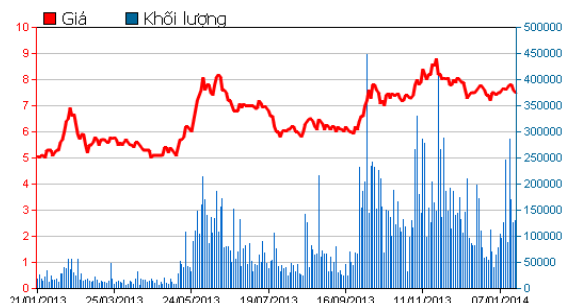


**Ngành: Vật liệu xây dựng**
**Ngày 23 tháng 01 năm 2014**
**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN THÉP TIẾN LÊN (HSX: TLH)**

<b>Nguyễn Tiến Dương</b> Chuyên viên phân tích Email: duongnt@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>7.400</b>	-18%	-7%	0%	7%	18%
	Giá mục tiêu	<b>10.200</b>	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm	<b>37%</b>					
	Tỷ suất cổ tức	<b>N/A</b>					
							<b>MUA</b>

**Diễn biến giá cổ phiếu TLH**

**Tóm tắt nội dung**

- **Doanh thu 9 tháng đầu năm 2013 đạt 2.174 tỷ đồng, tăng 5,7% so với cùng kỳ năm 2012. Lợi nhuận sau thuế đạt 140 tỷ đồng. Dự báo cả năm 2013, TLH sẽ đạt 2.850 tỷ đồng doanh thu thuần và 145 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, đạt 81,1% kế hoạch doanh thu, vượt 43,6% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.**
- **Lợi nhuận sau thuế năm 2013 khả quan chủ yếu do TLH hoàn nhập dự phòng tài chính khi nhận sáp nhập Công ty Cổ phần Sản xuất và Thương mại Phúc Tiến (PHT) và đến từ thu nhập khác.**
- **Nhà máy thép hình Bắc Nam đã được hoàn thành trong tháng 12/2013, dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 2/2014 sẽ giúp TLH cung cấp trực tiếp các sản phẩm thép hình cỡ lớn mà không phải nhập khẩu như trước đây, giúp TLH cải thiện lợi nhuận gộp trong thời gian tới.**
- **Tỷ suất lợi nhuận sau thuế năm 2013 là 5,1%, cải thiện đáng kể so với mức 1,5% của năm 2012.** Tuy nhiên, con số này không phản ánh thực sự chính sách hiệu quả kinh doanh vì phần lớn lợi nhuận đến từ việc nhận chuyển nhượng PHT.
- **Theo ước lượng của tôi, lợi nhuận sau thuế năm 2014 của TLH có thể đạt 95 tỷ đồng, chủ yếu do lợi nhuận gộp được cải thiện khi nhà máy thép hình Bắc Nam đi vào hoạt động trong tháng 2/2014. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế đạt 2,8%.**
- **TLH hầu như không vay dài hạn.** Việc đầu tư xây dựng nhà máy, mua máy móc thiết bị chủ yếu đến từ nguồn vốn chủ sở hữu, giúp giảm thiểu rủi ro hoạt động cho TLH khi nền kinh tế biến động tiêu cực.
- **Trong 3 năm sắp tới, TLH dự kiến huy động vốn lớn từ các cổ đông sáng lập để bổ sung nguồn vốn lưu động bằng tiền.** Số tiền được phân bổ qua các năm từ 2014 đến 2016. Cụ thể: năm 2014: 250 tỷ đồng, năm 2015: 200 tỷ đồng, năm 2016: 150 tỷ đồng. Các cổ đông sáng lập dự kiến sẽ cho TLH vay nợ không lãi suất để giảm bớt gánh nặng tài chính cho công ty khi Nhà máy thép Bắc Nam đi vào hoạt động. Việc huy động vốn từ cổ đông sáng lập sẽ giúp TLH cải thiện cơ cấu vốn tích cực, giảm thiểu chi phí lãi vay và tăng hiệu quả hoạt động.

