

# CÔNG TY CỔ PHẦN SƠN HÀ SÀI GÒN

Mã chứng khoán: SHA

Sàn giao dịch: HNX



## KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2015 ẤN TƯỢNG

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong ngắn hạn cổ phiếu SHA dựa trên cơ sở: (1) Thương hiệu mạnh chiếm lĩnh thị phần; (2) Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm ấn tượng; (3) Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm có tác động tích cực đến biên lợi nhuận; (4) Việc nhận chuyển nhượng Sơn Hà Chu Lai vào ngày 22/10 có tác động tích cực đối với SHA.

**Định giá.** Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh chỉ số P/E & P/B để xác định giá trị cổ phiếu SHA. Theo đó, với mức giá kỳ vọng 6 tháng là 20.700 VND/CP, tiềm năng tăng giá của SHA đạt 45,8% so với mức giá ngày 26/11/2015. Hiện tại SHA đang giao dịch gần mức đỉnh của 52 tuần là 14.200 đồng/cp

### Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	342	324	344	444
LN gộp	42	44	46	61
LN ròng	9	7	6	10
Tổng tài sản	234	245	214	220
Vốn CSH	83	90	95	103
EPS cuối kỳ (VND)	1.146	819	695	1.271
Giá trị sổ sách	10.408	11.215	11.897	12.862

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014
% Tăng trưởng DT	17,4%	-5,5%	6,4%	29,1%
%LNST	-78,7%	-28,5%	-15,7%	84,1%
%LN gộp/DT	12,4%	13,6%	13,5%	13,7%
ROA	4,3%	2,7%	2,4%	4,7%
ROE	11,1%	7,6%	6%	10,3%

Nguồn: SHA, CTS tổng hợp

**Lê Duy Hưng** – Chuyên viên phân tích

Email: [hungld@vietinbanksc.com.vn](mailto:hungld@vietinbanksc.com.vn)

## NGÀNH CẤP 4: SẢN XUẤT ĐỒ GIA DỤNG

### BÁO CÁO NGẮN 26/11/2015

#### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Khuyến nghị 12 tháng	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng(VND)	20.700
Giá ngày 26/11/2015 (VND)	14.200
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	45,8%

#### THÔNG TIN CỔ PHIẾU (26/11/2015)

Số lượng CP niêm yết	8.000.000
Số lượng CP lưu hành	18.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	268,2
Biến động giá 52 tuần	6.100 – 14.900
KLGDTB 3 tháng	400.656
KLGDTB 1 tháng	577.908
% sở hữu nước ngoài	0%
Room nước ngoài còn lại	3.919.900
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	2,1%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	25,2%

#### CỔ ĐÔNG LỚN

CTCP Quốc Tế Sơn Hà	30%
Lê Việt Cường	6%
Lê Hoàng Hà	5%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: CTS)

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

#### Thương hiệu mạnh, có lợi thế về hệ thống phân phối

Sơn Hà Sài Gòn là thương hiệu mạnh với con số thị phần ấn tượng trong phân khúc sản phẩm gia dụng từ thép không gỉ. Thị phần của SHA hiện đạt khoảng 25-27% đứng thứ hai sau Tân Á Đại Thành tại thị trường từ Quảng Nam trở vào các tỉnh Tây Nguyên và các tỉnh Nam Bộ.

SHA là công ty đang triển khai tốt các điểm bán hàng, đại lý cấp 2 và người tiêu dùng. Tính đến cuối quý 3/2015 đã có 9 chi nhánh đã đi vào hoạt động ổn định tại các tỉnh trọng điểm, tăng mạnh so với chỉ 1 chi nhánh vào quý 3 năm 2014. Doanh nghiệp cũng cho biết kế hoạch tăng số chi nhánh lên 23 đơn vị vào năm 2016. Việc phát triển hệ thống phân phối giúp SHA: (1) giảm áp lực từ nhà phân phối (người mua), việc có hệ thống phân phối của riêng mình giúp SHA có thể đàm phán giảm định mức lợi nhuận cho các đại lý bán lẻ, (2) đồng bộ chiến lược bán hàng và marketing của doanh nghiệp.

