

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá VIS là một cổ phiếu đáng chú ý do được hưởng lợi lớn từ việc chi phí lãi vay giảm và kết quả kinh doanh khả quan hơn trong năm 2013. Từ năm 2014 trở đi, hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ thuận lợi hơn khi chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy cán khoảng 30 tỷ đồng/năm do máy móc thiết bị của nhà máy cán thép sẽ hết khấu hao. Tuy nhiên về dài hạn, chúng tôi cho rằng VIS không phải là một cổ phiếu phù hợp với hoạt động đầu tư giá trị do VIS không chủ động được giá bán mà phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường, trong khi giá nguyên liệu đầu vào phụ thuộc vào giá thế giới, hoạt động sản xuất không mang lại nhiều giá trị gia tăng do chi phí nguyên vật liệu chiếm đến 90% giá thành sản xuất và hiệu quả kinh doanh chủ yếu nhờ khả năng nhận định tình hình thị trường để đưa ra quyết định nhập nguyên vật liệu giá rẻ.

Doanh thu có thể tăng mạnh trong Q2/2013. Tổng sản lượng tiêu thụ trong Q2/2013 có thể đạt khoảng 70.000 tấn, cao hơn khoảng 32% so với Q1/2013. Giá bán đầu ra trong Q2 giảm nhẹ so với Q1 do giá thép thế giới bắt đầu giảm từ cuối tháng 3/2013 tuy nhiên giá bán đầu ra trong Q2 có thể sẽ chỉ giảm khoảng 3% so với Q1, do đó doanh thu thuần vẫn sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 28% so với Q1/2013 và kết quả kinh doanh Q2/2013 sẽ tiếp tục theo chiều hướng tích cực.

Tình hình sản xuất kinh doanh khả quan trong năm 2013. Tình hình sản xuất kinh doanh của VIS trong năm 2013 dự kiến sẽ trở nên sáng sủa hơn do lãi suất cho vay đã sụt giảm, hàng tồn kho giá cao được giải quyết khiến cho biên lợi nhuận kinh doanh được cải thiện. Chúng tôi ước tính VIS có thể đạt 3.622 tỷ đồng doanh thu và 57 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2013.

Chi phí khấu hao giảm từ năm 2014. Chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy cán khoảng 30 tỷ đồng/năm. Toàn bộ dây chuyền thiết bị và nhà xưởng được đầu tư từ năm 2003 sẽ hết khấu hao vào cuối năm nay. Theo đó, chi phí khấu hao của VIS sẽ giảm khoảng 30 tỷ đồng từ năm 2014 trở đi.

Sản lượng thép xây dựng đã đến giới hạn. Nhà máy cán thép đã được huy động tối đa công suất từ năm 2010 và sản lượng tiêu thụ trong vòng 3 năm trở lại đây gần như không có tăng trưởng. Trong vòng 5 năm tới, với tình hình công suất hiện tại, thị phần của VIS sẽ ngày càng bị thu hẹp khi sản lượng tiêu thụ toàn ngành sẽ tiếp tục tăng trưởng.

Một số chỉ tiêu dự báo của VIS

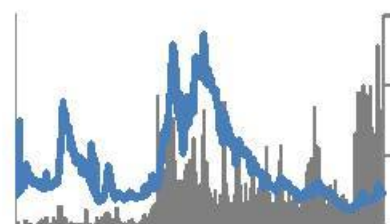
Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu (tỷ VND)	2068	3084	3915	3874	3622
EBITDA (tỷ VND)	316	216	140	361	337
EBIT (tỷ VND)	284	179	104	128	218
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	225	110	27	(18)	57
EPS (VND)	15.028	3.681	920	(361)	1.158
P/E (x)	0,81	3,31	13,25	n/a	10,53
P/B (x)	0,42	0,63	0,70	0,91	0,92
ROA (%)	15%	7%	2%	-1%	2%
ROE (%)	51%	18%	5%	-3%	9%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá thị trường (01/07/2013)	12.200
Khoảng giá 52 tuần	6.100-15.500
Khuyến nghị ngắn hạn	NĂM GIỮ
Triển vọng 1 quý	➔ Tích cực
Triển vọng 1 năm	➔ Tích cực
Triển vọng dài hạn	■ Đì ngang



BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VIS	40%	-21%	22%	40%
VN-Index	14%	-8%	-5%	14%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	VIS
Reuters	VIS.HM
Bloomberg	VIS VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Công nghiệp
Lĩnh vực	Thép
Vốn hóa	610 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	49.220.262
KLGD bình quân 10 ngày	769.149