Thông tin giao dịch	23/01/2014
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	8.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	5.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	80.685.688
Số lượng CP lưu hành (CP)	74.934.758
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	1.118.740
% sở hữu nước ngoài	0,86%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	807
Vốn hóa (tỷ đồng)	584

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Tập đoàn Thép Tiến Lên
Địa chỉ	G1A, Đường Đồng Khởi, Tp. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh thép
Chi phí chính	Thép cán nóng, thép hình
Lợi thế cạnh tranh	Dẫn đầu thị trường thép hình
Rủi ro chính	Kinh tế vĩ mô, thị trường bất động sản, lãi suất.

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Ông Nguyễn Mạnh Hà	19,93%
Bà Phạm Thị Hồng	12,19%
Cổ đông khác	67,88%

**Khuyến nghị:** Hiệu quả hoạt động của TLH giảm dần trong 3 năm gần nhất do nền kinh tế gặp nhiều khó khăn, thị trường xây dựng và bất động sản không khởi sắc. Bên cạnh đó, do không có quy trình sản xuất khép kín và kinh doanh thương mại chiếm tỷ trọng lớn nên tỷ suất lợi nhuận gộp của TLH thời gian qua không cao và có xu hướng giảm. Tình hình sẽ khả quan hơn trong năm 2014 khi đi vào vận hành nhà máy thép hình Bắc Nam và nhận được nguồn vốn lưu động không lãi suất từ các cổ đông sáng lập. Với những dự báo thận trọng, lợi nhuận sau thuế của TLH năm 2014 là 95 tỷ đồng tương ứng với EPS 1.270 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá khả quan đối với cổ phiếu TLH và khuyến nghị **MUA** trong năm 2014. Mức giá mục tiêu trong cho năm 2014 là 10.200 VND tương ứng với P/E forward 2014 là **8**.

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	2009	2010	2011	2012	9T/2013
Doanh thu	Tỷ đồng	2.343	3.001	2.962	2.821	2.174
Tăng trưởng	%	87%	28%	-1%	-5%	5,70%
Biên LN gộp	%	11,2%	8,7%	9,7%	4,5%	2,9%
LN thuần	Tỷ đồng	136	56	25	42	141
Tăng trưởng	%	499%	-59%	-55%	65%	239%
Biên LN ròng	%	5,79%	1,86%	0,85%	1,48%	6,50%
Lãi cổ tức	%		12%		10%	
EPS	VND	1.811	747	338	557	1.886
P/E	(x)	4,2	10,2	22,5	13,7	4,0
P/B	(x)	0,74	0,71	0,77	0,74	0,58
DT/Tổng tài sản		1,48	1,69	1,97	1,76	1,06
Tài sản/Vốn CSH		2,06	2,21	2,04	2,07	2,08
ROE	%	17,6%	7,0%	3,4%	5,4%	14,3%
ROA	%	8,54%	3,16%	1,69%	2,61%	6,87%

#### Định giá theo phương pháp P/E

Năm 2013, các công ty trong ngành thép, ngoại trừ HSG và HPG, đều gặp nhiều khó khăn, hầu hết kinh doanh thua lỗ hoặc lợi nhuận thấp. Việc định giá cổ phiếu TLH được thực hiện thông qua việc ước lượng kết quả lợi nhuận sau thuế năm 2014 và chỉ số P/E phù hợp với TLH. Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2014 của TLH sẽ đạt 95 tỷ đồng tương ứng EPS forward 2014 là 1.270 VND. TLH là công ty thép ở mức độ trung bình trong ngành thép, quy trình sản xuất không khép kín như các công ty đầu ngành như HPG. P/E hiện tại của HPG là 12, tôi ước tính P/E hợp lý của TLH là **8** tương ứng với giá cổ phiếu hợp lý cuối năm 2014 là **10.200 đồng/cổ phiếu**.

**Kết quả kinh doanh 9T 2013**

	9T/2012	9T/2013	(+/-) so với cùng kỳ
<b>Doanh thu Thuần</b>	2.057.956	2.174.442	5,7%
<b>Lãi gộp</b>	88.953	62.806	-29,4%
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	4,32%	2,89%	
<b>Chi phí tài chính</b>	-22.992	58.148	
<b>Chi phí lãi vay</b>	-31.289	-36.202	15,7%
<b>Chi phí bán hàng</b>	-16.633	-20.286	22,0%
<b>Chi phí quản lý DN</b>	-14.802	-28.523	92,7%
<b>Thu nhập khác</b>	1.320	78.914	5878,3%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	44.799	169.305	277,9%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	37.147	139.849	276,5%

