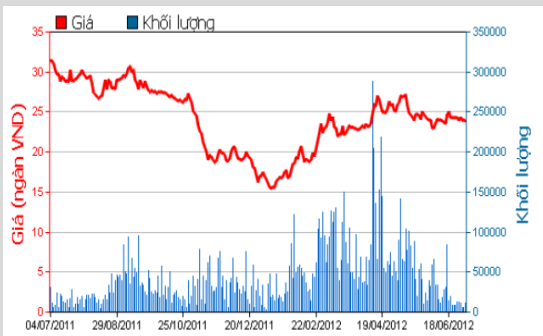


MCK: HPG (HSX)**CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT****MUA TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ 24.100****Chuyên viên: Phạm Như Ngọc****Email: ngoc.pn@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 348****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (02/07/2012)	23.900
Giá cao nhất (52 tuần)	35.600
Giá thấp nhất (52 tuần)	15.500
Số CP đang lưu hành	344.980.178
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	247.675
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	8.245
Trailing P/E x)	6,6
Forward P/E 2012(x)	7,6
P/BV (BV 31/03/12) (x)	1,0

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009(A)	2010(A)	2011(A)	2012(F)
DT	8.123	14.267	17.852	18.434
LNTT	1.510	1.564	1.489	1.177
LNST	1.272	1.349	1.236	964
VĐL	1.964	3.179	3.179	3.496
TTS	10.243	14.904	17.524	20.092
VCSH	4.825	6.398	7.414	8.652
ROA (%)	12,4	9,1	16,7	4,8
ROE (%)	26,4	21,1	7,1	11,1
EPS (VND)	6.477	4.550	3.573	3.164
GTSS (VND)	24.573	20.129	23.329	24.747
Cổ tức (%)	10	30	10	20

Nguồn: HPG & Rong Viet Securities ước tính

CÔNG NGHIỆP – VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Kết quả kinh doanh quý I của HPG vẫn chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục, những khó khăn của ngành dự kiến vẫn còn ảnh hưởng đến doanh nghiệp trong các quý còn lại. Mức giá được dự phóng dựa trên dòng tiền trong 05 năm có sự tham gia của bất động sản và Khu liên hợp giai đoạn II từ năm 2014 trở đi, mức giá này vào khoảng 24.100 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa 8.312 tỷ đồng), gần sát so với giá tham nhiều ngày 02/07/2012, người viết đưa ra khuyến nghị **Nắm giữ** đối với cổ phiếu này.

Kết quả kinh doanh năm 2011 và quý 1/2012 không được khả quan. Tổng doanh thu năm 2011 của HPG đạt 17.852 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ, hoàn thành 102% so với kế hoạch đặt ra. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế lại sụt giảm, đạt 1.236 tỷ đồng, giảm 8,4% so với cùng kỳ, đạt 66% so với kế hoạch. Trong quý I/2012, doanh thu đạt 4.085 tỷ đồng (giảm 14% so với cùng kỳ), lợi nhuận sau thuế đạt 195 tỷ đồng (giảm 63% so với cùng kỳ). Nguyên nhân là do đầu ra ngành thép khó khăn, lợi nhuận biên bị thu hẹp. Bên cạnh đó, chi phí tài chính tăng mạnh đã lấy mất đi phần lớn lợi nhuận gộp. Doanh nghiệp cũng đang trong quá trình đầu tư các dự án, lượng tiền gửi giảm xuống, doanh thu tài chính cũng từ đó giảm theo.

HPG đã triển khai dự án Khu liên hợp giai đoạn II. Khu liên hợp giai đoạn II với tổng vốn đầu tư 3.400 tỷ đồng đã được triển khai trong quý I này, dự kiến hoàn thành vào năm 2013 và góp phần vào cơ cấu doanh thu, lợi nhuận kể từ năm 2014 (tổng công suất luyện phôi lên 1,1 triệu tấn và công suất cán thép lên 1,2 triệu tấn).

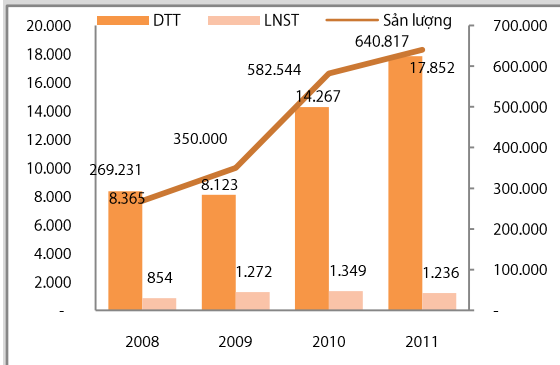
Hàng tồn kho năm 2012 sẽ tăng mạnh. Chi phí từ xây dựng dự án Mandarin được HPG ghi nhận vào khoản mục hàng tồn kho. Hiện dự án đã triển khai được 40% trên tổng vốn đầu tư và dự kiến hoàn thành cuối năm 2013, do vậy tồn kho trong năm 2012 và 2013 sẽ tăng mạnh. Bên cạnh đó, nhà máy than Coke giai đoạn II đang chạy thử và đưa vào sản xuất trong năm nay nên tồn kho nguyên vật liệu có thể sẽ tăng lên, ảnh hưởng đến tồn kho chung của doanh nghiệp.

Hoạt động kinh doanh than sẽ mang nhiều rủi ro. Xuất khẩu than của HPG bắt đầu gặp khó khăn từ quý III/2011 do nhu cầu và giá giảm, khiến cho lợi nhuận từ mảng này bị thu hẹp. Trong năm 2012, nhà máy than Coke II (công suất 350.000 tấn/năm) sẽ đi vào hoạt động, trữ lượng than còn lại cho xuất khẩu tăng mạnh. Tuy nhiên chi phí sản xuất tăng do khấu hao từ nhà máy mới đồng thời giá bán hiện đang có xu hướng giảm, do vậy hoạt động này của HPG có thể gặp nhiều khó khăn trong thời gian sắp tới nếu như giá thế giới không hồi phục.

Kế hoạch kinh doanh năm 2012 của HPG ở mức khá thấp. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 18.200 và 906 tỷ đồng. Trao đổi với DN, kế hoạch này được đưa ra ở mức thận trọng do ngành thép vẫn còn khó khăn. Bên cạnh yếu tố ngành, người viết còn cho rằng, mảng năng lượng có thể sẽ gặp nhiều rủi ro và ảnh hưởng đến KQKD. Chi phí tài chính có thể tiếp tục là gánh nặng nếu như DN tăng sử dụng vốn vay để tài trợ cho dự án Mandarin. Sản lượng năm 2012 được dự phóng ở mức 616.000 tấn, doanh thu đạt 18.434 tỷ đồng (bao gồm doanh thu từ bất động sản), lợi nhuận sau thuế đạt 964 tỷ đồng, tương đương EPS vào khoảng 3.164 đồng/cổ phiếu. Riêng về bất động sản, lợi nhuận năm nay có sự đóng góp của dự án 257 Giải phóng, tuy nhiên lợi nhuận này không đáng kể.

