

# Công ty cổ phần thép Pomina

POM/HOSE

**Ngành:**

**Thép**

**Giá hiện tại (10.09.2010):**

**VND 35,000/CP**

*Chúng tôi nhận thấy POM đang giao dịch ở mức chiết khấu khá lớn, tỷ lệ chiết khấu là 20% so với trung bình định giá của SBS đã tính đến các yếu tố rủi ro, thanh khoản. Do đó, khuyến cáo MUA đối với cổ phiếu POM, khung giá tham gia đề xuất từ VND30,000 – VND33,000/CP. Yếu tố hỗ trợ đối với hoạt động đầu tư ngắn hạn đó là kết quả kinh doanh quý 3 dự báo khả quan và giá thép vẫn đang đứng ở mặt bằng khá tốt. Giá mục tiêu là VND38,000 – VND40,000 trong 2 tháng, tương ứng tỷ suất lợi nhuận 20% và VND41,500 – 46,000/CP cho mục tiêu dài hạn.*

*Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy khả năng biến động cao của thị trường chứng khoán cũng như giá thép. Thị trường chứng khoán giảm có thể tạo ra cơ hội tham gia ở mức giá thậm chí thấp hơn mục tiêu (nhưng xác suất thấp). Rủi ro lớn nhất cần phải xem xét là khả năng giảm của giá thép thế giới. Đây là yếu tố nhà đầu tư ngắn hạn cần phải xem xét thường xuyên do tính tương quan cao giữa giá thép và giá cổ phiếu.*

## Báo cáo phân tích Pomina

**Hoạt động kinh doanh - Giá trị gia tăng nằm ở khâu nguyên liệu, nhà máy và thị trường**

- *Nguyên liệu:* Sau sáp nhập nhà máy thép Thép Việt, hoạt động của POM được mở rộng thêm khâu nguyên liệu phối với năng lực đáp ứng 500,000 tấn/năm; tương đương 45% nhu cầu nguyên liệu hàng năm. Nhà máy phối này sẽ mang lại sự cải thiện biên lợi nhuận gộp so với trước khi được sáp nhập đồng thời tăng khả năng cạnh tranh về giá thành thép thành phẩm so với doanh nghiệp sử dụng phối mua ngoài. (Năm 2009, các doanh nghiệp cán thép xây dựng chưa chủ động phối chiếm 50% công suất ngành, năm 2010 tỷ lệ này có thể đạt 60%).

(\*) Các tính toán dựa trên cơ cấu định mức sản xuất của POM cho thấy tại mức giá phế liệu là USD400/tấn hiện tại, giá thành 1 tấn phối sản xuất khoảng VND9.5 triệu; trong đó nguyên liệu thép phế chiếm 92% giá trị. So với giá phối thép nhập khẩu, (khoảng USD570/tấn, tương đương VND11 triệu/tấn), giá thành phối thấp hơn 15%, tương đương VND1.5 triệu/tấn. Giá thành thép cán khoảng VND10.5 triệu sau khi cộng thêm các khoản chi phí điện, dầu, khấu hao và nhân công. Dựa trên giá bán thép xây dựng VND13.5 triệu/tấn tại nhà máy; biên lãi gộp đối với thép sản xuất từ phối nhà máy đạt khoảng 20-23% trong khi khoảng 12 - 13% nếu phối nhập. Tỷ suất lãi gộp trung bình với tỷ lệ đáp ứng phối như trên là khoảng là 18%, cao hơn 4 - 5% so với các doanh nghiệp không có nhà máy phối.

- *Nhà máy:* Các nhà máy của Pomina được đầu tư theo công nghệ mới của Italia và xếp vào nhóm có công nghệ hiện đại trong ngành (khoảng 60% công suất thiết kế ngành đạt công nghệ này, xấp xỉ 5 triệu đến cuối 2010). Yếu tố này tạo ra định mức tiêu hao trong các khâu sản xuất thấp hơn, cụ thể POM có mức tiêu hao phế liệu 1.115 tấn/1 tấn phối; bằng với trung bình thế giới và tiêu hao phối thép ở khâu cán gần như không đáng kể. Các tiêu hao điện năng, thời gian luyện bình quân ở mức hợp lý và cạnh tranh với các doanh nghiệp đầu ngành khác.

