

Ngành thép

Báo cáo cập nhật Q1/2017

5 tháng 5, 2017

Khuyến nghị

NEUTRAL

Giá kỳ vọng (VND)

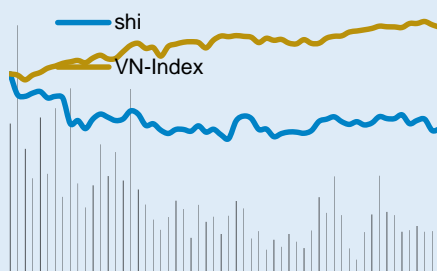
Giá thị trường (05/05/2017) **8.150**

Lợi nhuận kỳ vọng

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	7.250 - 9.910
Vốn hóa	501 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	60.473.443 CP
KLGD bình quân 10 ngày	428.122 CP
% sở hữu nước ngoài	6,3%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	300 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,7%
Beta	1,07

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SHI	-0,72	-0,12	-0,48	4,94
Vn-index	8,60	-0,29	3,09	8,29

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 202

chethimaitrang@baoviet.com.vn

CTCP Quốc tế Sơn Hà

Mã giao dịch: SHI Reuters:

SHI.HM

Bloomberg: SHI VN

Tăng trưởng tiêu thụ trong năm 2017 không nhiều do bị giới hạn về công suất. Trong năm 2017, dự địa tăng trưởng của mặt hàng bồn nước inox và thái dương năng – 2 trong 3 mặt hàng đóng góp chính vào lợi nhuận của SHI sẽ không nhiều do bị giới hạn về công suất thiết kế. Với hệ thống nhà xưởng hiện tại, hai mặt hàng này hiện đã hoạt động 90% công suất. Phải đến tháng 8/2017 khi nhà máy Bắc Ninh hoàn thành, công suất của 2 mặt hàng này mới được gia tăng tuy nhiên mức tăng trưởng về công suất của bồn nước inox chỉ khoảng 14% so với công suất hiện tại do máy móc thiết bị tại nhà máy Bắc Ninh chủ yếu là di dời từ nhà máy tại Diễn và tại Phùng về. Đối với mặt hàng thái dương năng, công suất sản xuất sẽ gia tăng 67% tuy nhiên do thời điểm nhà máy đi vào hoạt động trong các tháng cuối năm 2017 do đó sản lượng đóng góp sẽ không nhiều.

Tiếp tục đầu tư cho ống thép và các ngành hàng mới. SHI định hướng sẽ mở rộng công suất sản xuất cũng như hệ thống chi nhánh cho mảng sản xuất ống thép vốn có tính rủi ro cao, nhu cầu vốn lưu động lớn và biên lợi nhuận thấp nhất trong các mảng hoạt động hiện nay. Ngoài ra, SHI sẽ tiếp tục đầu tư mở rộng sang các ngành nghề mới là logistic và cấp thoát nước. Việc đầu tư sang các ngành nghề mới, trong khi nhu cầu vốn để đầu tư sản xuất các sản phẩm truyền thống và mở rộng các nhà máy mới (nhà máy tại Bắc Ninh, Myanmar, mở rộng nhà máy Nghệ An) sẽ tiếp tục gây áp lực lên tình hình tài chính vốn đang khá rủi ro của SHI.

