

# Quick Report

## VHG

28/10/2013

DVCSpeculator

Target 2013: >21.000 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Đầu tư và Sản xuất Việt - Hàn (VHG - HOSE)

### I. Điểm nhấn đầu tư:

- VHG đang chuyển mình vượt qua giai đoạn khủng hoảng sau hơn 2 năm ra báo cáo lỗ liên tục với tổng mức lỗ lũy kế mặc dù không lớn, chỉ 66 tỷ đồng nhưng là một trong những yếu tố chính khiến giá của VHG giảm từ mức 3X trong năm 2010 đã từng xuống mức thấp nhất 0.2X trong thời điểm nửa đầu 2013.
- Về mặt chiến lược, công ty đang dần thay đổi với việc bán thanh lý các khoản đầu tư nhằm củng cố dòng tiền bổ xung hoạt động kinh doanh cũng như giúp cổ phiếu VHG thoát khỏi diện kiểm soát từ 25/10. Việc chuyển nhượng cổ phần của 2 công ty liên kết là CTCP Nhựa Kim Tín và CTCP VLXD Việt Hàn đã mang về cho VHG doanh thu hơn 63 tỷ đồng cùng với phần lợi nhuận khác hơn 40 tỷ đồng đã giúp VHG hồi sinh sau nhiều quý liên tục thua lỗ.
- Về triển vọng, VHG vẫn chủ yếu tập trung vào Core business là sản xuất cáp quang, nhựa và đặc biệt là mảng cao su tiềm năng sẽ giúp VHG sớm lấy lại hình ảnh và vị thế trong những năm tới. Việc tái cấu trúc đồng nghĩa với việc VHG sẽ tiến hành thoái vốn khỏi những lĩnh vực như BDS, sản xuất cáp đồng không hiệu quả tinh gọn bộ máy và qua đó cắt giảm chi phí.
- KQKD 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt mức 167 tỷ đồng, tăng mạnh so với cùng kỳ. LNST đạt mức 75.5 tỷ VNĐ cho thấy là bước chuyển mình giúp VHG từng bước hồi sinh trở lại. Với Book value 4 quý gần nhất đạt 17,357, lợi nhuận sau thuế khả quan trong năm nay, khoảng 90 tỷ VNĐ và mức EPS dự kiến khoảng 3.600 VNĐ/CP PE kỳ vọng cho VHG năm 2013 từ 6 đến 7 (trương đương so với bình quân ngành) là hợp lý, giá trị nội tại của cổ phiếu VHG trong năm nay khoảng 21,000 -22,000 VNĐ/cp.

### II. Phân tích HĐ.SXKD của Công ty Cổ phần Đầu tư và Sản xuất Việt - Hàn (VHG – HOSE)

#### 1. Thông tin cơ bản:

- VHG định hướng trở thành một công ty hoạt động đầu tư và sản xuất đa ngành hàng đầu tại khu vực miền Trung Việt Nam, với chiến lược phát triển tập trung vào các lĩnh vực theo thứ tự “sản xuất vật liệu xây dựng cơ bản, trồng cây cao su, bất động sản-hạ tầng”.
- **Về hoạt động Sản xuất:** VHG hiện tại có 5 nhà máy gồm: Nhà máy sản xuất cáp quang, Nhà máy dây và cáp điện, Nhà máy nhựa, Nhà máy composite, Nhà máy công nghệ vật liệu(VLXD, gạch ngói...).

Trên thị trường nội địa, Công ty đang chiếm **25%** thị trường cáp viễn thông với lượng khách hàng khá ổn định từ hơn 50 đơn vị thành viên thuộc tập đoàn Bưu chính Viễn thông VNPT, các công ty kinh doanh viễn thông như Viettel, SPT cũng như với các nhà cung cấp vật liệu như CFT

- **Về hoạt động Trồng cao su:** VHG đang thực hiện đầu tư trồng cây cao su tại Quảng Nam với diện tích là hơn 4.000 ha, trong tương lai định hướng lên 13.000 ha. Trong năm 2013, VHG phân đấu đền bù để có quỹ đất 1.000-1.500ha, trồng mới 600-1.000ha cao su, hoàn thiện quỹ đất, hoàn chỉnh giai đoạn 1 của dự án.
- **Trong lĩnh vực bất động sản:** VHG đầu tư hai dự án là dự án tòa nhà DEVELYN TOWER tại Quận Hải Châu, Đà Nẵng và dự án khu nghỉ dưỡng Điện Ngọc, Quảng Nam. Cả hai dự án này đều đang trong giai đoạn đầu triển khai.