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### Giá

Cao nhất (52 tuần)	VND52,500
Thấp nhất (52 tuần)	VND 30,100
KLGD trung bình (3 tháng)	54,317

### Cổ Phần

Cổ phiếu đang lưu hành	187,450,000
Mệnh Giá	VND10,000
Vốn hóa	VND 6,748B

### Cổ đông

Tỷ lệ nước ngoài sở hữu	7.13 %
Công ty Thép Việt	60 %
Cổ đông nội bộ	15.6%

Nguồn : SBS

## GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn : SBS

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (VND'Tỷ)

Năm	2008	2009	6T2010
Doanh thu (VND'tỷ)	7,230	7,539	4,565
Lợi nhuận gộp	758	1,415	764
Lợi nhuận sau thuế	445	656	529
Tổng tài sản	1,684	6,005	6,603
ROE (%)	83.7%	25.5%	-
EPS (VND/CP)	8,903	4,763	2,819

Nguồn : SBS

## Nguyễn Thị Thúy Quỳnh

Trưởng nhóm ngành thép

Email: [quynh.ntt@sbsc.com.vn](mailto:quynh.ntt@sbsc.com.vn)

Công ty CP Chứng Khoán NH Sài Gòn  
Thương Tín  
278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q.3, TP.HCM  
Tel: +84-8-6268 6868  
Fax: +84-8-6268 6868  
Email: [sbs.research@sbsc.com.vn](mailto:sbs.research@sbsc.com.vn)

(\*) Đây là báo cáo tóm tắt được trích từ báo cáo phân tích lần đầu về công ty Pomina. Đối với những yêu cầu về Báo cáo đầy đủ (initial coverage), vui lòng liên hệ theo email.

- *Thị trường:* Pomina nhắm vào mảng thị trường rộng lớn của ngành thép, đó là thép xây dựng (hiện chiếm 50% tiêu thụ ngành), đây là thị trường với sức cầu tiêu thụ lớn tạo ra doanh số lớn. Ngoài ra, khu vực thị trường tại miền Nam cũng giảm thấp hơn áp lực cạnh tranh. Theo thống kê tương đối, công suất doanh nghiệp thép miền Nam chiếm khoảng 40% trong khi nhu cầu thị trường này chiếm trên 50% về thép xây dựng cả nước.

## Yếu tố tạo tăng trưởng - Kế hoạch đầu tư nhà máy Pomina 3 và tiềm năng ngành

Việc sáp nhập nhà máy thép Việt dự tính tăng công suất cán thép của Pomina lên 1.1 triệu tấn từ năm 2010. Trong đó, công suất huy động mục tiêu là 945,000 tấn; tăng 37% với 400,000 tấn của nhà máy thép Thép Việt và dự kiến 1 triệu tấn các năm sau. Trước mắt, công suất chưa huy động hết của nhà máy thép Thép Việt là yếu tố đáp ứng tăng trưởng ngắn hạn (1-3 năm), khả năng tạo ra mức tăng sản lượng 10%/năm cho 2011 - 2012.

### Nhà máy Pomina 3

Dự án bao gồm dây chuyền luyện phôi 1 triệu tấn/năm có vốn đầu tư USD134.3 triệu và dây chuyền cán 0.5 triệu tấn, vốn đầu tư USD55 triệu. Trong đó 50% là vốn cố định, tương đương VND1,400 tỷ. Với việc đầu tư dự án này, công suất cán thép sẽ tăng thêm 45% (từ 1.1 lên 1.6 triệu tấn) trong khi tỷ lệ đáp ứng nguyên liệu có thể đạt 95 – 100% từ 2012. Khởi công từ tháng 9/2009, tuy nhiên đến hiện tại, dự án đang triển khai chậm do nhiều nguyên nhân như: i) Sự đi xuống của ngành thép và giá thép trong quý 2 tác động đến hiệu quả kinh doanh cũng như khả năng thực hiện lợi nhuận năm 2010; ii) Giá cổ phiếu POM giảm làm cho kế hoạch phát hành tăng vốn phục vụ đầu tư chưa thực hiện được; iii) Triển vọng nhu cầu thị trường ngắn hạn không tốt với mức tiêu thụ trong nước và thế giới có thể thấp hơn dự báo đưa ra đầu năm. Do đó, chúng tôi đánh giá tiến độ hoàn thành dự án có thể chậm lại so với kế hoạch được xây dựng như bên dưới.

Trước mắt, chúng tôi chưa đưa dự án này vào các dự phóng hoạt động và định giá. Tuy nhiên, đánh giá tính khả thi của việc thực hiện dự án là rất cao do phù hợp với nhu cầu và thực trạng ngành. Do đó, dự án này vẫn có khả năng lớn trong việc tăng doanh thu và lợi nhuận dài hạn, kỳ vọng từ 2013.

