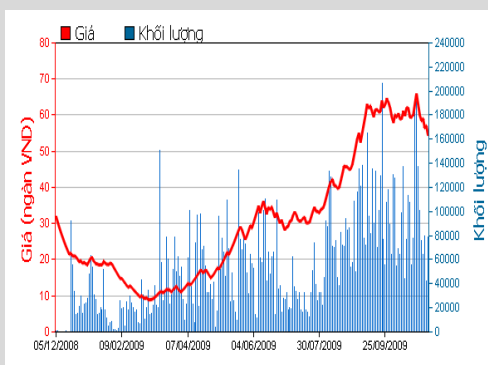


MCK: HSG**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN****MUA****ĐỊNH GIÁ 68.000 VND****Chuyên viên: Nguyễn Văn Kiên****Email: kien.nv@vdsc.com.vn****ĐT: (08) 62992006 Ext: 308****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (03/11/2009)	52.000
Giá cao nhất (52 tuần)	64.500
Giá thấp nhất (52 tuần)	8.900
Số CP đang lưu hành	57.018.500
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.965
P/E (EPS 2008)	19,55
P/BV (BV 30/06/09)	1,95

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SENSố 9 Đại Lộ Thống Nhất – KCN Sóng Thần II –
Dĩ An – Bình Dương

ĐT: +84 6503 790 790

+84 6503 791 791

Fax: +84 6503 791 792

Website: www.hoasengroup.vn

NGÀNH XÂY DỰNG – VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Đây là bản cập nhật “Báo cáo phân tích HSG, VDSC phát hành ngày 28/07/2009”. Vừa qua, HSG đã kết thúc năm tài chính (30/09/2009) với kết quả kinh doanh nổi trội trong quý cuối giúp lợi nhuận sau thuế cả năm vượt 165,28% kế hoạch và vượt xa so với dự phóng ban đầu của chúng tôi. Đồng thời, nhà máy tôn Hoa Sen – Phú Mỹ dự kiến sẽ hoạt động trong tháng 4/2010, kỳ vọng đem lại sự tăng trưởng mạnh về doanh thu cho HSG trong các năm tới.

Trên cơ sở cập nhật dữ liệu phân tích và điều chỉnh dự phóng, mức giá của HSG theo mô hình định giá của chúng tôi vào khoảng 68.000 đồng/cổ phiếu, tương đương giá trị vốn hóa 3.878 tỷ đồng, cao hơn giá tham chiếu ngày 04/11 khoảng 30,77%. Nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu này tùy theo mức lợi nhuận kỳ vọng.

Một điểm quan trọng cần lưu ý là sự kỳ vọng kết quả kinh doanh tốt trong 2 quý cuối năm đã được phản ánh vào giá hiện tại, do đó, HSG thích hợp với đầu tư dài hạn hơn là ngắn hạn.

Kết quả kinh doanh niên độ tài chính 2008-2009 thuận lợi về cuối năm.

Niên độ tài chính 2008-2009, sản lượng bán ra theo ước tính của HSG đạt 166.545 tấn tăng 14% so với kế hoạch, doanh thu đạt 2.841 tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận gộp 19,8%. Mức lợi nhuận sau thuế đạt 191 tỷ vượt 165,28% so với kế hoạch. Thị phần tiêu thụ tôn, sản phẩm chủ lực (chiếm 80% doanh thu của Hoa Sen), tăng từ 21% lên 27,63% trong 9 tháng đầu năm 2009.

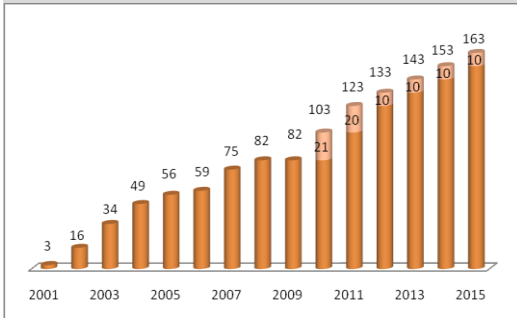
Hai quý đầu năm 2009, mặc dù bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế, nhu cầu và giá thép giảm mạnh nhưng mức sản lượng bán ra của HSG đạt khoảng 65.527 tấn và cho đến quý II thì về cơ bản Công ty đã tiêu thụ hết lượng tồn kho giá cao. Bước sang 2 quý cuối niên độ, một phần nhờ diễn biến thuận lợi từ thị trường, tổng sản lượng bán ra khoảng 101.018 tấn. Mức lãi gộp khá cao, đạt 24% trong quý III, đặc biệt ước tính trong quý IV đạt khoảng 34%. Những kết quả tốt đạt được trong 2 quý cuối năm theo chúng tôi là do lượng hàng tồn kho giá rẻ có giá trung bình khoảng 450 USD/tấn được nhập về hơn 100.000 tấn trong tháng 4, 5 năm 2009 là yếu tố chính khiến cho lợi nhuận có đột biến.

