



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	68.600
Giá thị trường (16/03/2015)	58.500
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	26
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1.649
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	830
Sở hữu nước ngoài (%)	16,78%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 16/03/2015	58.500
KLTB 10 ngày (cp)	72.295
Giá thấp nhất 52T (đ)	65.000
Giá cao nhất 52T (đ)	27.500
+/- 7 ngày qua	0,86%
+/- 1 tháng qua	-4.10%

Chuyên viên phân tích
Trần Thị Hồng Tươi

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DQC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 68.600 đồng/cp (upside 17%) theo phương pháp FCFE. Cổ phiếu DQC hiện được giao dịch tại P/E FW 2015 là 6,1x, khá hấp dẫn so với P/E của VN-index. DQC là công ty dẫn đầu ngành bóng đèn tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, biên lợi nhuận gộp lớn (35%). Nhiều dây chuyền sản xuất của DQC đã hết khấu hao. Tiền mặt dồi dào, khả năng thanh toán tốt.

Doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng khá do: (1) nhu cầu tiêu thụ bóng đèn tăng ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu. (2) Công ty đã nổi lại xuất khẩu tại thị trường Cuba. (3) Dịch chuyển tiêu thụ từ bóng đèn tròn, đèn huỳnh quang sang các sản phẩm tiết kiệm điện, là những sản phẩm có giá bán cao hơn nhiều. Chúng tôi dự báo năm 2015, doanh thu thuần đạt 1.411 tỷ đồng (+16% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 254 tỷ đồng (+2% yoy).

Tài sản dài hạn khấu hao gần hết giúp giảm chi phí sản xuất cho DQC: Tính đến 31/12/2014, tổng giá trị khấu hao tài sản cố định hữu hình là 231 tỷ đồng, chiếm 77% tổng nguyên giá tài sản. Chúng tôi ước tính, các dây chuyền sản xuất hiện tại sẽ được khấu hao hết vào năm 2018. Tổng giá trị khấu hao giảm mạnh từ 23 tỷ đồng năm 2014 xuống còn khoảng 1,8 tỷ đồng vào năm 2018.

Khả năng thanh toán tốt nhờ tiền mặt dồi dào: Hệ số thanh toán nhanh của DQC là 1,7x, cao hơn nhiều so với RAL (0,48x). Đáng chú ý, tổng giá trị tiền mặt và tiền gửi ngân hàng là 754 tỷ đồng (31/12/2014), chiếm 44% tài sản ngắn hạn.

Rủi ro: (1) Doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu sang Venezuela có thể sụt giảm do tình trạng suy thoái kinh tế và nguy cơ vỡ nợ tại thị trường này. (2) Rủi ro thu nợ từ đối tác Cuba. Công ty đang tích cực đôn đốc, thu hồi nợ từ khách hàng. Công nợ phải thu từ khách hàng Cuba hiện đang được thanh toán đúng hạn, dự kiến thu hồi hết vào giữa năm 2016.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	613	630	795	1,222	1,411
% tăng trưởng y-o-y	5%	3%	26%	54%	16%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,832	1,716	1,669	1,882	1,842
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	788	775	825	979	1,086
Vốn điều lệ (tỷ đ)	244	244	244	244	288
CPLH bình quân (Triệu cp)	20	20	19	21	26
LN sau thuế (tỷ đ)	39	49	121	248	254
% tăng trưởng y-o-y	-9%	24%	147%	105%	2%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	1,662	2,237	5,560	11,297	9.615
Giá trị sổ sách (đ/cp)	39,037	38,401	43,490	39,897	37.760
Lợi nhuận gộp biên	21%	22%	31%	35%	32%
ROS	6%	8%	15%	9%	18%
ROE	5%	6%	15%	28%	25%
ROA	2%	3%	7%	14%	14%

Nguồn: BCTC DQC, BSC tổng hợp



GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	CTCP Bóng đèn Điện Quang
Tên giao dịch:	CTCP Bóng đèn Điện Quang
Tên viết tắt:	
Địa chỉ:	125 Hàm Nghi, quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel:	+84838290135
Fax:	+84838251518
Website:	www.dienquang.com
Vốn điều lệ:	244.246.790.000
Lĩnh vực hoạt động	Sản phẩm gia dụng không lâu bền
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất kinh doanh sản phẩm, dịch vụ và các giải pháp trong lĩnh vực chiếu sáng và thiết bị điện

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
1973	Thành lập công ty Điện Quang
1979	Bộ CN nhẹ thành lập nhà máy Bóng đèn Điện Quang, trên cơ sở hợp nhất 3 xí nghiệp Đèn ống, Ống thủy tinh và Đèn tròn
1989	Bộ CN nhẹ thành lập xí nghiệp Liên hợp bóng đèn Điện Quang
1991	Đổi tên xí nghiệp Liên hợp Bóng đèn Điện Quang thành CT Bóng đèn Điện Quang
2005	Chuyển đổi sang hình thức CTCP
2007	Chính thức niêm yết tại HOSE
2008	Ký hợp đồng liên doanh với Tập đoàn Dầu khí Venezuela thành lập VietVen

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỷ đồng)

Thời gian	VĐL	Hình thức tăng vốn
12/2008	188	
11/2010	245	Trả cổ tức bằng cổ phiếu
1/2015	288	Trả cổ tức bằng cổ phiếu

TT	Các công ty con	Vốn điều lệ (tỷ đ)	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP Thương mại Dịch vụ Điện Quang	1.000	51%
2	CTCP Phân phối Điện Quang	8.000	51%
3	CTCP Đầu tư và Thương mại Điện Quang (DQI)	7.000	51%
4	CTCP Đầu tư và Xây lắp Điện Quang	3.000	51%
5	CT TNHH MTV Điện tử Điện Quang	25.272	100%