(\*) Pomina còn có dự án đầu tư cảng biển với mức vốn đầu tư dự kiến khoảng USD60 triệu nhưng khả năng thực hiện sẽ rất chậm và chưa có nhiều thông tin chi tiết nên chúng tôi không đưa dự án này vào phân tích tăng trưởng, dự phóng và định giá.

### Tiềm năng ngành đến từ tăng trưởng kinh tế, đầu tư hạ tầng

- *Sự phát triển kinh tế quốc gia tăng dần mức tiêu thụ thép*

Dựa trên một số thông tin được tổng hợp, trung bình tiêu thụ thép (tính bình quân người) các nước chậm phát triển từ 0 – 50 Kg/người/năm, đang phát triển từ 50 – 250 Kg/người/năm; đã phát triển trên 250 Kg/người/năm. Tại mức 250 Kg/người/năm, nhu cầu thép của Việt nam là 21.5 triệu tấn/năm và tại mức 500 Kg là 43 triệu tấn. Hiện tại, con số này khoảng 125 Kg, nằm trong khoảng giữa của các nước đang phát triển với mức tăng dài hạn còn rất lớn.

#### Công suất và hoạt động ngành cuối 2009

	Đang phát triển	→	Phát triển
<i>GDP bình quân người (USD, theo PPP)</i>	3,000 (Vietnam 2009)		30,000
Tiêu thụ bình quân đầu người (kg)	130.0	250.0	500.0
Tổng nhu cầu (triệu tấn)	11.2	21.5	43.0
Tỷ lệ thép dài (giả định)	50%	45%	35%
Nhu cầu thép dài (triệu tấn)	5.6	9.7	15.1
Nhu cầu thép dẹt (triệu tấn)	5.6	11.8	28.0

*Nguồn: SBS*

Về thép xây dựng, theo nghiên cứu này, cơ cấu sản phẩm cũng sẽ có sự chuyển dịch theo hướng tăng

dần tỷ lệ thép dẹt – dùng trong công nghiệp và giảm tỷ trọng thép dài – dùng trong xây dựng. Trung bình tỷ lệ thép dài chiếm 80 – 85% ở các nước chậm phát triển; 60 – 65% ở các nước đang phát triển và 30 – 35% ở các nước đã phát triển. Theo tốc độ phát triển về kinh tế thì tỷ lệ tiêu thụ thép xây dựng của Việt nam sẽ giảm dần (hiện tại là 55%). Tuy nhiên, con số tuyệt đối vẫn tiếp tục tăng lên, cụ thể sản lượng thép xây dựng ở mức bảo hòa vào khoảng 15 triệu tấn/năm (gấp đôi mức tổng công suất thiết kế thép xây dựng thời điểm cuối 2010) và gấp 3 lần nhu cầu hiện tại.

#### - Đầu tư hạ tầng và xây dựng

Chính sách đầu tư mạnh về hạ tầng và sự phát triển ngành bất động sản, xây dựng sẽ tạo ra mức tiêu thụ tăng nhanh hơn và cao hơn so với thực trạng kinh tế. Theo nghiên cứu của BMI, giá trị ngành xây dựng và đầu tư hạ tầng của Việt nam dự báo tăng trưởng mạnh từ sau 2009 với tốc độ bình quân trên 20% (2010), đặc biệt hoạt động đầu tư hạ tầng sẽ có tốc độ tăng cao hơn ngành xây dựng trong 5 năm tới. Kỳ vọng tỷ lệ tiêu thụ thép trong tổng giá trị hai ngành trên không đổi thì nhu cầu thép sẽ có sự gia tăng mạnh các năm sau, đặc biệt về thép xây dựng.

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Giá trị xây dựng (VND'tỷ)	79,617	95,969	94,877	126,115	157,745	189,959	224,542	260,829
Tăng trưởng thực (%)	12.01	0.37	-8.14	23.93	18.58	14.42	12.2	10.7
Giá trị đầu tư hạ tầng (VND'tỷ)	33,825	43,865	42,574	59,604	77,115	94,951	114,100	134,193
Tăng trưởng thực (%)	15.4	6.68	-9.94	31	22.88	17.13	14.17	12.11
Tổng nhu cầu xây dựng (VND'Tỷ)	113,442	139,834	137,451	185,719	234,860	284,910	338,642	395,022

