

HSG (HSX)

CTCPTẬP ĐOÀN HOA SEN

NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN

NĂM GIỮ

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

13.700

Chuyên viên: Phạm Như Ngọc

Email: ngoc.pn@vpsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 348

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (13/09/2011)	12.500
Giá cao nhất (52 tuần)	25.309
Giá thấp nhất (52 tuần)	8.200
Số CP đang lưu hành	98.770.800
KLGDQB/phiên (1 tháng gần nhất)	338.374
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.235
Trailing P/E (x)	18,9
Forward P/E 2011 (x)	7,5
P/BV (30/06/2011)	0,7

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Đv:Tỷ đồng	09-10	9T/10-11	10-11(P)	10-11(F)
DT	4.899,2	5.845,7	6.408,0	7.693,3
LNTT	251,9	129,0		192,7
LNST	2,3	125,8	190,6	163,8
VĐL	1.007,9	1.007,9		1.007,9
VCSH	1.711,5	1.741,5		1.752,4
TTS	4.549,1	4.685,6		5.850,0
ROE	12,3%	7,2%		9,3%
ROA	4,6%	2,7%		2,8%
EPS (VND)	2.241	1.274		1.658
BVPS (VND)	16.981	17.632		17.354
Cổ tức (%)	5,0		10,0	

Người viết khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu **HSG** với mức giá hợp lý là 13.700đồng, cao hơn giá đóng cửa ngày 13/09/2011 khoảng 9,6%. Thời gian qua, HSG gặp phải khó khăn kếp từ việc mở rộng quy mô trong điều kiện thị trường tiêu thụ không thuận lợi và biến động bất lợi của tỷ giá, lãi suất. Bên cạnh đó, cổ phiếu HSG đang đứng trước áp lực bán ra từ quỹ đầu tư chỉ số ETF. Tuy nhiên, nếu vượt qua được giai đoạn này và có những bước điều chỉnh hợp lý, người viết kỳ vọng HSG tiếp tục đạt được sự tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận như các năm trước đây.

Doanh thu tiếp tục tăng trưởng. Với vị thế dẫn đầu trong ngành tôn mạ và sở hữu mạng lưới phân phối khắp nước, tốc độ tăng trưởng HSG (29%) luôn vượt xa so với tốc độ tăng trưởng của ngành tôn mạ (10%). Trong thời gian tới, sản lượng tiêu thụ và doanh thu được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng với sự đóng góp của các dây chuyền mới và nỗ lực gia tăng thị phần. Bên cạnh đó, trong cơ cấu doanh thu có sự thay đổi theo hướng tăng tỷ trọng sản phẩm mới - thép dày mạ kẽm, đây là sản phẩm được người viết đánh giá khá cao về tính cạnh tranh trên thị trường, có khả năng sẽ đem lại sự tăng trưởng mới cho HSG.

Lợi nhuận gộp được cải thiện do tiết kiệm được chi phí sản xuất. Khi dây chuyền cán nguội số 02 (200.000 tấn/năm) hoạt động, HSG không phải nhập thép cán nguội mà chỉ nhập toàn bộ thép cán nóng, ước tính giá thành bình quân giảm đi 2%. Điều này cũng có nghĩa là lợi nhuận gộp tăng thêm tương ứng 2%. Tuy nhiên do độ trễ của hoạt động đầu tư, khoản chi phí được tiết kiệm này chỉ thể hiện vào niên độ sau.

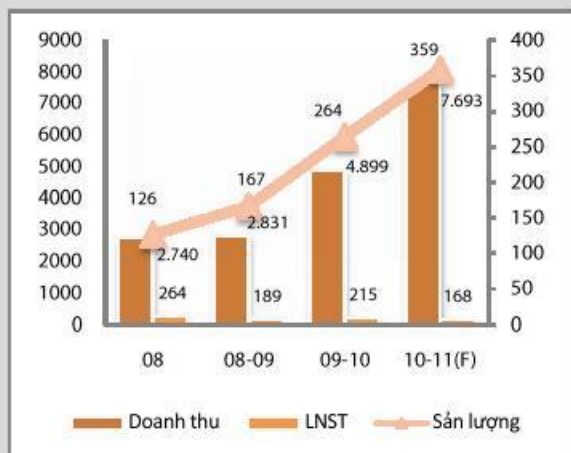
Tập trung cho hoạt động chính, dừng các dự án không thuộc lĩnh vực chuyên doanh. Trước điều kiện khó khăn về vốn, HSG đã thay đổi chiến lược kinh doanh thông qua quyết định chuyển nhượng 03 dự án bất động sản và phần vốn góp tại cảng biển quốc tế Hoa Sen – Gemadept. Quyết định này có thể giúp HSG hạn chế được rủi ro từ việc đầu tư dàn trải mà nhiều doanh nghiệp đã gặp phải.

Chi phí tài chính sẽ không còn là gánh nặng quá lớn trong các niên độ tới. Để giảm bớt hàng tồn kho phải duy trì ở hệ thống chi nhánh, HSG đang tiến hành xây các tổng kho (lượng hàng sẽ tập trung ở tổng kho, từ đó được phân phối cho các chi nhánh). Chiến lược này được kỳ vọng sẽ giảm áp lực vay ngắn hạn để tài trợ cho hàng tồn kho. Bên cạnh đó, vay dài hạn giảm xuống do Nhà máy Hoa Sen - Phú Mỹ đã hoàn thành xong. Do vậy, chi phí lãi vay và chi phí chênh lệch tỷ giá sẽ không còn là áp lực quá lớn lên lợi nhuận của HSG.

Niên độ này, HSG có thể vượt kế hoạch doanh thu nhưng khó đạt được kế hoạch lợi nhuận. Lũy kế 9 tháng ND 10-11, DT là 5.846 tỷ đồng, đạt 91% kế hoạch, LNST là 126 tỷ đồng, đạt 66% kế hoạch. Ước tính cả năm, DT sẽ vào khoảng 7.693 tỷ đồng và LNST là 168 tỷ đồng (tương đương 88% kế hoạch).

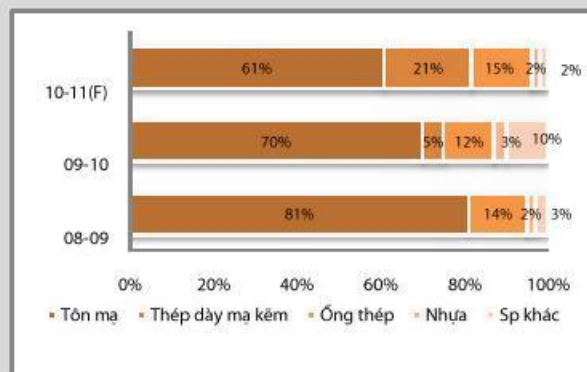
Rủi ro. Diễn biến lãi suất và tỷ giá trước mắt được dự báo không có biến động lớn nhưng vẫn sẽ là vấn đề cần quan tâm khi đầu tư vào HSG. Ngoài ra, sở hữu hệ thống chi nhánh rộng lớn đòi hỏi vốn lưu động nhiều trong điều kiện kinh doanh không thuận lợi khiến HSG phải chịu gánh nặng chi phí so với các doanh nghiệp bán hàng qua đại lý.

