

# Công ty Cổ phần Đại Thiên Lộc

Mã chứng khoán: DTL / Sàn: HOSE

**Ngành:**

**Thép**

**Giá hiện tại (31.05.2011):**

**VND17,900/CP**

## Tăng trưởng trung bình từ nội lực và yếu tố hỗ trợ ngành ở mức tương đối, khuyến nghị **NẮM GIỮ**

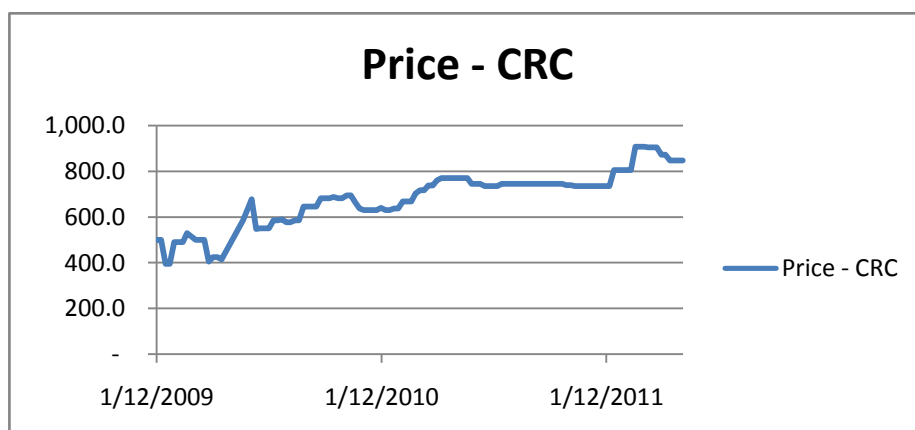
Doanh thu và lợi nhuận tăng đến từ việc mở rộng công suất của DTL. Tại ĐHCĐ 2011, DTL báo cáo sự tăng trưởng đột biến về doanh thu (+ 18% yoy) và lợi nhuận ròng (+ 54% yoy) năm 2010. Công ty công bố lợi nhuận ròng 92 tỷ trong quý 1/2011. Mức lợi nhuận ấn tượng này đến từ việc công ty tích trữ nguyên vật liệu giá thấp trong năm 2010. Tuy nhiên, kết quả những quý sau sẽ không đột biến như thế và dự phóng lợi nhuận ròng năm 2011 đạt VND205 tỷ, EPS đạt ~ VND3,737 (đã tính số cổ phiếu pha loãng do 100 tỷ trái phiếu chuyển đổi sẽ chuyển thành 6.3 triệu cổ phiếu với giá xấp xỉ VND15,867/CP vào tháng 7 này). Dựa trên nhận định cung cầu về ngành thép cũng như triển vọng công ty, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DTL. Giá mục tiêu là VND22,422/CP, được xác định theo P/E forward ~ 6x.

**\*\* Công ty sẽ chia trả cổ tức đợt 1 của năm 2011: VND1,000/cp, chốt quyền ngày 25/5 và trả cổ tức vào ngày 29/06/2011.**

**LN quý 1/2011 ấn tượng chủ yếu đến từ hàng tồn kho giá thấp.** Công ty đã tích cực nhập hàng vào cuối năm 2010, do đó công ty hưởng được khoản chênh lệch giá (ước tính hơn 100 tỷ đồng tính đến thời điểm hiện tại). Hiện nay, giá thép ở mức tương đối cao và sẽ rất rủi ro nếu nhập hàng ồ ạt vào lúc này. Do đó, hiện nay DTL tập trung tiêu thụ lượng hàng tồn kho hiện có, hạn chế nhập hàng để hạn chế rủi ro giá thép đột ngột quay đầu cũng như gánh chịu thêm chi phí lãi vay cao.

Thông thường mùa cao điểm xây dựng là quý 2 và 4 hằng năm, nên có thể kỳ vọng lượng hàng tiêu thụ của công ty sẽ khả quan trong những quý này. Đến ngày 19/5/2011, lũy kế tiêu thụ của công ty đạt khoảng 48.500 tấn; bằng 39% so với kế hoạch tiêu thụ ~ 125 ngàn tấn.

Lợi nhuận ròng tháng 4 đạt khoảng 17 tỷ, sụt giảm mạnh so với trung bình quý 1. Điều này chứng tỏ khoản chênh lệch giá hàng tồn kho không còn nhiều, công ty phải dựa vào nội lực của mình trong những tháng còn lại của năm.