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VĐL

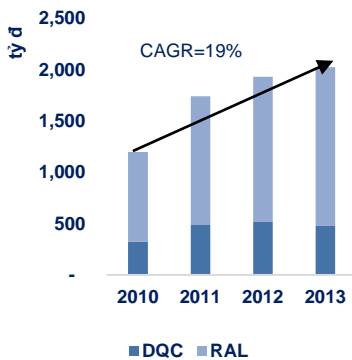
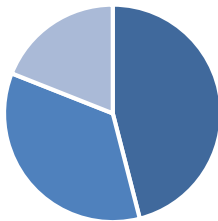
TT	Tên	Số CP	% Vốn	Loại CP
1	Nguyễn Thái Nga	2.841.345	11,63%	CP phổ thông
2	Hồ Đức Dũng	2.213.588	9,06%	CP phổ thông
3	Trần Thị Linh	2.026.180	8,29%	CP phổ thông
4	Mutual Fund Elite	1.800.000	7,37%	CP phổ thông
5	Nguyễn Thái Quỳnh Lê	1.450.800	6,60%	CP phổ thông

Cơ cấu cổ đông đến 06.02.2015

TT	Danh mục	Số CP	Tỷ trọng (%)	Số cổ đông
1	Cổ đông nhà nước	0	0%	0
2	Cổ đông bên trong	3.558.451	14,6%	
	- Hội đồng quản trị	3.557.451	14,6%	5
	- Ban kiểm soát	1.000	0%	2
3	Cổ đông bên ngoài	20.867.228	85,4%	
	- Trong nước		68,62%	
	- Nước ngoài		16,78%	
4	Cổ phiếu quỹ	931.981	3,8%	
	Tổng cộng	24.424.679	100%	

(Nguồn: DQC, BSC tổng hợp.)

- ❖ Được thành lập năm 1973 và chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2005, DQC là doanh nghiệp dẫn đầu ngành bóng đèn Việt Nam với 40% thị phần nội địa, xuất khẩu sang hơn 30 quốc gia và vùng lãnh thổ.
- ❖ Nguyên chủ tịch HĐQT và nguyên TGD công ty, bà Hồ Thị Kim Thoa hiện là Thứ trưởng bộ công thương. Năm 2010, ông Hồ Nguyên Hưng, em trai bà Thoa được bầu làm chủ tịch HĐQT kiêm TGD công ty.
- ❖ Năm 2014, cổ đông nhà nước SCIC hoàn tất thoái vốn tại DQC.

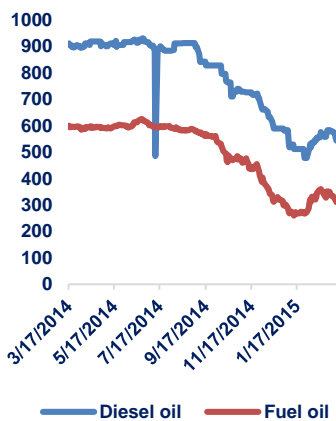
TRIỂN VỌNG NGÀNH
Hình 1: Doanh thu tiêu thụ bóng đèn nội địa của DQC và RAL

Hình 2: Thị phần chiếu sáng theo phân khúc ngành


- Chiếu sáng gia đình
- Chiếu sáng thương mại
- Chiếu sáng công nghiệp và ngoài trời

Bảng 1: So sánh tỉ lệ tiêu hao năng lượng và tuổi thọ bóng đèn

	Tỉ lệ tiêu thụ điện (lần)	Tuổi thọ (nghìn giờ)
Đèn LED	1,00	50
Đèn huỳnh quang	1,14	10
Đèn sợi đốt	2,27	1

Nguồn: BSC tổng hợp

Hình 3: Diễn biến giá FO và DO thế giới


Nguồn: Bloomberg.

Doanh thu tiêu thụ bóng đèn nội địa tăng trưởng cao. Tính riêng 2 doanh nghiệp nội địa là DQC và RAL (65% thị phần cả nước), tốc độ tăng trưởng đạt 19% từ năm 2010-2013.

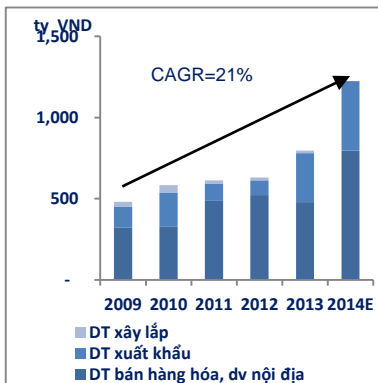
Nhu cầu tiêu thụ bóng đèn nội địa được kỳ vọng tăng nhẹ. Do: **(1)** Dân số đông và đang tăng. Dân số Việt Nam đạt khoảng 92,5 triệu người vào năm 2014. Ban dân số Liên hợp quốc dự báo dân số Việt Nam tăng trưởng trung bình 0,8%/năm từ 2014-2020. **(2)** Tốc độ đô thị hóa nhanh. Năm 2014, tỉ lệ dân thành thị là 33% và được dự báo đạt 37% vào năm 2020 (Ban dân số Liên hợp quốc). **(3)** Mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, tăng cả quy mô và số lượng doanh nghiệp. Năm 2014, 74.842 doanh nghiệp được thành lập mới, 15.419 doanh nghiệp quay lại hoạt động, và 22.758 doanh nghiệp đăng ký tăng vốn. Con số này cao hơn so với số lượng doanh nghiệp (DN) phá sản, giải thể (9.501 DN), số doanh nghiệp ngừng hoạt động (58.322 DN) và tạm dừng hoạt động (11.723 DN).

Xu hướng sử dụng đèn LED: **(1)** Đèn LED có nhiều đặc tính nổi trội như tiết kiệm điện năng, độ bền cao (bảng 1) và tốt cho mắt do cho ánh sáng gần giống với ánh sáng tự nhiên. **(2)** Giá các sản phẩm đèn LED giảm mạnh (giá đèn LED cao gấp 10x đèn Compact vào năm 2008, hiện cao gấp 2-3,5x giá đèn Compact).

