

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

MUA



Nguyễn Xuân Huy

Chuyên viên cao cấp

huy.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 139

Cập nhật công ty

Nâng KN từ NĂM GIỮ lên MUA
Giá MT từ 31.400 VND lên 44.000VND

Giá hiện tại 36.100VND
Giá mục tiêu 44.000VND
TL tăng 21,8%
Lợi suất cổ tức 5,5%

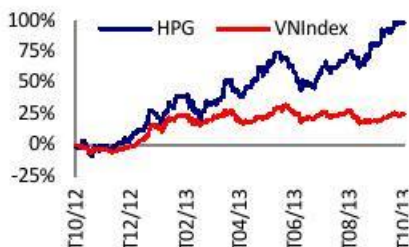
Thép

Giá trị vốn hóa 695 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành 419 triệu
Mức cao nhất 12 tháng 36.400VND
Mức thấp nhất 12 tháng 16.552VND

GTGD trung bình 30 ngày 0,8 triệu USD
Room khối ngoại còn trống 37,7 triệu USD
TL sở hữu của khối ngoại / Room tối đa cho khối ngoại (%) 44%/49%

Cơ cấu cổ đông

Trần Đình Long 24,1%
Vũ Thị Hiền 7,4%
Deutsche Bank 6,4%
Bank Invest 4,8%



Tỷ lệ sinh lời cao nhất khu vực nhưng chưa được đánh giá đúng mức

Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho HPG từ NĂM GIỮ lên MUA vì giá đầu vào giảm và nhà máy BOF đạt hiệu suất cao hơn, cho phép chúng tôi nâng đáng kể dự báo biên lợi nhuận gộp và KQLN cho HPG. Thị phần của HPG từ đầu năm đến nay tăng 0,8% lên 14,5% và sản lượng bán ra trong 9 tháng đầu năm tăng 7% trong khi toàn ngành chỉ tăng được 2%, cho thấy chiến lược giành thị phần bằng cách hạ giá bán đang mang lại kết quả. Tuy là công ty thép có tỷ lệ sinh lời cao nhất trong khu vực với biên lợi nhuận ròng cao nhất (11,7%), HPG hiện đang giao dịch tại mức PER dự phóng 8,7 lần, thấp hơn 85% so với mức trung bình của Trung Quốc, 15% so với của Thái Lan, 10% so với của Malaysia và 13% so với PER dài hạn của HPG là 10 lần. KN MUA.

Biên lợi nhuận cải thiện dù giá bán giảm

Biên lợi nhuận gộp của HPG trong Quý 2 tăng 2,25% so với Quý 1 và 3,15% so với đầu năm dù giá bán trung bình giảm 6% so với đầu năm. Kết quả đầy ấn tượng này có được là nhờ nhà máy BOF đạt hiệu suất cao hơn sau 3 năm hoạt động, giá đầu vào giảm (tính từ đầu năm đến nay giá phôi giảm 6%, giá thép phế giảm 8%) và lãi suất giảm (trung bình cả năm giảm từ 12% xuống 5%). Biên lợi nhuận gộp hai quý liên tiếp đều ở mức cao nên chúng tôi nâng giả định biên lợi nhuận gộp thêm 1% lên 17,4% (vẫn thấp hơn 1,4% so với biên lợi nhuận 6 tháng đầu năm), tức vẫn có khả năng chịu yếu tố rủi ro giảm. Vì vậy, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận ròng năm 2013 thêm 27% lên 1.934 tỷ đồng (tăng 95% so với năm 2012) và dự báo lợi nhuận ròng năm 2014 thêm 12% lên 2.151 tỷ đồng (tăng 11% so với năm 2013).

Giao dịch tại mức chiết khấu cao dù có tỷ lệ sinh lời cao nhất

HPG hiện đang giao dịch tại mức PER dự phóng 8,7 lần, thấp hơn 13% so với mức PER mục tiêu của chúng tôi. Theo quan sát diễn biến PER của HPG từ trước đến nay, chúng tôi cho rằng mức PER mục tiêu mà chúng tôi đưa ra là hợp lý vì HPG là một trong hai công ty sản xuất thép xây dựng có lợi nhuận Quý 2 tăng trưởng so với Quý 1 và là công ty thép có tỷ lệ sinh lời cao nhất với biên lợi nhuận ròng cao nhất, nhưng vẫn giao dịch thấp hơn hẳn so với các công ty thép tại các thị trường mới nổi của Châu Á (Xem hình 10).