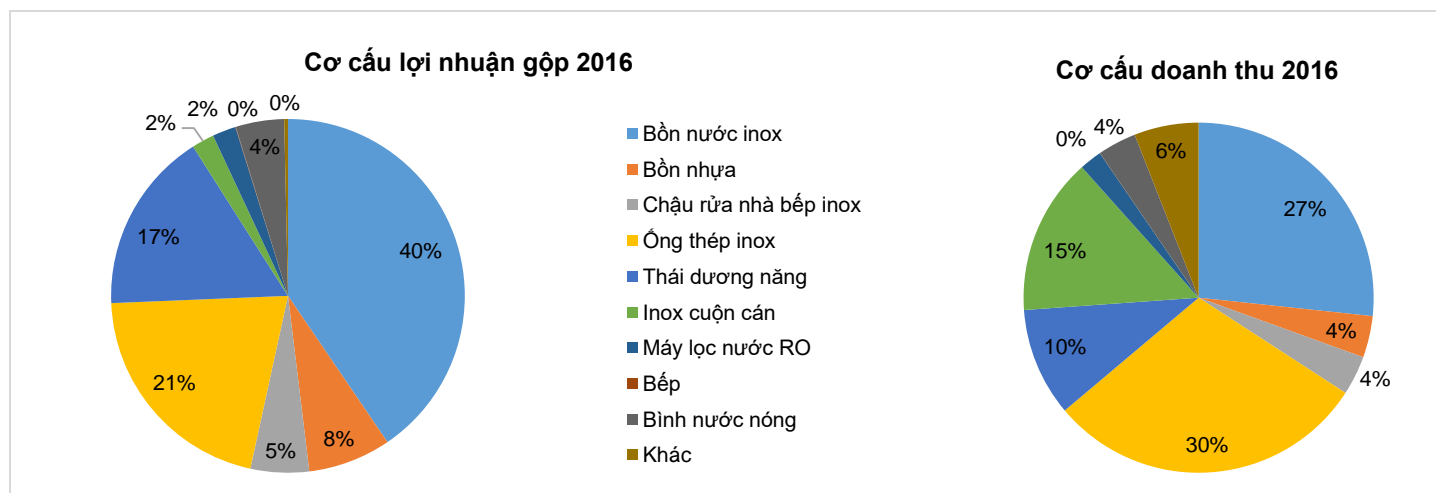
Tình hình tài chính rủi ro và lưu ý về giao dịch với các bên có liên quan. Tỷ lệ nợ của SHI mặc dù đã giảm trong các năm gần đây tuy nhiên vẫn ở mức khá cao. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cuối năm 2016 là 1,5 lần, các hệ số thanh toán đều ở mức thấp. Việc đầu tư các dự án mới với tỷ lệ nợ vay cao (70%-80%), và đầu tư mở rộng hoạt động ống thép vốn có nhu cầu vốn lưu động lớn trong khi lượng tiền mặt thấp, tỷ lệ nợ vay của SHI trong các năm tới sẽ tiếp tục ở mức rủi ro. Ngoài ra, SHI hiện còn một khoản vay hộ CTCP Đầu tư phát triển thương mại Tổng hợp Sơn Hà (115 tỷ VNĐ). Trong trường hợp xấu, nếu khoản cho vay này không có khả năng thanh toán sẽ gây rủi ro về tín dụng và khả năng trích lập chi phí tài chính với SHI.

SHI và SHA sẽ phân chia lại thị trường. SHI và SHA sẽ phân chia thị trường quản lý do sự bất đồng về chiến lược hoạt động và quan điểm đầu tư. Việc phân chia địa bàn trước mắt sẽ không ảnh hưởng nhiều tới SHI tuy nhiên có thể sẽ tác động tiêu cực về dài hạn, khi SHA muốn tự xây dựng nhà máy sản xuất để giảm sự phụ thuộc vào SHI thì việc mất đi phần doanh thu từ bán sản phẩm cho SHA sẽ ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh của SHI (khoảng 10% - 20% lợi nhuận của SHI hiện nay theo ước tính của BVSC).

Khuyến nghị đầu tư. Mặc dù hiện tại SHI đang được giao dịch với mức P/E dự phóng 2017 khá thấp: 3,8 lần. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng trưởng trong tương lai chưa có những dòng sản phẩm mới mang tính đột phá, chúng tôi cho rằng SHI sẽ khó đạt được mức tăng trưởng tốt trong tương lai gần. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SHI.

Cơ cấu sản phẩm chưa có nhiều thay đổi

Bồn nước inox, ống thép inox, thái dương năng vẫn đang là 3 mảng hoạt động chính đóng góp vào lợi nhuận của SHI. Ba mảng hoạt động này đóng góp 67% doanh thu và 78% lợi nhuận gộp của SHI năm 2016, không thay đổi nhiều về cơ cấu so với 2015 (61% doanh thu và 80% lợi nhuận).



