

CẬP NHẬT NHANH

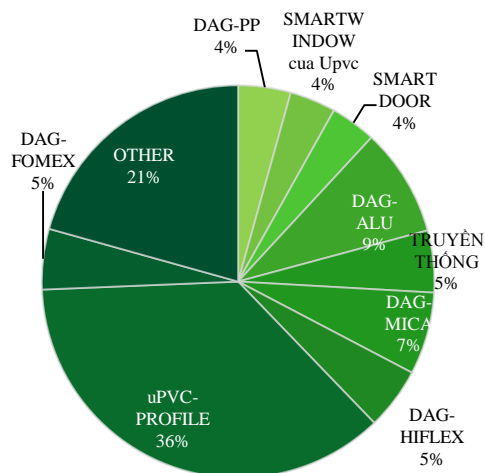
Ngày 22 tháng 08 năm 2016

CẬP NHẬT KQKD 6T.2016

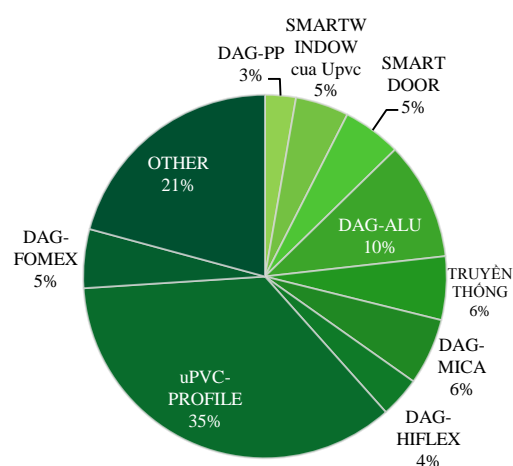
DAG công bố KQKD Q2.2016 (đã kiểm toán). Trong đó, DTT và LNST lần lượt đạt 391 tỷ đồng (+12,7% yoy) và 19 tỷ đồng (+66,7% yoy). Tổng hợp lũy kế nửa năm, DTT đạt 681,7 tỷ đồng (+10% yoy, 47,7% KH), LNST đạt 29,6 tỷ đồng (+45% yoy, 54,4% KH).

DTT từ các mặt hàng phục vụ xây dựng tăng trưởng mạnh, ngược lại, các sản phẩm quảng cáo suy giảm. Dòng sản phẩm Smart Window uPVC và Smart Door tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt đạt 37,3% yoy và 52,5% yoy. Dòng sản phẩm thanh profile (nguyên liệu đầu vào sản xuất cửa nhựa) tăng trưởng chậm lại, chỉ đạt 6,9% yoy do hiện tại các dây chuyền đã hoạt động tối đa công suất, tốc độ tiêu thụ nhanh hơn so với sản lượng sản xuất. Ở chiều ngược lại, các sản phẩm quảng cáo như tấm PP và bạt Hiflex giảm từ 20%-30% yoy. Ti trọng doanh thu của những dòng sản phẩm này không cao nên chưa ảnh hưởng nhiều tới kết quả kinh doanh của DAG.

Cơ cấu DTT theo sản phẩm 1H2015



Cơ cấu DTT theo sản phẩm 1H2016



Nguồn: DAG, VCBS tổng hợp

Bảng: Biến động DTT và LNG các dòng sản phẩm DAG 6T/2016

Sản phẩm	6T/2016	6T/2015	+/- yoy DTT	+/- Biên LNG
DAG-PP	18.70	26.83	-30.3%	+0.3%
SMARTWINDOW cửa Upvc	32.30	23.53	37.3%	+1.3%
SMART DOOR	35.50	23.28	52.5%	+2.4%
DAG-ALU	71.60	55.26	29.6%	-0.2%

