

**CTCP QUỐC TẾ SƠN HÀ (HSX: SHI)**
**Nguyễn Kim Lân**

Chuyên viên phân tích

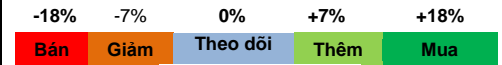
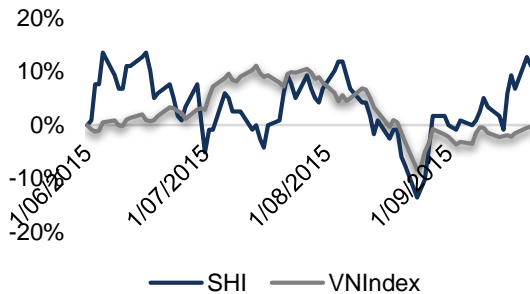
Email: lannk@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593

 Giá hiện tại: **13.600**

 Giá mục tiêu: **14.500**

 Tăng/giảm: **6,6%**

 Tỷ suất cổ tức: **1,5%**

**THEO DÕI**
**Biến động giá SHI và VN-Index**

**Thông tin giao dịch**

Giá hiện tại	13.600
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	13.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	5.400
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	36,71
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	53,99
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.279.208
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	6,9%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	540
Vốn hóa (tỷ VND)	734

**Tổng quan doanh nghiệp**

Địa chỉ	Lô số 2, CN1 Khu Công Nghiệp Từ Liêm, xã Minh Khai, huyện Từ Liêm, TP.Hà Nội
Doanh thu chính	Bồn nước, ống thép inox,...
Chi phí chính	Nguyên liệu thép không gỉ 304
Lợi thế cạnh tranh	Thị phần cao và sản phẩm đa dạng
Rủi ro chính	Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu.

**Cơ cấu cổ đông**

	(%)
Lê Vĩnh Sơn	18,69
Lê Hoàng Hà	13,51
CTCP quỹ đầu tư Sao Vàng	11,04
VietNam Holding limited	6,9

**TÓM TẮT NỘI DUNG**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu của CTCP Quốc tế Sơn Hà (SHI) với đánh giá Công ty có sự chuyển biến tích cực trong hoạt động kinh doanh khi các dòng sản phẩm của Công ty chủ yếu là các mặt hàng gia dụng cơ bản sẽ được tiêu thụ mạnh trong thời gian sắp tới. Các yếu tố chính tác động đến tình hình kinh doanh của Công ty là do: 1) Tăng trưởng tiêu dùng của người dân gia tăng do sự phục hồi của nền kinh tế, 2) Thị trường bất động sản ấm lên (làm tăng nhu cầu bồn, chậu rửa inox), 3) Sức mua của người tiêu dùng phục hồi. Mặt khác, nguyên vật liệu chính dùng trong sản xuất sản phẩm của SHI là thép không gỉ 304 đang trong xu hướng giảm, tác động tích cực đến tình hình kinh doanh của SHI. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế cho năm 2015 của SHI là 91 tỷ, tương ứng với EPS là 2.240 đồng/cp (đã ước tính pha loãng 18 triệu cổ phiếu phát hành thêm, nhưng chưa ước tính pha loãng của trái phiếu chuyển đổi). Bằng phương pháp định giá so sánh P/E, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho SHI là **14.500 đồng/cổ phiếu**, cao hơn giá hiện tại vào ngày 8/10/2015 là 6,6%. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu SHI.

- Mở rộng hoạt động kinh doanh ở thị trường nội địa và quốc tế.** Đối với thị trường nội địa, Công ty tiếp tục mở rộng các chi nhánh ra miền Trung và miền Nam, khi mà thị trường miền Bắc SHI đã có thị phần vững chắc (78%). Đối với thị trường quốc tế, nhằm đa dạng hóa thị trường hoạt động cũng như giảm tác động của thuế chống bán phá giá, SHI sẽ mở rộng ra nhiều thị trường xuất khẩu khác trên thế giới: Mỹ, Brazil, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ, Nga, Venezuela,...
- Giá nguyên liệu đầu vào vẫn trên xu hướng giảm.** Nguyên liệu đầu vào cho hầu hết các sản phẩm của SHI là thép không gỉ 304, vốn chịu tác động lớn bởi giá Nickel và giá sắt đang dư thừa rất nhiều do nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới là Trung Quốc vẫn chưa phục hồi sức cầu. Chính vì vậy, đây vẫn đang là yếu tố tích cực hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của SHI.
- Kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu kèm chứng quyền.** Mục đích của việc phát hành trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu kèm chứng quyền với giá trị vào khoảng 250 tỷ, với 50 tỷ trái phiếu chuyển đổi và 200 tỷ trái phiếu kèm chứng quyền, chủ yếu là để tái cơ cấu lại nguồn nợ vay và đầu tư vào dòng sản phẩm mới.

## Rủi ro đầu tư

- **Rủi ro tài chính:** Trong cơ cấu tài chính của SHI, khoản phải thu và tồn kho được duy trì rất cao do công ty đang duy trì việc mở rộng thị trường và sản phẩm. Tuy nhiên điều này làm Công ty phải vay khoản vay ngắn hạn rất lớn để tài trợ cho vốn lưu động. Đây là rủi ro lớn nhất gây ảnh hưởng đến tình hình tài chính của SHI. Tính đến 6T/2015, tồn kho của SHI là 600 tỷ, trong đó có 400 tỷ nguyên vật liệu và 370 tỷ khoản phải thu. Dù rằng để đẩy mạnh mở rộng hoạt động SHI cần có nguồn vốn lưu động lớn, tuy nhiên điều này cũng làm SHI phải đối mặt với rủi ro mất khả năng thanh toán khi lượng hàng tồn kho và khoản phải thu kém thanh khoản.
- **Rủi ro đánh thuế chống bán phá giá:** Các sản phẩm hàng tiêu dùng thường bị đánh thuế rất mạnh để bảo hộ nền công nghiệp nước nhà. Ngoài thị trường Mỹ (hiện đang bị đánh thuế 16%), sản phẩm của Công ty còn được xuất khẩu tới 20 quốc gia và vùng lãnh thổ khác. Do vậy, ở các thị trường này Công ty cũng có khả năng đối diện với thuế chống bán phá giá.
- **Rủi ro cạnh tranh:** Hiện nay, có khoảng 20 doanh nghiệp trong nước sản xuất những sản phẩm làm từ thép không gỉ. Trong đó có những Công ty lớn, có uy tín và đang cạnh tranh khá trực tiếp với công ty như Tân Á, Đại Thành, Tân Mỹ, Toàn Mỹ ở sản phẩm bồn nước, chậu rửa, Hoàng Vũ và Tiến Đạt ở sản phẩm ống inox. Các sản phẩm hàng tiêu dùng thường có đặc tính tương tự nhau nên cạnh tranh ở mảng hoạt động này là rất lớn.
- **Rủi ro về thị trường tiêu thụ:** Các sản phẩm đồ gia dụng của SHI (bồn inox, chậu rửa, thái dương năng) bị ảnh hưởng bởi thị trường bất động sản. Thị trường bất động sản phục hồi tương ứng sẽ làm nhu cầu tiêu thụ của các sản phẩm đồ gia dụng gia tăng.
- **Rủi ro về nguyên vật liệu:** Nguyên liệu chính của SHI là thép không gỉ được nhập khẩu từ nước ngoài và một số ít Công ty trong nước. Giá của nguyên vật liệu chiếm tỷ lệ lớn trong giá thành sản phẩm (90% giá thành). Giá của nguyên liệu thường xuyên biến động sẽ ảnh hưởng đến chi phí và lợi nhuận của Công ty.

## Định giá theo phương pháp P/E

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để ước tính giá trị của SHI trên cơ sở so sánh với các công ty cùng ngành có quy mô và hiệu quả kinh doanh tương đương tại thị trường Việt Nam và các nước trong khu vực.

Giá trị P/E trung bình là 6,5x lần. Cùng với LNST 2015 dự phóng 91 tỷ, tương đương với EPS 2015(E) 2.240 VNĐ/cp (đã ước tính pha loãng 18 triệu cổ phiếu, nhưng chưa tính đến việc pha loãng của trái phiếu chuyển đổi), mức P/E so sánh đã được chiết khấu rủi ro, **giá trị hợp lý của SHI theo phương pháp P/E là 14.500 VNĐ/cp** tăng **6,6%** so với giá tham chiếu ngày 8/10/2015, **13.600 VNĐ/cp**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu SHI.

