Fpt Securities

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Ngành Vật liệu xây dựng **Ngày: 07/8/2013**

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

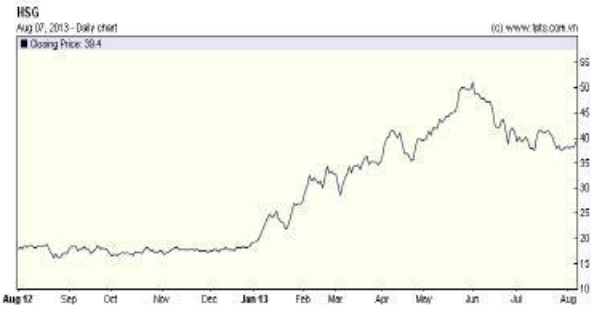
Nguyễn Tiến Dương
Chuyên viên phân tích
Email: duongnt@fpts.com.vn
Điện thoại : (84) – 8 6290 8686 – Ext : 7596

GIÁ HIỆN NAY: 39.400 ĐỒNG/CP

GIÁ MỤC TIÊU: 48.100 ĐỒNG/CP

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Diễn biến giá cổ phiếu HSG 1 năm



Thông tin giao dịch	7/08/2013
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	51.000
Giá thấp nhấp 52 tuần (đ/cp)	16.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	100.790.790
Số lượng CP lưu hành (cp)	96.931.578
KL khớp bq 30 phiên (cp)	316.125
% sở hữu nước ngoài	32,76%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,0%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.008
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	4.147

Định giá	2012	2013	2014
EPS (đ/cp)	3.870	6.856	6.496
P/E (lần)	10,2	5,7	6,1
P/B (lần)	1,86	1,56	1,41
BV (đ/cp)	21.221	25.210	27.832
ROE	19,3%	30,1%	25,0%
ROA	6,5%	11,3%	9,5%

Danh sách cổ đông lớn đến ngày 25/06/2013	
Ông Lê Phước Vũ – Chủ tịch Hội đồng Quản trị	42,53%
Bà Hoàng Thị Xuân Hương – Vợ Ông Lê Phước Vũ	6,67%
Red River Holdings	16,33%
Cổ đông khác	34,47%

Tóm tắt nội dung

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG) hoạt động trong lĩnh vực tôn mạ cùng với Sun Steel, Blue Scope, Tôn Phương Nam, Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG) và Công ty Cổ phần Đại Thiên Lộc (DTL).

Thị phần của HSG hiện tại là 41,3%, vượt trội so với các công ty cùng ngành. HSG là công ty duy nhất trong ngành thép đang niêm yết có doanh thu và lợi nhuận lũy kế 12 tháng của niên độ tài chính (NĐTC) 2011-2012 tăng trưởng mạnh, lần lượt là 23,5% và 130% so với NĐTC 2010 - 2011. Hiện tại, HSG có vốn chủ sở hữu 2.252 tỉ đồng và là công ty lớn nhất trong ngành tôn mạ xét trên vốn chủ sở hữu, tổng tài sản, thị phần, năng lực sản xuất và doanh thu.

HSG sản xuất và kinh doanh các sản phẩm tôn mạ, ống thép và nhựa, trong đó nhóm tôn mạ bao gồm các mặt hàng tôn kẽm, tôn lạnh, tôn kẽm màu, tôn lạnh màu là nhóm sản phẩm chủ lực. Với hệ thống dây chuyền thiết bị sản xuất hiện đại và ứng dụng công nghệ mới, các sản phẩm của HSG đạt chất lượng cao, đáp ứng được tiêu chuẩn khắt khe của các quốc gia phát triển như Nhật Bản, Hoa Kỳ, Úc… Quy trình sản xuất kinh doanh khép kín từ nguyên liệu đầu vào, sản xuất và phân phối sản phẩm đến tận tay người tiêu dùng là lợi thế cốt lõi để HSG thực thi chiến lược dẫn đầu thị trường dựa vào chi phí sản xuất kinh doanh thấp nhất.

HSG đã lắp đặt thêm dây chuyền mạ kẽm/nhôm kẽm (NOF - thép mỏng) công suất 120.000 tấn/năm cuối tháng 3/2013, nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường. Với tốc độ tăng trưởng tổng doanh thu, HSG tiếp tục thực hiện giai đoạn 2 của Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ trong năm 2013 và 2014. Với thị phần 41,3% và có xu hướng gia tăng đều, HSG sẽ tiếp tục duy trì vị trí đứng đầu trong ngành tôn mạ.