Biên lợi nhuận hàng gia dụng giảm do giá nguyên liệu tăng tuy nhiên sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh. Trong năm 2016, giá nguyên liệu thép không gỉ tăng so với 2015 khiến biên lợi nhuận các mặt hàng gia dụng của SHI có xu hướng sụt giảm nhẹ về biên lợi nhuận, từ mức 29% (2015) xuống 26% (2016) do giá bán không theo kịp tốc độ tăng của giá đầu ra. Tuy nhiên, điểm đáng lưu ý là sản lượng tiêu thụ tăng trưởng rất tốt nhờ tình hình bất động sản thuận lợi trong năm 2016 và hiệu quả từ việc mở rộng hệ thống chi nhánh. Trong năm 2016, SHI đã mở rộng thêm 31 chi nhánh cho ngành hàng gia dụng, đưa tổng số chi nhánh đối với các mặt hàng gia dụng của tập đoàn lên 75 chi nhánh từ mức 34 chi nhánh cuối năm 2015. Các mặt hàng bồn nước inox, thái dương năng, bồn nhựa và máy lọc nước RO đều có mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ 38%-69% trong năm 2016.

Sản lượng tiêu thụ 2015 - 2016				
Sản phẩm	Đơn vị	2015	2016	Tăng trưởng
Bồn nước inox	Cái	193.313	281.026	45%
Bồn nhựa	Cái	42.782	58.910	38%
Chậu rửa nhà bếp inox	Bộ	191.754	218.427	14%
Ống thép inox	Tấn	14.679	15.973	9%
Thái Dương Năng	Bộ	32.923	55.612	69%
Gia công cuộn cán inox	Tấn	12.495	12.872	3%
Máy lọc nước RO	Cái	12.849	18.596	45%
Bếp	Cái	-	639	n/a
Bình nước nóng điện	Cái	-	56.326	n/a

Tăng trưởng tiêu thụ trong năm 2017 không nhiều do bị giới hạn về công suất. Trong năm 2017, dự địa tăng trưởng của mặt hàng bồn nước inox và thái dương năng – 2 trong 3 mặt hàng đóng góp chính vào lợi nhuận của SHI sẽ không nhiều do bị giới hạn về công suất thiết kế. Với hệ thống nhà xưởng hiện tại, hai mặt hàng này hiện đã hoạt động 90% công suất. Phải đến tháng 8/2017 khi nhà máy Bắc Ninh hoàn thành, công suất của 2 mặt hàng này mới được gia tăng tuy nhiên mức tăng trưởng về công suất của bồn nước inox chỉ khoảng 14% so với công suất hiện tại do máy móc thiết bị tại nhà máy Bắc Ninh chủ yếu là di dời từ nhà máy tại Diễn và tại Phùng về. Đối với mặt hàng Thái dương năng, công suất sản xuất sẽ gia tăng 67% tuy nhiên do thời điểm nhà máy đi vào hoạt động trong các tháng cuối năm 2017 do đó sản lượng đóng góp trong năm 2017 sẽ không nhiều. Ngoài ra, phần công suất gia tăng thêm sau khi Bắc Ninh đi vào hoạt động sẽ chủ yếu là các dòng sản phẩm mới và không chiếm tỷ trọng doanh thu/lợi nhuận cao cho SHI như máy nước nóng (+122%), máy lọc nước RO (+50%), chậu rửa (+95%). Hiện tại các sản phẩm này hiện mới chỉ hoạt động khoảng 30% - 50% công suất, do đó chúng tôi cho rằng việc mở rộng công suất sau khi Bắc Ninh hoạt động chưa mang lại nhiều hiệu quả trong năm 2017. Ngoài ra, nhà máy này có quy mô 50.000 m², vốn đầu tư 350 tỷ VNĐ, sử dụng 70% - 80% vốn vay, tương ứng khoảng 260 tỷ VNĐ. Lãi suất vay dài hạn của SHI khá cao, khoảng 10% - 12%/năm, theo đó chúng tôi ước tính khoản nợ vay đầu tư nhà máy Bắc Ninh sẽ phát sinh khoảng 10 tỷ VNĐ lãi vay năm 2017 và 26 tỷ VNĐ lãi vay dài hạn cho Công ty trong năm 2018 (tương ứng 23% lợi nhuận sau thuế 2016).

