

Công ty cổ phần tập đoàn Hòa Phát

HPG/HOSE

Ngành:

Thép

Giá hiện tại (28.09.2010):

VND 38,600/CP

Đánh giá đầu tư: *Khung giá HPG được xác định từ VND49,500 - VND55,000/CP trên cơ sở sử dụng phương pháp PE và định giá tách biệt theo các mảng sản xuất trong đó trọng tâm là thép xây dựng. Việc vận hành công suất cao khu liên hợp sẽ gia tăng doanh thu và đặc biệt là lợi nhuận mảng thép nhờ lợi thế cạnh tranh về giá thành so với các công ty thép khác, đóng góp vào tăng trưởng chung của công ty năm tới. Do hoạt động hiện hành chưa ổn định, dự kiến lợi nhuận năm 2010 ở mức hợp lý tương đương EPS ~ VND3,800 - VND4,000/CP và PE 9.5 - 10 lần làm cho hoạt động đầu tư ngắn hạn không hấp dẫn. Ngoài ra, áp lực chuyển đổi trái phiếu có giá vốn thấp hơn (VND33,000/CP) sẽ diễn ra trong tháng 12/2010. Do đó, đề xuất HPG thích hợp hơn cho hoạt động đầu tư dài hạn khoảng 1 năm với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng khoảng 30-40%. Với nhiều kế hoạch đầu tư mở rộng dự kiến sẽ triển khai, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của Hòa Phát khá tốt.*

Báo cáo phân tích Hòa Phát

Phân tích Khu liên hợp và chuỗi sản xuất thép xây dựng

- **Chuỗi trọng tâm trong hoạt động của Hòa Phát:** Có 5/15 công ty tham gia vào mảng sản xuất thép xây dựng bao gồm Khoáng sản Hòa Phát, Khoáng sản An Thông, Năng lượng Hòa Phát, Thép Hòa Phát, và cụm nhà máy thép tại Hưng Yên thuộc Công ty mẹ. Ngoài hoạt động hiện hành của nhà máy Hưng Yên, việc đưa vào vận hành Khu liên hợp dự kiến nâng công suất thép xây dựng của Hòa Phát lên gấp đôi, tương đương 700,000 tấn/năm; tạo ra phần đóng góp hoạt động của mảng sắt thép khoảng 70% doanh thu và lợi nhuận toàn công ty. Trong đó, khả năng tạo ra giá thành cạnh tranh là lợi thế nổi bật của chuỗi sản xuất khu liên hợp.

- **Tăng tỷ lệ chi phối trong giá thành sản phẩm, tăng tính ổn định giá vốn.** Trong chuỗi sản xuất này, nguyên liệu được mua ngoài chủ yếu là than mỡ (nhập khẩu) và than gầy phục vụ quá trình luyện cốc. Theo ước tính tương đối, hai loại nguyên liệu này chi phối khoảng 94% giá thành than cốc; 57% giá thành gang và 40% giá thành thép cán. Phần lớn nguyên liệu còn lại được cung cấp nội bộ bao gồm quặng sắt (từ khoáng sản Hòa Phát, An Thông) và các chi phí sản xuất. So với thép sản xuất từ phế liệu có mức chi phối nguyên liệu trên 90% và giá nguyên liệu biến động cao thì thép xây dựng sản xuất từ quặng và than cốc có sự chi phối bên ngoài thấp hơn, yếu tố giá đầu vào ít biến động hơn. Do đó, chúng tôi đánh giá đây là lợi thế quan trọng cho phép Hòa Phát có thể đạt mặt bằng giá thành khá ổn định và biên lợi nhuận cao khi giá thép thế giới vượt một mức cố định nào đó.

(*) Theo tính toán dựa trên các định mức sản xuất tham khảo từ nhiều nguồn, ở mức hoạt động ổn định giá thành than coke Hòa Phát khoảng VND5.5 triệu/tấn (~USD281); quặng sắt khoảng VND1 triệu/tấn (~USD51) tạo ra giá thành gang VND5.5 triệu/tấn (~USD280); bằng 70% giá thành phế liệu hiện tại. Mức giá có thể tạo ra cân bằng giá thành thép sản xuất theo 2 công nghệ là USD300/tấn thép phế; trên USD300/tấn, sản phẩm thép của khu liên hợp sẽ có lợi thế cạnh tranh tốt hơn nhờ giá thành thấp hơn.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá

Cao nhất (52 tuần)	81,500
Thấp nhất (52 tuần)	33,200
KLGD trung bình (3 tháng)	375,188

Cổ Phần

Cổ phiếu đang lưu hành	294,545,994
Mệnh Giá	10,000
Vốn hóa	11,369

Cổ đông lớn

Trần Đình Long	25.95%
Vũ Thị Hiền	7.84%
Bi Private Equity New markets II K/S	5.22%
VOF Investment Ltd	4.64%
Red River Holding	3.31%
Deutsche Bank AG	2.58%
Dragon Capital	2.28%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	33.9%

Nguồn : SBS

GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn : SBS

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (VND/Tỷ)

Năm	2008	2009	6T2010
Doanh thu (VND'tỷ)	8,365	8,123	5,864
Lợi nhuận gộp	1,258	1,976	1,010
Lợi nhuận sau thuế	859	1,271	632
Tổng tài sản	5,639	10,243	13,319
ROE (%)	21.0%	26.4%	24.0%
EPS (VND/CP)	5,203	6,477	2,144

