

Ngành thép/Báo cáo phân tích công ty

Đề xuất: MUA

**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN
(HSG/HSX)**

Định giá 1 năm:
VND21,000 – 25,000/CP

Mục tiêu giá 6 tháng:
VND17,000 – 18,000/CP

- Chúng tôi đề xuất quan điểm đầu tư vào công ty Hoa Sen (HSG) dựa trên các phân tích định giá được trình bày như bên dưới. Giá trị định giá là VND21,000 – 25,000/CP mục tiêu 12 tháng với phần bù 40% trên thị giá giao dịch ngày 30/03/2011. Tuy nhiên, mục tiêu giá ngắn hạn chúng tôi thiên về phương pháp PE và dựa trên EPS niên độ 2010/2011 là chủ yếu, tỷ trọng 7:3 so với EPS 2011/2012, tạo ra mức giá bình quân VND17,200/CP trong 6 tháng, tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 20% với khả năng thực hiện cao hơn.
- Lợi nhuận quý niên độ thứ hai (tháng 1-3/2011) của Hoa Sen dự báo khả quan do thuận lợi ngành. Cụ thể, giá bán tăng mạnh trong tháng 2, 3 trong khi tồn kho thành phẩm và nguyên liệu để sản xuất hàng hóa trong quý giá vốn vẫn thấp sẽ tạo ra biên lợi nhuận tốt, đặc biệt tháng 3/2011. Tiêu thụ xuất khẩu đang được đẩy mạnh (khoảng 40,000 tấn quý này) sẽ tạo tăng trưởng sản lượng và doanh thu tốt. Dự đoán lợi nhuận thực hiện khoảng VND50 - 60 tỷ trong quý nâng mức thực hiện nửa đầu niên độ lên VND80 - 90 tỷ, hoàn thành 50% kế hoạch lợi nhuận năm. Dự báo cho cả năm, lợi nhuận thực hiện có thể đạt VND190 – VND200 tỷ, tương đương phương án cao được công ty đưa ra.
- So với đối thủ cạnh tranh trong ngành, Hoa Sen có lợi thế nổi trội về khả năng sản xuất nguyên liệu cán nguội (có thể đáp ứng 100%) nhu cầu trong năm nay và hệ thống bán hàng rộng lớn, mạnh; khả năng đẩy mạnh xuất khẩu hiệu quả. Trong khi yếu tố thứ nhất giúp tạo ra giá thành cạnh tranh với chênh lệch 4 - 5% so với đối thủ, yếu tố thứ hai gia tăng tính linh hoạt trong việc luân chuyển vốn trước biến động nhanh và bất thường của thị trường thép ngắn hạn, gia tăng thị phần và hỗ trợ khai thác công suất đầu tư mới hiệu quả. Do đó, chúng tôi đánh giá Hoa Sen là công ty có vị thế tốt trong ngành tôn, khả năng chi phối cao đến tình trạng ngành.
- Tuy nhiên, có những vấn đề mang tính đặc thù của Hoa Sen dẫn đến rủi ro hoạt động vẫn tồn tại. Mặc dù đã đầu tư vào nguyên liệu cán nguội, chi phí nguyên liệu nói chung (bao gồm cả nhôm, kẽm mạ) vẫn chi phối 95% giá thành. Các chi phí mang tính cố định hơn gồm nhiên liệu, nhân công, khấu hao chiếm 4 - 5%. Do đó, nguyên liệu nhập khẩu (cán nóng, nhôm, kẽm) vẫn thể hiện tỷ trọng chi phối cao, từ 70 – 85% tùy loại sản phẩm tương đương mức độ lệ thuộc biến động bên ngoài vẫn lớn, rủi ro biến động biên lợi nhuận các quý vẫn cao do tình trạng ngành chưa ổn định trong ngắn hạn.
- Do những cải thiện ngắn hạn về tình hình kinh doanh quý cộng thêm giá cổ phiếu giảm khá mạnh thời gian qua với định giá tốt hơn, chúng tôi đề xuất có thể xem xét HSG cho mục tiêu đầu tư ngắn hạn. Tuy nhiên, yếu tố rủi ro đặc thù như trên cộng thêm thực trạng thị trường chứng khoán bất lợi, hoạt động đầu tư cổ phiếu HSG sẽ có rủi ro khá cao và cần xem xét thận trọng.

Khung giá 52 tuần 14,100 – 47,000

Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành 100,770,778

Giá trị vốn hóa VND 1,431 Tỷ

Beta 1.4

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài 24.63%

Khối lượng giao dịch (3M) 316,000

Địa chỉ công ty: **Liên lạc:**

Trụ sở chính: 09 Đại lộ Thống Nhất, KCN Sóng Thần II, Dĩ An, Bình Dương.

Ông . Nguyễn Văn Thanh
Giám đốc tài chính

Văn phòng đại diện: Số 215 – 217 Lý Tự Trọng, Q1, TP. HCM

Trưởng nhóm ngành **Nguyễn Thị Thúy Quỳnh**
quynh.ntt@sbsc.com.vn

Giá cổ phiếu



Nguồn: SBS

Cơ cấu cổ đông

	Triệu CP	Tỷ lệ (%)
Hội đồng quản trị	39.09	38.79%
Ông Lê Phước Vũ	38.69	38.39%
Cổ đông cá nhân	30.98	30.74%
Trong nước	30.71	30.47%
Nước ngoài	0.27	0.27%
Cổ đông tổ chức	30.72	30.48%
Trong nước	8.21	8.15%
Nước ngoài	22.51	22.33%
Tổng cộng	100.79	1.00

Nguồn: HSG, báo cáo thường niên 2010

Luận điểm đầu tư & Rủi ro

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi đề xuất quan điểm đầu tư vào công ty Hoa Sen (HSG) dựa trên các phân tích định giá được trình bày như bên dưới. Giá trị định giá là VND21,000 – 25,000/CP mục tiêu 12 tháng với phần bù 38% trên thị giá giao dịch ngày 30/03/2011. Tuy nhiên, mục tiêu giá ngắn hạn chúng tôi thiên về phương pháp PE và dựa trên EPS niên độ 2010/2011 là chủ yếu, tỷ trọng 7:3 so với EPS 2011/2012, tạo ra mức giá bình quân VND17,200/CP trong 6 tháng, tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 20%. Thời gian đầu tư càng về cuối năm thì tỷ trọng ảnh hưởng của năm tới sẽ cao hơn.
- Thị trường chứng khoán đang ở giai đoạn thấp của chu kỳ cộng thêm giá cổ phiếu cũng ở mức đáy trong 2 năm gần đây trong khi kết quả kinh doanh quý dự báo phục hồi tăng trở lại, tốt hơn làm cho thời điểm này khá thích hợp giải ngân hoạt động đầu tư HSG. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy khả năng biến động khó lường của thị trường chứng khoán và cả ngành thép, giá thép năm nay làm cho dự phóng có mức độ chính xác không cao, rủi ro biến động lớn. Trong bối cảnh chung đó, hoạt động đầu tư Hoa Sen cần được xem xét thận trọng với rủi ro đầu tư có thể lớn.
- Trong báo cáo Ngành thép đưa ra vào cuối tháng 1/2011, chúng tôi đề xuất quan điểm hạn chế đầu tư ngành thép trong đó bao gồm cả HSG. Tuy nhiên, việc giá cổ phiếu HSG hiện đã giảm 20% so với thời điểm đó làm cho định giá trở nên tốt hơn nên chúng tôi đã xem xét quan điểm đầu tư cho cổ phiếu này.

Tiềm năng tăng

- Ảnh hưởng thị trường và tình hình kinh doanh thép không thuận cuối năm 2010 đã đẩy giá HSG xuống mức thấp nhất kể từ tháng 4/2009. Khả năng chi phí nguyên liệu nhập cao và tỷ giá, lãi vay đã được phản ánh trong kết quả kinh doanh 2 quý gần nhất và phản ánh vào giá cổ phiếu.
- Mặc dù chi phí lãi vay vẫn cao, chính sách ổn định tỷ giá gần đây sẽ có nhiều thuận lợi cho các quý còn lại nếu sự quản lý này tiếp tục được thực hiện hiệu quả. Ước tính mức tiết giảm khoảng 3-4% tỷ lệ chi phí giá thành các quý còn lại do chi chênh lệch tỷ giá thấp hơn đồng thời các khoản vay ngoại tệ có thể có chi phí hơn. Do đó, chúng tôi nhận thấy nhiều khả năng mặt bằng đáy cổ phiếu đã xác lập.
- Các dự phóng của chúng tôi được thực hiện tại mức sản lượng trung bình. Tuy nhiên, theo kế hoạch của Hoa Sen, khả năng đạt phương án cao tương đương sản lượng tiêu thụ tăng thêm khoảng 8% - 10%. Nhìn chung, mức tăng này không quá lớn nhưng thể hiện được khả năng huy động công suất tốt từ các nhà máy mới, giảm áp lực giá thành từ chi phí khấu hao và đẩy lợi nhuận thực hiện có thể tăng nhẹ so với dự phóng (khoảng VND15 – 20 tỷ).