Chuyên viên phân tích

Chế Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	51%
Sở hữu nước ngoài	1,32%
Sở hữu khác	47,68%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	0%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0%

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

2012	252.017
2011	259.315
2010	248.502
2009	229.660

Đơn vị: tấn

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012A	2013F
Doanh thu	3084	3915	3874	3622
Giá vốn	2851	3657	3621	3346
Lợi nhuận gộp	233	258	253	276
Doanh thu tài chính	16	20	7	14
Chi phí tài chính	56	184	199	154
Lợi nhuận sau thuế	110	27	-18	57

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012A	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	227	400	458	510
Các khoản phải thu ngắn hạn	91	282	438	352
Hàng tồn kho	861	352	732	634
Tài sản cố định hữu hình	121	87	899	779
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	200	89	0	0
Tổng tài sản	1658	1318	2814	2538
Nợ ngắn hạn	1053	777	1824	1672
Nợ dài hạn	5	1	319	203
Vốn chủ sở hữu	600	540	671	662
Tổng nguồn vốn	1658	1318	2814	2538

Chỉ số tài chính

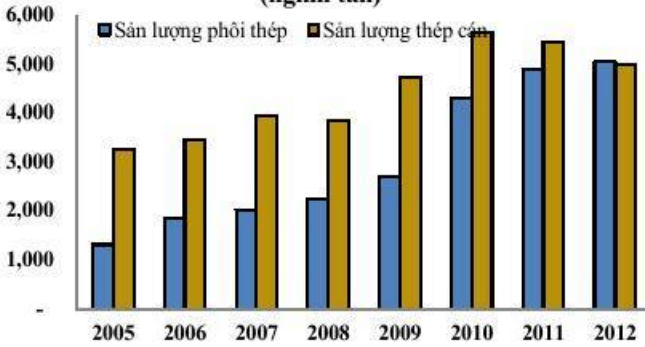
Chỉ tiêu	2010	2011	2012A	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	49%	27%	-1%	-7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-51%	-75%	-165%	421%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	8%	7%	7%	8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4%	1%	0%	2%
ROA (%)	7%	2%	-1%	2%
ROE (%)	18%	5%	-3%	9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	64%	59%	76%	74%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	176%	144%	319%	283%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.681	920	-361	1.158
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	19.380	17.454	13.369	13.190

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

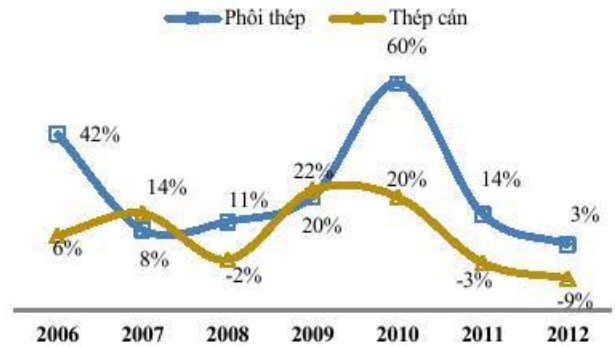
TỔNG QUAN VỀ NGÀNH THÉP XÂY DỰNG

Nguồn cung vượt xa so với nhu cầu. Ngành thép là một trong các ngành có tốc độ phát triển nhanh nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Tính đến cuối năm 2011, tổng số doanh nghiệp sản xuất thép trên cả nước khoảng 462 doanh nghiệp, tăng gần 6 lần so với năm 2000. Năng lực sản xuất toàn ngành đạt 10,875 triệu tấn thép xây dựng, vượt xa so với nhu cầu tiêu thụ ước tính khoảng 5 triệu tấn năm 2013. Đồng thời, sản phẩm phôi thép là đầu vào để sản xuất thép xây dựng cũng chứng kiến sự bùng nổ các dự án sản xuất trong vòng 5 năm trở lại đây. Nếu như năm 2007, lượng phôi phục vụ sản xuất phải nhập khẩu đến 70% - 80% thì hiện tại tổng năng lực sản xuất phôi của cả nước đã đạt 7,54 triệu tấn, vượt hơn 2 triệu tấn so với nhu cầu.