Mô hình P/E	Giá trị
LNST 2015 (E)	91 tỷ đồng
EPS (E)	2.240 VNĐ/cp
Số lượng cổ phiếu	54 triệu cp
P/E	6,5x
<b>Giá hợp lý</b>	<b>14.500</b>

Tên Công Ty	Quốc Gia	Mã CK	Vốn Hóa (tỷ Đồng)	ROE 2014	Doanh Thu 2014 (tỷ Đồng)	LNST 2014 (tỷ Đồng)	P/E điều chỉnh
CTCP Ống thép Việt Đức	Vietnam	VGS VN	180	4,3%	2.724	21,3	10x
Sterling tools Ltd	Indian	STRT IN	748	19,5%	1.170	73	9x
Sunpower group Ltd	Singapore	SPWG SP	813	8,7%	4.250	193	3,4x
Modison metals Ltd	Indonesia	MODM IN	539	7,5%	594	16	5x
Permsin steel works PCL	Malaysia	PERM TB	792	12,5%	4.170	271	6x
<b>Bình Quân</b>							<b>6,5</b>
<b>CTCP Quốc tế Sơn hà</b>	<b>VietNam</b>	<b>SHI</b>	<b>631</b>	<b>8.3%</b>	<b>2.036</b>	<b>32,8</b>	<b>6,5x</b>

Nguồn: Bloomberg, FPTTS

## Cập Nhật Kết Quả Kinh Doanh 6 Tháng Đầu Năm 2015

Chỉ tiêu	Đơn Vị	6T/2015	6T/2014	% so với cùng kỳ	KH 2015	% KH 2015
<b>Doanh thu Thuần</b>	Tỷ đồng	1.010	948	6,5%	2.400	42,1%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	Tỷ đồng	166	116	43%		
<i>Tỷ suất LN gộp</i>	%	16,4%	12,2%			
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	Tỷ đồng	58	14	314%		
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	Tỷ đồng	44,6	10,2	366%	65	73%
<i>Tỷ suất LNST</i>	%	4,4%	1,1%			



## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Tổng quan Công ty

- Công ty Cổ phần Quốc tế Sơn Hà (SHI) tiền thân là Công ty TNHH Cơ Kim Khí Sơn Hà và thành lập vào năm 1998.
- Hoạt động kinh doanh của SHI chủ yếu đến từ thị phần miền Bắc, và luôn duy trì mức 40-60% thị phần cả nước.
- Các sản phẩm chủ đạo như bồn nước inox, chậu rửa inox, bình nước nóng năng lượng mặt trời Thái Dương Năng và ống thép công nghiệp.
- Sơn Hà hiện là đơn vị duy nhất tại Việt Nam được tổ chức quốc tế uy tín TUV cấp chứng chỉ PED – một chứng chỉ quan trọng giúp Sơn Hà có thể xuất khẩu ống thép không gỉ vào các thị trường khắt khe như Châu Âu và Hoa Kỳ.

### Lịch sử phát triển



## Chuỗi giá trị kinh doanh của SHI

### Nguyên liệu đầu vào

Nguồn nguyên liệu chính là thép không gỉ 304 – loại thép sử dụng chủ yếu để sản xuất các mặt hàng gia dụng. Nguồn nguyên liệu được chủ yếu nhập khẩu từ Đài Loan, Trung Quốc, và một số quốc gia khác. Ngoài ra, Công ty còn nhập khẩu từ một số công ty ở thị trường nội địa.

### Sản xuất

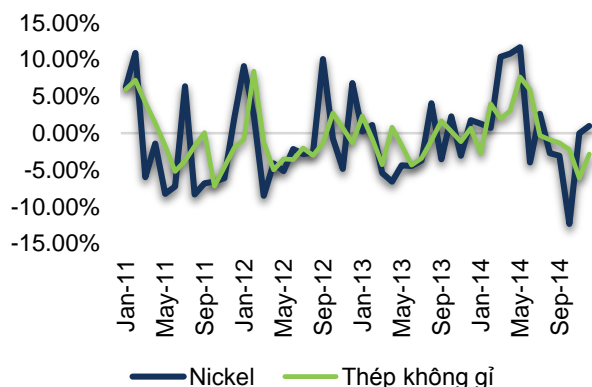
Được sản xuất tại các cụm nhà máy chính:

- Nhà máy Diễn ở Từ Liêm, Hà Nội.
- Nhà máy tại khu công nghiệp Phùng, Đan Phượng.
- Nhà máy Chu Lai ở Quảng Nam, khu vực Duyên Hải Nam Trung Bộ.

### Phân phối

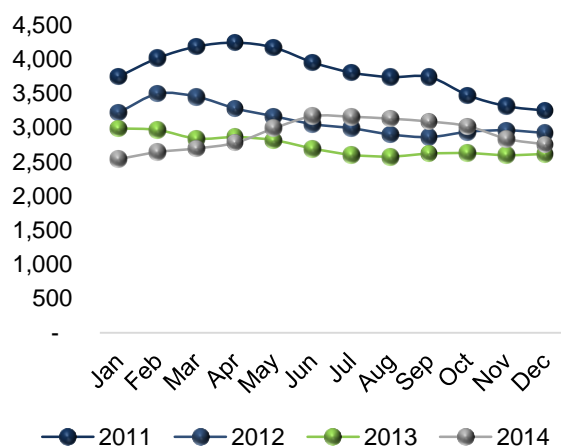
- **Nội địa:** chiếm tỷ trọng hơn 80% cơ cấu doanh thu, phân phối chủ yếu ở thị trường miền Bắc (65%), miền Nam (15%) và miền Trung (17%)
- **Xuất khẩu** chiếm 20% doanh thu, trong đó các thị trường chính là Brazil, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ, Nga,.

### Biến động giá thép không gỉ và giá Nickel



Nguồn: Bloomberg, FPTTS

### Diễn biến giá thép không gỉ 304



Nguồn: Worldsteelprice

### Nguồn nguyên liệu đầu vào

Bên cạnh nguồn nguyên liệu từ nhà sản xuất trong nước là Posco VST, nguyên liệu thép không gỉ còn được SHI nhập khẩu từ các quốc gia là Đài Loan, Trung Quốc, Ấn Độ.

Ngoài việc tiếp cận nguồn cung ứng nguyên liệu từ chính các nhà máy sản xuất lớn có uy tín, Sơn Hà cũng tham gia thị trường giao dịch thép không gỉ của thế giới. Công ty chủ động lựa chọn thời điểm và mức giá thích hợp để mua nguyên vật liệu khi diễn biến thị trường thuận lợi.

Thị trường thép không gỉ trên thế giới hiện vẫn đang chịu sự dư thừa nguồn cung khá lớn do thị trường Trung Quốc vẫn còn chưa phục hồi nhu cầu tiêu thụ, trong khi nguồn sản xuất thép không gỉ vẫn còn vượt cầu. Theo ước tính của SMR, nhu cầu tiêu thụ thép không gỉ của toàn thế giới sẽ đạt lần lượt là 38,5 triệu tấn và 40,6 triệu tấn ở năm 2015 và 2016. Trong khi sản xuất ở năm 2014 đã là 41,6 triệu tấn. Theo đó xu hướng tăng trưởng của thép không gỉ vẫn còn nhưng khả năng phục hồi sẽ vẫn còn chậm.

Do đặc thù sản xuất của doanh nghiệp nên chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành (hơn 90% giá thành sản phẩm). Giá của nguyên liệu thép không gỉ lại phụ thuộc rất nhiều vào triển vọng giá Nickel giao dịch trên thị trường. Giá Nickel trong hai năm gần đây có nhiều biến động khó lường. Biên độ dao động giá rất lớn đã gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong ngành khi quyết định thời điểm nhập nguyên vật liệu hợp lý. Bên cạnh đó, tác động của giá nguyên vật liệu đến hiệu quả của từng sản phẩm cũng khác nhau. Đối với sản phẩm ống thép, do cũng là nguyên vật liệu đầu vào của ngành xây dựng, công nghiệp nên việc điều chỉnh giá bán được thực hiện ngay khi giá nguyên vật liệu tăng. Vì vậy ảnh hưởng của giá nguyên vật liệu đến hiệu quả của việc sản xuất sản phẩm



này là không nhiều. Tuy nhiên, đối với các sản phẩm Inox tiêu dùng như: bồn Inox, chậu rửa, thiết bị nhà bếp, việc điều chỉnh giá bán sản phẩm luôn phải có độ trễ so với biến động giá nguyên vật liệu do phải mất một thời gian, người tiêu dùng mới có thể chấp nhận một mặt bằng giá mới của sản phẩm. Chính vì vậy, biến động giá nguyên vật liệu đầu vào có thể làm ảnh hưởng khá lớn đến kết quả kinh doanh của công ty trong kỳ.