## 2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

### ❖ Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:

- Về thị trường, năm 2012 là một năm khó khăn với hầu hết các công ty sản xuất vật liệu do tình hình kinh tế khó khăn nhu cầu giảm sút mạnh và thị trường bất động sản ảm đạm với số lượng hàng tồn kho và lãi suất cao. Hoạt động kinh doanh của VHG cũng không nằm ngoài ảnh hưởng với KQKD **thua lỗ 2 năm liên tiếp với tổng lỗ lũy kế khoảng 66 tỷ đồng chủ yếu do những yếu tố chính sau:**
  - Sản phẩm như Cáp quang, dây và cáp điện, VLXD... chịu ảnh hưởng chung từ sự suy giảm nhu cầu do kinh tế suy giảm.
  - Hoạt động đầu tư như Trồng cao su và BDS chủ yếu sử dụng vốn CSH và vốn vay trong khi hai mảng này chưa mang lại được doanh thu và lợi nhuận nhưng phải hạch toán 1 số chi phí trong quá trình thực hiện dự án khiến công ty gặp nhiều khó khăn về dòng tiền do áp lực lãi vay cao. Việc huyênh nhượng dự án BDS chưa chuyên nhượng được do thị trường còn ảm đạm.
  - Việc thanh lý nhà máy cáp đồng dùng SX 4 năm nay chưa thực hiện được, giá thiết bị giảm khiến công ty phải trích khấu hao nhà máy 7 tỷ/năm.
- Hiện tại, Công ty đang trong giai đoạn tái cơ cấu và cải tổ theo mô hình Công ty con độc lập trong sản xuất, công ty mẹ bao tiêu và lo tiêu thụ sản phẩm. Công ty đã chủ động sắp xếp và tinh giảm lao động, quản trị chi phí chặt chẽ hiệu quả, tăng cường công tác thu hồi nợ và thúc đẩy vòng quay vốn lưu động, tạm ngưng việc triển khai thực hiện các dự án đầu tư bất động sản... Tiếp tục thực hiện việc thanh lý các tài sản xấu như vật tư tồn kho, nhà xưởng trang thiết bị nhà máy cáp đồng, để thu hồi vốn đầu tư cho các nhà máy khác. Công ty định hướng chuyên nhượng các dự án bất động sản, công nghiệp dịch vụ. Tập trung các nguồn lực phù hợp để phát triển dự án trồng cây cao su.

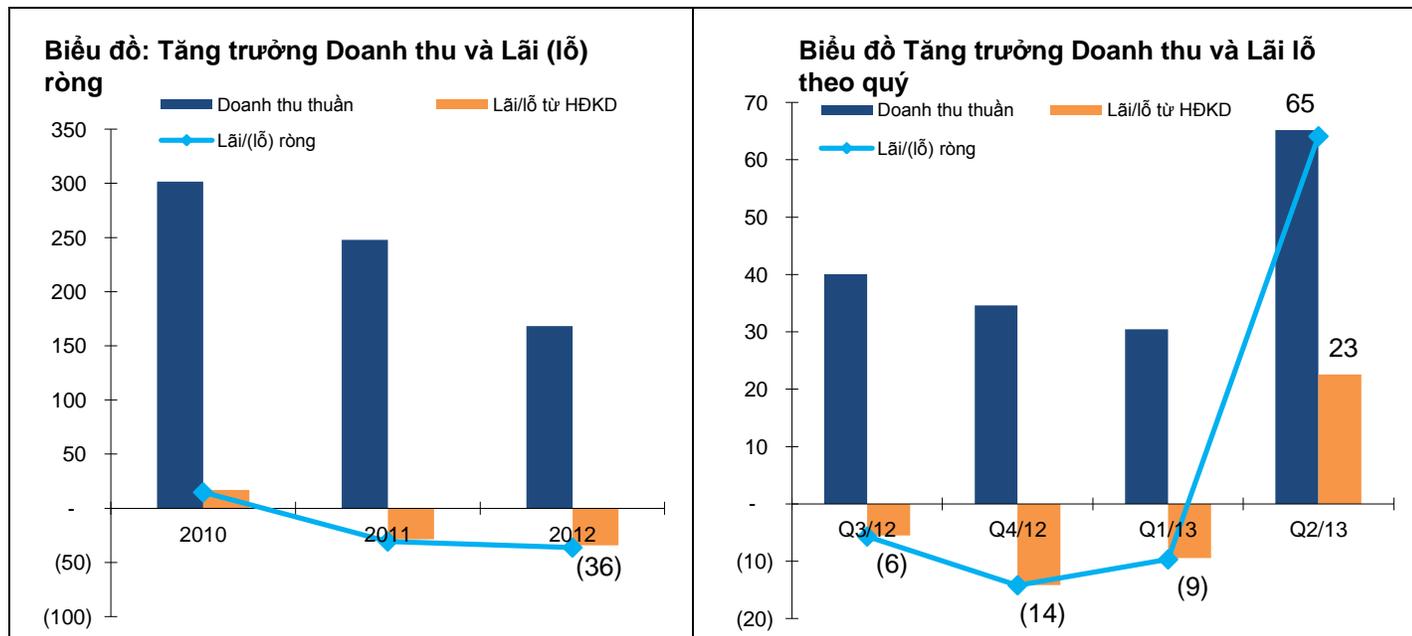
### ❖ Điểm mạnh của VHG:

- Cáp quang của VHG nằm trong **Top 3** nhà sản xuất tốt nhất trong ngành
- Mảng ống nhựa luôn cáp viễn thông tăng trưởng rất tốt trong năm, là nhà cung ứng sản phẩm chủ lực trên thị trường
- Sản phẩm sản xuất từ cốt sợi thủy tinh FRP đã có các nghiên cứu sản phẩm phù hợp ứng dụng cho các ngành khác nhau, từng bước phát triển thương hiệu để thâm nhập vào các dự án lớn.
- Thương hiệu VIET-HAN PIPE đã khẳng định được chỗ đứng trên thị trường viễn thông, là đơn vị dẫn đầu lĩnh vực này được VNPT và Viettel lựa chọn.