Doanh thu 9 tháng đầu năm 2013 đạt 2.174 tỷ đồng, tăng 5,7% so với cùng kỳ năm 2012. Lợi nhuận sau thuế đạt 140 tỷ đồng. Dự báo cả năm 2013, TLH sẽ đạt 2.850 tỷ đồng doanh thu thuần và 145 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, đạt 81,1% kế hoạch doanh thu và vượt 43,6% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

Lợi nhuận sau thuế năm 2013 khả quan chủ yếu do TLH hoàn nhập dự phòng tài chính khi nhận sáp nhập Công ty Cổ phần Sản xuất và Thương mại Phúc Tiến (PHT) và đến từ thu nhập khác.

TLH đã mua cổ phiếu PHT tại mức giá cao và ghi nhận lỗ từ hoạt động tài chính khi giá cổ phiếu giảm. Khi nhận sáp nhập PHT thì TLH ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng tài chính 105,9 tỷ đồng khiến chi phí tài chính giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2012. Đồng thời, khoản lợi thế thương mại phát sinh trong quá trình nhận sáp nhập PHT có giá trị 76 tỷ đồng là nguyên nhân chính giúp khoản mục lợi nhuận khác đạt 78,9 tỷ đồng.

Như vậy, lợi nhuận năm 2013 không đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính mà chủ yếu đến từ hoạt động M&A. Tuy nhiên, những khoản lợi nhuận này không mang lại dòng tiền cho TLH.

**Tình hình sản xuất và triển khai các dự án đầu tư**

TLH hoạt động trên 3 lĩnh vực là sản xuất và kinh doanh thép, kinh doanh ô tô và bất động sản. Sản xuất và kinh doanh thép đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính cho TLH. TLH là công ty thép duy nhất niêm yết trên sàn sản xuất và kinh doanh thép hình. Bên cạnh đó, TLH có phân phối các sản phẩm thép tấm và thép cuộn.

Trước đây, TLH sản xuất các loại thép hình cỡ nhỏ và nhập khẩu các sản phẩm thép hình cỡ lớn để cung cấp cho thị trường. Nhà

máy thép hình Bắc Nam đã được hoàn thành trong tháng 12/2013, dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 2/2014 sẽ giúp TLH cung cấp trực tiếp các sản phẩm thép hình cỡ lớn mà không phải nhập khẩu như trước đây.

Việc tự sản xuất và cung cấp các sản phẩm thép hình cho thị trường sẽ giúp hiệu quả hoạt động tốt hơn do rút ngắn thời gian nhập hàng từ nước ngoài. Bên cạnh đó, việc sản xuất thép hình thay vì nhập khẩu sẽ giúp TLH cải thiện lợi nhuận gộp trong thời gian tới.

Nhà máy thép hình Bắc Nam do Công ty cổ phần Bắc Nam liên kết với Tập đoàn Thép Tiến Lên cùng đầu tư xây dựng có diện tích 3 ha, với tổng vốn đầu tư khoảng 400 tỷ đồng. Trong đó, TLH nắm giữ 48% cổ phần. Nhà máy đi vào hoạt động sẽ cung cấp ra thị trường các sản phẩm thép như thép hình U, I, thép góc L...

## Phân tích tài chính

### Đánh giá doanh thu và lợi nhuận

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012	9T/2013
Doanh thu Thuần	2.342	3.001	2.961	2.820	2.174
Giá vốn	2.081	2.741	2.673	2.695	2.111
LN gộp	261	260	287	125	62
Tỷ suất LN gộp	11,2%	8,7%	9,7%	4,5%	2,9%
Chi phí tài chính	4,0%	5,8%	7,5%	1,4%	-2,7%
Chi phí lãi vay	0,9%	2,5%	2,5%	1,4%	1,7%
Chi phí bán hàng	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%
Chi phí QLDN	0,5%	0,6%	1,0%	0,8%	1,3%
LNST	6,1%	1,9%	0,9%	1,5%	6,4%