Nguồn: SBS

Nguyễn Thị Thúy Quỳnh

Trưởng nhóm ngành thép

Email: quynh.ntt@sbsc.com.vn

Công ty CP Chứng Khoán NH Sài Gòn

Thương Tín

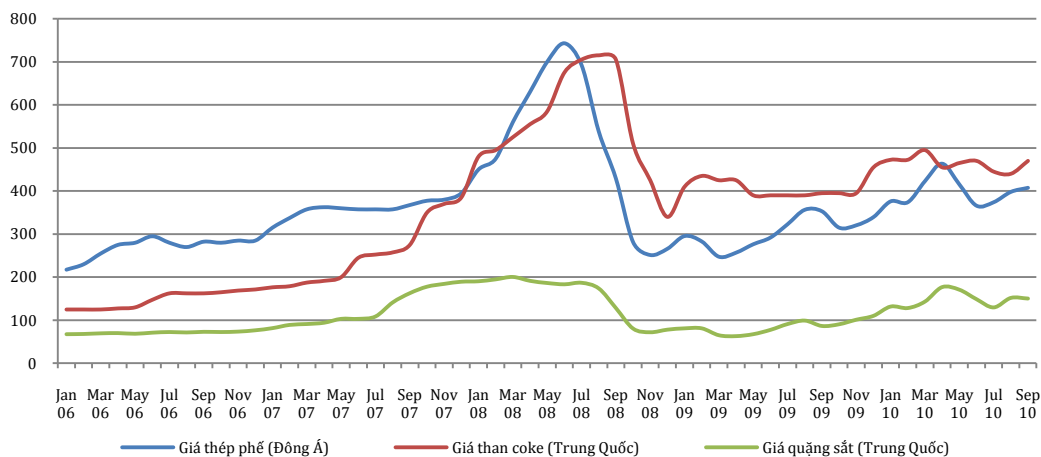
278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q.3, TP.HCM

Tel: +84-8-6268 6868

Fax: +84-8-6268 6868

Email: sbs.research@sbsc.com.vn

Biểu đồ giá các loại thép nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn : SBS

- *Giá thành cạnh tranh.* Dựa trên khả năng hoạt động ổn định của khu liên hợp với các mức chi phí tiêu hao theo dự toán xây dựng và dựa trên phân tích mặt bằng giá các nguyên liệu hiện tại (than, quặng sắt, phế liệu, phôi); ước tính giá thành của thép sản xuất từ khu liên hợp đạt khoảng VND9triệu/tấn, bằng 81% giá thành thép sản xuất từ phế liệu (VND11.2 triệu) và 73% giá thành thép sản xuất từ phôi mua ngoài (VND12.4 triệu). Theo đó, tại mức giá bán hiện hành khoảng VND13.5 triệu/tấn; tỷ suất lợi nhuận của thép sản xuất từ quặng là 33%; sản xuất từ phế liệu là 17% và sản xuất từ phôi mua ngoài là 8% cho thấy mức chênh lệch khá tốt của sản phẩm thép sản xuất tại khu liên hợp. Nhìn chung, mặt bằng giá bán hiện tại đang tạo ra lợi thế cạnh tranh rất tốt đối với thép sản xuất từ khu liên hợp theo giả định mức sản xuất như dự toán.

(*) Chúng tôi thực hiện dự tính trên tham khảo từ các nhà máy than cốc, gang, và phôi trong nước như Đình Vũ, Hoàng Anh Gia Lai (quặng sắt) về định mức tiêu hao, quy trình sản xuất kết hợp thông tin từ khảo sát thực tế nhà máy Hòa Phát. Giá ước tính theo mặt bằng thị trường hiện hành có thể thu thập được và một số theo chủ quan đánh giá của SBS. Giá than mỡ khoảng USD235/tấn; than gầy khoảng VND2.5 triệu/tấn; phế liệu ~ USD400/tấn; phôi ~ USD570/tấn.