Doanh thu, LNST, sản lượng tiêu thụ HSG qua các năm.



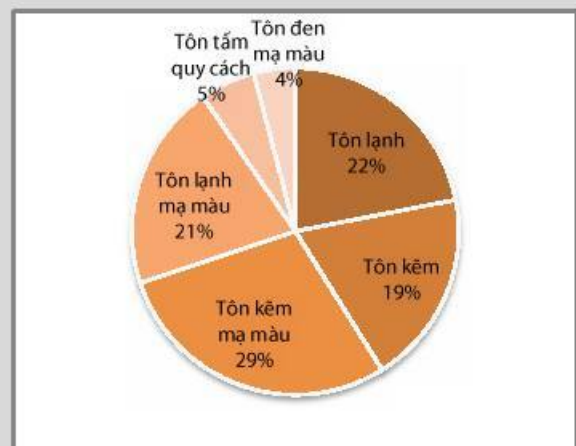
Nguồn: HSG và RongViet Securities ước tính

Cơ cấu doanh thu HSG qua các năm.



Nguồn: HSG và RongViet Securities ước tính

Cơ cấu doanh thu chi tiết các sản phẩm tôn mạ của HSG trong ND 09-10:



Nguồn: HSG

PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

Hoạt động kinh doanh HSG qua các năm đều ghi nhận sự tăng trưởng mạnh xét về quy mô sản xuất và tiêu thụ. Sự tăng trưởng này ngoài đóng góp của các loại sản phẩm tôn truyền thống, gần đây còn xuất hiện các sản phẩm mới có tiềm năng như thép dày mạ kẽm, ống thép,... Ngược lại với sự tăng trưởng ấn tượng của doanh thu và sản lượng, lợi nhuận ròng các năm gần đây vẫn loay hoay quanh con số ~200 tỷ đồng, đây là bài toán cho ban lãnh đạo công ty. Độ trễ tất yếu của hoạt động đầu tư cộng với gánh nặng lãi vay và chi phí tài chính khiến các chỉ số tài chính trở nên kém hấp dẫn. Để giải quyết vấn đề này, người phân tích cho rằng, trước mắt, HSG còn khá nhiều việc phải thực hiện, sẽ được phân tích cụ thể trong các phần sau. Những dự phóng sau đây dựa trên giả định các điều kiện khách quan về kinh tế, thị trường không đi xuống tệ hơn nữa so với hiện tại.

Doanh thu

Như đã giới thiệu ở trên, doanh thu và sản lượng qua các năm đều tăng trưởng tốt. Doanh thu niên độ 09-10 đã tăng 73% so với niên độ trước do sản lượng và giá bán đều tăng, trong đó chủ yếu do sự đóng góp của sản lượng, tăng 58%. Các sản phẩm tôn mạ vẫn giữ vai trò chủ chốt trong cơ cấu doanh thu, tuy nhiên, sự xuất hiện và tăng trưởng tốt của một số sản phẩm mới như thép dày mạ kẽm, ống thép, nhựa... khiến tỷ trọng của tôn mạ có xu hướng giảm.

Tôn mạ

Đây là nhóm sản phẩm chủ lực chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của HSG, vào khoảng 70%, bao gồm tôn kẽm, tôn lạnh, tôn kẽm mạ màu, tôn lạnh mạ màu, tôn tấm quy cách.

Doanh thu của nhóm sản phẩm này trong ND 09-10 tăng trưởng 50% so với niên độ trước, trong đó chủ yếu do sản lượng tăng (34%).

Nửa đầu ND 10-11, sản lượng tiêu thụ tôn mạ là 87.700 tấn, đạt 40% so với kế hoạch. Sản lượng tiêu thụ trong quý III có sự cải thiện, ước đạt khoảng 60-65 ngàn tấn do đây là quý vụ mùa của ngành nói chung (lượng tiêu thụ có xu hướng tăng vào các tháng 4, 5, 6 và giảm trở lại ở tháng 7, 8, 9). Như vậy, HSG cần phải duy trì mức tiêu thụ trong quý IV tương đương như quý III để đạt mục tiêu 216.538 tấn tôn mạ đã lên kế hoạch. Trước diễn biến thị trường tiêu thụ vẫn còn ảm đạm, người viết ước tính sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong cả niên độ chỉ đạt 91% kế hoạch, tương đương ở mức 197.142 tấn.

Với giá bán sản phẩm bình quân ước tính khoảng 23-24 triệu/tấn (dựa trên giá bình quân đầu năm và giả định cơ cấu sản phẩm không biến động lớn), doanh thu tôn mạ dự kiến sẽ đạt 4.682 tỷ đồng.

Ở những niên độ sau, sản lượng tiêu thụ tôn được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhờ vị thế dẫn đầu trong thị phần và sở hữu hệ thống phân phối mạnh. Người phân tích giả định sản lượng sẽ tăng trưởng bình quân 10% - 13% và giá bán dự kiến tăng nhẹ từ 2%-5%.

Thép dày mạ kẽm.

Đây là sản phẩm mới của HSG được đưa vào thị trường từ 03/2010. Nếu như ND 09-10 tỷ trọng đóng góp thép dày mạ kẽm trong cơ cấu sản lượng chiếm

rất thấp, chỉ 6% thì nửa đầu NĐ 10-11, cơ cấu này đã có sự thay đổi lớn, chiếm 23%. Hơn nữa, việc đầu tư dây chuyền mạ dày công suất 450.000 tấn/năm cho thấy sản phẩm này đang được HSG đẩy mạnh phát triển. Sản lượng tiêu thụ 2 quý cuối niên độ được giả định tăng 20% so với 2 quý đầu (37.000 tấn), ước tính đạt 81.400 tấn cho toàn niên độ.

Giá bán bình quân thép dày mạ kẽm được ước lượng ở mức khoảng 19-20 triệu đồng/tấn. Như vậy, doanh thu cả năm đối với sản phẩm này khoảng 1.600 tỷ đồng.

Hiện HSG là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong việc đưa thép dày mạ kẽm vào thị trường. Đầu ra của sản phẩm này có thể là thành phẩm hoặc bán thành phẩm - dùng để chế tạo ống thép dày có khả năng cạnh tranh về tính chịu lực cao và công nghệ mạ so với công nghệ nhúng. Vì vậy thị trường tiêu thụ của sản phẩm này người viết đánh giá khá cao. Do đó, ở những niên độ sau, người viết giả định sản lượng tiêu thụ thép dày mạ kẽm tiếp tục tăng trưởng ở mức 11%-17%, giá bán tăng bình quân trong khoảng 2%-5%.