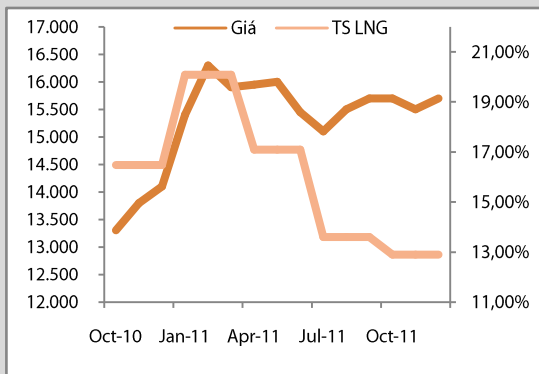
Sản lượng, doanh thu và LNST qua các năm:

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: HPG

Diễn biến giá bán và lợi nhuận gộp của HPG



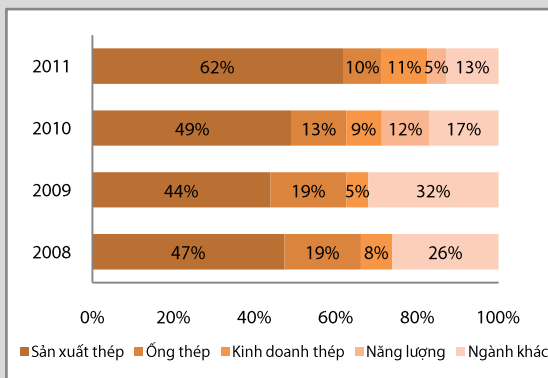
Nguồn: VSA&HPG

Tỷ suất lợi nhuận gộp các DN thép năm 2011

	Q1/2011	Q2/2011	Q3/2011	Q4/2011
HPG	20,8%	17,9%	13,6%	12,9%
POM	16,0%	11,1%	7,0%	6,9%
HSG	12,7%	16,9%	12,3%	9,8%
DTL	21,2%	21,6%	13,8%	10,2%

Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp

Cơ cấu doanh thu của HPG qua các năm:



Nguồn: HPG

PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

DOANH THU VÀ LÃI GỘP

Tổng doanh thu năm 2011 của HPG đạt 17.852 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ, hoàn thành 102% so với kế hoạch đặt ra. Lợi nhuận sau thuế đạt 1.236 tỷ đồng, giảm 8,4% so với cùng kỳ, đạt 66% so với kế hoạch. KQKD Quý I/2012, doanh thu đạt 4.085 tỷ đồng (giảm 14% so với cùng kỳ), lợi nhuận sau thuế đạt 195 tỷ đồng (giảm 63% so với cùng kỳ). Nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm mạnh này là: (1) sản lượng tiêu thụ giảm 8%, (2) giá bán giảm 3%, (3) doanh thu tài chính giảm 81% (từ 114 tỷ đồng quý I/2011 xuống còn 22 tỷ đồng). Năm 2012, HPG đặt kế hoạch doanh thu 18.200 tỷ đồng và 906 tỷ đồng lợi nhuận. Với kết quả kinh doanh quý I vừa rồi, HPG hoàn thành 23% kế hoạch doanh thu và 22% kế hoạch lợi nhuận.

Tỷ suất lợi nhuận gộp (LNG) của HPG trong năm 2011 là 16,1%, giảm nhẹ so với mức 17,2% năm 2010. Xét riêng trong năm 2011 có sự chênh lệch lớn giữa tỷ suất LNG trong hai quý đầu năm (24,2%) và hai quý cuối năm (13,1%). Nguyên nhân chính là do nhu cầu sụt giảm trong nửa cuối năm 2011, HPG phải giảm giá bán để đẩy nhanh sản lượng tiêu thụ khiến cho biên lợi nhuận thu hẹp mạnh. Sự sụt giảm này cũng diễn ra ở hầu hết các doanh nghiệp trong ngành như: POM, HSG, DTL,...(Xem bảng bên). Trong quý I/2012, tỷ suất lợi nhuận biên của doanh nghiệp tuy có hồi phục so với thời điểm quý cuối năm 2011, nhưng vẫn ở mức thấp, đạt 13,8%.

Hoạt động kinh doanh của HPG chia thành nhiều lĩnh vực, trong đó sản xuất cán và kinh doanh thép đóng vai trò chủ yếu trong cơ cấu doanh thu và có sự gia tăng mạnh về tỷ trọng, đặc biệt là thép xây dựng, tỷ trọng tăng từ 49% lên 52%. Các mảng hoạt động khác như điện lạnh, máy xây dựng, hàng nội thất...đang giảm dần sự đóng góp của mình trong cơ cấu doanh thu. Từ năm 2010, mảng năng lượng tham gia đóng góp vào cơ cấu doanh thu với tỷ lệ khá đáng kể (10%), tuy nhiên sang năm 2011, tỷ trọng đóng góp của mảng này giảm mạnh, chỉ còn 5%. Mảng bất động sản sẽ tham gia đóng góp vào cơ cấu doanh thu trong năm nay, tuy nhiên tỷ trọng không đáng kể.

THÉP XÂY DỰNG

Doanh thu

Doanh thu thép xây dựng năm 2011 đạt 11.000 tỷ đồng, tăng 36% so với năm 2010, trong đó sản lượng tăng 10% và giá bán bình quân tăng 24%. Cuối năm 2010, trước sự kỳ vọng nền kinh tế thế giới sẽ hồi phục, giá thép bất ngờ tăng mạnh và kéo dài cho đến giữa quý II năm 2011. Trong nước, dưới áp lực giá thế giới tăng mạnh và quyết định điều chỉnh tỷ giá của NHNN, nhu cầu tích trữ hàng tăng cao khiến giá bán của hầu hết các doanh nghiệp thép đều tăng mạnh, sau đó giá thép có sự điều chỉnh giảm (do lực cầu yếu) nhưng vẫn ở mức cao so với mặt bằng giá bình quân năm 2010. Diễn biến giá bán của HPG năm 2011 cũng theo diễn biến giá của ngành, bình quân tăng 24% so với năm 2010 và đây là yếu tố chính giải thích sự tăng trưởng mạnh của doanh thu thép xây dựng.

Trong Quý I/2012, sản lượng tiêu thụ thép của HPG đạt 159.453 tấn, giảm 8% so với cùng kỳ, nguyên nhân do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết, sản lượng tiêu thụ tháng 01 chỉ đạt 28.225 tấn (thấp hơn mức bình thường là 50.000 tấn). Giá bán theo chiều hướng giảm, từ 15.700 đồng/kg cuối năm 2011 giảm còn 15.400

đồng/kg vào cuối quý I vừa qua.

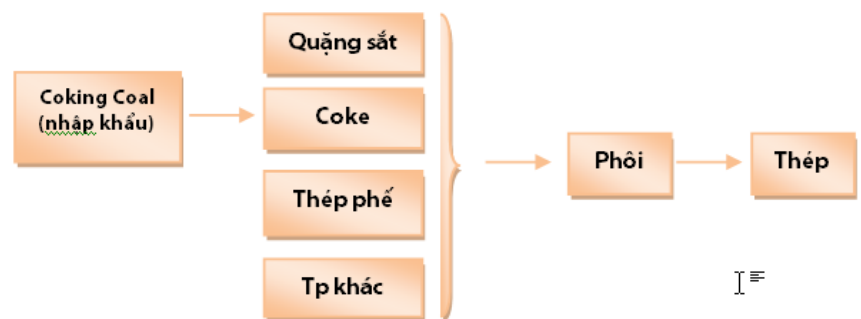
Thời gian còn lại năm 2012, ngành thép tiếp tục chịu sự chi phối từ chính sách vĩ mô. Mặc dù, chính sách vĩ mô có chiều hướng tích cực cho thị trường bất động sản nhưng vẫn cần độ trễ nhất định lực cầu cho ngành thép mới hồi phục lại. Do đó, sản lượng được ước tính sẽ không tăng mạnh, vẫn duy trì ở bình quân của doanh nghiệp, tương ứng 457.000 tấn trong 09 tháng còn lại, nâng tổng sản lượng cả năm lên 616.000 tấn. Về giá bán, dự kiến xu hướng giảm vẫn còn tiếp diễn cho đến hết quý II/2011, kỳ vọng sau đó giá thép sẽ hồi phục lại trong nửa cuối năm 2012, giá thép năm nay được giả định ở mức 15,5 triệu/tấn. Doanh thu cho sản xuất thép xây dựng là 9.548 tỷ đồng.

Hiện tại HPG đã khởi công dự án Khu Liên Hợp giai đoạn II, dự kiến cuối năm 2013 dự án này sẽ hoàn thành với công suất luyện phôi 700.000 tấn/năm và cán 500.000 tấn/năm. Theo kế hoạch, nhà máy luyện, cán của giai đoạn này sẽ đi vào hoạt động năm 2014 và sẽ đóng góp vào sự tăng trưởng của doanh thu, công suất hoạt động giai đoạn 2014 - 2016 khoảng 40-60%.

Lãi gộp

a. Khu liên hợp tại Kinh Môn – Hải Dương

Sơ đồ chuỗi sản xuất tại Khu liên hợp:



- **Quặng sắt:** Nguồn quặng sắt được cung cấp từ quá trình khai thác và luyện quặng tại các mỏ trong nước nên giá quặng sắt của HPG ít biến động so với các DN nhập khẩu quặng. Đa phần các quặng của HPG đều nằm sâu trong lòng đất nên chi phí khai thác quặng của HPG cao hơn so với những doanh nghiệp khác. Dựa trên tham khảo giá quặng của HAG, chi phí quặng sắt của HPG được ước tính khoảng 2,2 triệu đồng/tấn.

- **Coke:** Nguyên liệu đầu vào để sản xuất than Coke là Coking coal (thành phần gồm: hard coking coal và soft coking coal được nhập khẩu từ nước ngoài và than Antraxit được mua trong nước). Do phần lớn chi phí nguyên liệu đầu vào chế biến than Coke được nhập khẩu từ nước ngoài nên giá than Coke của HPG cũng biến động theo giá thế giới. Dự kiến giá than thế giới vẫn chưa thể hồi phục do nhu cầu vẫn còn yếu. Dựa trên tham khảo giá Coking coal tại thị trường Úc và cộng thêm chi phí vận chuyển, khấu hao nhà máy than coke và nhân công, chi phí sản xuất than Coke được tính toán vào khoảng 9,0 triệu đồng/tấn.

- **Thép phế:** Nguồn thép phế cũng được nhập từ bên ngoài, tham khảo giá thép phế tại thị trường Đông Nam Á, xu hướng giá vẫn đang giảm do nhu cầu thế giới đang suy yếu, ước tính giá dao động khoảng 445 – 450 USD/tấn (CFR).

- Thành phần khác bao gồm: khí Oxy, than Antraxit, điện...ước tính tổng những thành phần này khoảng 1,5 triệu đồng/tấn.

- Chi phí khấu hao và nhân công trực tiếp ước tính lần lượt khoảng 1,0 triệu đồng/tấn và 0,3 triệu đồng/tấn.

Dựa vào định mức được tham khảo ở nhiều DN (trình bày ở bảng dưới) và chi phí từng yếu tố đầu vào, giá vốn thép xây dựng tại Khu liên hợp sẽ vào khoảng 12,6 triệu đồng/tấn.

b. Nhà máy cũ tại Hưng Yên

Sơ đồ chuỗi sản xuất tại Nhà máy cũ Hưng Yên:

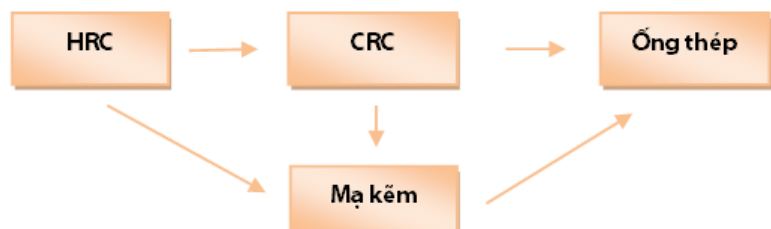


Quy trình sản xuất thép tại nhà máy cũ tương đối đơn giản hơn Khu liên hợp, nguyên liệu đầu vào chỉ có thép phế. Cũng dựa sự biến động giá của thép phế thế giới đã được đề cập ở trên và chi phí khấu hao, nhân công trực tiếp, giá vốn thép xây dựng tại nhà máy cũ sẽ là 14,8 triệu đồng/tấn (cao hơn rất nhiều so với sản xuất với đầu vào là quặng sắt). Bình quân theo tỷ trọng công suất của KLH và nhà máy cũ, ước tính giá vốn thép xây dựng khoảng 13,4 triệu đồng/tấn. Với giá bán dự kiến năm 2012 là 15,5 triệu đồng/tấn, tỷ suất LNG tương ứng sẽ là 14,7%, LNG của thép xây dựng vào khoảng 1.505 tỷ đồng.

ỐNG THÉP

Kinh doanh ống thép duy trì tăng trưởng tốt, sản lượng tiêu thụ năm 2011 đạt 87.470 tấn, tăng 19% so với 2010. Quý I/2012, sản lượng ống thép được tiêu thụ khoảng 20.000 tấn (+ 8% so với cùng kỳ). Trong năm 2012, ống thép HPG có sự tham gia của sản phẩm mới được sản xuất từ thép mạ kẽm, do vậy, sản lượng ống thép được dự phóng sẽ tăng thêm 10% trong 9 tháng còn lại, tương ứng ở mức 76.217 tấn, tổng sản lượng ống thép cả năm là 96.217 tấn. Giá ống thép được nâng lên do ống mạ kẽm có giá thanh cao, bình quân khoảng 21triệu đồng/tấn, doanh thu ống thép 2012 là 2.204 tỷ đồng.

Sơ đồ chuỗi sản xuất ống thép



Do đầu tư gắn kết khúc hai dây chuyền thép cán nguội và mạ kẽm nên HPG không phải nhập thép cán nguội mà chỉ nhập thép cán nóng. Thuế suất thuế nhập khẩu thép cán nóng là 0%, so với thuế suất thuế nhập khẩu cán nguội là 7%, rõ ràng với việc đầu tư thêm dây chuyền cán nguội góp phần gia tăng tỷ suất lợi nhuận cho ống thép. Từ cuối quý III/2011, giá HRC cũng biến động theo chiều hướng giảm, giá nhập khẩu tại Việt Nam khoảng 630 USD/tấn, ước tính giá vốn của ống thép vào khoảng 16,6 triệu đồng/tấn, tương ứng tỷ suất LNG ống thép năm 2012 là 27%, LNG ống thép là 592 tỷ đồng.

THÉP CÁN NGUỘI VÀ MẠ KẼM

Dây chuyển cán nguội với công suất 100.000 tấn/năm và mạ kẽm với công suất 40.000 tấn/năm đã hoàn thành trong năm 2011. Thép cán nguội và thép mạ kẽm cũng là nguyên liệu đầu vào để sản xuất ống thép. Tổng công suất hai dây chuyển trên (140.000 tấn/năm) đủ để cung cấp nguyên liệu cho ống thép (công suất 150.000 tấn/năm), do vậy sẽ không còn sản lượng thép cán nguội và mạ kẽm được bán ra bên ngoài.

KINH DOANH THÉP VÀ PHẾ LIỆU

Ngoài sản xuất thép, HPG còn kinh doanh thép và phế liệu, doanh thu của mảng này trong năm 2011 khoảng 2.000 tỷ đồng. Giả sử mảng này vẫn kinh doanh ổn định trong năm nay, tăng nhẹ 5% so với năm trước, ở mức 2.100 tỷ đồng.

Mảng hoạt động thương mại thường cho tỷ suất sinh lời thấp, dao động từ 4%-5%. Trong năm 2012, giả định tỷ suất LNG của mảng này vẫn ở mức 4%, tương ứng LNG là 84 tỷ đồng.

NĂNG LƯỢNG

Kể từ quý II/2010, HPG đẩy mạnh xuất khẩu than với KQKD khá tốt. Tuy nhiên đến quý III/2011, hoạt động kinh doanh này cho thấy dấu hiệu sụt giảm, doanh thu than năm 2011 đạt giảm 8% so với năm 2010, nguyên nhân chính do giá giảm và lực cầu của thị trường Nhật suy yếu sau động đất và sóng thần.

Giai đoạn II của Nhà máy Coke đã hoàn thành với công suất 350.000 tấn/năm, nâng tổng công suất than coke lên 700.000 tấn/năm. Nếu như khu liên hợp giai đoạn I chạy hết công suất, nhu cầu than coke cần cho luyện phôi tối đa là 200.000 tấn/năm, 500.000 tấn còn lại sẽ được xuất khẩu, đây là một con số khá lớn. Trong quý I/2012, nhà máy coke II vẫn đang trong giai đoạn chạy thử, dự kiến sẽ được đưa vào sản xuất trong 02 quý cuối năm. Theo nhiều dự đoán, nhu cầu than thế giới vẫn chưa hồi phục, việc đẩy mạnh xuất khẩu của HPG có thể trở nên khó khăn. Người viết không kỳ vọng vào mảng này sẽ đem đến sự tăng trưởng đột biến cho doanh thu của HPG, ước tính sản lượng xuất khẩu năm nay vào khoảng 262.000 tấn. Giá than thế giới cũng đang trong đà giảm, do vậy giá xuất khẩu than của HPG cũng sẽ biến động giảm, dao động 420 - 430 USD/tấn, doanh thu xuất khẩu than là 2.384 tỷ đồng.

Trong quý IV/2011, doanh thu xuất khẩu than đạt 222 tỷ đồng nhưng lợi nhuận ròng chỉ đạt 7 tỷ đồng, như vậy có thể nhận thấy giá xuất gần bằng với giá vốn. Hiện giá than thế giới vẫn chưa có tín hiệu hồi phục, nếu như tình trạng này tiếp tục kéo dài thì mảng hoạt động này có thể gặp nguy cơ lỗ, ước tính trong năm nay lợi nhuận từ mảng kinh doanh này không đáng kể khoảng 15 tỷ đồng.

Ở những năm sau, giai đoạn II khu liên hợp đi vào hoạt động, nhu cầu than Coke cho nội bộ tối đa là 450.000 tấn/năm, như vậy vẫn còn lượng than coke dư ra phục vụ cho xuất khẩu.

BẤT ĐỘNG SẢN

Dự án 257 Giải Phóng: Năm 2012, HPG sẽ hoạch toán doanh thu từ dự án 257 Giải phóng, dự kiến doanh thu từ dự án này vào khoảng 391 tỷ đồng. Năm 2012, tổng chi phí đầu tư của 257 Giải Phóng là 318 tỷ đồng, lợi nhuận từ dự án này đem lại vào khoảng 77 tỷ đồng.

Dự án Mandarin: Dự án này vẫn đang trong quá trình xây dựng. Giai đoạn 2014-2015, giả định Mandarin sẽ tham gia đóng góp vào cơ cấu lợi nhuận của HPG, lợi nhuận từ bất động sản trong 02 năm này tương ứng là 1.609 và 402 tỷ đồng.

NHỮNG NGÀNH KHÁC

Lĩnh vực kinh doanh của HPG còn có hàng nội thất, điện lạnh, máy xây dựng, hạ tầng khu công nghiệp. Những ngành này chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu khoảng 12%. Năm 2011, tổng doanh thu của các mảng này đạt 2.265 tỷ đồng, giảm 6% so với năm trước. Quý I/2012, doanh thu của những mảng này là 581 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ). Trong năm nay, cùng với giả định như ngành thép xây dựng, những mảng này vẫn chưa thể tăng trưởng trở lại, doanh thu trong 09 tháng còn lại được giả định giảm nhẹ so với cùng kỳ, khoảng 2%, đạt 1.226 tỷ đồng.

Toàn bộ đầu ra của các ngành điện lạnh, trang trí nội thất, máy xây dựng và hạ tầng khu công nghiệp đều được giả định sẽ cung cấp ra bên ngoài. Ở những năm trước, tỷ suất lợi nhuận bình quân của những ngành này trong khoảng 20% (2010) và 17% (2011). Trong năm 2012, cũng với những giả định của ngành thép, ước tính mức tỷ suất bình quân của những ngành này vào khoảng 15%, tương ứng LNG vào khoảng 271 tỷ đồng.

Tổng hợp các mảng hoạt động trên, trong năm 2012, doanh thu của HPG ước tính đạt 1.807 tỷ đồng, LNG ở mức 2.544 tỷ đồng.

Bảng tổng hợp doanh thu từng mảng hoạt động của HPG

Năm	2012	2013	2014	2015	2016
Thép xây dựng	9.548	11.165	14.940	16.933	18.998
KLH giai đoạn I và nhà máy cũ	616	686	700	700	700
KLH giai đoạn II	-	-	200	300	400
Tổng SL tiêu thụ	616	686	900	1.000	1.100
Giá bán	15,5	16,3	16,6	16,9	17,3
Ống thép	2.204	2.473	2.775	3.113	3.493
SL tiêu thụ	105	115	127	140	154
Giá bán	21	21	22	22	23
Kinh doanh thép	2.100	2.205	2.315	2.431	2.553
Năng lượng	2.384	2.477	2.064	1.896	1.707
Tổng công suất Coke	700	700	700	700	700
Phục vụ nội bộ	176	196	300	350	400
SL còn lại sau cung cấp nội bộ	524	504	400	350	300
SL Xuất khẩu	262	252	200	175	150
Giá bán	9,1	9,8	10,3	10,8	11,4
Bất động sản	391		5.209	1.302	
Ngành khác	1.807	1.897	1.992	2.091	2.196
TỔNG DOANH THU (tỷ đồng)	18.434	20.217	29.295	27.767	28.947

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Bảng tổng hợp LNG từng mảng hoạt động của HPG.

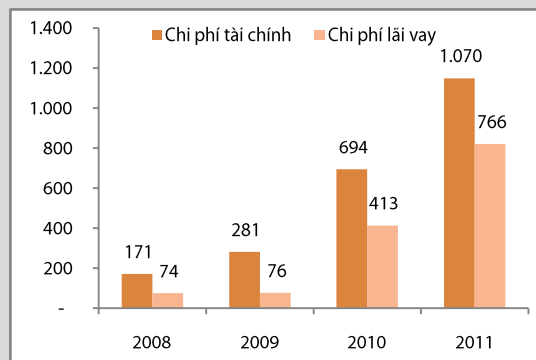
Năm		2012	2013	2014	2015	2016
Thép xây dựng	ĐMức	Chi phí (triệu đồng/tấn)				
Khu liên hợp						
Quặng sắt	1,7	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Coke	0,5	9,0	9,5	10,0	10,3	10,6
Thép phế	0,15	10,4	11,1	11,4	11,6	11,9

CPBH và QLDN của HPG qua các năm

	2008	2009	2010	2011
CPBH/DTT	1,3%	1,5%	1,3%	1,2%
CPQLDN/DTT	1,7%	2,4%	1,9%	2,3%

Nguồn: HPG

Chi phí tài chính của HPG qua các năm



Nguồn: HPG

Thành phần khác	0,29	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Phôi	1,08	10,3	10,6	10,9	11,1	11,3
Khấu hao		1,0	0,9	1,1	1,0	0,8
Nhân công		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Thép		12,3	12,6	13,2	13,2	13,3
Nhà máy Hưng Yên						
Thép phế	1,25	10,4	11,1	11,4	11,6	11,9
Phôi	1,08	13,0	13,9	14,2	14,5	14,8
Khấu hao		0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Nhân công		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Thép		14,8	15,8	16,1	16,5	16,8
Giá vốn bình quân		13,4	14,0	13,9	14,0	14,1
Tỷ suất LNG		15,8%	16,5%	19,5%	20,9%	22,1%
LNG thép xây dựng		1.505	1.837	2.907	3.547	4.199
Ống thép						
HRC	1,04	15,2	15,7	16,5	16,9	17,4
Thành phần khác		0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Khấu hao		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nhân công		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Giá vốn		16,6	17,0	17,8	18,3	18,8
Tỷ suất LNG		26,9%	25,7%	22,8%	21,9%	21,0%
LNG ống thép		592	635	632	680	734
Kinh doanh thép						
Tỷ suất LNG		4%	4%	4%	4%	4%
LNG kinh doanh thép		84	88	93	97	102
Năng lượng – than						
Coke		8,4	8,9	9,4	9,8	10,1
Khấu hao		0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Nhân công		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Giá vốn Coke		9,0	9,5	10,0	10,3	10,6
Tỷ suất LNG		0,6%	3,0%	3,3%	5,1%	7,1%
LNG Coke		15	74	68	98	121
Bất động sản						
LNG		77		1.609	402	
Ngành khác						
Tỷ suất LNG		15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
LNG kinh doanh thép		271	285	299	314	329
Tổng LNG		2.544	2.918	5.608	5.138	5.486
Tỷ suất LNG của HPG		13,8%	14,4%	19,1%	18,5%	19,0%

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

CÁC KHOẢN CHI PHÍ VÀ LỢI NHUẬN RÒNG

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Trong năm 2011, chi phí bán hàng (CPBH) và chi phí quản lý doanh nghiệp (CPQLDN) của HPG lần lượt đạt 217 tỷ đồng (+20% so với năm 2010) và 402 tỷ đồng (+47% so với năm 2010). Do doanh thu tăng nên các khoản chi phí này biến động tăng cùng với doanh thu. Tuy nhiên, tỷ lệ hai khoản chi phí này trên doanh thu thuần không biến động mạnh, tỷ lệ CPBH/DTT vẫn duy trì quanh mức 1,3%, và CPQLDN/DTT dao động từ 1,9% - 2,3%. Trong năm 2012, giả định tỷ lệ hai khoản chi phí này trên doanh thu không thay đổi, tương ứng CPBH là 235 tỷ đồng và CPQLDN là 415 tỷ đồng.

Chi phí tài chính

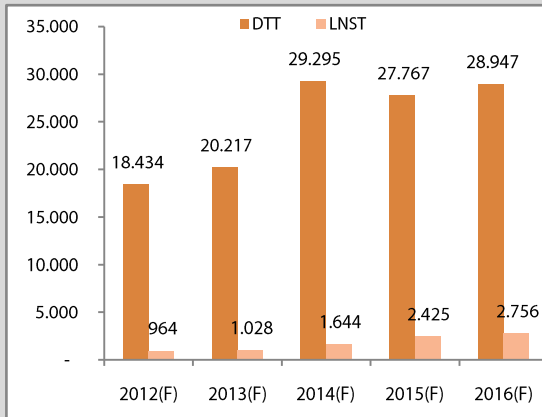
Thời gian qua, chi phí tài chính tăng lên khá mạnh, riêng năm 2011, CPTC đạt

Tốc độ tăng trưởng CPTC các DN trong ngành.

	2008	2009	2010	2011
HPG	277%	65%	147%	66%
POM	242%	131%	5%	17%
HSG	118%	23%	55%	81%

Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp

Dự phóng DT&LNST của HPG 2012-2016:



Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Cấu trúc tài chính

Cấu trúc TS	2008	2009	2010	2011
HTK/TTS	32%	25%	30%	36%
TSNH/TTS	68%	53%	53%	54%
TSCĐ/TTS	22%	30%	31%	33%
Cấu trúc nợ				
Vay NH/TTS	10%	36%	27%	26%
Vay DH/TTS	0%	5%	10%	11%
Tổng vay/TTS	11%	41%	41%	40%

Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp

1.070 tỷ đồng, tăng 55% so với năm trước. Nguyên nhân chính do dư nợ vay ngắn và dài hạn đều tăng, lãi suất và tỷ giá cũng tăng mạnh trong năm 2010. Không chỉ HPG, chi phí tài chính của các DN trong ngành đều tăng khá mạnh trong năm vừa qua (xem bảng bên)

Chi phí lãi vay trong năm 2011 là 766 tỷ đồng, tăng 86% so với năm trước. Trong năm quý I/2012, chi phí lãi vay là 175 tỷ đồng, tăng 10,4% so với cùng kỳ. Dự kiến khoảng chi phí này sẽ tăng trong thời gian tới, do dư nợ vay dài hạn tăng (sẽ được phân tích bên dưới), ước tính chi phí lãi vay năm nay ở mức 977 tỷ đồng. Tỷ giá được giả định tăng nhẹ, không tăng mạnh như năm 2011, chi phí chênh lệch tỷ giá dự kiến vào khoảng 95 tỷ đồng trong năm nay. Như vậy trong 2012, tổng chi phí tài chính sẽ là 1.071 tỷ đồng.

Năm 2013, nhiều khả năng chi phí tài chính của HPG vẫn sẽ tăng mạnh vì trong năm này doanh nghiệp sẽ đầu tư mạnh cho Khu liên hợp giai đoạn II, khiến cho dư nợ vay tăng mạnh.

Lợi nhuận ròng

Từ dự phóng doanh thu và các khoản chi phí, mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cho hoạt động chính 15% (tương đương năm trước) và bất động sản là 25%, lợi nhuận ròng của HPG năm nay vào khoảng 964 tỷ đồng.

CẤU TRÚC TÀI CHÍNH

Hàng tồn kho

Tồn kho năm 2011 của HPG là 6.347 tỷ đồng, tăng 38% so với năm 2010, chủ yếu do tồn kho của Mandarin (chiếm tỷ trọng 30% trong tổng tồn kho của HPG).

Tồn kho thép và nguyên liệu đầu vào: Nhà máy than Coke II đi vào hoạt động trong năm nay và Khu liên hợp II sẽ hoàn thành vào năm 2014, nhu cầu sản xuất sẽ tăng, do vậy tồn kho thép và nguyên liệu đầu vào sẽ tiếp tục tăng trong năm nay và những năm sau đó, ước tính năm 2012, tồn kho này ở mức 5.841 tỷ đồng.

Tồn kho bất động sản: Năm 2011, tồn kho bất động sản vào khoảng 1.800 tỷ đồng (bao gồm tiền đất ban đầu), vốn đầu tư của Mandarin khoảng 4.500 tỷ đồng, như vậy còn 2.700 tỷ đồng tiền đầu tư vào dự án này. Dự kiến thời gian hoàn thành của Mandarin sẽ vào cuối năm 2013, do đó trong năm 2012 và 2013, tồn kho sản phẩm dở dang bất động sản sẽ vẫn tiếp tục tăng mạnh, ước tính năm 2012, tồn kho bất động sản vào khoảng 3.301 tỷ đồng.

Bảng dự phóng hàng tồn kho

	2012	2013	2014	2015	2016
TK thép	5.607	6.350	7.681	8.316	8.982
Tồn kho BĐS					
Đầu kỳ	1.771	3.301	4.500	900	-
Tăng	1.530	1.199	(3.600)	(900)	-
Cuối kỳ	3.301	4.500	900	-	-
Tổng TK	8.909	10.850	8.581	8.316	8.982

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Tài sản cố định hữu hình

Trong những năm trước, nguyên giá TSCĐ của HPG liên tục tăng do các dự án

đầu tư lớn hoàn thành như Khu Liên Hợp I và nhà máy than Coke I. Theo kế hoạch, HPG vẫn tiếp tục đầu tư cho tài sản cố định nên nguyên giá tài sản cố định vẫn tiếp tục trong thời gian tới.

Nhà máy than Coke và điện II đang trong quá trình chạy thử, dự kiến cuối quý I-2012 sẽ đưa vào sản xuất chính thức. Tổng chi phí đầu tư cho giai đoạn này là 1.200 tỷ đồng, do vậy trong năm 2012, nguyên giá TSCĐ của HPG tiếp tục tăng lên 1.200 tỷ đồng.

Khu liên hợp II của HPG với tổng vốn đầu tư là 3.400 tỷ đồng, đã khởi công trong quý I này. Theo kế hoạch, HPG sẽ đầu tư 20% tổng vốn trong năm 2012 và 80% phần còn lại trong năm 2013, do vậy, nguyên giá TSCĐ sẽ được ghi nhận tiếp tục tăng bắt đầu năm 2014.

Bảng dự phóng TSCĐ hữu hình.

	2012	2013	2014	2015	2016
TSCĐ hữu hình					
Đầu kỳ	6.051	7.251	7.251	10.651	10.651
Coke II & Điện	1.200	-	-	-	-
Khu Liên Hợp II	-	-	3.400	-	-
Cuối kỳ	7.251	7.251	10.651	10.651	10.651
Khấu hao lũy kế					
Đầu kỳ	1.660	2.279	2.929	3.834	4.823
Tài sản cũ	530	530	530	530	530
Coke II & Điện	90	120	120	120	120
Khu Liên Hợp II	-	-	255	340	340
Cuối kỳ	2.279	2.929	3.834	4.823	5.813
Giá trị còn lại	4.972	4.322	6.818	5.828	4.839
XBCB DD	749	3.469	-	-	-

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Vay ngắn hạn

Vay ngắn hạn được tài trợ cho tài sản lưu động, trong đó có hàng tồn kho. Như đề cập ở trên, các dự án đi vào hoạt động, nhu cầu sản xuất tăng cao, do vậy vay ngắn hạn cũng tăng theo. Trong năm 2012 và 2013, dự kiến nhu cầu sản xuất vẫn tăng do nhà máy Coke II đi vào hoạt động, tuy nhiên do tình hình ngành thép chưa có khởi sắc nhất định nên vay ngắn hạn được giả định sẽ tăng nhưng không quá mạnh, ước tính trong năm khoản vay này ở mức 4.511 tỷ đồng. Trong những năm tiếp theo, nhu cầu luyện và cán thép sẽ gia tăng mạnh mẽ do Khu liên hợp II đi vào hoạt động, vay ngắn hạn sẽ tiếp tục gia tăng cùng với sự tăng trưởng doanh thu.