Dự phóng lợi nhuận

Hoạt động sản xuất thép xây dựng

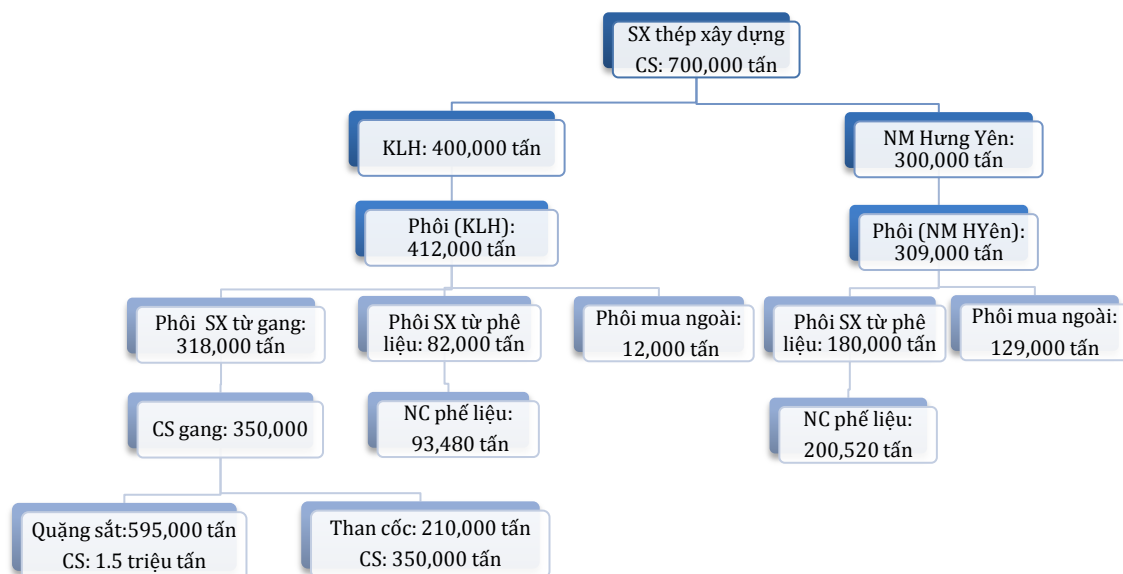
Dự phóng dựa trên mức công suất huy động khu liên hợp do Hòa Phát đưa ra là 70% (2010); 80% (2011); 90% (2012) và 100% các năm sau đó trong khi mức ổn định của cụm nhà máy cũ là khoảng 300,000 tấn/năm các năm sau. Do việc dự phóng giá bán thép trên thị trường không có cơ sở và khả thi thấp, chúng tôi xây dựng giá bán kế hoạch ổn định VND13.5 triệu/tấn và chủ yếu tập trung vào tỷ suất lợi nhuận biên với các ước tính giá thành như trên. Thay đổi doanh thu do yếu tố sản lượng là chủ yếu. Doanh thu thép xây dựng đạt khoảng VND6,750 tỷ (2010) và VND8,370 tỷ (2011). Lợi nhuận sau thuế khoảng VND600 tỷ và VND1,290 tỷ tương ứng. Tuy nhiên, về dài hạn, mức lợi nhuận bền vững đạt khoảng VND1,200 tỷ tương đương EPS ~ VND3,600 sau khi cơ cấu sản phẩm, nguyên liệu đạt tỷ lệ ổn định và ảnh hưởng ưu đãi thuế ở mức hợp lý (ưu đãi thuế từ các nhà máy đầu tư mới). Tại mức giá bán thận trọng hơn (VND13 triệu/tấn), lợi nhuận thép xây dựng đạt VND1,000 tỷ trong 2011.

(*) Tham khảo phụ lục dự phóng mảng sản xuất thép xây dựng.

Lợi nhuận từ thép xây dựng tăng mạnh trong 2011 đóng góp từ mức tăng sản lượng 24%. Ngoài ra, việc vận hành công suất cao khu liên hợp với lợi thế tạo ra thép cán giá thành thấp góp phần cải thiện biên lợi nhuận nhờ tăng tỷ trọng phôi tự đáp ứng và giảm lượng phôi mua

ngoài. Năm 2010, do nhà máy phôi đưa vào hoạt động chậm, nên phần lớn nguyên liệu phôi được mua ngoài (35%), lượng phôi cung ứng từ gang thấp đồng thời nhà máy hoạt động chưa hiệu quả dẫn đến giá thành bình quân cao. Năm 2011, giá thành bình quân dự kiến giảm (~ VND10 triệu/tấn) cải thiện biên lợi nhuận từ 17.8% lên 24.2%.

Dòng sản xuất thép xây dựng của Hòa Phát



Nguồn : SBS

(*) Các định mức tiêu hao nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất gồm: 1.03 tấn phôi/1 tấn thép cán; 1.1 tấn gang/1 tấn phôi; 1.114 tấn phế liệu/1 tấn phôi. 1.7 tấn quặng sắt/1 tấn gang; 0.6 tấn than coke/1 tấn gang.

(*) Theo sơ đồ trên, tại mức công suất tối đa, nhu cầu nguyên liệu cấp 1 là 595,000 tấn quặng sắt và 210,000 tấn than cốc; 294,000 tấn phế liệu và 141,000 tấn phôi mua ngoài để phục vụ sản xuất khoảng 700,000 tấn thép xây dựng hàng năm. Trong tổng số 721,000 tấn phôi có 318,000 tấn sản xuất từ gang; 262,000 tấn sản xuất từ phế liệu và 141,000 tấn phôi mua trực tiếp từ bên ngoài với tỷ trọng tương đương là 44% - 36% - 20%.

Các mảng hoạt động còn lại

- **Ống thép:** Công suất hoạt động tăng 40% từ nhà máy ống thép Bình Dương. Chúng tôi sử dụng dự phóng sản lượng tiêu thụ tương tự ước tính của Hòa Phát với mức huy động công suất nhà máy mới lần lượt là 70% - 80% - 90% từ 2010 - 2012 và đạt 100% các năm sau đó trên sản lượng thiết kế là 42,000 tấn/năm. Nhà máy Hưng Yên duy trì công suất hoạt động khoảng 105,000 tấn ống/năm. Tỷ trọng ống đen ổn định khoảng 60% sản lượng. Tại mức giá bán ~VND16 triệu/tấn ống đen và VND21.5 triệu/tấn ống mạ; ước doanh thu VND2,088 tỷ (2010) và VND2,500 tỷ (2011) do tăng mạnh sản lượng từ nhà máy Bình Dương. Lợi nhuận sau thuế khoảng VND200 tỷ và VND237 tỷ tương ứng.