Chuyên viên phân tích

Lê Đức Quang

ldquang@vcbs.com.vn

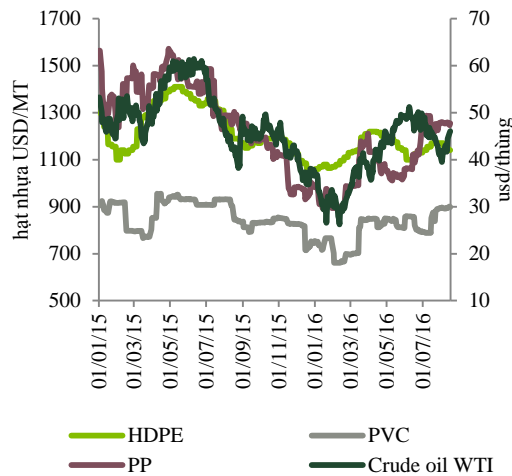
+84-4 3936 6425 (Ext: 106)

TRUYỀN THỐNG	38.47	31.61	21.7%	0.0%
DAG-MICA	40.39	42.03	-3.9%	0.8%
DAG-HIFLEX	24.65	31.67	-22.2%	-0.2%
uPVC-PROFILE	242.20	226.55	6.9%	0.6%
DAG-FOMEX	35.66	30.88	15.5%	0.5%
OTHER	141.59	128.06	10.6%	2.5%
TỔNG	681.06	619.69	9.9%	1.1%

Nguồn: DAG, VCBS tổng hợp

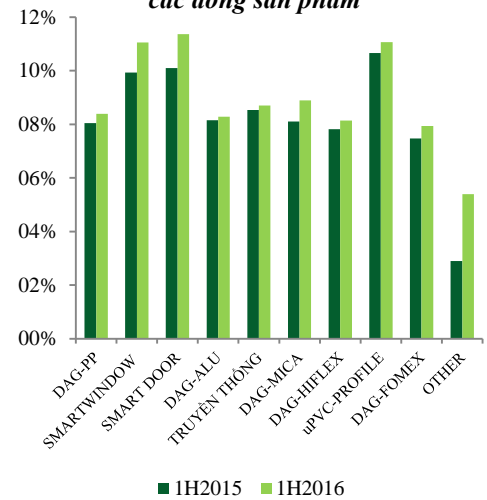
6T2016, giá dầu phục hồi kéo theo sự tăng giá của nguyên liệu hạt nhựa. Hạt nhựa HDPE, PVC, và PP (nguyên liệu đầu vào chiếm khoảng 50% giá vốn của DAG) là những sản phẩm chiết xuất từ dầu mỏ, bởi vậy giá nguyên liệu đầu vào biến động khá sát với giá dầu. Trong 6 tháng đầu năm, giá dầu thô WTI đã phục hồi từ vùng đáy 28 USD/thùng lên vùng khoảng 50 USD/thùng, theo đó, giá hạt nhựa cũng tăng trưởng trở lại (mô tả trong bảng dưới). Theo chúng tôi ước tính, giá hạt nhựa trung bình trong nửa đầu năm 2016 vẫn thấp hơn so với cùng kỳ 2015, cụ thể, giá hạt nhựa HDPE và PVC giảm 11%, và hạt nhựa PP giảm 24%. **Sự phục hồi của giá hạt nhựa chậm hơn so với giá thành phẩm là nguyên nhân dẫn tới sự tăng trưởng của DTT chậm hơn rất nhiều so với LNST, và biên lợi nhuận gộp được mở rộng từ 8,3%-8,9%.**

