

**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

	2010	TB Ngành
<b>Tăng trưởng (%)</b>		
Doanh thu	49.1%	38.6%
Lợi nhuận gộp	-27.7%	37.6%
EBIT	-36.9%	29.2%
EBITDA	-31.9%	24.0%
Lợi nhuận ròng	-51.0%	-0.3%
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>		
ROE	19.0%	22.7%
ROA	6.7%	9.1%
ROCE	30.5%	27.3%
<b>Hiệu quả quản lý (ngày)</b>		
Vòng quay hàng tồn kho	110.23	119.00
Vòng quay khoản phải thu	9.52	49.34
Vòng quay khoản phải trả	50.09	27.94
Số ngày chuyển đổi thành tiền	69.66	140.40
Vốn lưu động ròng (triệu VND)	264,298	
<b>Sức khỏe tài chính</b>		
Chỉ số thanh toán ngắn hạn	1.25	1.31
Chỉ số thanh toán nhanh	0.44	0.61
Khả năng thanh toán lãi vay	5.34	3.02
Hệ số nợ	0.92	1.86
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính	3.06	3.05
<b>Định giá</b>		
EPS trailing	4,958	4,090
P/E trailing	3.25	5.31
P/B	0.90	1.12
EPS forward	5,133	
P/E forward	3.14	
Cổ tức trên cổ phiếu	2,000	
Tỷ suất giá/cổ tức	8.05	
<b>Chỉ số chất lượng lợi nhuận</b>	<b>(0.24)</b>	

**KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

(triệu VND)	2010 A	2011 E
<b>Doanh thu</b>	<b>3,084,162</b>	<b>3,546,786</b>
% tăng trưởng	49.13%	15.00%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>232,668</b>	<b>372,413</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	7.54%	10.50%
% tăng trưởng	-27.72%	60.06%
<b>EBIT</b>	<b>179,004</b>	<b>285,651</b>
% doanh thu	5.80%	8.05%
% tăng trưởng	-36.86%	59.58%
<b>EBITDA</b>	<b>215,066</b>	<b>321,859</b>
% doanh thu	7.00%	9.07%
% tăng trưởng	-31.90%	49.10%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>110,415</b>	<b>154,465</b>
Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)	3.58%	4.36%
% tăng trưởng	-51.02%	39.90%

Quy mô DN	Mid-Cap	Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	447.00
Ngành	Thép	Giá ngày (26/07/2011)	16,100
SME đánh giá	Công ty chu kỳ	SME Định giá	18,292

**TỔNG QUAN**

Công ty CP Thép Việt-Ý (VIS) được thành lập năm 2001, lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm thép xây dựng, xuất nhập khẩu nguyên liệu, thiết bị phụ tùng ngành thép, kinh doanh dịch vụ vận tải hàng hoá. Hiện tại, VIS đang sản xuất trên dây chuyền công nghệ Danieli Morgardshamma do tập đoàn Danieli-Italy cung cấp, công suất thiết kế 250,000 tấn/năm. Trong quý II/2011, VIS khởi công dự án nâng cấp công suất nhà máy lên mức 450,000 tấn/năm, tổng vốn đầu tư là 903.63 tỷ đồng, thời gian hoàn vốn dự kiến 4 năm, tiến hành nghiệm thu đưa vào hoạt động vào cuối năm nay. Thị phần chủ yếu của VIS là miền Bắc và miền Trung, VIS đang thâm nhập vào thị trường miền Nam.

**Vị thế doanh nghiệp:** Với công suất 250,000 tấn/năm hiện tại, VIS chiếm tỷ trọng xấp xỉ 5% thị phần trong nước, dự báo đến cuối năm khi dự án nâng cấp công suất nhà máy hoàn thành, tỷ trọng thị phần trong nước của VIS có thể đạt 7.5%. So với các doanh nghiệp cùng ngành, VIS có quy mô trung bình.