### KẾ HOẠCH SẢN XUẤT NĂM 2015

Sản phẩm	Bồn chứa inox	Bồn chứa nhựa	Chậu rửa nhà bếp inox	Thái Dương Năng	Máy lọc nước RO	Ống inox
Đơn vị	Cái	Cái	Cái	Bộ	Bộ	Tấn
Sản lượng	250.000	45.000	130.000	40.000	40.000	12.000

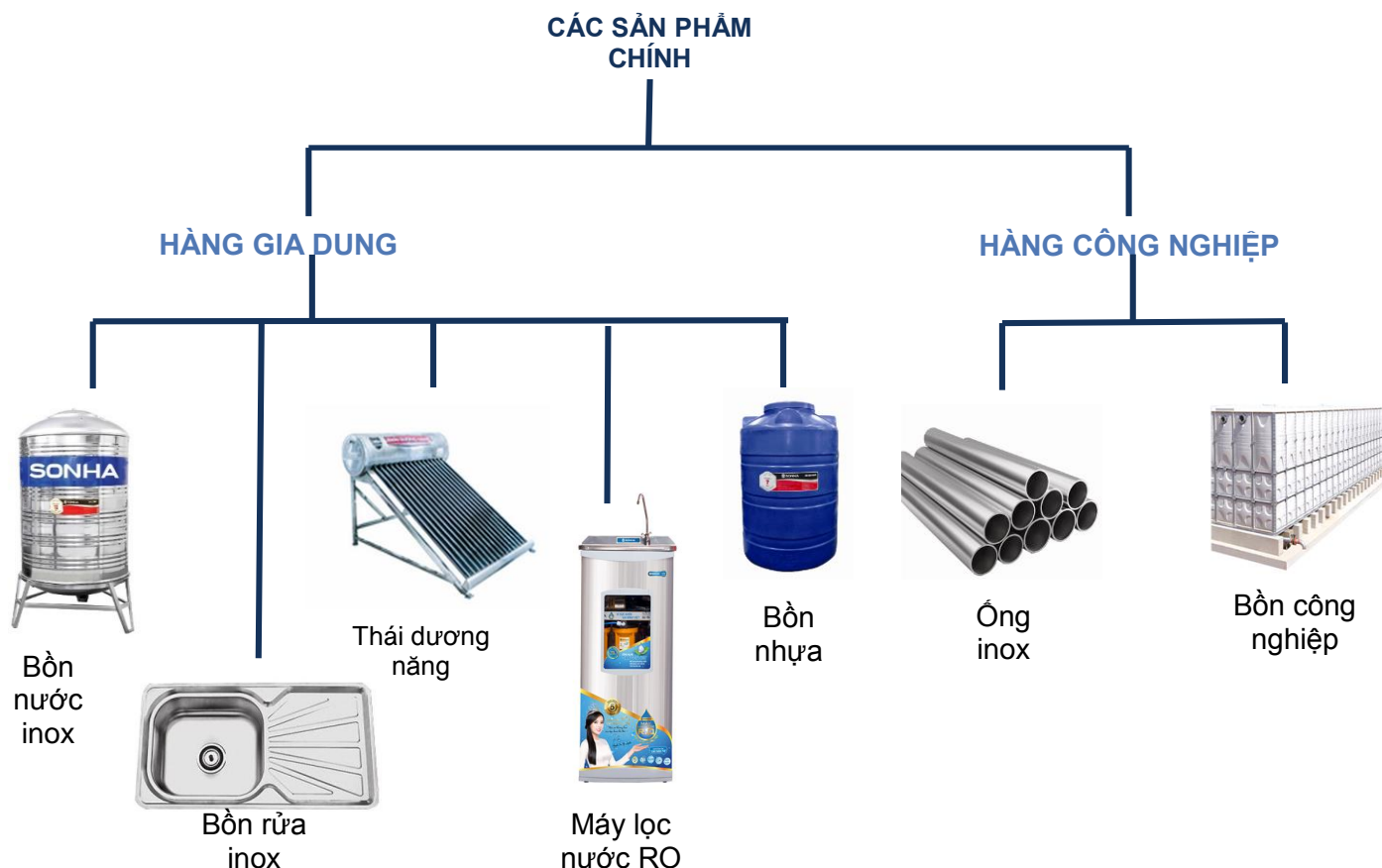
### Khâu sản xuất

Hiện tại, Công ty đang sản xuất tại 3 địa điểm chính:

- Nhà máy sản xuất có diện tích 9.000 m<sup>2</sup> tại Khu công nghiệp vừa và nhỏ, huyện Từ Liêm chuyên sản xuất, lắp ráp bồn Inox, công suất hiện tại của nhà máy là 360.000 m<sup>3</sup>/năm.
- Nhà máy sản xuất có diện tích 44.800 m<sup>2</sup> tại Cụm Công nghiệp Phùng, Đan Phượng, Hà Nội. Nhà máy vừa sản xuất ra sản phẩm hoàn thiện như thép cán nguội, bồn nhựa, ống thép inox, chậu rửa, vừa sản xuất các chi tiết của sản phẩm (bán thành phẩm) để cung cấp cho các địa điểm sản xuất khác.
- Ngoài ra, Công ty vừa mới mở rộng nhà máy mới để gia tăng công suất: Nhà máy Chu Lai ở khu vực Duyên Hải Nam Trung Bộ, tập trung vào sản xuất sản phẩm chính là bồn nước inox với công suất giai đoạn 1 là 6.000 bồn/tháng. Giai đoạn 2 được bắt đầu từ năm 2016, công ty sẽ triển khai dây chuyền sản xuất chậu rửa inox (đáp ứng kế hoạch sản lượng 50.000 sản phẩm/năm) và dây chuyền sản xuất Thái Dương Năng với công suất 4.500 bộ/năm. Giai đoạn 3 (dự kiến bắt đầu vào năm 2017) là giai đoạn cuối. Công ty sẽ triển khai dây chuyền sản xuất ống thép inox với công suất 10.000 tấn ống thép inox/năm. Vốn đầu tư cho giai đoạn 1 của nhà máy Chu Lai hiện là 115 tỷ, trong đó nguồn vốn tự có chiếm 40 tỷ.

*Nguồn: SHI*

Ngoài các nhà máy này, Công ty còn có dự định tiếp tục mở rộng nhà máy bằng nguồn tiền có được từ việc phát hành thêm cổ phiếu và trái phiếu. Việc xây dựng nhà máy có thể thực hiện ở nước ngoài nhằm mục đích hạn chế thuế từ các thị trường xuất khẩu đánh vào các sản phẩm của mình. Hiện công ty đang có ý định xây dựng nhà máy ở Myanmar.

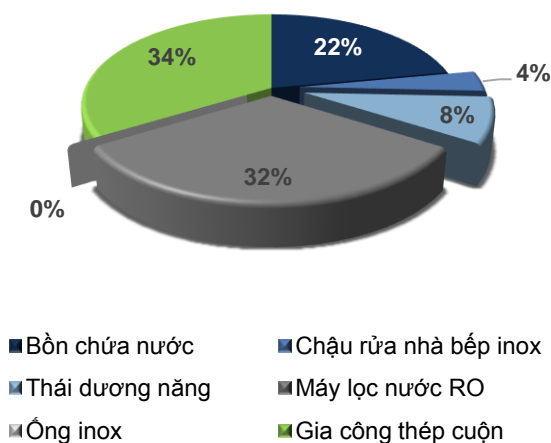


### Các sản phẩm chính

Các sản phẩm chính của Công ty được chia làm 2 nhóm sản phẩm:

- **Nhóm hàng dân dụng:** Bao gồm bồn nước, chậu rửa nhà bếp, Thái Dương Năng, máy lọc nước RO. Đây là các nhóm thiết bị xoay quanh hệ thống cung cấp, sử dụng và xử lý nước sinh hoạt. Nhóm này được phân phối đến người tiêu dùng cuối cùng thông qua hệ thống chi nhánh, nhà phân phối, đại lý. Vì các sản phẩm gia dụng này tương đối lâu bền nên nguồn khách hàng của Công ty chủ yếu là nhóm các khách hàng mới.
- **Nhóm hàng công nghiệp:** Bao gồm ống thép tròn, ống hộp, thanh, cuộn cán. Nhóm hàng này sản xuất từ vật liệu thép không gỉ, cung cấp cho các nhà sản xuất trong các ngành dầu khí, công nghiệp thực phẩm, vật liệu xây dựng. Nhóm hàng này bị ảnh hưởng rất lớn bởi thị trường bất động sản bởi các sản phẩm này chủ yếu là cung cấp cho các công ty xây dựng.

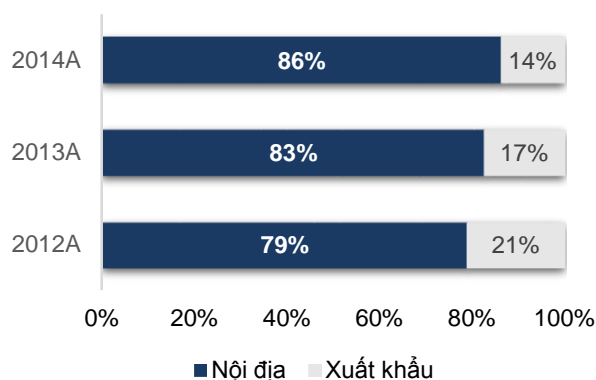
### Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: SHI

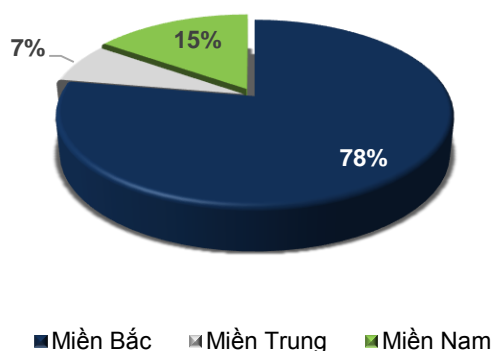
Đối với mỗi loại sản phẩm khác nhau, SHI cũng có các mức độ gia công khác nhau, nên biên lãi gộp của các sản phẩm

### Cơ cấu doanh thu theo địa lý

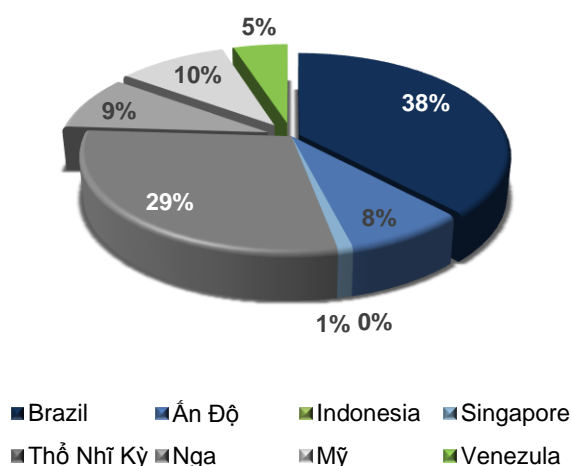


Nguồn: SHI

### Cơ cấu doanh thu nội địa



### Cơ cấu doanh thu xuất khẩu



Nguồn: SHI

cũng có sự chênh lệch đáng kể như bồn nước hay chậu rửa thì đi từ thép cán nguội hay nhựa nguyên sinh, đối với máy lọc nước RO thì gần như Công ty nhập toàn bộ.