Sản lượng tiêu thụ phôi và thép cán 2005-2012 (nghìn tấn)



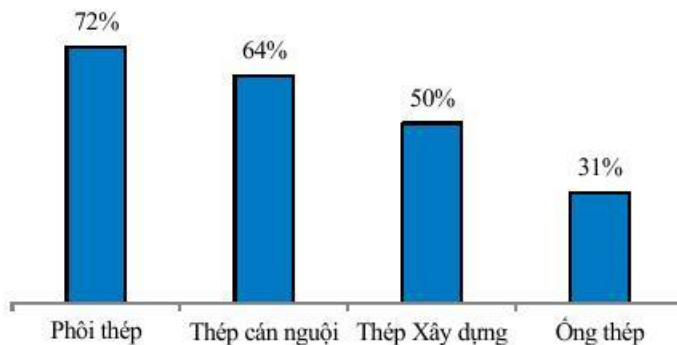
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, BVSC tổng hợp

Nhiều doanh nghiệp phải tạm ngừng sản xuất. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 90% giá thành sản xuất của các doanh nghiệp thép và chủ yếu được tài trợ bằng vay nợ ngắn hạn. Tuy nhiên ảnh hưởng tiêu cực từ sự đóng băng của thị trường bất động sản, sự sụt giảm của chi tiêu đầu tư công trong khi luôn phải duy trì tỷ lệ vay nợ cao đã khiến nhiều doanh nghiệp thép gặp khó khăn. Hiệu suất sử dụng trung bình của các nhà máy thép xây dựng trong năm 2012 chỉ đạt 50%, giảm 10% so với năm 2009 do nhiều doanh nghiệp phải đóng cửa hoặc sản xuất cầm chừng.

Hiệu suất sử dụng của ngành thép năm 2012



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam

Không tự chủ được nguyên liệu đầu vào. Phôi thép là nguyên liệu chính để sản xuất thép xây dựng. Hiện tại nhu cầu phôi để sản xuất đã được đáp ứng đủ bởi các doanh nghiệp trong nước. Phôi có thể được sản xuất bằng công nghệ lò điện, công nghệ lò cao và công nghệ lò trung tần. Công nghệ lò cao sử dụng đầu vào là quặng sắt, than mỡ, than gầy. Do trong nước chỉ có một mỏ than mỡ là mỏ Phần Mễ và đã được sử dụng để cung cấp cho nhà máy luyện của Gang Thép Thái Nguyên, các doanh nghiệp sản xuất phôi lò cao khác bắt buộc phải nhập khẩu than mỡ phục vụ sản xuất. Đối với công nghệ lò điện và lò trung tần, nguyên liệu chính là thép phế. Tuy nhiên nguồn thép phế trong nước chỉ cung cấp

đủ khoảng 20% - 30% và phần còn lại vẫn phải được nhập khẩu. Sự phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu khiến giá thép trong nước biến động thất thường và gây nên rủi ro rất lớn cho các doanh nghiệp thép. Nếu nhận định sai thị trường và đẩy mạnh nhập nguyên liệu đúng lúc giá cao sau đó giá thép trong nước giảm mạnh thì các doanh nghiệp thép sẽ có khả năng thua lỗ cao.

CÔNG TY CỔ PHẦN THÉP VIỆT - Ý

1. Sơ lược về công ty

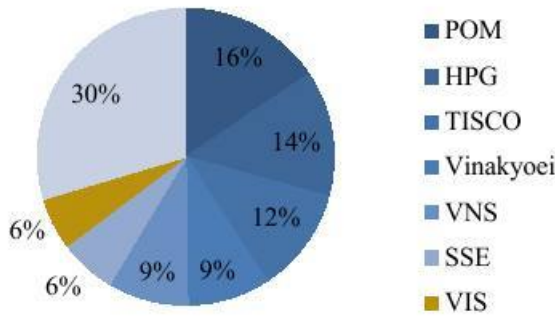
CTCP Thép Việt –Ý (VIS) được thành lập trên cơ sở cổ phần hóa một bộ phận doanh nghiệp nhà nước là Nhà máy thép Việt –Ý thuộc Tổng Công ty Sông Đà với hoạt động sản xuất chính là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm thép xây dựng, công suất sản xuất đạt 250.000 tấn thép thành phẩm/năm với nguyên liệu chính là phôi thép nhập khẩu. Năm 2006, nhằm tăng tính tự chủ về nguồn nguyên liệu, VIS và Tổng công ty Sông Đà đã tiến hành đầu tư nhà máy luyện phôi thép Sông Đà. Tính đến cuối năm 2011, VIS đã góp vốn 199,4 tỷ đồng, nắm giữ 43,168% vốn điều lệ của CTCP Luyện thép Sông Đà (SDS). Ngày 31/5/2012, VIS đã tiến hành sáp nhập với SDS thông qua hình thức phát hành thêm cổ phiếu để hoán đổi cổ phần với các cổ đông của SDS. Sau sáp nhập, tổng công suất sản xuất thép của VIS được nâng lên 250.000 tấn thép xây dựng và 400.000 tấn phôi thép/năm với tổng vốn điều lệ đạt 492,2 tỷ đồng.

