



CTCP Xuất Nhập Khẩu Tổng Hợp I Việt Nam

Khuyến nghị đầu tư: Theo dõi thị trường

Giá mục tiêu : 67,000 VNĐ

EPS_2009F : 6,800 VNĐ

P/E : 10

BVS_2009F : 38,900 VNĐ

P/B : 1.73

Tên viết tắt GENERALEXIM.,JSC

Mã chứng khoán TH1

Website <http://www.generalexim.com>

Sàn giao dịch HNX

Trụ sở chính 46 Ngô Quyền, Q. Hoàn Kiếm, Tp. Hà Nội

Ngành Thương mại XNK

Thông tin cơ bản về công ty

Các mốc sự kiện chính

- Tháng 5/2006: Cổ phần hóa với sự góp vốn của các tổ chức Vinacapital, MB, CTCP CK Bảo Việt
- Tháng 8/2008: tăng vốn điều lệ từ 70 tỷ lên 77 tỷ theo hình thức chia cổ tức bằng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu
- Tháng 1/2009: tăng vốn lên 89 tỷ đồng bằng hình thức chuyển đổi trái phiếu phát hành năm 2007
- Ngày 11/11/2009: chính thức niêm yết và giao dịch tại Sở GDCK Hà Nội (HnX)

Lĩnh vực hoạt động chính

- Kinh doanh nông, lâm, thủy hải sản, khoáng sản, hàng thủ công mỹ nghệ, hàng công nghiệp, hàng gia công chế biến trong nước, hàng nhập khẩu và sản phẩm dệt may; Máy móc, thiết bị...; Thiết bị văn phòng phẩm ...
- Sản xuất, gia công, chế biến hàng dệt may, đồ gỗ, điện tử ...
- Kinh doanh hàng hóa tạp phẩm: bánh kẹo, thức ăn gia súc ...
- Đầu tư xây dựng kinh doanh nhà ở, văn phòng cho thuê, kho bãi, xưởng và phương tiện bốc dỡ ...

Số liệu tài chính

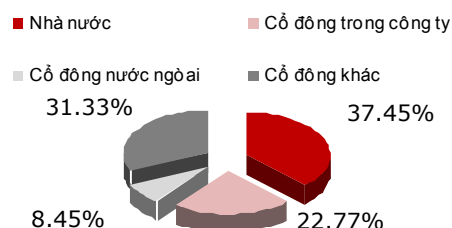
Tỷ đồng	2007	2008	6T2009
Tổng tài sản	445.158	522.568	620.345
Vốn chủ sở hữu	146.620	168.005	209.298
Doanh thu	1,366.710	1,085.726	481.938
Lợi nhuận gộp	34.711	37.954	7.062
LNST	62.876	40.418	35.923
ROE	42.88%	24.06%	17.16%
ROA	14.12%	7.73%	5.79%
EPS ('000)	8.982	5.527	4.098
Giá trị sổ sách ('000)	20.928	22.682	23.548

Nhận định đầu tư

- Trước tiên chúng tôi đánh giá tốt tình hình tài chính hiện tại của TH1 với cơ cấu vốn và khả năng thanh toán ổn định ở mức không đáng lo ngại; năng lực hoạt động, khả năng sinh lợi có xu hướng giảm từ năm 2007 đến 6T2009 nhưng đã được cải thiện đáng kể trong Q3/2009 và vẫn ở mức cao trong ngành.
- Chúng tôi muốn nhấn mạnh vào tiềm năng tăng trưởng của TH1 với các mảng kinh doanh được kỳ vọng sẽ mang lại nhiều lợi nhuận như đầu tư bất động sản và đầu tư tài chính. Mặc dù mới tham gia nhưng chúng tôi đánh giá cao việc đầu tư một cách có chọn lọc vào các dự án bất động sản của TH1, các dự án này sẽ giúp tăng nhanh dòng tiền trong một vài năm tới cho công ty. Hoạt động đầu tư tài chính của TH1 được đánh giá là hợp lý và có nhiều khả năng sinh lợi.
- Tiến hành định giá TH1 bằng phương pháp so sánh P/E và P/B, chúng tôi xác định giá của TH1 kỳ vọng ngắn hạn bằng 67,000 VNĐ.

Kết thúc phiên giao dịch đầu tiên ngày 11/11, giá trung bình của TH1 đang là 67,400 VNĐ.