**Nguồn: Bloomberg, SBS**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### Giá

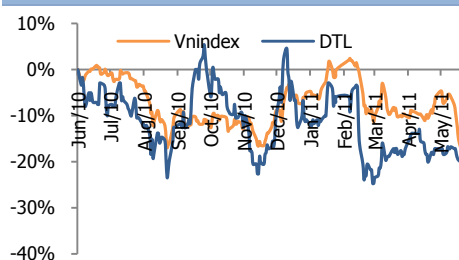
Cao nhất (52 tuần)	VND 31,100
Thấp nhất (52 tuần)	VND 17,000

### Cổ Phần

Cổ phiếu đang lưu hành	48,487,824
Mệnh Giá	VND10,000
Vốn hóa	VND824 tỷ
Tỷ lệ nước ngoài sở hữu	0.75%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0

*Nguồn: Công ty, SBS*

## GIÁ CỔ PHIẾU



*Nguồn: SBS*

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (VND'TỶ)

Năm	2009	2010	Q1.11
Doanh thu (VND'tỷ)	1,532	1,809	711
Lợi nhuận gộp	211	357	150
LNST	134	188	92
Tổng tài sản	1,474	1,967	1,639
ROE (%)	19.9	23.9	11.8
EPS (VND/CP)	4,174	4,298	4,380

*Nguồn: SBS*

**Bùi Đăng Bảo**

Trưởng nhóm ngành thép

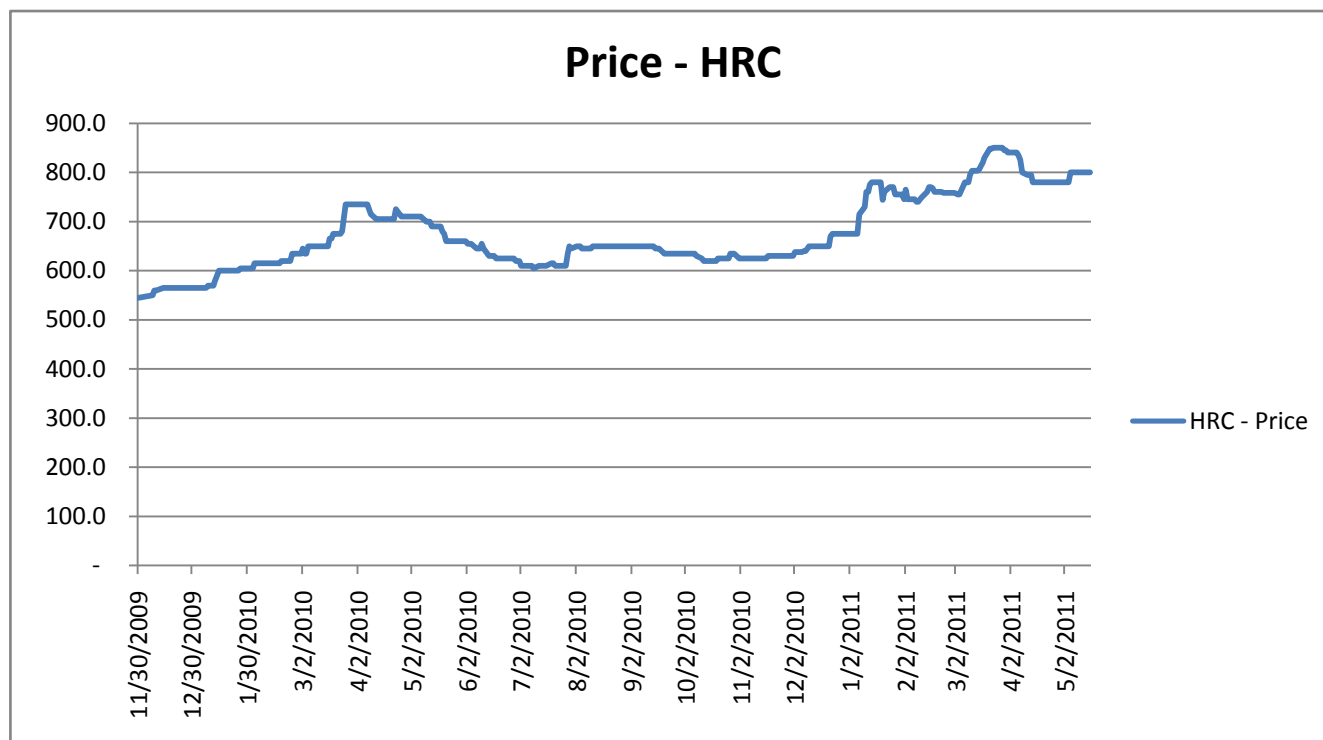
Email: [bao.bd@sbsc.com.vn](mailto:bao.bd@sbsc.com.vn)

