

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu 8,300 VND

Giá hiện tại 6,600 VND
(14.04.2015)

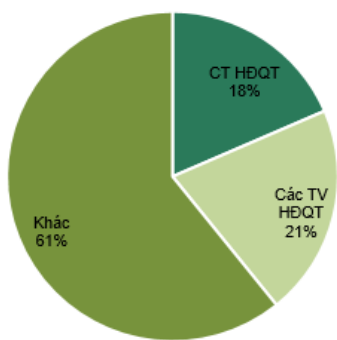
Nguyễn Hoàng Bảo Châu
(+84-8) 5413-5472
chaunghuyen@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	TLH
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	806.9
CP đang lưu hành (triệu)	80.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	540.6
Biên độ 52 tuần (đồng)	6,500 ~ 10,200
KLGD trung bình 3 tháng	336,100
Beta	1.3
Sở hữu nước ngoài	1.25%
Ngày niêm yết đầu tiên	16/03/2010

Cổ đông lớn

CT HĐQT	18.5%
Các TV HĐQT	20.7%
Khác	60.8%



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-1	-2	-3.4
Phần trăm (%)	-13%	-23%	-33.7%



Việc đưa vào vận hành nhà máy thép Bắc Nam góp phần cải thiện tỷ suất lợi nhuận

Cập nhật KQKD 2014

Trong bối cảnh ngành thép gặp nhiều khó khăn trong những năm gần đây, nhưng TLH vẫn duy trì được mức doanh thu ổn định với tốc độ tăng trưởng bình quân là 7.9% trong giai đoạn 2011-2014.

Doanh thu năm 2014 ghi nhận 3,725 tỷ (+22% yoy). Trong đó, doanh thu từ bán buôn thép chủ yếu là thép xây dựng, thép hình thép hình chữ I, H, U, V chiếm 77%, giảm từ mức 81% của năm 2013. Sản phẩm này tuy có sự sụt giảm về giá bán trong thời gian qua nhưng sản lượng vẫn tăng do sự hồi phục của ngành xây dựng và bất động sản. Ngoài ra, yếu tố tích cực là việc doanh thu từ thép thành phẩm công ty tự sản xuất đã gia tăng và đóng góp 23% trong tổng doanh thu do nhà máy thép của công ty Bắc Nam đưa vào hoạt động vào tháng 12/2013 với công suất 300,000 tấn/năm.

Tỷ trọng giá vốn hàng bán/doanh thu của công ty ở mức cao do đặc thù của lĩnh vực thương mại, tuy nhiên công ty ngày càng nâng dần tỷ trọng thép thành phẩm trong cơ cấu doanh thu thay cho thép thương mại đã góp phần làm cho tỷ trọng giá vốn giảm. Bên cạnh đó, tình hình giảm giá của phôi thép cũng ảnh hưởng tích cực đến giá thép thành phẩm. Nhờ doanh thu có sự tăng trưởng tốt và giá vốn hàng bán giảm bên cạnh việc ổn định chi phí hoạt động thì lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh có sự cải thiện ghi nhận 131.5 tỷ đồng trong năm 2014, tăng tốt so với mức lỗ 13.1 tỷ của năm 2013.

Lợi nhuận hoạt động tài chính là một yếu tố nổi bật trong tình hình kinh doanh của công ty và có ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của công ty do biến động nhiều. Năm 2014 lợi nhuận này ghi nhận 19.0 tỷ (-90.2% yoy). Trong những năm trước, khi công ty đang trong giai đoạn mua lại các công ty con thì khi trích lập dự phòng giảm giá đầu tư vào công ty con Phúc Tiến làm công ty lỗ và khi TLH đã hoàn thành việc sáp nhập thì các khoản chi phí được hoàn nhập trở lại và còn đánh giá lại về các khoản bất lợi thương mại. Chúng tôi ước tính các khoản trích lập dự phòng đã được hoàn nhập và trong tương lai sẽ không có biến động lớn từ khoản mục này.