Vay dài hạn

Trong năm 2011, vay dài hạn tăng khá mạnh, chiếm 11% trong cơ cấu tổng tài sản, so với năm 2010, khoản vay này chỉ chiếm 10%. Trong năm 2012, HPG tiếp tục thực hiện đầu tư cho 02 dự án bao gồm: Mandarin và Khu Liên Hợp II.

Về vốn tài trợ KLH giai đoạn II: Hiện tại vẫn chưa có thông tin cụ thể về vốn tài trợ cho KLH, HPG đang cân nhắc giữa phát hành thêm và vay dài hạn. Quan điểm người viết cho rằng năm 2012 vẫn là năm khó khăn cho việc huy động vốn từ thị trường chứng khoán, do vậy, nguồn vốn tài trợ cho Khu liên hợp II vẫn là vay dài hạn với tỷ lệ 60% vốn vay. Trong năm 2012, HPG chỉ thực hiện đầu tư

20% trên tổng vốn, tương đương 272 tỷ đồng

Về vốn tài trợ cho Mandarin: Tình hình bất động sản vẫn dự kiến vẫn chưa khởi sắc trong năm nay, do vậy lượng tiền khách hàng ứng trước cho Mandarin có thể sẽ không tăng mạnh. Điều này có thể nhận thấy qua số dư khoản mục phải trả dài hạn khác, lượng vốn này tại thời điểm quý I/2012 không thay đổi nhiều so với thời điểm cuối năm 2011. Nhiều khả năng HPG sẽ phải vay thêm để tài trợ Mandarin trong năm nay, ước tính lượng vốn vay này vào khoảng 897 tỷ đồng. Trong năm 2013, vay dài hạn sẽ tăng mạnh do phải tài trợ cho 80% tổng vốn Khu liên hợp II. Bên cạnh đó, nguồn trái phiếu 800 tỷ đồng phát hành tháng 07/2010 sẽ đáo hạn trong năm 2013, việc trả nợ này có thể gây ra thiếu hụt vốn tài trợ cho Mandarin, do vậy để bù đắp khoảng này, HPG có thể phải vay lại, nên dư nợ vay dài hạn năm 2013 sẽ ở mức cao.

Trong quý I/2012, HPG đã bán 4,23 triệu đơn vị cổ phiếu quỹ để tăng nguồn vốn tài trợ cho hoạt động đầu tư. Tuy nhiên số tiền thu về không đáng kể (khoảng 100 tỷ đồng) so với lượng vốn cần tài trợ cho hai dự án trên.

Doanh thu chưa thực hiện và phải trả dài hạn khác

Về vốn tài trợ cho Mandarin, một phần được thực hiện bằng tiền khách hàng ứng trước, khoản tiền này được ghi nhận vào doanh thu chưa thực hiện. Năm 2011, lượng tiền này là 836 tỷ đồng. Nguồn tiền này vẫn tiếp tục được ghi nhận do khách hàng vẫn đóng tiền theo hợp đồng, ước tính năm 2012 doanh thu chưa thực hiện là 1.133 tỷ đồng. Trong báo cáo kiểm toán và báo cáo tài chính quý I/2012, doanh thu chưa thực hiện không còn xuất hiện trên bảng cân đối, thay vào đó lượng tiền này được chuyển sang khoản mục phải trả dài hạn khác.

ĐỊNH GIÁ

Do dòng tiền từ kinh doanh bất động sản mang tính chất không thường xuyên, nên người viết tách riêng dòng tiền từ hoạt động này với hoạt động sản xuất kinh doanh truyền thống để tiến hành định giá cổ phiếu HPG.

Bất động sản

Trên cơ sở giả định tiến độ bán hàng, tiến độ thu tiền, chi phí đầu tư theo từng năm cho Mandarin, dòng tiền cho bất động sản được dự phóng như sau:

	2012	2013	2014	2015
Dòng tiền vào	1.630	1.288	2.461	1.552
Số căn hộ bán được	100	200	200	208
Khách hàng ứng trước	633	956	-	-
Sau khi dự án hoàn thành	-	-	2.261	1.344
Vay ngân hàng	897	132		
Dòng tiền ra	1.530	1.199	1.809	-
Chi đầu tư	1.530	1.199		
Trả nợ ngân hàng			1.809	
Dòng tiền thuần	100	90	652	1.552
NPV	1.883	-	-	-

Hoạt động kinh doanh chính

Người viết sử dụng phương pháp FCFE, FCFF (bao gồm giá trị hiện tại của dòng tiền bất động sản) và phương pháp so sánh P/E và P/B để định giá HPG. Áp dụng

mức tăng trưởng dài hạn cho mô hình FCFE là 6,1% và 5,2% cho mô hình FCFF. Chi phí sử dụng vốn tương ứng với $Re = 24,7\%$ và $WACC = 20,8\%$.

Dự phóng dòng tiền (tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	2016
Lợi nhuận sau thuế	1.106	1.176	1.790	2.425	2.756
+ Khấu hao	616	646	901	989	989
- Chi phí lãi vay ròng sau thuế	522	702	835	748	525
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	2.244	2.524	3.527	4.162	4.270
Thay đổi vốn lưu động	(1.184)	(769)	(2.108)	(839)	(1.100)
Chi phí đầu tư thuần	(1.240)	-	(3.400)	-	-
Dòng tiền tạo ra cho công ty (FCFF)	(180)	1.755	(1.981)	3.323	3.170
- Chi phí lãi vay ròng sau thuế	(665)	(805)	(951)	(885)	(662)
+ Vay mới/(Trả nợ vay)	(1.219)	1.771	449	(1.074)	(852)
Dòng tiền tạo ra vốn chủ sở hữu (FCFE)	(2.064)	2.721	(2.482)	1.363	1.656

P/E và P/BV được sử dụng trong định giá HPG là P/E và P/BV của một số doanh nghiệp lớn trong ngành thép, tương ứng P/E là 8,0 và P/BV là 0,8 lần

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	25.870	30%	7.761
FCFE	24.530	30%	7.359
P/E	25.312	20%	5.062
P/BV	19.798	20%	3.960
Giá bình quân		100%	24.100

P/E và P/BV của một số DN thép

MCK	Vốn hóa (02/07)	P/E	P/BV
POM	2.497	9,6	0,9
VIS	351	5,4	0,7
DNY	218	6,3	0,6
HSG	1.677	6,6	0,9
DTL	708	8,1	0,9
SMC	393	7,1	0,7
P/E & P/BV bình quân		8,0	0,8

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 02/07/2012 (tỷ VND)	DT 2011 (tỷ VND)	LNST 2011 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 31/03/12 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 31/03/12 (x)	Doanh thu (tỷ VND)	Q1/2012 %KH	LNST (tỷ VND)	% KH
POM	2.497	11.995,0	405,0	1.394	15.445	9,6	0,9	2.653,4	18%	23,9	6%
VIS	351	3.915,0	27,2	2.181	16.432	5,4	0,7	929,3	27%	9,3	12%
DNY	218	1.042,5	51,8	1.739	17.618	6,3	0,6	297,4	9%	2,8	2%
HSG	1.677	8.166,0	160,0	2.577	19.722	6,6	0,9	6.026,0(*)	60%	251,0(*)	105%
DTL	708	1.852,6	162,4	1.859	16.130	8,1	0,9	381,5	15%	1,5	1,0%
SMC	393	8.939,8	73,1	1.885	19.213	7,1	0,7	1.887,8	19%	13,3	17%