### Chính sách bán hàng

Sản phẩm của SHI được sản xuất từ nhà máy và phân phối tới các đại lý, tùy theo khu vực mà mỗi đại lý sẽ có mức giá bán cũng như mức chiết khấu khác nhau do sự khác biệt của một số loại chi phí như chi phí vận chuyển và chi phí bán hàng. Một số khu vực được mở rộng thị phần ở miền Trung và miền Nam. Hàng hóa của SHI được tồn kho tại các đại lý để dễ dàng phân phối ra các khu vực.

### Thị trường tiêu thụ

Thị trường tiêu thụ chính các sản phẩm của SHI phân bổ ở cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu, trong đó thị trường nội địa chiếm tỷ trọng chủ yếu:

- **Đối với thị trường nội địa**, SHI chủ yếu phân phối sản phẩm ở miền Bắc (78%). Ngoài ra, một phần còn lại phân phối cho miền Nam và miền Trung. Hiện Công ty đang nỗ lực mở rộng thị phần ra khu vực miền Nam. Tuy nhiên, việc mở rộng thị phần cũng không mấy dễ dàng bởi các sản phẩm đồ gia dụng có mức độ cạnh tranh rất cao và là những hàng hóa lâu bền ít bị thay thế trong các hộ gia đình.
- **Đối với thị trường xuất khẩu**: Trong thời gian gần đây SHI đẩy mạnh xuất khẩu đi khá nhiều thị trường. Tính đến cuối 2014 SHI đã xuất khẩu đến 22 thị trường và vùng lãnh thổ, mục đích chủ yếu là để đa dạng hóa thị trường xuất khẩu do mặt hàng gia dụng thường bị đánh thuế rất mạnh.



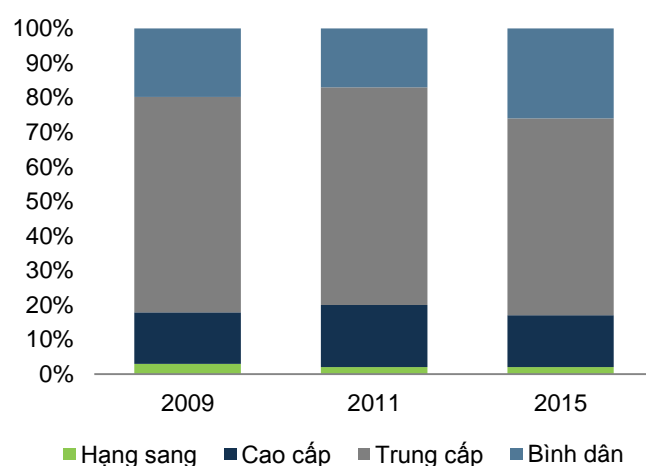
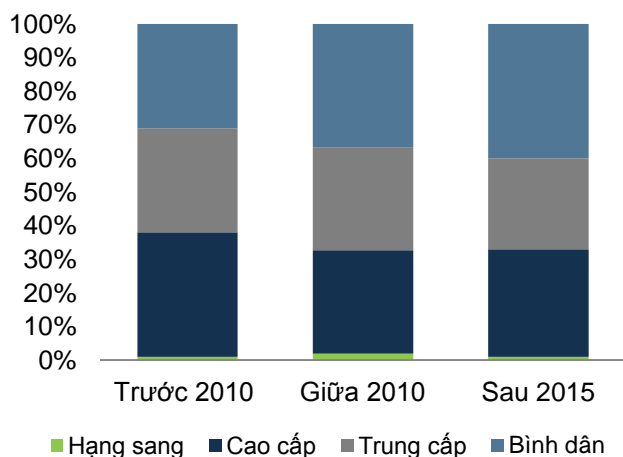
## Triển vọng phát triển của ngành hàng gia dụng

### 1. Xu hướng giá nguyên liệu giảm

Theo dự báo của the worldsteelprice, xu hướng giá của nguyên liệu thép không gỉ vẫn đang giảm sâu bởi các thị trường tiêu thụ lớn trên thế giới vẫn chưa phục hồi. Mặt khác, nguồn cung thép không gỉ vẫn chưa có dấu hiệu giảm sút nhiều. Điều này làm cho giá của thép không gỉ càng khó phục hồi hơn.

### 2. Nhu cầu tiêu thụ phục hồi với sự tăng trưởng của nền kinh tế, mở rộng hoạt động kinh doanh

Các dòng sản phẩm của Công ty chủ yếu là các mặt hàng gia dụng cơ bản, do vậy có ảnh hưởng rất lớn bởi tăng trưởng của nền kinh tế, thị trường bất động sản (bồn, chậu rửa inox), sức mua của người tiêu dùng phục hồi là yếu tố tích cực thúc đẩy sự tăng trưởng của SHI.



Nguồn: CBRE, Q1/2015

Theo báo cáo quý 1/2015 của CBRE, các dự án nhắm vào 2 thành phố lớn là Hồ Chí Minh và Hà Nội đã đẩy mạnh vào 2 phân khúc chính là trung cấp và bình dân. Tính đến Q1/2015 ở thành phố Hồ Chí Minh tỷ trọng phân khúc trung cấp và bình dân chiếm đến 67%, đối với Hà Nội con số này là 83%.

Thu nhập của người dân cũng có xu hướng gia tăng, điển hình là ở khu vực Hồ Chí Minh.

Tháng 10/2015, SHI sẽ ra mắt dòng sản phẩm bình nước nóng bằng điện. SHI sẽ đẩy mạnh hoạt động kinh doanh mở rộng kênh bán hàng ra các thị trường bằng việc mở các chi nhánh ở các khu vực.

### **Nguồn vốn phát hành thêm được sử dụng cho mục đích gì?**

Trong năm 2015, SHI có quá trình tăng vốn bằng cả cổ phiếu và trái phiếu với mục đích chủ yếu nhằm gia tăng nguồn vốn tự có để tái cơ cấu nợ và đầu tư nhà máy mở rộng sản phẩm mới.

Nhìn chung, đây là bước đi đúng đắn của SHI khi khoản nợ vay ngắn hạn đang ăn mòn quá nhiều vào lợi nhuận của công ty, đồng thời tình hình tài chính của SHI đang gặp rủi ro khá lớn. Nếu việc phát hành thành công thì cơ cấu tài chính của SHI sẽ trở nên ổn định hơn, tuy nhiên trong thời gian đầu khi trái phiếu chưa hoàn toàn chuyển đổi thành cổ phiếu thì áp lực lãi vay đối với SHI vẫn còn lớn.

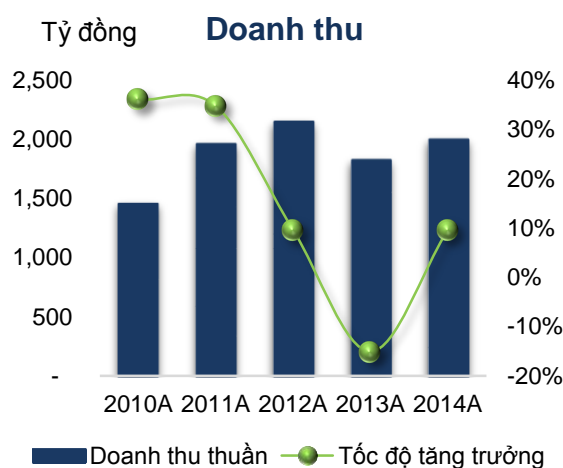
<b>Phân bổ nguồn vốn trái phiếu</b>	<b>Giá trị (tỷ đồng)</b>
Xây dựng nhà máy ở Bắc Ninh	140
Xây dựng nhà máy ở Myanmar	20
Xây dựng nhà máy ở Nghệ An	40

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2015

Chỉ tiêu	Đơn Vị	6T/2015	2015	2014	So với 2014	KH 2015
<b>Doanh thu thuần</b>	Tỷ đồng	1.010	2.100	1.994	5,3%	2.400
<b>Giá vốn hàng bán</b>	Tỷ đồng	844	1.743	1.701	2,5%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	Tỷ đồng	166	357	293	21,8%	
<b>Chi phí bán hàng</b>	Tỷ đồng	61,6	133	134	-0,07%	
<b>Chi phí quản lý</b>	Tỷ đồng	14,1	37	47,8	-23%	
<b>Chi phí tài chính</b>	Tỷ đồng	39	70	77,7	9,9%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	Tỷ đồng	58	117	44,3	164%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	Tỷ đồng	47,4	91	32,7	178%	65
<b>EPS</b>	Đồng	1.385	2.240*	1.280	75%	

Nguồn: FPT S dự phóng

\*Đã ước tính việc pha loãng từ 18 triệu cổ phiếu phát hành thêm.