2. Hoạt động sản xuất kinh doanh thép cán.

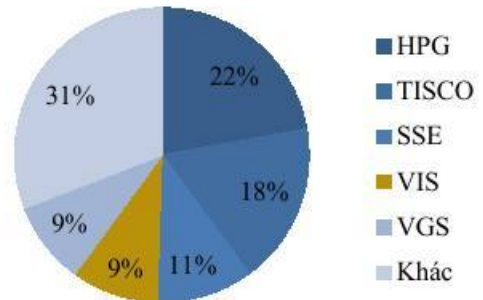
Nhà máy cán thép công suất 250.000 tấn/năm của VIS có tổng giá trị đầu tư 276 tỷ đồng, chính thức đi vào hoạt động từ tháng 6/2003. Dây chuyền thiết bị của nhà máy được nhập khẩu đồng bộ mới 100% và được cung cấp bởi Tập đoàn Danieli (Ý).

Thị phần đứng thứ 4 tại thị trường miền Bắc. Thị trường tiêu thụ thép có sự phân hóa theo vùng miền rõ rệt do chi phí vận chuyển sản phẩm cao. Với nhà máy sản xuất đặt tại Hưng Yên, thị trường tiêu thụ chính của VIS là thị trường miền Bắc (chiếm 92% tổng sản lượng tiêu thụ) và chỉ một phần nhỏ sản phẩm được tiêu thụ tại miền Trung (8%). Hiện tại, VIS đang đứng thứ 4 tại thị trường miền Bắc và thứ 7 trên cả nước với 9,5% thị phần tại miền Bắc và 5,6% thị phần trên cả nước

Thị phần tiêu thụ thép cả nước 2012



Thị phần thép tại miền Bắc năm 2012



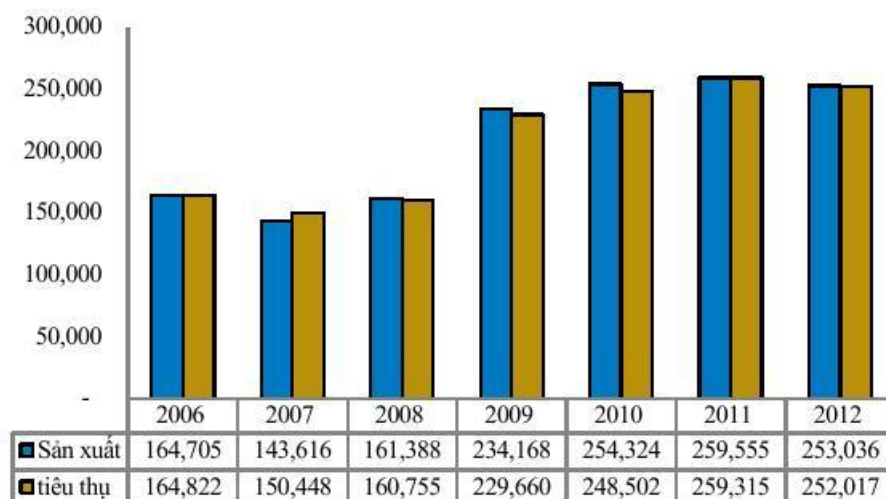
Nguồn: Hiệp hội thép VN, BVSC tổng hợp

Sản phẩm tập trung phân khúc thị trường dự án. Dây chuyền sản xuất hiện đại giúp VIS có thể sản xuất được các loại thép xây dựng có tiêu chuẩn chất lượng cao nhất. Sản phẩm thép của VIS cũng chủ yếu là các loại thép có mức cao, phù hợp với các công trình nhà cao tầng do đó khách hàng tiêu thụ chính là các khách hàng dự án xây dựng và công nghiệp, công trình giao thông, chiếm khoảng 83% tổng sản lượng tiêu thụ và thị trường dân dụng chỉ chiếm khoảng 27% sản lượng của Công ty. Trong đó, với lợi thế tiền thân là một công ty con của Tổng công ty Sông Đà, VIS cũng có mối quan hệ chặt chẽ với các công ty xây dựng thuộc Tập đoàn và khoảng 10% sản lượng hàng năm của VIS được tiêu thụ thông qua các công ty này.