Rủi ro giảm

- Diễn biến thị trường chứng khoán chung là yếu tố đáng ngại cho hoạt động

đầu tư trong năm nay. Khi đưa ra các giả định cho mô hình bội số, chúng tôi giả định mặt bằng giá chứng khoán sẽ được duy trì và không thấp hơn nữa. Tuy nhiên, khả năng điều chỉnh giảm của thị trường sẽ đẩy các mức chỉ số giá có thể xuống thấp hơn làm cho mục tiêu giá trên có thể khó đạt trong năm nay.

- Giá thép trên thị trường thế giới có thể chịu áp lực giảm sau giai đoạn tăng mạnh từ cuối 2010. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá năm 2011 có thể là năm diễn biến phức tạp của giá thép dưới tác động của lạm phát và chính sách thắt chặt làm cho giá thép có những biến động tăng giảm. Đây là rủi ro không thể xóa bỏ đối với hoạt động kinh doanh ngành nên lợi nhuận của HSG có thể chịu biến động từng quý và có thể lệch nhiều so với mục tiêu cả năm.

() Trong các dự phóng và định giá, chúng tôi chưa tính đến kế hoạch đầu tư nhà máy cán nóng 1 triệu tấn như đề cập trong thông tin đại hội cổ đông ngày 18/03/2011 do thời điểm triển khai chưa chắc chắn, thông tin chưa rõ ràng và nhiều khả năng chưa thể triển khai sớm trong năm nay. Việc triển khai dự án này có cả tiềm năng tăng và giảm giá. Trước mắt, nguồn vốn đầu tư dự kiến khoảng VND6,000 tỷ là một con số rất lớn mà việc triển khai đầu tư sẽ gia tăng nợ vay và nhu cầu huy động vốn cổ phiếu khá là khó khăn để thực hiện trong năm nay. Bên cạnh đó, công suất tiêu thụ cho các dây chuyền cán nguội có thể chỉ yêu cầu 50 - 60% công suất, tạo áp lực chi phí khấu hao lớn cũng như tài chính đề tài trợ vốn đầu tư như trên. Tuy nhiên, việc tiếp tục đầu tư thêm vào khâu nguyên liệu sẽ tác động tốt đến giá thành, khả năng gia tăng biên lợi nhuận và lợi thế cạnh tranh. Do kế hoạch đầu tư chưa cụ thể nên chúng tôi chưa thể đánh giá khả năng cân bằng giữa lợi thế và rủi ro liệu có thể tạo ra tiềm năng tăng giá đối với HSG. Tuy nhiên, trong thời hạn mục tiêu giá là 12 tháng, kế hoạch đầu tư nhà máy này sẽ không có ảnh hưởng.*

Phân tích hoạt động & Dự phóng

Trọng tâm tập trung vào 3 nhà máy chính và hệ thống phân phối

Hệ thống nhà máy

- Nhà máy tôn Hoa Sen Bình Dương - Tổng công suất đầu ra 250,000 tấn.** Nhà máy bao gồm 2 dây chuyền mạ kẽm công suất 100,000 tấn, 2 dây chuyền mạ màu 90,000 tấn, 1 dây chuyền mạ lạnh 150,000 tấn và 1 dây chuyền cán nguội 180,000 tấn. Hầu hết các dây chuyền này đã hoạt động hoàn chỉnh với khả năng huy động 80% công suất. Với khả năng đóng góp đầu ra tối đa 250,000 tấn/năm về thành phẩm, nhà máy này sẽ tiếp tục đóng góp nguồn thu lớn của tập đoàn trung hạn với 50% và giảm xuống 30% sau 5 năm. Do công suất đã huy động hết, nhà máy này sẽ không tạo ra đóng góp về tăng trưởng các năm tới.
- Nhà máy tôn Hoa Sen Phú Mỹ - Tổng công suất đầu ra 550,000 tấn.** Phần lớn được đầu tư và hoàn thành trong giai đoạn 2010 – 2011 với công suất lớn nên sẽ là động lực tăng trưởng chính của Hoa Sen. Cụ thể, nhà máy này sau hoàn thành sẽ bao gồm 1 dây chuyền mạ kẽm dày công suất 450,000 tấn; 1 dây chuyền mạ kẽm mỏng 100,000 tấn, 1 dây chuyền mạ màu công suất 180,000 tấn và 2 dây chuyền cán nguội 400,000 tấn. Hiện tại các dây chuyền gần như đi vào hoạt động, chỉ có 1 dây chuyền cán nguội 200,000 tấn sẽ hoạt động khoảng quý 4/2011. Như vậy, khả năng đóng góp công suất tăng thêm của tập đoàn là khoảng 550,000 tấn với trọng tâm là sản phẩm mạ kẽm dày. Nhà máy này cũng sẽ gia tăng tỷ lệ sản xuất nguyên liệu thép cán nguội với tổng công suất 400,000 tấn, đủ để đảm bảo tỷ lệ đáp ứng nội bộ. Về dài hạn, đây sẽ là đơn vị sản xuất chủ lực với khả năng tạo ra 70% nguồn thu khi hoạt động đủ công suất.
- Nhà máy vật liệu Hoa Sen – Tổng công suất đầu ra khoảng 200,000 tấn.** Trong đó, trọng tâm là nhà máy ống thép với công suất rất lớn gồm 17 dây chuyền công suất 170,000 tấn. So với các đơn vị cùng ngành ống, công suất này khá lớn và cạnh tranh. Công suất dư thừa này sẽ đóng góp đáng kể tăng trưởng dài hạn nếu tỷ lệ huy động tăng dần. Ước doanh thu có thể đạt xấp xỉ VND3,000 tỷ/năm trên công suất tối đa dự kiến đạt được trong 5 năm. Mặc dù quy mô nhỏ hơn nhà máy tôn Bình Dương, đây cũng là một nguồn tăng trưởng quan trọng trong tổng thể hoạt động của Hoa Sen. Dây chuyền ống nhựa có công suất tổng khoảng 33,000 tấn.

Công suất Hoa Sen thép sản phẩm & nhà máy

Thành phẩm	Công suất	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Sản phẩm tôn				
Tôn lạnh	150,000	150,000	150,000	150,000
Hoa Sen Bình Dương	150,000	150,000	150,000	150,000
Tôn kẽm	200,000	100,000	166,667	200,000
Hoa Sen Bình Dương	100,000	100,000	100,000	100,000
Hoa Sen Phú Mỹ	100,000	-	66,667	100,000
Tôn màu	270,000	165,000	270,000	270,000
Hoa Sen Bình Dương	90,000	90,000	90,000	90,000
Hoa Sen Phú Mỹ	180,000	75,000	180,000	180,000
Tổng cộng đầu ra	620,000	415,000	586,667	620,000
Đầu ra cuối cùng (trừ tôn màu)	350,000	250,000	316,667	350,000

Sản phẩm thép				
Tôn dày mạ kẽm	450,000	225,000	450,000	450,000
Hoa Sen Phú Mỹ	450,000	225,000	450,000	450,000
Ống thép	173,000	122,543	173,000	173,000
Vật liệu xây dựng Hoa Sen	173,000	122,543	173,000	173,000
Tổng cộng	623,000	347,543	623,000	623,000
Sản phẩm nhựa				
Ống nhựa	33,100	11,280	28,690	33,100
Vật liệu xây dựng Hoa Sen	33,100	11,280	28,690	33,100
Tổng cộng	33,100	11,280	28,690	33,100
Tổng công suất thành phẩm	1,276,100	773,823	1,238,357	1,276,100
Công suất đầu ra cuối cùng (trừ tôn màu)	1,006,100	608,823	968,357	1,006,100

Nguồn : SBS

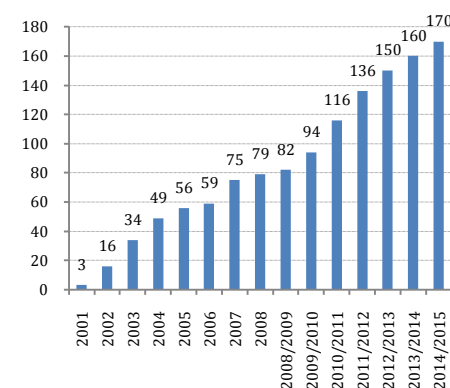
(*) Từ 2011/2012, các dây chuyền đầu tư hiện tại có thể hoạt động đủ năm với công suất thành phẩm tối đa 1,276,000 tấn và đầu ra cuối cùng 1,006,100 tấn.