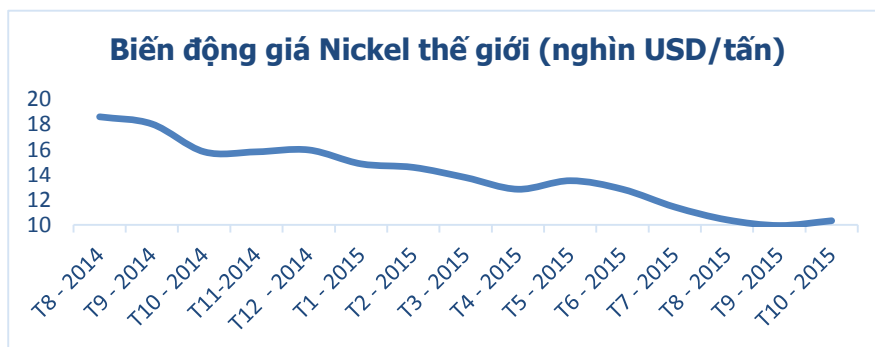
**Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm ấn tượng.** Doanh thu 9 tháng 2015 của SHA là 383 tỷ đồng, tăng 23,1% y-o-y, tương đương 68% kế hoạch năm. Lãi ròng 20.4 tỷ đồng, gấp 2.5 lần cùng kỳ và vượt 2% so với kế hoạch năm (20 tỷ đồng).

Nguyên nhân chính của việc tăng ấn tượng LNST này là do biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì xu hướng tăng khi giá nguyên vật liệu chính giảm, giá đầu giảm khiến chi phí vận chuyển hàng hoá cũng đi xuống. Biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2015 là 19,5% tăng so với mức chỉ 14% cùng kỳ năm 2014.

Tuy nhiên, tính đến cuối quý 3/2015, lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD của doanh nghiệp âm 61,9 tỷ, tăng mạnh so với mức chỉ âm 0,5 tỷ đồng cùng kỳ năm 2014 do việc mở rộng quy mô mạnh mẽ, số lượng chi nhánh tăng mạnh, nên hàng tồn kho, nợ phải thu và các khoản phải trả tăng.

#### Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm có tác động tích cực đến biên lợi nhuận.

Nguyên liệu chính phục vụ hoạt động sản xuất của SHA là thép không gỉ, được nhập khẩu toàn bộ, chủ yếu từ Đài Loan, Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản. Do đó việc giá Nickel (nguyên liệu chính đối với thép không gỉ) liên tục giảm (giảm 44%) trong hơn 1 năm trở lại đây có tác động lớn đến doanh nghiệp.



(Nguồn: Indexmundi)

## Việc nhận chuyển nhượng Sơn Hà Chu Lai vào ngày 22/10 có tác động tích cực đối với SHA

### 1. Nâng cao năng lực sản xuất

Sơn Hà Chu Lai là chủ đầu tư nhà máy có diện tích hơn 2,5 ha của SHI tại Chu Lai-Quảng Nam. Hiện nay, SHA cũng đang xây dựng một nhà máy với diện tích 1,5 ha ngay bên cạnh nhà máy Sơn Hà Chu Lai. Việc nhận chuyển nhượng nhà máy trên giúp SHA hình thành nên khu sản xuất liên hoàn, có khả năng sản xuất sản phẩm kích thước lớn và chuyên biệt đồng thời đẩy công suất lên cao.

### 2. Giảm thiểu chi phí vận chuyển, tạo lợi thế cạnh tranh cho SHA tại các tỉnh Tây nguyên và các Tỉnh Nam Trung bộ

Trước đây, giá thành sản phẩm của SHA đối với khu vực miền Trung và Tây Nguyên luôn cao hơn những khu vực khác do khoảng cách khá xa từ nhà máy của công ty tại Tp Hồ Chí Minh đến các tỉnh Tây nguyên và các Tỉnh Nam Trung bộ, trong khi chi phí vận chuyển sản phẩm bồn chứa nước Inox và bồn chứa nước nhựa ngày càng tăng cao đã làm tăng chi phí của công ty. Trước bài toán chi phí, lâu nay, Sơn Hà Sài Gòn đành chấp nhận giảm khả năng đáp ứng cho nhóm thị trường này.