Theo đó, lợi nhuận sau thuế năm 2014 ghi nhận 74.2 tỷ (-33.9% yoy) nguyên nhân là do lợi nhuận hoạt động tài chính đã giảm đáng kể. Nhưng nhìn chung mức lợi nhuận này vẫn cao hơn so với các năm trước đó.

Ngoài ra hàng tồn kho chiếm tỷ trọng rất lớn trong tổng tài sản khi chiếm tới 41.4% tổng tài sản (năm 2014) Nguyên nhân là do công ty bán buôn sắt thép nên phải luôn duy trì mức tồn kho lớn để đảm bảo thời gian giao hàng nhanh cho các nhà phân phối lớn. Điều này gây rủi ro cho công ty khi giá thép giảm công ty phải đánh giá lại hàng tồn kho đã tồn trữ ở mức giá cao.

Triển vọng ngành thép:

Ngành thép đang gặp nhiều khó khăn và vẫn chưa có triển vọng sáng sủa trong năm 2015.

Sản lượng thép sản xuất vượt quá nhu cầu trong nước. Theo đó, hiệp hội thép Việt Nam (VSA) cho biết hiện nay tổng năng lực sản xuất ngành thép Việt Nam lên đến 22 triệu tấn (thép xây dựng chiếm 49% là 10,8 triệu tấn/năm; thép tấm cuộn cán nguội chiếm 21.8% là 4,8 triệu tấn, còn lại là tôn mạ các loại và thép ống hàn. Trong khi đó, ước tính lượng tiêu thụ năm 2015 chỉ ở khoảng 13.6 triệu tấn. Ước tính ngành dư cung lên đến 6.4 triệu tấn.

Tiêu thụ trong nước gặp khó khăn bên cạnh đó là xuất khẩu vẫn chưa thông thoáng do nhu cầu tiêu thụ toàn cầu sụt giảm.

Ngoài ra, ngành còn chịu sức ép từ thép nhập khẩu từ Trung Quốc do giá rẻ. Theo đó, số liệu thống kê của Tổng cục Thống kê vừa công bố cho thấy, trong 3 tháng đầu năm 2015, nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc đối với mặt hàng sắt thép tăng mạnh, với mức tăng 97% so với cùng kỳ năm trước.

Các chính sách gây khó khăn cho thép trong nước như tháng 11/2014 là Tổng cục Hải quan phải áp lại mã số hàng hóa (HS code) đối với mặt hàng phôi thép không hợp kim có thành phần carbon dưới 0.25% (HS code 7207.19.00), đang chịu mức thuế nhập khẩu 5%, chuyển thành mã HS theo code mới là 7207.11.00, với mức thuế suất gần gấp đôi, lên 9% kể từ ngày 15/11/2014. Còn ở Trung Quốc, chính sách của Chính phủ về hoàn thuế VAT của mặt hàng thép hợp kim xuất khẩu (từ 7 - 13%), có thể làm Trung Quốc tăng xuất khẩu, đặc biệt là ở thị trường Việt Nam.

Cùng với những khó khăn hiện tại, ngành thép cũng chịu áp lực về chính sách tăng giá điện và giá xăng trong nước ảnh hưởng tới giá vốn hàng bán, trong khi các công ty phải tăng chiết khấu để đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm trên thị trường do nhu cầu giảm sẽ làm thu hẹp đáng kể biên lợi nhuận của ngành.

Chính những khó khăn trên đã làm tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp khó khăn. Tuy vậy, ngành thép cũng có vài điểm sáng

Tốc độ đô thị hóa còn thấp và hứa hẹn sẽ tăng cao do nền kinh tế Việt Nam nhận được nhiều dự án đầu tư, dẫn đến tăng cầu về xây dựng đô thị, nhà xưởng.