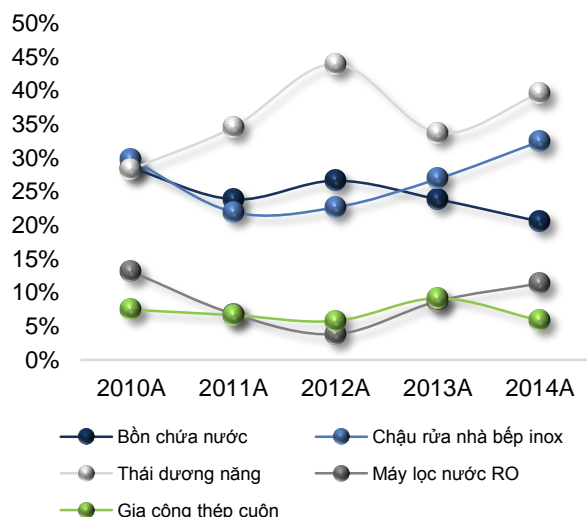
Nguồn: SHI

### Doanh thu và lợi nhuận gộp

Doanh thu trong giai đoạn 2010-2014 tăng trưởng với tốc độ kép bình quân 8,8%/năm. Năm 2012 là năm SHI đạt được doanh thu cao nhất đạt 2.143 tỷ. Trong giai đoạn này doanh thu của Công ty biến động khá nhiều một phần do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, mặt khác Công ty có mở rộng hoạt động ra ngoài ngành nên doanh thu có phần biến động không ổn định. Đồng thời, các sản phẩm của công ty cũng có mức tiêu thụ và tác động khác nhau trong từng thời kỳ.

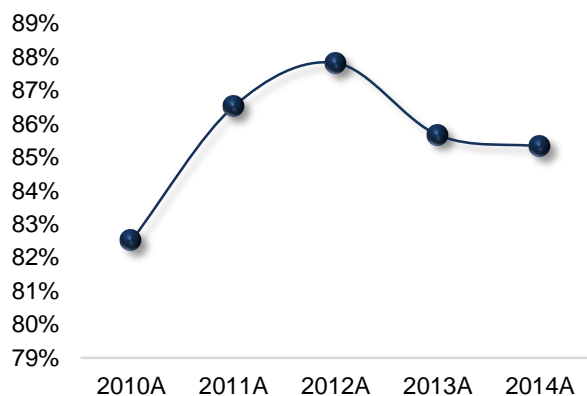
Do sự giảm giá nguyên liệu đầu vào cũng làm giá sản phẩm đầu ra của Công ty giảm tương ứng nên chúng tôi cho rằng kế hoạch doanh thu trong năm 2015 của SHI sẽ khó đạt được, mặc dù nhu cầu tiêu thụ của người dân có dấu hiệu phục hồi do thị trường bất động sản ấm lên. Chúng tôi dự phóng doanh thu trong năm 2015 của SHI là 2100 tỷ, cao hơn 5,3% so với 2014.

### Biên lợi nhuận gộp theo từng sản phẩm



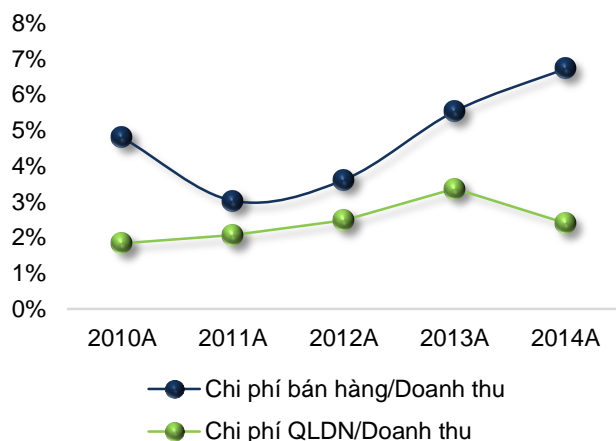
Nguồn: SHI

### GVHB/Doanh thu



Nguồn: SHI

### Chi phí bán hàng & chi phí QLDN



Nguồn: SHI

Biên lợi nhuận gộp của từng mặt hàng cũng thay đổi tương đối phức tạp. Có thể thấy rõ sản phẩm thái dương năng có biên lợi nhuận gộp cao nhất, luôn duy trì ở mức 40%, trong khi đó mảng gia công thép cuộn lại có biên lợi nhuận gộp khá thấp ở mức dưới 10%. Khi giá nguyên liệu thép không gỉ giảm giá ở năm 2014, các sản phẩm thái dương năng, chậu rửa bếp inox, máy lọc nước RO có biên lợi nhuận gộp gia tăng, trong khi sản phẩm bồn nước và gia công thép cuộn lại có biên lợi nhuận gộp giảm dần.

Theo chiều hướng giảm của giá Nickel, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của SHI sẽ tiếp tục được cải thiện ở năm 2015. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ đạt mức 18%-20% trong năm 2015.

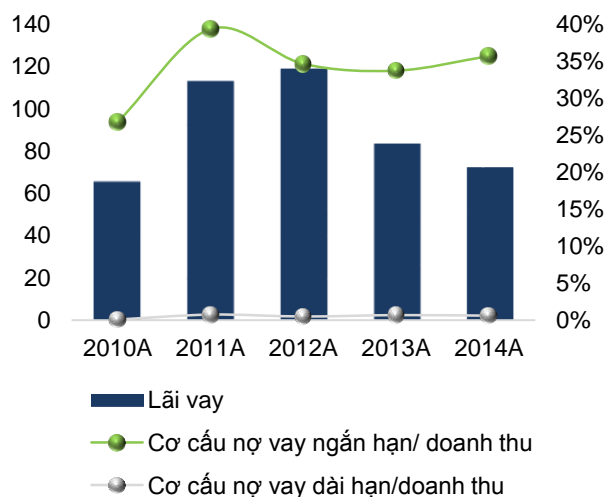
### Giá vốn hàng bán

Giá vốn hàng bán của SHI gần như biến động tương tự như biến động của giá thép không gỉ 304 như đã trình bày ở trên, vốn chiếm tỷ trọng rất lớn trong cơ cấu giá vốn hàng bán. Tính đến năm 2014, tỷ trọng giá vốn hàng bán đang có xu hướng giảm và duy trì ở mức 85% trên doanh thu. Tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu vẫn tiếp tục giảm trong tương lai do nguyên liệu thép không gỉ vẫn còn dư thừa khá lớn, trong khi các công ty đứng đầu về sản xuất thép không gỉ vẫn chưa có xu hướng giảm sản lượng sản xuất một cách đáng kể (sản lượng sản xuất của các công ty này chiếm 75% sản lượng sản xuất thép không gỉ trên thế giới).

### Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

Trong khi chi phí bán hàng có xu hướng tăng trong những năm gần đây, từ mức 3% ở năm 2011 lên đến 7%, chi phí quản lý doanh nghiệp lại luôn được duy trì ở mức khoảng 3%. Nguyên nhân chủ yếu làm chi phí bán hàng tăng mạnh là do Công ty duy trì việc đẩy mạnh bán hàng để mở rộng thị phần ở cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu. Xu hướng trong tương lai chi phí bán hàng vẫn sẽ tiếp tục gia tăng để đẩy mạnh doanh thu ở các thị trường mới (Miền Trung, Nam). Do vậy chi phí bán hàng và chi phí quản lý sẽ gia tăng trong nửa cuối năm 2015.

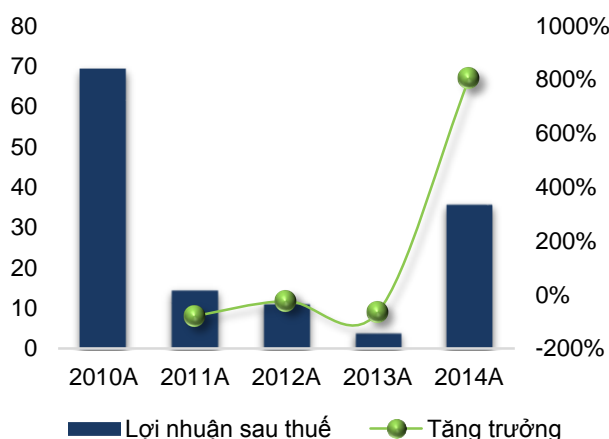
### Tỷ đồng **Lãi vay và cơ cấu nợ vay**



### **Lãi vay và cơ cấu nợ vay**

Lãi vay trong những năm gần đây có xu hướng giảm, từ mức 120 tỷ ở năm 2012, giảm còn 72 tỷ ở năm 2014 do lãi suất giảm và dư nợ giảm dần. Cơ cấu nợ vay của SHI chiếm chủ yếu là nợ ngắn hạn, duy trì hằng năm ở mức khoảng 35% trên doanh thu để bổ sung vốn lưu động. Trong khi đó, vay dài hạn chiếm tỷ trọng rất nhỏ, chưa đến 1% trên doanh thu. Trong thời gian tới nếu Công ty phát hành thành công trái phiếu, cơ cấu nợ ngắn hạn, dài hạn cũng như lãi vay sẽ có sự điều chỉnh đáng kể (Công ty dùng 120 tỷ trái phiếu để cơ cấu nợ vay) nhằm giảm thiểu lãi vay do lãi suất trái phiếu thấp hơn mức lãi vay doanh nghiệp phải chịu. Dù vậy, trong thời gian đầu, Công ty vẫn sẽ gánh chịu một mức lãi vay tương đối lớn trước khi chuyển đổi số trái phiếu này thành cổ phiếu.