Tuy nhiên, việc sản xuất từ nhà máy Chu Lai trong thời gian tới sẽ khiến biên lợi nhuận của doanh nghiệp cao hơn. Bên cạnh đó, trong trường hợp SHA muốn phát triển thị phần, chiến lược cạnh tranh về giá hoàn toàn có thể được thực hiện. Hiện tại, tỷ trọng doanh thu từ khu vực miền Trung, Tây Nguyên vào khoảng 40% và ước tính sẽ tăng lên 60% trong tương lai.

### 3. Khả năng đẩy nhanh lộ trình sản xuất tại Nhà máy Chu Lai

Theo kế hoạch của doanh nghiệp, trong những năm đầu tiên sẽ tập trung sản xuất các sản phẩm gia dụng và sau đó là các sản phẩm công nghiệp. Nhà máy Sơn Hà Chu Lai dự kiến sẽ mang lại doanh thu 100 tỷ trong năm 2015 cho SHA và khi đi vào hoạt động tối đa công suất (dự kiến năm 2017) sẽ tạo ra doanh thu khoảng 800 tỷ đồng/năm. Trong đó, việc nhà máy Sơn Hà Chu Lai dự kiến đóng góp ít nhất 50% lợi nhuận.

Giai đoạn	Sản phẩm đưa vào sản xuất	Công suất	Doanh thu dự kiến
<b>2015</b>	Bồn chứa nước	Từ 30,000 sản phẩm/năm	100 tỷ đồng
<b>2016</b>	Chậu rửa inox	50,000 sản phẩm/năm	400 tỷ đồng
	Thái dương năng	4,500 bộ/năm	
<b>2017</b>	Ổng thép inox	10,000 tần/năm	

### 4. Hưởng lợi từ ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp

Việc nhận chuyển nhượng nhà máy tại khu kinh tế mở Chu Lai có tác động rất tích cực đến KQKD của SHA. Thứ nhất, trong 4 năm

đầu tiên, khoản thuế này sẽ hoàn toàn được miễn. 9 năm tiếp theo, DN chỉ phải chịu mức thuế là 7,5% và toàn bộ thời gian còn lại chỉ phải chịu thuế 15%. SHA dự kiến tác động tích cực từ ưu đãi thuế này sẽ được phản ánh ngay vào KQKD quý 4.

## RỦI RO

**Rủi ro pha loãng cổ phiếu.** Với việc phát hành tăng vốn 100 tỷ vào đầu quý 4 khiến cho số lượng cổ phiếu lưu hành của SHA tăng thêm 10 triệu đơn vị, do đó, trong thời gian tới nếu tốc độ tăng trưởng LNST của doanh nghiệp không tương xứng với tốc độ tăng VCSH, thì EPS của cổ phiếu SHA sẽ có nguy cơ giảm.

## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp luận.

Chúng tôi dựa vào phương pháp so sánh P/E và P/B để đưa ra định giá cho cổ phiếu SHA. Do phần lớn lợi nhuận của SHA đến từ mảng **sản xuất và kinh doanh các sản phẩm gia dụng** nên chúng tôi đem so sánh SHA với các công ty niêm yết cùng hoạt động trong ngành gia dụng gồm: DQC, RAL, GDT và SHI

	P/E	P/B
<b>DQC</b>	8,3	1,78
<b>RAL</b>	8,8	1,23
<b>SHI</b>	8,9	1,9
<b>GDT</b>	9	2,3
<b>Trung bình</b>	<b>8,6</b>	<b>1,7</b>

### Kết quả định giá

Chúng tôi ước tính LNST của doanh nghiệp trong quý 4/2015 đạt 10,2 tỷ đồng, tương đương tổng LNST năm 2015 là 30,6 tỷ đồng, tăng 53% so với kế hoạch. FY EPS dự kiến cả năm 2015 đạt 3.315 đồng/CP. Lưu ý là số cổ phiếu lưu hành bình quân trong năm 2015 là 9.23 triệu cổ phiếu.

