưởng tốt và ổn định hơn. Ngoài ra, ~50% giá trị còn lại của dự án Đền Đô, theo kế hoạch, nếu có thể bán hết trong năm nay sẽ thu về cho DBC khoảng 485 tỷ đồng. Tuy nhiên, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi không dự phỏng khoản thu này trong kết quả kinh doanh năm 2014 của Công ty.

**Quan điểm và định giá**

DBC là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi (TĂCN) với mô hình khép kín "Sản xuất con giống – Thức ăn – Chăn nuôi gia công – Giết mổ và chế biến thực phẩm" kết hợp phát triển hệ thống bán lẻ của hàng, siêu thị. Trong đó, chế biến thực phẩm được dự báo sẽ đem lại triển vọng tăng trưởng trong trung và dài hạn nếu mô hình khép kín này có mức độ gắn kết và sự phát triển đồng đều. Với tốc độ tăng trưởng doanh thu khá tốt (bình quân ~31% giai đoạn từ 2010-2013), tập trung phát triển kinh doanh cốt lõi sẽ là chiến lược trong những năm tới của DBC bên cạnh xử lý các bất động sản (BDS) tồn đọng.

Ngoài ra, những nhân tố tích cực trong ngành chăn nuôi và TĂCN như sự sụt giảm mạnh của giá nguyên liệu, sự phục hồi trong chăn nuôi và các chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ đối với ngành nông nghiệp sẽ là những lợi thế nhất định của DBC trong năm 2014. Dựa trên những nhận định trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA dài hạn** với mức giá mục tiêu **28.000 VND/CP**.



**Bảng 2: Dự phỏng KQKD Q2-FY14**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	+/- (qoq)	+/- (oy)
Doanh thu	1.149	-5	4
LN gộp	121	-1	31
EBIT	71	-4	-43
LNST	31	-2	53

*Nguồn: DBC, RongViet Securities*

**Bảng 3: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phỏng trước		Dự phỏng sau điều chỉnh	
	FY2014E	FY2015E	FY2014E	FY2015E
Tăng trưởng doanh thu (%)	N/a	N/a	7	7
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	N/a	N/a	11	11
Tỷ suất EBIT (%)	N/a	N/a	8	8

*Nguồn: RongViet Securities*

					Đvt: tỷ đồng				
<b>KQ HĐKD</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>
Doanh thu thuần	4.774,4	4.704,3	5.014,9	5.365,9	Tiền	552	137	451	639
Giá vốn	4.207,7	4.194,7	4.445,4	4.754,2	Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	406	0	0
<b>Lãi gộp</b>	<b>566,6</b>	<b>509,6</b>	<b>569,5</b>	<b>611,7</b>	Các khoản phải thu	540	517	577	590
Chi phí bán hàng	80,9	92,0	100,3	107,9	Tồn kho	1.614	1.885	1.956	1.997
Chi phí quản lý	112,3	107,7	120,4	131,5	Tài sản ngắn hạn khác	35	71	78	86
Thu nhập từ HĐTC	57,2	30,8	33,9	37,3	<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>2.742</b>	<b>3.016</b>	<b>3.063</b>	<b>3.312</b>
Chi phí tài chính	141,7	126,1	122,0	120,1	Tài sản cố định hữu hình	706	852	830	779
Lợi nhuận khác	16,7	25,9	15,0	15,0	Tài sản cố định vô hình	2	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>305,6</b>	<b>240,6</b>	<b>275,7</b>	<b>304,6</b>	Xây dựng cơ bản dở dang	81	74	70	67
Thuế TNDN	55,9	49,4	56,6	62,6	Đầu tư tài chính dài hạn	3	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	Tài sản dài hạn khác	9	64	121	120
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>249,7</b>	<b>191,1</b>	<b>219,1</b>	<b>242,0</b>	Lợi thế thương mại	8	7	7	7
EBIT	443,9	358,2	389,2	416,3	<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>809</b>	<b>997</b>	<b>1.021</b>	<b>966</b>
EBITDA	528,7	463,8	509,1	536,8	<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.551</b>	<b>4.014</b>	<b>4.084</b>	<b>4.278</b>
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	358	514	489	499
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	196	202	191	199
					Vay và nợ ngắn hạn	1.440	1.408	1.454	1.502
					Vay và nợ dài hạn	145	126	120	114
					Khoản phải trả dài hạn khác	4	5	3	3
					<b>Tổng nợ</b>	<b>2.143</b>	<b>2.254</b>	<b>2.256</b>	<b>2.317</b>
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.376</b>	<b>1.723</b>	<b>1.828</b>	<b>1.961</b>
					Vốn đầu tư của CSH	484	627	627	627
					Lợi nhuận giữ lại	191	190	162	155
					Các quỹ	327	487	621	761
					<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.376</b>	<b>1.723</b>	<b>1.828</b>	<b>1.961</b>
					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
					<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3.520</b>	<b>3.977</b>	<b>4.084</b>	<b>4.278</b>
					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>
					LNTT	337,4	480,8	389,1	416,2
					Khấu hao	69,3	65,0	146,2	157,9
					Các điều chỉnh	52,2	-45,1	-50,0	-50,0
					Thay đổi vốn lưu động	-289,9	-167,2	-321,8	-374,3
					<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>169,1</b>	<b>333,4</b>	<b>163,5</b>	<b>149,8</b>
					Thay đổi TSCĐ	-119,3	-1,023,7	-374,3	65,3
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-1,9	51,6	1,3	1,2
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	5,1	56,0	45,0	45,0
					<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-116,1</b>	<b>-916,2</b>	<b>-328,0</b>	<b>111,4</b>
					Nhận/trả lại vốn góp	162,7	87,8	0,0	0,0
					Vay mới/trả nợ vay	-165,1	675,4	363,4	-84,3
					Cổ tức và chi khác từ LNGL	-62,7	-175,5	-130,1	-169,9
					<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-65,1</b>	<b>587,7</b>	<b>233,3</b>	<b>-254,2</b>
					Tiền thuần trong kỳ	-12,1	4,9	68,8	7,0
					<b>Tiền đầu năm</b>	<b>42,5</b>	<b>30,4</b>	<b>35,3</b>	<b>103,4</b>
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	-0,7	0,0
					<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>30,4</b>	<b>35,3</b>	<b>103,4</b>	<b>110,4</b>

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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

### Các loại khuyến cáo

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

### GIỚI THIỆU

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

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

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

### TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2014.**