Phân phối thông qua một số đối tác chính. Khoảng 80% sản lượng của VIS được phân phối thông qua các đối tác là những công ty chuyên kinh doanh thương mại thép. Trong đó có 1 nhà phân phối chính là CTCP Thương mại Thái Hưng chịu trách nhiệm phân phối đến 60% sản phẩm của VIS (tối thiểu 13.000 tấn/tháng) và khoảng 8 đối tác khác phân phối từ 300 – 500 tấn/tháng, chiếm khoảng 15% sản phẩm của Công ty. Việc phụ thuộc chặt chẽ vào một số ít đối tác phân phối có thể gây nên rủi ro rất lớn cho VIS. Do đặc điểm của các dự án xây dựng là tình hình công nợ kéo dài, đặc biệt đối với các công trình giao thông (khoảng 30% sản lượng của VIS được tiêu thụ tại các dự án giao thông); trong điều kiện nhà phân phối mất khả năng thanh toán khi không thu hồi được công nợ sẽ dẫn đến rủi ro mất thanh khoản trực tiếp cho VIS.

Không có khả năng tăng trưởng sản lượng. Nhà máy cán thép của VIS đã được huy động tối đa công suất từ năm 2010 và sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của VIS trong vòng 3 năm trở lại đây gần như không có tăng trưởng. Năm 2011, VIS cũng đã tiến hành lập dự án đầu tư dây chuyền cán thép mới nhằm nâng công suất sản xuất từ 250.000 tấn lên 450.000 tấn với tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 800 – 900 tỷ đồng trong đó vốn tự có khoảng 30% và vốn vay 70%. Tuy nhiên, do tình hình kinh tế khó khăn, lãi suất ngân hàng ở mức cao, thị trường bất động sản đóng băng đã khiến VIS trì hoãn tiến hành dự án. Trong vòng 5 năm tới, với tình hình công suất hiện tại, thị phần của VIS sẽ ngày càng bị thu hẹp do sản lượng tiêu thụ toàn ngành sẽ tiếp tục tăng trưởng trong khi sản lượng của Công ty đã đến mức giới hạn.

Sản lượng thép cán của VIS 2006 - 2012 (tấn/năm)



Nguồn: VIS, BVSC tổng hợp

Chi phí khấu hao giảm từ năm 2014. Chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy cán khoảng 30 tỷ đồng/năm. Toàn bộ dây chuyền thiết bị và nhà xưởng được đầu tư từ năm 2003 sẽ hết khấu hao vào cuối năm nay. Theo đó, chi phí khấu hao của VIS sẽ giảm khoảng 30 tỷ đồng từ năm 2014 trở đi.

Nguyên liệu phôi chiếm tỷ trọng chủ yếu trong giá thành. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 95% giá thành sản xuất của VIS, trong đó 90% là phôi thép. Trước khi nhà máy phôi đi vào hoạt động, VIS chủ yếu nhập khẩu phôi thép từ 2 thị trường chính là Trung Quốc và Nga. Vòng quay hàng tồn kho của VIS biến động khá mạnh qua các quý, thể hiện doanh nghiệp không tiến hành nhập hàng đều đặn mà sẽ dựa trên nhận định về xu hướng của thị trường để đưa ra quyết định nhập hàng từng thời điểm. Điều này có thể mang lại lợi nhuận lớn cho VIS nếu nhập hàng đúng lúc giá thấp và sau đó giá thép trong nước tăng, tuy nhiên tiềm ẩn rủi ro khá lớn nếu dự đoán sai diễn biến thị trường và tiến hành nhập hàng khi giá thép vẫn đang trong chiều hướng giảm.

Do giá nguyên liệu và thành phẩm đều có xu hướng biến động lớn, cũng như cạnh tranh cao trong ngành thép do công suất dư thừa, biên lợi nhuận gộp của VIS không ổn định và chỉ ở mức thấp. Ngoài trừ một số thời điểm thị trường thép tăng giá nhanh trong khi Công ty đã dự trữ được lượng hàng tồn

kho có giá thấp, VIS có thể đạt mức biên lợi nhuận gộp khoảng 15% còn trung bình trong điều kiện bình thường, biên lợi nhuận gộp của VIS dao động trong khoảng 4% - 10%.