**Lợi thế doanh nghiệp:**

- Khách hàng ổn định, chủ yếu là các dự án sông Đà (chiếm 80% đầu ra).
- Là doanh nghiệp thành viên của Tổng công ty Sông Đà, có mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước.
- Nguồn cung nguyên liệu ổn định từ Công ty CP luyện thép Sông Đà.

**Rủi ro:**

- Giá thép thế giới giảm mạnh trong quý II và triển vọng hai quý cuối năm của ngành thép thế giới cũng như nội địa là tương đối mờ mịt.
- Kế hoạch cắt giảm đầu tư công của Chính phủ và tình hình ảm đạm của các dự án BĐS ảnh hưởng trực tiếp đến 80% nguồn tiêu thụ sản phẩm của VIS.
- Giá vốn hàng bán tăng do giá phiêi thép duy trì ở mức cao, giá nguyên phụ liệu như than, điện đều tăng mạnh trong năm 2011, chi phí lãi vay cao.

## ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

- **Sản lượng sản xuất và tiêu thụ:** Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, VIS đã sản xuất 109,030 tấn và tiêu thụ 112,272 tấn trong 5 tháng đầu của 2011, đạt khoảng 50% kế hoạch của năm. Như vậy, ước tính sản lượng cả năm của VIS nhiều khả năng sẽ vượt 225,000 tấn kế hoạch.
- **Doanh thu:** Nửa đầu 2011, tăng trưởng doanh thu của VIS dựa phần lớn vào tăng trưởng về giá trị (khoảng 45%) và tăng trưởng cả về sản lượng tiêu thụ (khoảng 25%) do giá bán thép xây dựng trên thế giới và trong nước tăng mạnh trong quý I và giữ mức cao trong quý II. Giá thép hiện nay đang có xu hướng điều chỉnh giảm nhẹ (tương tự như trong quý II/2010) và có thể giữ mức giá đến cuối năm. Dựa trên giả định về giá và sản lượng, chúng tôi dự báo doanh thu của VIS trong 2011 sẽ đạt khoảng 3,068 tỷ VND, tăng 17% so với 2010.
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp:** Tỷ lệ giá vốn bán hàng của VIS trong 2011 theo chúng tôi sẽ giảm từ 92% xuống khoảng 89.5% nhờ hưởng lợi từ lượng phôi tồn lớn từ năm trước trong quý I và giá phôi thép nhập xuống khá thấp trong giai đoạn tháng 3 - tháng 4. Tỷ suất lợi nhuận gộp của VIS vì vậy sẽ được cải thiện lên 10.5% trong năm nay.
- **Lợi nhuận ròng:** Với kết quả hoạt động kinh doanh của quý II, VIS đã hoàn thành 92% kế hoạch lợi nhuận của cả năm. Dựa trên dự báo về giá thép và phôi thép cùng tăng trong nửa cuối 2011, chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận ròng 2011 của VIS có thể đạt 154 tỷ VND, tăng 40% so với năm 2010 và tỷ suất lợi nhuận 4.36% so với trung bình ngành (3.59%). Chỉ số chất lượng lợi nhuận (earning quality) giảm dần từ 0.28 năm 2008 xuống còn (0.24) năm 2010 cũng cho thấy sự cải thiện dần về chất lượng lợi nhuận của DN.
- **Hàng tồn kho:** Hàng tồn kho có vai trò đặc biệt trong hoạt động kinh doanh của DN ngành Thép, có thể quyết định lợi nhuận của DN trong ngắn hạn. Dự báo tăng trưởng doanh thu H1/2011 đạt 49% dựa trên định giá hàng tồn kho cuối 2010 của VIS. Tính đến hết quý II/2011, nhiều khả năng VIS đã tiêu thụ hết số hàng tồn kho năm trước và còn khoảng 30,000 – 35,000 tấn thép tồn kho.
- **Nguồn vốn:** Vay ngắn hạn là phương thức huy động vốn chủ yếu của VIS do nhu cầu vốn lưu động lớn. Với vốn vay ngắn hạn lớn, lãi suất trên 20%/năm như hiện nay là nguyên nhân đẩy dự báo chi phí tài chính và lãi vay của VIS trong năm 2011 lên gấp đôi. Tuy nhiên, các chỉ số sức khỏe tài chính tốt hơn trung bình ngành cho thấy công ty có nhiều khả năng vượt qua được thử thách này.