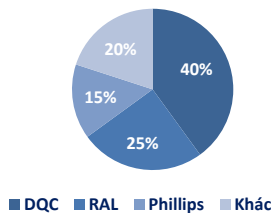
Xét trên phạm vi toàn cầu, công nghệ LED được dự báo thống trị thị trường chiếu sáng vào năm 2015. Đèn LED hiện chiếm khoảng 10% thị phần tiêu thụ bóng đèn tại Việt Nam và được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng cao, chiếm đến 50% vào năm 2020.

Cạnh tranh trong ngành có xu hướng tăng: DQC cùng nhiều đối thủ lớn như RAL, Phillips, Osram, ... và các nhà sản xuất Trung Quốc đều đang đẩy mạnh đầu tư, tăng công suất sản xuất cũng như thương mại hóa sản phẩm đèn LED. DQC và RAL đều đã đưa vào hoạt động thêm dây chuyền sản xuất đèn LED trong năm 2014, đưa công suất sản xuất đèn LED đạt gần 30 triệu bóng/năm (tăng gần gấp đôi). Phillips, một trong những nhà sản xuất bóng đèn lớn nhất thế giới đặt mục tiêu vươn lên dẫn đầu tại thị trường Việt Nam trong 3 năm tới. Một số doanh nghiệp như Duhal, LEDsaigon bắt đầu tổ chức các dây chuyền sản xuất bóng và chip LED cũng sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh trên thị trường.

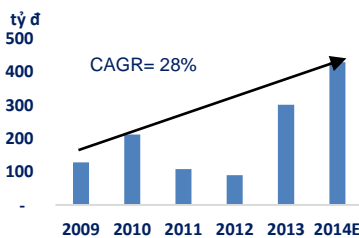
Diễn biến giá nguyên liệu: Tính đến ngày 16/3/2015, giá nhiều loại dung môi, hóa chất của công ty như dầu nặng Fuel Oil (F.O); dầu vàng Diesel Oil (DO), khí hóa lỏng (LPG) ... giảm, lần lượt là 39% yoy, 48% yoy và 30% yoy.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI
Hình 4: Tăng trưởng doanh thu thuần 2009-2014 của DQC


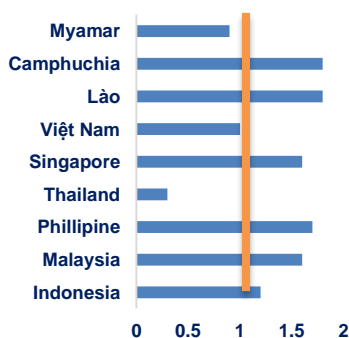
Nguồn: BCTC DQC, BSC tổng hợp

Hình 5: Thị phần của các doanh nghiệp bóng đèn tại VN


Nguồn: Nielsen Việt Nam

Hình 6: Doanh thu xuất khẩu của DQC


Nguồn: DQC, BSC tổng hợp

Hình 7: Tốc độ tăng trưởng dân số Đông Nam Á


Nguồn: World Bank

1. Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu

Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, đạt 21%/năm từ năm 2009-2014. DQC đã vượt qua giai đoạn khó khăn trong năm 2008, doanh thu thị trường xuất khẩu đã tăng trưởng mạnh trở lại, đặc biệt, trong 2 năm 2013 và 2014, doanh thu xuất khẩu tăng trưởng lần lượt là 236% và 42%.

Chúng tôi dự báo trong thời gian tới doanh thu của công ty tiếp tục tăng trưởng khá. Do: **(1)** Nhu cầu tiêu thụ bóng đèn tăng; **(2)** Công ty đã nổi lại xuất khẩu tại thị trường Cuba. **(3)** Dịch chuyển tiêu thụ từ bóng đèn tròn, đèn huỳnh quang sang các sản phẩm tiết kiệm điện như đèn Compact và đèn Led, là những sản phẩm có giá bán cao hơn nhiều.

DQC chiếm lĩnh thị trường nội địa với 40% thị phần cả nước. Thị trường nội địa đóng góp đến 58% tổng doanh thu của DQC với 2 mảng hoạt động chính là sản xuất, cung ứng bóng đèn (56% tổng doanh thu) và xây lắp (2% tổng doanh thu).

Tốc độ tăng trưởng hàng năm tại thị trường nội địa đạt 15%/năm từ năm 2009-2014. Năm 2014, doanh thu thị trường nội địa đạt khoảng 679 tỷ đồng, (+42% yoy).

Hệ thống phân phối sâu rộng với 4 kênh phân phối. **(1)** Kênh truyền thống, DQC phân phối qua 150 nhà phân phối và 1.500 điểm bán lẻ trên toàn quốc. **(2)** Kênh hiện đại, sản phẩm điện Quang đã có mặt tại hầu hết các siêu thị, trung tâm điện máy và hàng loạt các cửa hàng tiện lợi trên cả nước. **(3)** Kênh công trình và **(4)** kênh bán hàng trực tuyến qua website. Năm 2014, tất cả các kênh bán hàng nội địa đều đạt mức tăng trưởng tốt, tăng trưởng lần lượt là 30%, 56%, 100% và 127%. Riêng kênh bán hàng trực tuyến là một kênh mới, tiềm năng mà cả 2 đối thủ lớn của DQC là RAL và Phillips còn chưa khai thác. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá, tiêu thụ qua kênh công trình của DQC còn yếu.

Thị trường xuất khẩu mở rộng: DQC có thể mạnh về xuất khẩu. Doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 43% tổng doanh thu của công ty trong năm 2014, đạt 522 tỷ đồng (+74% yoy). Hiện sản phẩm của DQC được phân phối tại 30 quốc gia, trong đó, tập trung chủ yếu tại khu vực Đông Nam Á, Nam Mỹ và Châu Phi. Từ cuối năm 2013, DQC đã nổi lại thị trường xuất khẩu với Cuba.