Công suất hiện tại và sau khi nhà máy Bắc Ninh hoạt động					
Sản phẩm	Đơn vị	Sản lượng 2016	Công suất hiện tại	Sau khi Bắc Ninh hoạt động	Tăng trưởng
Dân dụng					
Bồn nước inox (*)	m ³	379.350	420.000	480.000	14%
Bồn nhựa (*)	m ³	79.000	108.000	138.000	28%
Chậu rửa	bộ	218.427	420.000	820.000	95%
Thái dương năng	bộ	55.612	60.000	100.000	67%
Máy lọc nước RO	bộ	18.596	40.000	60.000	50%
Máy nước nóng	bộ	56.326	180.000	400.000	122%
Nhóm công nghiệp					
Thép lá cán nguội	tấn		24.000	n/a	
Ống thép inox	tấn		25.000	n/a	

Nguồn: SHI, BVSC tổng hợp, () Sản lượng bồn nước năm 2016 của SHI được ước tính dựa trên kích thước trung bình bồn nước của công ty là 1,35 m³/chiếc.*

Các dự án đầu tư mở rộng mảng hàng gia dụng sẽ tiếp tục được triển khai. Ngoài nhà máy tại Bắc Ninh, SHI cũng sẽ đầu tư nhà máy tại Myanmar và mở rộng nhà máy tại Nghệ An. Công ty Son Ha Myanmar International Limited (vốn góp của SHI: 45%) được thành lập mới năm 2016 sẽ thực hiện đầu tư nhà máy

tại Myanmar, công suất 60.000 m³ bồn nước inox/năm. SHI cũng đã mua thêm lô đất có diện tích 4ha tại Nghệ An để đầu tư mở rộng nhà máy tại đây. Thông tin chi tiết về công suất dự kiến, vốn đầu tư và tỷ lệ nợ vay của 2 dự án này chưa được công bố.

Các dòng sản phẩm mới chưa làm thay đổi nhiều bức tranh lợi nhuận về dài hạn. Năm 2016, SHI đã cho ra sản phẩm bếp điện từ và bình nước nóng điện, với mức tiêu thụ bình nước nóng khá tốt năm 2016 (56.326 chiếc). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá 2 sản phẩm này cũng sẽ khó có thể tạo sự đột phá về kết quả kinh doanh cho SHI về dài hạn, do tính cạnh tranh cao trên thị trường và sản phẩm không có sự khác biệt.

SHI kỳ vọng vào dòng sản phẩm mới sẽ ra mắt năm 2017, là sản phẩm bồn tự hoại Septic, được làm từ nhựa nguyên sinh LLDPE dày 6-8mm, đựng chất thải gia đình, thay thế cho các bể phốt bê tông hiện nay. Trên thị trường cũng đã có một số doanh nghiệp sản xuất sản phẩm này, nhưng chủ yếu có thời gian bảo hành 10 năm, còn sản phẩm bồn tự hoại septic của SHI sẽ có thời gian bảo hành 50 năm. Tuy nhiên, chúng tôi không đánh giá cao tính năng của dòng sản phẩm này, do việc tiến hành lắp đặt vẫn phải đào hố xây, tương tự như cách xây dựng bể phốt hiện nay, và sẽ tốn thêm chi phí mua và lắp đặt bồn (5,5 triệu VNĐ/chiếc với dung tích 1.000 lít và 6,6 triệu/chiếc với dung tích 1.600 lít) trong khi không có sự chênh lệch nhiều về lợi ích khi chuyển từ việc sử dụng bể phốt thông thường sang sử dụng bồn tự hoại.