Các sản phẩm của HSG được tiêu thụ thông qua hệ thống 115 chi nhánh phân phối – bán lẻ trên toàn quốc và mô hình đại lý nhượng quyền thương mại, cung cấp cho các khách hàng lớn (Kinh doanh nội địa), và xuất khẩu. Số lượng chi nhánh của HSG tăng lên mạnh qua các năm. Sản phẩm của HSG được tiêu thụ mạnh tại thị trường Châu Á, và một số nước ở khu vực Châu Âu, Châu Mỹ, Châu Phi,…

Dự phóng báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

Báo cáo KQKD	2012	2013F	2014F
Doanh thu thuần	10.088	11.197	12.541
Lãi gộp	1.405	1.680	1.756
Lãi trước thuế	411	760	732
Lãi sau thuế	368	664	630

Bảng CĐKT	2012	2013F	2014F
Tài sản ngắn hạn	2.606	3.303	3.680
Tài sản dài hạn	2.716	3.109	3.184
Tổng tài sản	**5.322**	**6.412**	**6.864**
Nợ ngắn hạn	2.693	2.891	2.993
Nợ dài hạn	611	1.123	1.223
Vốn chủ sở hữu	2.018	2.398	2.647
Tổng nguồn vốn	**5.323**	**6.412**	**6.864**

Nguồn: FPTS dự phóng

- **Trong NĐTC 2011-2012, doanh thu của HSG đạt 10.088 tỷ đồng, tăng 23,5% so với NĐTC 2010-2011, lợi nhuận sau thuế đạt 368 tỷ đồng, tăng 130% so với NĐTC 2011-2012**. Trong NĐTC 2011-2012, doanh thu xuất khẩu của HSG tăng 78,3% so với NĐTC 2010-2011. Những yếu tố chính tác động đến lợi nhuận của HSG gồm có: cạnh tranh trong ngành, biến động giá thép cán nóng, chi phí lãi vay, tỷ giá biến động và kế hoạch mở rộng thị trường. HSG có chiến lược để cải thiện những tác động này theo chiều hướng tích cực.
- **HSG có khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu NĐTC 2012-2013** là 11.000 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế niên độ 2012-2013 ước tính đạt 660 tỷ đồng, vượt 53,75% kế hoạch lợi nhuận năm.
- **HSG có chiến lược quản lý tài sản và sử dụng vốn tốt** với hàng tồn kho và các khoản phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng ổn định trong tổng tài sản, vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng ổn định trong tổng nguồn vốn. Với doanh thu tăng mạnh, hiệu quả sử dụng tài sản của HSG được nâng cao qua các năm.
- **HSG có tiềm năng tăng cao doanh thu trong thời gian tới với ưu thế về thương hiệu, chất lượng sản phẩm và mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước.** Thị trường xuất khẩu hiện tại đóng góp 45% trong tổng doanh thu của HSG.

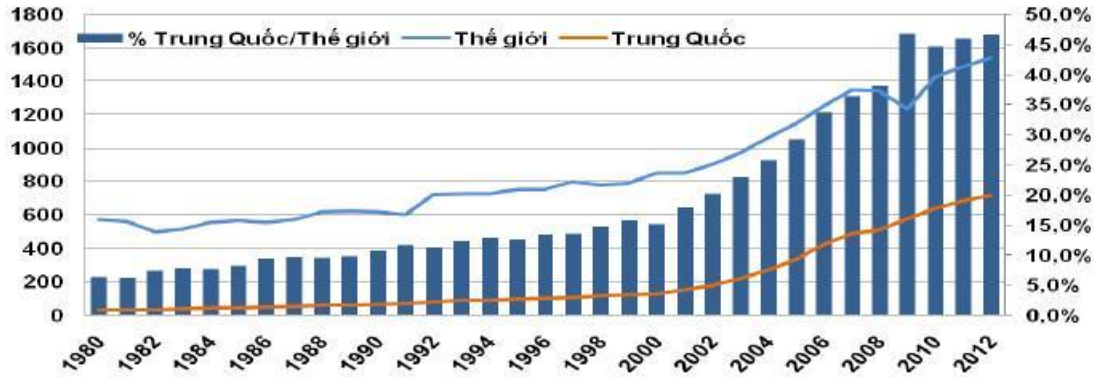
Khuyến nghị: Chúng tôi đưa HSG vào danh sách cổ phiếu theo dõi với khuyến nghị lần đầu là **MUA** dựa trên định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối.