- **Tiềm năng tăng trưởng xuất khẩu sang các nước Đông Nam Á. (1)** Tốc độ tăng trưởng dân số cao so với tốc độ tăng trưởng trung bình của thế giới (1%) (hình 7) thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ bóng đèn. **(2)** Số lượng nhà cung cấp bóng đèn ở nhiều quốc gia như Myanmar, Camuchia còn ít. DQC hiện là một trong 3 thương hiệu bóng đèn lớn nhất tại thị trường Myanmar, đạt hơn 2 triệu đô doanh thu năm 2013, tăng trưởng bình quân năm đạt 15-20%. **(3)** Sản phẩm bóng đèn Việt

Nam được hưởng mức thuế nhập khẩu từ 0-5% và đang có xu hướng giảm dần về 0% theo cam kết ATIGA.

- **Nổi lại xuất khẩu với Cuba:** Năm 2008, hoạt động xuất khẩu sang Cuba bị dừng lại do Cuba vỡ nợ. Từ cuối năm 2013, hoạt động thương mại với Cuba được nổi lại, nhiều lô hàng tồn kho tại Cuba với giá vốn thấp được tiêu thụ. Điều này không chỉ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mà còn cải thiện mạnh biên lợi nhuận gộp của công ty (Biên LNG tăng từ 31% năm 2013 lên 35% năm 2014). Chúng tôi cho rằng, trong thời gian tới, tăng trưởng tại thị trường Cuba và một số thị trường Nam Mỹ khác sẽ bù đắp lại sự sụt giảm tại thị trường Venezuela.
- Tuy nhiên, **xuất khẩu sang Venezuelacó thể gặp nhiều bất lợi trong tương lai:** Kinh tế Venezuela suy thoái, nguy cơ vỡ nợ cao. IMF dự báo, năm 2015, GDP của Venezuela tăng trưởng 0,5% thay vì mức dự báo 1,1% trước đó. Hiện các hợp đồng xuất khẩu sang Venezuela được thanh toán bằng LC nên việc ghi nhận doanh thu và thu hồi công nợ trong năm nay là chắc chắn. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá, tình trạng suy thoái đi kèm nguy cơ vỡ nợ ở Venezuela sẽ tác động tiêu cực đến sức mua, giá bán tại thị trường này, từ đó làm giảm doanh thu xuất khẩu tới Venezuela và giảm kết quả kinh doanh của công ty liên doanh với Tập đoàn dầu khí Công nghiệp Venezuela, VietVen¹(DQC góp 30% vốn).

Bảng 2: Công suất sản xuất

	Công suất sản xuất (tr sp/năm)
Đèn LED	20
Đèn huỳnh quang	30
Đèn Compact	100
Đèn tròn	15
Thiết bị điện	10

Nguồn: DQC

Công suất sản xuất đèn LED của DQC tăng gấp đôi. Hiện, tổng sản lượng sản xuất của DQC đạt khoảng 80% công suất thiết kế. DQC là nhà sản xuất Việt Nam đầu tiên sở hữu dây chuyền sản xuất đèn LED. Cuối năm 2014, công ty đã đầu tư 30 tỷ đồng, tăng gấp đôi công suất sản xuất đèn LED, đạt 20 triệu bóng/năm nhằm đón đầu cơ hội từ thị trường đèn LED.

Sản phẩm phong phú, chất lượng tốt: Các sản phẩm của DQC có tuổi thọ bóng cao hơn so với của RAL, chất lượng không thua kém của Phillips trong khi giá bán thấp hơn nhiều thương hiệu ngoại như Osram, Phillips,.... DQC không ngừng đầu tư nghiên cứu, phát triển sản phẩm mới, hàng năm cho ra đời từ 200 -300 sản phẩm. Năm 2014, Điện Quang tung ra thị trường 257 sản phẩm mới, trong đó có hơn 150 sản phẩm LED. Các sản phẩm mới, tiết kiệm điện như Double Wing, Compact và đèn LED đều có tốc độ tăng trưởng cao, trung bình tăng 20-30%/năm.

2. Biên lợi nhuận mở rộng

DQC sở hữu dây chuyền sản xuất khép kín từ khâu tạo hình bóng thủy tinh đến khâu tạo bóng.

Biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Năm 2014, biên lợi nhuận gộp đạt 35%, tăng so với năm 2013 là 31% và năm 2012 là 22%. Do:

¹Nhà máy có công suất thiết kế 74 triệu bóng/năm với tổng vốn đầu tư 300 triệu USD. Giai đoạn 1 của nhà máy đã hoạt động với công suất 12 triệu bóng/năm; dự kiến năm 2015 sẽ tăng lên 24 triệu bóng/năm. Năm 2013, DQC chưa ghi nhận doanh thu tài chính từ VietVen.

(1) Giá nhiều loại dung môi, hóa chất của công ty như dầu nặng Fuel Oil (F.O); dầu vàng Diesel Oil (DO), khí hóa lỏng (LPG) ... giảm, lần lượt là 39% yoy, 48% yoy và 30% yoy.

(2) Tiêu thụ lô hàng tồn kho tại thị trường Cuba với giá vốn thấp chủ yếu do chênh lệch tỷ giá hạch toán bằng USD từ năm 2008. Tại ngày 31/12/2014, tỷ giá hạch toán USD/VND vào khoảng 21.140 VND/USD, tăng 24% so với tỷ giá tại ngày 31/12/2008.

