

30/08/2012



Nguyễn Xuân Huy
Chuyên viên cao cấp
Huy.nguyen@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 139

Cập nhật

Giá mục tiêu
TL tăng %

25.300
22

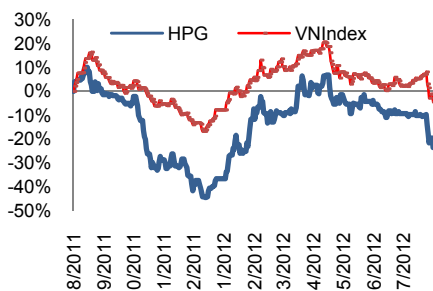
Thép

Các chỉ số chính

Giá ngày 29 August 2012	20.800
Mức thấp nhất 52 tuần	14.091
Mức cao nhất 52 tuần	27.909
KLGD bình quân 30 ngày	183.955
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	349
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	7.962
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	379
TL sở hữu nước ngoài	37,1

Valuation	2011	2012F	2013F
Định giá	3.562	3.071	4.863
EPS (cơ bản)	-14,2	-13,8	58,3
Tăng trưởng	0,1	0,0	7,9
Lợi suất cổ tức	4,5	8,2	5,2
P/E (thị giá)	0,7	1,0	0,9
P/B (thị giá)	4,7	6,6	4,9
EV / EBITDA	17,6	12,6	19,7
ROE	8,0	5,6	8,7
ROA	9,5	6,7	10,1
Nợ/CSH	0,9	0,9	1,0

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	-2,1	15,7	-6,1
Tương đối %	-4,3	10,7	-17,1



Cơ cấu cổ đông

	%
Trần Đình Long	21,9
Vũ Thị Hiền	6,7
Deutsche Bank AG	5,9
Bank Invest	4,8

See important disclosure at the end of this document

www.vcsc.com.vn | VCSC<GO>

Cổ phiếu tốt trước áp lực suy giảm của ngành

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ THÊM VÀO lên MUA đối với HPG, đồng thời nâng giá mục tiêu lên 25.300 đồng (tăng 22%). Chúng tôi nhận biết hoạt động kinh doanh than cốc và dự án Mandarin Garden đang gặp nhiều khó khăn. Nhưng hoạt động kinh doanh thép vẫn khẳng định HPG là lựa chọn đầu tư tốt nhất trong ngành này. Dù nền kinh tế sụt giảm trong 6 tháng đầu năm, công ty vẫn tăng sản lượng 7% và nâng cao thị phần (+0,4%). Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu HPG hiện ở mức thấp, giao dịch tại P/B 0,8 lần, thấp hơn 20% so với P/B mục tiêu của chúng tôi là 1 lần. Mức P/B 1 lần chủ yếu định giá công ty dựa trên chi phí đầu tư.

Giá mục tiêu của chúng tôi được tính dựa trên P/B mục tiêu 1,0 lần. Cổ phiếu HPG hiện đang giao dịch thấp hơn 20% so với P/B bình quân của ngành thép là 1 lần, dù có ROE cao nhất (17,6%) và ROA cao thứ hai (8,0%) ngành năm 2011. Chúng tôi nhận thấy phương pháp giá/giá trị sổ sách có xu hướng mang lại kết quả định giá thấp hơn thực tế đối với các công ty đang phát triển và có tài sản mới như HPG, do phương pháp này định giá công ty dựa trên chi phí đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong chu kỳ kinh tế tăng trưởng chậm thì phương pháp định giá theo giá/giá trị sổ sách là phù hợp nhất do việc định giá dựa trên lợi nhuận giảm tạm thời sẽ mang lại kết quả thậm chí còn thấp hơn nữa. Ngoài ra, các doanh nghiệp thép hiện đang giao dịch với nhiều mức P/E có biên độ lớn từ 3 lần đến 225 lần khiến định giá theo P/E không chính xác.

Thị phần trên thị trường thép tăng bất chấp khó khăn. Tính chung 7 tháng đầu năm, công ty đã bán được 352.753 tấn thép (cao hơn 7% so với cùng kỳ năm ngoái), tăng thị phần 0,4% lên 13,6% và rút ngắn khoảng cách giữa HPG và nhà sản xuất thép lớn nhất trong nước từ 2,4% xuống 1,9%. Tính từ đầu năm đến nay, giá thép trung bình HPG bán ra giảm ít hơn so với mức giảm bình quân của thế giới (-4% so với -9%). Do đó, HPG đã khẳng định vị trí vững chắc của mình trên thị trường và khả năng tiêu thụ mạnh của thép HPG. Nhờ chính sách tiền tệ được nới lỏng, ngành công nghiệp thép được kỳ vọng sẽ phục hồi trong 6 tháng cuối năm và chúng tôi cho rằng HPG, với quy trình sản xuất thép khép kín, sẽ hưởng lợi nhiều nhất.

Than cốc: làm giảm tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản của công ty. Giá than cốc trên thị trường Thượng Hải đã giảm 12% từ đầu năm đến nay do nhu cầu thép xây dựng yếu. Giá than cốc giảm khiến giai đoạn hai của nhà máy than cốc của HPG bị chậm trễ (công suất 350.000 tấn/năm). Ngay cả sang năm 2013, khi bước vào giai đoạn hai của nhà máy luyện thép công nghệ lò thổi oxy (công suất 500.000 tấn/năm) vận hành với công suất tối đa, nhà máy than cốc chỉ cần hoạt động với tỷ lệ sử dụng 56% là có thể đáp ứng nhu cầu luyện thép bằng công nghệ lò thổi oxy. Phần công suất còn lại sẽ phụ thuộc vào triển vọng nhu cầu than cốc của thế giới.

Dự án Mandarin Garden: gánh nặng về tiền. Công ty không tiết lộ thông tin về tình hình bán hàng và kế hoạch thanh toán tiền của dự án. Theo báo cáo tài chính 6 tháng đầu năm, ước tính công ty đã thu về 842 tỷ đồng, còn dòng tiền ra ước tính là 2.400 tỷ đồng. Với tổng đầu tư ước đạt 4.500 tỷ đồng vào dự án này, chúng tôi cho rằng công ty sẽ chi trung bình 1.050 tỷ đồng/năm dành cho dự án đến năm 2013. Việc thiếu thông tin trong việc thu về tiền mặt và tình hình khó khăn của dự án bất động sản này khiến chúng tôi lo ngại về vị thế tiền mặt của dự án và của công ty nói chung.

Kết quả 6 tháng đầu năm phù hợp với dự báo của chúng tôi. HPG đã đạt 46% dự báo doanh thu và 51% dự báo lợi nhuận ròng của chúng tôi. So với cùng kỳ năm ngoái, doanh thu giảm 7% và lợi nhuận ròng giảm 46%. Tuy nhiên, các con số trên đã được dự báo trước (theo kế hoạch của công ty) và đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Chúng tôi giảm dự báo doanh thu cả năm 4%, do giá thép giảm nhẹ (-4%) nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận ròng tại mức 1.024 tỷ đồng, theo đó EPS tương ứng là 3.071 tỷ đồng và P/E dự phóng là 8,2 lần, cao hơn 4% so với P/E lịch sử là 7,9 lần.

Than cốc: làm giảm lợi nhuận trên tài sản công ty

Do tình hình kinh tế thế giới ảm đạm, và kinh tế Trung Quốc chững lại, nhu cầu thép của thế giới hiện đang giảm với giá thép cuộn giảm 9,4% tính từ đầu năm đến nay. Nhu cầu thép ở mức thấp khiến giá than cốc giảm. Giá than cốc trên sàn giao dịch Thượng Hải đã giảm 12,4% từ đầu năm đến nay (Trung Quốc sản xuất 65% than cốc của thế giới).

Hình 1: Giá giao ngay của than cốc trên thị trường Trung Quốc – sàn giao dịch Thượng Hải

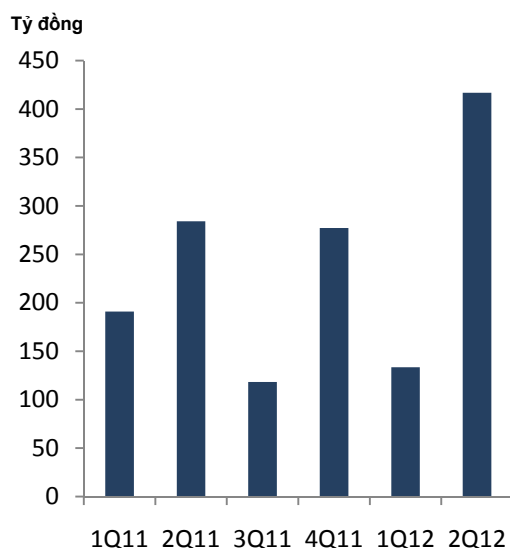


Nguồn: Bloomberg, VCSC

Trong 6 tháng đầu năm, HPG đã đạt 550 tỷ đồng doanh thu từ kinh doanh than cốc (tăng 16% so với cùng kỳ năm ngoái), trong đó phần lớn được xuất khẩu. Tuy nhiên, lợi nhuận không đáng kể do giá bán giảm. Do hoạt động kinh doanh than cốc mang lại ít lợi nhuận nên công ty đã quyết định tạm ngưng vận hành giai đoạn hai của nhà máy than cốc (350.000 tấn/năm). Với mức tiêu thụ 0,46 tấn than cốc/1 tấn thép, ngay cả khi bước vào giai đoạn hai của nhà máy luyện thép công nghệ lò thổi ôxy (công suất 500.000 tấn/năm) vào giữa năm 2013, và hoạt động hết công suất, nhà máy than cốc chỉ cần chạy 56% công suất là có thể đáp ứng nhu cầu nội bộ.

Hoạt động kinh doanh than cốc bất ngờ gặp khó khăn và tỷ lệ sử dụng thấp là một trong những yếu tố kéo ROA của công ty xuống thấp, từ 8,0% năm 2011 xuống còn 5,6% năm 2012, khiến công ty kém hấp dẫn đi trong mắt các nhà đầu tư. Hiện vẫn chưa có tín hiệu giá than cốc sẽ phục hồi trong ngắn hạn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh than cốc vẫn đè nặng lên khả năng sinh lời của tài sản công ty.

Hình 2: Doanh thu từ khai khoáng và than cốc của HPG



Hình 3: Nhu cầu than cốc nội bộ của HPG

	2012	2013	2014	2015
Nhà máy luyện thép công nghệ lò thổi ôxy	350.000	525.000	850.000	850.000
Nhu cầu tiêu thụ than cốc	161.000	241.500	391.000	391.000
Năng suất than cốc	350.000	700.000	700.000	700.000
Tỷ lệ sử dụng	46%	35%	56%	56%

Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, VCSC

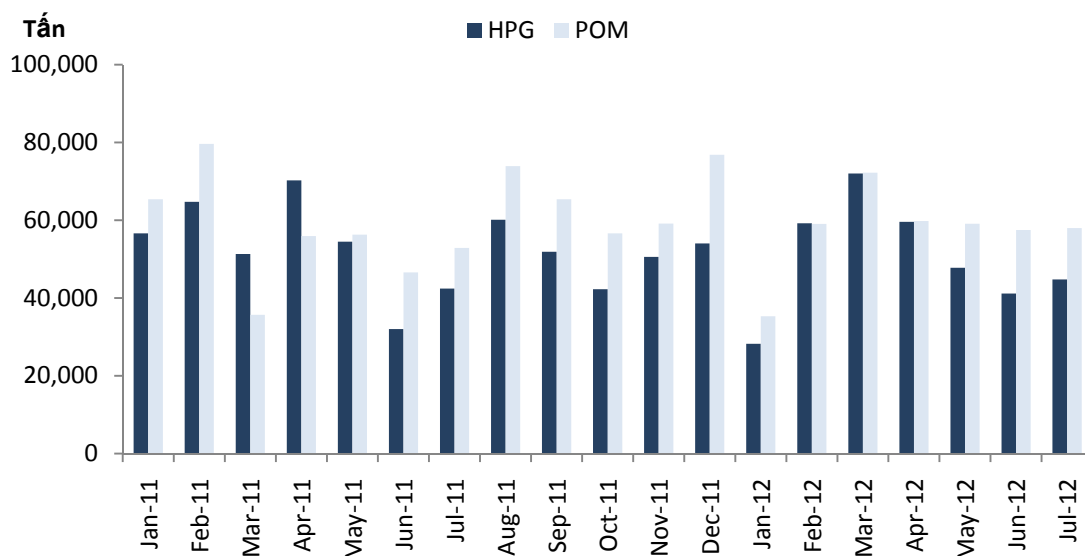
Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, VCSC

Hoạt động kinh doanh thép: thị phần tăng trong khi thị trường gặp khó khăn

Do việc thắt chặt chính sách tiền tệ và thị trường bất động sản trong nước trầm lắng, các doanh nghiệp thép trong nước đã và đang gặp nhiều khó khăn. Vì vậy, với ưu tiên duy trì thị phần bằng cách giảm giá (-4% từ đầu năm đến nay), sản lượng thép bán ra của HPG đã tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái lên 352.753 tấn trong bảy tháng đầu năm, đạt 54% dự báo cả năm của chúng tôi. Thị phần của HPG đã tăng nhẹ 0,4% từ 13,2% năm 2011 lên 13,6%, rút ngắn khoảng cách giữa HPG và Pomina, nhà sản xuất thép lớn nhất thị trường từ 2,4% xuống 1,9%. Nhờ thành công trong việc tăng thị phần trong môi trường khó khăn, HPG đã chứng tỏ vị trí vững chắc của mình trên thị trường và khả năng tiêu thụ mạnh của thép HPG.

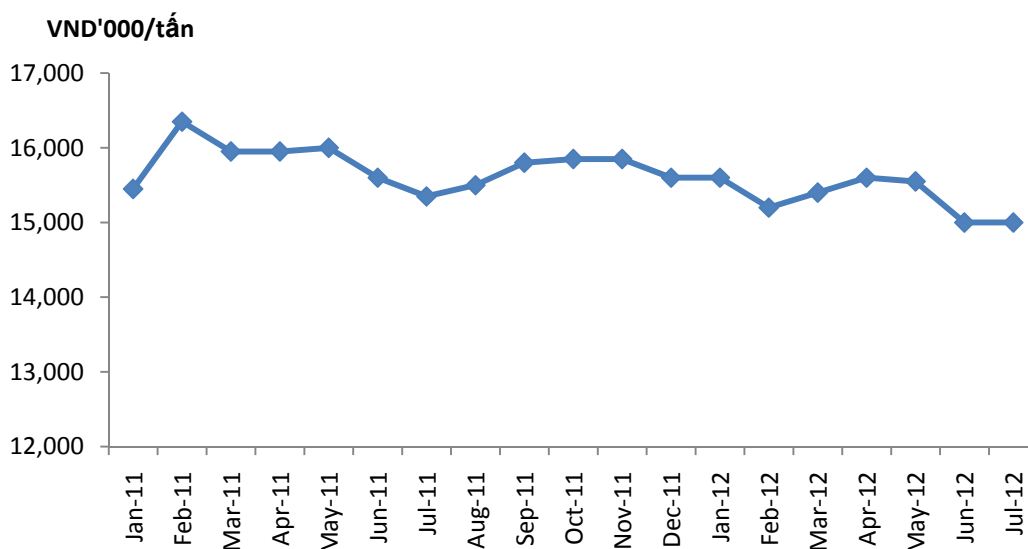
Trong 6 tháng cuối năm, nhờ việc nới lỏng chính sách tiền tệ, chúng tôi dự báo ngành thép trong nước sẽ phục hồi. Chúng tôi cho rằng HPG, với quy trình sản xuất thép khép kín, sẽ hưởng lợi nhiều nhất.

Hình 4: So sánh sản lượng HPG và POM



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, VCSC

Hình 5: Giá bán của HPG



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, VCSC

Tình trạng dự án Mandarin Garden: gánh nặng tiền mặt

Dự án Mandarin Garden dự kiến hoàn thành quý 4 năm 2013, và sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận vào thời điểm đó. Tuy nhiên, tình trạng bán và tiến độ thu tiền không được công ty tiết lộ, trừ thông tin công ty sẽ giảm giá bán (không rõ mức giảm) để đối phó với khó khăn của ngành bất động sản. Giá bán ban đầu khoảng 42-47 triệu đồng/m².

Theo báo cáo tài chính 6 tháng đầu năm của công ty, công ty đã thu được khoảng 842 tỷ đồng từ dự án so với số tiền đầu tư ước tính 2.400 tỷ đồng, theo đó dòng tiền ra là 1.558 tỷ đồng. Với chi phí đầu tư tổng cộng 4.500 tỷ đồng, chúng tôi dự báo công ty sẽ chi tiêu trung bình 1.050 tỷ đồng/năm cho dự án đến năm 2013. Chúng tôi lo ngại tình trạng dòng tiền cho dự án do tiến độ thu tiền không rõ ràng và khó khăn của thị trường bất động sản. Chúng tôi cho rằng dự án Mandarin Garden sẽ là gánh nặng về tiền của công ty.

Tăng nợ, khả năng thanh toán lãi vay giảm

Do đầu tư giai đoạn hai của nhà máy BOF (3.200 tỷ đồng), và dự án Mandarin Garden, chúng tôi dự báo tổng nợ công ty tăng lên 8.194 tỷ đồng (tăng 18%) năm 2012 và 9.689 tỷ đồng (tăng 18%) năm 2013. Tỷ lệ thanh toán lãi vay dự báo giảm xuống 2,6 lần năm 2012 trước khi tăng trở lại 3,4 lần năm 2013 với việc ghi nhận lợi nhuận từ dự án Mandarin Garden.

Hình 6: Tỷ lệ khả năng thanh toán của HPG

	2010	2011	2012E	2013E
Tổng nợ (tỷ đồng)	5.566	6.931	8.194	9.689
Tổng vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	6.738	7.964	8.989	9.988
Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0,8	0,9	0,9	1,0
Nợ/vốn chủ sở hữu ròng	0,7	0,7	0,8	0,8
Tỷ lệ thanh toán lãi vay	4,8	2,9	2,6	3,4

Nguồn: VCSC, HPG

Triển vọng lợi nhuận

Kết quả 6 tháng đầu năm của HPG phù hợp với dự báo ban đầu của chúng tôi, với doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 46% và 51% dự báo cả năm của chúng tôi. Kết quả này cho thấy doanh thu giảm so với cùng kỳ năm ngoái 7% và lợi nhuận ròng giảm 46%, tuy nhiên, đây là kết quả đã được dự báo trước và phản ánh vào giá cổ phiếu.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp giảm nhẹ lần lượt 4% và 5% do giá thép giảm. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận ròng không đổi 1.024 tỷ đồng (giảm 17% so với cùng kỳ năm ngoái).

Hình 7: Kết quả 6 tháng đầu năm HPG và dự báo của VCSC

	Dự báo ban đầu (tỷ đồng)	Dự báo mới (tỷ đồng)	Dự báo ban đầu kết quả 6 tháng đầu năm	Dự báo mới kết quả 6 tháng cuối năm
Doanh thu	18.788	17.996	46%	48%
Lợi nhuận gộp	2.821	2.680	44%	46%
Lợi nhuận ròng	1.035	1.024	51%	51%

Định giá

Do tính chất vốn lưu động lớn của ngành thép, và dòng tiền vào/ra của dự án Mandarin Garden chưa rõ ràng, chúng tôi không áp dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu. Do đó, chúng tôi định giá cổ phiếu trên phương pháp so sánh nhiều chỉ số.

Nhóm cùng ngành bao gồm các công ty sản xuất thép xây dựng từ thị trường châu Á mới nổi, với vốn hóa thị trường từ 100 triệu USD đến 2 tỷ USD. Ngành thép và than cốc đang trong giai đoạn suy giảm và lợi nhuận các công ty bị thu hẹp dẫn đến mức P/E cao bất hợp lý.

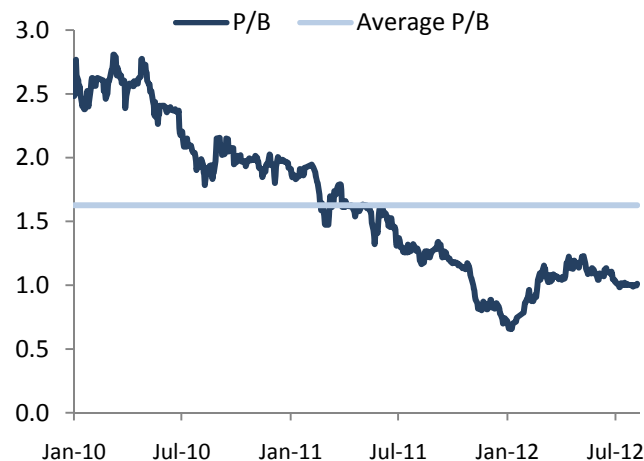
Giá mục tiêu của chúng tôi xuất phát từ P/B mục tiêu 1,0 lần, phù hợp với mức trung bình của nhóm cùng ngành, và giá trị sổ sách ước tính năm 2012 là 25.300 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi lưu ý phương pháp P/B có xu hướng định giá thấp một công ty đang phát triển có tài sản mới như HPG, do phương pháp này chủ yếu định giá công ty trên cơ sở chi phí đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong chu kỳ giảm cổ phiếu nên được định giá theo giá trị sổ sách/cổ phiếu, vì phương pháp định giá P/E với lợi nhuận suy giảm tạm thời sẽ định giá công ty thấp hơn giá trị thực. Ngoài ra, nhóm cùng ngành đang giao dịch tại đây P/E rộng từ 3 lần đến 225 lần cho nên định giá P/E không đáng tin cậy.

Tại mức giá mục tiêu 25.300 đồng/cổ phiếu, P/E tương ứng là 8,2 lần, cao hơn 4% so với mức P/E lịch sử trung bình 7,9 lần trong giai đoạn tháng 01/2010 – tháng 08/2012 dù năm 2011 công ty có mức ROE cao nhất (17,6%) và cao thứ hai (8,0%) trong nhóm cùng ngành.

Hình 8a: P/E lịch sử của HPG



Hình 8b: P/B lịch sử của HPG



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 9: Nhóm cùng ngành với HPG

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/E	P/B	2011ROE	2011ROA	Biên lợi nhuận 2011
Trung bình		354	51	1,0			
Liuzhou Iron & Steel Co -A	Trung Quốc	1.182	27,7	1,4	6,9	1,9	0,9
Anyang Iron & Steel Co Ltd-A	Trung Quốc	870	-	0,5	0,4	0,1	0,1
Guangzhou Guangri Stock Co L	Trung Quốc	815	-	2,9	-	-17,3	-11,2
Sgis Songshan Co Ltd-A	Trung Quốc	615	-	0,9	-21,7	-4,8	-5,0
Hangzhou Iron & Steel Co-A	Trung Quốc	428	14,5	0,7	8,3	3,3	1,3
Cty CP Tập đoàn Hòa Phát	Việt Nam	385	8,7	1,0	17,6	8,0	7,3
Usha Martin Ltd	Ấn Độ	149	225,0	0,5	0,2	0,1	0,1
Prakash Industries Ltd	Ấn Độ	146	3,0	0,4	14,6	9,1	12,7
Surana Industries Ltd	Ấn Độ	136	8,6	0,6	5,0	1,1	2,3
Visa Steel Ltd	Ấn Độ	98	-	2,3	-40,0	-3,7	-8,8
Lion Industries Corp Bhd	Malaysia	257	9,8	0,3	7,4	3,8	4,7
Southern Steel Berhad	Malaysia	244	20,9	0,9	2,3	0,9	0,8
Kinsteel Bhd	Malaysia	137	-	0,6	-18,5	-3,3	-6,6
Tata Steel Thailand Pcl	Thái Lan	205	-	0,5	-12,7	-6,6	-6,0
Tycoons Worldwide Groups Tha	Thái Lan	125	83,3	0,6	3,7	2,2	2,7
Mill Con Steel Industries	Thái Lan	118	150,3	1,7	5,9	1,1	0,7
Công ty Cổ phần Thép Pomina	Việt Nam	116	9,9	0,9	14,2	4,9	3,4

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	14.267	17.852	17.996	23.975
- Giá vốn hàng bán	-11.808	-14.979	-15.316	-19.887
Lợi nhuận gộp	2.459	2.873	2.680	4.088
- Chi phí bán hàng	-179	-217	-219	-479
- Chi phí quản lí DN	-275	-402	-405	-540
Lợi nhuận thuần HDKD	2.005	2.254	2.056	3.069
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-216	-123	-189	-161
- Lợi nhuận khác	189	124	119	159
Lợi nhuận khác	1.977	2.255	1.985	3.068
- Chi phí lãi vay	-413	-766	-750	-908
Lợi nhuận trước thuế	1.564	1.489	1.235	2.160
- Thuế TNDN	-188	-192	-168	-294
LNST	1.376	1.297	1.068	1.867
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-27	-60	-43	-169
LNST của cổ đông CT Mẹ	1.349	1.236	1.024	1.698
EPS (đ)	4.150	3.562	3.071	4.863
EBITDA	2.333	2.796	2.591	3.894
Khấu hao	-356	-541	-606	-826
Tăng trưởng doanh thu	75,6%	25,1%	0,8%	33,2%
Tăng trưởng LN HDKD	21,1%	12,4%	-8,8%	49,3%
Tăng trưởng EBIT %	24,7%	14,0%	-12,0%	54,5%
Tăng trưởng EPS %	5,7%	-14,2%	-13,8%	58,3%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2010	2011	2012	2013
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,2%	16,1%	14,9%	17,1%
Tỷ suất LNST	9,6%	7,3%	5,9%	7,8%
ROE DuPont	23,2%	17,6%	12,6%	19,7%
ROA DuPont	10,9%	8,0%	5,6%	8,7%
Tỷ suất EBIT	13,9%	12,6%	11,0%	12,8%
LNTT / LNST	88,0%	87,1%	86,4%	86,4%
LNTT / EBIT	79,1%	66,0%	62,2%	70,4%
Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,1	0,9	1,1
Đòn bẩy tài chính	2,1	2,2	2,3	2,3
ROIC	12,7%	9,5%	6,7%	10,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2010	2011	2012	2013
Số ngày phải thu	109,7	132,7	130,6	90,1
Số ngày tồn kho	32,9	34,2	32,4	29,9
Số ngày phải trả	20,7	22,4	22,4	19,8
Thời gian luân chuyển tiền	121,8	144,4	140,6	100,2
COGS / Hàng tồn kho	3,3	2,8	2,8	4,1
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2010	2011	2012	2013
CS thanh toán hiện hành	1,28	1,43	1,45	1,55
CS thanh toán nhanh	0,54	0,47	0,87	0,90
CS thanh toán tiền mặt	0,17	0,16	0,17	0,24
Nợ / Tài sản	0,37	0,40	0,40	0,44
Nợ / Vốn sử dụng	0,45	0,47	0,48	0,49
Nợ / Vốn CSH	0,83	0,87	0,91	0,97
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,27	0,29	0,25	0,27
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,10	0,11	0,15	0,17
Khả năng TT lãi vay	4,79	2,95	2,65	3,38
Định giá	2010	2011	2012	2013
P/E	5,0	5,8	6,8	4,3
P/B	1,1	1,0	0,8	0,8
EV / EBITDA	7,4	4,7	6,6	4,9
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	19.679	21.359	25.299	27.026