### ❖ Chiến lược phát triển SXKD:

- VHG sẽ trở thành công ty đầu tư và đa ngành nghề thông qua các công ty độc lập chuyên ngành
- Linh hoạt trong đầu tư các chuyên ngành có hiệu quả cao

- Trong trung hạn(2 năm) tập trung đầu tư vào ngành nghề đang là thế mạnh của công ty như Nhựa Viễn thông, sản xuất từ cốt sợi thủy tinh FRP, Cấp quang, trồng cây cao su
- Về dài hạn chuyển trọng tâm sang Trồng và chế biến cao su, SX công nghiệp và BDS nghỉ dưỡng ven biển



(Nguồn: Stoxplus)

❖ **Nỗ lực vươn lên từ khủng hoảng:**

- Doanh thu và lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2013 của VHG tương đối khả quan khi tình hình tiêu thụ sản phẩm được cải thiện, áp lực nợ vay giảm Công ty do mặt bằng lãi suất cho vay đã hạ khá nhiều. Doanh thu 9 tháng 2013 đạt mức 167 tỷ đồng, tăng mạnh so với cùng kỳ. LNST đạt mức 75.5 tỷ VNĐ.
- Nguyên nhân chủ yếu là do Công ty đã đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu hoạt động thu được khoản lợi nhuận khác và lợi nhuận từ hoạt động tài chính cao khi chuyển nhượng cổ phần của các công ty con cho các đối tác khác. Việc chuyển nhượng cổ phần của 2 công ty liên kết là CTCP Nhựa Kim Tín và CTCP VLXD Việt Hàn đã mang về cho VHG doanh thu hơn 63 tỷ đồng cùng với phần lợi nhuận khác hơn 40 tỷ đồng đã giúp VHG hồi sinh sau nhiều quý liên tục thua lỗ.
- Về tổng thể, biên lợi nhuận gộp của Công ty cải thiện khá tốt cho thấy sản phẩm đã chiếm lĩnh thị trường và có sức cạnh tranh. Các chi phí quản lý và chi phí bán hàng được quản lý tốt và giảm mạnh so với cùng kỳ. Rõ ràng Công ty đang tiến hành tái cơ cấu hoạt động và hiệu quả kinh doanh của Công ty sẽ cải thiện đáng kể nếu Công ty cải thiện được doanh thu của mình.
- VHG đang tập trung củng cố lại các mảng kinh doanh cốt lõi, tái cơ cấu các hoạt động đầu tư không hiệu quả, tinh gọn bộ máy và qua đó cắt giảm chi phí. Chúng tôi đánh giá cao bước chuyển dịch chiến lược quyết đoán này của ban lãnh đạo VHG giúp công ty thoát khỏi giai đoạn suy thoái và dần từng bước hồi sinh trở lại.
- Với Book value 4 quý gần nhất đạt 17,357, lợi nhuận sau thuế khả quan trong năm nay, khoảng 90 tỷ VNĐ và mức EPS dự kiến khoảng 3.600 VNĐ/CP PE kỳ vọng cho VHG năm 2013 từ 6 đến 7 (tương đương so với bình quân ngành) là hợp lý, giá hợp lý của VHG là 21,000 -22,000 VNĐ/cp.