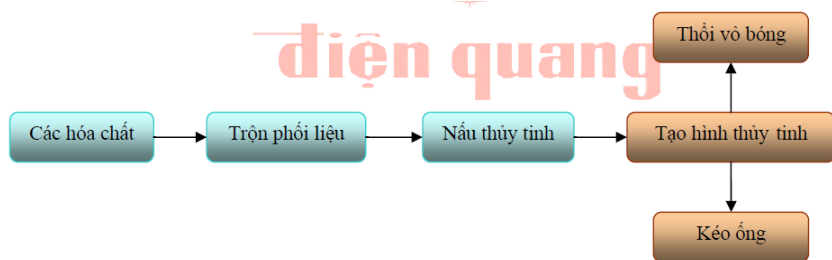
(3) Nhiều dây chuyền sản xuất đã được khấu hao hết. Tính đến 31/12/2014, tổng giá trị khấu hao tài sản cố định hữu hình là 231 tỷ đồng, chiếm 77% tổng nguyên giá tài sản. Chúng tôi ước tính, đến năm 2018, tài sản cố định hiện tại sẽ được khấu hao hết, tổng giá trị khấu hao giảm mạnh từ 23 tỷ đồng năm 2014 xuống còn khoảng 1,8 tỷ đồng vào năm 2018.

Nguyên liệu chính để sản xuất ống thủy tinh là cát trắng, gas, dung môi, hóa chất.

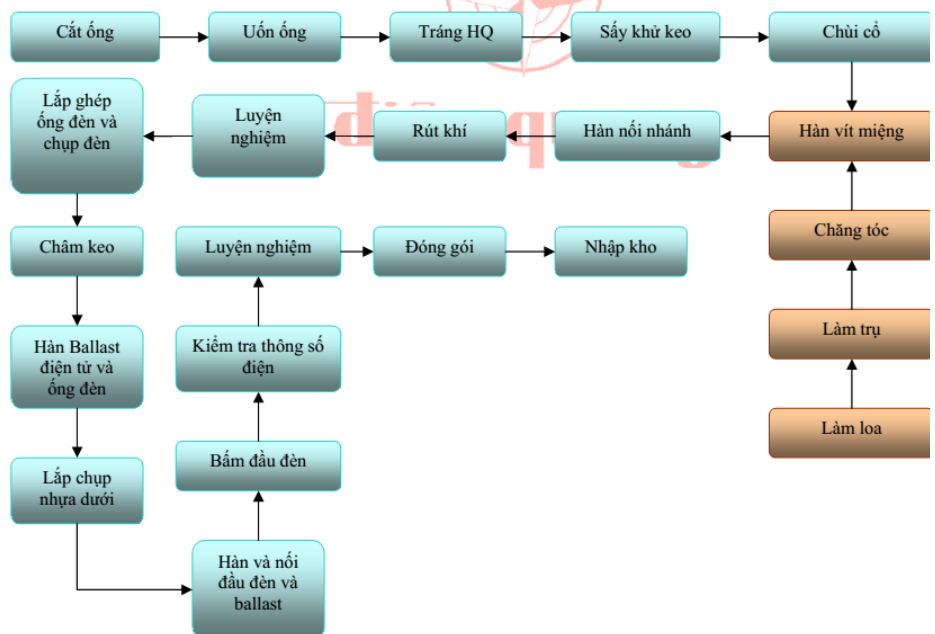
Nguyên liệu chính để sản xuất bóng đèn các loại: gồm có vỏ bóng bằng thủy tinh, các ống thủy tinh để làm trụ, dây tóc, dây dẫn, dầu đèn, bột huỳnh quang, keo gắn đầu, các loại khí trơ như Nitrogen, Argon, Krypton + Argon, nhiên liệu như HPG, Oxygen, bột huỳnh quang, các hóa chất, chì hàn...

Nguyên liệu chính để sản xuất ballast điện tử và ballast điện tử: Tôn Silic, dây điện tử, đômônô, chụp nhựa, thanh cài, đế, dây điện, sơn cách điện...

Sơ đồ 1: Quy trình nấu và tạo hình thủy tinh



Sơ đồ 2: Quy trình sản xuất đèn Compact



Chi phí lãi vay giảm. (1)Vay nợ ngân hàng giảm, công ty không còn nợ vay dài hạn. Năm 2015, theo tiến độ, công ty sẽ thanh toán khoảng 57 tỷ đồng nợ dài hạn đến hạn phải trả với Ngân hàng phát triển.(2) Lãi suất cho vay ngân hàng giảm 1-1,5%. Chúng tôi ước tính chi phí lãi năm 2015 giảm còn 9 tỷ đồng.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro cạnh tranh gây áp lực làm giảm thị phần nội địa, tăng chi phí bán hàng của DQC:** Các đối thủ cạnh tranh như RAL, Phillips, Osram,... và các nhà sản xuất Trung Quốc đều đang đẩy mạnh đầu tư, tăng công suất sản xuất cũng như thương mại hóa sản phẩm đèn LED. Một số doanh nghiệp như Duhal, LEDsaigon bắt đầu tổ chức các dây chuyền sản xuất bóng và chip LED.
- Rủi ro thị trường Venezuela:** Xuất khẩu sang Venezuelacó thể gặp nhiều bất lợi trong tương lai do suy thoái kinh tế và rủi ro vỡ nợ.
- Rủi ro di dời nhà máy tại khu công nghiệp Biên Hòa 1:** Xí nghiệp đèn ống và xí nghiệp ống thủy tinh có thể sẽ phải di dời dần trong 2 năm là 2015 và 2016. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ có kế hoạch tích trữ hàng tồn kho cho nhà máy và di dời từng phần, do vậy, sản lượng sản xuất chỉ suy giảm nhẹ.
- Rủi ro tăng giá nguyên liệu:** Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 53% trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của công ty. Giá nguyên liệu tăng sẽ tác động làm giảm biên lợi nhuận của công ty. Hiện giá một số dung môi hóa chất đang có xu hướng giảm, trong khi giá của các nguyên liệu khác tương đối ổn định giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của công ty.
- Rủi ro tỷ giá:** 25% nguyên liệu của công ty phải nhập khẩu. 40% doanh thu của công ty đến từ xuất khẩu. Do vậy, diễn biến tỷ giá có tác động mạnh đến doanh thu của công ty. Năm 2015, tỷ giá được dự kiến giao dịch trong biên độ 2%, giúp công ty giảm thiểu rủi ro tỷ giá.
- Rủi ro khoản phải thu:** Phải thu khách hàng lớn, trong đó chủ yếu là công nợ phải thu quá hạn từ khách hàng Cuba (67% công nợ phải thu). Hiện DQC đang tích cực đôn đốc, thu hồi nợ từ khách hàng. Công nợ phải thu từ khách hàng Cuba hiện đang được thanh toán đúng hạn.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP
Bảng 3: Thông tin cơ bản