Cơ cấu cổ đông - 05/10/2009



Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
18/09/2009	Thông báo phát hành trái phiếu chuyển đổi	www.generalexim.com.vn
21/09/2009	Thông báo kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2009	www.generalexim.com.vn
04/11/2009	Thông báo điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận cổ tức năm 2009 và KQKD 10 tháng	www.generalexim.com.vn
26/10/2009	Thông báo kết quả kinh doanh 9 tháng năm 2009	www.generalexim.com.vn
04/11/2009	11/11/2009 Ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu TH1	www.hnx.vn

30/09/2009

Tổng tài sản
Vốn chủ sở hữu
Doanh thu thuần
Lợi nhuận sau thuế
Giá trị sổ sách (Q3/2009)
Trailing EPS Cơ bản
P/E

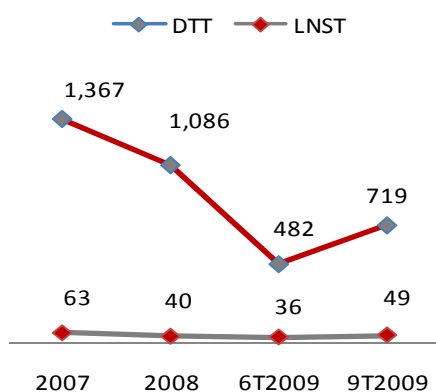
Vị thế của Công ty trong ngành				
	TH1*	GIL	PIT	TMC
Tổng tài sản	620,345,214,966	455,788,463,116	472,514,458,919	209,008,670,624
Vốn chủ sở hữu	209,297,782,260	327,502,397,211	225,982,727,374	93,255,537,012
Doanh thu thuần	718,704,121,348	405,448,845,935	799,643,884,966	836,793,606,788
Lợi nhuận sau thuế	49,300,322,009	34,556,604,821	8,916,959,424	19,149,552,932
Giá trị sổ sách (Q3/2009)	23,548	32,160	20,740	20,790
Trailing EPS Cơ bản	5,544*	4,120	180	3,980

Tiền thân là DNNN thuộc Bộ Thương mại, TH1 có nhiều lợi thế trong hoạt động xuất nhập khẩu, với lĩnh vực xuất khẩu nông sản truyền thống: điều, cà phê, hạt tiêu... TH1 nằm trong top 10 công ty dẫn đầu về quy mô xuất khẩu, đứng thứ 261/500 công ty lớn nhất Việt Nam.

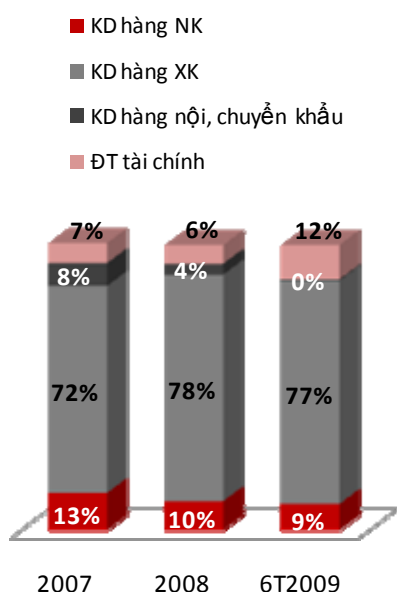
Định hướng phát triển 3 lĩnh vực chủ đạo là lĩnh vực kinh doanh truyền thống, đầu tư tài chính và dịch vụ gắn với bất động sản với mục tiêu doanh thu chiếm 20% đến 30% mỗi lĩnh vực đảm bảo tăng trưởng bền vững cho TH1.

So với các công ty cùng lĩnh vực hoạt động đang niêm yết trên cả hai sàn, TH1 là công ty có tổng tài sản lớn, vốn chủ và số lượng cổ phiếu lưu hành ở mức trung bình.

Tăng trưởng DTT-LNST



Cơ cấu Doanh Thu



Tình hình hoạt động

Kết quả kinh doanh của TH1 biến động theo chiều hướng giảm giai đoạn từ 2007-6T2009, song có nhiều chuyển biến tích cực trong Q3/2009.

Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ lĩnh vực kinh doanh thương mại, trong đó bán hàng XK với các mặt hàng cafe, hạt tiêu và điều chiếm tỷ trọng ngày càng lớn - tăng từ 72 lên 77% doanh thu, TH1 luôn nằm trong top các công ty có kim ngạch XK lớn nhất với các mặt hàng nông sản kể trên. Những mặt hàng nhập khẩu giá trị như thép, nhựa, công nghệ phẩm ... cũng chiếm tỷ trọng cao trong tổng doanh thu, song đang có xu hướng giảm dần nhường chỗ cho doanh thu từ hoạt động đầu tư tài chính và bán hàng xuất khẩu. Doanh thu tài chính tăng từ 7% lên 12%, trong khi doanh thu bán hàng nhập khẩu giảm từ 13% xuống còn 9%, đầu tư tài chính chủ yếu là việc tham gia góp vốn kinh doanh vào các công ty liên kết, điểm đáng chú ý nhất hiện nay là việc TH1 đã trở thành **cổ đông chiến lược của Eximbank với 16 triệu cp, vốn góp bằng 11,000 đ/cp**. Ngoài lĩnh vực truyền thống, TH1 còn mở rộng hoạt động với mảng gia công hàng may mặc với đối tác Nhật Bản tạo được đầu ra ổn định. Đầu tư xây dựng và kinh doanh nhà ở, văn phòng cho thuê, căn hộ ở Hà Nội và Tp. HCM dự kiến sẽ đưa vào khai thác năm 2011 và 2012.

Thị trường, mặt hàng xuất khẩu của TH1 luôn nhận được sự chào đón của bạn hàng đến từ các nước Mỹ (hạt điều); Anh, Đức, Singapore (cafe); Ai Cập (hạt tiêu) ... Ngược lại, TH1 nhập khẩu chủ yếu của Nhật, Thái Lan và Trung Quốc với mặt hàng thép, nhựa ...

Nguyên liệu phục vụ cho hoạt động kinh doanh được thu mua trực tiếp từ các đại lý và các vùng nguyên liệu, riêng với hàng thủ công mỹ nghệ TH1 có xí nghiệp chế biến với nguồn nguyên liệu được thu mua từ nguồn nội địa; hoặc nhập khẩu từ bạn hàng truyền thống. Mặc dù chưa có nguồn nguyên liệu tự có, song do tính sẵn có của nguyên liệu nên TH1 vẫn có khả năng đảm bảo tính ổn định nguồn nguyên liệu.

Giá nguyên liệu và tỷ giá có ảnh hưởng mạnh đến giá bán hàng và tác động trực tiếp tới doanh thu lợi nhuận của công ty. Vì vậy, với tình hình tỷ giá leo thang và chính sách của nhà nước khuyến khích sản xuất các mặt hàng xuất khẩu với mục tiêu xuất khẩu sẽ chiếm 65-90% GDP để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, các công ty hoạt động ở lĩnh vực xuất khẩu đặc biệt là các mặt hàng nông sản như TH1 sẽ có được nhiều lợi thế.

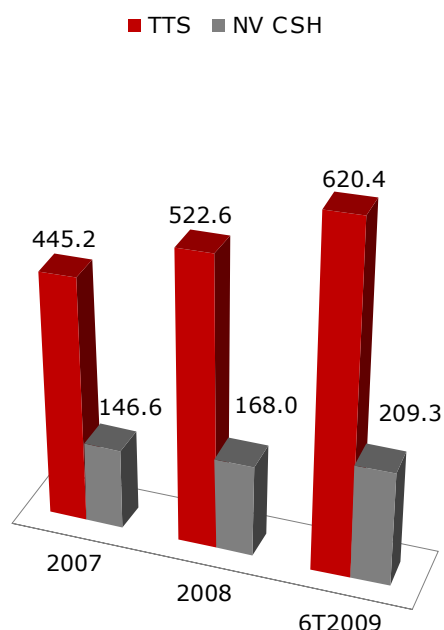
*: 9 tháng

Tình hình tài chính

So sánh với DN cùng ngành (30/06/2009)

Khả năng thanh toán	TH1	GIL	TMC
KN thanh toán hiện hành	1.35	3.36	1.08
KN thanh toán nhanh	1.03	2.89	0.45
KN thanh toán bằng tiền	0.16	1.49	0.13
Hiệu suất sử dụng tài sản			
Vòng quay TTS	0.78	0.35	1.34
Vòng quay TK	3.69	2.97	3.37
VLĐ/DTT	1.14	1.44	0.04
Cơ cấu vốn			
Nợ phải trả/TTS	0.66	0.22	0.60
Nợ phải trả/VCSH	1.96	0.28	1.48
Khả năng sinh lời (%)			
Lợi nhuận biên gộp	1.47	15.21	5.77
Lợi nhuận biên sau thuế	7.45	9.69	2.37
ROA	17.16	3.39	3.19
ROE	5.79	4.32	7.92
Lợi ích cổ đông			
Bookvalue	23,548	32,160	20,790
EPS	4,098	4,120	3,980
P/E (10/11/2009)	11.88	7.86	12.41
P/BV (10/11/2009)	2.84	1.01	2.38

Tăng trưởng TTS - VCSH



Tăng trưởng TTS và VCSH, công ty liên tục mở rộng quy mô - TTS và NVCSH liên tục tăng qua các năm. TTS tăng trưởng đều với tốc độ 17%, NVCSH tăng trưởng mạnh hơn 14% năm 2008 và 24% trong năm nay. Tuy nhiên việc tăng quy mô chưa mang lại nhiều hiệu quả do tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận không tương xứng với tăng tổng tài sản và nguồn vốn: doanh thu năm 2008 giảm hơn 20% so với năm 2007, 6T2009 không bằng 50% so với 2008, chỉ được cải thiện mạnh trong Q3/2009; tương tự như vậy với lợi nhuận.