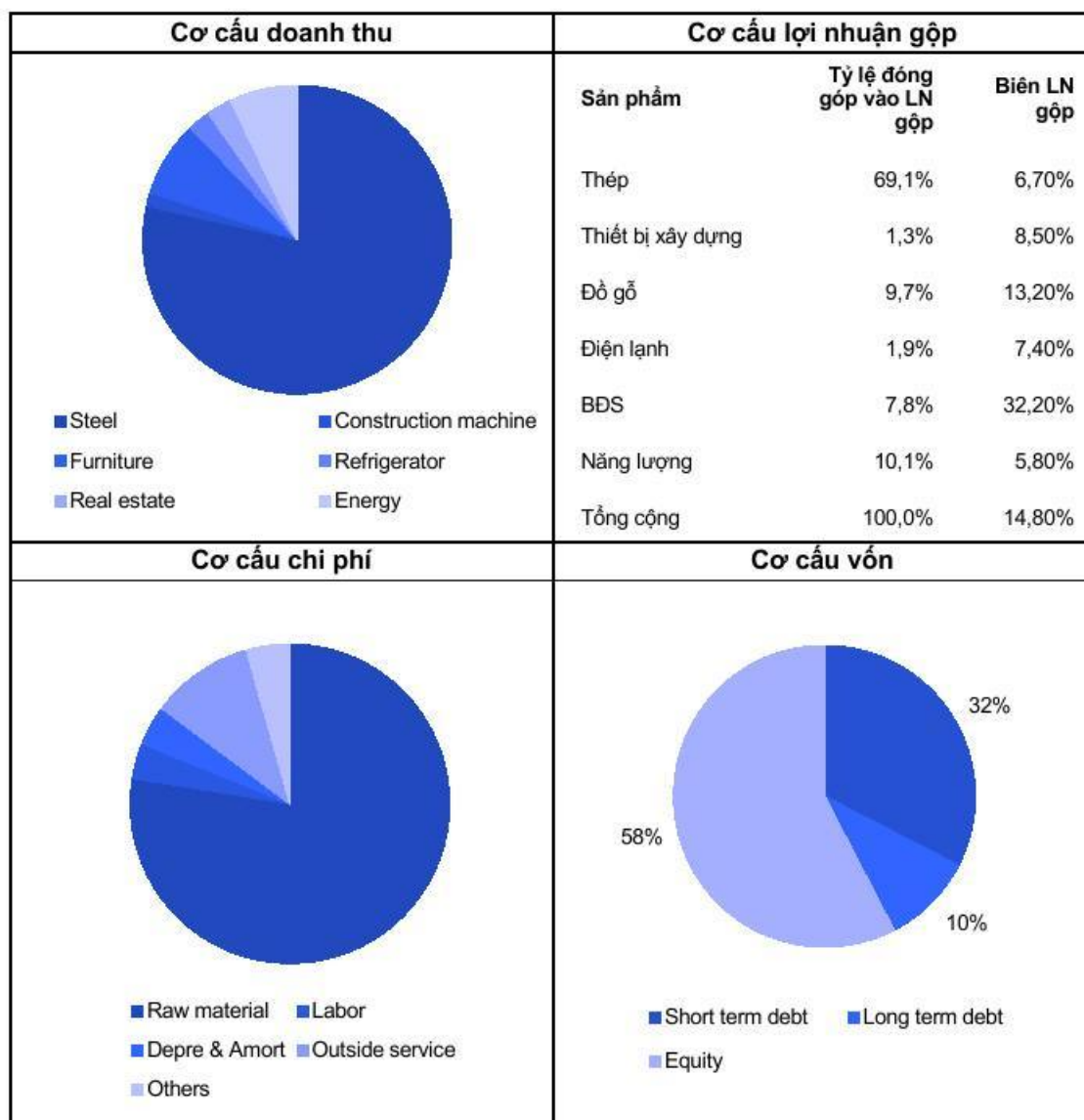
Áp lực trong ngắn hạn từ việc các quỹ ETF bán mạnh: cơ hội mua cổ phiếu HPG

Room trống cho khối ngoại tại HPG chỉ còn 5,1%. Chúng tôi đã nhận thấy khối ngoại mua mạnh cổ phiếu HPG. Xin lưu ý là theo quy định của quỹ ETF Van Eck, các mã có room cho khối ngoại dưới 5% sẽ bị loại. Van Eck hiện nắm giữ 5,1 triệu cổ phiếu HPG. Số liệu cho đợt tái cân bằng sắp tới của Van Eck sẽ được chốt vào ngày 29/11.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	17.852	16.827	17.745	23.838	23.645
Biên LN gộp	16,1%	14,8%	17,4%	17,2%	16,7%
Biên LN hoạt động (%)	12,6%	9,7%	13,7%	12,5%	12,0%
Biên LN ròng	6,9%	5,9%	10,9%	9,0%	9,1%
LN ròng chia cổ đông (tỷ VND)	1.236	994	1.934	2.151	2.149
EPS (VND)	2.968	2.387	4.615	5.132	5.129
Tăng trưởng EPS (%)	-14,2%	-19,6%	93,3%	11,2%	-0,1%
Cổ tức/CP (đồng)	7	869	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức (%)	0,1%	4,3%	5,5%	5,5%	5,5%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	19.002	19.411	21.909	25.041	28.170
PER (lần)	12,2	15,1	7,8	7,0	7,0
PBR (lần)	1,9	1,9	1,6	1,4	1,3
ROA (%)	8,0%	5,6%	9,8%	10,5%	11,0%
ROE (%)	17,6%	12,5%	21,8%	21,5%	19,0%
Nợ/CSH (%)	87,0%	73,5%	70,4%	43,7%	22,0%