Chỉ tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	2.018.527	2.397.990	2.647.398	2.830.344	3.055.715	3.372.998
Tổng tài sản (tỷ đồng)	5.322.939	6.412.162	6.864.284	7.128.805	7.338.606	7.803.433
Doanh thu (tỷ đồng)	10.087.956	11.197.628	12.541.343	14.046.304	15.661.629	17.462.717
Tăng trưởng		11%	12%	12%	12%	12%
Lãi trước thuế (tỷ đồng)	411.555	760.665	732.423	793.423	844.538	955.276
Tăng trưởng		84,8%	-3,7%	8,3%	6,4%	13,1%
Lãi sau thuế (tỷ đồng)	368.103	664.821	629.884	658.541	700.966	792.879
Tăng trưởng		80,6%	-5,3%	4,5%	6,4%	13,1%
EPS (đồng/cp)	3.850	6.856	6.496	6.791	7.229	8.176
Book value (đồng)	21.221	25.210	27.832	29.756	32.125	35.461
ROE (%)	19,3%	30,1%	25,0%	24,0%	23,8%	24,7%
ROA (%)	6,5%	11,3%	9,5%	9,4%	9,7%	10,5%

TỔNG QUAN NGÀNH THÉP

Thép là vật liệu rất quan trọng cho sự phát triển kinh tế. Ngành thép là ngành công nghiệp nền tảng cho ngành Xây dựng, Chế tạo máy, Công nghiệp sản xuất ô tô, và nhiều lĩnh vực khác. Cùng với nhu cầu ngày càng gia tăng của con người, ngành thép không ngừng phát triển với sản lượng tăng mạnh qua các thời kỳ.

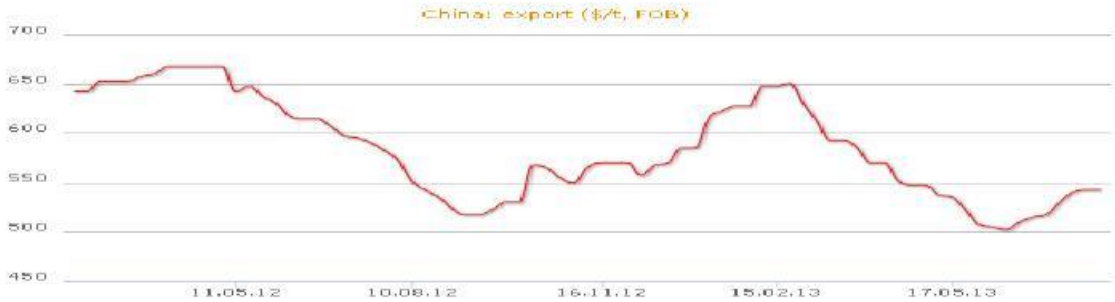
Sản lượng thép Thế giới và Trung Quốc 1980-2011 (Triệu tấn)



Nguồn: WSA

Từ năm 2001, có làn sóng chuyển đổi mạnh mẽ thị phần thép thế giới, thị phần dịch chuyển từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển, điển hình là Trung Quốc. Sản lượng thép của Trung Quốc gia tăng lớn do nền kinh tế có sự tăng trưởng đột phá và Trung Quốc định hướng ngành thép là ngành công nghiệp chủ lực. Tốc độ tăng trưởng GDP và sản lượng thép của Trung Quốc trong giai đoạn 2000-2011 trung bình lần lượt là 9,8% và 16.5%.