### 3. Đánh giá tài chính

#### ❖ Doanh thu:

- Doanh thu của VHG có sự chững lại và suy giảm trong 2 năm gần đây song đã khởi sắc trở lại trong ba quý liên tiếp đầu năm 2013. Nguyên nhân của hiện tượng này là do Công ty đang trong giai đoạn chuyển dịch tái cơ cấu. Sản phẩm cáp đồng viễn thông (trước đây là chủ lực) đã dần bị thay thế bởi sản phẩm cáp quang, ống nhựa và cáp điện. Các sản phẩm mới đang trong quá trình phát triển ban đầu, xây dựng hệ thống khách hàng do đó chưa thể đem lại doanh thu cao. Sang năm 2013, VHG đã tiến hành thanh lý nhà máy cáp đồng viễn thông và chuyển hẳn sang các sản phẩm mới. Triển vọng trong những năm tới doanh thu sẽ cải thiện nhiều nếu các sản phẩm mới của Công ty chiếm lĩnh được thị trường.
- Chúng tôi nhận thấy, doanh thu đã tăng trở lại do hoạt động sản xuất các sản phẩm mới đã dần đi vào ổn định. Triển vọng nhu cầu cáp quang viễn thông, ống nhựa chứa cáp, cáp điện và vật liệu xây dựng trong các năm tới là khá ổn định. Công ty đang dần cho thấy khả năng chiếm lĩnh thị trường nhờ liên tục cải tiến chất lượng sản phẩm và đẩy mạnh công tác bán hàng.
- Trong các năm trước, mô hình kinh doanh của Công ty khá đơn giản đó là sản xuất cáp đồng viễn thông. Tuy nhiên trong các năm tới mô hình hoạt động của Công ty sẽ là đa ngành. Cụ thể, Công ty đầu tư nhà máy sản xuất cáp quang, ống nhựa luồn cáp viễn thông, cáp điện, vật liệu xây dựng và gạch ngói. Bên cạnh đó, Công ty đang đầu tư trồng cây cao su tại Quảng Nam với diện tích là hơn 4000 ha, trong tương lai định hướng lên 13,000 ha. Trong lĩnh vực bất động sản, Công ty đầu tư hai dự án là dự án tòa nhà DEVELYN TOWER tại Quận Hải Châu, Đà Nẵng và dự án khu nghỉ dưỡng Điện Ngọc, Quảng Nam. Cả hai dự án này đều đang trong giai đoạn đầu triển khai. Do đó, triển vọng doanh thu của Công ty sẽ phụ thuộc vào sức cầu của các sản phẩm mới, mức độ khai thác của vườn cây cao su và khả năng phục hồi của các thị trường bất động sản.
- Lĩnh vực trồng cao su của Công ty mới được triển khai năm 2009 với 4000 ha tại Quảng Nam. Vườn cao su được trồng từ năm 2009 – 2011 do đó sẽ bắt đầu khai thác một phần vào năm 2013. Trong các năm tới khi vườn cao su đi vào khai thác đại trà, triển vọng doanh thu của Công ty sẽ tốt hơn.
- Doanh thu ba quý đầu năm 2013 của VHG đã cải thiện đáng kể so với cùng kỳ và ở mức khá tốt so với quy mô Công ty. Áp lực cạnh tranh đối với sản phẩm mới là cao cộng thêm khó khăn chung của nền kinh tế song Công ty đã tỏ ra có sức chống đỡ khá tốt. Doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ tiếp tục cải thiện vào các quý sau và điều này sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả kinh doanh và sức khỏe tài chính của Công ty.

| Total Revenue      | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | ave 5y        | 0<br>2% |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------|
| VHG                | 287.38 | 189.04 | 301.55 | 247.75 | 168.29 | <b>238.80</b> |         |
| Financial Services | 323.76 | 401.68 | 449.46 | 445.89 | 510.00 | <b>444.87</b> |         |
| %Δ diff of indus   | -11%   | -53%   | -33%   | -44%   | -67%   | <b>-46%</b>   |         |
| Revenue Growth     |        | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | ave 4y        | 0<br>2% |
| VHG                |        | -34.2% | 59.5%  | -17.8% | -32.1% | <b>-16.7%</b> |         |
| Financial Services |        | 24.1%  | 11.9%  | -0.8%  | 14.4%  | <b>13.8%</b>  |         |
| %D diff of indus   |        | -242%  | 400%   | 2150%  | -323%  | <b>-221%</b>  |         |

#### ❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của VHG suy giảm đều trong 3 năm gần đây. Công ty ghi nhận kết quả kinh doanh lỗ trong năm 2011 và 2012 tuy nhiên lại có lãi khả quan trở lại trong 3 quý đầu năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là thời gian năm 2011 và 2012 chủ yếu là thời gian Công ty tái cơ cấu thanh lý hoạt động sản xuất cáp đồng viễn thông cũ và chuyển dịch sang sản xuất các sản phẩm mới. Cho đến quý 2 năm 2013, các hoạt động sản xuất mới của Công ty đã cho kết quả bước đầu khi doanh thu tăng tốt so với cùng kỳ và lợi nhuận biên gộp được cải thiện đáng kể cho thấy các sản phẩm mới đang có sức tiêu thụ và cạnh tranh tốt. Công ty đã có được hợp đồng bán ống nhựa cho Viettel Net và Viettel Global với tổng giá trị hợp đồng là 120 tỷ VNĐ.
- Năng lực quản lý chi phí của Công ty đã tăng lên và đạt hiệu quả cao. Chi phí tài chính giảm 55% so với cùng kỳ do Công ty chủ động giảm 50 tỷ VNĐ tiền vay ngân hàng và 1,5 tỷ tiền vay cá nhân. Chi phí bán hàng giảm mạnh 98% so với cùng kỳ nhờ hoạt động tái cấu trúc mô hình kinh doanh. Thực chất chi phí quản lý của Công ty giảm 17% so với cùng kỳ song lại bị hạch toán tăng do Công ty phải trích lập dự phòng phải thu khó đòi là 1,8 tỷ VNĐ. Khả năng quản lý chi phí tốt khiến Công ty đã cải thiện đáng kể khả năng sinh lời trong 9 tháng đầu năm.
- Giá vốn của Công ty dần ổn định và chi phí sản xuất của Công ty là khá cạnh tranh so với thị trường chung do đó lợi nhuận gộp của VHGi là khá quan. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2013 của Công ty khả quan hơn năm 2012 khi Công ty đã chủ động cắt giảm chi phí trung gian khá tốt và triển vọng tiêu thụ sản phẩm khá ổn định nhờ hợp đồng với một số khách hàng lớn thuộc tập đoàn Viettel.
- Doanh thu hoạt động tài chính của Công ty trong quý 3 là hơn 30 tỷ VNĐ giúp gia tăng lợi nhuận sau thuế quý 3 /2013. Lợi nhuận tài chính trong kỳ có được là do Công ty thực hiện chuyển nhượng một phần tài sản theo kế hoạch tái cấu trúc tài chính của Công ty.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của VHG sẽ vào khoảng 90 tỷ VNĐ trong năm 2013. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo sẽ khó đột biến do năm nay VHG đã đạt lợi nhuận đột biến từ hoạt động định giá lại phần góp vốn vào Công ty Kim Tín. Mặc dù vậy xu hướng phục hồi của Công ty vẫn là khả quan và lợi nhuận của Công ty vẫn là khá tốt.