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



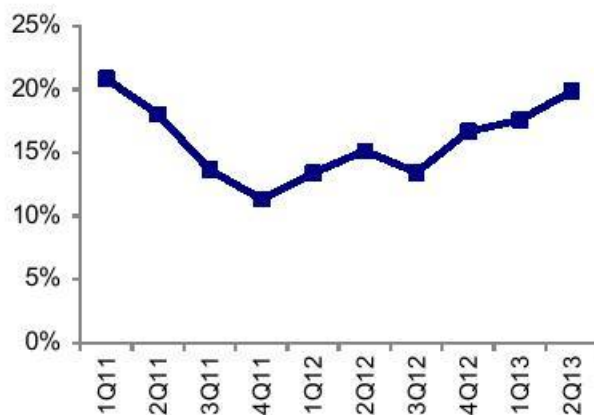
Nguồn: HPG và ước tính của VCSC

Nâng dự báo biên lợi nhuận

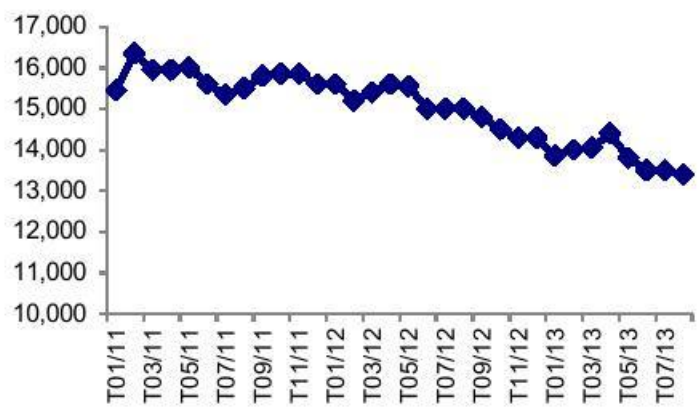
HPG đạt KQLN Quý 2 đầy ấn tượng với lợi nhuận ròng tăng 52% so với cùng kỳ, nhờ biên lợi nhuận gộp tăng 4,7% và chi phí lãi vay giảm 50%. Trong báo cáo cập nhật gần đây nhất, chúng tôi đã dự báo việc lãi suất giảm sẽ là nhân tố chính hỗ trợ công ty. Tuy nhiên, chúng tôi đã không dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng, và trên thực tế biên lợi nhuận đã tăng 2,25% so với Quý 1 và 4,70% so với cùng kỳ. Chúng tôi không chắc rằng công ty có thể duy trì được biên lợi nhuận gộp vì nhận thấy giá bán của HPG trong thời gian qua liên tục giảm.

Tuy nhiên, trên thực tế HPG lại cải thiện được biên lợi nhuận gộp trong Quý 2. Về việc biên lợi nhuận gộp tăng dù giá bán giảm, công ty giải thích là nhờ chi phí nguyên liệu giảm và nhà máy BOF đạt hiệu suất cao sau 3 năm hoạt động và đã đạt hiệu suất tối ưu. Việc công ty đạt biên lợi nhuận gộp cao hai quý liên tiếp (Quý 1 và Quý 2/2013) trong môi trường giá bán liên tục giảm đã khẳng định điều này. Vì vậy, chúng tôi nâng giả định biên lợi nhuận từ 16,5% lên 17,4% cho năm 2013 và 17,2% cho năm 2014.

Hình 1: Biên lợi nhuận gộp từng quý của HPG



Hình 2: Giá bán từng tháng của HPG (VND/kg)



Nguồn: HPG, VCSC

Nguồn: VSA, VCSC

Chúng tôi xin lưu ý biên lợi nhuận gộp 17,4% là kết quả hợp nhất biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực kinh doanh cốt lõi (17%) và biên lợi nhuận của lĩnh vực BĐS (23,4%). Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp lĩnh vực kinh doanh cốt lõi sẽ giảm 1% xuống 16% trong năm 2014 và 2015 vì cho rằng công ty sẽ giảm biên lợi nhuận nhằm tăng sản lượng bán ra trong năm 2014. Công ty cũng cho biết sẵn sàng hạ giá nhằm giành thị phần.