- **Xuất khẩu than cốc:** Đây là lượng than cốc thuộc công ty năng lượng Hòa Phát còn thừa sau khi đáp ứng cho nhu cầu sản xuất của khu liên hợp. Ước lượng xuất khẩu khoảng 128,000 tấn (2010) và ổn định 140,000 tấn từ 2011. Tại mức giá bình quân hiện khoảng USD400/tấn, doanh thu xuất khẩu khoảng VND1,000 tỷ mang lại lợi nhuận VND230 tỷ (2010) và VND250 tỷ (2011). Đây là mảng có biên lợi nhuận khá cao.

- Chúng tôi thực hiện đánh giá chung cho một số mảng còn lại như điện lạnh, nội thất, máy công nghiệp, khu công nghiệp, thương mại do mức độ phân hóa cao cũng như tỷ trọng chi phối từng mảng thấp. Một số không được đưa vào đánh giá như xi măng do hiệu quả hoạt động thấp; khai khoáng, bất động sản do giới hạn về nguồn số liệu.

Dự phóng hoạt động 2010 - 2011

Mảng hoạt động	Doanh thu	Lợi nhuận
----------------	-----------	-----------

	2010	2011	2010	2011
Thép xây dựng	6,750	8,370	599.8	1,290.8
Ống thép	2,088	2,499	199.1	236.8
Điện lạnh	660	726	53	58
Nội thất	1,223	1,346	147	161
Máy xây dựng	661.1	727.21	79	87
Xuất khẩu than cốc	1,004.3	1,094.8	232.1	256.2
Tổng	12,386	14,763	1,309.9	2,090.7
Khấu trừ giá trị lợi thế thương mại			25	50
Giá trị thuần			1,278.9	2,040.7

Nguồn : SBS

(*) Đối với những hoạt động có thể dự phóng như trên, chi phí hoạt động (bao gồm bán hàng và quản lý) được ước tính riêng từng mảng với tỷ lệ phát sinh khoảng 2% trên doanh thu. Chi phí tài chính chủ yếu là lãi vay phát sinh trên các khoản vay ngắn hạn nhằm tài trợ nhu cầu vốn lưu động. Chúng tôi ước tính nhu cầu vốn lưu động bằng ¼ giá vốn hàng năm với giả định khoản phải thu bình quân 1 tháng bán hàng, hàng tồn kho bình quân 1 tháng bán hàng và 2 tháng giá vốn, khoản phải trả khá thấp (chưa tới 1 tháng bán hàng). Lãi suất vay bình quân 14%/năm.

Ngoài ra, ở cấp độ công ty, Hòa Phát phát sinh khá lớn chi phí từ việc phân bổ giá trị lợi thế thương mại do các khoản mua lại cao hơn giá trị sổ sách ròng các công ty khác. Theo báo cáo cuối quý 2, giá trị lợi thế thương mại là VND1,040 tỷ; tăng mạnh so với VND493 tỷ đầu năm do nhiều khoản mua thêm. Trong đó chủ yếu là mua lại công ty An Thông với giá trị lợi thế VND350 tỷ; năng lượng Hòa Phát trên VND200 tỷ; VND141 tỷ của công ty Đô thị Hòa Phát mua lại 2 công ty khác; góp vốn Golden Gain. Ngoài giá trị đầu tư vào khoáng sản An Thông và năng lượng Hòa Phát đã được phân bổ vào ước tính lợi nhuận ròng mảng thép và than cốc, khả năng phát sinh thêm khoản khấu trừ này khoảng VND50 tỷ làm giảm EPS năm tới khoảng VND150/CP (khá thấp).

Hoạt động kinh doanh 2010

Kết thúc 8 tháng đầu năm, kết quả thực hiện theo công bố của Hòa Phát là VND8,646 tỷ doanh thu và VND854 tỷ lợi nhuận trong đó sự thuận lợi của thị trường thép trong 2 tháng gần đây tạo ra lợi nhuận tốt trong tháng 8 (VND120 tỷ). Chúng tôi đánh giá mức thực hiện 2 quý cuối năm có thể tốt hơn đầu năm nhưng lợi nhuận thực hiện dự kiến sẽ dao động ở mức VND1,300 tỷ, tương đương kế hoạch năm và dự phóng của chúng tôi theo các mảng như trên. EPS2010 sẽ dao động ~ VND4,000/CP trên vốn điều chỉnh.

Định giá

Giá trị Hòa Phát được xác định tại mức VND55,000/CP theo phương pháp PE với mức xác định PE khác nhau cho các mảng như bên dưới. Trong đó, hoạt động thép xây dựng tạo ra VND32,500/CP và toàn bộ sản phẩm thép là VND38,960/CP; tương đương 70% giá trị định giá. Tại mức giá bán thép xây dựng giảm còn VND13 triệu/tấn, giá cổ phiếu giảm còn VND49,500/CP trong đó đóng góp từ mảng thép là VND31,500/CP.

Định giá theo PE			
	EPS 2011	PE	Giá
Thép xây dựng	3,608	9	32,471
Ống thép	721.0	9	6,489
Nội thất	491.5	8	3,932
Điện lạnh	176.8	8	1,414
Máy xây dựng	268.1	7	1,877
Than coke	780.0	8	6,240
			50,547
Phần bù cho tiềm năng, các hoạt động chưa được định giá			10%
Định giá			55,602

Nguồn : SBS

Chúng tôi sử dụng PE ngành thép được chiết khấu từ trung bình PE ngành thép thế giới tính

trên hoạt động năm 2011 (khoảng 10 lần). Ngoài ra, không tiến hành khấu trừ thêm các khoản khác do đánh giá vị thế tốt, thanh khoản cổ phiếu cao và khả năng đa dạng hóa hoạt động giảm thiểu tác động. Một số mảng có vị thế kém hơn sử dụng mức PE thấp hơn.