| NI / Profit        | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | ave 5y | 0  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
| VHG                | -17.42 | 1.98   | 14.80  | -30.59 | -36.16 | -5.48  | 2% |
| Financial Services | -5.96  | 103.24 | 104.55 | 17.35  | 30.42  | 48.25  |    |
| %Δ diff of indus   | 192%   | -98%   | -86%   | -276%  | -219%  | -111%  |    |

- Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ tiếp tục phục hồi song sẽ không có đột biến như năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng vườn cao su đang dần vào chu kỳ khai thác sẽ đem lại lợi nhuận tốt khi giá cao su dự kiến đã chạm đáy và tăng trở lại trong các năm tới.

#### ❖ Hiệu quả quản lý:

- ROA và ROE của VHG bị suy giảm đều trong ba năm trở lại đây song đã phục hồi ngoạn mục trong 3 quý liên tục do hoạt động tái cơ cấu mạnh mẽ của Công ty trong hoạt động kinh doanh. Công ty đã cơ cấu đầu tư nguồn lực sang sản xuất các sản phẩm mới và đó là lý do hiệu quả kinh doanh suy yếu trong năm 2011 và 2012. Tuy nhiên quá trình này hiện nay đã xong và triển vọng hiệu quả kinh doanh của

VHG sẽ tăng trong thời gian tới và duy trì ở mức khá khi biên lợi nhuận đã tăng lên khá tốt nhờ các sản phẩm mới bước đầu chiếm lĩnh thị trường.

- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Tuy nhiên từ năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định cộng thêm Công ty đã chủ động giảm quy mô vay nợ qua đó làm giảm áp lực lên Công ty. Yếu tố trên sẽ giúp gia tăng lợi nhuận cho Công ty và cải thiện ROA và ROE.
- Quy mô tổng tài sản của Công ty trong tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới như cáp quang, ống nhựa, cáp điện, bất động sản. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả trong năm 2011 và 2012 do đó hiệu quả sinh lời kém. Từ năm 2013 trở đi, nhu cầu đầu tư tài sản của Công ty sẽ giảm, hoạt động sản xuất ổn định và vùn cao su đi vào khai thác do đó hiệu quả sinh lời của Công ty sẽ tăng lên.

| ROE                | 2008  | 2009 | 2010 | 2011   | 2012  | ave 5y | <b>0</b><br>2.5% |
|--------------------|-------|------|------|--------|-------|--------|------------------|
| VHG                | -0.04 | 0.00 | 0.03 | -0.08  | -0.10 | -0.03  |                  |
| Financial Services | -0.01 | 0.14 | 0.11 | 0.02   | 0.03  | 0.06   |                  |
| %Δ diff of indus   | 351%  | -97% | -70% | -581%  | -458% | -157%  |                  |
| ROA                | 2008  | 2009 | 2010 | 2011   | 2012  | ave 5y | <b>0</b><br>2.5% |
| VHG                | -0.04 | 0.00 | 0.03 | -0.06  | -0.07 | -0.03  |                  |
| Financial Services | -0.00 | 0.04 | 0.04 | 0.01   | 0.01  | 0.02   |                  |
| %D diff of indus   | 1228% | -90% | -23% | -1158% | -858% | -241%  |                  |