### Tỷ đồng **Lợi nhuận sau thuế**



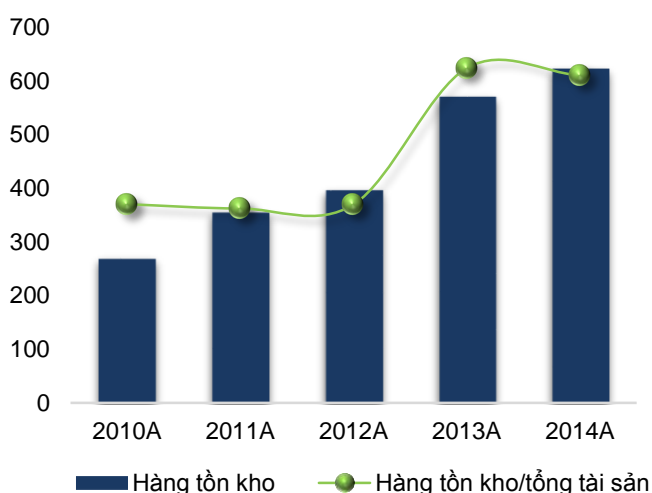
### **Lợi nhuận sau thuế**

Lợi nhuận sau thuế của SHI biến động khá lớn trong giai đoạn 2010-2014, khi lợi nhuận đạt đỉnh 69 tỷ ở năm 2010, đến năm 2013 lợi nhuận chỉ đạt khoảng 4 tỷ. Năm 2014 là năm SHI bắt đầu hồi phục khi lợi nhuận khoảng 35 tỷ, chủ yếu do lãi vay và giá nguyên liệu đầu vào đã giảm mạnh. Lợi nhuận 6T/2015 vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh đạt khoảng 47 tỷ do xu hướng giá nguyên liệu đầu vào giảm. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế cho cả năm 2015 của SHI đạt 91 tỷ, cao hơn 278% so với năm 2014 dựa trên cơ sở giá nguyên liệu đầu vào vẫn trên xu hướng giảm và nhu cầu tiêu dùng gia tăng.

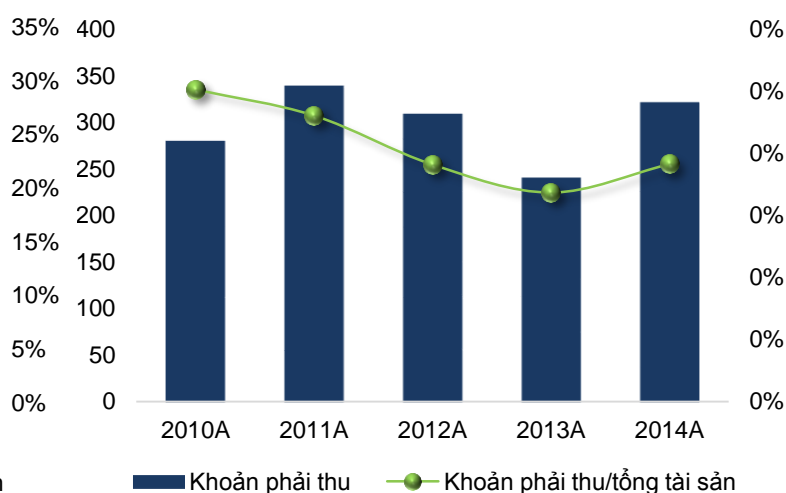
Nguồn: SHI

### **Hàng tồn kho, khoản phải thu**

#### Tỷ đồng **Cơ cấu hàng tồn kho**



#### Tỷ đồng **Cơ cấu khoản phải thu**



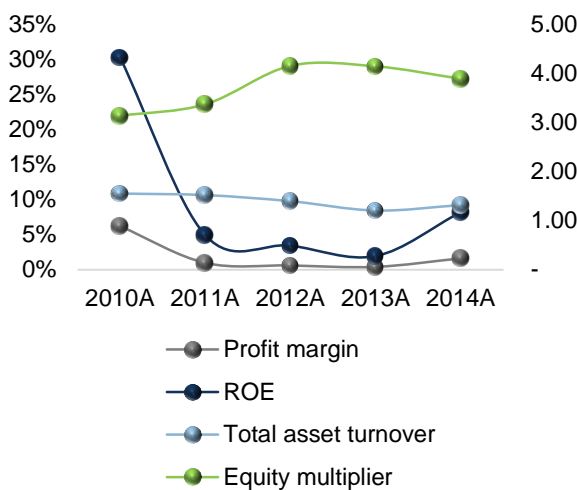
Nguồn: SHI



Hàng tồn kho và khoản phải thu liên tục tăng trong những năm gần đây, từ mức 270 tăng lên hơn 600 tỷ ở năm 2010 và 2014 đối với hàng tồn kho, trong khi khoản phải thu liên tục duy trì ở mức 20% tổng tài sản. Đây là nguồn tài sản ngắn hạn chủ yếu trong cơ cấu tài sản của Công ty (chiếm đến hơn 50% tổng tài sản).

Khoản phải thu và tồn kho tăng mạnh, và chủ yếu được trừ tại các chi nhánh ở các khu vực nhằm hỗ trợ cho việc mở rộng hoạt động của SHI trong thời gian này và được đánh giá vẫn sẽ duy trì để gia tăng thị phần.

### Phân tích Dupont



Nguồn: SHI

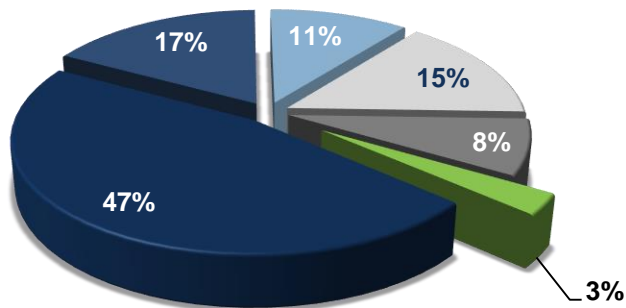
### Phân tích DuPont

ROE của SHI biến động khá mạnh, khi đạt mức đỉnh hơn 30% ở năm 2010, ROE các năm sau duy trì khá thấp. Đóng góp chính trong đó là đòn bẩy tài chính được sử dụng hiệu quả và duy trì khá cao ở mức 4 lần, cùng với vòng quay tài sản ở mức 1,5 lần. Thay vào đó biên lợi nhuận ròng của SHI lại khá thấp, chỉ khoảng 1%-2% hằng năm, nguyên nhân chủ yếu là do các khoản chi phí trong hoạt động kinh doanh quá lớn. Khi Công ty tái cơ cấu nợ thành công thì biên lợi nhuận ròng có thể được cải thiện, đồng thời đòn bẩy tài chính sẽ có xu hướng sụt giảm và vòng quay tài sản được kì vọng duy trì trong tương lai.

## Phụ lục 1: Sơ lược về nguyên liệu thép không gỉ

Thép không gỉ (còn gọi là Inox) là một dạng hợp kim của sắt với thành phần chính là crôm với hàm lượng tối thiểu là 10,5% và một số nguyên tố khác như nickel, titan, mangan, đồng, nhôm. Nhờ thành phần hoá học của mình, thép không gỉ có những đặc tính rất đặc biệt như chống được ăn mòn, chịu được nhiệt độ cao, đảm bảo vệ sinh, bề ngoài sáng, đẹp, có khả năng chịu lực, dễ gia công, thời gian sử dụng cao và có thể tái chế. Với những đặc tính này, thép không gỉ ngày càng được sử dụng rộng rãi trong đời sống hàng ngày và trong rất nhiều ngành công nghiệp khác nhau như:

- **Sản phẩm tiêu dùng:** dao kéo, chậu rửa, lồng máy giặt, lưỡi dao cạo...
- **Kiến trúc và xây dựng dân dụng:** lan can, ống thép trang trí...
- **Giao thông:** hệ thống xả khí thải, thùng chứa chuyên chở hoá chất...
- **Hoá chất, dược:** bình nén, ống xử lý hoá chất...
- **Dầu khí:** dàn khoan dầu, ống dẫn dầu, ống dẫn dưới biển...
- **Y tế:** thiết bị phẫu thuật, thiết bị cấy ghép...
- **Thực phẩm:** thiết bị chế biến lương thực, thực phẩm, chum cất rượu, bia.
- **Xử lý nước:** thiết bị xử lý nước thải, thùng chứa nước nóng.
- **Thiết bị khác:** lò xo, ốc vít...