(*) Hầu hết các tính toán EPS đã tính đến lượng cổ phiếu sau khi chuyển đổi VND1,120 tỷ trái phiếu dự kiến tháng 12/2010. Số lượng cổ phiếu đã điều chỉnh khoảng 328.5 triệu (hiện tại là 294.55 triệu).

Rủi ro phân tích

- Để thực hiện được phân tích định lượng lợi thế cạnh tranh của thép Hòa Phát, chúng tôi sử dụng rất nhiều tính toán giá thành từng nguyên liệu, bán thành phẩm cho nguyên chuỗi sản xuất. Mặc dù dựa trên nhiều nguồn tham khảo chúng tôi cho rằng có độ chính xác cao, việc ước tính này vẫn chứa đựng nhiều rủi ro về việc tính sót một khoản mục chi phí nào đó và sai lệch trong việc ước tính các định mức sử dụng.

- Do tập trung nhiều vào mảng thép, chúng tôi chấp nhận mức độ rủi ro về tính chính xác của việc xác định 30% giá trị của các mảng khác còn lại.

- Các dự phóng trên chưa tính đến những kế hoạch đầu tư dự kiến sẽ được triển khai của Hòa Phát do chưa có tiến trình triển khai và thông tin cụ thể. Một trong các dự án lớn là giai đoạn 2 nhà máy than cốc thuộc Năng lượng Hòa Phát nhằm tăng gấp đôi công suất phục vụ xuất khẩu. Dự án giai đoạn 2 khu liên hợp gang thép với quy mô tương tự.

- Hoạt động bất động sản: Theo thông tin, Hòa Phát có khoảng 7 dự án bất động sản bao gồm 5 dự án tại Hà Nội, 1 tại thành phố Hồ Chí Minh và 1 tại Hưng Yên. Tuy nhiên, ngoài dự án căn hộ tại 257 Giải Phóng đã được thi công và bán một phần vào quý 3 thì hầu hết các dự án của Hòa Phát đang ở khâu thủ tục, chưa được khởi công. Trong đó, dự án Mandarin Garden được xem là dự án có nhiều tiềm năng và tính khả thi cao. Tuy nhiên, do những giới hạn số liệu, chúng tôi chưa thể đánh giá chi tiết được giá trị cũng như hiệu quả có thể đạt được từ hoạt động này. Trước mắt, hoạt động này chưa mang lại doanh thu trong 2010 và một phần nhỏ vào 2011.

Các dự án bất động sản				
Dự án	Địa điểm	Diện tích (m2)	Đơn vị đầu tư	Vốn đầu tư
Chung cư 257 Giải Phóng - 24 tầng	Hà Nội	1,370	Đô thị Hòa Phát (100%)	358
Mandarin Garden Hoàng Minh Giám - 25 - 29 tầng	Hà Nội	25,880	Hòa Phát (65%), Đô thị Hòa Phát (20%)	4,743
Chung cư Kim Đồng, 492 Trương Định	Hà Nội	13,093	Công ty con (95%)	1,107
Chung cư Bình Triệu	Hồ chí minh		Công ty con (50%)	447
Chung cư 70 Nguyễn Đức Cảnh	Hà Nội		Đô thị Hòa Phát (100%)	70
Khu đô thị Bắc Phố Nối	Hưng Yên	500ha	Đô thị Hòa Phát (100%)	2,888
Khu đô thị Tây Mỗ		216ha	Hòa Phát (17%)	7,804

Nguồn : SBS

Rủi ro đầu tư

Hoạt động đầu tư cổ phiếu Hòa Phát chịu ảnh hưởng tương tự những rủi ro về mặt thị trường, các yếu tố kinh tế vĩ mô, thị trường tài chính, tiền tệ, các thay đổi chính sách,... Về cấp độ ngành, chúng tôi nhận thấy Hòa Phát chịu tác động chung của xu thế ngành với ngành thép là trọng tâm nhưng mức độ ảnh hưởng thấp hơn do hoạt động đa dạng các ngành nghề. Trong đó, đối với mảng thép, kỳ vọng khả năng chủ động nhiều hơn về nguyên liệu tăng tính ổn định lợi nhuận của công ty trong bối cảnh ngành thép biến động có thể giảm độ ảnh hưởng ngành này đến cổ phiếu.

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy tính cạnh tranh của giá thành khu liên hợp so với các doanh nghiệp sản xuất từ phế liệu sẽ không còn tại mức giá thép phế liệu dưới USD300/tấn (làm cho giá thành thép sản xuất từ hai loại nguyên liệu bằng nhau). Quan sát diễn biến giá thép có thể thấy khả năng di chuyển về mức trên vẫn có thể xảy ra (năm 2006). Bình quân giá thép phế

dao động trong khung USD300 – USD400/tấn 5 năm gần đây. Do đó, đây vẫn là một trong các yếu tố rủi ro cần quan sát.