Cơ cấu vốn, TH1 đã xác định được cơ cấu vốn hợp lý và duy trì ổn định kể từ năm 2007 đến nay: nợ chiếm 66-68% TTS và bằng 1.96-2.11 lần so với VCSH, trong đó nợ dài hạn giảm mạnh từ 15% xuống còn 2% so với vốn chủ. Theo đánh giá của chúng tôi sự thay đổi này là phù hợp với lĩnh vực kinh doanh của TH1 - kinh doanh thương mại yêu cầu nhiều vốn lưu động và tình hình kinh tế nói chung - lãi suất có xu hướng tăng kể từ năm 2008 đến nay. So với một số công ty cùng lĩnh vực kinh doanh xuất nhập khẩu như GIL (Xuất nhập khẩu Bình Thạnh) hay TMC (Xuất nhập khẩu Thủ Đức), thì TH1 vẫn sử dụng nhiều nợ nhất, tuy nhiên điều đó không có gì đáng ngại nếu khả năng thanh toán của công ty vẫn được đảm bảo.

Khả năng thanh toán, mặc dù giảm mạnh tỷ trọng vay dài hạn thay vào đó là vay ngắn hạn song TH1 vẫn duy trì được khả năng thanh toán ổn định qua các năm - KNTT hiện hành, KNTT nhanh đều lớn hơn 1; so với TMC với hệ số nợ tương đương thì khả năng thanh toán của TH1 tốt hơn hẳn. Nhưng nếu so với GIL với cùng quy mô TTS và hệ số nợ thấp hơn thấp hơn hẳn thì nhóm chỉ tiêu này của TH1 lại thấp hơn hẳn. Mặc dù vậy để có được đánh giá sát thực nhất chúng ta cần xem xét các nhóm chỉ số còn lại.

Năng lực hoạt động, nhóm chỉ tiêu này cho thấy TH1 đang hoạt động chưa thực sự hiệu quả: tăng trưởng DT thấp hơn tăng trưởng TTS dẫn đến giảm mạnh vòng quay TTS, đồng thời TSCĐ cũng không được sử dụng hiệu quả khi vòng quay giảm từ 81 vòng xuống còn 32 vòng, tồn kho giảm từ quay 20 vòng xuống 3.7 vòng. Mặc dù vậy, so với các công ty cùng lĩnh vực hoạt động thì năng lực hoạt động của TH1 vẫn được đánh giá khá cao khi cao hơn tương đối so với GIL và TMC.

Khả năng sinh lời, quy mô tăng trưởng trong khi năng lực hoạt động diễn biến theo xu hướng giảm kéo theo khả năng sinh lợi suy yếu. ROA và ROE đều giảm mạnh từ 14% xuống còn 6%; từ 42% xuống còn 17%. Tuy nhiên trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp giảm thì tỷ suất lợi nhuận biên sau thuế lại tăng khá mạnh, điều đó cho thấy công ty rất nỗ lực để cắt giảm chi phí và có khả năng quản lý chi phí tốt. Đồng thời với uy tín và thị trường ổn định cùng với lĩnh vực hoạt động đang gặp rất nhiều thuận lợi nhờ các chính sách hỗ trợ của nhà nước, TH1 duy trì được khả năng sinh lợi cao hơn so với một số công ty cùng lĩnh vực hoạt động.

EPS của TH1 ở mức khá hấp dẫn, tính đến hết Q3/2009 EPS của TH1 là 5,544 VNĐ, nếu tính theo giá giao dịch trên OTC ngày 10/11/2009 thì P/E của TH1 bằng 11.88x thấp hơn tương đối so với các công ty cùng lĩnh vực hoạt động, ngược lại P/B ở mức 2.84x cao hơn.