Biến động giá hạt nhựa



Nguồn: VCBS tổng hợp

Biên LNG các dòng sản phẩm



Nguồn: DAG

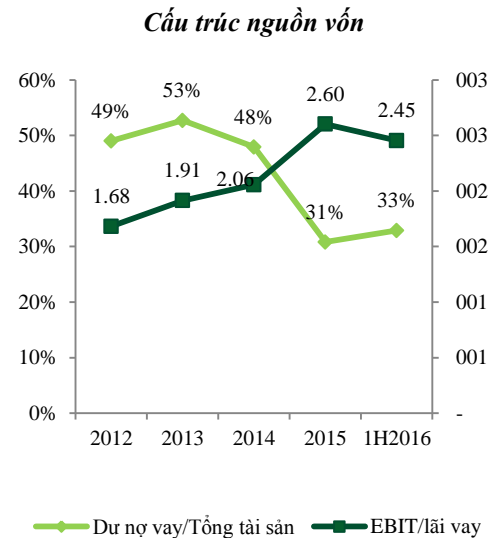
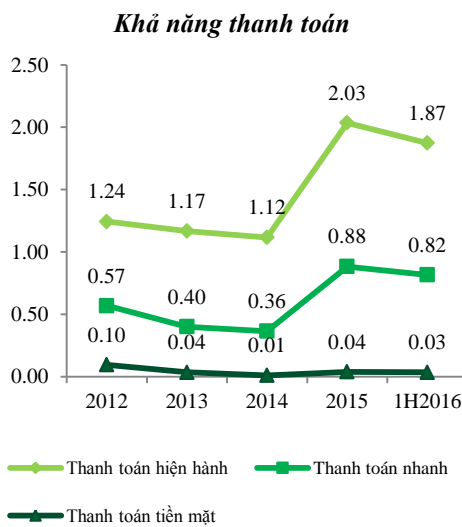
Thuế nhập khẩu hạt nhựa PP giảm từ 2% về 1% kể từ tháng 3/2016. Các sản phẩm phục vụ nhu cầu quảng cáo của DAG chủ yếu sử dụng hạt nhựa PP. Mặc dù tỉ lệ đóng góp trong doanh thu khá thấp, tuy nhiên việc giảm thuế nhập khẩu cũng góp phần nhỏ trong việc mở rộng biên lợi nhuận gộp của DAG trong quý 2/2016.

Chi phí lãi vay giảm 12% yoy còn 12 tỷ đồng nhờ (1) trong năm 2015, DAG đã phát hành tăng vốn lên 399 tỷ đồng, cải thiện được dòng tiền hoạt động và tập trung đầu tư vào các sản phẩm tự sản xuất như thanh profile, dẫn tới nhu cầu vay ngắn hạn trong 1H2016 giảm chỉ còn 230 tỷ đồng (-24,3%/yoy), (2) DAG đã thanh toán khoản vay ngân hàng và nợ thuê tài chính trị giá 7 tỷ đồng, (3) khoản vay mới trị giá 68 tỷ đồng được dùng để tài trợ cho dự án nhập dây chuyền mới tại nhà máy Hà Nam, do đó lãi vay (ước tính khoảng 5,98 tỷ đồng/năm) được vốn hóa và chưa ghi nhận trong chi phí tài chính trong kỳ.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Cơ cấu nguồn vốn có xu hướng nghiêng dần về vay nợ khi DAG tiếp tục tăng cường vay dài hạn để đầu tư dây chuyền sản xuất thanh profile. Sau khi tăng vốn lên 399 tỷ đồng trong năm 2015, tỷ lệ dư nợ vay/tổng nguồn vốn giảm mạnh từ 48% về còn 31%. Kết thúc nửa đầu năm 2016, tỷ lệ đã tăng lên 33% khi lượng nợ vay dài hạn của DAG đạt 123 tỷ đồng (+43% so với cuối 2015). Hiện nay, lãi vay trên 48 tỷ đồng dư nợ vay mới này (lãi suất 8,8%) đang được vốn hóa do các dây chuyền chưa đi vào hoạt động. Nhu cầu vay của DAG trong năm nay lên tới 100 tỷ đồng, theo đó, dư nợ dài hạn của DAG sẽ lên tới 170 tỷ đồng vào cuối năm nay, chúng tôi dự báo nâng tỷ lệ dư nợ vay/tổng nguồn vốn lên khoảng 40%.

Tỷ lệ EBIT/lãi vay được cải thiện trong nửa đầu năm 2016, đạt mức 3,61 khá an toàn, tăng mạnh so với con số 2,6 vào cuối năm 2015. Tuy nhiên, cần lưu ý, lý do như chúng tôi đã phân tích ở trên, chủ yếu là do vốn hóa chi phí lãi vay khoảng 3 tỷ đồng, cả năm ước 5,8 tỷ đồng. Nếu tính thêm cả chi phí lãi vay được vốn hóa, tỉ lệ EBIT/lãi vay chỉ còn 2,45, đây vẫn là ngưỡng khá an toàn đối với DAG.