Mảng ống thép định hướng sẽ mở rộng

Cuối năm 2016, SHI đã thành lập Công ty TNHH MTV Sơn Hà SSP Việt Nam chuyên chịu trách nhiệm quản lý mảng sản xuất kinh doanh ống thép của Tập đoàn. Trong năm 2016, SSP đã xây dựng 20 chi nhánh và đội ngũ cán bộ quản lý, khiến chi phí lương nhân viên và chi phí bán hàng tăng mạnh. Lợi nhuận từ mảng kinh doanh ống thép trong năm 2016 mang lại khá khả quan, khi sản lượng tăng trưởng 8,8%, doanh thu giữ ổn định (tăng 2,3%) và lợi nhuận gộp tăng đến 49%. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận từ ống thép chủ yếu do giá nguyên liệu thép không gỉ tăng khá tốt trong năm 2016, khiến SSP được hưởng lợi từ việc dự trữ hàng tồn kho giá thấp giúp biên lợi nhuận từ ống thép tăng mạnh. Năm 2017, SSP dự kiến sẽ tiếp tục mở thêm 20 chi nhánh, nâng tổng số lượng chi nhánh lên 50 chi nhánh và sẽ nâng công suất sản xuất ống thép khi toàn bộ máy móc sản xuất hàng gia dụng tại nhà máy Phùng hiện nay sẽ được di dời về nhà máy Bắc Ninh và nhường mặt bằng để gia tăng công suất ống thép inox và thép lá cán nguội. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng ống thép inox là mảng hoạt động có tính rủi ro cao, nhu cầu vốn lưu động lớn và biên lợi nhuận thấp nhất trong các mảng hoạt động của SHI, do đó chúng tôi không đánh giá cao định hướng phát triển này của Công ty.

Chi phí quản lý và bán hàng tăng mạnh trong năm 2016

Năm 2016, chi phí quản lý doanh nghiệp của SHI tăng 142% và chi phí bán hàng tăng 37% so với 2015. Việc chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh một phần

do việc hạch toán toàn bộ lợi thế thương mại còn lại của CTCP Đầu tư phát triển thương mại tổng hợp Sơn Hà (43,5 tỷ VNĐ) vào chi phí quản lý doanh nghiệp trong kỳ sau khi tiến hành thoái vốn tại công ty này. Tuy nhiên, nếu loại trừ đi khoản chi phí này, chi phí quản lý doanh nghiệp của SHI vẫn tăng khoảng 46,5% so với 2015. Nguyên nhân chính khiến chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng tăng là do việc mở rộng hệ thống chi nhánh của cả ngành hàng gia dụng và mảng sản xuất kinh doanh ống thép, cũng như xây dựng hệ thống đội ngũ nhân sự quản lý của SSP (được thành lập cuối 2015). Tổng số lượng nhân viên của SHI cuối năm 2016 đã tăng 48%, lên 1.854 người so với mức đầu năm là 1.253 nhân viên. Trong năm 2017, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng của SHI sẽ tiếp tục gia tăng khi hệ thống các showroom đi vào hoạt động và mở rộng thêm hệ thống chi nhánh cho SSP. SHI dự kiến sẽ ra mắt 60 showroom trên cả nước, với chi phí xây dựng dở dang hệ thống showroom này cuối năm 2016 khoảng 55 tỷ VNĐ và xây dựng thêm 20 chi nhánh cho SSP. Năm 2016, việc mở rộng hệ thống chi nhánh cùng với sự thuận lợi của thị trường bất động sản đã giúp sản lượng tiêu thụ của SHI tăng trưởng mạnh, tuy nhiên với sự giới hạn về công suất của các ngành hàng chính trong năm 2017, việc mở rộng quy mô có thể chưa mang lại nhiều hiệu quả trong năm nay.