Phụ lục - Dự phóng hoạt động thép xây dựng

	Công suất thiết kế	2010	2011	2012	2013	2014
Sản lượng thép cán	Tấn/năm					
Khu liên hợp	400,000	150,000	320,000	360,000	400,000	400,000
<i>Tỷ lệ huy động công suất</i>		70%	80%	90%	100%	100%
Nhà máy Hưng Yên	300,000	350,000	300,000	300,000	300,000	300,000
<i>Tỷ lệ huy động công suất</i>		117%	100%	100%	100%	100%
Tổng sản lượng thép xây dựng	700,000	500,000	620,000	660,000	700,000	700,000
Tổng sản lượng tiêu thụ (tấn)		500,000	620,000	660,000	700,000	700,000
Giá bán bình quân	VND*triệu/tấn	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
Doanh thu thép xây dựng	VND*Tỷ	6,750	8,370	8,910	9,450	9,450
Nhu cầu phôi thép để cán (tấn)	Tiêu hao bình quân	515,000	638,600	679,800	721,000	721,000
Khu liên hợp (tấn)	1.03	154,500	400,000	400,000	400,000	400,000
<i>Tự sản xuất từ gang</i>	<i>CS: 400,000</i>	<i>123,600</i>	<i>318,182</i>	<i>318,182</i>	<i>318,182</i>	<i>318,182</i>
<i>Tự sản xuất từ phế liệu</i>		<i>30,900</i>	<i>81,818</i>	<i>81,818</i>	<i>81,818</i>	<i>81,818</i>
	Tiêu hao bình quân					
Nhà máy Hưng Yên (tấn)	1.0416	364,560	312,480	312,480	312,480	312,480
<i>Tự sản xuất từ phế liệu</i>	<i>CS: 180,000</i>	<i>180,000</i>	<i>180,000</i>	<i>180,000</i>	<i>180,000</i>	<i>180,000</i>
Phôi mua ngoài		180,500	58,600	99,800	141,000	141,000
	Tiêu hao bình quân					
<i>Phôi sản xuất từ gang</i>		<i>123,600</i>	<i>318,182</i>	<i>318,182</i>	<i>318,182</i>	<i>318,182</i>
<i>Phôi sản xuất từ phế liệu</i>		<i>210,900</i>	<i>261,818</i>	<i>261,818</i>	<i>261,818</i>	<i>261,818</i>
<i>Phôi mua ngoài</i>		<i>180,500</i>	<i>58,600</i>	<i>99,800</i>	<i>141,000</i>	<i>141,000</i>
<i>Thép sản xuất từ phôi gang</i>	<i>1.03</i>	<i>120,000</i>	<i>308,914</i>	<i>308,914</i>	<i>308,914</i>	<i>308,914</i>
<i>Thép sản xuất từ phôi phế liệu</i>	<i>1.03</i>	<i>204,757</i>	<i>254,192</i>	<i>254,192</i>	<i>254,192</i>	<i>254,192</i>
<i>Thép sản xuất từ phôi mua ngoài</i>	<i>1.03</i>	<i>175,243</i>	<i>56,893</i>	<i>96,893</i>	<i>136,893</i>	<i>136,893</i>
	Giá thành đơn vị					
Giá thành cán phôi từ gang (VND*Tỷ)	VND9,047,739/tấn	1,085.7	2,795.0	2,795.0	2,795.0	2,795.0
Giá thành cán phôi từ phế liệu	11,187,478	2,290.7	2,843.8	2,843.8	2,843.8	2,843.8
Giá thành cán phôi mua ngoài	12,411,600	2,175.0	706.1	1,202.6	1,699.1	1,699.1
Tổng giá vốn hàng bán (VND*Tỷ)		5,551.5	6,344.9	6,841.3	7,337.8	7,337.8
<i>Tỷ lệ giá vốn hàng bán (%)</i>		<i>82.2%</i>	<i>75.8%</i>	<i>76.8%</i>	<i>77.6</i>	<i>77.6%</i>
Lợi nhuận gộp (VND*Tỷ)		1,198.5	2,025.1	2,068.7	2,112.2	2,112.2
Chi phí tài chính		407.6	434.2	447.4	461.7	452.2
Chi phí phân bổ lợi thế thương mại		7.5	28.0	28.0	28.0	28.0
Chi phí hoạt động (2% doanh thu)		135.0	167.4	178.2	189.0	189.0
Lợi nhuận trước thuế (VND*Tỷ)		648.4	1,395.5	1,415.1	1,433.5	1,443.0
Thuế		48.6	104.7	230.0	232.9	234.5
Lợi nhuận sau thuế (VND*Tỷ)		599.8	1,290.8	1,185.1	1,200.6	1,208.5
Số lượng cổ phần		294,55	-	-	-	-
Chuyển đổi trái phiếu		33,94	-	-	-	-
Tổng số lượng CP điều chỉnh	Triệu	328,49	-	-	-	-
EPS (VND/CP)		1,826	3,930	3,608	3,655	3,679

Nguồn : SBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND"Triệu)

	2007	2008	2009
Tài sản	4,756,795	5,639,374	10,243,240
Tài sản ngắn hạn	3,135,512	3,849,009	5,407,840
Tài sản dài hạn	1,621,283	1,790,365	4,835,400
Tài sản cố định	950,049	1,265,421	3,065,312
Bất động sản đầu tư	392,259	380,606	1,101,992
Nguồn vốn	4,756,795	5,639,374	10,243,240
Nợ phải trả	1,533,364	1,294,098	5,104,607
Nợ ngắn hạn	1,268,387	1,256,330	4,565,113
Nợ dài hạn	264,977	37,768	539,494
Nguồn vốn chủ sở hữu	3,142,551	4,111,067	4,898,776
Nguồn vốn - Quỹ	3,121,496	4,070,661	4,825,091
Vốn điều lệ	1,320,000	1,963,640	1,963,640
Thặng dư vốn	1,315,000	1,620,900	1,620,900
Lợi nhuận chưa phân phối	449,746	415,743	1,154,639