Thông tin cơ bản	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	583	613	630	795	1222
% tăng trưởng y-o-y	25%	5%	3%	26%	54%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1.733	1.832	1.716	1.669	1.882
% tăng trưởng y-o-y	8%	6%	-6%	-3%	17%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	771	788	775	825	979
Vốn điều lệ (tỷ đ)	244	244	244	244	244
CPLH bình quân (tr.cp)	24	20	20	19	21
LN sau thuế (tỷ đ)	43	39	49	121	248
% tăng trưởng y-o-y	939%	-9%	24%	147%	190%
EPS cơ bản (đ/cp)	2.258	1.662	2.237	5.560	11.297
Giá trị sổ sách (đ/cp)	32.207	39.037	38.401	43.490	44.554

Bảng 4: Các chỉ tiêu cơ bản

Chỉ tiêu cơ bản	DQC				RAL
	2011	2012	2013	2014	2014
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	0,64	0,56	0,58	0,34	2,98
Tổng tài sản/VCSH	2,32	2,21	2,02	1,92	4,53
Cơ cấu tài sản					

DQC có nhiều chỉ tiêu cơ bản tốt. Tiền mặt dồi dào, khả năng thanh toán tốt. Tài sản cố định khấu hao gần hết.

Công nợ phải thu từ khách hàng Cuba đang có chuyển biến tích cực. Công ty chưa ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá từ khách hàng Cuba (79 tỷ đồng).

Các chỉ tiêu sinh lời cao hơn so với đối thủ cùng ngành là RAL và đang được cải thiện.

Cơ cấu tài sản:

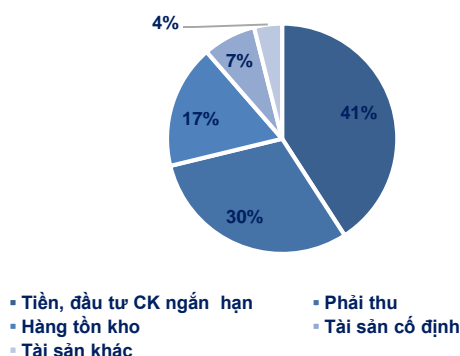
- Tiền mặt dồi dào:** Tính đến cuối năm 2014, tổng giá trị tiền mặt và các khoản tiền gửi ngân hàng là 754 tỷ đồng, chiếm 44% tài sản ngắn hạn.
- Công nợ phải thu từ khách hàng Cuba đang có chuyển biến tích cực:** Phải thu khách hàng lớn, đạt 505 tỷ đồng (quý 3/2014), trong đó, có đến 337 tỷ đồng (67%) là công nợ phải thu từ khách hàng Cuba (Công ty Consumimport). Đây là công nợ phải



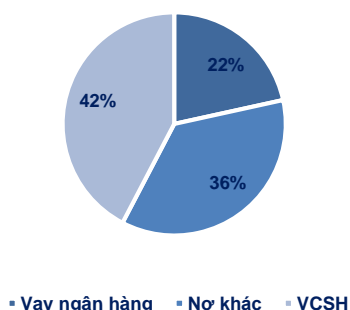
TS dài hạn/ Tổng TS	7%	7%	8%	9%	9%
TS ngắn hạn/Tổng TS	93%	93%	92%	91%	91%
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT nhanh	1,39	1,49	1,57	1,70	0,48
Hệ số TT ngắn hạn	1,77	1,86	2,03	2,11	1,17
Năng lực HĐ (ngày)					
Số ngày phải thu	674	579	369	197	30
Số ngày tồn kho	252	252	220	154	184
Số ngày phải trả	32	46	33	16	14
Khả năng sinh lời (%)					
Lợi nhuận gộp biên	21%	22%	31%	35%	21%
ROS	8%	6%	7%	15%	4%
ROE	5%	6%	15%	28%	13%
ROA	2%	3%	7%	14%	3%

Nguồn: DQC, RAL, BSC tổng hợp

Hình 8: Cơ cấu tài sản Q3 2014



Hình 9: Cơ cấu nguồn vốn Q3 2014



thu phát sinh từ khách hàng Cuba theo chương trình hợp tác liên chính phủ Việt Nam-Cuba, đã quá hạn thanh toán. Tuy nhiên, công ty không phải trích lập dự phòng theo công văn số 146/TBCP ngày 31/05/2010 của văn phòng chính phủ. Hiện khách hàng đang trả nợ đúng tiến độ cam kết. Dự kiến, đến giữa năm 2016, công ty sẽ thu hồi hết công nợ này. Hàng quý, công ty ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá từ khoản nợ này khoảng 13 tỷ đồng.