Diễn biến giá thép cán nóng Trung Quốc xuất khẩu giá FOB (USD/tấn)

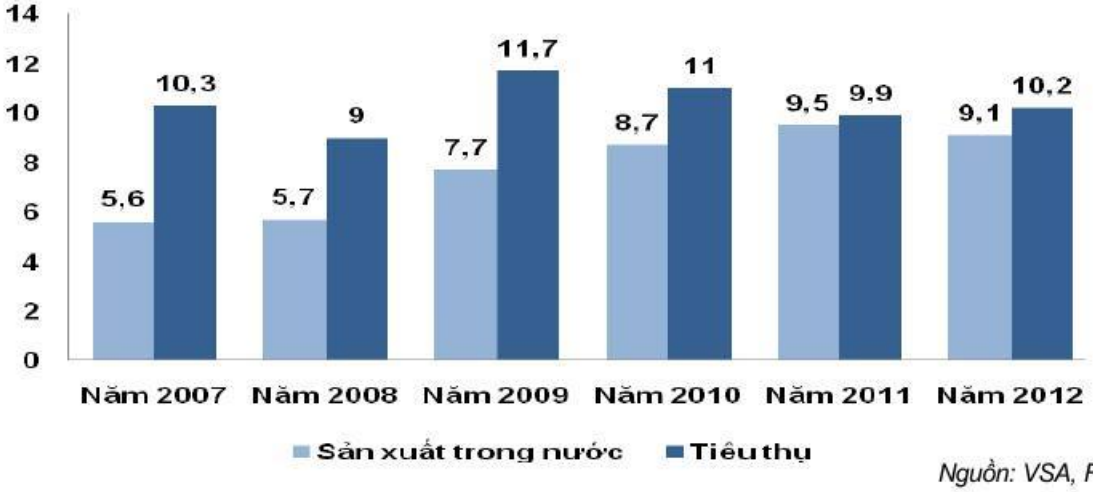


Nguồn: Metal Expert

Đặc trưng của sản xuất thép là luôn gắn liền với sự tăng trưởng của nền kinh tế thế giới. Kinh tế tăng trưởng sẽ thúc đẩy nhu cầu xây dựng và sản xuất hàng hóa, đóng tàu, chế tạo máy… từ đó làm tăng nhu cầu thép. Đối với ngành thép, nguyên liệu đầu vào là quặng sắt, sắt thép phế liệu, phôi thép, thép cán nóng… đóng vai trò quan trọng. Biến động giá của quặng sắt và sắt thép phế liệu tác động trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành thép. Nếu doanh nghiệp nhập nguyên liệu về với giá thấp, sau đó giá thành phẩm trên thị trường tăng, doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp thép tăng. Ngược lại, nếu doanh nghiệp nhập nguyên liệu về với giá cao, sau đó giá thành phẩm trên thị trường giảm, doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp thép giảm.

Việt Nam là quốc gia đang phát triển với tỷ lệ tăng trưởng kinh tế tốt trong những năm gần đây. Nhu cầu xây dựng và tỷ lệ đô thị hóa tăng nhanh dẫn tới nhu cầu thép tăng mạnh. Theo Ngân hàng Thế giới, tỷ lệ đô thị hóa năm 2012 của Việt Nam khoảng 34%, trong khi tỷ lệ đô thị hóa năm 2005 khoảng 27%. Giai đoạn 2007-2012, ngành thép có sự tăng trưởng mạnh với sản lượng cung ứng tăng trung bình 15%/năm.

Sản xuất và tiêu thụ thép Việt Nam 2007-2012 (Triệu tấn)



Nguồn: VSA, FPTS

Ngành thép có thể được chia thành 3 mảng khác nhau, đó là thép xây dựng (còn gọi là thép dài), tôn mạ (còn gọi là thép dẹt) và thép ống. Công ty Cổ phần thép Pomina (POM), Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG), Công ty Cổ phần thép Việt Ý (VIS), Thép Thái Nguyên và Thép Việt Nhật (Vinakyoei) là những đại diện tiêu biểu trong thị trường thép xây dựng. Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG), Sun Steel, Blue Scope, Tôn Phương Nam, Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG) và Công ty Cổ phần Đại Thiên Lộc (DTL) hoạt động trong thị trường tôn mạ. HSG và HPG cũng tham gia sản xuất thép ống. Bên cạnh đó, SeAH, Công ty 190, Công ty Cổ phần Hữu Liên Á Châu (HLA) là những công ty có thị phần cao trong ngành thép ống.

Theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan trong năm 2012, Việt Nam đã nhập khẩu hơn 7,6 triệu tấn sắt thép các loại, tăng nhẹ 2,9% về lượng so với năm 2011.