Ống thép.

Ống thép cũng là một trong những mặt hàng truyền thống của HSG. Niên độ vừa qua, doanh thu sản phẩm này tăng trưởng khá cao, ở mức 48% so với niên độ trước. Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh (87%) là nguyên nhân chính dẫn đến sự tăng trưởng của doanh thu.

Nửa đầu NĐ 10-11, sản lượng tiêu thụ ống thép đạt 25.900 tấn. Ống thép của HSG được làm từ thép dày mạ kẽm nên chất lượng tốt và có lợi thế cạnh tranh. Bên cạnh đó, dựa vào chu kỳ kinh doanh của HSG đã được đề cập ở trên, sản lượng của ống thép 02 quý cuối NĐ 10-11 được ước tính tăng 23% so với nửa đầu niên độ, tương đương 31.857 tấn, nâng sản lượng ống thép toàn niên độ lên khoảng 57.757 tấn.

Giá bán bình quân của ống thép được ước tính ở mức 19,3 triệu đồng/tấn. Như vậy, doanh thu ống thép niên độ này dự kiến sẽ là 1.112 tỷ đồng.

Do là một trong những mặt hàng chính của HSG, người viết giả định sản lượng tiêu thụ của ống thép tăng trưởng ổn định từ 13%-15%, giá bán trung bình tăng trong khoảng 2%-5%.

Nhựa và những sản phẩm khác

Những sản phẩm có tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu trong niên độ vừa rồi là nhựa (3%), nhóm sản phẩm khác bao gồm: tôn đen mạ màu (2,8%), xà gỗ (3,9%), sản phẩm khác (3,3%). Vì không phải là những mặt hàng chủ lực nên người viết chỉ giả định doanh thu của những nhóm hàng này tăng trưởng ở mức ổn định 3-5% cho những niên độ sau. Riêng NĐ 10-11, doanh thu của sản phẩm nhựa và nhóm sản phẩm khác ước lượng ở mức 298 tỷ đồng.

Bảng dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp HSG 2010-2015

Năm	09-10	10-11(F)	11-12(F)	12-13(F)	13-14(F)	14-15(F)
Sản lượng (nghìn tấn)						
Tôn mạ	183,5	197,1	223,4	249,6	275,9	302,1
Thép dày mạ kẽm	14,9	81,4	94,9	108,4	121,9	135,4
Ống thép	43,6	57,8	66,4	75,1	83,7	92,4
Doanh thu (tỷ đồng)						
Tôn mạ	3.429,3	4.682,2	5.570,9	6.350,1	7.158,1	7.996,0
Thép dày mạ kẽm	245,0	1.600,5	1.959,2	2.282,7	2.618,3	2.966,4
Ống thép	587,9	1.111,9	1.342,4	1.547,6	1.760,5	1.981,2
Nhựa	147,0	151,4	158,9	166,9	175,2	184,0
Sp khác	489,9	147,0	154,3	162,0	170,1	178,6
Tổng doanh thu	4.899,0	7.693,0	9.185,8	10.509,3	11.882,3	13.306,3
Tỷ suất LNG	19,0%	14,4%	15,5%	16,0%	16,2%	14,5%

Nguồn: RongViet Securities ước tính

Chỉ số sinh lời của HSG

Chỉ số	9T2008	08-09	09-10	9T/10-11
Lãi gộp/DT	24,4%	19,6%	19,0%	13,9%
Lãi hoạt động/DT	15,8%	12,0%	11,7%	2,0%
LNST/DT	9,3%	6,7%	4,3%	2,2%
ROE	23,4%	20,0%	12,3%	7,2%
ROA	8,8%	7,8%	4,6%	2,7%

Nguồn: BCTC HSG

Tỷ suất lợi nhuận gộp của một số DN thép:

Mã CK	2010	QI/2011	QII/2011
HSG	19,0%	12,7%	17,1%
HPG	17,2%	20,8%	17,9%
VIS	7,5%	10,0%	8,0%
POM	12,1%	16,0%	11,4%

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

CPBH và CPQL của HSG qua các năm

MCK	CPBH/DTT		CPQL/DTT	
	2009	2010	2009	2010
HSG	4,1%	4,3%	3,5%	3,0%
HPG	1,5%	1,3%	2,4%	1,9%
POM	0,3%	0,2%	0,4%	0,4%
TLH	0,8%	0,7%	0,5%	0,4%
DTL	0,7%	0,8%	1,7%	1,4%
VGS	3,1%	1,1%	1,3%	0,9%
HLA	0,3%	0,5%	1,6%	2,2%
VIS	1,3%	0,9%	0,9%	0,7%
SMC	0,9%	0,9%	0,5%	0,5%

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời – Lợi nhuận gộp

Nhìn chung hầu hết các chỉ số sinh lời của HSG đều có xu hướng giảm qua các niên độ gần đây. Ngoài những khó khăn khách quan chung của ngành, nguyên nhân nội tại, theo người phân tích là do gánh nặng chi phí (hệ thống phân phối, lãi vay, chi phí tài chính khác) và sự đánh đổi giữa tăng trưởng và hiệu quả.

Tỷ suất lợi nhuận gộp sau khi duy trì ~ 19% - 19,6% qua hai năm đã sụt giảm mạnh xuống 13,9% trong 09 tháng đầu năm. Quan sát theo quý cho thấy tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG biến động cùng xu hướng với các doanh nghiệp khác trong ngành với biên độ khá mạnh như HPG, VIS,... Chính vì vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp quý IV của HSG có thể sẽ tiếp tục giảm.

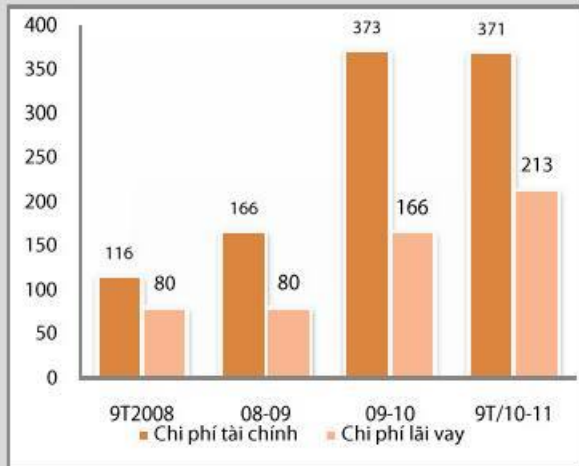
Trong khoảng tháng 8 – 9 này, dây chuyền (DC) cán nguội 02 hoàn thành, gia tăng thêm chiều sâu của quy trình sản xuất, giúp hạ giá thành sản phẩm, ước tính vào khoảng ~ 7%, hay khoảng ~2% trên tổng giá thành tại quy mô hiện tại. Tuy nhiên, với niên độ tài chính của HSG kết thúc vào tháng 9, những cải thiện này chưa thể hiện trong năm tài chính 10-11. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý cuối niên độ khó có những chuyển biến tích cực. Theo tính toán của người viết, lợi nhuận gộp cả năm tương ứng với phần doanh thu dự phóng bên trên vào khoảng 1.108 tỷ đồng, tương ứng tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 14,4%.