Nguồn: BCTC DAG, VCBS tổng hợp

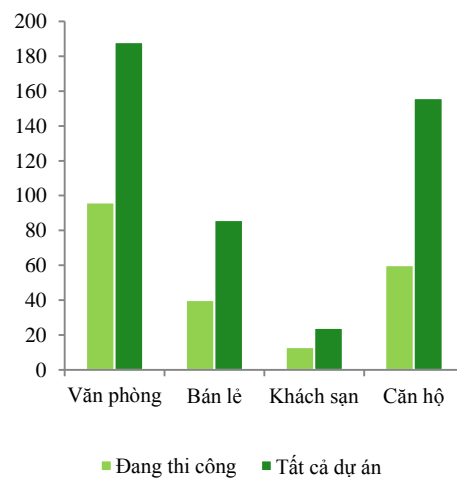
Tồn kho giảm nhẹ. Lượng tồn kho thành phẩm giảm đáng kể -31,6% so với thời điểm cuối năm 2015, trong khi đó lượng tồn kho nguyên liệu tăng 12,2% yoy. Tỷ lệ tăng tồn kho nguyên liệu khá sát với mức tăng của giá hạt nhựa trong nửa đầu năm, do đó chúng tôi có căn cứ để cho rằng, DAG chưa thay đổi chính sách nhập nguyên liệu sang dài hạn, mức tăng của tồn kho nguyên liệu đến từ giá bán trên thị trường Nhật Bản.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, đạt 60,7 tỷ đồng, lớn hơn rất nhiều so với con số -11 tỷ đồng trong 6T2015. Dòng tiền hoạt động được cải thiện chủ yếu nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh và tồn kho giảm. Dòng tiền hoạt động tăng mạnh cùng với lợi nhuận sau thuế cho thấy chất lượng kinh doanh của DAG tiếp tục được cải thiện.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NỬA CUỐI NĂM 2016

Thị trường xây dựng đang bước vào giai đoạn hoàn thiện, thúc đẩy nhu cầu đối với các dòng sản phẩm nhựa xây dựng của DAG. Số dự án xây dựng mới tại khu vực Hà Nội (thị trường chính của DAG) giai đoạn 2014-2015 đã tăng gần 90% so với cùng kỳ (theo CBRE VN), và sẽ đi vào giai đoạn hoàn thiện trong thời gian tới. Tại Hà Nội số dự án thi công trong những năm tới tiếp tục được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ kép đạt 5,3%/năm trong các năm tiếp theo, tạo ra nguồn cầu tăng trưởng khá ổn định đối với mặt hàng cửa nhựa và thanh profile của DAG tại khu vực miền bắc.

Số dự án tại Hà Nội



Tỷ lệ bán hàng/sản xuất



Nguồn: bciasia.com, CBRE VN tháng 1/2016

Nguồn: DAG, VCBS tính toán và tổng hợp

Xu hướng xây dựng văn phòng và dân dụng đang hướng tới phong cách hiện đại, thị hiếu tiêu dùng đang chuyển từ sử dụng cửa gỗ sang cửa nhựa. So với mặt hàng thay thế là cửa gỗ, giá cửa nhựa rẻ hơn khoảng 50%, vận chuyển và thi công lắp đặt dễ dàng nhờ đặc tính nhẹ và bền. Theo chúng tôi ước tính giá trị trung bình tiêu thụ/sản xuất hàng năm của DAG tăng khá nhanh trong 2 năm trở lại đây, trong năm 2015, tỉ lệ này đạt tới 101% do tất cả các dây chuyền sản xuất thanh profile đã đạt tối đa công suất dẫn tới việc phải huy động dự trữ tồn kho để đưa vào tiêu thụ. Như đã phân tích ở trên, lượng tồn kho thành phẩm tiếp tục giảm đáng kể trong 6T/2016 cho thấy tình hình tiêu thụ vẫn tiếp tục duy trì khả quan trong năm nay.

Ưu thế về kho bãi cho phép DAG sản xuất liền mạch, đáp ứng nhanh với những đơn hàng lớn. DAG có những nhà kho liên hoàn, làm đầu mối trung chuyển trong khu vực tại Hà Nội và TP.HCM. Nhờ điều kiện kho bãi, các dây chuyền có thể chạy tối đa công suất, cung ứng hàng hóa liên tục, khác với các doanh nghiệp khác trong ngành chỉ chạy máy sản xuất khi đã có đơn hàng dẫn tới số ngày sản xuất chỉ đạt 20 ngày/tháng. Nhờ vậy, cùng với công suất lớn, thị phần cao, DAG có thể tiếp cận được với các đơn hàng lớn với tốc độ giao hàng nhanh.