Tổng công suất của các nhà máy thép xây dựng ở Việt Nam hiện nay khoảng 11 triệu tấn, gấp đôi nhu cầu tiêu thụ trong nước. Tuy nhiên, hàng năm Việt Nam vẫn phải nhập khẩu phôi thép xây dựng và một số sản phẩm thép kích cỡ lớn, có kỹ thuật chế tạo cao. Mức độ phụ thuộc vào phôi thép giảm dần nhưng thép phế liệu nhập khẩu ngày càng nhiều nhằm làm nguyên liệu đầu vào để sản xuất phôi thép xây dựng. Năm 2012, Việt nam vẫn phải nhập khẩu 3,28 triệu tấn sắt thép phế liệu, và 7,6 triệu tấn các sản phẩm sắt thép khác.

Thép cán nóng, là nguyên liệu đầu vào để sản xuất tôn mạ và một số sản phẩm thép ống, được nhập khẩu hoàn toàn do Việt Nam chưa sản xuất được. Như vậy, sản phẩm thép xây dựng đang dư thừa trong khi nguyên liệu đầu vào là phôi thép, thép phế liệu và thép cán nóng thiếu hụt.

Triển vọng tăng trưởng của ngành thép trong tương lai

Thế giới: Năm 2012, nhu cầu thép không tăng mạnh do tình hình kinh tế thế giới không khởi sắc. Tuy nhiên, nhu cầu thép sẽ tiếp tục tăng trong dài hạn vì thép là vật liệu thiết yếu để nâng cao chất lượng cuộc sống. Theo hiệp hội Thép thế giới, trong năm 2012, nhu cầu thép đạt khoảng 1.420 triệu tấn, sản lượng thép đạt khoảng 1.500 triệu tấn. Trong năm 2013 và 2014, nhu cầu thép thế giới dự kiến lần lượt là 1.486 và 1.538 triệu tấn.

Hiện tại, tiêu thụ thép trung bình tính trên một người mỗi năm tại các quốc gia Châu Âu và Hoa Kỳ là khoảng 300 kg/người, sụt giảm so với mức 400 kg/người trong thời kỳ 2006-2007. Con số này tại các quốc gia đang phát triển đang ở mức thấp: Châu Phi ở mức 35 kg/người, Trung và Bắc Mỹ ở mức 99 kg/người, Ấn Độ ở mức 57 kg/người... Các quốc gia đang phát triển liên tục gia tăng sản lượng thép để phát triển kinh tế. Các nước đang phát triển khác mong muốn tăng tỷ lệ đô thị hóa và phát triển công nghiệp nặng nên dự kiến nhu cầu thép sẽ tiếp tục tăng lên, cụ thể là nhu cầu thép phục vụ xây dựng và chế tạo máy móc.

Việt Nam: Hiện tại, mỗi năm trung bình một người Việt Nam tiêu thụ khoảng 115 kg thép, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ở các nước và khu vực trên thế giới như Trung Quốc (460 kg), Châu Á (239 kg), châu Âu (310kg)… Về dài hạn, nhu cầu thép Việt Nam tăng lên, ngành thép còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Bên cạnh đó, theo quy hoạch phát triển ngành thép của Chính phủ trong thời gian tới cũng sẽ góp phần tạo đà tăng trưởng cho các doanh nghiệp thép trong nước, cụ thể là:

- Đến năm 2015, sản lượng sản xuất các sản phẩm thép đạt khoảng 12 triệu tấn.
- Đến năm 2020, sản lượng sản xuất các sản phẩm thép đạt khoảng 15-19 triệu tấn.
- Đến năm 2025, sản lượng sản xuất các sản phẩm thép đạt khoảng 20-24 triệu tấn.

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG CỦA HSG

Giới thiệu công ty

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen được thành lập ngày 8/8/2001 với vốn điều lệ 30 tỉ đồng. Hiện tại, HSG có vốn chủ sở hữu 2.252 tỉ đồng và là công ty lớn nhất trong ngành tôn mạ xét trên vốn chủ sở hữu, tổng tài sản, thị phần, năng lực sản xuất và doanh thu.