Hình 3: Dự báo biên lợi nhuận gộp của HPG

	2013	2014	2015
Biên LNG từ lĩnh vực KD cốt lõi	17,0%	16,1%	16,3%
Biên lợi nhuận gộp từ BĐS	23,4%	23,4%	23,4%
Biên LNG hợp nhất	17,4%	17,2%	16,7%

Nguồn: VCSC

Triển vọng lợi nhuận

HPG gần đây cho biết đã thu hồi được 264 tỷ đồng tiền mặt từ Công ty Đầu tư ACB Hà Nội sau khi mua lại không thành 10% cổ phần CTCP Thép Hòa Phát, một công ty con của HPG vì cổ phiếu đã được thế chấp tại ACB. HPG đã ghi nhận dự phòng 164 tỷ đồng cho giao dịch này trong năm 2012. Vì vậy, công ty sẽ hoàn nhập khoản dự phòng này và sẽ ghi nhận 164 tỷ đồng lợi nhuận bất thường trong Quý 3.

Ngoài việc tăng dự báo biên lợi nhuận gộp, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận ròng thêm 27% lên 1.934 tỷ đồng (tăng 95% so với cùng kỳ). Chúng tôi xin lưu ý là dự báo của chúng tôi được dựa trên cơ sở giả định biên lợi nhuận gộp là 17,4%, thấp hơn biên lợi nhuận gộp công ty đạt được trong 6 tháng đầu năm là 18,8%. Với giả định biên lợi nhuận gộp của chúng tôi, công ty vẫn còn khả năng chịu yếu tố rủi ro giảm 1,4%.

Hình 4: Dự báo 2013

	Dự báo trước đây	Dự báo hiện nay	KQ 6T đầu 2013	6T đầu 2013/ Dự báo hiện nay
Doanh thu	18.318	17.745	8.279	47%
LN gộp	3.020	3.090	1.553	50%
LN từ HĐKD	2.266	2.433	1.241	51%
LN ròng	1.527	1.934	968	50%

Nguồn: VCSC

Hình 5: Dự báo KQLN 2013 – 2016

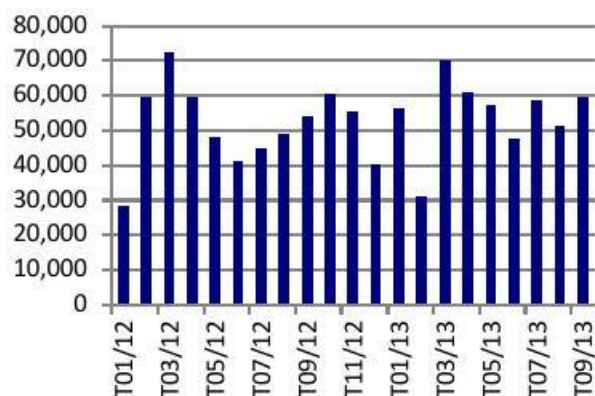
	FY13	FY14	FY15	FY16
Doanh thu	17.745	23.838	23.645	23.967
- Giá vốn hàng bán	-14.655	-19.743	-19.704	-20.040
Lợi nhuận gộp	3.090	4.094	3.941	3.927
- Chi phí bán hàng	-248	-334	-331	-336
- Chi phí quản lý	-408	-787	-780	-791
LN từ HĐKD	2.433	2.974	2.830	2.801
- Lỗ/lãi từ tỷ giá	-66	-66	-80	-57
- Lỗ/lãi ngoài HĐKD	323	80	99	100
EBIT	2.690	2.987	2.848	2.844
- Chi phí lãi vay	-387	-426	-288	-128
EBT	2.303	2.561	2.560	2.715
- Thuế TNDN	-310	-344	-344	-365
Thu nhập ròng trước QL CĐTS	1.994	2.217	2.216	2.350
- Quyền lợi cổ đông thiểu số	-60	-66	-66	-70
Thu nhập ròng sau QL CĐTS	1.934	2.151	2.149	2.280