Ngoài những yếu tố thuận lợi khách quan, HSG còn có những ưu thế về chu trình sản xuất kinh doanh khép kín và tổ chức bán hàng khác biệt so với các công ty khác trong ngành:

- Hiện ngoài các dây chuyền sản xuất tôn như các công ty khác, HSG còn có thêm dây chuyền sản xuất thép cán nguội với công suất 180.000 tấn/năm, là nguyên liệu đầu vào để sản xuất tôn. Với dây chuyền này HSG có thể tiết kiệm được khoảng 60USD/tấn so với mua nguyên liệu từ bên ngoài. Thêm vào đó khi có các đơn hàng với qui cách không phổ biến thì các doanh nghiệp khác phải nhập khẩu hoặc mua từ nhà máy thép tấm lá Phú Mỹ sẽ phải mất 1,5 đến 2 tháng mới có nguyên liệu trong khi Hoa Sen chỉ cần 5 ngày có thể đáp ứng được nhu cầu của khách hàng.
- Ngoài ra với hệ thống bán hàng gồm 82 chi nhánh đưa sản phẩm đến tận tay người tiêu dùng, tiết kiệm chi phí hàng tồn kho cho nên giảm thiểu chi phí lãi vay, đồng thời tiết kiệm được chi phí bán hàng và quản lý tạo ra một tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn so với các công ty khác. Với hệ thống chi nhánh này Công ty có thể thực hiện chính sách kinh doanh linh hoạt về giá

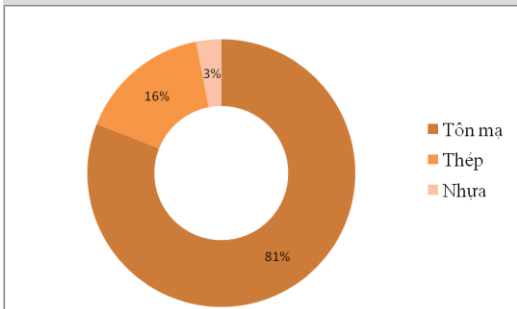
Ngày 03/11/2009

Số lượng chi nhánh của HSG hiện tại và dự kiến đến 2015



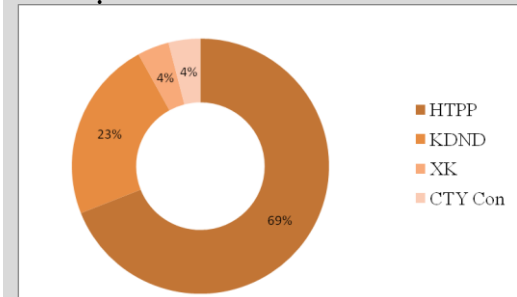
Nguồn: HSG

Tỷ trọng tiêu thụ các mặt hàng trong niên độ 08-09:



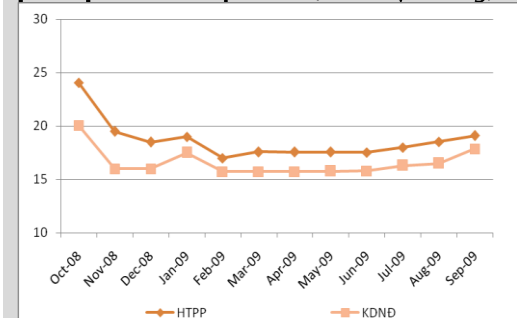
Nguồn: HSG

Sản lượng hàng bán theo kênh phân phối niên độ 08-09



Nguồn: HSG

Giá bán bình quân tôn mạ theo kênh phân phối niên độ 08-09 (Đvt: triệu đồng)



Nguồn: HSG

bán, sản lượng tiêu thụ, hàng tồn kho phù hợp với tình hình thị trường từng thời điểm. Cũng chính từ đây mà Hoa Sen có thể cập nhật được nhu cầu của thị trường một cách nhanh chóng để phục vụ cho định hướng kinh doanh của Công ty là sản xuất dựa trên nhu cầu của thị trường. Và một điểm đáng lưu ý là các chi nhánh này HSG sở hữu 100% và đa số đất của các chi nhánh này đều được mua với giá trị thấp.