**Nguyễn Thị Huyền Dương**

Nhân viên phân tích

Email: [duong.nth@sbsc.com.vn](mailto:duong.nth@sbsc.com.vn)

**Việt Nam | Thị Trường Chứng Khoán**



**Nguồn: Bloomberg, SBS**

**Cơ cấu nợ của công ty ở mức tương đối thấp so với trung bình ngành.** Tại thời điểm 31/12/2010, cơ cấu Nợ/Vốn chủ sở hữu (D/E) của DTL khoảng 1,5 lần; đến hết quý 1/2011 thì tỷ lệ này còn 1,1 lần. DTL đã giảm nợ vay ngắn hạn từ 1.021 tỷ xuống còn 724 tỷ trong điều kiện lãi vay đang lên rất cao như hiện nay. Chiến thuật này phần nào giảm thiểu rủi ro cho DTL, cũng như giảm bớt gánh nặng lãi vay cho công ty. Điều này đến từ việc công ty chủ động tiêu thụ hết lượng hàng tồn kho, hạn chế đầu cơ vì diễn biến giá thép hiện nay rất khó lường và yếu tố lãi vay có thể thổi bay lợi nhuận do chênh lệch giá nguyên liệu đầu vào (nếu có).

**Giảm dần hoạt động thương mại vì có nhà máy mới.** Trước đây, hoạt động trading của DTL chiếm tỷ trọng khá cao (khoảng 60% tổng doanh thu). Bắt đầu từ 2010, công ty đầu tư thêm nhà máy mới và giảm dần hoạt động thương mại. Trong tương lai, khi các nhà máy mới của DTL đi vào hoạt động thì hoạt động trading sẽ thu hẹp lại, rủi ro từ hoạt động này cũng giảm đi. Hiện nay, công ty có các dự án đầu tư 03 dây chuyền thép lá cán nguội (tổng công suất 400.000 tấn/năm); 02 dây chuyền thép lá mạ hợp kim nhôm kẽm (tổng công suất 270.000 tấn/năm) ; 01 dây chuyền thép lá mạ kẽm (tổng công suất 60.000 tấn/năm) ; 01 dây chuyền thép lá mạ màu (tổng công suất 85.000 tấn/năm). Khi những dự án này đi vào hoạt động thì biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ được cải thiện vì chuỗi giá trị tăng thêm. Hiện nay, thuế nhập khẩu thép lá cán nóng là 0% và thép lá cán nguội là 7%. Điều này có nghĩa là khi 03 dây chuyền thép lá cán nguội vận hành không những giúp công ty gia tăng giá trị thặng dư mà còn giúp công ty tiết kiệm được 7% thuế nhập khẩu. Nguồn vốn còn phải giải ngân ước khoảng 300 tỷ, do đó công ty sẽ phải vay dài hạn hoặc phát hành thêm cổ phiếu. Trước diễn biến thị trường chứng khoán như hiện nay thì nhiều khả năng DTL sẽ phải vay dài hạn để tài trợ cho các dự án đầu tư. Trong năm 2009, do giá thép đảo chiều ngoạn mục sau khủng hoảng nên hoạt động thương mại mang lại hiệu quả cao hơn. Tuy nhiên, sang năm 2010, khi giá thép không tăng mạnh thì công ty tập trung vào hoạt động sản xuất và biên lợi nhuận gộp của hoạt động sản xuất cao hơn hoạt động thương mại. Chi tiết như bảng sau:

	Biên LN gộp	
	2009	2010
<b>Thương mại</b>	28.9%	15.0%
<b>Sản xuất</b>	7.3%	25.8%
<b>Chung</b>	13.8%	19.7%

**Nguồn: SBS tổng hợp**

## Việt Nam | Thị Trường Chứng Khoán

**Pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi.** Công ty sẽ tiến hành chia cổ tức đợt 1/2011 bằng tiền mặt với mức 1.000 đồng/cp (thực hiện vào ngày 29/06/2011). Do đó giá chuyển đổi của trái phiếu chuyển đổi DTLCB2010 sẽ giảm từ **16.867 đồng** xuống còn **15.867 đồng**. Số lượng cổ phiếu tăng thêm khoảng 6,3 triệu cổ phiếu; nâng tổng số cổ phiếu lưu hành xấp xỉ 54,8 triệu cổ phiếu. Do đó, EPS năm 2011 sẽ bị pha loãng.