Sản phẩm của DAG có vị thế khá cao trên thị trường. So với hàng Trung Quốc nhập khẩu, giá bán của DAG thấp hơn so với hàng nhập khẩu chính ngạch nhờ ưu thế về vị trí địa lý, và thuế, tuy nhiên lại cao hơn so với hàng nhập khẩu tiểu ngạch. Về mặt chất lượng, sản phẩm của DAG được điều chỉnh để phù hợp với điều kiện môi trường tại Việt Nam, tuổi thọ sử dụng lên tới 25 năm, cao hơn so với các mặt hàng nhập khẩu. Đây là một ưu thế lớn của DAG so với các sản phẩm của doanh nghiệp nước ngoài.

Giá hạt nhựa được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp. Với hệ số tương quan 75% giữa giá dầu và hạt nhựa và giả định giá dầu trung bình năm 2016 duy trì ở mức 49 USD/thùng, chúng tôi dự báo giá vốn HDPE, PVC và PP trung bình trong nửa cuối năm 2016 của DAG lần lượt biến động -2,95% yoy, +1,42% yoy, và -2,69% yoy (so với nửa cuối năm 2015). Biên lợi nhuận của DAG có độ nhạy khá cao so với sự biến động giá hạt nhựa do chính sách nhập kho của DAG chỉ theo tuần (sản lượng 300.000 tấn hạt nhựa/tuần nhập khẩu), theo đó chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của DAG sẽ biến động sát với biến động giá hạt nhựa, và được ước tính sẽ mở rộng thêm 0,77% so với năm 2015, nhờ giá trung bình các loại hạt nhựa giảm nhẹ.

Tăng công suất sản xuất thanh profile tại nhà máy Hà Nam. Theo kế hoạch, vào giữa tháng 9/2016, 15 dây chuyền sản xuất thanh profile mới của DAG sẽ đi vào hoạt động chính thức, nâng tổng công suất sản xuất lên khoảng 51.000 tấn/năm đúng đầu thị trường. Sản phẩm thanh profile là sản phẩm chủ lực của DAG chiếm 36% (6T/2016) doanh thu toàn tập đoàn trong nửa đầu năm với biên lợi nhuận gộp cao nhất lên tới 11%. Trong năm 2015, toàn bộ các dây chuyền sản xuất thanh profile của DAG đã chạy tối đa công suất và tiêu thụ vượt sản xuất 10%. Việc mở rộng dây chuyền sẽ mang lại những thuận lợi cho DAG:

(1) Tăng cường doanh thu từ sản lượng tại các dây chuyền mới. Chúng tôi ước tính sản lượng thanh profile năm 2016 của DAG có thể đạt 21.750 tấn (+45% yoy) với giả định 15 dây chuyền mới được đưa vào vận hành ổn định từ ngày 15/9 và bắt đầu chạy 90% công suất kể từ tháng 10 (DAG đã có kinh nghiệm trong vận hành dây chuyền trong quá khứ). Theo đó, với việc giá bán tăng thêm khoảng 7% trong năm nay, dây chuyền mới có thể đóng góp thêm khoảng 203 tỷ đồng doanh thu trong quý 4/2016.

(2) Công suất tại các dàn máy mới cao gấp 1,5 lần các dàn máy cũ, nâng cao lợi thế về quy mô, giảm thiểu chi phí cố định/đơn vị sản phẩm. Công nghệ tại các dây chuyền mới cho phép giảm tỉ lệ sản phẩm kém chất lượng từ 4% sản lượng xuống còn 2% sản lượng.

(3) Phế liệu từ quá trình sản xuất thanh profile được tận dụng làm tấm trần, DAG hiện đang duy trì sản lượng tấm trần bằng 20% sản lượng thanh profile. Việc mở rộng sản xuất thanh profile sẽ tạo ra nguồn nguyên liệu dồi dào tự chủ cho sản xuất tấm trần, giảm bớt rủi ro từ tỷ giá trong việc nhập nguyên liệu.