BÁO CÁO THU NHẬP (VND"Triệu)

	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	5,642,934	8,364,805	8,123,395
Giá vốn hàng bán	4,676,412	7,106,496	6,147,352
Lợi nhuận gộp	966,522	1,258,309	1,976,043
Thu nhập hoạt động tài chính	27,265	159,365	121,396
Chi phí hoạt động tài chính	45,264	170,814	281,066
<i>Lãi vay phải trả</i>	-	74,437	76,177
Chi phí bán hàng	89,006	106,408	124,506
Chi phí quản lý doanh nghiệp	106,718	138,459	196,485
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	752,799	1,001,993	1,495,382
Thu nhập khác	30,417	26,286	30,136
Chi phí khác	23,791	9,650	15,539
Tổng lợi nhuận trước thuế	759,425	1,018,629	1,509,979
Thuế TNDN phải nộp	115,452	164,134	251,196
Lợi nhuận sau thuế	643,973	859,410	1,270,706
Lợi nhuận ròng	642,093	854,191	1,271,887

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND"Triệu)

	2007	2008	2009
Lưu chuyển tiền từ HĐKD			
Lợi nhuận trước thuế	759,426	1,018,629	1,509,979
Khấu hao	116,292	176,801	194,045
Dự phòng	11,970	181,458	(154,842)
Lãi, lỗ từ HĐĐT	(21,456)	(125,089)	(105,269)
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	905,805	1,328,440	1,520,173
Từ hoạt động kinh doanh	(303,424)	622,006	(82,038)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT			
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	(179,140)	(463,641)	(1,458,257)
Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(1,224,420)	(183,500)	(1,177,004)
Từ hoạt động đầu tư	(1,295,075)	(658,749)	(1,960,971)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC			
Tiền thu phát hành cổ phiếu, nhân vốn góp	2,410,000	678,750	1,429
Tiền vay ngắn và dài hạn được	2,262,275	4,043,836	8,163,590
Từ hoạt động tài chính	1,919,613	147,632	3,016,978
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	321,114	110,889	973,969
Tiền và tương đương tiền đầu tư	78,452	399,323	510,218
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	399,323	510,218	1,480,491

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2007	2008	2009
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	327.9%	48.2%	-2.9%
Lợi nhuận gộp	663.9%	30.2%	57.0%
Lợi nhuận ròng	792.7%	33.0%	48.9%
Tổng tài sản	104.4%	18.6%	81.6%
Vốn chủ	215.7%	30.4%	18.5%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	17.1%	15.0%	24.3%
EBIT biên	-	13.1%	19.5%
Lợi nhuận trước thuế biên	13.5%	12.2%	18.6%
Lợi nhuận ròng biên	11.4%	10.2%	15.7%
ROA	13.5%	15.1%	12.4%
ROE	20.6%	21.0%	26.4%
Phân tích Dupont			
Lợi nhuận gộp (1)	11.4%	10.2%	15.7%
Vòng quay tài sản (2)	118.6%	148.3%	79.3%
Đòn bẩy (3)	152.4%	138.5%	212.3%
ROE = (1) x (2) x (3)	20.6%	21.0%	26.4%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	36.9	20.6	33.1
Số ngày tồn kho	123.3	93.5	151.8
Số ngày phải trả	5.9	11.6	3.2
Vòng quay tổng tài sản	1.2	1.5	0.8
Vòng quay tài sản dài hạn	3.5	4.7	1.7
Vòng quay tài sản cố định	5.9	6.6	2.7
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại	2.5	3.1	1.2
Thanh toán nhanh	1.2	1.6	0.6
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.4	0.3
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	49.1%	31.8%	105.8%
Tổng nợ/Tổng tài sản	32.2%	22.9%	49.8%
Tổng tài sản/Vốn chủ	152.4%	138.5%	212.3%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	6.51	7.42	5.96
PBV	1.63	1.86	1.57
PS	0.74	0.76	0.93
EPS(VND)	5,930	5,203	6,477
DT/CP(VND/CP)	52,119	50,948	41,369
Giá trị sổ sách(VND/CP)	23,648	20,730	24,572

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Triệu)

	QIII-09	QIV-09	QI-10	QII-10
Tài sản	8,395,272	10,246,816	10,740,188	13,319,451
Tài sản ngắn hạn	4,117,769	5,413,211	5,401,609	7,093,640
Tài sản dài hạn	4,277,503	4,833,605	5,338,579	6,225,811
Tài sản cố định	2,851,024	3,058,748	3,174,358	4,277,067
Bất động sản đầu tư	834,004	1,102,112	1,507,021	695,375
Nguồn vốn	8,395,272	10,246,816	10,740,188	13,319,451
Nợ phải trả	3,293,838	5,100,399	5,358,002	7,483,355
Nợ ngắn hạn	2,639,049	4,540,914	4,704,106	6,355,521
Nợ dài hạn	654,789	559,485	653,896	1,127,834
Nguồn vốn chủ sở hữu	4,879,794	4,906,535	5,136,774	5,518,593
Nguồn vốn - Quỹ	4,865,825	4,833,170	5,096,386	5,478,655
Vốn điều lệ	1,963,640	1,963,640	1,963,640	2,945,460
Thặng dư vốn	1,620,900	1,620,900	1,620,900	1,620,900
Lợi nhuận chưa phân phối	1,252,751	1,165,238	1,431,140	791,066