Chi phí bán hàng & chi phí quản lý doanh nghiệp.

Sở hữu mạng lưới chi nhánh rộng lớn là thế mạnh của HSG, góp phần đem lại tốc độ tăng trưởng doanh thu cao trong thời gian qua. Tuy nhiên, cũng chính nguyên nhân này đã kéo theo sự tăng mạnh của chi phí bán hàng (80%) và chi phí quản lý (52%), đồng thời khiến cho hai chỉ số CPBH/DTT và CPQL/DTT luôn duy trì ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Nếu như ở những doanh nghiệp khác, hai chỉ số này chỉ phổ biến ở mức 0,5-2%, HSG lại ở mức cao 3-4,3%.

NĐ 10-11, CPBH/DTT ước tính khoảng 4% và CPQL/DTT là 2,5%, tương đương

Chi phí tài chính của HSG qua các năm



Nguồn: BCTC HSG

với CPBH và CPQL lần lượt ở mức 308 và 188 tỷ đồng.

Doanh thu tài chính và chi phí tài chính

Doanh thu hoạt động tài chính. Hiện tại HSG có 2 khoản đầu tư tài chính dài hạn, theo giá trị ghi sổ đến ngày 30/06/2011 là 58,9 tỷ đồng, chiếm 1,1% tổng tài sản. Phần vốn góp tại CTCP tiếp vận và cảng biển Quốc tế Hoa Sen - Gemadept được dự kiến chuyển nhượng vào cuối năm 2011, với mức giá đưa ra là 120 tỷ đồng. Tuy nhiên việc tìm đối tác trong điều kiện hiện nay được đánh giá là khá khó khăn. Do đó người viết không đánh giá việc chuyển nhượng này trong mục thu nhập tài chính.

Chi phí tài chính. Trong các niên độ qua, chi phí tài chính tăng vọt nhanh chóng, đặc biệt tăng hơn 125% trong ND 09-10 và có xu hướng tiếp tục tăng trong niên độ này. Trong đó, chi phí lãi vay và chi phí chênh lệch tỷ giá đều tăng mạnh.

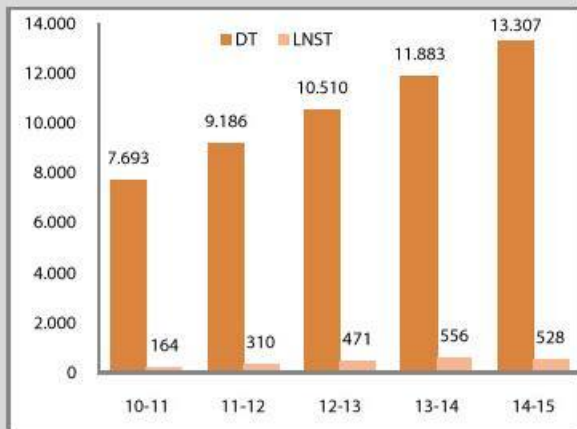
Chi phí lãi vay trong 9 tháng đã lên đến 213 tỷ đồng, tăng 101,3% so với cùng kỳ, do dư nợ vay (ngắn hạn, trung và dài hạn) và lãi suất đều tăng mạnh. Vay ngắn hạn tăng để tài trợ tài sản luân chuyển liên tục tăng, đặc biệt là hàng tồn kho. Tồn kho quý III có giảm xuống so với quý II, nhưng vẫn tăng so với đầu năm. Quý IV (theo niên độ tài chính của Hoa Sen) là quý thấp điểm của ngành thép, nên tiêu thụ khó tăng mạnh, đồng thời để chuẩn bị cho sản xuất trong niên độ tiếp theo, công ty phải tiến hành nhập thêm nguyên vật liệu, do vậy, tồn kho và vay ngắn hạn trong quý IV vẫn tăng nhẹ, ước tính dư nợ bình quân vay ngắn hạn quý cuối niên độ 10-11 sẽ là 2.348 tỷ đồng. Trong các quý trước, cơ cấu vay USD ngắn hạn của HSG từ 49%-51%, giả sử cơ cấu này vẫn được duy trì trong quý IV, lãi suất vay USD và VND lần lượt là 6,3%/năm và 18 - 19%/năm, ước tính chi phí lãi vay ngắn hạn quý IV là 73,5 tỷ đồng. Bên cạnh đó, HSG tiếp tục được giải ngân những đợt cuối cùng cho nhà máy Tôn Hoa Sen - Phú Mỹ (giai đoạn 1) nên vay dài hạn tăng khá mạnh trong các quý vừa rồi cho đến hết quý IV này, ước tính dư nợ dài hạn bình quân của quý IV là 791 tỷ đồng. Theo thuyết minh các khoản vay dài hạn, tỷ trọng nợ vay bằng USD khoảng 21% với lãi suất bình quân 2,2%/năm (nhờ HSG có khoản vay ODA với dư nợ lớn và lãi suất chỉ 1,7%/năm), lãi suất vay VND bình quân chỉ hơn 12%/năm. Căn cứ vào các phân tích và ước tính trên, lãi vay dài hạn trong quý IV của HSG khoảng 19,8 tỷ đồng. Như vậy, chi phí lãi vay trong quý IV sẽ là 93,3 tỷ đồng, tương ứng 306,7 tỷ đồng trong cả niên độ.

Chi phí chênh lệch tỷ giá của HSG 3 quý vừa qua chủ yếu đến từ 03 nguyên nhân: thanh toán nguyên vật liệu nhập khẩu, nhập máy móc thiết bị, đánh giá các khoản vay ngoại tệ. Lũy kế 9 tháng ND 10-11, chi phí này là 151 tỷ đồng, trong đó 82,5 tỷ đồng là chi phí đánh giá lại các tài khoản có gốc ngoại tệ khi NHNN nâng tỷ giá USD/VND liên ngân hàng lên 9,3%. Riêng trong quý III, tỷ giá được duy trì ổn định, do đó, chi phí tỷ giá không đáng kể, chỉ khoảng 7 tỷ đồng. Tương tự, chi phí tỷ giá trong quý IV ước tính chỉ khoảng 5 tỷ đồng. Như vậy, tổng chi phí chênh lệch tỷ giá toàn niên độ là 156 tỷ đồng. Ở những niên độ sau, người viết đặt kỳ vọng chính sách tỷ giá vẫn được duy trì ổn định, đồng thời vay dài hạn bằng ngoại tệ có xu hướng giảm, do vậy chi phí tỷ giá sẽ không có những đợt biến động đáng ngại.