Nguồn: BMI

(\*) Chính sách đầu tư mạnh về hạ tầng của Trung Quốc đã làm cho nhu cầu thép tăng nhanh và đạt rất cao. Mặc dù GDP hiện ở mức USD6,550/người nhưng tiêu thụ thép của Trung Quốc là 405 Kg, tương đương quốc gia đã phát triển theo mức phân loại trên. Tỷ lệ tăng bình quân từ 2001 là 16%/năm. Từ con số 125Kg của năm 2001 tiêu thụ tăng gấp đôi trong 4 năm và gấp 3 lần trong 8 năm. Các thông số của Việt nam hiện tại bằng với Trung quốc năm 2001, nhưng do tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp hơn, nhu cầu thép sẽ không thể gia tăng với tốc độ trên. Tuy nhiên, do nhiều đặc điểm tương đồng, chúng tôi đánh giá khả năng tiêu thụ Việt nam có thể đạt con số 300Kg trong 10 năm tới, tương đương mức bình quân 12 – 14%/năm.

Trung Quốc											
Chỉ tiêu	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2024
Tiêu thụ thép (Kg/người/năm)	105	125	141	186	212	266	287	320	327	405	750
GDP/người (USD/người/năm)	2,377	2,614	2,880	3,217	3,614	4,064	4,659	5,389	5,970	6,546	15,500

Nguồn: World steel

## Rủi ro về cung cầu ngành đối với hoạt động Pomina

### Nguồn cung thép và yếu tố giá

Theo thống kê Hiệp hội thép, tổng công suất cán thép xây dựng hiện tại khoảng 8 triệu tấn/năm (tăng thêm 1 triệu so với cuối 2009), nếu duy trì tỷ lệ huy động hợp lý khoảng 90%, lượng thép cung ứng khoảng 7.2 triệu. Theo quy luật cung cầu, so với nhu cầu khoảng 5 triệu tấn, lượng thừa cung 2 triệu tấn tạo ra áp lực giảm giá, giảm biên lợi nhuận của các nhà sản xuất. Tuy nhiên, có nhiều yếu tố làm cho ảnh hưởng cung không quá đáng ngại. Về dài hạn, theo các tính toán trên, nhu cầu thép xây dựng của Việt nam sẽ đạt 10 triệu tấn (khoảng 2020) và mức ổn định bảo hòa khoảng 15 triệu tấn/năm. Thực tế nguồn cung tăng mạnh trong 2 năm gần đây và giai đoạn 2009 – 2013 được xem là thời kỳ tăng cung mạnh nhất, đáng kể là 2009 – 2010, do hàng loạt dự án thép xây dựng triển khai. Sau giai đoạn này, tăng cung sẽ chậm hơn nên về dài hạn cung cầu vẫn cân bằng. Về ngắn hạn, áp lực cung khá lớn, loại trừ công suất các nhà máy cũ, lạc hậu, công suất cung khoảng 7.2 triệu tấn thiết kế, trong đó, nhóm công nghệ hiện đại khoảng 5 triệu tấn, tương đương nhu cầu. Đây sẽ là nhóm có áp lực cạnh tranh thấp hơn nhờ lợi thế về công nghệ và giá thành.

(\*) Tỷ lệ huy động công suất của ngành thép thế giới khoảng 80%.

(\*) Các dự án FDI không gây ra ảnh hưởng đáng kể đối với Pomina do phần lớn được đầu tư vào mảng thép tấm, lá cán nóng và cán nguội; chủ yếu phục vụ nhu cầu mảng công nghiệp và không thuộc phân khúc của Pomina.

Tuy nhiên, thực tế giá chịu ảnh hưởng ít của yếu tố cung cầu hiện tại, mà bị chi phối nhiều hơn của giá thế giới (gần như 100%). Đối với Pomina, nguyên liệu thô (phế liệu) nhập khẩu tạo ra sự linh động của giá thành so với giá bán vì cả hai đều di chuyển cùng chiều với giá thế giới. Do đó, Pomina sẽ vẫn duy trì được suất lợi nhuận cân bằng dài hạn và trong môi trường giá cả ổn định.