**Công ty không đầu tư tài chính, hạn chế rủi ro từ hoạt động này.** DTL chủ yếu tập trung nguồn lực vào việc mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, không đầu tư trái ngành, đặc biệt công ty không có hoạt động đầu tư tài chính vốn mang lại nhiều "trái đắng" trong thời gian vừa qua. Khi thị trường chứng khoán diễn biến khó lường như hiện nay thì chiến lược này tỏ ra phù hợp. Tuy nhiên, những nhà đầu tư ưa mạo hiểm có thể không thích điều này. Chúng tôi cho rằng đây là bước đi phù hợp của công ty vì ngoài diễn biến chung bất lợi của thị trường chứng khoán thì DTL cũng không có nhiều kinh nghiệm trong hoạt động đầu tư tài chính.

**Rủi ro từ diễn biến khó lường của ngành thép, do đó lợi nhuận các quý sau sẽ không ấn tượng như quý 1/2011.** Giá thép trong khoảng thời gian 1 tháng trở lại đây có xu hướng đi ngang. Tuy nhiên, theo phân tích cũng những chuyên gia trong ngành thì giá thép hiện nay đã ở mức cao và tiềm ẩn nhiều rủi ro. Việc tiêu thụ ước tính sẽ chậm lại trong tháng 7 và 8, vốn là những tháng thấp điểm của ngành xây dựng. Do đó, trong những tháng còn lại của năm, diễn biến giá thép sẽ rất khó tiên liệu. Nhưng một điều gần như chắc chắn là giá thép khó có thể tăng đột biến, vì vậy lợi thế từ nguyên vật liệu giá rẻ của DTL sẽ không còn.

VND/tỷ	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
Doanh thu	1,532	1,809	2,438	2,911	3,743
Lợi nhuận ròng	122	188	205	272	326
% tăng/giảm LNR	29.7%	54.1%	9.0%	32.7%	19.9%
EPS (VND)	3,144	3,868	3,737	4,956	5,940
DPS (VND)	500	3,000	3,000	3,000	3,000
Tỷ suất cổ tức	2.6%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
ROA	11.1%	10.9%	10.9%	13.7%	12.6%
ROE	24.2%	25.8%	24.4%	28.8%	30.2%
P/E (x)	6.04	4.91	5.08	3.83	3.20
P/BV (x)	1.10	1.17	1.17	1.04	0.90

*Nguồn: SBT và SBS dự phóng*

Mùa cao điểm xây dựng thường tập trung chủ yếu vào quý 4 hằng năm. Do đó, quý 4 có thể chứng kiến sự tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ cũng như sự cải thiện về giá bán theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp thép.

### Dự phóng tài chính năm 2011

- Hoạt động sản xuất thép tiếp tục là nhân tố đóng góp lợi nhuận chính của DTL, trong khi hoạt động bán thép phế đóng góp không đáng kể. Công ty vẫn có hoạt động thương mại nhưng tỷ trọng sẽ thấp hơn năm 2010. Sản lượng tiêu thụ ước đạt gần 128 ngàn tấn. Giá bán ước tăng 15-20% theo giá thế giới (hiện nay bình quân giá thép tấm cán nóng tăng 20% và giá thép tấm cán nguội tăng 15% so với mức năm 2010).
- Biên LNG năm 2011 ước đạt 18,4%, giảm nhẹ so với mức 19,7% năm 2010 vì giá nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng tăng nhanh hơn giá bán (với diễn biến lãi suất hiện nay làm hạn chế phần nào nhu cầu nên công ty không thể tăng tương ứng giá bán). Công ty có lượng nguyên liệu tồn kho giá rẻ từ năm trước nên vẫn duy trì được biên lợi nhuận gộp ở mức hợp lý.
- Chi phí hoạt động ở mức 2,3% doanh thu; tương đương mức năm 2010.
- Doanh thu tài chính đóng góp không đáng kể. Chi phí tài chính chủ yếu là lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá. Với mức lãi suất hiện tại thì lãi vay ước tính sẽ tăng mạnh so với năm trước, ở mức 137 tỷ.
- Đối với hoạt động thương mại, DTL được giảm 50% (thuế suất 20%), riêng hoạt động sản xuất thì DTL được giảm 50% (thuế suất 15%). Chúng tôi ước thuế suất năm 2011 ở mức thận trọng là 10%.