Nhà máy mới dự kiến hoạt động trong tháng 4/2010 kỳ vọng sẽ không khó khăn tìm thị trường đầu ra.

- Nhà máy tôn Hoa Sen – Phú Mỹ đi vào hoạt động sẽ nâng công suất sản xuất các sản phẩm lên gấp 2-3 lần trong đó dây chuyền cán nguội tăng thêm 400.000 tấn/năm, đặc biệt dây chuyền mạ kẽm mới với công suất 450.000 tấn/năm, với công nghệ NOF có thể mạ được các loại thép cán nóng để chế tạo ra ống thép mạ kẽm có chất lượng cao hơn so với các sản phẩm hiện có trên thị trường.
- Thêm vào đó, theo ước tính của Công ty nhu cầu đặt hàng trong năm 2008-2009 khoảng 214.000 tấn vượt khả năng cung cấp khoảng 30% cho nên khi năng lực sản xuất được mở rộng thì khả năng hoàn thành kế hoạch có tính khả thi cao.
- Đồng thời theo kế hoạch niên độ 2009 – 2010, HSG sẽ mở thêm 21 chi nhánh nhằm phát triển thị trường và gia tăng sản lượng theo kế hoạch. Cụ thể sản lượng bán ra của hệ thống phân phối ước đạt 177.177 tấn, hệ thống kinh doanh nội địa bán được 71.223 tấn và xuất khẩu đạt 39.000 tấn.

Tiềm năng dài hạn

Triển vọng của ngành: Theo hiệp hội thép Việt Nam nhu cầu tiêu thụ thép cán nguội, sản phẩm đầu vào để làm ra tôn, trong 9 tháng đầu năm là 758.769 tấn và ước tính cả năm trên 1 triệu tấn trong khi trong nước hiện nay chỉ có 2 nhà máy cán nguội với tổng công suất khoảng 580.000 tấn/năm (HSG: 180.000 tấn, nhà máy thép tấm lá Phú Mỹ: 400.000 tấn). Dự báo nhu cầu sử dụng thép cán nguội trong những năm tới tăng từ 12% - 15%/năm.

Cùng với đó trên thị trường hiện có 7 nhà cung cấp tôn lớn chiếm đến 87% nhu cầu thị trường trong đó xuất khẩu chiếm khoảng 26% (Sun Steel: 17%, Blue Scope : 9%), cho nên mặt hàng tôn trong nước còn rất nhiều tiềm năng phát triển. Cộng thêm vào đó giá tôn đang tăng trở lại và dự báo sẽ duy trì được mặt bằng giá như hiện nay sang cho đến năm sau.

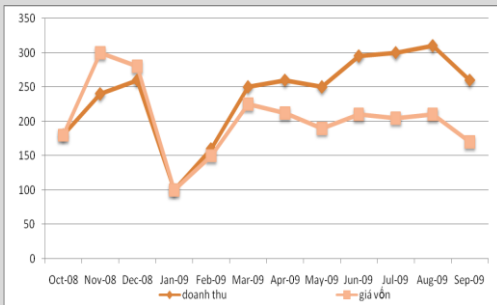
Định hướng của Hoa Sen: theo định hướng, Hoa Sen sẽ phát triển thành một tập đoàn đa ngành, hoạt động chủ yếu trên các lĩnh vực: tôn thép, VLXD, bất động sản, đầu tư tài chính, cảng biển và logistic, trong đó lĩnh vực tôn thép và VLXD đóng vai trò nền tảng cho tiến trình phát triển của Hoa Sen.