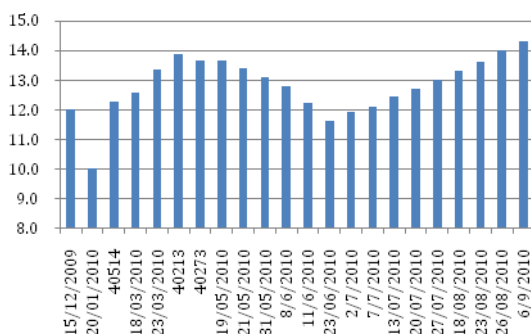
## Định giá

### Dự phóng tài chính ngắn hạn 2010 & 2011

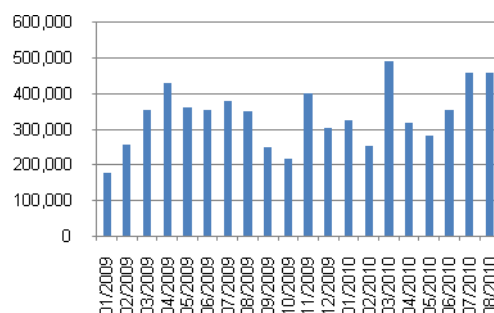
2010: Theo báo cáo hợp nhất 6 tháng đầu năm 2010, Pomina đạt doanh thu VND4,565 tỷ (sản lượng tiêu thụ ~ 370,000 tấn dựa trên mức giá bán bình quân ngành). Theo các đánh giá ngành, lượng tiêu thụ quý 3 đang tăng mạnh (trên 30%) và giá bán trung bình có thể cao hơn 5%. Chúng tôi đánh giá lượng tiêu thụ POM trong quý 3 có thể tương đương mức ngành nhưng sẽ ổn định trong quý 4. Ước tính 400,000 – 450,000 tấn. Trung bình giá bán thép tại nhà máy của Pomina quý 3 khoảng 13 – 13.5 triệu/tấn; giả sử mức giá bán bình quân VND13.5 triệu cho quý 4 sẽ tạo ra doanh thu VND5,400 – 6,000 tỷ 6 tháng cuối năm. Do giá vốn thấp trong khi giá bán tăng cao, đánh giá biên lợi nhuận gộp sẽ đạt cao trong quý 3 (bình quân 18% - 20%) và ổn định trong quý 4 (15%), tương đương lợi nhuận gộp VND1,000 tỷ. Loại trừ chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá ròng (VND250 – VND300 tỷ), lợi nhuận trước thuế hợp nhất nửa cuối năm khoảng VND650 - 700 tỷ; tương đương lợi nhuận sau thuế VND630 - 665 tỷ (thuế suất áp dụng đối với POM hiện rất thấp kèm thêm các ưu đãi miễn giảm). Như vậy, thực hiện cho năm 2010 sẽ đạt khoảng VND1,150 – 1,200 tỷ trên doanh thu VND10,000 tỷ. Như vậy, mặc dù sản lượng thực hiện thấp hơn kế hoạch, doanh thu vẫn đạt mức kế hoạch do mặt bằng giá bán cao hơn mức xây dựng. EPS ~ VND6,200/CP và VND6,000 loại trừ khoản thu bất thường.

2011: Chúng tôi dự báo lượng thép tiêu thụ sẽ tăng 10% trong 2011, tương đương 910,000 tấn; lợi nhuận thực hiện khoảng VND1,200 tỷ, EPS ~ VND6,300.

Giá thép thanh trong nước (VND/triệu/tấn)



Tiêu thụ thép xây dựng (tấn)



Nguồn: Vnsteel, giá tại nhà máy

Nguồn: Hiệp hội thép

### Phương pháp định giá: PE & EV

**PE:** Chúng tôi sử dụng chỉ số PE bình quân của ngành thép thế giới điều chỉnh cho yếu tố thanh khoản và rủi ro trên thị trường Việt nam. Cụ thể trung bình PE (trailing) hiện tại của cổ phiếu ngành thép thế giới đạt khoảng 11 lần, với mức chiết khấu 20% cho thị trường Việt nam, PE được sử dụng khoảng 9 lần. Ngoài ra, do các vấn đề về thanh khoản, rủi ro, chúng tôi chiết khấu 10% trên PE áp dụng cho POM so với trung bình ngành đối với PE tính trên EPS2010. Chỉ số PE sẽ giảm 15% nếu tính trên EPS2011 (tương ứng mức lãi suất chiết khấu 15% trong 1 năm). Kết quả định giá theo phương pháp PE sẽ có giá trị từ VND42,500 – 47,000/ cổ phiếu đối với hai trường hợp số lượng cổ phiếu.

**EV:** Theo thống kê các công ty thép tại thị trường Mỹ, chỉ số EV/EBITDA đạt 6 lần trên EPS2010 và khoảng 5.5 trên EPS forward 2011. Dựa trên dự phóng lợi nhuận gộp, EV được xác định và giá trị cổ

phiếu sẽ đạt khoảng VND35,000 – VND40,000 sau khi trừ đi giá trị nợ. Phương pháp này có thể xem là chưa xác định hết giá trị đối với Pomina do nhà máy thép Thép Việt chưa hoạt động hết công suất nên mức EBITDA chưa đạt đúng mức tiềm năng. Chúng tôi sử dụng một sự điều chỉnh bằng cách tính lại EBITDA trong trường hợp công suất hoạt động đạt khoảng 1 – 1.1 triệu tấn. Theo đó, giá trị cổ phiếu theo EV sẽ tương đương VND40,000/CP – 45,000/CP.