Như vậy, chi phí tài chính trong quý IV được ước tính là 98,3 tỷ đồng, nâng tổng chi phí tài chính của toàn niên độ là 462,3 tỷ đồng.

Thu nhập khác: Mục đích của HSG trong việc chuyển nhượng 03 dự án BĐS

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HSG ở các niên độ sau



Nguồn: RongViet Securities ước tính

Chỉ số Hàng tồn kho/Giá vốn của các doanh nghiệp ngành thép

Mã CK	2010	QII/2011
HSG	36,4%	36,8%
HPG	38,5%	45,5%
VIS	30,2%	14,7%
POM	25,1%	30,6%

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Bảng dự phóng TSCĐ HH của HSG NĐ10-11

Nguyên giá (tỷ đồng)	10-11
Đầu kỳ	1.595
Kết chuyển CPSX dở dang NĐ 09-10	601
Đầu tư thêm trong năm(NM Hoa sen Phú Mỹ)	873
Đầu tư thêm trong năm(hệ thống chi nhánh)	86.4
Cuối kỳ	3.156

Nguồn: Rong Viet securities ước tính

chủ yếu dùng để cân đối với vốn vay và hoạt động này được dự kiến hoàn thành trong cuối năm 2011.

Stt	Dự án	HSG giải ngân	Dự kiến CN (*)
1	Căn hộ Hoa Sen Phước Long B	45,9	60
2	Căn hộ Hoa Sen Riverside	45,5	60
3	Văn Phòng Hoa Sen Group	52,3	80
	Tổng	143,57	200

Đv: Tỷ đồng và (*) giá HSG dự kiến chuyển nhượng theo ĐHCĐ bất thường 16/06/2011

Hiện tại, do thiếu thông tin về thủ tục pháp lý và tiến độ triển khai cơ sở hạ tầng của các dự án trên nên người viết không đánh giá những BĐS này trong phần thu nhập khác.

Dự phóng lợi nhuận

Niên độ 10-11, với kết quả dự phóng doanh thu, giá vốn hàng bán, các khoản chi phí: bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí tài chính ở những phần trên và mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 15% (kể từ năm 2014 trở đi, mức thuế suất này là 25%), người phân tích ước tính lợi nhuận sau thuế là 164 tỷ đồng, tương ứng EPS đạt 1.658 đồng.

Dự phóng Tài sản luân chuyển

Việc mở rộng mạng lưới chi nhánh liên tục trong những năm qua đòi hỏi HSG không những đầu tư nhiều vào tài sản mà còn phải duy trì một lượng hàng tồn kho nhất định ở mỗi chi nhánh (bình quân khoảng 4-5 tỷ đồng/chi nhánh), đây cũng là nguyên nhân chính dẫn đến hàng tồn kho của công ty có xu hướng tăng nhanh. Với tổng số chi nhánh lên đến 103 chi nhánh trong NĐ 10-11, chi phí tồn kho thành phẩm duy trì thường xuyên đã vào khoảng 500 tỷ đồng. Ngoài ra, còn có tồn kho nguyên vật liệu, thành phẩm tại nhà máy. Với quan điểm thận trọng, trong niên độ này, người viết ước lượng tỷ lệ hàng tồn kho/giá vốn (HTK/GV) ở mức 29%, tương đương 1.897 tỷ hàng tồn kho.

So với các doanh nghiệp trong ngành, ví dụ HPG, POM, VIS..., tỷ lệ HTK/GV của HSG luôn ở mức khá cao, do vậy HSG đã phải vay ngắn hạn khá lớn để tài trợ vốn lưu động. Đây là điều bất lợi trong điều kiện thị trường tiêu thụ chậm và lãi suất cao. Ở những niên độ sau, người viết kỳ vọng tỷ lệ HTK/GV có thể giảm xuống nhờ kế hoạch xây dựng các tổng kho để phân bổ hàng cho hệ thống chi nhánh, theo đó áp lực duy trì hàng tồn kho sẽ không còn là gánh nặng quá lớn.

Đối với khoản mục còn lại của vốn luân chuyển, người viết dự phóng trên cơ sở tỷ lệ các khoản mục này biến động theo doanh thu, tỷ lệ này sẽ không thay đổi nhiều so với các niên độ trước.

Dự phóng tài sản cố định

Nhà máy Tôn Hoa Sen - Phú Mỹ khởi công từ tháng 05/2009 với tổng vốn đầu tư 2.321 tỷ đồng, tài sản cố định giai đoạn 1 được dự toán là 1.800 tỷ. Kết thúc NĐ 09-10, nguyên giá tài sản cố định hữu hình là 1.595 tỷ đồng, giá trị giải ngân tại thời điểm này là 927 tỷ đồng. Dự án dự kiến hoàn thành đúng tiến độ đặt ra vào tháng 08/2011, ước tính tiến giải ngân tăng thêm trong NĐ 10-11 là 873 tỷ đồng. Bên cạnh đó, tiến đầu tư thêm cho hệ thống chi nhánh được ước lượng là 86,4 tỷ đồng. Giá định chi phí sản xuất dở dang NĐ 09-10 là 601 tỷ đồng được kết chuyển hết vào niên độ này. TSCĐ hữu hình cuối NĐ 10-11 là 3.156 tỷ

đồng.

Giai đoạn 2 của dự án này và nhà máy thép cán nóng hiện tại chưa có kế hoạch giải ngân và thời gian sắp tới vẫn còn tùy thuộc vào nhiều yếu tố nên người viết không dự phóng về tài sản các khoản mục này.

Dự phóng vốn vay và vốn chủ sở hữu

Hiện HSG đang dừng các hạn mục đầu tư giai đoạn 2 Nhà máy Tôn Hoa Sen – Phú Mỹ, nhà máy thép cán nóng. Do đó HSG không phải phát hành thêm để tài trợ cho các dự án này trong thời gian sắp tới.

Cùng với hệ thống bán hàng mở rộng, hàng tồn kho có xu hướng tăng, vay ngắn hạn dự kiến sẽ tiếp tục tăng, trên quan điểm thận trọng, người viết giả định vay ngắn hạn sẽ tăng ổn định theo vốn lưu động.

HSG hiện chưa có kế hoạch đầu tư thêm cho các dự án mới nên vay dài hạn trong thời gian tới sẽ giảm theo tiến độ trả nợ.

ĐỊNH GIÁ

Người viết áp dụng phương chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E để định giá cổ phiếu HSG.

Phương pháp FCFE, FCFF: người viết sử dụng mức tăng trưởng 6,2% dài hạn cho mô hình định giá FCFF và 4,1% cho mô hình FCFE. Chi phí sử dụng vốn tương ứng với $Re = 22,2\%$ và $WACC = 17,5\%$.

Đơn vị: tỷ đồng

P/E của một số doanh nghiệp ngành thép:

MCK	P/E	MarCap (*)
HPG	5,64	9.513
POM	5,69	2.702
DTL	3,76	814
VIS	3,91	582
TLH	7,57	473
SMC	4,61	369
NKG	5,11	363
DNY	3,38	306
HMC	2,66	229
KKC	4,85	75
P/E bình quân	5,41	

Nguồn: Rong Việt securities ước tính

(*) Vốn hóa ngày 13/09/2011

Dự phóng dòng tiền (tỷ đồng)	10-11	11-12	12-13	13-14	14-15
Lợi nhuận sau thuế	163,8	309,9	470,6	555,5	528,1
+ Khấu hao	237,4	304,0	306,6	309,8	314,9
- Chi phí lãi vay ròng sau thuế	229,3	241,3	232,3	189,8	178,9
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	630,5	855,3	1009,5	1055,1	1022,0
Thay đổi vốn lưu động	(173,9)	(762,4)	(403,5)	(264,6)	(274,1)
Chi phí đầu tư thuần	(1469,7)	25,2	(11,0)	(20,6)	(40,5)
Dòng tiền tạo ra cho công ty (FCFF)	(1013,1)	118,1	594,9	769,9	707,4
- Chi phí lãi vay ròng sau thuế	(230,6)	(243,2)	(234,6)	(192,6)	(181,6)
+ Vay mới/(Trả nợ vay)	1263,9	(111,1)	(119,9)	(226,1)	(172,3)
Dòng tiền tạo ra vốn chủ sở hữu (FCFE)	20,2	(236,3)	240,4	351,2	353,6

Phương pháp so sánh: P/E trailing ngành tôn thép được xác định là 5,41 lần. Xét về vị thế, HSG là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực tôn mạ, doanh thu được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong các năm sau, do đó, P/E hợp lý đối với HSG có thể cao hơn bình quân ngành, vào khoảng 6,3 lần.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	14.145	35%	4.951
FCFE	15.581	35%	5.453
P/E	10.943	30%	3.283
Giá bình quân		100%	13.687

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN

Website: www.hoasengroup.vn

Thành lập Năm 2001**Cổ phần hóa** Năm 2001**Quản trị - Điều hành**

- Lê Phước Vũ, CT. HĐQT
- Trần Ngọc Chu, PCT. HĐQT -TGD
- Lê Phụng Hào, TV. HĐQT
- Phạm Gia Tuấn, TV. HĐQT
- Nguyễn Văn Quý, TV. HĐQT
- Vũ Văn Bình, PTGD

TỔNG QUAN CÔNG TY

CTCP Tập đoàn Hoa Sen, tiền thân là CTCP Hoa Sen, thành lập vào năm 2001 với số vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ. Đến nay, số vốn điều lệ của công ty là 1.008 tỷ đồng. HSG là nhà sản xuất và phân phối tôn lớn nhất khu vực miền Nam cũng như cả nước. Hiện nay hệ thống phân phối của HSG khoảng 100 chi nhánh, hoạt động mở rộng mạng lưới vẫn được tiếp tục duy trì.

Hoạt động kinh doanh**Sản phẩm chính**

HSG kinh doanh sản phẩm chính là các loại tôn mạ (tôn lạnh, tôn kẽm, tôn tấm quy cách, tôn kẽm mạ màu và tôn lạnh mạ màu), thép và nhựa. Trong đó, tôn mạ là mặt hàng chủ lực của HSG trong 10 năm qua và luôn giữ vị trí dẫn đầu thị phần cả nước. Sản phẩm ống thép và nhựa mới được HSG chú trọng phát triển trong khoảng 3 đến 4 năm trở lại đây, do vậy các sản phẩm này vẫn trên đường tiếp tục đẩy mạnh phát triển thương hiệu.

Hoạt động sản xuất và kinh doanh chủ yếu tập trung ở khu vực miền Nam, chiếm gần 70% trong tổng doanh thu của HSG. Hai thị trường còn lại là miền Bắc và miền Trung đang được công ty xúc tiến mở rộng nhanh chóng thông qua chiến lược phát triển mạng lưới chi nhánh bán hàng cho đến năm 2015 (dự kiến là 150 chi nhánh).

Phát triển khách hàng nội địa vẫn luôn được HSG ưu tiên hàng đầu. Do đó, tỷ trọng doanh thu theo kênh phân phối vẫn tập trung chủ yếu ở thị trường trong nước, hơn 85% bao gồm các kênh hệ thống phân phối, kinh doanh nội địa và công ty con. Tuy chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu, nhưng xuất khẩu vẫn được HSG chú trọng phát triển, trong thời gian tới, tỷ trọng này sẽ được nâng lên đến 20-30% trong tổng doanh thu và các thị trường xuất khẩu chủ yếu là Asian, Châu Phi....

Năng lực sản xuất

Đối với sản phẩm tôn mạ, năng lực sản xuất của HSG được nâng lên đáng kể khi Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ đi vào hoạt động. Hiện nhà máy đang trong quá trình hoàn thành hạn mục còn lại của giai đoạn 1.

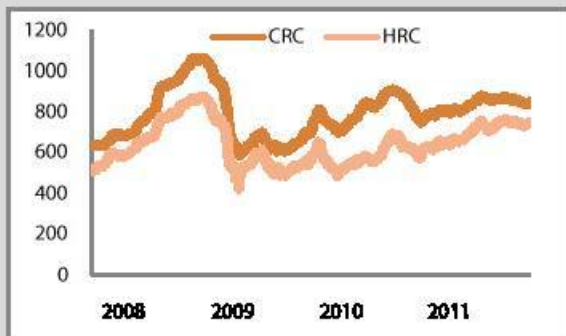
Bảng tổng hợp công suất các dây chuyền sản xuất chính của HSG:

Dây chuyền sx chính	Số DC	Tổng CS (tấn/năm)
Cán nguội	03	580.000
Mạ kẽm mỏng	03	350.000
Mạ màu	02	270.000
Mạ kẽm dày	01	450.000

Nguồn: HSG

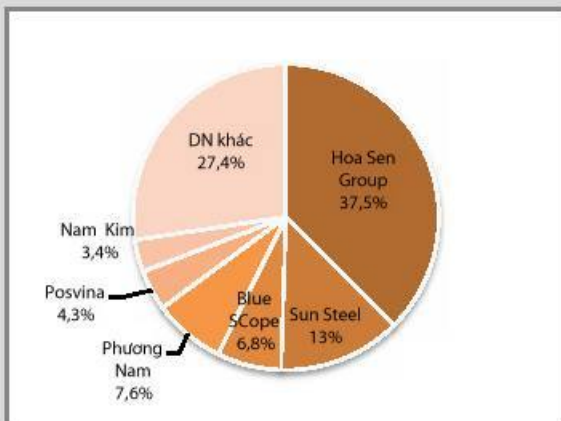
Sản phẩm ống thép và các sản phẩm từ nhựa của HSG hiện tại được sản xuất từ công ty VLXD Hoa Sen (HSG sở hữu 100% vốn).