- Hệ thống phân phối - 91 chi nhánh và 3 tổng kho (cuối 2010).** Hệ thống này có mặt tại 38 tỉnh thành và tập trung nhiều ở khu vực Nam, ven biển Nam Trung Bộ. Đây là kênh phân phối chủ lực từ trước đến nay với tỷ lệ đóng góp doanh thu chiếm 70% - 75%. Hoa Sen là công ty duy nhất phát triển hệ thống chi nhánh trong khi các đối thủ cạnh tranh lựa chọn hình thức tiêu thụ qua đại lý là chủ yếu. Lợi thế là giúp Công ty tiếp cận thị trường trực tiếp, linh động trong chính sách bán hàng, doanh thu bán lẻ cao hơn với biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các công ty khác.

Nguồn tăng trưởng

- Nguồn tăng cung mạnh từ nhà máy mới.** Hệ thống sản xuất của Hoa Sen đạt công suất khoảng 1 triệu tấn sản phẩm trong đó tổng công suất đầu ra nhà máy Hoa Sen Bình Dương và Phú Mỹ vào khoảng 800,000 tấn tấm mạ và 970,000 tấn sản phẩm tôn, thép. Công suất này gấp 3 lần so với trước 2011, thể hiện nguồn tăng cung rất mạnh và là nguồn công suất có sẵn phục vụ tăng trưởng dài hạn. Về nguyên liệu, các dây chuyền cán nguội sẽ có công suất 600,000 tấn, gấp 3 hiện tại và sẽ gia tăng đáng kể tỷ lệ đáp ứng nguyên liệu lên 100%, tăng cạnh tranh giá thành ở những dòng sản phẩm liên quan so với các công ty cạnh tranh cùng ngành. Kỳ vọng khả năng lấp đầy công suất này trong 5 -6 năm tương đương tốc độ tăng trưởng sản xuất trung bình từ 30 - 40%/năm.
- Đầu tư hệ thống phân phối, mở rộng ra miền Bắc.** Đây được xem là kênh trọng tâm nhằm thúc đẩy tiêu thụ, đặc biệt nguồn cung như trên, đóng góp tăng trưởng. Theo mục tiêu đầu tư đến 2015, Công ty sẽ đạt 150 chi nhánh, tăng 60 so với hiện tại với chi phí đầu tư khoảng USD37.2 triệu (~VND780 tỷ), bình quân VND 13 tỷ/1 chi nhánh (bao gồm cả đầu tư vốn lưu động). Dựa trên số liệu niên độ 2009 - 2010, chúng tôi ước tính doanh thu bình quân mỗi chi nhánh xấp xỉ VND37 tỷ/chi nhánh (VND3,200 tỷ doanh thu trên 87 chi nhánh). Giả sử khả năng duy trì doanh thu như trên, các chi nhánh mới ước đóng góp doanh thu tăng thêm khoảng VND450 tỷ/năm, đóng góp tăng trưởng sản lượng từ việc mở rộng thêm khoảng 10%/năm. Hầu hết công ty sản xuất tôn thép tập trung tại khu vực miền Nam với trên 80% công suất ngành do đó việc mở rộng ra miền Bắc của Hoa Sen sẽ không chịu áp lực cạnh tranh lớn nhưng biên lợi nhuận có thể

Hệ thống chi nhánh



Nguồn: Hoa Sen

thấp hơn do chi phí vận chuyển (chưa kể đến kế hoạch đầu tư nhà máy Hoa Sen miền bắc).

- **Xuất khẩu.** Đây là kênh quan trọng tiếp theo trong việc hỗ trợ khai thác công suất cung và tạo tăng trưởng. Vai trò thị trường xuất khẩu ngày càng tăng các năm gần đây với tỷ trọng 10 – 15% sản lượng tiêu thụ. Theo số liệu tháng 1-3/2011, tiêu thụ xuất khẩu của Hoa Sen có thể đạt 30,000 tấn và mục tiêu 20,000 tấn/tháng dài hạn. Với tốc độ xuất khẩu này, tăng trưởng tạo ra có thể đạt 20 – 30%/năm trong ngắn hạn 1-2 năm tới nhưng sẽ thấp hơn do khả năng khai thác thị trường mới giảm dần. Từ phân tích ngành, xuất khẩu không phải là thế mạnh của tôn thép Việt nam do nguyên liệu nhập khẩu vẫn chiếm tỷ trọng cao, mức chênh lệch giá thành với các thị trường khác không lớn và chi phí vận chuyển tăng thêm. Ngoài ra, việc xuất khẩu đi các thị trường sẽ chịu áp lực thuế đánh trên thành phẩm nhập khẩu vào các thị trường đó. Do đó, xuất khẩu có thể xem là một kênh tiêu thụ mở rộng nhằm tạo tăng trưởng nhưng suất lợi nhuận sẽ không lớn. Tuy nhiên, theo chúng tôi, hoạt động xuất khẩu đang thể hiện vai trò rất quan trọng trong việc tăng công suất huy động nhà máy mới, mặc dù biên lợi nhuận thấp hơn, việc giảm áp lực chi phí khấu hao phân bổ trên sản phẩm có thể cân đối được lợi ích. Vấn đề là biến động của thị trường xuất khẩu sẽ cao hơn nội địa nên sẽ tăng rủi ro chung cho hoạt động Hoa Sen khi ngành thép đảo chiều.

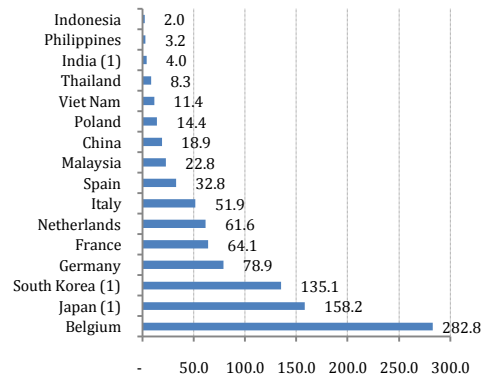
Triển vọng ngành và năng lực cạnh tranh của Hoa Sen

Sản phẩm tôn mạ, thép mạ:

- Do số liệu ngành hạn chế, chúng tôi dựa vào xu hướng tiêu thụ ở các thị trường khác để xác định năng lực tiêu thụ loại sản phẩm này tại thị trường trong nước. Một số nước tại châu Âu và các nước công nghiệp đang phát triển với tốc độ cao tại châu Á có tỷ lệ tiêu thụ sản phẩm này khoảng 30 – 160 Kg/người/năm, tuy nhiên tính trung bình có thể loại trừ trường hợp Nhật Bản và Hàn Quốc do sự phát triển rất mạnh của ngành công nghiệp như: đóng tàu, ô tô tại hai quốc gia này. Giả sử tỷ lệ tương tự có thể đạt đến của Việt nam trong tương lai, lượng tiêu thụ tấm mạ tổng cộng sẽ vào khoảng 2.6 – 13 triệu tấn/năm và từ 2.6 - 5 triệu tấn/năm tính trung bình loại trừ Nhật Bản và Hàn Quốc. Đây có thể xem là nhu cầu bảo hòa của thị trường tôn mạ. Theo ước tính này, khả năng tăng trưởng dài hạn của thị trường tấm mạ vẫn khá tốt.
- Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự phát triển của ngành công nghiệp (đặc biệt công nghiệp nặng như ô tô, đóng tàu) và chính sách đầu tư nói chung, phát triển hạ tầng có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tiêu thụ hai sản phẩm trên tăng nhanh. Một số nước có sự phát triển hạn chế các lĩnh vực trên sẽ có nhu cầu tiêu thụ thấp (như Thái Lan) và gần như không tăng với tỷ lệ tiêu thụ đang ở mức ngang bằng với Việt nam. Theo lý luận này, tốc độ tiêu thụ tôn mạ trong nước sẽ tăng chậm lại ở giai đoạn hiện hữu và cần nhiều thời gian hơn cũng như sự bứt phá của ngành công nghiệp để đẩy tiêu thụ tôn mạ tăng cao hơn.

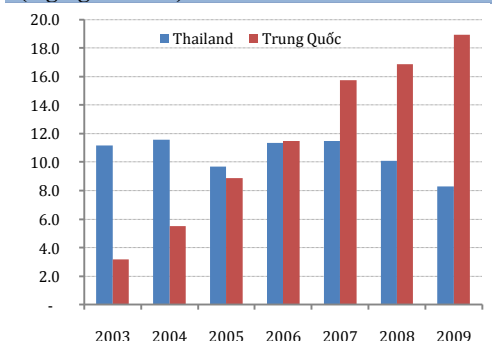
(*) Trung bình tiêu thụ tại một số nước như sau: Trung quốc (21 Kg); Nhật Bản (160

Tiêu thụ thép tấm bình quân các nước (Kg/người/năm)



Nguồn : World steel

Tiêu thụ thép mạ Trung Quốc & Thái lan (Kg/người/năm)



Nguồn : World steel

(*) Bao gồm sản xuất thép tấm, tôn mạ kim loại

Kg), Hàn Quốc (135 Kg), Đài Loan (117Kg), Thái Lan (8Kg), (Theo số liệu World steel). Trung bình của Việt nam khoảng 1 triệu tấn/năm tương đương 11Kg/người/năm.