#### ❖ Cơ cấu vốn:

- Mức độ sử dụng vốn vay của Công ty là thấp, đặc biệt là sau quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp. Điều này khiến hoạt động của Công ty trở nên an toàn và hài hòa hơn. Công ty đã không còn quá nhạy cảm với sự biến động của lãi suất như trong quá khứ. Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty đã được cải thiện và nhu cầu đầu tư không còn lớn do đó áp lực thanh khoản đã giảm. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức thấp và tình trạng này sẽ tiếp diễn trong tương lai.
- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản theo từng năm, khả năng thanh khoản của VHG đang ngày càng cải thiện khi Công ty đã chủ động tái cơ cấu. Hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh ở mức khá tốt và hoàn toàn đảm bảo khả năng thanh toán.
- Cơ cấu vốn của Công ty đang cho thấy diễn biến tốt dần lên khi vay nợ giảm xuống mức rất an toàn. Khả năng trả lãi vay đảm bảo khi EBIT/lãi vay trong quý 3/2013 khá cao. Có thể thấy, lãi vay không còn là vấn đề đối với Công ty.
- Nhìn chung sức khỏe tài chính của VHG không có vấn đề gì đặc biệt, Công ty đang hoạt động lành mạnh và an toàn.

| Liabilities / Equity | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | ave 5y | <b>10</b> |
|----------------------|------|------|------|------|------|--------|-----------|
|----------------------|------|------|------|------|------|--------|-----------|

|                                      |             |             |              |             |             |               |           |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|---------------|-----------|
| <b>VHG</b>                           | 0.11        | 0.21        | 0.19         | 0.35        | 0.39        | <b>0.24</b>   | 3.3%      |
| <b>Financial Services</b>            | 2.33        | 2.56        | 2.10         | 1.97        | 2.19        | <b>2.10</b>   |           |
| <b>%Δ diff of indus</b>              | <b>-95%</b> | <b>-92%</b> | <b>-91%</b>  | <b>-82%</b> | <b>-82%</b> | <b>-89%</b>   |           |
| <b>Current Liabilities / Equity</b>  | 2008        | 2009        | 2010         | 2011        | 2012        | <b>ave 5y</b> | <b>10</b> |
| <b>VHG</b>                           | <b>0.11</b> | <b>0.21</b> | <b>0.19</b>  | <b>0.35</b> | <b>0.37</b> | <b>0.24</b>   | 3.3%      |
| <b>Financial Services</b>            | <b>0.54</b> | <b>0.76</b> | <b>0.72</b>  | <b>0.39</b> | <b>0.34</b> | <b>0.59</b>   |           |
| <b>%D diff of indus</b>              | <b>-80%</b> | <b>-73%</b> | <b>-74%</b>  | <b>-10%</b> | <b>8%</b>   | <b>-60%</b>   |           |
| <b>Longterm Liabilities / Equity</b> | 2008        | 2009        | 2010         | 2011        | 2012        | <b>ave 5y</b> | <b>10</b> |
| <b>VHG</b>                           |             |             | <b>0.00</b>  |             | <b>0.02</b> | <b>0.01</b>   | 3.3%      |
| <b>Financial Services</b>            | <b>2.65</b> | <b>2.21</b> | <b>1.69</b>  | <b>1.97</b> | <b>1.03</b> | <b>1.63</b>   |           |
| <b>%D diff of indus</b>              |             |             | <b>-100%</b> |             | <b>-98%</b> | <b>-99%</b>   |           |

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty khá an toàn với vốn vay chủ yếu là phục vụ tạo vốn lưu động và đã giảm đáng kể so với đầu năm, nợ dài hạn không có. Các chỉ số về khả năng thanh khoản và thanh toán của Công ty đủ tốt để chịu đựng các cú sốc về lãi suất và thắt chặt tín dụng bất ngờ.

#### Định giá:

PE và PB của VHG hiện nay đều ở mức khá so với các công ty cùng ngành. Hiện tượng trên cho thấy thị trường đang kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường là hợp lý khi Công ty đã trải qua giai đoạn tái cơ cấu khó khăn và hiện nay đã gạt hái được thành quả bước đầu từ quá trình này. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong năm 2013 sẽ khả quan khi lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính và từ hoạt động tài chính đều có tiến bộ rõ rệt.

Lợi nhuận năm 2014 sẽ tiếp tục khả quan khi các hoạt động kinh doanh ổn định song sẽ không có đột biến như năm nay do hoạt động tài chính sẽ không đem lại lợi nhuận nữa.