### Dự phóng tài chính từ giai đoạn 2012 - 2013

- Theo kế hoạch, DTL sẽ đưa những dây chuyền sản xuất mới đi vào hoạt động từ cuối năm 2011; góp phần

**Việt Nam | Thị Trường Chứng Khoán**

gia tăng đáng kể sản lượng sản xuất và giảm tỷ lệ hàng bán thương mại. Biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ được cải thiện hoặc chỉ ít cũng duy trì ở mức tương đối nếu tình hình thị trường bất lợi. Sản lượng tiêu thụ của công ty sẽ không tăng đột biến, chỉ là thay đổi tỷ trọng. Sản lượng tiêu thụ ước tính khoảng 145 ngàn tấn (2012) và 178 ngàn tấn (2013).

Chủng loại	Công suất hiện tại (tấn/năm)	Công suất tăng thêm (tấn/năm)	Tổng công suất (tấn/năm)	Thời điểm hoạt động
Mạ kẽm	120,000	60,000	180,000	Quý 4/2011
Mạ màu	45,000	85,000	130,000	Quý 4/2011
Ống thép	30,000	-	30,000	
Mạ hộp kim nhôm kẽm	-	270,000	270,000	Vận hành trước 150 ngàn tấn vào quý 4/2011
Thép cán nguội	-	400,000	400,000	Vận hành trước 200 ngàn tấn vào quý 1/2012

- Giá bán dự kiến sẽ tùy vào diễn biến giá thế giới và tình hình tiêu thụ trong nước, nhưng vẫn sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp ở một mức độ nhất định. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp ở mức 18%.
- Doanh thu hoạt động tài chính chiếm tỷ trọng rất thấp vì công ty không tập trung vào hoạt động này.
- Lãi vay tương đối ổn định trong năm 2012, tuy nhiên sang năm 2013 lãi vay tăng lên vì chi phí lãi vay sẽ không còn được vốn hóa khi các dây chuyền mới đi vào hoạt động. Mức tăng sẽ không quá mạnh so với năm 2011 vì lãi vay hiện nay đã ở mức quá cao.
- Giả định công ty không phát hành thêm cổ phiếu hay trái phiếu chuyển đổi mà sẽ vay dài hạn để tài trợ cho các dự án đầu tư (vì diễn biến thị trường chứng khoán không thuận lợi).
- Thuế thu nhập doanh nghiệp ở mức xấp xỉ 10% trong 2 năm 2012 và 2013.

Dự phóng kết quả HĐKD (VND' tỷ)	2011F	2012F	2013F
Sản lượng thép tiêu thụ (tấn)	127,799	145,306	177,977
<b>Doanh thu</b>	<b>2,438</b>	<b>2,911</b>	<b>3,743</b>
Giá vốn hàng bán	(1,989)	(2,385)	(3,075)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>449</b>	<b>526</b>	<b>668</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18.4%</i>	<i>18.1%</i>	<i>17.8%</i>
Chi phí hoạt động	(55)	(60)	(77)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>394</b>	<b>466</b>	<b>591</b>
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>16.2%</i>	<i>16.0%</i>	<i>15.8%</i>
Doanh thu tài chính	-	-	-
Chi phí tài chính	(166)	(163)	(229)
Thu nhập/ Chi phí khác			
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>228</b>	<b>302</b>	<b>362</b>
<i>Biên lợi nhuận trước thuế</i>	<i>9.4%</i>	<i>10.4%</i>	<i>9.7%</i>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(23)	(30)	(36)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>205</b>	<b>272</b>	<b>326</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>8.4%</i>	<i>9.3%</i>	<i>8.7%</i>

**Việt Nam | Thị Trường Chứng Khoán****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.sbssc.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@sbssc.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 bản tin. Bản tin 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 bản tin 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 bản tin này.