- **Hàng tồn kho lớn** trong đó chủ yếu là tồn kho nguyên vật liệu: Hàng tồn kho chiếm 19% tài sản ngắn hạn. So với RAL, tốc độ quay vòng hàng tồn kho của DQC cao hơn.
- **Tài sản dài hạn khấu hao gần hết:** Tính đến 31/12/2014, tổng giá trị khấu hao tài sản cố định hữu hình là 231 tỷ đồng, chiếm 77% tổng nguyên giá tài sản. Chúng tôi ước tính, đến năm 2018, tài sản cố định hiện tại sẽ được khấu hao hết. Tổng giá trị khấu hao giảm mạnh từ 23 tỷ đồng năm 2014 xuống còn khoảng 1,8 tỷ đồng vào năm 2018.

Cơ cấu nguồn vốn:

- **Vốn chiếm dụng lớn.** Tính đến quý 3/2014, khoản mục tạm ứng của khách hàng là 341 tỷ đồng, chiếm 33% tổng nợ ngắn hạn giúp công ty giảm áp lực vay ngân hàng.
- Công ty có khoản nợ với ngân hàng Phát triển Việt Nam trị giá 157 tỷ đồng (chiếm 37% tổng nợ vay ngân hàng). Đây là khoản nợ đã được Chính phủ khoan nợ cho phù hợp với kỳ thu nợ từ đối tác Cuba. Theo tiến độ, công ty sẽ thanh toán hết khoản nợ này vào giữa năm 2016.

Khả năng thanh toán tốt

Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh lần lượt là 1,75x và 1,41x do tài sản của DQC chủ yếu là tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản cao. Khả năng thanh toán của DQC vượt trội hơn RAL do RAL sử dụng đòn bẩy tài chính lớn.

Các chỉ tiêu sinh lời được cải thiện:

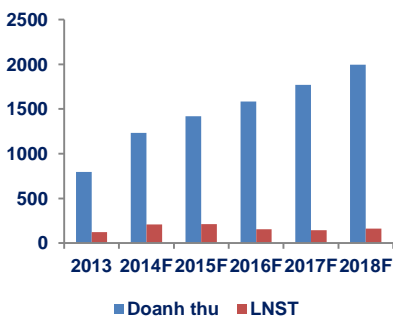
- DQC có các chỉ tiêu sinh lời vượt trội hơn nhiều so với đối thủ RAL (bảng 4) do tỉ lệ sử dụng nguyên

vật liệu, khấu hao và nhân công trên doanh thu của DQC thấp hơn so với của RAL.

- Biên lợi nhuận gộp đạt 35% trong năm 2014, riêng quý 3/2014, biên lợi nhuận gộp đạt 39% cao hơn nhiều so với cùng kỳ 2013 (30%). Do **(1)** Trong kỳ DQC đã bán 1 phần lô hàng tồn kho ở Cuba với giá vốn thấp, **(2)** Giá một số nguyên liệu như dầu nặng (FO), dầu vàng (DO) và khí hóa lỏng LPG,... giảm.
- Biên lợi nhuận sau thuế 2014 tăng gấp đôi so với năm 2013, đạt 15%.
- DQC chưa hạch toán khoản lãi chênh lệch tỉ giá 79 tỷ đồng từ khách hàng Cuba. DQC dự kiến sẽ ghi nhận khoản lãi này theo tiến độ thu hồi nợ từ Cuba.

KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Hình 10: Dự báo doanh thu, lợi nhuận sau thuế 2014-2019 của DQC



Nguồn: BSC dự báo

Dự báo KQKD 2015-2019: Doanh thu thuần năm 2015 được dự báo đạt 1.411 tỷ đồng (+16% yoy). Trong đó, doanh thu đèn LED đạt 159 tỷ đồng (chiếm 12% doanh thu), đèn Compact đạt 1.180 tỷ đồng (chiếm 83%) và còn lại là bóng đèn huỳnh quang và đèn tròn đạt 72 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế dự báo đạt và 254 tỷ đồng vào năm 2015 (+2% yoy), tương đương EPS FW 2015 là 9.615 đ/cp.

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần tăng trưởng trung bình 10% cho giai đoạn 2014-2019, đạt 1.955 tỷ đồng vào năm 2019.

Doanh thu thuần:

Năm 2013 và năm 2014, doanh thu thuần của DQC bật tăng mạnh trở lại (+26% và +54%). Chúng tôi đánh giá, trong năm tới, tốc độ tăng trưởng doanh thu tại thị trường xuất khẩu sẽ chậm lại do nhu cầu suy yếu tại thị trường Venezuela. Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa được dự báo đạt 8% trong các năm 2015-2019.

Cụ thể:

- Sản phẩm đèn LED được dự báo đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu cao. Do: **(1)** Tiêu thụ sản phẩm đèn LED hiện còn thấp trong khi thị trường còn rất tiềm năng, được dự báo chiếm 50% sản lượng tiêu thụ bóng đèn vào năm 2020. **(2)** Công suất sản xuất đèn LED tăng gấp đôi, đạt 20 triệu bóng/năm. Dựa trên tốc độ tăng trưởng bóng đèn Compact trong quá khứ của Điện Quang, chúng tôi ước tính doanh thu đèn LED tăng trưởng 25% trong năm 2015 và 30%-35% cho các năm tiếp theo.
- Tiêu thụ bóng đèn Compact được dự báo tăng trưởng 16% trong năm 2015. Sau giai đoạn tăng trưởng “nóng” của đèn Compact, chúng tôi cho rằng, doanh thu tiêu thụ đèn Compact sẽ chậm lại do sự thay thế của đèn LED, đạt trung bình 8%/năm từ năm 2016, 2017 và giảm còn lần lượt là 3% và 0% trong năm 2018, 2019 do chậm công suất thiết kế.

- Doanh thu tiêu thụ đèn bóng tròn và đèn huỳnh quang dự kiến giảm trung bình 10% mỗi năm.