Tiếp tục đầu tư mở rộng các ngành hàng sản xuất mới

Năm 2016, SHI đã tiến hành bán bớt phần sở hữu tại CTCP Đầu tư phát triển thương mại tổng hợp Sơn Hà (hoạt động kinh doanh chính là dịch vụ trò chơi điện tử và cho thuê mặt bằng kinh doanh tại số 8 Quang Trung, Hà Đông) từ mức 71,13% xuống 20,13%. Tuy nhiên, SHI lại thành lập thêm Công ty TNHH Một thành viên Logistics Sơn Hà, phụ trách dịch vụ vận tải và tiến hành mua 20% cổ phần tại CTCP Cấp thoát nước Lạng Sơn (NLS). SHI cũng định hướng sẽ ký hợp đồng hợp tác kinh doanh với Nhà máy nước Hà Đông để đầu tư trạm xử lý nước ở Hà Đông, có quy mô 30.000 m³ nước/ngày đêm, trong đó nhà máy nước Hà Đông góp 20% vốn. Vốn đầu tư trạm xử lý nước này khoảng 160 – 180 tỷ VNĐ, Vietcombank sẽ cho vay 80% và đầu ra sẽ được bao tiêu bởi nhà máy nước Hà Đông. Việc đầu tư sang các ngành nghề mới có nhu cầu vốn cao, trong khi tỷ lệ nợ vay đang ở mức rủi ro và tiếp tục cần vốn để đầu tư sản xuất các sản phẩm truyền thống và mở rộng các nhà máy mới (nhà máy tại Bắc Ninh, Myanmar, mở rộng nhà máy Nghệ An) sẽ gây áp lực lên tình hình tài chính của SHI trong các năm tới.

Rủi ro về tình hình tài chính và vấn đề cần lưu ý về giao dịch với các bên có liên quan

Tỷ lệ nợ vay tiếp tục ở mức cao và khó có thể cải thiện trong các năm tới.

Tỷ lệ nợ của SHI mặc dù đã giảm trong các năm gần đây tuy nhiên vẫn ở mức khá cao. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cuối năm 2016 là 1,5 lần, các hệ số thanh toán đều ở mức thấp. Việc đầu tư các dự án mới với tỷ lệ nợ vay cao (70%-80%), mở rộng hoạt động ống thép vốn có nhu cầu vốn lưu động lớn trong khi

lượng tiền nhàn rỗi ở mức thấp, tỷ lệ nợ vay của SHI trong các năm tới sẽ tiếp tục ở mức rủi ro.

Khoản cho vay CTCP Đầu tư phát triển thương mại Tổng hợp Sơn Hà. Khi còn là công ty mẹ của CTCP Đầu tư phát triển thương mại Tổng hợp Sơn Hà (HIS), SHI đã vay hộ công ty này khoảng 115 tỷ VNĐ. Hiện nay, SHI đã thoái bớt và chỉ còn giữ khoảng 21% vốn, tuy nhiên khoản nợ này vẫn đang phải trả thay cho HIS. Khi tiến hành chuyển nhượng phần vốn góp này, đối tác nhận chuyển nhượng vốn đã cam kết sẽ thanh toán khoản giá trị công nợ và lãi vay cho HIS trong thời gian tối đa 2 năm, mỗi quý thanh toán 15 tỷ VNĐ. Tuy nhiên trong trường hợp xấu, nếu khoản cho vay này không có khả năng thanh toán sẽ gây rủi ro về tín dụng và khả năng trích lập chi phí tài chính với SHI.

Vấn đề cần lưu ý về giao dịch với các bên có liên quan. Trong báo cáo tài chính kiểm toán 2016, phần giải trình về doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ cho các bên liên quan của SHI có nội dung “Bán hàng hóa, thành phẩm cho CTCP Toàn Thắng” với giá trị 38 tỷ VNĐ năm 2016. Qua phần giải thích của đại diện SHI và tìm hiểu của BVSC, chúng tôi được hiểu rằng đây là một công ty có quan hệ với thành viên ban lãnh đạo của SHI, thực hiện sản xuất các sản phẩm tương tự như SHI (bồn inox, bồn nhựa, chậu rửa, máy lọc nước RO, máy nước nóng) nhưng với thương hiệu là Toàn Thắng, có giá bán thấp hơn so với SHI để phục vụ phân khúc thị trường thấp cấp. Mặc dù tỷ lệ doanh thu SHI bán cho Toàn Thắng trên tổng doanh thu là không cao (38 tỷ VNĐ, tương đương 1,6% doanh thu của SHI) tuy nhiên nếu so sánh với lợi nhuận thì phần doanh thu này tương đương 29% lợi nhuận trước thuế của SHI. Hoạt động giao dịch đối với bên có liên quan này là một rủi ro cần lưu ý khi đầu tư vào SHI.