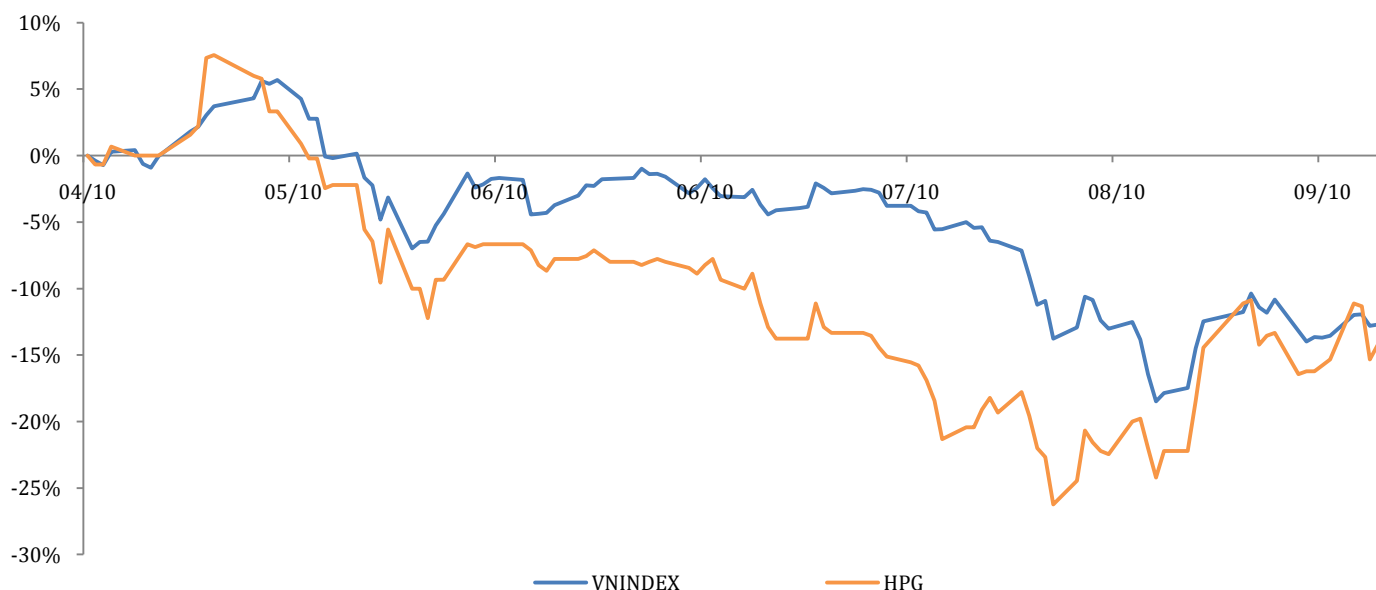
BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)

	QIII-09	QIV-09	QI-10	QII-10
Tổng doanh thu	2,146,848	2,417,867	2,556,940	3,394,596
Doanh thu thuần	2,115,699	2,382,528	2,518,103	3,345,842
Giá vốn hàng bán	1,576,631	1,875,742	2,054,898	2,798,560
Lợi nhuận gộp	539,069	506,787	463,205	547,282
Thu nhập hoạt động tài chính	24,146	22,606	45,507	82,690
Chi phí hoạt động tài chính	75,053	109,156	88,296	137,353
Lãi vay phải trả	21,040	36,663	60,722	84,113
Chi phí bán hàng	27,584	45,936	36,565	39,195
Chi phí quản lý doanh nghiệp	46,250	80,883	51,277	59,443
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	414,328	293,418	332,573	393,981
Thu nhập khác	4,855	17,451	3,822	206,355
Chi phí khác	1,760	11,964	1,823	203,323
Tổng lợi nhuận trước thuế	417,423	298,905	334,571	397,013
Thuế TNDN phải nộp	59,264	65,244	50,953	54,076
Lợi nhuận sau thuế	358,602	233,774	282,744	348,823
Lợi nhuận ròng	358,142	238,335	278,086	341,742

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QIV-09	QI-10	QII-10
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu (YoY)	30.2%	58.6%	64.5%
Lợi nhuận gộp (YoY)	364%	4%	13%
Lợi nhuận ròng (YoY)	202%	-8%	-11%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	21.3%	18.4%	16.4%
EBIT biên	14.1%	15.7%	14.4%
Lợi nhuận ròng biên	10.0%	11.0%	10.2%
ROA (4Q)	15.8%	13.6%	11.4%
ROE (4Q)	27.6%	26.1%	24.0%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	28	22	25
Số ngày tồn kho	124	119	155
Số ngày phải trả	3	11	3
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại	1.2	1.1	1.1
Thanh toán nhanh	0.6	0.6	0.4
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.2	0.1
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	105.5%	105.1%	136.6%
Tổng nợ/Tổng tài sản	49.8%	49.9%	56.2%
Tổng tài sản/Vốn chủ	212.0%	210.7%	243.1%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	5.9	6.0	7.0
EPS (VND per share)	6519	6403	5506

% GIÁ THAY ĐỔI: VN.INDEX & HPG



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
Website: 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

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

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

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.