Nguồn: VCSC

Ước tính doanh thu

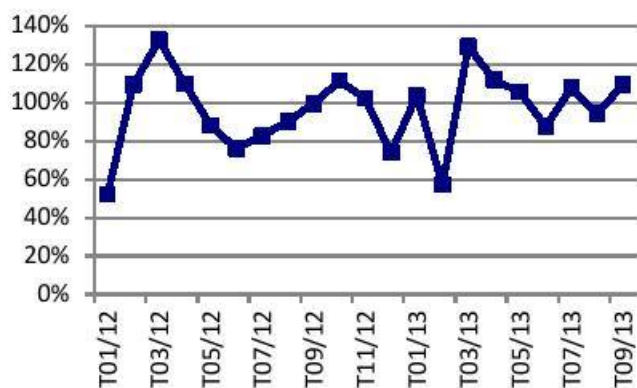
Trong 9 tháng đầu năm, HPG đã bán được 491 nghìn tấn thép (tăng 7,8% so với cùng kỳ), so với tăng trưởng toàn ngành chỉ đạt 2,2%. Chỉ tính riêng doanh số 9 tháng đầu năm, HPG đã đạt 62% mục tiêu cả năm là 787 nghìn tấn. Bất chấp tình hình khó khăn của ngành, tỷ lệ doanh số/năng suất trung bình hàng tháng của HPG vẫn đạt 100%. Con số này đã chứng minh lợi thế cạnh tranh của công ty trong ngành, theo chúng tôi là hợp lý vì các công ty nhỏ đang phải đối mặt với nhiều khó khăn.

Bảng 6: Doanh số hàng tháng của HPG



Nguồn: VSA, HPG, VCSC

Bảng 7: Tỷ lệ doanh số/năng suất trung bình hàng tháng của HPG



Nguồn: VSA, HPG, VCSC

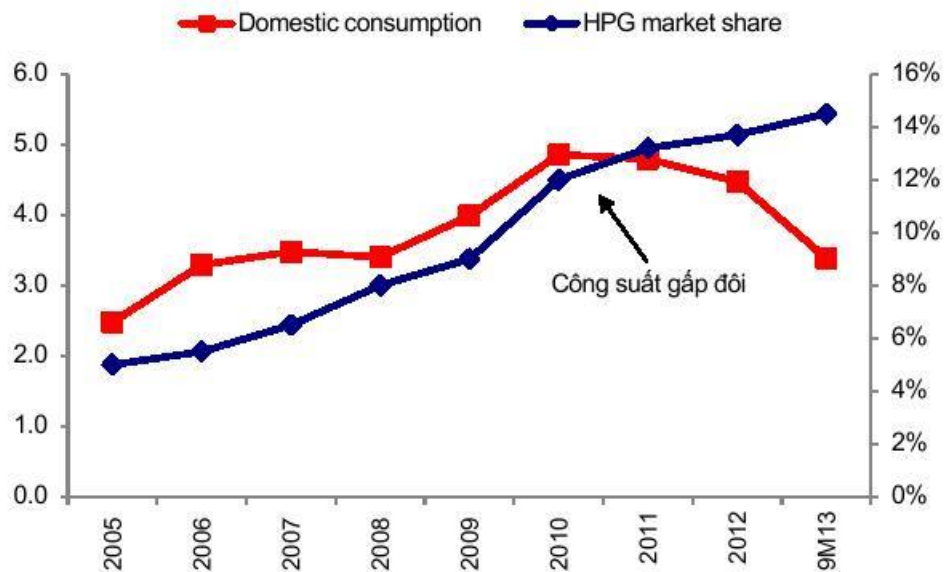
Nhà máy BOF giai đoạn 2 với công suất 500 nghìn tấn/năm bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng mười năm 2013, tăng tổng sản lượng lên 1,15 triệu tấn/năm. Chúng tôi lo ngại rằng nhu cầu thị trường trong nước chỉ khoảng 5,5 triệu tấn so với tổng công suất 11,9 tấn của ngành. Dường như HPG sẽ không thể tăng doanh số tương đương với tăng sản lượng. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng, theo quan sát dữ liệu lưu trữ của công ty, vào năm 2010, khi công ty tăng gấp đôi sản lượng từ 300 nghìn tấn/năm lên 650 nghìn tấn/năm, sản lượng bán hàng của công ty tăng 64% so với tăng trưởng toàn ngành 22%, và công ty tăng thị phần tăng từ 9% lên 12%. Đối với nhà máy BOF giai đoạn 2, công ty đặt mục tiêu sẽ chạy 80% công suất trong năm đầu hoạt động. Ngoài ra, công ty cũng cho biết có thể sẽ bán phôi, phụ phẩm từ thép công trình, loại nguyên liệu dành cho các nhà sản xuất thép công trình khác, trong trường hợp công ty không bán thép thành phẩm. Chúng tôi giả định là HPG có thể bán 932 nghìn tấn trong năm 2014 (tăng 32% so với cùng kỳ).