Nguồn: VIS, BVSC tổng hợp

3. Hoạt động sản xuất kinh doanh phi thép

Nhà máy thổi ra đời giúp VIS tự chủ được nguồn phi thép và phần sản lượng phi dư thừa có thể tiêu thụ bên ngoài giúp tăng doanh thu, giải quyết được vấn đề khó khăn về tăng trưởng khi nhà máy cán đã đạt tối đa công suất. Tuy nhiên tại thời điểm hiện tại nhà máy phi thép chưa mang lại nhiều giá trị gia tăng cho VIS do nguyên vật liệu sản xuất phi vẫn phải nhập khẩu, định mức tiêu hao còn ở mức cao và tỷ lệ vay nợ lớn, đồng thời sản phẩm phi cũng chưa tìm được chỗ đứng trên thị trường.

Hiệu suất sử dụng ở mức thấp. Nhà máy phi thép có công suất 400.000 tấn/năm, được VIS phối hợp với Tập đoàn Sông Đà đầu tư từ năm 2006. Nhà máy đã được hoàn thành vào tháng 12/2009 với tổng vốn đầu tư khoảng 964,5 tỷ đồng. Tuy nhiên sau 3 năm vận hành, hiệu suất sử dụng vẫn đạt mức thấp (khoảng 60% công suất) do sản phẩm vẫn chủ yếu cung cấp nội bộ cho VIS mà chưa tiêu thụ được ra bên ngoài.

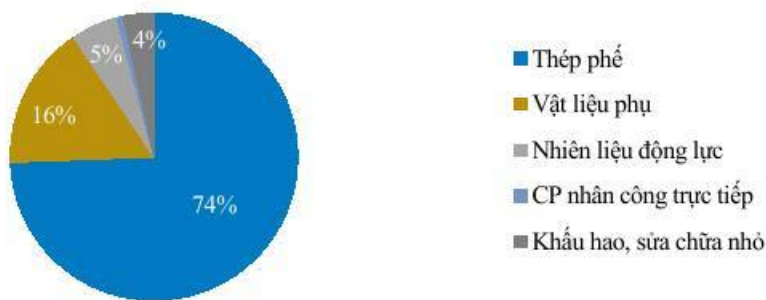
Chi phí tài chính tăng sau sáp nhập. Sau khi sáp nhập với SDS, VIS phải gánh khoản vay nợ dài hạn để đầu tư nhà máy phi khoảng 376 tỷ đồng, kéo theo chi phí lãi vay tăng. Đồng thời, đặc điểm hoạt động luyện thép từ phế liệu cần thời gian dự trữ nguyên vật liệu lâu hơn so với việc nhập phi về cán do công đoạn sản xuất phức tạp hơn (phải tuyển lựa thép phế liệu, luyện phi, cán ra thép thành phẩm) kéo theo giá trị hàng tồn kho luôn ở mức cao và vay nợ ngắn hạn tăng. Giá trị hàng tồn kho trung bình sau khi sáp nhập của VIS trong 4 quý trở lại đây khoảng 894 tỷ đồng, cao hơn gấp đôi so với mức trung bình trong 4 quý gần nhất trước sáp nhập, dẫn đến nợ vay ngắn hạn tăng mạnh và tạo gánh nặng tài chính cho VIS.



Chịu rủi ro biến động giá nguyên liệu. Mặc dù nhà máy phi ra đời giúp VIS tự chủ được 100% nhu cầu phi mà không phải nhập khẩu, tuy nhiên nguyên liệu sản xuất phi là thép phế liệu vẫn tiếp tục phải nhập khẩu. Trong cơ cấu giá thành sản xuất phi của VIS, chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng

90% - 95% giá thành sản xuất, trong đó khoảng 75% là chi phí thép phế do đó VIS vẫn gặp rủi ro về giá nguyên liệu đầu vào.