Thị trường xây dựng và bất động sản diễn biến không thuận lợi nên doanh thu thuần của TLH không có sự tăng trưởng mạnh trong 3 năm gần nhất. Theo ước lượng của tôi, doanh thu năm 2014 đạt 3.360 tỷ đồng, dự kiến tăng trưởng 20% so với năm 2013 do nhà máy thép hình Bắc Nam đi vào hoạt động.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của TLH có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2009-2013 do ảnh hưởng của nền kinh tế chung, giá bán giảm do nhu cầu tiêu thụ thép tăng trưởng chậm. Hiện tại, trong cơ cấu doanh thu của TLH thì 30% doanh số đến từ lĩnh vực sản xuất và 70% đến từ lĩnh vực thương mại, mua bán hàng hóa. Khi nhà máy thép hình đi vào hoạt động, tỷ trọng doanh thu đến từ sản xuất

khoảng 50% và kinh doanh khoảng 50%. Tỷ suất lợi nhuận gộp của TLH sẽ được nâng lên mức 6%.

Chi phí tài chính trong năm 2012 và 9 tháng năm 2013 giảm đáng kể so với năm 2010 và 2011 chủ yếu do công ty đã giảm các khoản lỗ từ hoạt động tài chính. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay giảm qua các năm do mặt bằng lãi suất chung giảm.

Tỷ suất lợi nhuận sau thuế năm 2013 là 5,1%, cải thiện đáng kể so với mức 1,5% của năm 2012. Tuy nhiên, con số này không phản ánh thực sự hiệu quả kinh doanh vì phần lớn lợi nhuận đến từ việc nhận chuyển nhượng PHT.

Theo ước lượng của tôi, lợi nhuận sau thuế năm 2014 của TLH có thể đạt 95 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế đạt 2,8%.

### Đánh giá tài sản và nguồn vốn

Chỉ số	6.2013	12.2012
Ts ngắn hạn/Tổng TS	73%	74%
Hàng tồn kho/Tổng TS	45%	36%
Khoản phải thu/Tổng TS	18%	14%
Ts dài hạn/Tổng TS	27%	26%
Tổng nợ/Tổng TS	51%	51%
Nợ ngắn hạn/Tổng NV	51%	51%
Nợ dài hạn/Tổng NV	0,05%	0,1%
Vốn CSH/Tổng NV	48,1%	48,2%

Hàng tồn kho và các khoản phải thu của TLH tăng lên trong khi tiền và các khoản tương đương tiền giảm xuống sau khi nhận sáp nhập PHT. Giá trị hàng tồn kho hiện tại của TLH khoảng 925 tỷ đồng, chiếm 45% trong tổng tài sản. Trong đó lớn nhất là nguyên liệu, vật liệu chiếm 25% và hàng hóa chiếm 68,4%.

Chiếm tỷ trọng cao trong tài sản dài hạn là khoản đầu tư có giá trị 173 tỷ đồng vào 48% Công ty cổ phần thép Bắc Nam.

Tỷ lệ nợ/tổng tài sản là 51%, không thay đổi so với trước khi nhận sáp nhập PHT trong tháng 1 năm 2013. Trong quá trình hoạt động, cơ cấu vốn của TLH khá ổn định, tỷ lệ nợ 51% là mức vay nợ thấp nhất trong các công ty cùng ngành.

TLH hầu như không vay dài hạn. Việc đầu tư xây dựng nhà máy, mua máy móc thiết bị chủ yếu đến từ nguồn vốn chủ sở hữu, giúp giảm thiểu rủi ro hoạt động cho TLH khi nền kinh tế biến động tiêu cực.

Trong 3 năm sắp tới, TLH dự kiến huy động vốn lớn từ các cổ đông sáng lập để bổ sung nguồn vốn lưu động bằng tiền. Số tiền được phân bổ qua các năm từ 2014 đến 2016. Cụ thể: năm 2014: 250 tỷ đồng, năm 2015: 200 tỷ đồng, năm 2016: 150 tỷ đồng. Các cổ đông sáng lập dự kiến sẽ cho TLH vay nợ không lãi suất để giảm bớt gánh nặng tài chính cho công ty khi Nhà máy thép Bắc Nam đi vào hoạt động. Việc huy động vốn từ cổ đông sáng lập sẽ giúp TLH cải thiện cơ cấu vốn tích cực, giảm thiểu chi phí lãi vay và tăng hiệu quả hoạt động.

**DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ****Đánh giá về giá trị cổ phiếu**

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 31 cổ phiếu TLH và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3773 7070/ 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.  
Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6290 8686  
Fax: (84.8) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng  
ĐT: (84.511) 355 3666  
Fax: (84.511) 355 3888