Biên lợi nhuận gộp: được dự báo duy trì ở mức cao trong 6 tháng đầu năm 2015 (32%) do **(1)** công ty tiếp tục tiêu thụ lô hàng tồn kho có giá vốn thấp tại Cuba; **(2)** giá các hóa chất, dung môi được dự báo giảm trong 6 tháng đầu năm sau đó sẽ nhích lên cùng với đà phục hồi của giá dầu. Năm 2015, biên lợi nhuận được dự báo đạt 32% và giảm về còn 31% cho các năm sau đó.

Công ty có khoản lãi chênh lệch tỷ giá từ khoản phải thu bằng USD với khách hàng Cuba trị giá 122,6 tỷ đồng (tính đến cuối năm 2013). Ở mức độ thận trọng, DQC chưa hạch toán khoản thu nhập này trong kỳ mà ghi nhận dần theo tiến độ thu hồi nợ với khách hàng Cuba. Chúng tôi ước tính, DQC sẽ thu về lần lượt là 55 tỷ đồng và 27 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá trong các năm 2015 và 2016.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE để định giá cổ phiếu DQC.

Phương pháp FCFE 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1 từ 2015-2019:

Dòng tiền FCFE dự báo năm 2014 đạt 253 tỷ đồng vào năm 2015 và đạt 138 tỷ đồng vào năm 2019.

Giai đoạn 2 – tăng trưởng dài hạn: Chúng tôi cho rằng trong dài hạn, dòng tiền sẽ tăng trưởng ở mức 2%/năm.

Chi phí vốn chủ sở hữu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trong 5 năm là 0,58; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 7 năm (7,6%); Lợi suất thị trường 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10,01%.

Theo phương pháp FCFE, với số lượng cổ phiếu pha loãng tại thời điểm hiện tại là 26.378.494 cổ phiếu, giá trị hợp lý trên một cổ phần là **68.550 đồng.**

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DQC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 68.600 đồng/cp (upside 17%) theo phương pháp FCFE. Cổ phiếu DQC hiện được giao dịch tại P/E FW 2015 là 6,1x, khá hấp dẫn so với P/E của VN-index. DQC là công ty dẫn đầu ngành bóng đèn tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, biên lợi nhuận gộp lớn (35%). Nhiều dây chuyền sản xuất của DQC đã hết khấu hao. Tiền mặt dồi dào, khả năng thanh toán tốt.

Bảng 5: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí VCSH	
Beta	0,58
Lợi suất phi rủi ro	7,60%
Lợi suất thị trường	11,75%
Chi phí VCSH	10,01%

Nguồn: BSC tổng hợp

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của cổ phiếu

Phân tích độ nhạy	g	ke						
		8,51%	9,01%	9,51%	10,01%	10,51%	11,01%	11,51%
Giá cổ phiếu	-0,5%	66,580	63,411	60,554	57,964	55,605	53,446	51,464
	0,0%	69,036	65,569	62,461	59,658	57,117	54,803	52,685
	1,0%	74,929	70,692	66,947	63,610	60,619	57,922	55,476
	1,5%	78,507	73,766	69,610	65,935	62,662	59,728	57,081
	2,0%	82,634	77,278	72,628	68,550	64,945	61,734	58,854
	2,5%	87,448	81,330	76,076	71,514	67,513	63,976	60,825
	3,0%	93,137	86,057	80,055	74,900	70,423	66,498	63,027
	3,5%	99,961	91,642	84,696	78,807	73,749	69,356	65,504
	4,0%	108,300	98,342	90,179	83,364	77,585	72,622	68,311

Bảng 7: Bảng cân đối kế toán

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
A. Tài sản	1,716	1,669	1,882	1,842	1,893	2,040	2,222	2,318
I. Tài sản ngắn hạn	1,602	1,541	1,711	1,751	1,822	1,986	2,170	2,267
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	201	433	173	334	328	404	425	400
2. Đầu tư ngắn hạn	166	19	582	500	700	700	800	956
3. Phải thu	905	723	612	338	181	198	203	208
4. Hàng tồn kho	318	351	329	556	591	658	714	671
5. Tài sản lưu động khác	11	16	17	23	23	25	29	32
II. Tài sản dài hạn	114	128	171	91	71	54	53	51
1. Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Tài sản cố định dài hạn	80	104	156	75	55	39	37	36
3. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Đầu tư dài hạn	31	21	13	13	13	13	13	13
5. Tài sản dài hạn khác	3	2	2	2	2	2	2	2
B. Nguồn vốn	1,716	1,669	1,882	1,842	1,893	2,040	2,222	2,319
I. Nợ phải trả	934	835	894	748	684	722	797	801
1. Nợ ngắn hạn	863	760	811	669	684	722	797	801
2. Nợ dài hạn	71	75	83	79	-	-	-	-
II. Vốn chủ sở hữu	775	825	979	1,086	1,201	1,309	1,417	1,509
1. Vốn và các quỹ	770	821	974	1,086	1,201	1,309	1,417	1,509
2. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	5	5	5	-	-	-	-	-
III. Lợi ích cổ đông thiểu số	7	8	9	9	9	9	9	9

Bảng 8: Kết quả kinh doanh

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh số thuần	630	795	1,222	1,411	1,546	1,704	1,833	1,955
Lãi gộp	138	249	429	447	479	528	568	606
Thu nhập tài chính	117	115	122	111	63	28	30	34
Chi phí tài chính	(55)	(55)	(35)	(18)	(16)	(19)	(23)	(26)
Chi phí bán hàng	(89)	(91)	(141)	(141)	(155)	(170)	(183)	(195)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(45)	(51)	(63)	(72)	(79)	(88)	(94)	(100)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	66	167	313	326	293	279	298	318
Thu nhập khác, ròng	0	(2)	2	2	2	2	2	2
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	(1)	-	-	-	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	66	164	315	328	295	281	300	321
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	47	123	254	256	236	225	240	256
Cổ đông của Công ty mẹ	49	121	248	254	233	222	238	254

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư
Lê Thị Hải Đường
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích
Trần Thăng Long
Tel: 0439352722 (118)
Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.