Cơ cấu giá thành sản xuất phôi thép



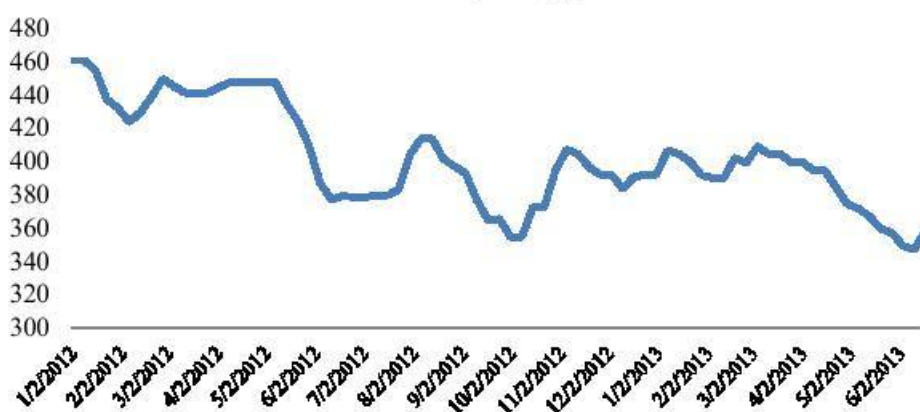
Nguồn: VIS, BVSC

Giá thành sản xuất không cạnh tranh. Trong 2 năm đầu đi vào hoạt động, chi phí khấu hao và chi phí lãi vay ở mức cao trong khi hiệu suất sử dụng thấp, cũng như các chi tiêu tiêu hao nguyên liệu chưa được quản lý một cách hiệu quả đã khiến giá thành sản xuất phôi cao hơn so với phôi nhập khẩu và phôi sản xuất từ các lò trung tần từ 600.000 – 800.000 VND/tấn, khiến sản phẩm phôi chưa thể cạnh tranh được trên thị trường.

4. Triển vọng KQKD Q2/2013

Sau khi sáp nhập với SDS, vòng quay hàng tồn kho trung bình của VIS vào khoảng 1 quý. Cuối Q4/2012, VIS có lượng hàng tồn kho giá trị khoảng 734 tỷ, trong khi giá vốn hàng bán trong Q1/2013 chỉ khoảng 674 tỷ đồng, do đó hàng bán trong Q1/2013 toàn bộ là lượng hàng tồn từ Q4/2012. Do giá phế liệu trên thế giới ở mức tương đối thấp trong Q4/2012, trong khi giá thép trong nước có xu hướng tăng trong Q1/2013, lượng tồn kho hơn 700 tỷ có giá vốn thấp được tích trữ cuối Q4/2012 đã giúp VIS đạt được mức biên lợi nhuận khá tốt (10,4%). Do đó mặc dù sản lượng tiêu thụ trong Q1 ở mức thấp do tháng 2 là tháng tết, khiến doanh thu thuần chỉ đạt 752 tỷ đồng, giảm 30% so với Q4/2012 tuy nhiên VIS vẫn đạt mức lợi nhuận 21 tỷ đồng trong Q1/2013.

Diễn biến giá thép phế



Chúng tôi cho rằng trong Q2/2013, VIS vẫn có thể đạt KQKD khả quan do sản lượng tiêu thụ tăng so với Q1. Trong 2 tháng đầu Q2, theo báo cáo của Hiệp hội thép Việt Nam, sản lượng tiêu thụ của VIS đã đạt 48.900 tấn, gần bằng mức tiêu thụ trong cả Q1/2013 (52.754 tấn). Với mức tiêu thụ trong tháng 6/2013 có thể vào khoảng 21.000 tấn, tổng sản lượng tiêu thụ trong Q2/2013 có thể đạt khoảng 70.000 tấn, cao hơn khoảng 32% so với Q1/2013. Giá bán đầu ra trong Q2 giảm nhẹ so với Q1 do giá thép thế giới bắt đầu giảm từ cuối tháng 3/2013 tuy nhiên theo chúng tôi quan sát, giá bán đầu ra trong Q2 sẽ chỉ giảm khoảng 3% so với Q1, do đó doanh thu thuần vẫn sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 28% so với Q1/2013. Đồng thời giá đầu vào của Công ty cũng có xu hướng giảm khoảng 2,6% do VIS áp dụng

phương pháp bình quân gia quyền khi tính giá hàng tồn kho, do đó VIS vẫn có thể đạt mức biên lợi nhuận khả quan trong Q2/2013 và kết quả kinh doanh Q2/2013 sẽ tiếp tục theo chiều hướng tích cực.

5. Dự báo kết quả kinh doanh năm 2013

Năm 2012, hoạt động sản xuất kinh doanh của VIS và các doanh nghiệp trong ngành thép nói chung gặp nhiều khó khăn do tình hình thị trường bất động sản đóng băng, lãi suất ngân hàng ở mức cao. Bên cạnh đó, việc sáp nhập với CTCP Luyện thép Sông Đà (SDS) từ cuối Q2/2012 khiến cho VIS phải gánh thêm khoản nợ vay dài hạn khoảng 376 tỷ và lượng hàng tồn kho hơn 800 tỷ đồng ở mức giá cao đã khiến công ty phải ghi nhận khoản lỗ liên tiếp trong Q3 và Q4/2012. Tuy nhiên, tình hình sản xuất kinh doanh của VIS trong năm 2013 dự kiến sẽ trở nên sáng sủa hơn do lãi suất cho vay đã sụt giảm, hàng tồn kho giá cao được giải quyết khiến cho biên lợi nhuận kinh doanh được cải thiện.