Trung bình giữa hai phương pháp trên, giá cổ phiếu Pomina được xác định từ VND41,500 – 46,000/CP; tương ứng phần trăm giao dịch dưới giá trị thực từ 14 – 23% theo giá giao dịch ngày 10/09/2010. Do đó, nhà đầu tư có thể xem xét cho mục tiêu đầu tư dài hạn với mục tiêu lợi nhuận kỳ vọng 16% - 30%.

(\*) Đây là mức giá được tính theo các giả định được xem là thích hợp với tình hình hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng kinh tế tốt hơn có thể thúc đẩy thị trường chứng khoán có mặt bằng PE tốt hơn trong năm tới so với các chỉ số đang áp dụng hiện tại.

### **Rủi ro đầu tư**

**Kế hoạch phát hành:** Hoạt động phát hành riêng lẻ với giá thấp hơn thị trường làm tăng lượng cung cổ phiếu giá rẻ cũng như tạo áp lực giảm giá lên cổ phiếu đang lưu hành. Theo kế hoạch, Pomina sẽ phát hành 20 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho một số cổ đông, đối tác lớn. Mặc dù tác động từ việc pha loãng EPS đã được tính đến trong việc định giá trên, yếu tố này vẫn gây tác động về tâm lý, tạo ra ngưỡng cản mà giá cổ phiếu giao dịch trên thị trường khó có thể vượt qua, đó là giá dự kiến sẽ phát hành.

**Biến động giá thép:** Tương tự các doanh nghiệp trong ngành thép, hoạt động Pomina chịu tác động mạnh của yếu tố giá thép thế giới từ đó tác động nhanh đến giá cổ phiếu. Sau khi tăng mạnh, giá thép hiện tại có xu hướng chững lại. Trong khi xu hướng diễn biến khó xác định, chúng tôi không loại trừ khả năng giảm mạnh và sẽ tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu ngành thép bao gồm cả POM. Do đó, nhà đầu tư ngắn hạn cần thận trọng và theo dõi sát diễn biến giá thép.

**Rủi ro về thông tin và khả năng tiếp cận của nhà đầu tư:** So với các công ty trong ngành thép, công bố thông tin của Pomina khá hạn chế. Điều đó gây ra khó khăn trong việc đánh giá nhanh những thay đổi trong hoạt động kinh doanh khi nhà đầu tư cá nhân không được thông tin đầy đủ.

**Rủi ro về thanh khoản:** Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nội bộ và các tổ chức lớn dẫn đến lượng cổ phiếu giao dịch tự do không nhiều. Bình quân khối lượng khớp lệnh các phiên dưới 20,000 cổ phiếu/phiên tạo ra vấn đề lớn về thanh khoản, đặc biệt đối với các nhà đầu tư tổ chức.

**Diễn biến thị trường chứng khoán:** Thị trường chứng khoán đang đứng trước áp lực giảm khá lớn do các nguyên nhân: i) Thực trạng kinh tế thế giới chưa hồi phục nên thị trường chứng khoán thế giới vẫn đang trong giai đoạn điều chỉnh; ii) Kinh tế và thị trường trong nước trước các áp lực về lãi suất, cung tiền, các vấn đề tỷ giá,... Do đó, nhà đầu tư có thể chờ đợi, quan sát để lựa chọn thời điểm đầu tư với khả năng điều chỉnh ngắn hạn của thị trường khá lớn. Khung giá tham gia được đề xuất đối với POM là VND30,000 – VND33,000/CP với mức giá mục tiêu VND38,000 – VND40,000 trong 2 tháng.



**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Triệu)**

	2008	2009
<b>Tài sản</b>	<b>1,683,935</b>	<b>6,004,516</b>
Tài sản ngắn hạn	1,262,289	3,974,181
Tài sản dài hạn	421,646	2,030,335
Tài sản cố định	279,841	1,869,208
Bất động sản đầu tư	-	833
<b>Nguồn vốn</b>	<b>1,683,935</b>	<b>6,004,516</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,150,015</b>	<b>3,785,002</b>
Nợ ngắn hạn	1,119,786	2,822,136
Nợ dài hạn	30,229	962,866
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>533,920</b>	<b>1,989,656</b>
Nguồn vốn - Quỹ	531,946	1,981,117
Vốn điều lệ	500,000	1,620,000
Thặng dư vốn	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	20,745	370,353

**BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)**

	2008	2009
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,229,671</b>	<b>7,539,335</b>
Giá vốn hàng bán	6,471,571	6,124,608
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>758,100</b>	<b>1,414,727</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	23,489	73,243
Chi phí hoạt động tài chính	264,221	609,712
<i>Lãi vay phải trả</i>	92,676	151,230
Chi phí bán hàng	13,078	19,631
Chi phí quản lý doanh nghiệp	8,065	32,120
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>496,225</b>	<b>826,507</b>
Thu nhập khác	446	1,488
Chi phí khác	14,332	46,362
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>482,339</b>	<b>781,633</b>
Thuế TNDN phải nộp	38,837	124,883
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>445,156</b>	<b>656,387</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>445,156</b>	<b>504,890</b>

**BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND'Triệu)**

	2008	2009
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐKD</b>		
Lợi nhuận trước thuế	482,338	781,633
Khấu hao	48,581	163,365
Dự phòng	919	(1,221)
Lãi, lỗ từ HĐĐT	(59)	601
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	644,271	1,195,897
<b>Từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>398,708</b>	<b>(963,478)</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT		
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	(21,405)	(980,974)
Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	-	(833)
<b>Từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(21,619)</b>	<b>(980,569)</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>		
Tiền thu phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp	74,338	320,000
Tiền vay ngắn và dài hạn được	2,627,806	8,545,020
<b>Từ hoạt động tài chính</b>	<b>(362,479)</b>	<b>2,482,836</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>14,610</b>	<b>538,789</b>
<b>Tiền và tương đương tiền đầu tư</b>	<b>4,107</b>	<b>18,717</b>
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>18,717</b>	<b>557,506</b>

**CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

	2007	2008	2009
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>			
Doanh thu	-	-	4.3%
Lợi nhuận gộp	-	-	86.6%
Lợi nhuận ròng	-	-	13.4%
Tổng tài sản	-	-	256.6%
Vốn chủ	-	-	272.4%
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>			
Lợi nhuận biên	-	10.5%	18.8%
EBIT biên	-	8.0%	12.4%
Lợi nhuận trước thuế biên	-	6.7%	10.4%
Lợi nhuận ròng biên	-	6.2%	6.7%
ROA	-	26.4%	8.4%
ROE	-	83.7%	25.5%
<b>Phân tích Dupont</b>			
Lợi nhuận gộp (1)	-	6.2%	6.7%
Vòng quay tài sản (2)	-	429.3%	125.6%
Đòn bẩy (3)	-	316.6%	303.1%
ROE = (1) x (2) x (3)	-	83.7%	25.5%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>			
Số ngày phải thu	-	46.5	59.4
Số ngày tồn kho	-	17.1	122.0
Số ngày phải trả	-	0.0	0.4
Vòng quay tổng tài sản	-	4.3	1.3
Vòng quay tài sản dài hạn	-	17.1	3.7
Vòng quay tài sản cố định	-	25.8	4.0
<b>Hệ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện tại	-	1.1	1.4
Thanh toán nhanh	-	0.9	0.7
Thanh toán tiền mặt	-	0.0	0.2
<b>Cơ cấu vốn</b>			
Tổng nợ/Vốn chủ	-	216.2%	191.1%
Tổng nợ/Tổng tài sản	-	68.3%	63.0%
Tổng tài sản/Vốn chủ	-	316.6%	303.1%
<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>			
PE	-	4.04	7.56
PBV	-	3.38	2.94
PS	-	0.25	0.51
EPS (VND)	-	8,903	4,763
DT/CP(VND/CP)	-	144,593	71,126
Giá trị sổ sách (VND/CP)	-	10,639	12,229

## BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Triệu)

	QI-10	QII-10
<b>Tài sản</b>	<b>5,764,257</b>	<b>6,570,267</b>
Tài sản ngắn hạn	3,792,016	4,607,929
Tài sản dài hạn	1,972,241	1,962,338
Tài sản cố định	1,817,044	1,778,653
Bất động sản đầu tư	833	833
<b>Nguồn vốn</b>	<b>5,764,257</b>	<b>6,570,267</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3,220,149</b>	<b>3,857,807</b>
Nợ ngắn hạn	2,157,112	2,871,654
Nợ dài hạn	1,063,037	986,153
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,310,250</b>	<b>2,708,460</b>
Nguồn vốn - Quỹ	2,302,968	2,698,750
Vốn điều lệ	1,630,000	1,630,000
Thặng dư vốn	35,000	35,000
Lợi nhuận chưa phân phối	621,888	796,847

## BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)

	QI-10	QII-10
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>2,281,434</b>	<b>2,291,222</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,281,434</b>	<b>2,284,040</b>
Giá vốn hàng bán	1,862,913	1,971,372
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>418,521</b>	<b>312,668</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	27,086	96,173
Chi phí hoạt động tài chính	163,506	147,613
<i>Lãi vay phải trả</i>	47,389	54,892
Chi phí bán hàng	5,425	5,806
Chi phí quản lý doanh nghiệp	7,712	7,755
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>268,964</b>	<b>247,667</b>
Thu nhập khác	-	292
Chi phí khác	6,683	8,266
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>262,281</b>	<b>239,693</b>
Thuế TNDN phải nộp	10,208	9,141
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>251,536</b>	<b>230,516</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>251,536</b>	<b>230,516</b>

## CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QI-10	QII-10
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>		
Doanh thu (YoY)	-	-
Lợi nhuận gộp (YoY)	-	-
Lợi nhuận ròng (YoY)	-	-
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>		
Lợi nhuận biên	18.3%	13.7%
EBIT biên	13.6%	12.9%
Lợi nhuận ròng biên	11.0%	10.1%
ROA (4Q)	17.5%	15.6%
ROE (4Q)	43.7%	38.6%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>		
Số ngày phải thu	46	50
Số ngày tồn kho	95	117
Số ngày phải trả	0	0
<b>Hệ số thanh toán</b>		
Thanh toán hiện tại	1.8	1.6
Thanh toán nhanh	0.9	0.7
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.0
<b>Cơ cấu vốn</b>		
Tổng nợ/Vốn chủ	139.8%	142.9%
Tổng nợ/Tổng tài sản	55.9%	58.7%
Tổng tài sản/Vốn chủ	250.3%	243.5%

## **CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN**

Hotline: (+84.8) 62 55 59 50  
E-mail: [contact\\_english@sbsc.com.vn](mailto:contact_english@sbsc.com.vn)  
Website: [www.sbsc.com.vn](http://www.sbsc.com.vn)

### **Hội sở**

ĐC: 278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, P.8, Q.3,  
TP.HCM  
ĐT: (08) 62 68 68 68  
Fax: (08) 62 55 59 39

### **Chi nhánh Sài Gòn**

ĐC: 63B Calmette, P.Nguyễn Thái Bình, Q.1,  
TP.HCM  
ĐT: (08) 38 214 888  
Fax: (08) 38 213 015

### **Chi nhánh Hoa Việt**

ĐC: 36-38 Phùng Hưng, Q.5, TP.HCM  
ĐT: (08) 38 54 78 58  
Fax: (08) 38 54 78 56

### **Chi nhánh Hà Nội**

ĐC: Tầng 6 và 7 - số 88 Lý Thường Kiệt,  
Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
ĐT: (04) 39 42 80 76  
Fax: (04) 39 42 80 75  
Email: [hanoi@sbsc.com.vn](mailto:hanoi@sbsc.com.vn)

### **Chi nhánh Đà Nẵng**

ĐC: 62 Nguyễn Thị Minh Khai, Q. Hải Châu,  
TP. Đà Nẵng  
ĐT: (05113) 81 86 86  
Fax: (05113) 81 88 86

### **Chi nhánh Vũng Tàu**

ĐC: Tầng 3 - số 67A Lê Hồng Phong, TP.  
Vũng Tàu  
ĐT: (064) 35 53 398  
Fax: (064) 35 53 390

### **Chi nhánh Tây Đô**

212A Đường Ba tháng Hai, Quận Ninh  
Kiều, TP.Cần Thơ  
ĐT: (0710) 3783434  
Fax: (0710) 3783436

### **Singapore**

**SBS Global Investment Pte Ltd.**  
Address: 3 Shenton Way, #24-03 Shenton  
House, Singapore 068805  
ĐT: +65-6592-5709 - Fax: +65-6592-5700  
Website: [www.sbsglobalinvest.com](http://www.sbsglobalinvest.com)

### **Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư**

ĐC: Tầng 8 – số 278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3, Tp.Hồ Chí Minh  
ĐT: (08) 62686868 (Ext: 8872, 8874, 8876)  
Email: [sbs.research@sbsc.com.vn](mailto:sbs.research@sbsc.com.vn)

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra báo cáo. Báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong báo cáo dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong báo cáo này.