Bảng: ước tính sản lượng sản xuất thanh profile của DAG năm 2016 và 2017

Năm	2016	2017
Tổng công suất ban đầu	15.000 tấn/năm	15.000 tấn/năm
Công suất từ máy mới	6.075 tấn/năm	36.000 tấn/năm
<i>Số lượng máy mới</i>	15	20
<i>Công suất mỗi máy (ước tính)</i>	1.620 tấn/năm	1.800 tấn/năm

<i>Thời gian vận hành trong năm</i>	<i>0,25</i>	<i>1</i>
Tổng sản lượng ước tính năm	21.075 tấn/năm	51.000 tấn/năm

Dự báo trong năm 2016, DAG có thể vượt kế hoạch đề ra với DTT ước đạt 1.585 tỷ đồng (+26%yoy, 108%KH), LNST ước đạt 75,1 tỷ đồng (+88%yoy, 136%KH). Động lực tăng trưởng chính đến từ sản lượng tăng thêm từ 15 dây chuyền profile mới được kỳ vọng sẽ vận hành vào giữa tháng 9 tới. Theo đó, DAG đang được giao dịch với mức P/E 7,64 lần khá thấp so với mức trung bình ngành nhựa xây dựng đang ở mức 11 lần.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

DAG là một trong những công ty đứng đầu thị trường về phân ngành sản xuất nhựa xây dựng và quảng cáo. Trong những năm gần đây DAG luôn duy trì tốc độ tăng trưởng DTT và LNST trên 10%/năm. Hiện tại, hạn chế công suất sẽ sớm được xóa bỏ khi 15 dây chuyền profile mới đi vào hoạt động trong giữa tháng 9 tới, tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu cho năm 2016 và sang đến năm 2017. Bên cạnh đó, DAG cũng đang trong thời kỳ thuận lợi khi (1) thị trường BĐS đang phục hồi và đi tới giai đoạn hoàn thiện để tăng cường tiêu thụ sản phẩm cửa nhựa và thanh profile, (2) giá hạt nhựa trên thị trường thế giới được dự báo tiếp tục ở mức thấp khi giá dầu chưa có dấu hiệu bứt phá trở lại.

Dự báo trong năm 2016, DAG có thể vượt kế hoạch đề ra với DTT ước đạt 1.585 tỷ đồng (+26%yoy, 108%KH), LNST ước đạt 75,1 tỷ đồng (+88%yoy, 136%KH). Động lực tăng trưởng chính đến từ sản lượng tăng thêm từ 15 dây chuyền profile mới được kỳ vọng sẽ vận hành vào giữa tháng 9 tới. Theo đó, DAG đang được giao dịch với mức P/E 7,64 lần khá thấp đối với mức trung bình ngành nhựa xây dựng đang ở mức 11 lần. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DAG.

Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý, rủi ro pha loãng cần được cân nhắc khi (1) DAG có lịch sử tăng vốn khá nhanh, (2) khoản trái phiếu chuyển đổi trị giá 53,5 tỷ đồng được gia hạn tới năm 2017 vẫn hiện hữu, (3) DAG hiện đang xin ý kiến cổ đông bằng văn bản để phát hành 9,1 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược nhằm tăng vốn lên khoảng 500 tỷ đồng trong năm nay, thời gian xin ý kiến sẽ kết thúc trong ngày 24/08 tới. Nếu việc tăng vốn hoàn tất trong năm nay, EPS năm 2016 pha loãng 25%, còn 1.507 đồng/cổ phiếu, mức P/E đạt 9 lần. Tuy nhiên, với mức tăng trưởng trong năm 2017, khi 15 dây chuyền thanh profile chạy hết công suất, đồng thời mức sản lượng đạt tới 51.000 tấn/năm, chúng tôi đánh giá cao khả năng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ vượt qua tốc độ pha loãng đến từ trái phiếu chuyển đổi lần phát hành riêng lẻ.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG – LIÊN HỆ

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Chuyên viên Phân tích
ldquang@vcbs.com.vn