Giá thép. Chúng tôi cho rằng giá thép trên thế giới năm 2013 có thể thấp hơn so với 2012 do nhu cầu tiêu thụ thấp và giá các loại nguyên liệu đầu vào đều giảm:

- **Quặng sắt:** Theo BREE (Cục tài nguyên và năng lượng Úc), sản lượng quặng xuất khẩu của Úc năm 2013 có thể tăng 13% (tương đương đạt 543 triệu tấn) trong khi nhu cầu tiêu thụ dự kiến không cao. Dự báo giá quặng sắt năm 2013 có thể sụt giảm khoảng 6% so với 2012, trung bình đạt 120 USD/tấn.
- **Than coke:** Giá than coke dự báo năm 2013 có thể giảm mạnh so với 2012 do Trung Quốc dỡ bỏ thuế suất xuất khẩu. Trung Quốc là quốc gia sản xuất khoảng 60% sản lượng than coke trên thế giới. Để hạn chế xuất khẩu và đảm bảo nguồn cung cho ngành thép nội địa, Chính phủ Trung Quốc đã áp dụng mức thuế xuất khẩu 40% từ năm 2008. Tuy nhiên, từ ngày 20/12/2012, Trung Quốc đã phải dỡ bỏ chính sách thuế này do bị lên án về việc vi phạm các cam kết trong WTO về cạnh tranh.

Sản lượng tiêu thụ. Tình hình thị trường bất động sản có thể sẽ không có nhiều chuyển biến tích cực trong năm 2013, đồng thời sản lượng thép cán của VIS cũng đã đạt đến mức giới hạn công suất do đó chúng tôi giả định sản lượng thép xây dựng của VIS sẽ đạt 250.000 tấn trong năm 2013. Đối với hoạt động sản xuất phôi, ngoài phần sản lượng cung cấp cho khâu cán thép, sản lượng tiêu thụ bên ngoài được giả định thận trọng ở mức 20.000 tấn.

Chi phí tài chính. Với mặt bằng lãi suất cho vay VND ở mức 13% và vay USD ở mức 5% chúng tôi ước tính chi phí lãi vay của VIS trong năm 2013 vào khoảng 151 tỷ đồng, giảm 24% so với năm 2012.

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi ước tính VIS có thể đạt 3.622 tỷ đồng doanh thu và 57 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2013.

5. Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá VIS là một cổ phiếu đáng chú ý do được hưởng lợi lớn từ việc chi phí lãi vay giảm và kết quả kinh doanh khả quan hơn trong năm 2013. Từ năm 2014 trở đi, hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ thuận lợi hơn khi chi phí khấu hao giảm khoảng 30 tỷ đồng/năm do nhà máy cán thép sẽ hết khấu hao. Tuy nhiên chúng tôi không khuyến nghị đầu tư vào VIS do tính rủi ro hoạt động cao và không phải là một cổ phiếu phù hợp với hoạt động đầu tư giá trị:






- Cạnh tranh trong ngành lớn do công suất đã dư thừa, khiến VIS không chủ động được giá bán mà phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường, trong khi giá nguyên liệu đầu vào phụ thuộc vào giá thế giới.
- Hoạt động sản xuất không mang lại nhiều giá trị gia tăng do chi phí nguyên vật liệu chiếm đến 90% giá thành sản xuất. Hiệu quả kinh doanh chủ yếu nhờ khả năng nhận định tình hình thị trường để đưa ra quyết định nhập nguyên vật liệu giá rẻ.

- ❑ Hoạt động phân phối sản phẩm phụ thuộc lớn vào 1 doanh nghiệp, có thể gây nên rủi ro về thanh toán nếu doanh nghiệp này mất thanh khoản, đồng thời cũng tiềm ẩn rủi ro bị chi phối về đầu ra nếu doanh nghiệp này không thực hiện phân phối sản phẩm cho VIS nữa.
- ❑ Thị phần thép xây dựng có thể bị thu hẹp do đã huy động hết công suất thiết kế. Đồng thời sản phẩm phối không có nhiều lợi thế cạnh tranh khi hiệu suất sử dụng thấp, chi phí khấu hao và lãi vay lớn.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NĂM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên 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.

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

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Chế Mai Trang

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn