

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

NĂM GIỮ



Nguyễn Xuân Huy

Chuyên viên cao cấp

huy.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 139

Cập nhật công ty

Giá hiện tại	28.400VND
Giá mục tiêu	31.400VND
TL tăng	10%
Tỷ suất cổ tức	2,9%

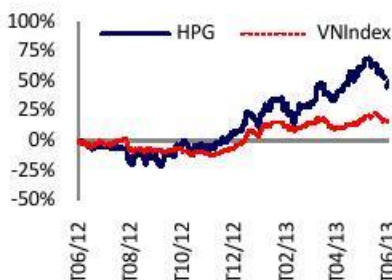
Thép

Giá trị vốn hóa	596 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	419 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	33.200VND
Mức thấp nhất 12 tháng	15.833VND

Sở hữu của nước ngoài	42,4%
TL sở hữu của nước ngoài/room tối đa cho nước	49,0%

Cơ cấu cổ đông

Trần Đình Long	21,9%
Deutsche Bank	7,0%
Vũ Thị Hiền	6,7%
Bank Invest	4,8%



Lãi suất và giá nguyên liệu giảm, tăng lợi nhuận ròng nhưng giá cổ phiếu đã hợp lý

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của HPG sẽ tăng 54% trong năm 2013 nhờ chi phí lãi vay và nguyên liệu giảm. ROE của HPG dự kiến sẽ tăng từ 12% trong năm 2012 lên 18% trong năm 2013, cho phép chúng tôi tăng PBR mục tiêu từ 1 lần lên 1,5 lần. Việc điều chỉnh này giúp chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 31.400 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, tại mức giá hiện tại là 28.400 đồng, và cổ phiếu đã tăng 35% từ đầu năm đến nay, giá cổ phiếu dường như đã ở mức hợp lý, so với mức PBR của các nhà sản xuất thép khác trong khu vực là 0,3-1,2 lần. Hơn nữa, mục tiêu sản lượng bán ra của HPG cho năm 2013 là 787.000 tấn dường như khá thách thức khi tính đến hết tháng năm, công ty mới chỉ đạt được 35% mục tiêu này. Chúng tôi giữ nguyên KN

Lãi suất giảm sẽ giúp lợi nhuận ròng của HPG tăng.

Lãi suất cho vay trong nước hiện đang giảm nhờ NHNN mạnh tay giảm lãi suất điều hành. Theo tính toán của chúng tôi, lãi suất trung bình cả năm của HPG đã giảm từ 12% trong Quý 1/2012 xuống 5% trong Quý 1/2013 – cụ thể, chi phí lãi vay của công ty giảm từ 176 tỷ đồng trong Quý 1/2012 xuống 81 tỷ đồng trong Quý 1/2013 – một trong những yếu tố giúp lợi nhuận ròng tăng mạnh 140% so với cùng kỳ năm ngoái lên 480 tỷ đồng trong Quý 1.

Ban lãnh đạo HPG: Quý 2 không tăng trưởng so với Quý 1.

Ban lãnh đạo cho biết kết quả tháng tư và tháng năm rất tích cực, nhưng kết quả tháng sáu giảm do việc hạ giá bán trong tháng sáu. Nhìn chung, công ty cho rằng kết quả Quý 2 sẽ xấp xỉ Quý 1 (không tính 105 tỷ đồng thu nhập từ đầu tư) và biên lợi nhuận gộp bằng với Quý 1. Trong Quý 1, HPG đạt 1.384 tỷ đồng doanh thu và 535 tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động với biên lợi nhuận gộp đạt 17,6%.

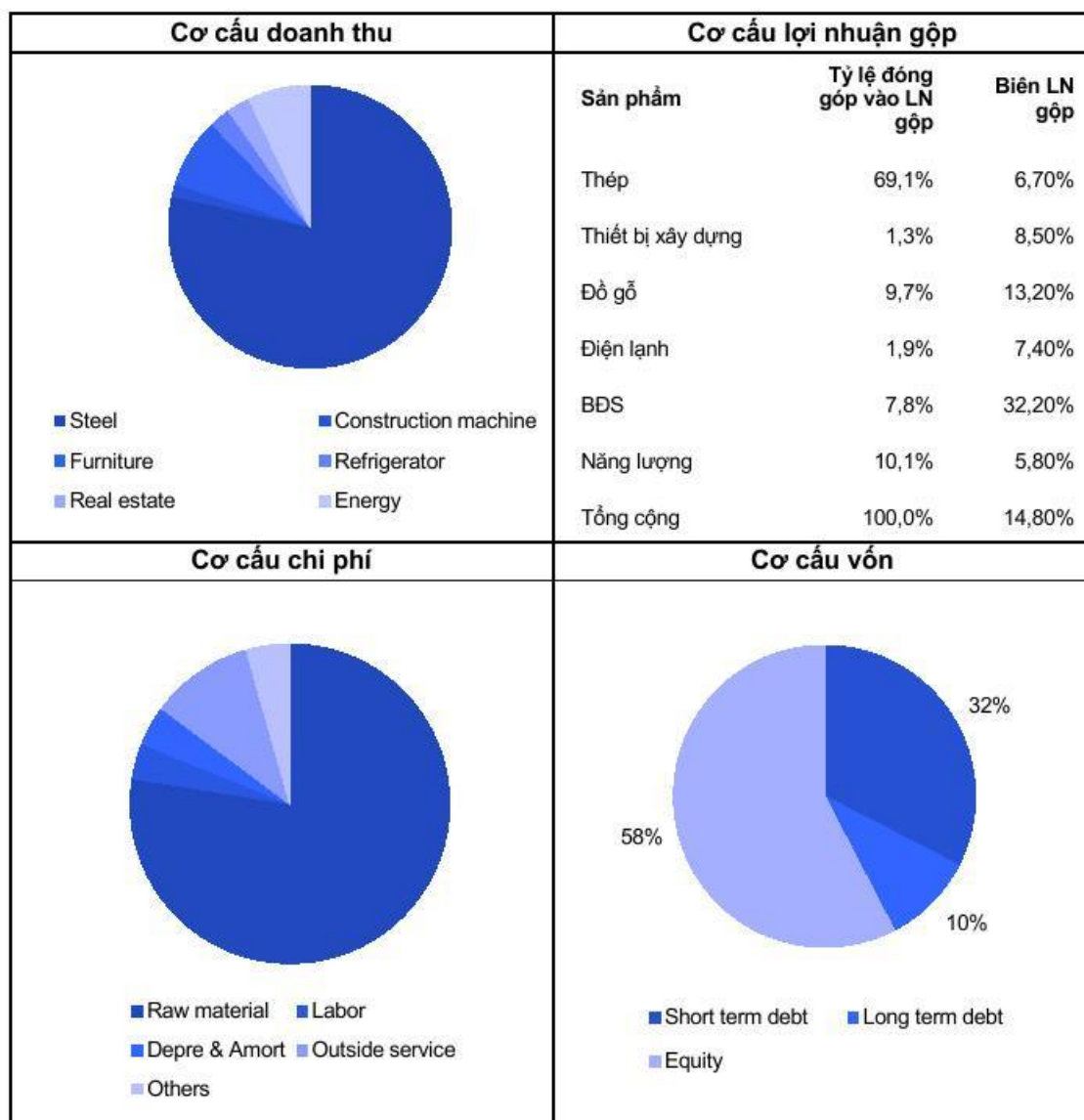
Tỷ lệ sinh lời cao nhất ngành thép nhưng giá cổ phiếu đã hợp lý, với PBR 1,5 lần, trong khi PBR của các công ty cùng ngành đạt 0,3 -1,2 lần.

Chúng tôi tính giá mục tiêu với PBR mục tiêu 1,5 lần và giá trị sổ sách/cổ phiếu là 20.916 đồng. Chúng tôi tính PBR mục tiêu trên cơ sở ROE của HPG tăng và các công ty thép khác có chỉ số PBR trong khoảng 0,3-1,2 lần. HPG là công ty hiệu quả nhất ngành thép về mặt lợi nhuận với ROE và ROA cao nhất.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	17.852	16.827	18.318	24.701	24.696
Biên LN gộp	16,1%	14,8%	16,5%	16,4%	14,5%
Biên LN hoạt động (%)	12,6%	9,7%	12,4%	11,3%	9,3%
Biên LN ròng	6,9%	5,9%	8,3%	7,8%	6,4%
LNST chia cho cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	1.236	994	1.527	1.920	1.590
EPS (đồng)	3.169	2.386	3.643	4.582	3.795
Tăng trưởng EPS (%)	-8,7%	-24,7%	52,7%	25,8%	-17,2%
Cổ tức/CP (đồng)	7	869	2.000	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	0,1%	4,1%	6,4%	6,4%	6,4%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	19.002	19.411	20.937	23.519	25.314
PER (lần)	9,6	11,9	7,8	6,2	7,5
PBR (lần)	1,5	1,5	1,4	1,2	1,1
ROA (%)	8,0%	5,6%	7,7%	9,1%	7,7%
ROE (%)	17,6%	12,5%	17,6%	20,2%	15,3%
Nợ/CSH (%)	87,0%	73,5%	78,8%	60,9%	42,4%

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất thép xây dựng, ống thép, BĐS, đồ gỗ, máy móc xây dựng, sản phẩm điện lạnh		
Doanh thu	801 triệu USD		
Lợi nhuận ròng	49 triệu USD (2012)		
Yếu tố doanh thu chính	Thép		
Yếu tố chi phí chính	Giá nguyên liệu thép		
Yếu tố rủi ro chính	Giá thép		
Các đối thủ chính	Pomina (POM), Tisco		
Các khách hàng chính	N/A		
Lãnh đạo	Ông Trần Đình Long (Chủ tịch HĐQT)		
Địa chỉ	39 Nguyễn Đình Chiểu Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội	Website Điện thoại	www.hoaphat.com.vn +84-4-36282011



Nguồn: HPG và ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Mục tiêu 2013 của HPG
- Dự báo của VCSC
- Định giá

Kết quả Quý 1 khả quan, hứa hẹn một năm tích cực

Trong Quý 1/2013, công ty đạt 3.934 tỷ đồng doanh thu (giảm 3% so với cùng kỳ năm ngoái), và 480 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 140%). Kết quả này có được là nhờ i) biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá đầu vào giảm, ii) chi phí lãi vay giảm, do lãi suất giảm, iii) và khoản lợi nhuận tài chính bất thường (105 tỷ đồng) từ việc bán lại một công ty con.

- Trên thị trường quốc tế, so với hồi đầu năm giá thép phế đã giảm 15%, và giá phôi thép giảm 8%. Giá nguyên liệu giảm giúp biên lợi nhuận gộp của công ty tăng từ 13,4% trong Quý 1/2012 lên 17,6% trong Quý 1/2013.
- Lãi suất cho vay trong nước giảm nhờ NHNN mạnh tay giảm lãi suất điều hành. Theo tính toán của chúng tôi, lãi suất trung bình năm giảm từ 12% trong Quý 1/2012 xuống 5% trong Quý 1/2013 – cụ thể, chi phí lãi vay của công ty giảm 176 tỷ đồng trong Quý 1/2012 xuống 81 tỷ đồng trong Quý 1/2013.

Hình 4: Chi phí lãi vay của HPG

	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012	Q1/2013
Tổng giá trị nợ (tỷ đồng)	5.763	5.765	5.587	6.306	6.072
Bình quân tổng nợ (tỷ đồng)	6.093	5.764	5.676	5.946	6.189
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)	-176	-139	-108	-86	-81
Lãi suất bình quân cả năm	12%	10%	8%	6%	5%

Nguồn: HPG, VCSC

- Trong Quý 1, công ty bán cổ phần tại Công ty CPĐT Khai thác Khoáng sản Yên Phú và lợi nhuận trước thuế từ giao dịch này ước đạt 105 tỷ đồng.

Với kết quả Quý 1, công ty đã đạt 21% mục tiêu doanh thu cả năm, và 40% mục tiêu lợi nhuận ròng cả năm. Chúng tôi xin lưu ý là doanh thu và lợi nhuận ròng từ BĐS chưa được ghi nhận vào Quý 1.

Hình 2: Mục tiêu 2013 của HPG

Mục tiêu tài chính		FY12	FY13	YoY
Doanh thu	tỷ đồng	16.827	18.500	+10%
LN ròng	tỷ đồng	1.030	1.200	+16%

Nguồn: HPG, VCSC

Trong năm 2013, công ty dự kiến đạt 18.500 tỷ đồng doanh thu (tăng 10% so với cùng kỳ năm ngoái) và 1.200 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 16%). Trong số lợi nhuận ròng này, BĐS đóng góp 100 tỷ đồng. Trong năm 2012, lợi nhuận ròng không tính BĐS và dự phòng tài chính (164 tỷ đồng) là 1.077 tỷ đồng. Sang năm 2013, mục tiêu lợi nhuận ròng không tính BĐS là 1.100 tỷ đồng (tăng 2%).

Nâng dự báo KQLN 2013

Hình 3: Dự báo KQLN của VCSC

	2012	Dự báo 2013 (cập nhật)	Dự báo 2013 (trước đây)	Dự báo mới 2013/ KQ2012	Ghi chú
Doanh thu	16.827	18.318	17.502	109%	Sản lượng và doanh thu từ BĐS tăng
Lợi nhuận gộp	2.485	3.020	2.240	122%	Biên lợi nhuận gộp tăng từ 15% lên 16%
LN từ hoạt động	1.624	2.266	1.672	140%	
Lỗ/lãi ngoài HĐ	125	59	159	47%	
Chi phí lãi vay	-527	-440	-719	84%	Lãi suất giảm
LN trước thuế	1.218	1.818	1.038	149%	
LN sau thuế	1.031	1.574	897	153%	
LNST trừ lợi ích CĐT	994	1.527	860	154%	

Nguồn: dự báo của VCSC

Chúng tôi nâng dự báo doanh thu từ 17.502 tỷ đồng lên 18.318 tỷ đồng do tính cả 20% doanh thu từ dự án Mandarin Garden (chúng tôi không tính doanh thu từ dự án này trong các dự báo trước) và tăng dự báo sản lượng thép bán ra. Chúng tôi tăng dự báo biên lợi nhuận gộp từ 2.240 tỷ đồng lên 3.020 tỷ đồng do lợi nhuận gộp từ dự án Mandarin Garden, và biên lợi nhuận từ lĩnh vực thép cao hơn so với kỳ vọng. Chúng tôi hạ dự báo chi phí lãi vay từ 719 tỷ đồng xuống 440 tỷ đồng do lãi suất giảm mạnh trong thời gian qua. Vì vậy, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận ròng từ 897 tỷ đồng lên 1.574 tỷ đồng.

Nhà máy BOF giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động trong tháng tám

Nhà máy BOF giai đoạn 2 (công suất 500.000 tấn/năm) sẽ đi vào hoạt động trong tháng 08/2013, nâng công suất của công ty lên 1.15 triệu tấn/năm. Nhà máy than cốc giai đoạn 2 đã được đốt lò trong tháng sáu để chuẩn bị cho hoạt động của Nhà máy BOF giai đoạn 2. Với nhà máy mới, công ty dự kiến sẽ bán được 787 tấn thép xây dựng trong năm 2013 (cao hơn 28% so với năm 2012).

Trong năm tháng đầu năm 2013, tổng lượng thép tiêu thụ trong nước giảm 1% xuống 1,9 triệu tấn, trong đó HPG đóng góp 275.000 tấn, tăng 3% so với cùng kỳ năm ngoái. HPG dự kiến bán 787.000 tấn trong năm nay, cao hơn 28% so với năm 2012. Điều này có nghĩa là trong vòng 7 tháng còn lại của năm 2013, công ty phải bán được 511.000 tấn, cao hơn khoảng 58% so với cùng kỳ năm ngoái. Công ty cho biết mục tiêu năm nay là mở rộng thị phần. Vì vậy, chúng tôi cho rằng công ty sẽ giảm giá bán trong 6 tháng cuối năm để đạt mục tiêu doanh số, mà theo ý kiến của chúng tôi, là tương đối thách thức. Chúng tôi dự báo công ty sẽ bán được 707.000 tấn thép trong năm nay.

Bất động sản

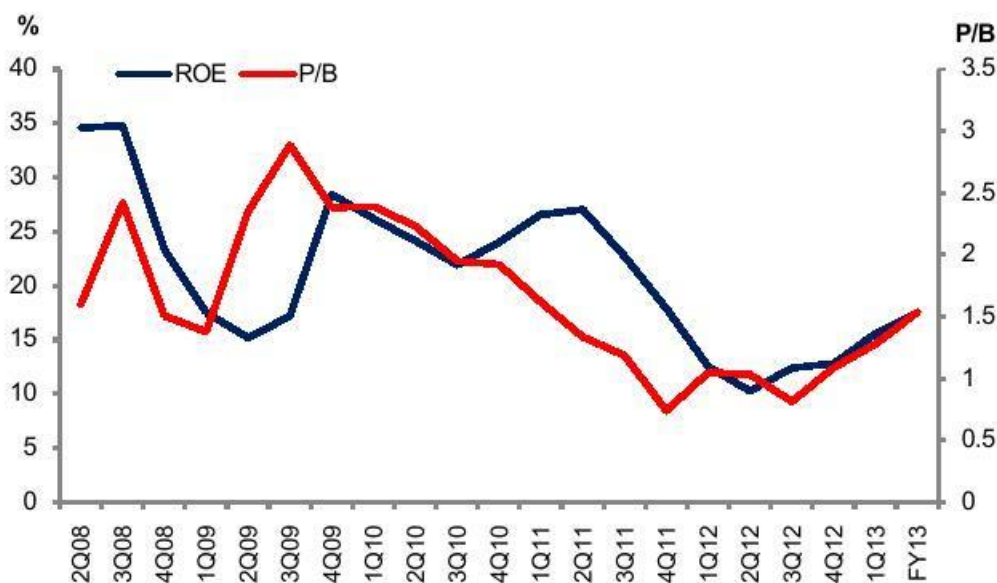
Tính đến thời điểm hiện tại, công ty đã bán được 70% BĐS. Công ty đã thu về 70% giá trị thanh toán từ các giao dịch này bằng tiền mặt, và 30% còn lại sẽ được trả nốt khi công ty giao căn hộ cho khách hàng. Trong năm 2013, công ty dự kiến sẽ ghi nhận 100 tỷ đồng lợi nhuận ròng trong số 500 tỷ đồng tổng giá trị của dự án theo ước tính. Công ty sẽ bàn giao các căn hộ này trong tháng 09/2013 và chúng tôi cho rằng Công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận vào Quý 4/2013. Theo ước tính, đến Quý 1/2013, công ty đã nhận được khoảng 1.547 tỷ đồng tiền mặt từ khách hàng, và đến nay đã đầu tư 2.846 tỷ đồng vào dự án.

Định giá

Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra cho HPG là 31.400 đồng/cổ phiếu. Mức giá này được tính dựa trên P/B mục tiêu là 1,5 lần và giá trị sổ sách 2013 là 20.916 đồng/cổ phiếu. P/B mục tiêu của chúng tôi 1,5 lần được tính dựa trên i) ROE của công ty cải thiện, và ii) chỉ số bình quân của các công ty thép khác trong khu vực. Chúng tôi lựa chọn các công ty thép để so sánh theo các tiêu chuẩn sau: có giá trị vốn hóa từ 100 triệu USD đến 1 tỷ USD, sản xuất thép xây dựng, hoạt động tại các thị trường mới nổi của châu Á. Các công ty này hiện đang giao dịch với P/B trong khoảng 0,3-1,2 lần. Hầu hết P/E của nhóm này đều không thể áp dụng được, do EPS 12 tháng qua bị âm. So với các công ty này, HPG là công ty hiệu quả nhất về mặt lợi nhuận với ROE và ROA cao nhất.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2013 của công ty sẽ tăng 54% nhưng đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** vì chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại là hợp lý, trong bối cảnh ngành thép trong nước còn gặp nhiều khó khăn, P/B của HPG khá cao so với các công ty thép trong khu vực và quan trọng nhất là chúng tôi cho rằng lợi nhuận 2013 đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Chúng tôi xin lưu ý là giá cổ phiếu HPG đã tăng 35% kể từ đầu năm đến nay.

Hình 5: So sánh ROE và P/B của HPG



Nguồn: Bloomberg, VCSC



Hình 6: Một số công ty thép trong khu vực

Công ty	GT vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B	ROE 2012	ROA 2012	EV/EBITDA	Nợ/CSH (%)
Anyang Iron & Steel Inc-A	734	NA	0,7	-39,6	-10,7	NA	265
Xinjiang Ba Yi Iron & Steel-A	614	19,9	1,0	4,2	1,1	NA	196
Sgis Songshan Co Ltd-A	528	NA	1,2	-52,7	-8,7	NA	493
Lingyuan Iron & Steel Co-A	480	14,9	0,8	1,1	0,4	NA	186
Xining Special Steel Co-A	520	34,6	1,1	1,1	0,2	NA	232
Hangzhou Iron & Steel Co-A	487	NA	0,9	-10,9	-4,4	NA	74
Sansteel Minguang Co Ltd -A	445	NA	1,0	-7,6	-2,4	NA	137
Tata Steel Thailand Pcl	237	NA	0,8	-12,7	-6,6	32,0	78
Lion Industries Corp Bhd	262	NA	0,3	-1,2	-0,7	10,6	25
Southern Steel Berhad	232	17,5	0,8	NA	NA	8,4	89
Usha Martin Ltd	126	9,1	0,4	0,2	0,1	5,4	145
Tycoons Worldwide Groups Tha	114	NA	0,6	-6,6	-3,8	NA	56
Pomina Steel Corp	116	NA	1,0	0,2	0,1	9,3	211

Thấp nhất		9,1	0,3	-52,7	-10,7	5,4	25
Cao nhất		34,6	1,2	4,2	1,1	32,0	493
Điểm giữa		17,5	0,8	-3,9	-1,5	9,3	145
Trung bình		19,2	0,8	-10,4	-3,0	13,1	168

Hòa Phát	632	10,5	1,5	12,8	5,4	7,1	74

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

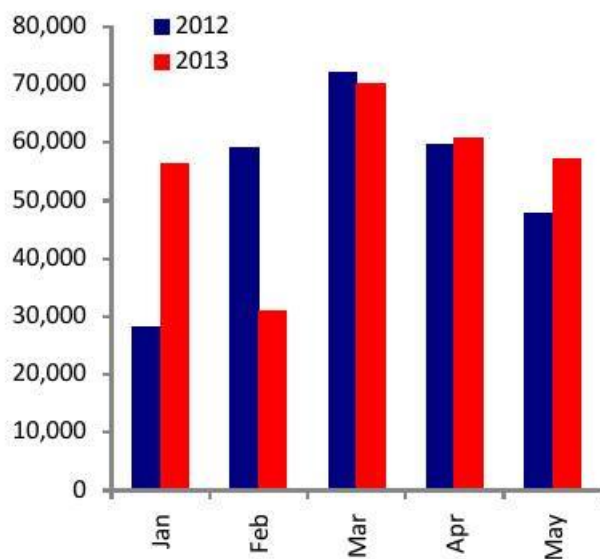
2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	3.934	N/A	N/A	N/A	3.934
LN gộp	692	N/A	N/A	N/A	692
Biên LN gộp (%)	17,6%	N/A	N/A	N/A	17,6%
LN từ hoạt động	535	N/A	N/A	N/A	535
Biên LN hoạt động (%)	13,6%	N/A	N/A	N/A	13,6%
LN ròng	481	N/A	N/A	N/A	481
Biên LN ròng (%)	12,2%	N/A	N/A	N/A	12,2%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	4.086	4.548	4.022	4.236	16.892
LN gộp	547	681	540	706	2.475
Biên LN gộp (%)	13,4%	15,0%	13,4%	16,7%	14,7%
LN từ hoạt động	420	539	389	261	1.610
Biên LN hoạt động (%)	10,3%	11,9%	9,7%	6,2%	9,5%
LN ròng	200	340	310	178	1.028
Biên LN ròng (%)	4,9%	7,5%	7,7%	4,2%	6,1%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	4.748	4.509	4.146	4.449	17.852
LN gộp	989	813	566	504	2.873
Biên LN gộp (%)	20,8%	18,0%	13,6%	11,3%	16,1%
LN từ hoạt động	860	652	423	318	2.254
Biên LN hoạt động (%)	18,1%	14,4%	10,2%	7,2%	12,6%
LN ròng	553	477	111	156	1.297
Biên LN ròng (%)	11,7%	10,6%	2,7%	3,5%	7,3%