Bất động sản có dấu hiệu phục hồi khi trong quý 1/2015 thị trường đón nhận thông tin giao dịch BĐS tăng mạnh. Theo đó, nguồn cung Bất động sản sẽ tăng trưởng trong tương lai và có thể thúc đẩy ngành thép tăng trưởng

Sức mua thép trên toàn thị trường có dấu hiệu cải thiện rõ rệt khi thị trường bất động sản khởi sắc trở lại. Theo Hiệp hội Thép VN, đến hết quý 1/2015, các doanh nghiệp sản xuất thép đã tiêu thụ được trên 1,2 triệu tấn thép xây dựng, tăng 11% so với cùng kỳ năm ngoái. Đặc biệt, nếu chỉ tính riêng tháng 3/2015, tiêu thụ thép đã vọt lên mức xấp xỉ 652 nghìn tấn, thiết lập kỷ lục tiêu thụ mới của ngành thép về sản lượng tiêu thụ hàng tháng. Kỳ vọng ngành thép có sự khởi sắc trong thời gian tới.

Bên cạnh đó, công ty có nhiều động lực tăng trưởng năm 2015 khi doanh thu có khả năng tăng trưởng tốt bên cạnh tỷ trọng giá vốn giảm dần do dự án nhà máy thép Bắc Nam đi vào hoạt động ổn định.

Công ty đang tham gia góp vốn đầu tư và hoàn thiện dự án xây dựng nhà máy thép Bắc Nam với công suất 300,000 tấn/năm. Nhà máy thép của công ty thép Bắc Nam đưa vào hoạt động cuối năm 2013 giúp công ty giảm tỷ trọng thương mại trong cơ cấu tổng doanh thu và cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, nhà máy mới chỉ hoạt động ở mức 20-30% công suất thiết kế, do đó trong thời gian tới công ty có thể tự chủ một phần sản lượng cho hoạt động kinh doanh.

(Tỷ VND)	2013	2014	KH 2015	2015E
Doanh thu thuần	3,052.6	3,725	N/a	3,947.9
<i>Biến LN gộp</i>	2.0%	5.5%		4.3%
<i>Biến LN HĐKD</i>	-0.4%	3.5%		2.3%
LN trước thuế	132.4	98.5	N/a	55.0
LN sau thuế	112.2	74.2		42.9
<i>Tăng trưởng so với cùng kỳ</i>	165.7%	-33.9%		-42.2%
EPS (TTM)	1,568	919		531
Giá trị sổ sách	11,925	13,469		12,921
P/E	4.1	9.7		13.8
P/B	0.5	0.7		0.6

Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG, với giá mục tiêu là 8,300 VND.

Giá TLH hiện đang ở mức 6,600 đồng. Chúng tôi định giá cổ phiếu TLH ở mức 8,300 VND dựa trên 2 phương pháp: P/B (tỷ trọng 35%, P/B ước tính năm 2015 là 0.6x và BVPS dự phóng cho năm 2015) và P/S (tỷ trọng 65%, P/S ước tính năm 2015 là 0.2x và doanh thu trên mỗi cổ phiếu kỳ vọng năm 2015). Chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu này.

Sơ lược công ty

Công ty thép Tiến Lên kinh doanh chính trong mảng bán buôn sắt thép. Ngoài ra, công ty tiến tới sản xuất gia công kim loại để giảm bớt nhập khẩu thành phẩm và hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Trong đó, doanh thu từ kinh doanh thương mại sắt thép chiếm đến 80% cơ cấu doanh thu. Sản phẩm của công ty chủ yếu được tiêu thụ ở miền Trung đến miền Nam còn lại được xuất khẩu đi các nước trong Asian (chiếm 20% tổng sản lượng).

Từ việc kinh doanh thông thường sản phẩm thép, công ty đã tiến đến việc sản xuất thép qua việc đầu tư vào các công ty con chuyên sản xuất thép như công ty Thép Tây Nguyên, công ty Thép Bắc Nam. Góp phần giảm giá vốn hàng bán cao đặc thù của hoạt động thương mại và cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong tương lai.

Ngoài ra công ty còn tham gia vào lĩnh vực bất động sản thông qua việc đầu tư vào dự án khu dân cư thương mại ở huyện Long Thành, tỉnh Đồng Nai.

Lịch sử công ty

Năm 1988: Công ty được thành lập, tiền thân là một cửa hàng vật liệu xây dựng.