SHI và SHA sẽ phân chia lại thị trường quản lý

Trong ĐHCĐ thường niên năm 2017, ông Lê Hoàng Hà đã tuyên bố từ nhiệm chức danh Tổng giám đốc SHI để phát triển thị trường phía Nam. Theo đó, ông Hà sẽ thoái toàn bộ số cổ phần đang nắm giữ tại SHI hiện nay và đổi lại là số cổ phần SHI sở hữu tại SHA hiện nay. SHI và SHA sẽ phân chia lại thị trường do sự bất đồng về chiến lược hoạt động và quan điểm đầu tư. Trong khi SHI định hướng sẽ tiếp tục giành phần lớn lợi nhuận của Tập đoàn để tiếp tục mở rộng đầu tư mới, thì SHA muốn tập trung gia tăng lợi ích cho các cổ đông thông qua việc trả cổ tức tốt và chỉ dành một phần lợi nhuận để tái đầu tư. Địa bàn kinh doanh cũng được phân chia rõ ràng: với các sản phẩm mang thương hiệu Sơn Hà, SHA sẽ quản lý tại khu vực từ Quảng Nam trở vào Nam và SHI sẽ quản lý khu vực từ Quảng Nam ra phía Bắc. Hai công ty sẽ không bán lẫn địa bàn của nhau, và nếu muốn bán sản phẩm ở địa bàn của đối phương thì phải sử dụng thương hiệu khác chứ không phải là Sơn Hà.

Việc phân chia địa bàn trước mắt sẽ không ảnh hưởng nhiều tới SHI tuy nhiên có thể sẽ tác động tiêu cực về dài hạn. SHA hiện tại quản lý 2 nhà máy sản xuất là Nhà máy Sơn Hà Chu Lai (khu kinh tế mở Chu Lai) và Nhà máy Sơn Hà Sài Gòn (Hóc Môn), với sản phẩm chính là bồn nước inox. Các sản phẩm khác mang thương hiệu Sơn Hà như Thái Dương năng, chậu rửa, máy lọc nước

RO... đều được SHA mua từ SHI để phân phối cho thị trường phía Nam. Chúng tôi ước tính trong giai đoạn 2015 – 2016, khoảng 15%- 30% các sản phẩm gia dụng của SHI được tiêu thụ thông qua SHA và mức biên lợi nhuận các sản phẩm SHI bán cho SHA ở mức 10% - 15%. Trong ngắn hạn, khi SHA chưa có thể mở rộng sản xuất và vẫn phải lấy hàng thông qua SHI, thì việc thoái vốn khỏi SHA sẽ chỉ khiến SHI mất phần lợi nhuận từ liên doanh liên kết (khoảng 8 - 12 tỷ VNĐ năm 2015 – 2016, tương đương 8% - 10% lợi nhuận của SHI). Tuy nhiên về lâu dài, nếu SHA muốn tự xây dựng nhà máy sản xuất để giảm sự phụ thuộc vào SHI thì việc mất đi phần doanh thu từ bán sản phẩm cho SHA sẽ ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh của SHI (khoảng 10% - 20% lợi nhuận của SHI hiện nay theo ước tính của BVSC). Trong ngắn hạn, chúng tôi chưa thấy kế hoạch mở rộng sản xuất kinh doanh của SHA tuy nhiên đây là rủi ro tiềm ẩn với hoạt động kinh doanh của SHI.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017

SHI đặt kế hoạch kinh doanh 2017 là 2.500 tỷ VNĐ doanh thu và lợi nhuận sau thuế là 115 tỷ VNĐ, tăng 6% về doanh thu và 1,5% về lợi nhuận so với 2016. Kế hoạch sản lượng tiêu thụ được đặt ra lạc quan hơn, với tăng trưởng sản lượng bồn nước inox đạt 21% và thái dương năng 17%, các dòng sản phẩm mới như máy lọc nước RO, bếp và bình nước nóng đặt kế hoạch tăng trưởng tiêu thụ khá cao (88% - 5377%) trong năm 2017. Chúng tôi cho rằng SHI có thể sẽ không hoàn thành được kế hoạch tiêu thụ này do tình hình thị trường xây dựng năm 2017 có thể sẽ tăng trưởng chậm lại so với 2016, tuy nhiên vẫn có thể vượt 6% kế hoạch doanh thu và 13% kế hoạch lợi nhuận năm 2017.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017 của SHI