Nguồn: Stox, Rong Viet Securities tổng hợp
(*) Kết quả kinh doanh 08 tháng niên độ 2011-2012

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	8.123,4	14.267,1	17.852,0	18.434,2
Giá vốn	6.147,4	11.808,4	14.979,1	15.890,2
Lãi gộp	1.976,0	2.458,7	2.872,8	2.544,0
Chi phí bán hàng	124,5	179,3	217,4	234,6
Chi phí quản lý	196,5	274,5	401,7	415,0
Lợi nhuận từ HĐKD	1.655,1	2.004,8	2.523,7	1.894,4
Lợi nhuận từ HĐTC	(149,4)	(489,1)	(740,6)	(717,0)
Lợi nhuận khác	14,6	2,4	(13,2)	-
EBIT	1.586,2	1.977,2	2.254,6	2.154,3
Lợi nhuận trước thuế	1.510,0	1.564,2	1.489,1	1.177,3
Thuế TNDN	263,1	228,7	209,1	212,9
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,2)	27,0	60,4	-
Lợi nhuận sau thuế	1.248,0	1.349,3	1.236,4	964,4

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-2,90%	75,60%	25,13%	3,26%
Lợi nhuận HĐKD	63,30%	21,10%	25,88%	-24,94%
EBIT	45,10%	24,70%	14,03%	-4,45%
Lợi nhuận trước thuế	48,20%	3,60%	-4,80%	-20,94%
Lợi nhuận sau thuế	47,80%	4,80%	-8,37%	-22,00%
Tổng tài sản	81,60%	45,50%	17,59%	14,65%
Vốn chủ sở hữu	19,20%	32,40%	15,88%	16,71%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	25,50%	20,60%	17,00%	9,30%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	24,30%	17,20%	16,09%	13,80%
LN HĐKD / Doanh thu	20,40%	14,10%	14,14%	10,28%
EBIT/ Doanh thu	19,50%	13,90%	12,63%	11,69%
LNTT/ Doanh thu	18,60%	11,00%	8,34%	6,39%
LNST/ Doanh thu	15,40%	9,20%	6,93%	5,23%
ROA	12,20%	8,80%	7,06%	4,80%
ROIC or RONA	22,00%	14,80%	11,30%	7,30%
ROE	25,50%	20,20%	16,68%	11,15%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	9,2	7,78	9,41	9,55
Vòng quay hàng tồn kho	2,4	2,6	2,36	1,78
Vòng quay khoản phải trả	6,7	5,82	5,96	6,73
Vòng quay TSCĐ	6,99	3,47	2,80	2,78
Vòng quay Tổng tài sản	0,79	0,96	1,02	0,92

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,18	1,3	1,43	1,76
Nhanh	0,62	0,55	0,47	0,46
Tiền mặt	0,36	0,22	0,16	0,15

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	104%	125%	138%	125%
Tổng nợ / Tổng tài sản	50%	54%	58%	54%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	74%	62%	61%	52%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	10%	24%	25%	28%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2009A	2010A	2011A	2012F
Tiền	1.480,5	1.047,2	1.064,4	1.062,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	146,1	290,2	0,0	0,0
Các khoản phải thu	883,0	1.832,7	1.897,4	1.930,6
Tồn kho	2.556,7	4.540,8	6.347,0	8.904,6
Tài sản ngắn hạn khác	341,5	155,2	176,8	165,4
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	5.407,8	7.866,1	9.485,6	12.063,3
Tài sản cố định hữu hình	876,5	3.979,3	4.391,7	4.972,0
Nguyên giá	1.634,1	5.109,7	6.051,6	7.251,5
Khấu hao	(757,7)	(1.130,4)	(1.659,9)	(2.279,5)
Tài sản cố định vô hình	274,8	122,8	164,3	165,3
Nguyên giá	283,5	135,3	181,9	181,9
Khấu hao	(8,7)	(12,5)	(17,6)	(22,7)
Xây dựng cơ bản dở dang	1.902,4	490,9	1.268,6	748,6
Bất động sản đầu tư	19,6	15,2	11,1	13,0
Đầu tư tài chính dài hạn	1.102,0	708,8	272,6	272,7
Tài sản dài hạn khác	648,5	1.260,9	1.386,4	1.400,0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	4.835,4	7.037,6	8.039,0	8.029,2
TỔNG TÀI SẢN	10.243,2	14.903,7	17.524,7	20.092,6

Các khoản phải trả ngắn hạn	4.565,1	6.049,5	6.646,6	6.870,8
Tiền hàng phải trả và ứng trước	497,6	1.015,3	981,7	934,6
Khoản phải trả ngắn hạn khác	44,1	523,8	401,2	902,2
Vay và nợ ngắn hạn	3.648,1	4.021,6	4.555,2	4.510,8
Các khoản phải trả dài hạn	539,5	2.029,2	2.914,5	3.974,8
Vay và nợ dài hạn	503,7	1.544,9	1.869,1	2.391,4
Khoản phải trả dài hạn khác	35,7	484,3	1.014,9	450,0
Tổng nợ	5.104,6	8.078,7	10.251,5	10.845,5
Vốn chủ sở hữu	4.825,1	6.398,1	7.413,8	8.652,5
Vốn đầu tư của CSH	1.963,6	3.178,5	3.178,5	3.496,3
Thặng dư vốn	1.620,9	2.257,9	2.257,9	2.257,9
Cổ phiếu ngân quỹ	-	-	(151,0)	(151,0)
Lợi nhuận giữ lại	1.154,6	756,7	1.539,9	2.716,3
Quỹ đầu tư và phát triển	-	-	-	-
Quỹ dự phòng tài chính	144,2	204,9	269,3	333,0
Khác	-	-	-	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	73,7	87,0	73,8	59,1
Nguồn vốn chủ sở hữu	4.898,8	6.485,1	7.483,4	8.711,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	239,9	339,9	549,8	535,4
TỔNG NGUỒN VỐN	10.243,2	14.903,7	17.524,7	20.092,6

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2009A	2010A	2011A	2012F
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	196,4	317,8	317,8	349,6
Giá trị thị trường cuối năm	39.500	38.700	17.500	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	6.477	4.550	3.849	3.164
Giá trị sổ sách (VND)	24.573	20.129	23.313	24.747
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.000	3.000	-	-
P/E (x)	6,1	8,5	4,5	-
P/B (x)	1,6	1,9	0,8	-
Dividend Yield (%)	3	8	-	-

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
-----------------------	---------------------	--------------------	-------------------------------	---------------------

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là Rong Viet Securities) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2012.**