Năm 1993: Công ty chuyển đổi thành doanh nghiệp tư nhân.

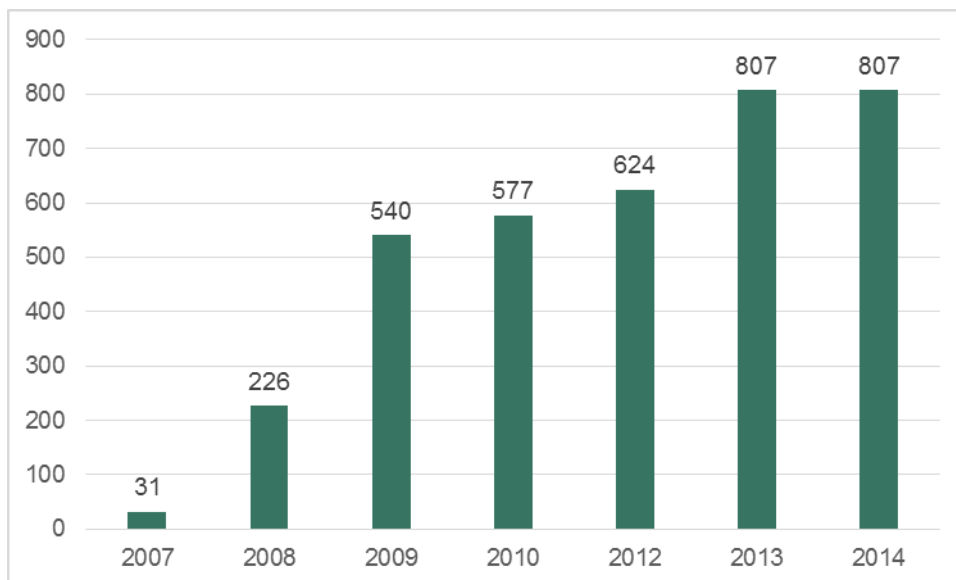
Năm 2008, sáp nhập với 2 công ty là Công ty TNHH Sản xuất và Thương mại Đại Phúc và Công ty TNHH Thép Tây Nguyên, chuyên sản xuất và gia công thép hình.

Ngày 18/08/2009: Công ty được cổ phần hóa.

Ngày 16/03/2010: Cổ phiếu của công ty được chính thức giao dịch trên sàn HOSE.



Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: TLH

Chỉ số tài chính (tỷ VND)