Chúng tôi chiết khấu 20% đối với phương pháp P/E do đánh giá rủi ro pha loãng cổ phiếu là lớn khi số lượng cổ phiếu phát hành thêm lên đến 10 triệu cổ phiếu, hơn gấp đôi so với số lượng cổ phiếu lưu hành trước đó. Việc sử dụng vốn huy động để đầu tư vào SXKD sẽ có độ trễ và có thể không đem lại kết quả tích cực ngay trong năm 2016.

<b>Phương pháp P/E</b>	Tỷ trọng	EPS (VND/cp)	P/E TB	Định giá	Giá trị CP (sau chiết khấu)
	50%	3.315	8,6	22.800	11.400
<b>Phương pháp P/B</b>	Tỷ trọng	Giá trị sổ sách (VND/cp)	P/B TB	Định giá	Giá trị CP
	50%	10.883	1,7	18.500	9.250
<b>Giá cổ phiếu kết hợp 2 phương pháp (VND/cổ phiếu)</b>					<b>20.700</b>

**BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

KQKD	2011	2012	2013	2014
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>342</b>	<b>324</b>	<b>344</b>	<b>444</b>
Giá vốn hàng bán	(300)	(280)	(298)	(384)
<b>Lãi gộp</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>61</b>
Chi phí bán hàng	(13)	(17)	(25)	(31)
Chi phí quản lý	(9)	(10)	(11)	(12)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>18</b>
Chi phí khác (ròng)	(0)	(2)	0	(0)
- Thu nhập khác	1	1	1	0
- Chi phí khác	(1)	(3)	(1)	(1)
<b>EBIT</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>17</b>
Chi phí tài chính (ròng)	(8)	(7)	(3)	(4)
- Thu nhập tài chính	0	0	2	0
- Chi phí tài chính	(9)	(7)	(5)	(4)
+ Chi phí lãi vay	(9)	(7)	(5)	(4)
<b>LNR trước thuế</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>13</b>
Thuế TNDN	(3)	(1)	(2)	(3)
<b>LNR sau thuế</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>10</b>
<b>Lợi ích thiểu số</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>LNR sau lợi ích thiểu số</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>10</b>

BẢNG CÂN ĐỐI	2011	2012	2013	2014
<b>Tài sản lưu động</b>	<b>124</b>	<b>144</b>	<b>110</b>	<b>118</b>
Tiền và tương đương	15	39	4	12
Đầu tư t.chính ng.hạn	-	-	-	-
Các khoản phải thu	60	52	48	49
Tồn kho	44	47	53	56
Tài sản lưu động khác	5	6	5	2
<b>Tài sản cố định / dài hạn</b>	<b>109</b>	<b>101</b>	<b>104</b>	<b>102</b>
Phải thu dài hạn	-	-	-	-
Đầu tư t.chính dài hạn	-	-	-	-
Máy móc, thiết bị (ròng)	84	76	76	74
Máy móc, thiết bị (d.dang)	25	25	26	25
Đầu tư BĐS dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1	0	1	3
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>234</b>	<b>245</b>	<b>214</b>	<b>220</b>
<b>Công nợ</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>119</b>	<b>118</b>
Nợ ngắn hạn	131	143	107	109
Nợ dài hạn	19	12	11	8
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>83</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>103</b>
Vốn góp CSH	80	80	80	80
Các quỹ	-	1	1	1
Lợi nhuận chưa p.phối	3	9	14	22
Khác	-	-	-	-
<b>Lợi tích cổ đông thiểu số</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>234</b>	<b>245</b>	<b>214</b>	<b>220</b>

BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2011	2012	2013	2014
<b>LNR sau lợi ích thiểu số</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Điều chỉnh</b>				
+ Khấu hao	7	3	5	5
+ Dự phòng	0	2	(1)	0
+ Lợi ích thiểu số	0	0	0	0
+ Đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
+ Chi phí tài chính ròng	11	8	3	5
<b>Tiền từ hoạt động k.doanh</b>	<b>13</b>	<b>27</b>	<b>(39)</b>	<b>12</b>
- Tăng đầu tư máy móc	(116)	6	(6)	(1)
- Tăng đầu tư TCSD	0	0	0	0
- Tăng đầu tư TC ng.hạn	0	0	0	0
- Tăng đầu tư TC d.hạn	0	0	0	0
- Tăng khác	(1)	0	(1)	(2)
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(116)</b>	<b>6</b>	<b>(7)</b>	<b>(3)</b>
<b>Tiền tự do</b>	<b>(103)</b>	<b>32</b>	<b>(46)</b>	<b>9</b>
- Cổ tức đã trả	(6)	(0)	(0)	(2)
<b>Tiền sau trả cổ tức</b>	<b>(109)</b>	<b>32</b>	<b>(47)</b>	<b>7</b>
+ Tăng góp vốn cổ phần	80	0	0	0
+ Tăng góp vốn khác	0	0	0	0
+ Tăng khác	0	0	0	0
- Tăng cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
+ Tăng nợ	44	(9)	12	1
<b>Tiền từ hoạt động t.chính</b>	<b>118</b>	<b>(9)</b>	<b>12</b>	<b>(1)</b>
<b>Tiền trước ch.lệch t.giá</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>(35)</b>	<b>8</b>
+ Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0
<b>Dòng tiền mặt ròng</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>(35)</b>	<b>8</b>
Tiền mặt đầu kỳ	0	15	39	4
Tiền mặt cuối kỳ	15	39	4	12

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu thuần		-5.5%	6.4%	29.1%
Lợi nhuận gộp		3.8%	5.4%	31.1%
Lợi nhuận ròng		-28.5%	-15.7%	84.1%
Tổng tài sản		4.9%	-12.8%	3.1%
Vốn chủ sở hữu		7.8%	6.1%	8.1%
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Nợ ngắn hạn	0.94	1.01	1.02	1.08
Thanh toán nhanh	0.61	0.68	0.53	0.57
Tiền mặt	0.12	0.27	0.04	0.11
<b>Hoạt động</b>				
Vòng quay tiền mặt	22.44	8.34	84.55	38.02
Vòng quay khoản p.thu	5.98	6.19	7.11	10.77
Vòng quay tồn kho	6.86	5.95		
<b>Đòn bẩy tài chính</b>				
Nợ/Tổng tài sản	64.3%	63.4%	55.5%	53.3%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.80	1.73	1.25	1.14
Hệ số trả chi phí lãi vay	2.43	2.18	2.54	4.16
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
Tỷ suất lãi gộp	12.4%	13.6%	13.5%	13.7%
Tỷ suất lãi hoạt động	6.1%	5.1%	2.9%	4.0%
Tỷ suất lãi ròng	2.7%	2.0%	1.6%	2.3%
Lợi nhuận/Tổng tài sản	3.9%	2.7%	2.6%	4.6%
Lợi nhuận/Vốn CSH	11.0%	7.3%	5.8%	9.9%
Tiền HĐKD/Tổng TS	5.7%	10.9%	-18.4%	5.5%
<b>Chỉ số khác</b>				
Lợi nhuận/Cổ phiếu	1.15	0.82	0.69	1.27
Giá trị sổ sách/CP	10.41	11.22	11.90	12.86

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của CTS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%



Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công thương ("VietinbankSC") là một công ty chứng khoán được cấp phép với đầy đủ các chức năng nghiệp vụ, có số vốn điều lệ là 800 tỷ đồng, tương đương 40 triệu đô la.

VietinbankSC được niêm yết trên sàn GDCK Hà Nội (HNX) với mã giao dịch "CTS"

### Liên hệ

306 Bà Triệu, Hai Bà Trưng, Hà Nội

T +84 4 3974 7952

F +84 4 3094 7572

W [www.vietinbanksc.com.vn](http://www.vietinbanksc.com.vn)

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.