- Công suất cung hiện tại của sản phẩm tôn mạ tại Việt nam xấp xỉ 2 triệu tấn, với mức dư thừa khoảng 1 triệu tấn so với tiêu thụ 2010. Nếu dựa trên con số tiêu thụ của Trung Quốc hiện tại là 19 Kg/người, thì năng lực tiêu thụ của Việt nam cũng chỉ đạt đến 1.6 triệu tấn/năm trong khi tiềm lực kinh tế cho thấy nhu cầu tiêu thụ của Việt nam chưa thể đạt được như Trung Quốc. Do đó, áp lực cung ngắn hạn là hiện hữu đối với thị trường trong nước và giai đoạn tăng trưởng cần phải dài hơn để đạt mức tiêu thụ như vậy trong tương lai. Trong khi kinh tế toàn cầu hiện nay có tốc độ chậm lại của đầu tư, xây dựng và phát triển công nghiệp cộng với chính sách kiểm soát đầu tư hạ tầng trong nước, tăng trưởng quy mô ngành nói chung ngắn hạn khá áp lực.
- Vị thế Hoa Sen.** Tiêu thụ tôn mạ của Việt nam năm 2010 ước khoảng 1 triệu tấn trong đó Hiệp hội thép là 736,000 tấn. Tính trên toàn ngành, tiêu thụ tôn mạ chỉ tăng chậm, nhưng Hiệp hội thép lại có tốc độ tăng trưởng cao khoảng 20%, tương đương 125,000 tấn. Sự chuyển dịch thị phần diễn ra khá mạnh với thị phần gia tăng của khối Hiệp hội so với bên ngoài và ngay cả giữa các doanh nghiệp trong Hiệp hội. Một số doanh nghiệp có sản lượng sụt giảm như Posvina, Nam Kim, Phương nam với mức giảm bình quân 10-15%. Trong đó, Hoa Sen thể hiện năng lực cạnh tranh rất tốt với sản lượng tiêu thụ tăng 30% (+ 51,700 tấn,) tạo ra thị phần cách biệt lớn so với đơn vị thứ hai là Sunsteel. Lợi thế cạnh tranh của Hoa Sen so với những đơn vị này là hệ thống phân phối mạnh và ngày càng mở rộng. Trong đó, việc tham gia nhiều vào dòng sản xuất và phân phối tăng cạnh tranh về giá thành cũng như vai trò dẫn dắt thị trường ngày càng hiệu quả. Đây là lợi thế chúng tôi cho rằng Hoa Sen vẫn duy trì được tăng trưởng hoặc giữ tiêu thụ ổn định trong bối cảnh tăng trưởng ngành hạn chế. Do đó, khả năng sụt giảm thị phần của các doanh nghiệp này có thể còn tiếp diễn, củng cố vị thế của Hoa Sen trong mảng sản phẩm này. Xuất khẩu cũng là con đường quan trọng đối với kế hoạch tăng trưởng của Hoa Sen.

Sản phẩm ống thép:

- Tiêu thụ trung bình ống thép hàn thấp hơn tôn mạ với lượng bình quân 12 – 40 Kg/người/năm. Đối với Trung quốc, chính sách đầu tư hạ tầng thời gian qua làm cho mức tiêu thụ ống thép tăng liên tục với tốc độ bình quân 21%/năm. Tiêu thụ bình quân của Việt nam là 6.6 Kg/người/năm với sản lượng gần như không tăng các năm gần đây (khoảng 550,000 tấn). Dự phóng tỷ lệ tiêu thụ tương đương bình quân thế giới như trên, sản lượng ống tiêu thụ của Việt nam có thể đạt từ 1.0 – 3.4 triệu tấn/năm. Đây là sản lượng có thể đạt được ở giai đoạn tốc độ công nghiệp và xây dựng phát triển đỉnh điểm nhưng sản lượng bảo hòa sẽ thấp hơn. Xem xét riêng mức tiêu thụ của Trung quốc thì bình quân của Việt nam sẽ đạt khoảng 1.9 triệu tấn/năm. Nhìn chung, ngành xây dựng và đầu tư hạ tầng có sự ảnh hưởng mạnh đến tốc độ tăng tiêu thụ ống thép hơn sản phẩm tôn, tấm thép mạ. Do đó, tiềm năng tăng trưởng của ống thép vẫn khá tốt.
- Vị thế ống thép Hoa Sen.** Ngành ống thép Việt nam hiện có công suất

(Other Metallic Coated Sheet and Strip) và mạ phi kim (Non-metallic Coated Sheet and Strip)

Nhà sản xuất tôn

	Tôn mạ	Sản xuất	Tiêu thụ
1	Hoa Sen	349,122	226,157
2	Sun steel	152,596	111,157
3	Tôn Phương nam	124,890	74,490
4	Perstima VN	6,786	65,673
5	Blue scope steel	59,809	58,453
6	LD Posvina	67,932	42,779
7	Nam Kim	77,817	37,536
8	Tôn Đông Á	45,350	35,079
9	SGC	30,700	29,976
10	Tôn Việt Pháp	20,832	19,486
11	Tôn Phước Khanh	19,100	17,350
12	Vnsteel Thăng Long	11,000	6,900
13	L lama HN	7,000	6,055
14	LD Nipponvina	5,780	5,394
	Tổng cộng	1,040,714	736,485
	Toàn ngành		1,000,000

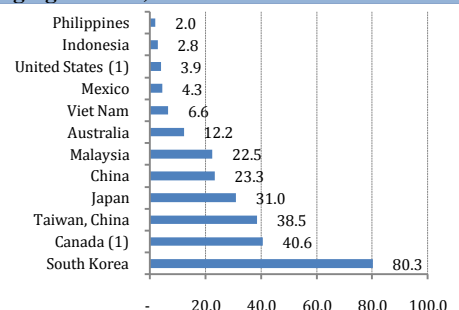
Nguồn : VSA

Nhà sản xuất tôn mạ

	Ống thép	Sản xuất	Tiêu thụ
1	Hữu Liên Á Châu	82,033	81,982
2	Hòa Phát	76,000	73,300
3	Seah VN	54,085	63,102
4	Cty 190	58,122	58,450
5	Việt Đức	59,952	57,760
6	Hoa Sen	44,377	44,957
7	Vinapipe	31,739	34,040
8	Sunsteel	27,582	32,972
9	Vinda Steel	31,020	30,247
10	Nhật Quang	31,110	29,860
11	Minh Ngọc	28,650	27,470
12	Quang Minh	10,200	9,900
13	Tràng An	7 320	7,154
14	Vingal	7,836	6,777
15	Đoàn Kết	6,543	6,704
16	Hanitsco	2,285	2,166
17	Việt Thanh	2,654	1,989
	Tổng cộng	561,508	568,830
	Công suất hiệp hội	2,000,000	-
	Toàn ngành		540,000

Nguồn : VSA

Tiêu thụ ống thép hàn bình quân các nước (Kg/người/năm)



Nguồn : World steel

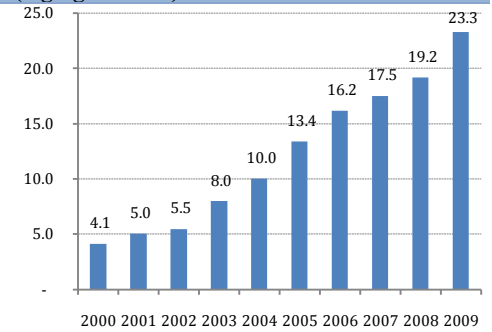
khoảng 2 triệu tấn tương đương mức dư cung xấp xỉ 1.3 triệu tấn. Trong đó, thống kê tiêu thụ Hiệp hội thép đạt tăng trưởng 20% năm 2010, tương đương 100,000 tấn. Tốc độ tăng trưởng diễn ra khá đều ở nhóm doanh nghiệp đầu ngành, ngoại trừ công ty 190 (giảm 3.7%). Trong đó, 3 doanh nghiệp là Seah Việt nam, Việt Đức và Hoa sen chiếm 55% lượng tăng trong đó Seah tiêu thụ xuất khẩu lớn (~40%). Nhìn chung ở mảng sản phẩm này, Hoa Sen cũng thể hiện được tốc độ gia tăng thị phần mạnh nhưng không giữ vị trí chi phối như ở mảng tôn thép. Lợi thế cạnh tranh của Hoa Sen tiếp tục nằm ở hệ thống phân phối rộng và thương hiệu cũng như khả năng sản xuất thép cán nguội sẽ lợi thế hơn về giá thành so với các doanh nghiệp còn lại, tạo điều kiện để gia tăng thị phần. Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh cũng lớn hơn mảng tôn thép với số công ty tham gia ngành nhiều hơn, thị phần phân tán.

Phân tích giá thành & Dự phóng tài chính

Phân tích giá thành và biên lợi nhuận

- Dựa trên giá bán bình quân theo bảng giá công bố của Hoa Sen giữa tháng 1/2011, ước tính bình quân biên lợi nhuận của các sản phẩm tôn khoảng 20 - 23% (ngoại trừ tôn lạnh có biên lợi nhuận 27%). Ước tính này dựa trên mức giá bán thép cán nóng bình quân cuối tháng 2 khoảng USD720/tấn, khá cao so với bình quân giá đầu tháng 1. Tuy nhiên, Do nguyên liệu chu kỳ tiêu thụ này chủ yếu được mua từ tháng 12/2010, biên lợi nhuận thực tế sẽ cao hơn. Nếu điều chỉnh giá thép cán nóng còn USD680/tấn, tỷ suất này cao hơn 3-4%. Tuy nhiên, đây là con số bất thường và về trung hạn, chúng tôi nhận thấy mức biên lợi nhuận với giá nguyên liệu trên sẽ hợp lý hơn. Đây là ước tính giá thành của tiêu thụ nội địa và giả định nguyên liệu cán nguội tự sản xuất.

Tiêu thụ ống thép hàn Trung Quốc (Kg/người/năm)



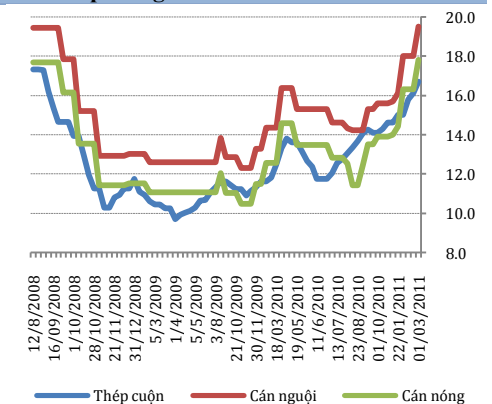
Nguồn : World steel

Giá thép thế giới



Nguồn : LME

Giá thép trong nước



Nguồn : Vnsteel

Biên lợi nhuận gộp tại thời điểm hiện hành

	Giá thành	Giá bán (14/1/2011)	% Giá thành	Biên LN gộp	Biên LN trên giá bán thấp nhất	Biên LN trên giá bán cao nhất
Tôn lạnh	18,364,110	25,400,000	72.30%	27.70%	24.48%	38.02%
Tôn kẽm	19,042,353	24,000,000	79.34%	20.66%	14.64%	37.30%
Tôn lạnh màu	20,402,779	25,500,000	80.01%	19.99%	16.07%	33.58%
Tôn kẽm màu	21,001,863	26,500,000	79.25%	20.75%	12.95%	31.14%
Thép dày mạ kẽm	17,445,000	21,800,000	80.03%	19.97%	16.75%	32.81%

(*) Giá thành được tính dựa trên các giá định: giá thép cán nóng USD720/tấn; giá nhôm, kẽm, hợp kim nhôm kẽm khoảng USD2,700/tấn; tỷ giá VND20,900/USD. Các định mức sản xuất như sau: 1.058 tấn cán nóng/1 tấn cán nguội; 0.98 tấn cán nguội/1 tấn tôn lạnh; 0.96 tấn cán nguội/1 tấn tôn kẽm; 0.985 tấn cán nóng/1 tấn mạ kẽm dày; còn lại là nguyên liệu cán; 0.98 tôn kẽm, lạnh/1 tấn tôn màu. Chi phí sản xuất thép cán nguội khoảng USD45/tấn, khấu hao khoảng VND250,000/tấn tôn kẽm, lạnh và tăng thêm VND100,000/tấn tôn màu; mạ kẽm dày VND1,330,000/tấn. Giá bán theo biểu giá công bố ngày 14/01/2011 của Hoa Sen, trừ VAT 10%.

- Ảnh hưởng từ dây chuyền cán nguội.** Ước tính giá thành các sản phẩm tôn dựa trên nguyên liệu cán nguội sản xuất từ cán nóng có giá bán khoảng USD720/tấn (tháng 3/2011), thì tỷ trọng chi phí thép cán nguội

trong giá thành tôn các loại là 89% (tôn lạnh), 85% (tôn kẽm), tôn màu 79% (tôn lạnh màu) và 75% (tôn kẽm màu). Thực tế, khả năng sản xuất thép cán nguội có thể tạo ra các mức tiết kiệm giá thành so với sử dụng thép cán nguội mua ngoài với mức giá thành chênh lệch USD55/tấn, tạo ra chênh lệch giá thành từ 4%. Đây cũng là mức đáng kể trong cạnh tranh. Tuy nhiên, sự lệ thuộc nguyên liệu cán nóng vẫn chi phối trên 70% giá thành tôn, thép thể hiện mức độ lệ thuộc nguyên liệu thế giới vẫn khá cao và hoạt động kinh doanh vẫn khá nhạy cảm với giá cả thế giới.

- **Chi phí khấu hao:** Tại thời điểm 31/12/2010, nguyên giá nhà máy Phú Mỹ hoàn thành đầu tư khoảng VND1,000 tỷ; ước tính khoảng VND1,800 tỷ giá trị cố định sau khi hoàn tất. Thời gian khấu hao 10 năm tương đương mức chi phí phân bổ trên công suất đầy đủ (550,000 tấn đầu ra) khoảng VND320,000/tấn. Chi phí này phân bổ trong các năm đầu xấp xỉ VND1,000,000/tấn, tương đương chênh lệch giảm 3 – 4.5% biên lợi nhuận từ sản phẩm này do chi phí khấu hao cao giai đoạn đầu. Chênh lệch sẽ giảm dần dựa trên công suất đạt cao hơn các năm tới. Theo bảng tính trên, biên lợi nhuận sản phẩm mạ kẽm dày đạt khoảng 20% với mức khấu hao năm đầu VND1.33 triệu/tấn.

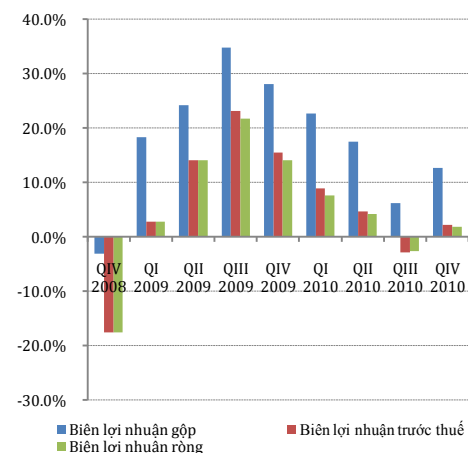
Chi phí khấu hao các năm

Niên độ	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	Ổn định dài hạn
Nguyên giá nhà máy sẽ khấu hao	1,000	1,500	1,800	1,800	1,800	1,800
Khấu hao hàng năm (trong 10 năm)	100	150	180	180	180	180
Sản lượng tiêu thụ	75,000	130,000	172,500	222,500	272,500	550,000
Khấu hao/sản phẩm (VND/tấn)	1,333,333	1,153,846	1,043,478	808,989	660,550	327,000

Nguồn : SBS

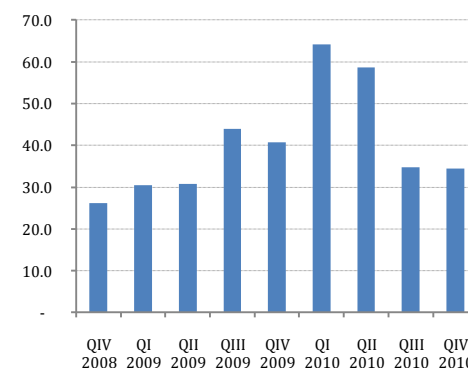
- Để tính trung bình biên lãi gộp toàn công ty, chúng tôi dựa vào tỷ trọng 20% xuất khẩu và 80% tiêu thụ nội địa. Trong đó, đối với hàng xuất khẩu, các chi phí liên quan (thuế, vận chuyển) sẽ làm cho hàng hóa xuất khẩu có tỷ suất lợi nhuận tương tự như sản xuất từ thép cán nguội mua ngoài, có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn khoảng 4%. Như vậy, biên lãi gộp toàn công ty xấp xỉ 17.5 – 21%, trung bình 19.5%. Đây là mức được sử dụng cho các dự phóng lợi nhuận các năm tới.
- Chính sách ổn định tỷ giá trong thời gian gần đây sẽ tác động tích cực đối với hoạt động Hoa Sen. Tại thời điểm đầu năm chúng tôi ước tính tỷ trọng chi phí từ tỷ giá trên doanh thu khoảng 3% cộng thêm 6% chi phí tài chính và 7% chi phí hoạt động tạo ra áp lực chi phí 16% gần như cố định là một gánh nặng rất lớn. Tuy nhiên, với khả năng tỷ giá ổn định, chi phí cho chênh lệch tỷ giá và lợi ích của khoản vay USD có lãi suất thấp hơn có thể giảm tỷ lệ chi phí này xuống 14%. Điều này kỳ vọng tác động tốt hơn đến biên lợi nhuận nửa niên độ còn lại.
- Biểu đồ biên lợi nhuận theo quý cho thấy biên lợi nhuận khá biến động trong 2 năm gần đây giữa các quý với khung biên lợi nhuận gộp từ 6 – 34.5%, trung bình là 20%, ngoại trừ trường hợp lỗ quý 4/2010, khung tỷ suất lợi nhuận trước thuế từ 2 – 23%, trung bình 8.5%. Đối với các đánh giá dài hạn, biến động thị trường thép rất khó dự báo và theo chúng tôi vẫn có rủi ro biến động cao trong năm tới làm cho các dự phóng lợi nhuận

Biên lợi nhuận theo quý HSG



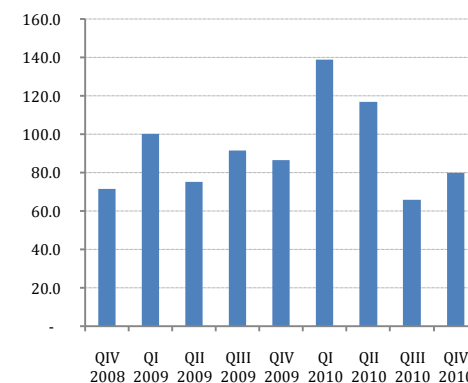
Nguồn : SBS

Kỳ phải thu bình quân hàng quý HSG



Nguồn : SBS

Kỳ tồn kho bình quân hàng quý HSG



Nguồn : SBS

(*) Chu kỳ tồn kho và phải thu theo quý được tính = doanh số quý x 4/trung bình tồn kho hoặc phải thu 2 quý liên tiếp.

(*) Kỳ phải thu và kỳ tồn kho bình quân của Hoa Sen đều tăng mạnh thời điểm quý 1,2/2010 (theo lịch). Đây là giai đoạn giá nguyên liệu tăng cao làm ảnh hưởng mạnh đến

khó chính xác. Trên cơ sở so sánh với các doanh nghiệp thép thế giới và phân tích giá thành, biên lãi gộp bình quân có thể duy trì trong điều kiện ổn định của HSG khoảng 19 - 20%, tỷ trọng các khoản chi phí hoạt động và tài chính khoảng 14%, tương đương tỷ suất lợi nhuận trước thuế đạt được trong điều kiện bình thường khoảng 5 - 6%; sau thuế 4.25 - 5% (thuế suất ưu đãi 15%) và 3.75 - 4.5% (thuế suất thường 25%).

lợi nhuận 2 quý sau đó. Hiện tại, chu kỳ này đã quay trở lại mức bình thường, ổn định với kỳ phải thu 1 tháng và tồn kho 2.5 tháng. Con số phải thu khá an toàn trong khi mức tồn kho này với chi phí thấp sẽ tạo biên lợi nhuận tốt quý tiếp theo.

Dự phóng - Tăng trưởng cao theo kế hoạch của Hoa Sen

- Dự báo công suất tăng sẽ thúc đẩy tiêu thụ tăng cao trong năm nay và năm tới. Dựa trên tình hình bán hàng hiện tại, chúng tôi dự phóng thực hiện sản lượng năm nay ở mức kế hoạch trung bình của HSG, tương đương khoảng 345,000 tấn và tăng cao hơn năm tới do kế hoạch đẩy mạnh tiêu thụ. Ước mức lấp đầy công suất các dây chuyền mới tại Phú Mỹ diễn ra khoảng 6 - 7 năm. (tham khảo thêm phụ lục dự phóng tài chính bên dưới)
- **Các dự án đầu tư bất động sản, cảng không xem xét trong dự phóng.** Theo thông tin Đại hội cổ đông tháng 3/2011, giá trị các khoản đầu tư góp vốn của Hoa Sen vào các dự án bất động sản và cảng khoảng VND226 tỷ (không tính dự án văn phòng Hoa Sen Quận 2) bao gồm đầu tư giá trị đất. Theo chiến lược, Hoa sen sẽ thanh lý, chuyển nhượng các dự án này nhằm tập trung vốn vào mảng kinh doanh chính. Đây là chiến lược phù hợp nhằm giảm áp lực vốn trong điều kiện thị trường hiện tại. Do không có cơ sở để xác định khả năng sinh lợi từ việc chuyển nhượng các dự án này, chúng tôi không kỳ vọng lợi nhuận lớn từ việc chuyển nhượng, cũng như thời gian không xác định nên không xem xét vào định giá.

(*) Kết quả kinh doanh tổng hợp 4 tháng đầu niên độ. Theo thông tin đã công bố, mức thực hiện trong 4 tháng đầu niên độ đạt khoảng 110,000 tấn, lợi nhuận VND49 tỷ tương đương lợi nhuận thực hiện trong tháng 1/2011 là VND19 tỷ, bằng 65% thực hiện cả quý trước. Do diễn biến giá đầu ra theo xu hướng tăng, mức giá bán hiện tại cao hơn khoảng 20% so với trung bình quý cuối năm 2010 và tăng mạnh từ cuối tháng 1, dự báo lợi nhuận quý niên độ thứ 2 sẽ rất khả quan với khả năng thực hiện lợi nhuận VND60 tỷ/quý. Xây dựng dự phóng cho nửa còn lại của niên độ, ước thực hiện lợi nhuận ròng khoảng VND110 tỷ, tương đương khả thực hiện lợi nhuận toàn niên độ khoảng VND200 tỷ.

Định giá

Giá trị VND21,000 – 25,000/CP

- Tập trung vào Phương pháp PE với thời gian dự phóng ngắn.** Mặc dù xây dựng dự phóng cho thời gian hoạt động 5 năm, chúng tôi nhận thấy mức độ chính xác của các dự phóng không cao do thị trường và ngành thép có thể còn nhiều biến động khó lường làm cho các định giá đầu tư dựa trên những dự phóng dài hạn kém chính xác, rủi ro cao. Do đó, chúng tôi đề xuất tập trung nhóm phương pháp bội số, với thời gian dự phóng ngắn. Giá trị định giá bình quân VND20,900 – VND24,900/CP trung bình các phương pháp bội số. Đồng thời, do tính sự phổ biến của phương pháp PE đối với thị trường Việt nam, định giá riêng theo phương pháp này có giá trị VND16,270 – VND21,800/CP.

Phương pháp bội số

	2009/2010	2010/2011	2011/2012
	Trailing	Forward	Forward
EPS	2,729	2,034	2,960
EBITDA/share	5,756	8,396	10,077
BV	16,998	17,930	19,390
SPS (Doanh thu/cổ phiếu)	62,082	78,270	90,863
P/E dự phóng	8.0	8.0	7.0
EV	4.0	4.0	3.5
P/BV dự phóng	1.2	1.2	1.0
P/S	0.3	0.3	0.3
Giá cổ phiếu - phương pháp P/E	21,834	16,270	20,593
Giá cổ phiếu - Phương pháp EV	23,026	33,585	35,050
Giá cổ phiếu - phương pháp P/BV	20,397	21,516	20,233
Giá cổ phiếu - Phương pháp P/S	18,625	23,481	23,703
Giá trung bình	20,907	23,713	24,895

Nguồn: SBS

- Lựa chọn chỉ số định giá:** Các chỉ số áp dụng cho định giá HSG dựa trên trung bình ngành thép của thế giới và chiết khấu 20% do yếu tố thị trường Việt nam. Các chỉ số tính trên giá trị tương lai được chiết khấu thêm theo chi phí sử dụng vốn cổ phần bình quân (Re) như là mức lợi nhuận mong đợi của nhà đầu tư cho việc nắm giữ qua mỗi năm. Kết quả là trung bình với tỷ trọng bằng nhau theo từng phương pháp và trung bình của 3 năm. Do kết quả kinh doanh của Hoa Sen biến động trong năm vừa qua và năm nay dưới ảnh hưởng tình hình thị trường và các kế hoạch đầu tư chưa phát huy tối đa tác dụng, chúng tôi chọn thêm dự phóng EPS cho năm tới (2011/2012) với đánh giá khả năng ổn định của hoạt động kinh doanh.
- PE:** Trung bình PE ngành thép thế giới hiện tại ở mức 10 – 11 lần, do đó mức áp dụng cho thị trường Việt nam khoảng 8-9 lần. Chúng tôi sử dụng chỉ số ở mức 8 trên cơ sở thận trọng và không chiết khấu thêm do vị thế dẫn đầu thị trường nội địa và thanh khoản cổ phiếu tốt. Chỉ số PE áp dụng trên lợi nhuận 2011/2012 là 7 lần. Theo định giá, mức giá nắm giữ cho đến 2012 sẽ có tỷ suất lợi nhuận cao tuy nhiên mức độ chắc chắn không cao với thời gian dài hơn.

- **EV/EBITDA:** Sử dụng mức chiết khấu cao cho bội số EV/EBITDA đối với HSG so với trung bình ngành do hoạt động bán lẻ tạo ra EBITDA khá lớn so với các doanh nghiệp khác do chi phí hoạt động cao.
- **PB:** Do mức độ huy động công suất các nhà máy chưa cao trong giai đoạn đầu nên áp dụng mức chiết khấu hơn trung bình ngành.
- **PS:** Áp dụng chiết khấu cao hơn do hoạt động bán lẻ tạo ra doanh số lớn.

World steel companies

		P/E 2010	P/E 2011	Beta	P/B	P/Tan gible BV	P/S	EV/EB ITDA
Tata steel	India	8.5		1.5				
SAIL	India	11.1						
JSW Steel	India	13.2						
Korea's Pohang Iron and Steel Company (POSCO)	Korea	9.3		1.66	1.45	1.46	1.36	7.27
Krakatau	Indonesia		9.7					
The Indonesia steel industry	Indonesia		10.2					
ArcelorMittal SA (LTM)		21.0			0.9		0.7	

Nguồn: SBS

(*) Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền, sự thay đổi các khoản nợ và đầu tư giai đoạn đầu tạo ra sự không đồng đều của dòng tiền trung hạn. Bên cạnh đó, với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%, tỷ trọng dòng tiền đều vĩnh viễn (terminal value) chỉ phối 90% giá trị hiện giá theo FCFF và 70% theo FCFE. Do tính bất ổn của dòng tiền vĩnh viễn này cao, kết quả định giá lệ thuộc nhiều vào dòng tiền này sẽ kém chính xác và ít giá trị. Do đó, chúng tôi tập trung vào tính chính xác của các dự phóng ngắn hạn năm nay và năm tới, đồng thời sử dụng phương pháp bội số là chủ yếu như một phương pháp phổ biến để định giá nhóm ngành này.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh

- Công suất lớn, nhiều tiềm năng tăng trưởng.
- Hệ thống bán hàng rộng, linh hoạt.
- Thị phần chi phối, dẫn dắt thị trường
- Hoạt động đầu tư mạnh theo chiều sâu, mức độ khép kín dòng sản phẩm cao, tăng lợi thế cạnh tranh về giá cả, giá thành.

Cơ hội

- Thị phần thép tấm còn rộng và nhu cầu tăng trưởng dự báo khả quan hơn thép xây dựng; khả năng lớn để gia tăng công suất nhà máy Phú Mỹ.
- Chính sách thuế tiếp tục tạo ra lợi thế cạnh tranh ở khâu cán nguội.
- Thị trường tôn có nhu cầu thay thế cao và ổn định.
- Chính sách tỷ giá ổn định tác động tích cực, tạo điều kiện tiết giảm các khoản chi phí liên quan đến tỷ giá, gia tăng biên lợi nhuận.

Điểm yếu

- Chi phí nguyên liệu vẫn chi phối cao ngay cả khi khả năng đáp ứng nguyên liệu cán nguội là 100% do đặc thù sản phẩm.
- Công suất đầu tư lớn chưa được sử dụng hết tăng áp lực chi phí khấu hao và lãi suất liên quan đến vốn tài trợ hoạt động đầu tư.

Thách thức

- Thị trường thép dự báo biến động trong năm nay.
- Số dư nợ lớn do đặc thù kinh doanh sẽ ảnh hưởng bất lợi do mặt bằng lãi suất cao.

Phụ lục

Dự phóng sản lượng

Thành phẩm	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Sản phẩm tôn							
Tôn lạnh (50% làm nguyên liệu mạ màu)	32,968	42,031	48,750	56,250	60,000	60,000	60,000
Tôn kẽm (50% làm nguyên liệu mạ màu)	34,911	38,058	53,333	65,000	70,000	72,500	75,000
Tôn màu			102,083	121,250	130,000	132,500	135,000
Kẽm màu	31,756	50,564	48,750	56,250	60,000	60,000	60,000
Lạnh màu	35,058	38,074	53,333	65,000	70,000	72,500	75,000
Tôn tấm quy cách		8,525	-	-	-	-	-
Tôn đen màu		6,298	-	-	-	-	-
Tổng cộng			204,167	242,500	260,000	265,000	270,000
Sản phẩm thép							
Thép dày mạ kẽm		14,918	45,000	81,000	112,500	157,500	202,500
Ống thép	16,580	43,669	69,200	86,500	103,800	121,100	138,400
Ống đen	16,580	38,301	46,133	57,667	69,200	80,733	92,267
Ống mạ		5,367	23,067	28,833	34,600	40,367	46,133
Xà gỗ	7,026	13,058	13,711	14,397	15,116	15,872	16,666
Xà gỗ đen	7,026	9,089	10,283	10,797	11,337	11,904	12,499
X2 gỗ kẽm		3,970	3,428	3,599	3,779	3,968	4,166
Tổng cộng			127,911	181,897	231,416	294,472	357,566
Sản phẩm nhựa							
Ống nhựa	2,159.0	5,474.3	11,476	16,550	19,860	23,170	26,480
Tổng cộng			11,476	16,550	19,860	23,170	26,480
Sản phẩm khác							
			3,834	4,026	4,227	4,439	4,661
Tổng cộng tiêu thụ	166,545	264,319	347,388	444,973	515,504	587,081	658,707
Tốc độ tăng tiêu thụ		59%	31%	28%	16%	14%	12%

Nguồn: SBS

Dự phóng báo cáo thu nhập

Báo cáo thu nhập	Projection						
VNDTỷ	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Doanh thu thuần	2,831	4,899	7,000	9,158	10,578	11,989	13,400
Giá vốn hàng bán	2,276	3,968	5,705	7,404	8,557	9,706	10,855
Lợi nhuận gộp	555	931	1,295	1,754	2,021	2,283	2,545
Thu nhập hoạt động tài chính	14	24	10	15	16	14	18
Chi phí hoạt động tài chính	166	373	543	567	564	566	564
Trong đó: Lãi vay phải trả	103	195	372	419	393	372	347
Chi chênh lệch tỷ giá	86	206	171	148	171	194	217
Chi phí bán hàng	116	209	299	392	452	513	573
Chi phí quản lý doanh nghiệp	98	149	212	278	321	364	407
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	189	224	250	532	700	855	1,019
Tổng lợi nhuận trước thuế	200	252	250	532	700	855	1,019
Chi phí Thuế TNDN hiện hành	7	39	39	82	175	214	255
Thuế suất (%)	3.7%	15.4%	15.5%	15.5%	25.0%	25.0%	25.0%
Lợi nhuận sau thuế	189	215	211	449	525	641	764

Nguồn: SBS

Phụ lục Báo cáo tài chính
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'TRIỆU)

	2008	2009	2010
Tài sản	2,160,060	2,438,773	4,685,630
Tài sản ngắn hạn	1,120,030	1,208,475	2,188,581
Tài sản dài hạn	1,040,030	1,230,298	2,497,049
Tài sản cố định	981,876	1,158,228	2,397,814
Bất động sản đầu tư	42,704	58,415	57,862
Nguồn vốn	2,160,060	2,438,773	4,685,630
Nợ phải trả	1,343,671	1,492,292	2,942,911
Nợ ngắn hạn	1,037,257	1,155,085	2,377,861
Nợ dài hạn	306,414	337,207	565,050
Nguồn vốn chủ sở hữu	816,389	946,481	1,742,719
Nguồn vốn - Quỹ	812,722	939,329	1,741,530
Vốn điều lệ	570,385	570,385	1,007,908
Thặng dư vốn	88,223	88,223	451,543
Lợi nhuận chưa phân phối	133,239	259,846	252,679

BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)