Kết Quả Kinh Doanh	2012	2013	2014	2015 E	Lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014	2015 E
Doanh thu thuần	2,820.8	3,052.6	3,725.0	3,947.9	Lợi nhuận trước thuế	52.1	132.4	98.5	55.0
Giá vốn hàng bán	2,695.0	2,992.1	3,519.5	3,776.5	Khoản mục không phải tiền	6.7	(101.2)	26.7	55.9
Lợi nhuận gộp	125.8	60.5	205.4	171.4	Thay đổi vốn lưu động	152.0	(256.8)	(434.4)	35.2
Chi phí bán hàng	24.2	29.5	38.1	38.8	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	210.7	(225.6)	(309.3)	146.0
Chi phí QLDN	23.0	44.2	35.9	42.7	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(16.5)	79.7	(30.5)	8.8
Lợi nhuận từ HĐKD	78.6	(13.1)	131.5	89.9	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	20.8	63.3	343.2	(104.4)
Lợi nhuận tài chính	14.3	194.2	19.0	20.2	Tiền trong kỳ	215.1	(82.6)	3.4	50.4
Chi phí lãi vay	40.8	48.7	52.0	55.1	Tiền mặt đầu năm	76.6	291.7	209.1	212.4
Lợi nhuận trước thuế	52.1	132.4	98.5	55.0	Tiền mặt cuối năm	291.7	209.1	212.4	262.8
Thuế TNDN	9.9	20.2	24.3	12.1	Chỉ số tài chính	2012	2013	2014	2015 E
Lợi nhuận sau thuế	42.2	112.2	74.2	42.9	Cơ cấu vốn				
Cân Đối Kế Toán	2012	2013	2014	2015 E	TS ngắn hạn/Tổng TS	74%	71%	73%	74%
Tài Sản Ngắn Hạn	1,178.2	1,409.8	1,568.4	1,670.6	TS dài hạn/Tổng TS	26%	29%	27%	26%
Tiền và tương đương tiền	291.7	209.1	212.4	262.8	Tổng Nợ/Tổng TS	51%	51%	49%	53%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	46.7	5.3	19.5	19.5	Tổng Vốn/Tổng TS	48%	49%	50%	46%
Phải thu ngắn hạn	226.0	283.5	344.0	353.5	Chỉ số chi trả lãi vay	2.3	3.7	2.9	2.0
Hàng tồn kho	578.4	848.4	963.4	999.3	Thanh Khoản				
Tài sản ngắn hạn khác	35.3	63.6	29.0	35.4	Thanh khoản hiện thời	1.5	1.4	1.5	1.4
Tài Sản Dài Hạn	421.2	571.4	594.2	578.6	Thanh khoản nhanh	0.7	0.6	0.6	0.6
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	Vòng quay tiền mặt (ngày)	62.8	98.7	121.1	105.0
Tài sản cố định	211.7	381.7	399.6	390.0	Dòng tiền hoạt động/DT	0.1	(0.1)	(0.1)	0.0
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	Dòng tiền hoạt động/Lãi suất	5.2	(4.6)	(5.9)	2.6
Đầu tư tài chính dài hạn	175.4	174.9	179.3	179.3	Dòng tiền hoạt động/Nợ ngắn hạn	0.3	(0.2)	(0.3)	0.1
Tài sản dài hạn khác	34.1	14.7	15.4	9.3	Dòng tiền tự do	227.3	(104.6)	(300.7)	197.8
Tổng cộng tài sản	1,599.4	1,981.2	2,162.6	2,249.2	Hiệu quả hoạt động				
Nợ phải trả	810.6	1,001.2	1,058.2	1,189.0	Số ngày tồn kho	77.3	102.1	98.5	95.3
Nợ ngắn hạn	809.0	1,001.0	1,057.5	1,188.3	Số ngày thu tiền	28.8	33.4	33.2	32.2
Nợ dài hạn	1.6	0.2	0.7	0.7	Vòng quay TS ngắn hạn	2.4	2.2	2.4	2.4
Vốn chủ sở hữu	773.4	962.2	1,086.8	1,042.5	Vòng quay TS cố định	13.3	8.0	9.3	10.1
Vốn điều lệ	623.8	806.9	806.9	806.9	Vòng quay tổng TS	1.8	1.5	1.7	1.8
Quỹ khác	149.6	155.4	279.9	235.7	Tỷ suất lợi nhuận				
Tổng nguồn vốn	1,599.4	1,981.2	2,162.6	2,249.2	Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.5%	2.0%	5.5%	4.3%
Chỉ số định giá đầu tư	2012	2013	2014	2015 E	Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	2.8%	-0.4%	3.5%	2.3%
P/S	0.1	0.2	0.1	0.1	Tỷ suất lợi nhuận ròng	1.5%	3.7%	2.0%	1.1%
P/B	0.5	0.5	0.7	0.5	Thuế suất hiệu dụng	18.9%	15.2%	24.7%	22.0%
P/CF (Hoạt động)	1.9	(2.1)	(1.7)	3.7	ROE	5.6%	12.9%	7.2%	4.0%
PEG 1 (PE/Tăng trưởng DT)	n/a	n/a	1.2	1.2	ROA	2.7%	6.3%	3.6%	1.9%
PEG 2 (PE/Tăng trưởng EPS)	n/a	n/a	0.7	3.4	Phân tích DuPont (ROE = 1x2x3)	2012	2013	2014	2015 E
					Biên lợi nhuận ròng (1)	0.0	0.0	0.0	0.0
					Vòng quay Tổng TS (2)	1.8	1.5	1.7	1.8
					Đòn bẩy (3)	2.1	2.1	2.0	2.2

Nguồn: PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn | **E-mail:** info@phs.vn