|                           |                |             |             |               |               |                |           |
|---------------------------|----------------|-------------|-------------|---------------|---------------|----------------|-----------|
| <b>P/E</b>                | <b>2008</b>    | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b>   | <b>2012</b>   | <b>ave 5y</b>  | <b>10</b> |
| <b>VHG</b>                | <b>(9.33)</b>  | 159.49      | 27.20       | <b>(3.19)</b> | <b>(2.35)</b> | <b>(15.76)</b> | 6.7%      |
| <b>Financial Services</b> | <b>-120.26</b> | 11.13       | 12.26       | 103.82        | 15.06         | <b>15.22</b>   |           |
| <b>%Δ diff of indus</b>   | <b>-92%</b>    | 1333%       | 122%        | <b>-103%</b>  | <b>-116%</b>  | <b>-204%</b>   |           |
| <b>P/B</b>                | <b>2008</b>    | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b>   | <b>2012</b>   | <b>ave 5y</b>  | <b>10</b> |
| <b>VHG</b>                | <b>0.37</b>    | 0.72        | 0.89        | <b>0.25</b>   | <b>0.24</b>   | <b>0.49</b>    | 6.7%      |
| <b>Financial Services</b> | <b>0.88</b>    | 1.73        | 1.42        | <b>0.72</b>   | <b>0.78</b>   | <b>1.09</b>    |           |
| <b>%D diff of indus</b>   | <b>-58%</b>    | <b>-58%</b> | <b>-38%</b> | <b>-66%</b>   | <b>-70%</b>   | <b>-55%</b>    |           |
| <b>VHG valuation</b>      |                |             |             |               |               | <b>2013</b>    | <b>8</b>  |
| <b>VHG</b>                |                |             |             |               |               | <b>16,888</b>  | 10%       |
| <b>Price</b>              |                |             |             |               |               | <b>11,600</b>  |           |
| <b>%D diff of indus</b>   |                |             |             |               |               | <b>46%</b>     |           |

Chúng tôi cho rằng VHG nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận sau thuế khả quan trong năm nay, khoảng 90 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 3600 VND/CP. Tuy nhiên trong năm 2014, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của VHG sẽ vẫn duy trì được ở mức từ 80-100 tỷ VND, EPS 3.400 - 4000 VND/cp (mức chưa chia tách 2:1) do Công ty không còn lợi nhuận đột biến từ hoạt động tài chính và hoạt động khác. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận vừa phải, mức PE kỳ vọng cho VHG năm 2014 từ 7 đến 8 (tương đương so với bình quân ngành) là hợp lý, giá hợp lý của VHG là 25,000 - 32,000 VND/cp.

## **Đánh giá:**

VHG là một công ty có nhiều tiến bộ trong hoạt động kinh doanh nhờ quá trình tái cơ cấu đã thực hiện song và đã vượt qua giai đoạn khó khăn. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai không có đột biến song kết quả vẫn khả quan. Mức giá hiện nay chưa phản ánh triển vọng lợi nhuận của Công ty. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

## **Phòng phân tích DVCSpeculator**

**Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111**

### **Thay cho lời kết**

Có nhiều chiến lược đầu tư đem lại hiệu quả cao cho hoạt động kinh doanh chứng khoán của nhà đầu tư, chúng tôi muốn chia sẻ một kiểu đầu tư dựa trên SỰ HỒI SINH TỪ NHỮNG DOANH NGHIỆP YẾU KÉM như lời nhắn nhủ thay cho lời kết của bản phân tích này.

Lịch sử thị trường chứng khoán đã chứng kiến nhiều doanh nghiệp làm ăn thua lỗ khiến giá cổ phiếu suy giảm mạnh, thậm chí mạnh hơn nhiều so với mức đáng ra cổ phiếu đó phải giảm tương ứng với kết quả kinh doanh ví dụ như BBC, TLT trước kia và cho tới nay vẫn còn những tấm gương sống cho thấy đó chính là một quy luật. Đây chính là sai lầm của thị trường, là phản ứng mang tính tâm lý đặc thù của nhà đầu tư, nhưng cũng nhờ đó, khi các công ty này có “dấu hiệu” hồi phục, cổ phiếu sẽ nhanh chóng tăng giá và hồi phục một cách ấn tượng. Để minh họa, tôi lựa chọn 02 cổ phiếu mang tính điển hình của quy luật 1). Kết quả kinh doanh suy giảm, kinh doanh thua lỗ => giá cổ phiếu giảm mạnh, giảm sốc thậm chí có cổ phiếu giảm tới 95% 2). Kinh doanh cải thiện, giảm lỗ, dừng lỗ bắt đầu có lãi => giá cổ phiếu hồi phục mạnh mẽ.