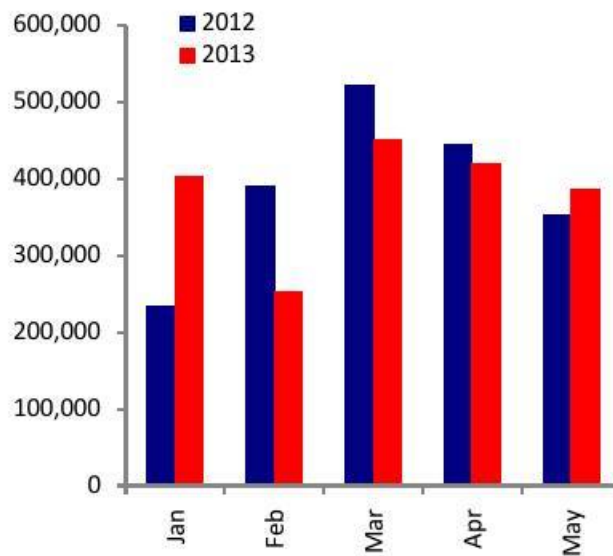
Phụ lục

Hình 7: Sản lượng tiêu thụ hàng tháng của HPG (tấn)



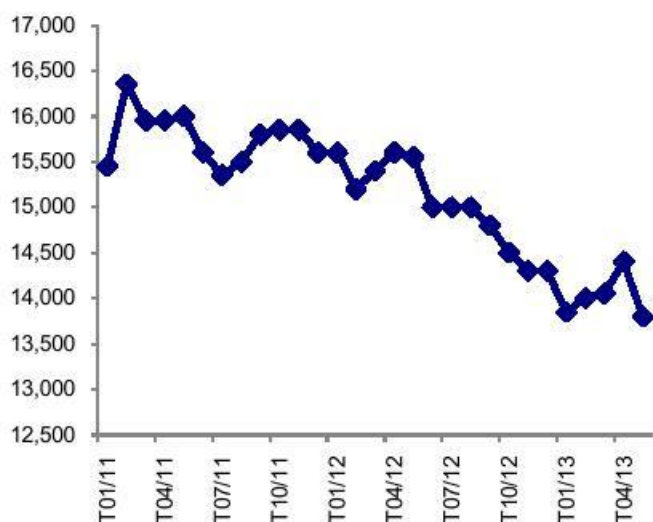
Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, VCSC

Hình 8: Sản lượng tiêu thụ toàn ngành thép (tấn)



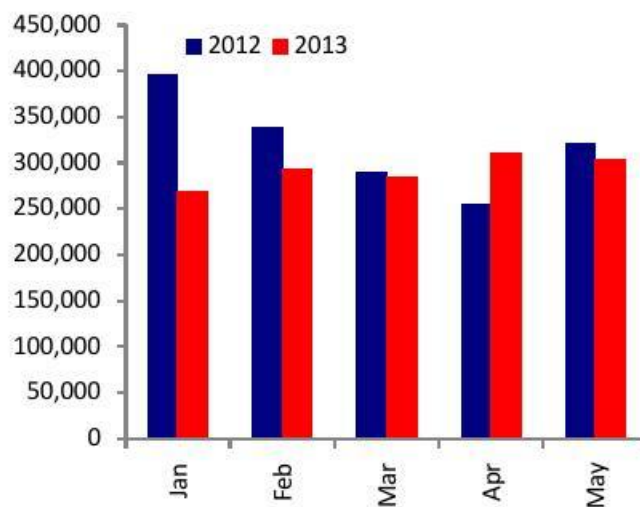
Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, VCSC

Hình 9: Giá bán của HPG (đồng/kg)



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, VCSC

Hình 10: Lượng hàng tồn kho toàn ngành (tấn)



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, VCSC

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

Tỷ đồng	Thực tế 2012	Dự báo		
		2013	2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	16.827	18.318	24.701	24.696
- Giá vốn hàng bán	-14.342	-15.298	-20.657	-21.127
Lợi nhuận gộp	2.485	3.020	4.044	3.569
- Chi phí bán hàng	-274	-298	-402	-402
- Chi phí quản lý DN	-587	-456	-862	-861
LN thuần HĐKD	1.624	2.266	2.780	2.306
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-4	-67	-67	-82
- Lợi nhuận khác	125	59	80	99
EBIT	1.745	2.259	2.793	2.322
- Chi phí lãi vay	-527	-440	-506	-428
Lợi nhuận trước thuế	1.218	1.818	2.287	1.894
- Thuế TNDN	-188	-244	-307	-255
LNST	1.031	1.574	1.980	1.639
- Lợi ích CĐT	-36	-47	-59	-49
LNST cổ đông CT Mẹ	994	1.527	1.920	1.590
EBITDA	2.337	2.850	3.602	3.350
Số CP lưu hành (triệu)	417	419	419	419
EPS	2.386	3.643	4.582	3.795

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-5,7%	8,9%	34,8%	0,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	-27,9%	39,5%	22,7%	-17,1%
Tăng trưởng EBIT	-22,6%	29,4%	23,7%	-16,9%
Tăng trưởng EPS	-24,7%	52,7%	25,8%	-17,2%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,8%	16,5%	16,4%	14,5%
Tỷ suất LNST	6,1%	8,6%	8,0%	6,6%
ROE %	12,5%	17,6%	20,2%	15,3%
ROA %	5,6%	7,7%	9,1%	7,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	167,6	133,2	86,4	99,6
Số ngày phải thu	26,9	23,2	23,5	26,9
Số ngày phải trả	31,3	33,8	27,3	31,0
TG luân chuyển tiền	163,2	122,6	82,6	95,6

Chỉ số TK/đơn bán TC				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,3	1,5	1,7
CS thanh toán nhanh	0,5	0,9	0,8	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3	0,4
Nợ / Tài sản	0,3	0,3	0,3	0,2
Nợ / Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,4	0,3
Nợ / Vốn CSH	0,7	0,8	0,6	0,4
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,3	0,2	0,2	0,2

Tỷ đồng	Thực tế 2012	Dự báo		
		2013	2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	1.294	1.446	2.559	2.313
+ Đầu tư TC ngắn hạn	220	220	220	220
+ Các khoản phải thu	972	1.421	1.911	1.921
+ Hàng tồn kho	6.822	4.619	5.780	6.493
+ Tài sản ngắn hạn khác	912	912	912	912
Tổng tài sản ngắn hạn	10.221	12.125	12.259	11.859
+ Tài sản dài hạn	9.306	10.906	11.406	11.906
+ Khấu hao lũy kế	-2.234	-2.826	-3.635	-4.662
+ Tài sản dài hạn	7.072	8.080	7.771	7.244
+ Đầu tư tài chính dài hạn	469	469	469	469
+ Tài sản dài hạn khác	1.254	1.254	1.254	1.254
Tổng tài sản dài hạn	8.795	9.803	9.494	8.967
Tổng Tài sản	19.016	21.929	21.753	20.826
+ Phải trả ngắn hạn	1.521	1.391	1.872	1.925
+ Vay và nợ ngắn hạn	4.850	5.350	4.850	3.750
+ Phải trả ngắn hạn khác	991	1.134	1.525	1.533
Nợ ngắn hạn	7.362	9.095	8.358	7.208
+ Vay và nợ dài hạn	1.456	1.956	1.456	956
+ Phải trả dài hạn	1.620	1.620	1.620	1.620
Nợ dài hạn	3.076	3.576	3.076	2.576
Tổng nợ	10.438	12.671	11.434	9.784
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	2.207	2.207	2.207	2.207
+ Vốn điều lệ	4.191	4.191	4.191	4.191
+ LN chưa phân phối	1.687	2.367	3.429	4.151
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	492	492	492	492
Vốn chủ sở hữu	8.578	9.257	10.319	11.042
Tổng cộng nguồn vốn	19.016	21.929	21.753	20.826

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	1.064	1.294	1.446	2.559
Lợi nhuận sau thuế	994	1.518	1.900	1.561
+ Khấu hao lũy kế	596	592	809	1.027
+ Điều chỉnh	-55	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	801	-519	742	104
Tiền từ hoạt động KD	2.335	1.590	3.451	2.692
+ Chi mua sắm TSCĐ	-1.828	-1.600	-500	-500
+ Đầu tư khác	102	0	0	0
Tiền từ đầu tư	-1.726	-1.600	-500	-500
+ Cổ tức đã trả	-362	-838	-838	-838
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	-525	1.000	-1.000	-1.600
Tiền từ hoạt động TC	-380	162	-1.838	-2.438
Tổng lưu chuyển tiền tệ	230	152	1.112	-246
Tiền cuối năm	1.294	1.446	2.559	2.313

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 HOẢN	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

Bیتexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, 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

Phó Giám đốc

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

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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 Quang Huy
+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
02/07/2013	NẮM GIỮ	28.400	31.400
21/12/2012	NẮM GIỮ	20.700	20.800
29/08/2012	MUA	16.600	20.200
15/02/2012	THÊM VÀO	15.100	16.500