Giá HRC và CRC của Trung Quốc.



Nguồn: Bloomberg

SL bán tôn mạ 6T năm 2011 của các thành viên Hiệp Hội Thép



Nguồn: VSA

Dây chuyền	Số DC	Công suất tấn/năm)
Dây chuyền ống thép	17	173.000
Dây chuyền ống nhựa	12	30.000

Nguồn: HSG

Nguyên liệu

Nguyên liệu chủ yếu để sản xuất tôn và ống thép là thép cán nguội (CRC). Nguồn CRC này một phần được sản xuất từ thép cán nóng, phần còn lại được nhập từ bên ngoài. Chi phí nguyên liệu thép cán nóng chiếm khoảng 80 - 85% trong giá thành. Hiện tại, trong nước vẫn chưa sản xuất được thép cán nóng, do đó HSG phải nhập khẩu hoàn toàn loại nguyên liệu này - chủ yếu từ Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản,...

Đối với sản phẩm từ nhựa, nguyên liệu sản xuất chính là hạt nhựa chiếm từ 70-75% trong giá thành. Nguồn nguyên liệu này được mua chủ yếu từ các nhà cung cấp trong nước.

Vị thế công ty

Sở hữu dây chuyền sản xuất tôn khép kín, hệ thống phân phối bao phủ khắp cả nước và là doanh nghiệp kinh doanh lâu năm trong ngành tôn thép, thương hiệu Tôn Hoa Sen đã gắn liền với người tiêu dùng được thể hiện thông qua sản lượng tiêu thụ luôn dẫn đầu cả nước so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Trong các năm qua, HSG gần như chiếm thị phần chi phối đối với lĩnh vực tôn mạ, thị phần không ngừng được mở rộng. Theo thống kê 06 tháng đầu năm 2011 của Hiệp hội Thép Việt Nam, HSG chiếm 37,5% thị phần tôn mạ (con số này trong năm 2010 là 33,7%), lớn gấp 3 lần so với đối thủ đứng vị trí thứ 2 là SunSteel.

Tiềm năng tăng trưởng

Phần lớn các dây chuyền của nhà máy Tôn Hoa Sen - Phú Mỹ mới đi vào hoạt động trong ND 10-11, sản lượng và doanh thu được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng khi các dây chuyền này hoạt động hết công suất vào các năm tới. Bên cạnh đó, lợi nhuận gộp cũng được kỳ vọng theo chiều hướng tăng do công ty chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào là thép cán nguội. Ở tương lai xa hơn, với điều kiện thuận lợi về vốn, HSG tiếp tục đầu tư xây dựng nhà máy thép cán nóng, góp phần làm gia tăng thêm biên lợi nhuận.

Đầu tư tài chính

Hiện HSG có 02 khoản đầu tư tài chính dài hạn theo giá trị ghi sổ là 58,9 tỷ đồng, trong đó phần vốn góp tại CTCP tiếp vận và cảng biển quốc tế Hoa Sen - Gemadept là 43,9 tỷ đồng và tại quỹ đầu tư Y tế Bản Việt là 15 tỷ đồng.

SƠ LƯỢC NGÀNH THÉP.

Các doanh nghiệp thép Việt Nam đang trong quá trình đầu tư chiều sâu cho quy trình sản xuất.

- Đối với thép xây dựng (thép thanh vằn, thép cuộn...): một số công ty có thể tự sản xuất phôi thép, sau đó cán thành thép xây dựng, phần còn lại chủ yếu chỉ dừng ở phân đoạn cán thép, hay chỉ mua bán thành phẩm ở hoạt động thương mại. Một số công ty trong ngành thép xây dựng là: khối VNSteel (TISC, VNS, Cevimetal...), khối liên doanh với VNSteel (Vinakyoei, VPS...), khối ngoài liên doanh (Hòa Phát, Pomina, Việt Ý, Dana-Ý, Thép Việt Đức...).

- Đối với thép dẹt (tôn mạ, cuộn cán nguội...): hiện chưa có công ty nào trong ngành có thể tự sản xuất thép cán nóng là nguyên liệu cho sản xuất thép cán nguội để mạ thành tôn. Do đó các công ty trong ngành chỉ dừng ở mức độ nhập thép cán nóng và một phần thép cán nguội cho ra sản phẩm tôn, ống thép; một số công ty khác thì chỉ hoạt động trong lĩnh vực thương mại. Các công ty tiêu biểu trong ngành là LD Posvina, LD Nippovina, Sunsteel, Tôn Hoa Sen, Tôn Đông Á, Tấm Lá Phú Mỹ, Possco Việt Nam....

Giá thép trong nước chịu sự tác động trực tiếp từ giá thép thế giới.

Ngành thép Việt Nam chưa thể chủ động hoàn toàn nguồn nguyên liệu dùng để sản xuất thép như quặng sắt, phôi thép, thép cán nóng, thép cán nguội. Do vậy trong nhiều năm liền, các doanh nghiệp phải nhập khẩu với lượng lớn các mặt hàng này và cũng chính vì lý do này mà giá thép trong nước luôn biến động song hành cùng giá thép thế giới.

Doanh nghiệp ngành thép đang đối mặt với nhiều trở ngại lớn.

Nghị quyết 11 của Chính Phủ nhằm kiểm chế lạm phát và điều chỉnh chính sách tài khóa đã tác động trực tiếp đến đầu ra của các doanh nghiệp thép vốn đã khó khăn do tình trạng cung thừa cầu (xem bảng thống kê). Mặc dù nhu cầu tiêu thụ có xu hướng giảm nhưng các doanh nghiệp không thể hạ giá bán mạnh do ảnh hưởng của các yếu tố đầu vào vẫn ổn định ở mức cao như giá quặng sắt, phôi thép, than cốc, thép phế, xăng dầu... yếu tố lãi suất và tỷ giá trong nước.

Bên cạnh đó, một số doanh nghiệp lớn trong ngành đang trong quá trình đầu tư các dự án lớn như POM, HSG... càng thêm khó khăn hơn trong giai đoạn hiện tại với chi phí tài chính tăng vọt vì vốn tài trợ cho các dự án này chủ yếu là vay dài hạn chịu tác động trực tiếp của lãi suất vay tăng cao và sự điều chỉnh tăng tỷ giá của NHNN thời gian qua.