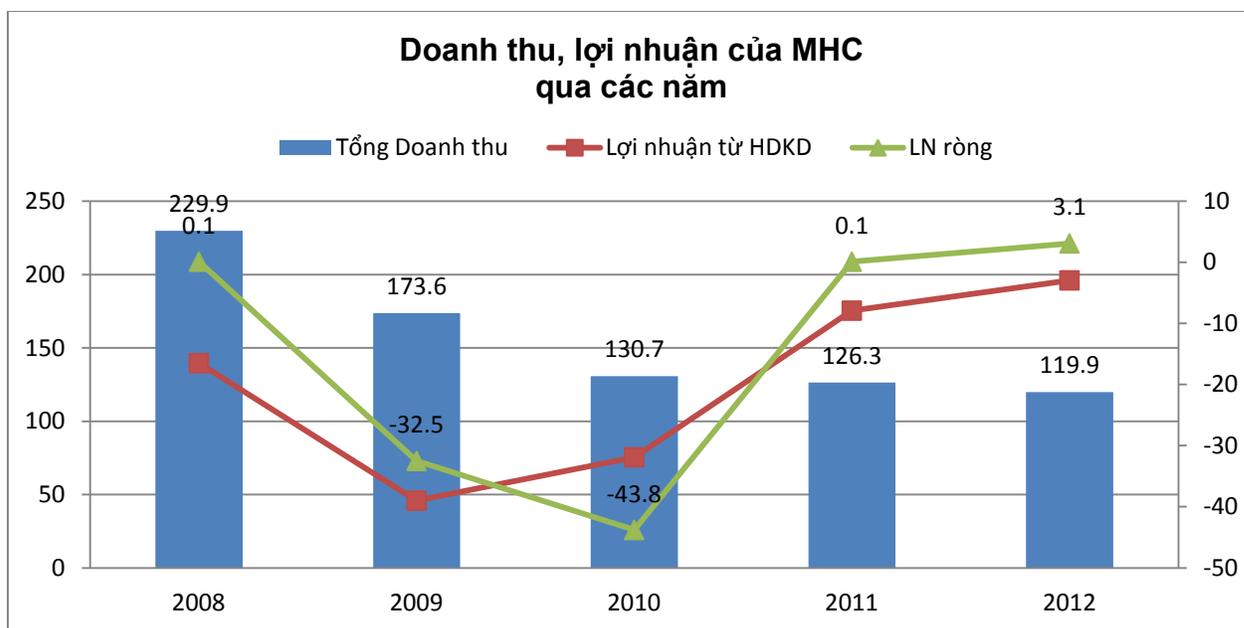
## **DCL**

- Được cử long (DCL) là một công ty lớn trong ngành dược phẩm với tỷ suất lợi nhuận trên VCHS chỉ sau DHG và TRA.
- Tuy nhiên, trong thời điểm 2010-2011 công ty gặp nhiều khó khăn do chi phí đầu vào cũng như nợ vay và mặt bằng lãi vay tăng mạnh cùng với việc tăng cường chi phí cho bán hàng khiến LNST âm -30,8 tỷ đồng.
- Năm 2011, DCL từng bị đưa DCL được đưa vào diện **cảnh báo** và **kiểm soát** và đứng trước nguy cơ bị hủy niêm yết bắt buộc vì vi phạm chế độ báo cáo khi kết thúc năm 2011 vẫn chưa có báo cáo tài chính (BCTC) bán niên vi phạm khoản 1.1d Điều 19a Quy chế niêm yết chứng khoán tại SGDCK TP.HCM.
- Sau đó, DCL đã có sự chuyển mình mạnh mẽ khi thay Chủ tịch HĐQT. Tiếp sau đó là sự bổ sung, thay mới nhân sự ở nhiều vị trí chủ chốt khác như: Phó tổng giám đốc, Trưởng ban Kiểm soát, Giám đốc Tài chính đã giúp công ty dần từng bước vượt qua khó khăn.
- KQKD 2012 và 9 tháng 2013 đã hồi phục rõ nét trở lại là yếu tố chính kéo giá cổ phiếu DCL tăng mạnh với mức tăng 225% kể từ mức thấp nhất trong 2012.



## MHC

- MHC là một trong những doanh nghiệp bị ảnh hưởng nặng nề do kinh tế suy giảm trong những năm gần đây. Doanh thu và lợi nhuận của công ty sụt giảm mạnh liên tiếp trong những năm từ 2008-2010.
- Mặc dù thoát lỗ trong năm 2011 và lợi nhuận có tín hiệu hồi lại trong năm 2012 nhưng vẫn ở mức thấp.
- Diễn biến này đã tác động lớn đến giá cổ phiếu của MHC trong những năm qua. Giao dịch của MHC bị rơi vào tình trạng bị kiểm soát từ 2011. Tuy MHC đã có lợi nhuận dương trong năm 2012 nhưng vẫn chưa khắc phục được lỗ lũy kể từ năm 2009. 2010 (lợi nhuận chưa phân phối đến ngày 31/12/2012 vẫn là số âm) đồng thời lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh chính trong 2 năm 2011 và 2012 của công ty vẫn là số âm (-7.9 tỷ đồng và -2.9 tỷ đồng) do đó tình MHC vẫn nằm trong diện bị kiểm soát kéo dài cho đến nay.
- KQKD 2012 đã tích cực hơn đôi chút do đó khiến giá CP có hồi phục trở lại nhưng ko nhiều. Tính từ mức thấp nhất cuối năm 2012 là 2.3 đến mức cao nhất mới thiết lập trong tháng 9 vừa qua, giá của MHC đã tăng 78% so với đáy.



Như vậy, khả năng hồi phục của VHG là dễ hiểu, mức độ hồi phục giá cổ phiếu VHG tới đâu phụ thuộc hoàn toàn vào tốc độ hồi phục và hiệu quả các hoạt động sxkd của VHG trong thời gian tới, tuy nhiên, với quan điểm của một nhà đầu tư, tôi nhận thấy có những cơ sở cho sự tin tưởng vào sự hồi phục và đi lên vững chắc của VHG như đã phân tích ở trên.