Một số dự án mới đang và dự định sẽ triển khai:

Dự án	Tổng vốn đầu tư	Thời gian	Ghi chú
NN tôn Hoa Sen – Phú Mỹ	3.221 tỷ đồng	01/2008–04/2010	Hiện nay các thiết bị trong nhà máy đa số đã được ký hợp đồng.
NN tôn Hoa Sen – Phú Mỹ (GD2)	800 tỷ đồng	2010-2012	Công suất mạ kẽm mỏng tăng 200.000T/năm, cán nguội tăng thêm 600.000 T/năm. DC ủ tôn thêm

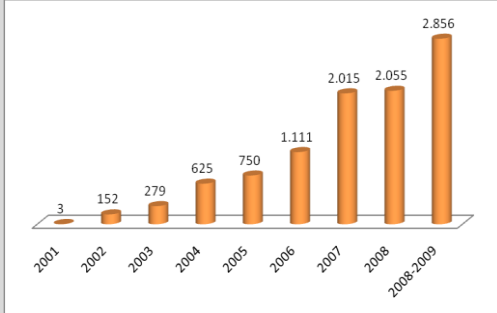
Ngày 03/11/2009

Biến động doanh số và giá vốn trong niên độ 08 – 09 (Đvt: triệu đồng)



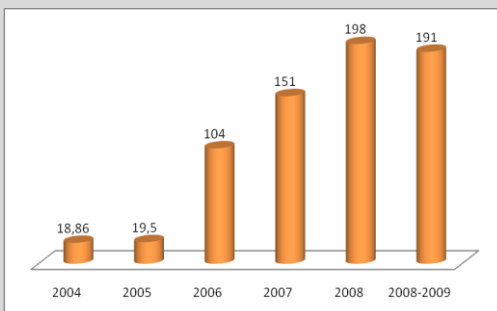
Nguồn: HSG

Doanh thu của HSG từ 2001 đến 2008 - 2009(E) (Đvt: Tỷ đồng)



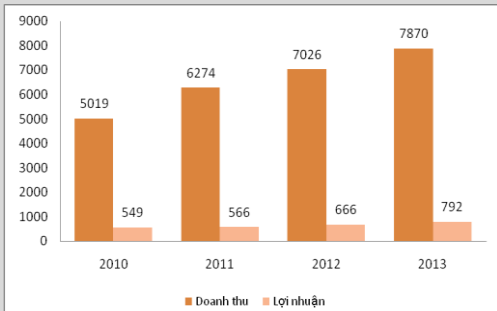
Nguồn: HSG

Lợi nhuận sau thuế của HSG từ 2004 đến 2008-2009 (E) (Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: HSG

Doanh thu và lợi nhuận ước tính từ năm 2010-2013:



Nguồn: VDSC ước tính

			100.000 T/năm.
Dự án mở rộng HTPP	738,750 tỷ đồng	01/2008-9/2015	Dự kiến sẽ triển khai thêm 94 chi nhánh, hiện nay đã triển khai xong 11 chi nhánh.
Dự án chung cư cao tầng Hoa Sen phổ thông	Giá bán dự kiến của 2 dự án là 12 triệu/m ² .		
	LD HSG-Phố Đông Cor: 174 tỷ	I/2010-I/2012	Diện tích 3.600 m ² / 18 tầng, 23.437 m ² sàn, 214 căn hộ . Lãi ròng ước tính 62 tỷ đồng.
	HSG: 418 tỷ	IV/201-I/2013	Diện tích 8.016m ² / 26 tầng, 53.140 m ² sàn, 420 căn hộ. LNST dự kiến 225 tỷ đồng.
Công ty VLXD Hoa Sen (GĐ2)	150 tỷ đồng	2008-4/2010	Sản xuất ống thép đến Ø250 và ống Inox. Hiện nay đã hoàn thành phần nền móng nhà xưởng và mua máy cán ống thép.
DA CTCP tiếp vận và cảng quốc tế Hoa Sen - Gemadept.	837 tỷ đồng	GĐ1: II/2007-2011 GĐ2: 2011-2020	Thời hạn thuê đất của dự án là 45 năm. Hiện đã hoàn tất san lấp mặt bằng và đang chọn nhà thầu đóng cọc cảng.