	2008	2009	2010
Doanh thu thuần	2,055,045	2,831,419	5,928,107
Giá vốn hàng bán	1,553,515	2,276,100	5,143,297
Lợi nhuận gộp	501,530	555,319	784,811
Thu nhập hoạt động tài chính	6,316	14,227	23,420
Chi phí hoạt động tài chính	115,573	166,403	371,939
<i>Lãi vay phải trả</i>	-	-	195,219
Chi phí bán hàng	92,576	116,342	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	83,991	98,116	139,552
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	215,706	188,685	80,052
Thu nhập khác	12,116	14,087	72,559
Chi phí khác	15,392	2,383	25,684
Tổng lợi nhuận trước thuế	212,430	200,389	126,927
Thuế TNDN phải nộp	17,816	7,351	18,249
Lợi nhuận sau thuế	198,372	189,451	108,678
Lợi nhuận ròng	198,372	189,451	108,678

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND'TRIỆU)

	2008	2009
Lưu chuyển tiền từ HĐKD		
Lợi nhuận trước thuế	212,429	200,390
Khấu hao	66,301	111,152
Dự phòng	55,280	(48,910)
Lãi, lỗ từ HĐĐT	(3,061)	473
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	410,301	342,457
Từ hoạt động kinh doanh	(16,826)	428,244
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT		
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	(225,906)	(316,296)
Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(16,763)	(15,710)
Từ hoạt động đầu tư	(231,219)	(314,141)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC		
Tiền thu phát hành cổ phiếu, nhân vốn góp	(572)	-
Tiền vay ngắn và dài hạn được	1,656,923	2,478,207
Từ hoạt động tài chính	240,617	(82,544)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(7,428)	31,559
Tiền và tương đương tiền đầu tư	23,523	16,095
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	16,095	47,654

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2008	2009	2010
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	2.0%	37.8%	109.4%
Lợi nhuận gộp	43.0%	10.7%	41.3%
Lợi nhuận ròng	31.3%	-4.5%	-42.6%
Tổng tài sản	27.2%	12.9%	92.1%
Vốn chủ	12.4%	15.6%	85.4%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	24.4%	19.6%	13.2%
EBIT biên	-	-	5.4%
Lợi nhuận trước thuế biên	10.3%	7.1%	2.1%
Lợi nhuận ròng biên	9.7%	6.7%	1.8%
ROA	9.2%	7.8%	2.3%
ROE	24.4%	20.2%	6.2%
Phân tích Dupont			
Lợi nhuận gộp (1)	9.7%	6.7%	1.8%
Vòng quay tài sản (2)	95.1%	116.1%	126.5%
Đòn bẩy (3)	265.8%	259.6%	269.1%
ROE = (1) x (2) x (3)	24.4%	20.2%	6.2%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	16.7	21.5	24.9
Số ngày tồn kho	207.6	119.8	91.7
Số ngày phải trả	1.6	2.1	3.3
Vòng quay tổng tài sản	1.0	1.2	1.3
Vòng quay tài sản dài hạn	2.0	2.3	2.4
Vòng quay tài sản cố định	2.1	2.4	2.5
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại	1.1	1.0	0.9
Thanh toán nhanh	0.2	0.4	0.4
Thanh toán tiền mặt	0.0	0.0	0.0
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	165.3%	158.9%	169.0%
Tổng nợ/Tổng tài sản	62.2%	61.2%	62.8%
Tổng tài sản/Vốn chủ	265.8%	259.6%	269.1%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	4.08	4.28	10.31
PBV	1.00	0.86	0.82
PS	0.39	0.29	0.19
EPS (VND)	3,478	3,321	1,377
DT/CP(VND/CP)	36,029	49,640	75,120
Giá trị sổ sách (VND/CP)	14,249	16,468	17,279

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND"Triệu)

	QI-10	QII-10	QIII-10	QIV-10
Tài sản	3,896,331	4,543,063	4,452,244	4,685,630
Tài sản ngắn hạn	2,152,907	2,631,867	2,347,464	2,188,581
Tài sản dài hạn	1,743,423	1,911,196	2,104,780	2,497,049
Tài sản cố định	1,666,704	1,806,041	1,537,759	2,397,814
Bất động sản đầu tư	58,415	58,415	537,209	57,862
Nguồn vốn	3,896,331	4,543,063	4,452,244	4,685,630
Nợ phải trả	2,187,964	2,773,332	2,851,684	2,942,911
Nợ ngắn hạn	1,675,881	2,242,587	2,403,578	2,377,861
Nợ dài hạn	512,083	530,745	448,106	565,050
Nguồn vốn chủ sở hữu	1,708,367	1,769,731	1,600,560	1,742,719
Nguồn vốn - Quỹ	1,701,114	1,767,656	1,598,831	1,741,530
Vốn điều lệ	700,000	839,960	1,007,908	1,007,908
Thặng dư vốn	521,547	451,567	451,543	451,543
Lợi nhuận chưa phân phối	471,614	446,729	109,980	252,679

BÁO CÁO THU NHẬP (VND"Triệu)

	QI-10	QII-10	QIII-10	QIV-10
Tổng doanh thu	953,850	1,379,089	2,005,669	1,603,930
Doanh thu thuần	952,346	1,377,662	2,000,892	1,597,207
Giá vốn hàng bán	735,767	1,136,435	1,876,179	1,394,916
Lợi nhuận gộp	216,579	241,227	124,713	202,291
Thu nhập hoạt động tài chính	10,117	4,027	3,651	5,625
Chi phí hoạt động tài chính	93,571	89,658	107,628	81,082
<i>Lãi vay phải trả</i>	32,009	50,734	56,523	55,953
Chi phí bán hàng	42,811	62,210	52,687	58,980
Chi phí quản lý doanh nghiệp	32,684	37,708	30,356	38,804
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	57,631	55,679	(62,307)	29,050
Thu nhập khác	27,273	11,022	26,118	8,145
Chi phí khác	200	2,748	20,447	2,289
Tổng lợi nhuận trước thuế	84,704	63,954	(56,636)	34,906
Thuế TNDN phải nộp	12,387	5,206	(4,218)	4,874
Lợi nhuận sau thuế	72,316	58,748	(52,418)	30,032
Lợi nhuận ròng	72,316	58,748	(52,418)	30,032

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QII-10	QIII-10	QIV-10
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu (YoY)	76.9%	139.5%	46.7%
Lợi nhuận gộp (YoY)	28%	-57%	-34%
Lợi nhuận ròng (YoY)	-46%	-129%	-81%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	17.5%	6.2%	12.7%
EBIT biên	8.3%	0.0%	5.7%
Lợi nhuận ròng biên	4.3%	-2.6%	1.9%
ROA (4Q)	13.4%	5.8%	2.5%
ROE (4Q)	34.0%	15.1%	6.4%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	20	30	23
Số ngày tồn kho	125	56	85
Số ngày phải trả	2	1	3
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại	1.2	1.0	0.9
Thanh toán nhanh	0.5	0.5	0.4
Thanh toán tiền mặt	0.0	0.0	0.0
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	156.9%	178.4%	169.0%
Tổng nợ/Tổng tài sản	61.0%	64.1%	62.8%
Tổng tài sản/Vốn chủ	257.0%	278.5%	269.1%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	2.0	4.8	11.6
EPS (VND per share)	6973	2986	1223

CTCP CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN**Trụ sở chính****278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3****TP HCM****Việt Nam**

Tel: +84 (8) 6268 6868

Fax: +84 (8) 6255 5957

www.sbsc.com.vn

Singapore

SBS Global Investment Pte Ltd.
No 3 Shenton Way, #24-03 Shenton House,
Singapore 068805
Tel: +65-6592-5709
Fax: +65-6592-5700
www.sbsglobalinvest.com

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette
Phường Nguyễn Thái Bình Ward, Quận 1,
TP HCM
Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt
Quận Hoàn Kiếm
Hà Nội
Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsc.com.vn

Chi nhánh Hoa Việt

36-38 Đường Phùng Hưng
Quận 5
TP HCM
Việt Nam
Tel: +84 (8) 3854 7858
Fax: +84 (8) 3854 7856

Chi nhánh Tây Đô

212A Đường Ba Tháng Hai
Quận Ninh Kiều
TP Cần Thơ
Việt Nam
Tel: +84 (710) 378 3434
Fax: +84 (710) 378 3436

Chi nhánh Đà Nẵng

62 Đường Nguyễn Thị Minh Khai
Quận Hải Châu
TP Đà Nẵng
Việt Nam
Tel: +84 (5113) 81 86 86
Fax: +84 (5113) 81 88 86

Chi nhánh Vũng Tàu

Tầng 3, 67A Đường Lê Hồng Phong
TP Vũng Tàu
Việt Nam
Tel: +84 (64) 3553 398
Fax: +84 (64) 3553 390

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 này 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.