Trước tiên chúng tôi đánh giá tốt về tình hình tài chính của TH1 để đảm bảo khả năng tăng trưởng cả trong ngắn hạn và dài hạn. Tiếp đến chúng tôi muốn nhấn mạnh vào các mảng kinh doanh được kỳ vọng sẽ mang lại nguồn thu lớn trong những năm tới, phải kể đến đầu tiên là các dự án bất động sản chung cư và văn phòng cho thuê ở vị trí đắc địa đang được khai thác như tòa nhà 53 Quang Trung đã trích gần hết khấu hao, tòa nhà số 7 Triệu Việt Vương; CC và VP cho thuê đang xây dựng Nguyễn Đức Cảnh - HN, Lũy Bán Bích - Tp.HCM ... Hoạt động đầu tư tài chính vào cổ phiếu Eximbank cũng được đánh giá cao và chắc chắn mang lại lợi nhuận. Hoạt động kinh doanh truyền thống được đảm bảo mang lại doanh thu ổn định.

Định giá cổ phiếu

10/11/2009	GIL	TMC	TNA	SGC	SAV
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	318.81	198.00	124.30	119.13	369.91
Tỷ trọng	18.45%	11.46%	7.19%	6.90%	21.41%

Chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu TH1 theo 2 phương pháp là P/E và P/B. Tỷ trọng đóng góp của mỗi của phiếu vào hệ số chung của lĩnh vực được tính toán căn cứ vào mức độ vốn hóa thị trường của cổ phiếu đó.

Phương pháp P/E:

Phương pháp P/E	12.683				
P/E điều chỉnh	7.86	12.44	8.16	6.51	20.47
P/E thành phần	1.45	1.43	0.59	0.45	4.38

P/E trung bình của ngành là 12.683, căn cứ kế hoạch doanh thu và lợi nhuận mà công ty công bố cũng như tình hình hoạt động thực tế của công ty chúng tôi dự kiến EPS kỳ vọng đối với TH1 vào khoảng 6,700 VNĐ năm 2009. Như vậy giá ước tính theo P/E của TH1 bằng **67,000 VNĐ**

Phương pháp P/B:

Phương pháp P/B	1.344				
P/B	1.01	2.38	1.24	1.58	1.31
P/B thành phần	0.19	0.27	0.09	0.11	0.28

P/B trung bình của các cổ phiếu trên là 1.344, theo tính toán của chúng tôi giá trị sổ sách của đến hết năm 2009 vào khoảng 38,000-39,000 VNĐ, và giá ước tính theo phương pháp P/B của TH1 bằng **67,322 VNĐ**

Tổng hợp cả hai phương pháp theo chúng tôi giá của TH1 sẽ ở mức **67,000 VNĐ**

Nguồn: TVSI tổng hợp

Triển vọng phát triển

Định hướng phát triển đã được Nhà nước đưa ra đã chỉ rõ, Việt Nam sẽ dựa vào xuất khẩu để tăng trưởng với mục tiêu xuất khẩu đóng góp từ 65%-90% GDP, trong đó các mặt hàng nông sản xuất khẩu được chú trọng. Với lĩnh vực hoạt động truyền thống xuất nhập khẩu các mặt hàng nông sản, có thể khẳng định chắc chắn rằng triển vọng phát triển của TH1 vẫn còn đang rộng mở.

Thị trường bất động sản vẫn luôn được đánh giá cao về khả năng phát triển cả ngắn và dài hạn, đặc biệt khi kinh tế bước vào giai đoạn phục hồi và tăng trưởng, việc đồng thời đẩy mạnh đầu tư và khai thác các dự án bất động sản một cách có chọn lọc mang lại cho TH1 nguồn thu ổn định trước mắt và dòng tiền lớn trong dài hạn.

Đầu tư góp vốn, liên doanh liên và đầu tư tài chính có thể mang lại lợi nhuận lớn và nhanh chóng, nhưng cũng mang lại nhiều rủi ro, trước mắt các khoản đầu tư của TH1 đều tỏ ra hợp lý và có khả năng sinh lợi tốt. Như vậy, chúng ta có thể kỳ vọng vào thu nhập từ mảng đầu tư này.

Các chỉ tiêu tài chính cho thấy, TH1 đang duy trì cơ cấu vốn và khả năng thanh toán ổn định, năng lực hoạt động và khả năng sinh lợi được đánh giá cao so với doanh nghiệp trong ngành. Với quy mô hiện tại cùng chiến lược phát triển theo chúng tôi đánh giá là phù hợp với xu thế chung của nền kinh tế, TH1 có thể cải thiện và nâng cao hơn nữa năng lực hoạt động cũng như khả năng sinh lợi để đảm bảo tăng trưởng cả trong ngắn hạn và dài hạn.

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

Chuyên viên phân tích:

Lưu Thị Hương

Email: huonglt@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thông kê giao dịch cuối ngày

Thông kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thống kê

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home

I-trade Pro

• Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283