Bảng 8: Dự báo doanh số

	2013	2014	2015	2016
Doanh số	707.500	932.500	1.032.500	1.082.500
Tăng trưởng so với cùng kỳ	15,7%	31,8%	10,7%	4,8%
Công suất	1.150.000	1.150.000	1.150.000	1.150.000
Công suất hiệu dụng	91%	81%	90%	94%

Nguồn: VCSC

Bảng 9: Thị phần của HPG vẫn tăng dù nhu cầu trong nước giảm mạnh



Nguồn: VSA, HPG, VCSC

Sơ lược về lợi nhuận các công ty trong khu vực

Quan sát các công ty khác cùng ngành, chúng tôi nhận thấy phân khúc thép công trình vẫn chưa có biến chuyển rõ rệt. Cụ thể, ngành thép Trung Quốc, ngoại trừ Tập đoàn sắt thép Baoshan (mã Bloomberg 600019 CH Equity), ngành thép đã lỗ 126 triệu USD trong Quý 2/2013 so với lợi nhuận 6 triệu USD vào Quý 1/2013. Ngành thép Malaysia cũng lỗ 12 triệu USD, so với ngành thép Thái Lan lỗ 16 triệu USD. Còn tại Việt Nam, nếu không tính HPG, phân khúc thép công trình đã lỗ 7 triệu USD. HPG và Baoshan là hai đơn vị duy nhất có tăng trưởng lợi nhuận ròng so với quý trước.

Theo đánh giá, hầu hết các nhà sản xuất thép đều đang giao dịch với P/B dưới 1 lần, trừ HPG (1,6 lần), Liuzhou (1,1 lần), Sansteel (1 lần) và POM (1 lần). KQLN kém trong những năm gần đây của các công ty ngành thép đã lý giải mức P/B thấp của các công ty này. Lý do lợi nhuận yếu kém sẽ dẫn đến P/B thấp được lý giải bởi PER cực cao.

Bảng 10: Tổng quan các công ty thép khác trong khu vực

Công ty	Giá trị vốn hóa	Diễn biến liên tục PER	PE	Diễn biến liên tục PB	PB	ROE	Doanh thu		LN ròng		Biên LN ròng	
						2012	Quý 1/2013	Quý 2/2013	Quý 1/2013	Quý 2/2013	Quý 1/2013	Quý 2/2013
TQ												
Baoshan Iron & S	11.436	15,4	10,1	0,6	NA	9,5	7.439	8.075	261	337	3,5%	4,2%
Gansu Jiu Stee-A	2.885	43,3	13,5	0,9	0,6	4,0	3.407	3.804	29	9	0,9%	0,2%
Shandong Iron -A	1.872	NA	175,0	0,9	NA	-25,9	2.818	3.101	0	-31	0,0%	-1,0%
Liuzhou Iron-A	950	153,8	33,1	1,1	1,0	2,3	1.506	1.423	13	-27	0,9%	-1,9%
Anyang Iron -A	700	NA	NA	0,6	NA	-39,6	788	1.170	-63	-34	-8,0%	-2,9%
Nanjing Iron-A	1.266	NA	37,7	0,9	0,8	-6,1	1.188	1.148	2	-15	0,2%	-1,3%
Xinjiang Ba Yi	543	170,7	16,6	0,9	NA	4,2	832	1.108	9	1	1,1%	0,0%
Sgis Songshan -A	723	NA	72,8	0,7	0,7	-52,7	707	748	6	-4	0,8%	-0,5%
Sansteel Mingu-A	418	NA	91,1	1,0	0,9	-7,6	774	722	4	-9	0,5%	-1,3%
Hangzhou Iron-A	510	NA	72,1	0,9	0,9	-10,9	692	620	4	-16	0,6%	-2,6%
Trung bình		95,8	58,0	0,8	0,8						0,1%	-0,7%
Thái Lan												
Tata Steel Thai	190	NA	NA	0,7	NA	-12,7	189	205	-6	-10	-3,4%	-4,7%
Tycoons Worldwid	83	NA	NA	0,4	NA	-6,6	70	98	1	-6	0,7%	-6,2%
Chow Steel Indus	37	47,7	NA	0,9	NA	2,0	34	32	1	-1	3,6%	-1,9%
Bangsaphan Barmi	37	55,4	10,2	0,6	0,6	0,2	28	19	1	0	4,9%	-1,5%
Trung bình		51,6	10,2	0,7	0,6						1,5%	-3,6%
Malaysia												
Southern Steel	221	16,4	12,9	0,8	0,8	N/A	226	227	2	-2	1,0%	-1,1%
Lion Industries	201	NA	7,8	0,2	0,2	-1,2	360	377	-8	-2	-2,3%	-0,6%
Kinsteel Bhd	89	NA	NA	0,6	0,5	-18,6	133	136	-3	-12	-2,1%	-8,5%
Malaysia Steel W	67	9,3	8,3	0,4	0,6	4,7	107	112	1	3	1,1%	3,0%
Trung bình		12,9	9,6	0,5	0,5						-0,6%	-1,8%
Việt Nam												
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	699	10,1	9,8	1,6	1,7	12,8	189	207	22	24	11,6%	11,8%
CTCP Thép Pomina	112	NA	8,7	1,0	NA	0,2	136	124	-1	-8	-0,8%	-6,2%
CTCP Thép Việt - Ý	26	NA	10,0	0,8	0,9	-3,0	36	47	1	0	2,8%	0,5%
CTCP Thép Dana-Ý	8	NA	NA	0,4	NA	2,9		31		0		0,7%
Trung bình		10,1	9,5	1,0	1,3						4,5%	1,7%

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Định giá

Phương pháp định giá	Chỉ số PER
PER mục tiêu	10 lần
EPS (trừ bất động sản)	4.140 VND
Giá trị hoạt động kinh doanh chủ đạo/cổ phiếu	41.400 VND/CP
Giá trị bất động sản/cổ phiếu	2.641 VND/CP
Giá mục tiêu	44.000 VND/CP

Căn cứ vào tác động đáng kể của bất động sản trong 12 tháng tới lên bản cân đối kế toán và chỉ số P/B chưa hợp lý (xem bảng trên), chúng tôi thay đổi phương pháp định giá từ P/B sang P/E để định giá hoạt động kinh doanh cốt lõi. Chúng tôi cũng tách riêng giá trị bất động sản bằng phương pháp NAV.

Đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi, chúng tôi định giá 41.400 VND/CP, từ PER mục tiêu 10 lần và EPS 4.140 VND (không tính lợi nhuận từ bất động sản). Mức PER mục tiêu 10 lần mà chúng tôi đưa ra dựa trên quan sát đánh giá PER quá khứ của công ty (xem bảng 11), và

được củng cố dựa trên so sánh với các tập đoàn khác cùng ngành trong khu vực khi HPG là tập đoàn sinh lợi nhất. Chúng tôi quan sát thấy PER của HPG luôn đạt 10 lần khi có lợi nhuận (hiện tại là 10,1 lần) và PER sẽ được điều chỉnh giảm theo KQLN tốt. Sau khi PER của công ty được điều chỉnh giảm, PER lại chạm mức PER dài hạn là 10 lần. Bên cạnh đó, PER ở mức 10 lần thấp hơn trung bình Trung Quốc 85%, Thái Lan 15% và Malaysia 10%. Do đó, chúng tôi dự báo PER mục tiêu 10 lần là khả thi.

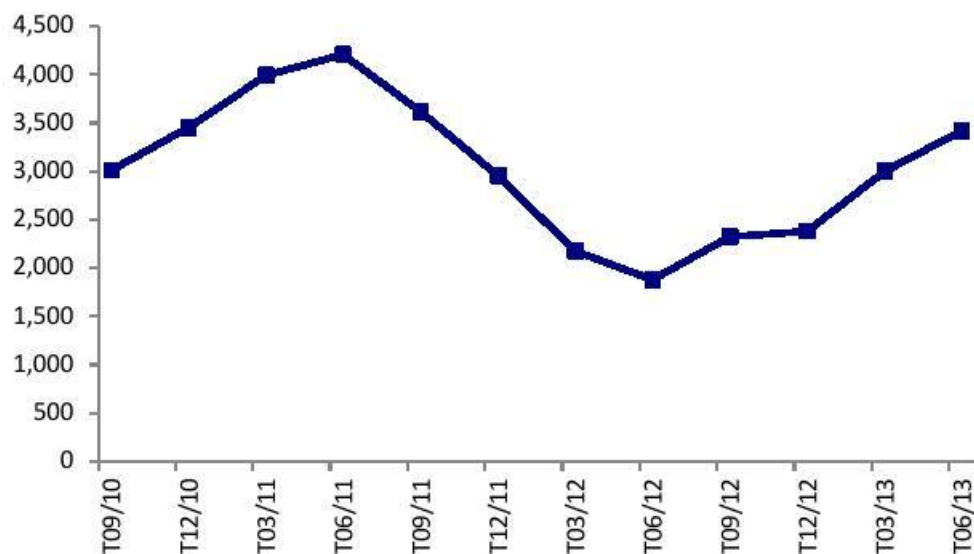
Tính thêm giá trị đầu tư/cổ phiếu 2.641 từ bất động sản, chúng tôi kết luận giá mục tiêu 44.000 VND/CP, tỷ lệ tăng 22%. KN MUA

Bảng 11: Diễn biến liên tục chỉ số PER của HPG



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Bảng 12: EPS 12 tháng qua của HPG



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Kết quả hoạt động theo quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	3.934	4.345	N.A	N.A	8.279
Lợi nhuận gộp	692	861	N.A	N.A	1.553
Biên LN gộp (%)	17,6%	19,8%	N.A	N.A	18,8%
Lợi nhuận từ hoạt động	535	706	N.A	N.A	1.241
Biên LN hoạt động (%)	13,6%	16,3%	N.A	N.A	15,0%
LN ròng	481	532	N.A	N.A	1.013
Biên LN ròng (%)	12,2%	12,2%	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
Lợi nhuận gộp	547	681	540	706	2.475
Biên LN gộp (%)	13,4%	15,0%	13,4%	16,7%	14,7%
Lợi nhuận 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
Lợi nhuận gộp	989	813	566	504	2.873
Biên LN gộp (%)	20,8%	18,0%	13,6%	11,3%	16,1%
Lợi nhuận 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%



Báo Cáo Tài Chính

Đơn vị: tỷ đồng

Tỷ đồng	Thực tế 2012	Dự báo		
		2013	2014	2015
KQLN				
Doanh thu	16.827	17.745	23.838	23.645
- Giá vốn hàng bán	-14,342	-14,655	-19,743	-19,704
Lợi nhuận gộp	2.485	3.090	4.094	3.941
- Chi phí bán hàng	-274	-248	-334	-331
- Chi phí quản lí DN	-587	-408	-787	-780
Lợi nhuận từ hoạt động	1.624	2.433	2.974	2.830
- Lỗ/lãi tỷ giá	-4	-66	-66	-80
- Lợi nhuận khác	125	323	80	99
EBIT	1.745	2.690	2.987	2.848
- Chi phí lãi vay	-527	-387	-426	-288
EBT	1.218	2.303	2.561	2.560
- Thuế TNDN	-188	-310	-344	-344
LNST	1.031	1.994	2.217	2.216
- Lợi ích CĐTS	-36	-60	-66	-66
LNST cổ đông CT Mẹ	994	1.934	2.151	2.149
EBITDA	2.337	3.282	3.796	3.876
Số CP lưu hành (triệu)	417	419	419	419
EPS	2.386	4.615	5.132	5.129

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu %	-5,7%	5,5%	34,3%	-0,8%
Tăng trưởng LN HDKD %	-27,9%	49,8%	22,2%	-4,9%
Tăng trưởng EBIT %	-22,6%	54,2%	11,0%	-4,7%
Tăng trưởng EPS %	-24,7%	93,3%	11,2%	-0,1%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp %	14,8%	17,4%	17,2%	16,7%
Tỷ suất LNST %	6,1%	11,2%	9,3%	9,4%
ROE %	12,5%	21,8%	21,5%	19,0%
ROA %	5,6%	9,8%	10,5%	11,0%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	167,6	136,7	86,1	100,3
Số ngày phải thu	26,9	23,5	23,5	27,1
Số ngày phải trả	31,3	34,6	27,3	31,4
TG luân chuyển tiền	163,2	125,5	82,3	96,0

Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,4	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	0,3
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,3	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,7	0,7	0,4	0,2
Nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0,3	7,0	7,0	9,9

Tỷ đồng	Thực tế 2012	Dự báo		
		2013	2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
Tiền và tương đương	1.294	1.678	2.195	2.189
Đầu tư TC ngắn hạn	220	220	220	220
Các khoản phải thu	972	1.310	1.760	1.746
Hàng tồn kho	6.822	4.152	5.158	5.674
Tài sản ngắn hạn khác	912	912	912	912
Tổng tài sản ngắn hạn	10.221	11.779	11.121	10.741
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	21.583	20.615	19.708
Phải trả ngắn hạn	1.521	1.258	1.695	1.692
Vay và nợ ngắn hạn	4.850	4.850	4.350	3.250
Phải trả ngắn hạn khác	991	1.045	1.404	1.393
Nợ ngắn hạn	7.362	8.333	7.553	6.335
Vay và nợ dài hạn	1.456	1.956	456	-544
Phải trả dài hạn	1.620	1.620	1.620	1.620
Nợ dài hạn	3.076	3.576	2.076	1.076
Tổng nợ	10.438	11.909	9.630	7.411
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	2.783	4.096	5.407
Lợi ích cổ đông thiểu số	492	492	492	492
Vốn chủ sở hữu	8.578	9.673	10.986	12.297
Tổng cộng nguồn vốn	19.016	21.583	20.615	19.708

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	1.064	1.294	1.678	2.195
Lợi nhuận sau thuế	994	1.934	2.151	2.149
Khấu hao	596	592	809	1.027
Thay đổi vốn lưu động	-55	0	0	0
Điều chỉnh	801	-204	895	255
Tiền từ hoạt động KD	2.335	2.322	3.855	3.432
Chi mua sắm TSCĐ	-1,828	-1,600	-500	-500
Đầu tư khác	102	0	0	0
Tiền từ hoạt động 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	500	-2,000	-2,100
Tiền từ hoạt động TC	-380	-338	-2.838	-2.938
Tổng lưu chuyển tiền tệ	230	384	516	-6
Tiền cuối năm	1.294	1.678	2.195	2.189

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 giá 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

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp
Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

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

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

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116
Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143
Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149
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 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.