- |                                   |                                   |
|-----------------------------------|-----------------------------------|
| ■ Hàng tiêu dùng và thiết bị y tế | ■ Hóa chất, hóa dầu và năng lượng |
| ■ Xe, phương tiện vận chuyển      | ■ Xây dựng                        |
| ■ Các ngành công nghiệp           | ■ Khác                            |

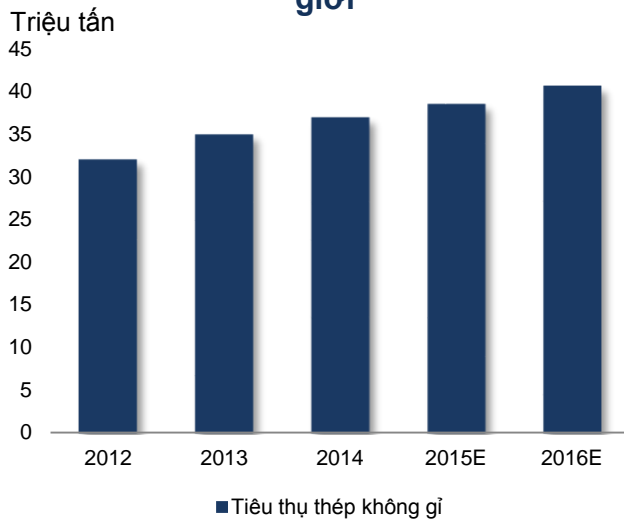
Nguồn: SMR

Tính đến cuối năm 2014, trong tổng số mức tiêu thụ sản phẩm thép trên thế giới (1,6 tỷ tấn), mức tiêu thụ thép không gỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ (khoảng 2,3% ở năm 2014). Với những đặc tính vượt trội của thép không gỉ, so với các sản phẩm thép khác, đây vẫn là phân khúc thép có triển vọng sử dụng rộng rãi trong tương lai. Thép không gỉ mác 304 là loại thép được sử dụng nhiều nhất trên thế giới (chiếm 50% sản lượng thép không gỉ trên thế giới).

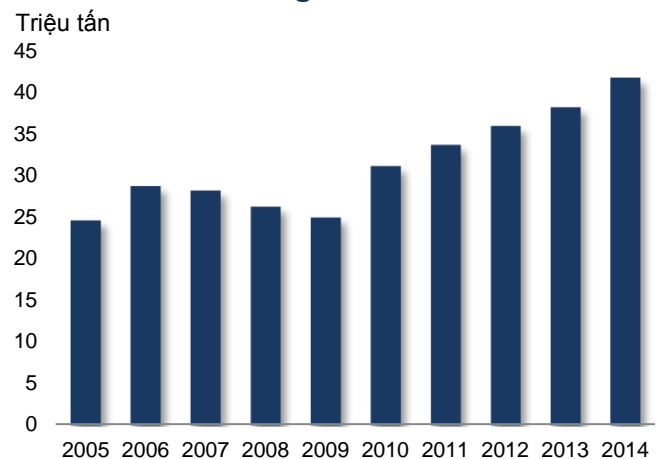
## Phụ lục 2: Tình hình tiêu thụ, thị trường cung cầu thép không gỉ trên thế giới và các sản phẩm từ thép không gỉ

Thị trường sản xuất thép không gỉ trên thế giới phân bố chủ yếu ở các nước châu Á, trong đó riêng Trung Quốc đã chiếm hơn 50%. Giá thép không gỉ trong ngắn và trung hạn phụ thuộc vào triển vọng giá Nickel, tuy nhiên giá Nickel đang ở trạng thái dư cung và dự trữ chưa từng có. Mặt khác, các nhà sản xuất Trung Quốc liên tục sử dụng thép pha chế với quặng của các nhà sản xuất ở các nước khác có hàm lượng Nickel thấp, do vậy giá Nickel đã thấp lại càng khó phục hồi hơn trong tương lai. Theo đánh giá của MEPS, sản lượng sản xuất thép không gỉ năm 2015 đạt khoảng 43 triệu tấn, tăng 4,9% so với năm 2014, các nhà sản xuất thép không gỉ lớn trên thế giới cũng không giảm sản lượng quá nhiều so với năm trước.

**Tiêu thụ thép không gỉ trên thế giới**

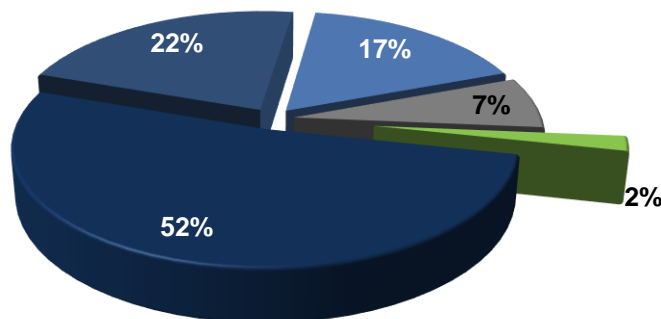


**Sản xuất thép không gỉ trên thế giới**



Nguồn: Statista, SMR

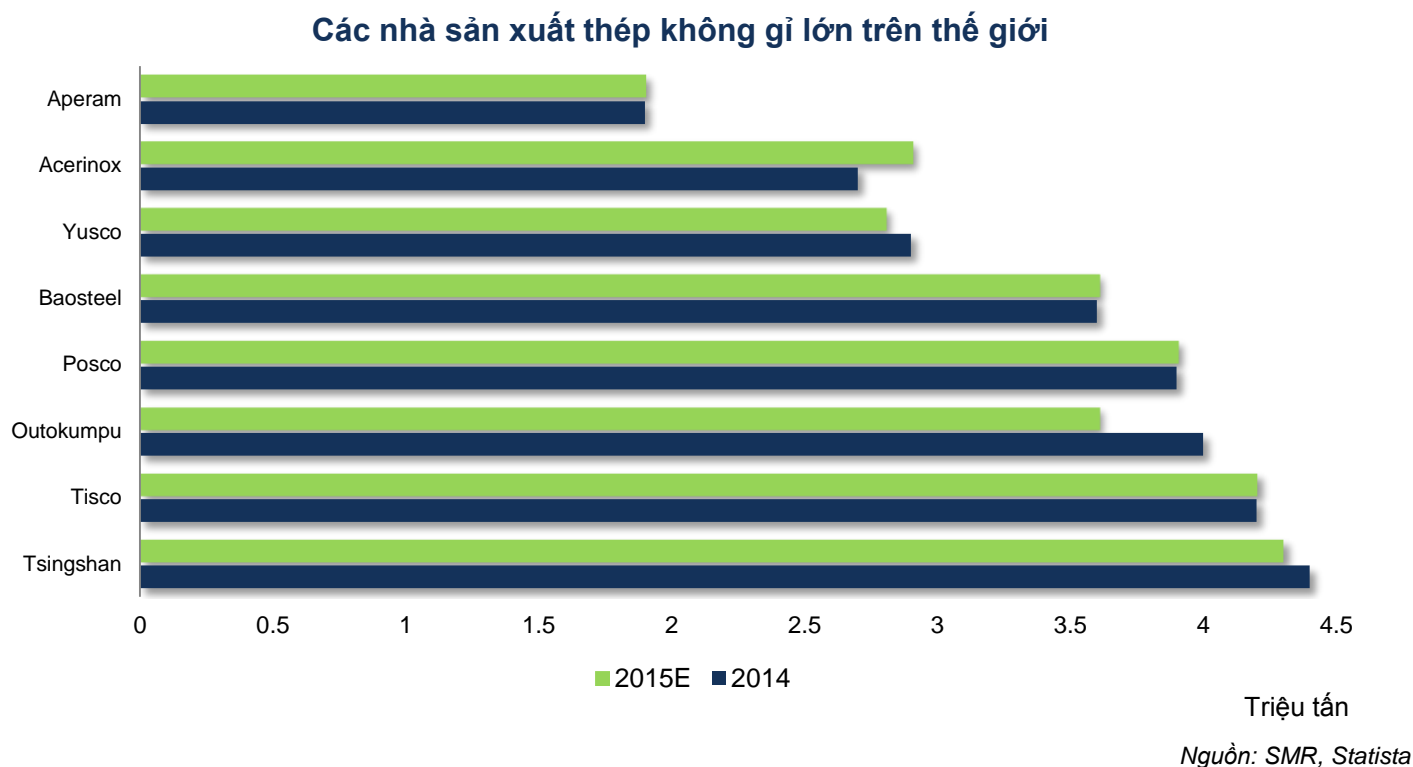
**Thị phần cung ứng thép không gỉ trên thế giới năm**



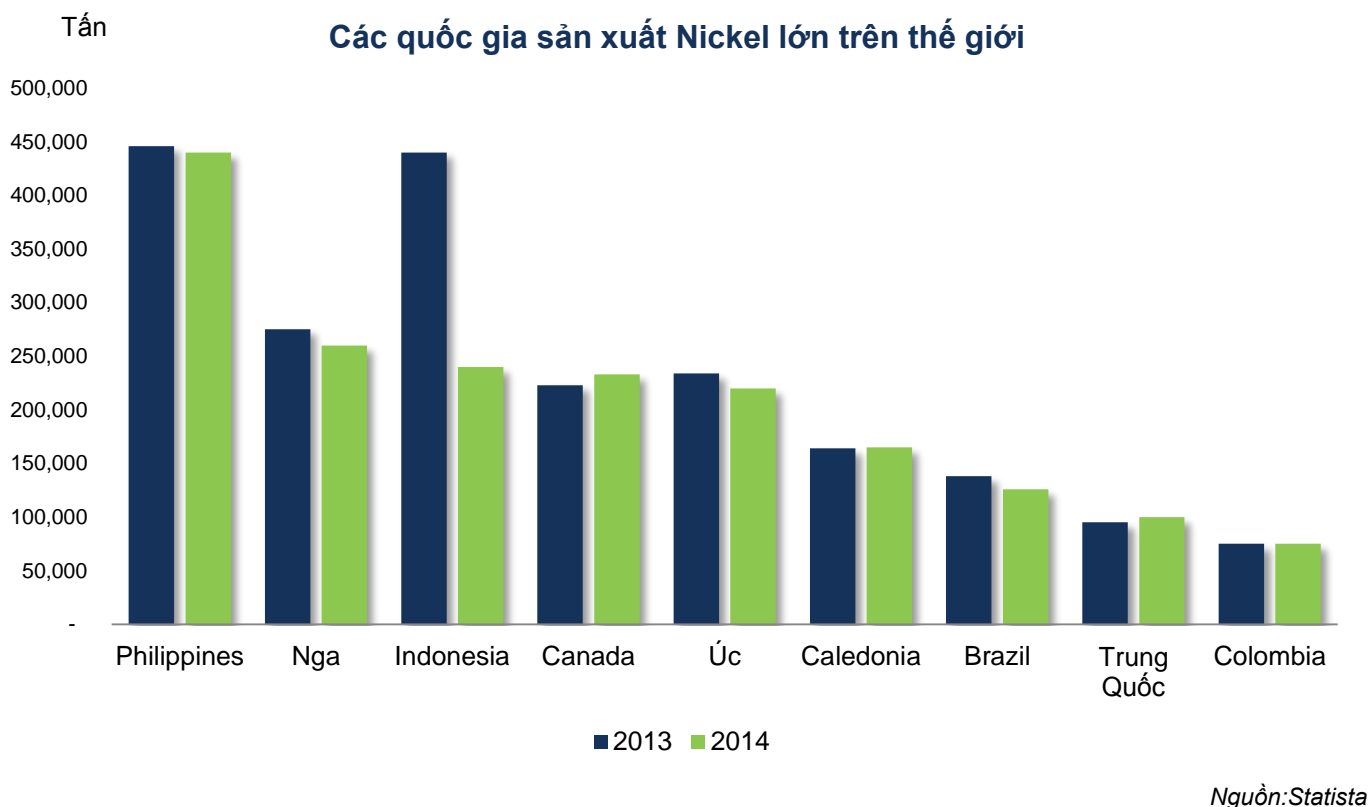
■ Trung Quốc ■ Các nước châu Á khác (ngoài Trung Quốc) ■ EU ■ Mỹ ■ Khác

Nguồn: The stainless steel in figures 2015

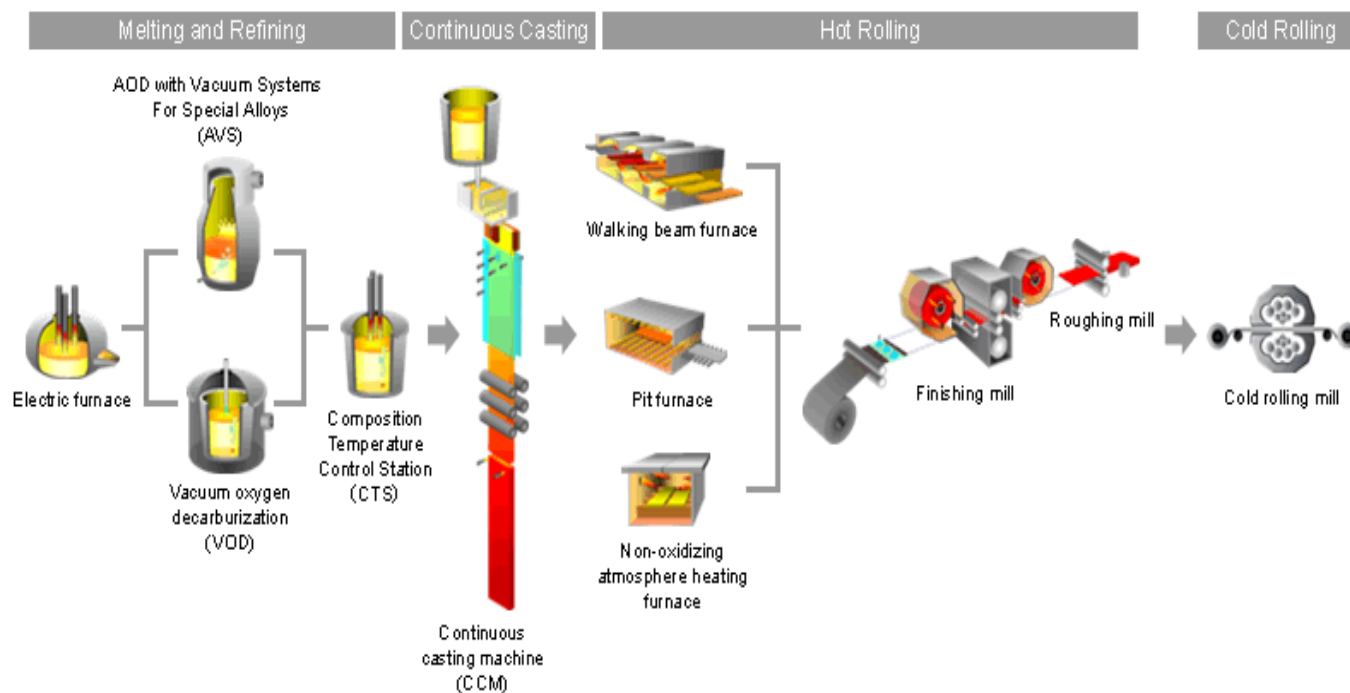
### Phụ lục 3: Các công ty sản xuất thép không gỉ lớn trên thế giới



### Phụ lục 4: Một số quốc gia sản xuất Nickel lớn trên thế giới



## Phụ lục 5: Quá trình sản xuất thép không gỉ



## Phụ lục 6: Các mác thép không gỉ chính, công dụng

Mác thép	Công dụng
201 và 201L	Nắp nồi, than nồi, kệ ống, vòng găng pit-tông (xec măng) cộc xe moóc tải và khung cửa...
301	Xe lửa, khung máy bay, băng chuyền, ốc vít, lò xo...
303	Ốc vít, bù long v.v
<b>304</b>	<b>Chậu rửa, ống trang trí nội thất, bình nóng lạnh, vòi tắm, nồi đun sôi, linh kiện xe máy, thiết bị y tế, vật liệu trang trí cao ốc, công nghiệp hoá chất thực phẩm, công nghiệp dệt, công nghiệp chế biến sữa, linh kiện tàu biển...</b>
304L	Máy móc công cụ dành cho ngành hoá chất, than đá, dầu khí cần chống gỉ cao, các bộ phận cách nhiệt, xử lý nhiệt...
304 Cu	Chai, chậu rửa, ấm, cửa.
304N1	Sử dụng trong ngành hoá chất, đèn đường, bồn nước, ống nước...
304 LN	Thiết bị trao đổi nhiệt, tàu chứa hoá chất.
304H,M,S	Dây, bản lề, ốc vít, đinh ốc...
304HA,HC,HD,HN	Cần xe, ống thông gió, bù long, ốc vít cỡ lớn và trung, đinh..
305	Đồ dùng ăn uống, thiết bị điện
316	Thiết bị xử lý nước biển, thiết bị cho ngành hoá chất, giấy, phân bón, công nghiệp thực phẩm, xây dựng...
316L	Lưới chống gỉ cao hơn mác 316
316S	Lưới
321	Ống xả khí máy bay, nồi hơi, thiết bị trao đổi nhiệt...



**Phụ lục 7: Phân tích SWOT Công ty Cổ phần Sơn Hà**

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>Sản phẩm phong phú, có thương hiệu trên thị trường.</li> <li>Cơ cấu doanh thu xuất khẩu và nội địa đa dạng.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cơ cấu nợ và vốn chưa cân bằng, dòng tiền hoạt động còn gặp nhiều vấn đề khó khăn.</li> <li>Hoạt động chủ yếu ở thị phần miền Bắc, khó mở rộng ra các thị trường khác đối với mặt hàng tiêu dùng do sản phẩm có tính tương đồng cao.</li> </ul>
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>Mảng kinh doanh hàng gia dụng còn mới mẻ, có nhiều cơ hội phát triển.</li> <li>Thị trường bất động sản hồi phục, gián tiếp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng hàng gia dụng.</li> <li>Nền kinh tế Việt Nam phục hồi và tăng trưởng thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng của người dân.</li> <li>Hưởng lợi từ giá nguyên liệu thép không gỉ giảm do nguồn dư cung còn lớn.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sản phẩm đồ gia dụng mang tính tương đồng cao nên cạnh tranh gay gắt ở cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu.</li> <li>Các thị trường xuất khẩu vẫn bị áp lực thuế chống bán phá giá để bảo hộ nền công nghiệp nước nhà.</li> </ul>

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Diễn giải về mức khuyến nghị đầu tư

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 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 mức 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 trong khoảng 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trong khoảng -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 và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu SHI nào.

**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 FPT. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo 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) 37737070 / 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

##### Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

##### Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888