Hiện Công ty đang lên kế hoạch đầu tư xây dựng nhà máy thép cán nóng Hoa Sen-Phú Mỹ với công suất từ 1,5 triệu đến 2 triệu tấn/năm để cung cấp cho dây chuyền cán nguội và để khép kín quy trình công nghệ sản xuất kinh doanh của HSG, hạn chế nhập khẩu nâng cao sức cạnh tranh của sản phẩm.

Ngoài ra để phục vụ cho chiến lược phát triển, HSG chuẩn bị mua đất và xây dựng trụ sở tại TP.Hồ Chí Minh.

Dự phóng và định giá

Với những yếu tố thuận lợi sẵn có thì tổng mức sản lượng bán ra dự kiến của HSG trong niên độ 2009-2010 là 287.000 tấn, doanh thu 4.976 tỷ đồng, lãi gộp 911 tỷ đồng và lãi ròng dự kiến là 520 tỷ đồng. Mức doanh thu năm 2009-2010 tăng 77% chủ yếu là do sản lượng tăng đến 73%.

Theo đánh giá trong năm tới, giá bán các mặt hàng tôn, thép có nhiều khả năng vẫn ổn định, tình hình tiêu thụ là khả quan. Do vậy, kế hoạch của HSG đặt ra với tỷ suất lợi nhuận gộp, theo quan điểm của chúng tôi là khá thận trọng. Theo dự phóng của chúng tôi thì mức lãi gộp của HSG sẽ cao hơn dự kiến kéo theo mức lợi nhuận sau thuế sẽ đạt khoảng 549 tỷ cao hơn khoảng 5,58% so với kế hoạch.

Trong các năm tiếp theo, trên nguyên tắc thận trọng, chúng tôi chưa tính đến giai đoạn 2 của nhà máy tôn Hoa Sen – Phú Mỹ với công suất cán nguội lên tới 600.000 tấn/năm và một số dây chuyền sản xuất khác. Do vậy, trong điều kiện thuận lợi, các dự án này được triển khai đúng kế hoạch tiến độ và khả thi, nhà đầu tư có thể xem xét điều chỉnh mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu HSG.

Dựa vào các dự phóng trên, mô hình định giá ba phương pháp FCFF, P/E, P/BV của chúng tôi đưa ra mức giá HSG vào khoảng 68.000 đ/cp.

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: tỷ đồng	2008	08-09 KH	08-09	09-10 (E)
Doanh thu	2.055	2.685	2.856	5.018
Lợi nhuận trước thuế	212		206	593
Lợi nhuận sau thuế	198	72	191	549
Vốn điều lệ	570		570	1.008
Tổng tài sản	2.160		2.283	3.605
Vốn chủ sở hữu	812		936	2.170
ROA	9,2%		8,4%	15,2%
ROE	24,4%		20,3%	25,3%
EPS (VNĐ)(A)	3.478		3.348	7.000
Giá trị sổ sách (VNĐ)	14.249		16.415	21.448
Tỷ lệ chi trả cổ tức (*)	20%		0%	0%

Nguồn: HSG, VDSC ước tính

(*) Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Kế hoạch vốn

Kết thúc niên độ tài chính 2008-2009, HSG dùng kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi mà thay vào đó sẽ thực hiện nâng vốn điều lệ từ 570,385 tỷ đồng lên 1.008 tỷ đồng trong 3 đợt thông qua phát hành cổ phiếu.

Đợt	Ghi chú
570,385 tỷ lên 700 tỷ	Phát hành cho cổ đông chiến lược giá 60.000 đ/cp, khối lượng tối đa là 11,9615 triệu cp, phát hành 1 triệu cp cho CBCNV với giá 30.000 đ/cp
700 tỷ lên 840 tỷ	Phát hành cp thưởng (10:1) và cp trả cổ tức (10:1) từ nguồn lợi nhuận sau thuế của niên độ tài chính 2008
840 tỷ lên 1.008 tỷ	Phát hành cp thưởng (10:2) từ nguồn lợi nhuận sau thuế của niên độ tài chính 2008-2009.

Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
02/11/09	54.500	784.010	0	789.710	0	283.940
30/10/09	57.000	419.160	644.000	430.570	1.960	0
29/10/09	56.500	798.520	243.570	321.320	0	0
28/10/09	59.000	644.190	569.880	594.160	68.240	0
27/10/09	58.500	756.950	728.320	490.100	0	0



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.