Chỉ tiêu	2016	2017F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu	2359	2,661	13% Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ bồn nước inox sẽ tăng 15% trong năm 2017, thái dương năng tăng trưởng 17%. Các sản phẩm khác (ngoại trừ sản phẩm mới là bếp điện từ và bình nước nóng) được giả định mức tăng trưởng tương đương so với 2016.

Kế hoạch sản lượng của SHI và dự báo của BVSC

Sản phẩm	Đơn vị	2015	2016	KH 2017	BVSC dự báo
Bồn nước inox	Cái	193,313	281,026	340,000	323,180
Bồn nhựa	Cái	42,782	58,910	90,000	81,118
Chậu rửa nhà bếp inox	Bộ	191,754	218,427	220,000	220,000
Ổng thép inox	Tấn	14,679	15,973	22,000	17,381
Thái Dương Năng	Bộ	32,923	55,612	65,000	65,000
Gia công cuộn cán inox	Tấn	12,495	12,872	13,000	13.260
Máy lọc nước RO	Cái	12,849	18,596	35,000	26,913
Bếp	Cái	-	639	35,000	35,000

				Bình nước nóng điện	Cái	-	56,326	170,000	81,519
Giá vốn	1907	2,169	14%	Trong 4 tháng đầu năm, giá thép không gỉ đã tăng khoảng 6,5% so với cùng kỳ năm 2016. Chúng tôi giả định mức tăng giá này giữ nguyên trong cả năm 2017, tuy nhiên giá bán các mặt hàng gia dụng của SHI được giả định sẽ tăng giá chậm hơn so với tốc độ tăng của giá đầu vào (4%) theo đó biên lợi nhuận của các mặt hàng gia dụng sẽ giảm xuống. Ngoài ra, biên lợi nhuận của mảng ống thép được giả định sẽ giảm từ mức 13% năm 2016 về mức bình quân 5 năm trở lại đây là 9%.					
Lợi nhuận gộp	451	492	9%						
Doanh thu tài chính	35	8	-77%	Doanh thu tài chính 2017 giả định sẽ không còn khoản lãi chuyển nhượng công ty con và thanh lý các khoản đầu tư ngắn hạn của năm 2016 (khoảng 24 tỷ VNĐ). Ngoài ra, lãi từ tiền gửi cũng giảm xuống do lượng tiền nhàn rỗi giảm để sử dụng đầu tư nhà máy.					
Chi phí tài chính	69	84	22%	Chi phí tài chính tăng do vốn hóa chi phí lãi vay để xây dựng nhà máy Bắc Ninh trong cuối năm 2017.					
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	11	2	-82%	Lãi từ liên doanh liên kết giảm do tiến hành thoái vốn khỏi SHA					
Chi phí bán hàng	171	185	8%	Chi phí bán hàng tiếp tục tăng khi mở mới các chi nhánh cho SSP và đưa hệ thống showroom vào hoạt động					
Chi phí QLDN	106	70	-34%	Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm do không còn trích lập khoản lợi thế thương mại do thoái vốn khỏi CTCP Đầu tư phát triển thương mại Tổng hợp Sơn Hà (43 tỷ VNĐ)					
LNTT	130	163	25%						
LNST	103	130	26%						
LN công ty mẹ	113	130	15%						

Khuyến nghị đầu tư

Mặc dù hiện tại SHI đang được giao dịch với mức P/E dự phóng 2017 khá thấp: 3,8 lần. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng trưởng trong tương lai chưa có những dòng sản phẩm mới mang tính đột phá, chúng tôi cho rằng SHI sẽ khó đạt được mức tăng trưởng tốt trong tương lai gần. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SHI.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Chế Thị Mai Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà, CFA
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường, Dầu khí
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến
Hàng hóa tiêu dùng
nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dệt may
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888