CĐKT	2010	2011	2012	2013
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	1.047	1.064	1.360	1.908
+ Đầu tư TC ngắn hạn	290	0	0	0
+ Các khoản phải thu	1.833	1.512	1.686	2.246
+ Hàng tồn kho	4.541	6.347	4.616	5.201
+ Tài sản ngắn hạn khác	155	562	562	562
Tổng tài sản ngắn hạn	7.866	9.486	11.617	12.445
+ Tài sản dài hạn	5.748	7.596	9.196	10.796
+ Khấu hao lũy kế	-1.130	-1.667	-2.273	-3.099
+ Tài sản dài hạn	4.617	5.929	6.923	7.697
+ Đầu tư tài chính dài hạn	449	449	449	449
+ Tài sản dài hạn khác	1.971	1.661	1.661	1.661
Tổng tài sản dài hạn	7.038	8.039	9.033	9.807
Tổng Tài sản	14.904	17.525	20.650	22.252
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	898	942	940	1.221
+ Vay và nợ ngắn hạn	4.022	5.062	5.062	5.965
+ Phải trả ngắn hạn khác	1.217	643	648	863
Nợ ngắn hạn	6.136	6.647	8.039	8.049
+ Vay và nợ dài hạn	1.545	1.869	3.133	3.725
+ Phải trả dài hạn	484	1.045	490	490
Nợ dài hạn	2.029	2.914	3.623	4.216
Tổng nợ	8.166	9.561	11.662	12.265
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	2.258	2.258	2.258	2.258
+ Vốn điều lệ	3.178	3.178	3.492	3.492
+ LN chưa phân phối	962	1.977	2.688	3.688
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	340	550	550	550
Vốn chủ sở hữu	6.738	7.964	8.988	9.988
Tổng cộng nguồn vốn	14.904	17.525	20.650	22.252
Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012	2013
Tiền đầu năm	1.480	1.047	1.064	1.360
Lợi nhuận sau thuế	1.349	1.236	1.024	1.698
+ Khấu hao lũy kế	359	545	606	826
+ Điều chỉnh	3	254	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-1.262	-1.548	-998	-1.173
Tiền từ hoạt động KD	449	488	632	1.351
+ Thanh lý tài sản cố định	178	14	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-980	-1.724	-1.600	-1.600
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	-761	589	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	-1.563	-1.121	-1.600	-1.600
+ Cổ tức đã trả	-638	-3	0	-698
+ Tăng (giảm) vốn	8	88	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	374	1.040	0	903
+ Thay đổi nợ dài hạn	1.041	324	0	0
+ Các hoạt động TC khác	4	1	0	0
Tiền từ hoạt động TC	590	650	1.263	797
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-524	17	296	548
Tiền cuối năm	956	1.064	1.360	1.908
<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>				

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Xuân Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng Lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc Lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
15/02/2012	THÊM VÀO	18.900	20.700