Nhìn chung, tình hình hoạt động kinh doanh của VIS năm 2011 là khá khả quan với tăng trưởng lợi nhuận cải thiện lớn.

### ĐỊNH GIÁ

Với mức giá 15,800 VND hiện tại, P/E forward và P/E trailing của VIS đều đang thấp hơn trung bình ngành. Trong điều kiện thanh khoản thị trường được cải thiện và giả định lãi suất cho vay là 18%, chúng tôi định giá cổ phiếu VIS ở mức 18,292 VND/cổ phiếu trong vòng 6 tháng tới (theo phương pháp chiết khấu dòng tiền). Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể **MUA** ở mức giá hiện tại.

(triệu VND)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>EBIT</b>	<b>203,844</b>	<b>283,517</b>	<b>179,004</b>	<b>285,651</b>	<b>391,249</b>	<b>409,150</b>
- Thuế	20,322	34,759	35,042	51,488	78,633	84,498
+ Khấu hao	31,971	33,454	36,862	36,208	39,828	43,015
- CAPEX	184,748	76,865	145,956	258,161	46,420	40,850
- Thay đổi trong vốn lưu động ròng	398,822	(231,396)	96,084	(55,549)	20,796	18,301
<b>FCF</b>	<b>(368,077)</b>	<b>436,743</b>	<b>130,952</b>	<b>(43,339)</b>	<b>326,821</b>	<b>345,117</b>
Tăng trưởng TB 5 năm	12.00%					
Tỷ lệ tái đầu tư	97.9%					
WACC	25.26%					
Terminal Value	206,259					
Giá trị doanh nghiệp	1,081,990					
Giá trị thị trường nợ vay	533,231					
Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu	548,759					
Số lượng cổ phiếu	30,000,000					
<b>Giá cổ phiếu với LS 18%</b>	<b>18,292</b>					

#### PHỤ LỤC ĐÁNH GIÁ DOANH NGHIỆP CỦA SME

**Tăng trưởng chậm:** Đây là những công ty lớn, ổn định đã trải qua những giai đoạn của chu kỳ phát triển. Các công ty này hiện tại chỉ tăng trưởng với tốc độ nhỉnh hơn một chút so với tốc độ tăng trưởng của cả nền kinh tế.

**Tăng trưởng vững mạnh:** Những công ty đã ổn định này năng động hơn các công ty tăng trưởng chậm một chút, tốc độ tăng trưởng từ 20 – 30%

**Tăng trưởng nhanh:** Đây là những công ty đang tăng trưởng mạnh mẽ, có khi đến 40-50% một năm.

**Chu kỳ:** Là những công ty mà kết quả kinh doanh cũng như thị giá cổ phiếu lên và xuống theo chu kỳ.

**Tài sản ngầm:** Đây là những công ty có những tài sản với trị giá cao mà thị trường không nhận biết.

**Turnarounds:** Đây là những công ty có khả năng xoay chuyển tình thế, thường phải đối mặt với nhiều rủi ro tiềm tàng, nhưng những công ty này có đủ tài lực để thay đổi tình hình qua hướng sáng sủa hơn.

## KHỐI PHÂN TÍCH - ĐẦU TƯ

### TRỤ SỞ CHÍNH:

39 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4) 22205678 (ext: 408)

Fax: (84-4) 22205680

Email: [research@sme.vn](mailto:research@sme.vn)

Website: <http://www.smes.vn>

### CHI NHÁNH TP. HCM:

11 Trần Quốc Thảo, Quận 3, HCM

Tel: (84-8) 39147388

Fax: (84-8) 39308707

Email: [research@sme.vn](mailto:research@sme.vn)

Website: <http://www.smes.vn>

*\* Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.*

*SMES có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng SMES có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.*

*Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của SMES đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán SME, 2011.*