Trước áp lực nhu cầu tiêu thụ trong nước giảm và tình trạng cung thừa cầu, việc tìm hướng đi mới cho ngành thép, điển hình kênh xuất khẩu là điều cấp thiết. Tuy nhiên, hướng đi này cũng gặp không ít trở ngại lớn. Thứ nhất, thị trường xuất khẩu hẹp: trong năm 2010 kim ngạch xuất khẩu thép đạt 1,3 tỷ USD trong khi nhập khẩu là 7,1 tỷ USD, kim ngạch xuất khẩu 6 tháng năm 2011 là 0,9 tỷ USD. Thứ hai, tính cạnh tranh về giá bán khi xuất khẩu thấp so với các nước và khu vực vốn đã có thị trường trước. Thứ ba, thiếu sự hỗ trợ của các cơ quan Bộ ngành trong việc xuất khẩu.

Bảng thống kê công suất một số sản phẩm thép cuối năm 2010:

ĐV: Nghìn tấn/năm	Số Cty	Tổng CSuất	Tổng Tiêu thụ	% TT/CS
Phôi	19	5.730,0	4.314,0	75,0%
Thép XD	31	8.990,0	5.658,5	63,0%
Ống thép	20	1.945,0	673,8	34,6%
Tôn mạ	20	1.882,0	1.196,0	63,5%
Cán nguội	6	2.730,0	1.720,0	63,0%

Nguồn: Bản tin tháng 05/2011 - VSA

PHỤ LỤC

KQ HĐKD	08-09	09-10	10-11E
Đvt: tỷ đồng			
Doanh thu thuần	2.831,4	4.899,2	7.693,3
Giá vốn	2.276,1	3.968,2	6.585,4
Lãi gộp	555,3	931,0	1.107,8
Chi phí bán hàng	116,3	209,5	307,7
Chi phí quản lý	98,1	148,7	187,7
Lợi nhuận từ HĐKD	340,9	572,8	612,4
Lợi nhuận từ HĐTC	(152,2)	(348,8)	(436,7)
Lợi nhuận khác	11,7	27,9	17,0
EBIT	280,7	418,0	463,9
Lợi nhuận trước thuế	200,4	251,9	192,7
Thuế TNDN	10,9	41,0	28,9
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	189,5	210,9	163,8

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	08-09	09-10	10-11E
Đvt: %			
Tăng trưởng			
Doanh thu	37,8%	73,0%	57,0%
Lợi nhuận HDKD	4,9%	68,0%	6,9%
IT	-3,9%	48,9%	11,0%
Lợi nhuận trước thuế	-5,7%	25,7%	-23,5%
Lợi nhuận sau thuế	-0,7%	11,3%	-22,3%
Tổng tài sản	12,9%	86,5%	28,6%
Vốn chủ sở hữu	15,9%	81,0%	2,3%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	20,0%	9,4%	3,6%
Khả năng sinh lợi			
LN gộp / Doanh thu	19,6%	19,0%	14,4%
LN HDKD / Doanh thu	12,0%	11,7%	8,0%
EBIT/ Doanh thu	13,8%	11,6%	9,1%
LNNT/ Doanh thu	7,1%	5,1%	2,5%
LNST/ Doanh thu	6,7%	4,3%	2,1%
ROA	7,8%	4,6%	2,8%
ROIC or RONA	14,8%	9,8%	7,5%
ROE	20,0%	12,3%	9,3%
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay khoản phải thu	9,47	8,73	9,09
Vòng quay hàng tồn kho	3,05	2,74	3,77
Vòng quay khoản phải trả	5,76	6,40	6,32
Vòng quay TSCĐ	2,97	3,16	2,72
Vòng quay Tổng tài sản	1,16	1,08	1,32
Khả năng thanh toán			
Hiện hành	1,05	0,96	0,79
Nhanh	0,40	0,36	0,31
Tiền mặt	0,04	0,02	0,01
Cấu trúc tài chính			
Tổng nợ/ Vốn CSH	158%	166%	234%
Tổng nợ / Tổng tài sản	61%	62%	70%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	80%	104%	149%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	35%	26%	49%

BẢNG CĐKT	08-09	09-10	10-11E
Đvt: tỷ đồng			
Tiền	47,7	50,2	39,5
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	299,0	561,3	846,3
Tồn kho	747,1	1.446,2	1.745,1
Tài sản ngắn hạn khác	114,7	245,2	257,5
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.208,5	2.302,9	2.888,4
Tài sản cố định hữu hình	755,4	1.241,4	2.499,5
Nguyên giá	980,2	1.595,2	3.065,3
Khấu hao	(224,8)	(353,9)	(565,7)
Tài sản cố định vô hình	186,0	264,7	290,2
Nguyên giá	191,8	273,2	304,6
Khấu hao	(5,9)	(8,5)	(14,5)
Xây dựng cơ bản dở dang	204,2	600,9	33,7
Bất động sản đầu tư	0,0	0,0	0,0
Đầu tư tài chính dài hạn	58,4	57,9	57,9
Tài sản dài hạn khác	13,7	39,4	39,4
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.230,3	2.246,2	2.961,7
TỔNG TÀI SẢN	2.438,8	4.549,1	5.850,0

Các khoản phải trả ngắn hạn	1.155,1	2.395,1	3.657,7
Tiền hàng phải trả và ứng trước	287,2	464,9	757,3
Khoản phải trả ngắn hạn khác	61,4	11,4	76,9
Vay và nợ ngắn hạn	760,0	1.775,4	2.615,7
Các khoản phải trong dài hạn	337,2	440,8	440,0
Vay và nợ dài hạn	335,4	438,7	862,2
Khoản phải trả dài hạn khác	1,8	2,1	2,5
Tổng nợ	1.492,3	2.835,9	4.097,7
Vốn chủ sở hữu	939,3	1.711,5	1.749,1
Vốn đầu tư của CSH	570,4	1.007,9	1.007,9
Thặng dư vốn	88,2	451,5	451,5
Cổ phiếu ngân quỹ	(0,6)	(0,6)	(24,6)
Lợi nhuận giữ lại	259,8	222,6	275,8
Quỹ đầu tư và phát triển	0,0	0,0	0,0
Quỹ dự phòng tài chính	0,0	8,5	17,0
Khác	0,0	0,0	0,0
Nguồn kinh phí và quỹ khác	7,2	1,7	3,3
Nguồn vốn chủ sở hữu	946,5	1.713,2	1.752,4
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0
TỔNG NGUỒN VỐN	2.438,8	4.549,1	5.850,0

CHỈ SỐ CƠ BẢN	08-09	09-10	10-11E
SLCPDLH cuối năm	57.038.500	100.790.800	98.770.800
Giá thị trường cuối năm	62.000	22.500	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	2.158	2.241	1.658
Giá trị sổ sách (VND)	16.468	16.981	17.354
Cổ tức (tiền mặt) VND	0	500	1.000
P/E (x)	28,7	10,0	6,6
P/B (x)	3,8	1,3	0,8
Dividend Yield (%)	0%	2%	11%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
08/12/2010	Cập nhật	Mua	18.400	21.200

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NĂM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rong Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tấn – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities. 2011.**