Tổng tài sản và Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)

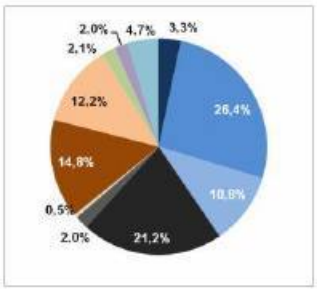
HSG có trụ sở chính đặt tại số 09 Đại lộ Thống Nhất, Khu Công nghiệp Sóng Thần 2, Phường Dĩ An, Thị xã Dĩ An, Tỉnh Bình Dương. HSG có 03 Công ty con, 02 nhà máy sản xuất do Công ty mẹ quản lý:

- Công ty TNHH Một Thành viên Tôn Hoa Sen
- Công ty TNHH Một Thành viên Vật liệu Xây dựng Hoa Sen
- Công ty TNHH Một Thành viên Cơ khí và Vận tải Hoa Sen
- Nhà máy Sản xuất tại Bình Dương
- Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ tại Bà Rịa – Vũng Tàu

Sản phẩm chính của HSG

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm NĐTC 2010-2011

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm NĐTC 2011-2012



HSG sản xuất và kinh doanh các sản phẩm tôn mạ, ống thép và nhựa, trong đó nhóm sản phẩm tôn mạ bao gồm các mặt hàng tôn kẽm, tôn lạnh, tôn kẽm màu, tôn lạnh màu, tôn đen màu, tôn lá quy cách là nhóm sản phẩm chủ lực, đóng góp 64,3% doanh thu của Tập đoàn trong

NĐTC 2011-2012. Với hệ thống dây chuyền thiết bị sản xuất hiện đại và ứng dụng công nghệ mới, các sản phẩm của HSG đạt chất lượng cao, đáp ứng được tiêu chuẩn khắt khe của các quốc gia phát triển như Nhật Bản, Hoa Kỳ, Úc…

Ứng dụng của tôn mạ

- Xây dựng dân dụng và công nghiệp
- Sản xuất tấm lợp, vách ngăn, trần nhà, máng xối
- Tạo hình nội thất
- Cửa đi, cửa cuốn, cửa xếp
- Nhà xưởng, nhà kho
- Dụng cụ gia dụng, thùng phuy
- Trang trí nội thất, ngoại thất văn phòng
- Các loại ống thoát nước
- Ống gen điều hòa nhiệt độ
- Vỏ ngoài các thiết bị vi tính, thiết bị thông tin liên lạc

Quy mô và vị thế của HSG trong ngành

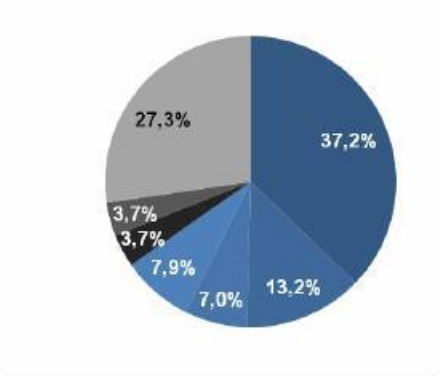
Sau khi hoàn thành giai đoạn I của Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ trong tháng 8/2011, năng lực sản xuất của HSG nâng cao đáng kể. Các nhà máy của HSG có khả năng cho sản lượng tôn mạ lớn nhất trong ngành thép.

Trong NĐTC 2011-2012, HSG đã lắp đặt thêm một dây chuyền mạ kẽm/nhôm kẽm sử dụng công nghệ NOF có công suất 120.000 tấn/năm và bắt đầu đi vào vận hành cuối tháng 3 năm 2013, nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường.

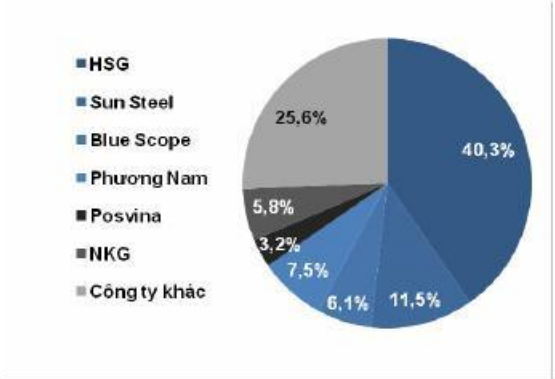
Đại hội đồng Cổ đông của HSG đã nhất trí thông qua Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ giai đoạn 2 trong năm 2013 và 2014 gồm 2 dây chuyền cán nguội đảo chiều và 2 dây chuyền mạ công nghệ NOF. Sau khi hoàn thành Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ giai đoạn 2, năng lực sản xuất của HSG tăng lên đáng kể với tổng công suất cán nguội đạt gần 980.000 tấn/năm.

Sản lượng tiêu thụ của HSG trong NĐTC 2009-2010, 2010-2011 và 2011-2012 tăng trưởng lần lượt 59%, 45%, 18,7%. Doanh thu trong 3 niên độ qua tăng trưởng lần lượt 73%, 67% và 23,5%. Doanh thu xuất khẩu tính qua 3 niên độ tăng trưởng lần lượt khoảng 454%, 238%, 78%. Thị phần tôn mạ của HSG 3 niên độ gần nhất lần lượt là 33,7%, 37,2% và 41,3%.

Thị phần Tôn mạ 2011



Thị phần Tôn mạ năm 2012



Công suất nhà máy của HSG hiện tại

Đơn vị quản lý	Dây chuyền sản xuất chính	Số lượng	Tổng công suất thiết kế (tấn/năm)
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen Số 9, Đại lộ Thống Nhất, KCN Sóng Thần 2, Phường Dĩ An, Thị xã Dĩ An, Tỉnh Bình Dương	Dây chuyền sản xuất tôn kẽm/ tôn lạnh (công nghệ NOF)	1	150.000
	Dây chuyền phủ màu	2	90.000
	Cụm lò ủ	1	42.000
Chi nhánh Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ Đường số 1B, KCN Phú Mỹ 1, Huyện Tân Thành, Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu	Dây chuyền sản xuất tôn kẽm/ tôn lạnh (công nghệ NOF)	1	100.000
	Dây chuyền sản xuất tôn kẽm/ tôn lạnh (công nghệ NOF)	1	120.000
	Dây chuyền sản xuất tôn kẽm dày/ tôn lạnh dày (công nghệ NOF)	1	450.000
	Dây chuyền phủ màu	1	180.000
	Cụm lò ủ	2	142.000
Công ty TNHH MTV Tôn Hoa Sen Số 9, Đại lộ Thống Nhất, KCN Sóng Thần 2, Phường Dĩ An, Thị xã Dĩ An, Tỉnh Bình Dương	Dây chuyền tái sinh axít	1	5.000 lít/giờ
	Dây chuyền tẩy rỉ	2	950.000
	Dây chuyền cán nguội	3	580.000
Công ty TNHH MTV Vật liệu Xây dựng Hoa Sen KCN Phú Mỹ 1, Thị trấn Phú Mỹ, Huyện Tân Thành, Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu	Dây chuyền ống thép	17	150.000
	Dây chuyền ống nhựa	12	30.000

Quy trình sản xuất kinh doanh khép kín của HSG

Quy trình sản xuất tôn – thép của HSG bắt đầu từ dây chuyền sản xuất thép cán nguội. Thép cán nóng nhập khẩu đi qua dây chuyền này sẽ tạo ra thép cán nguội dạng cuộn. Thép cán nguội là nguyên liệu đầu vào cho các dây chuyền mạ để cho sản phẩm cuối cùng là tôn mạ.

Đặc biệt, ở từng giai đoạn của quy trình sản xuất này, các thành phẩm của HSG đều đáp ứng được những tiêu chuẩn chất lượng quốc tế của Hoa Kỳ, Úc, Nhật Bản. Do đó, những sản phẩm này đáp ứng tốt nhu cầu đa dạng của thị trường đối với các sản phẩm thép cán nguội và tôn mạ.

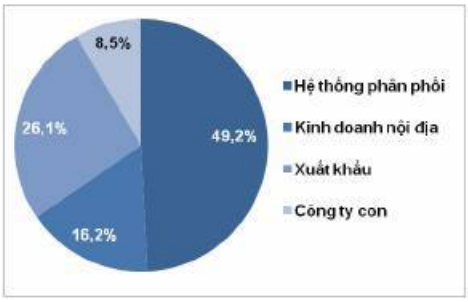
Thông qua hệ thống 115 chi nhánh phân phối – bán lẻ trên toàn quốc và mô hình đại lý nhượng quyền thương mại, các sản phẩm chất lượng cao của HSG được đưa đến tận tay người tiêu dùng.

Quy trình sản xuất kinh doanh khép kín từ nguyên liệu đầu vào, sản xuất và phân phối sản phẩm đến tận tay người tiêu dùng là lợi thế cốt lõi để HSG thực thi chiến lược dẫn đầu thị trường dựa vào chi phí sản xuất kinh doanh thấp nhất.

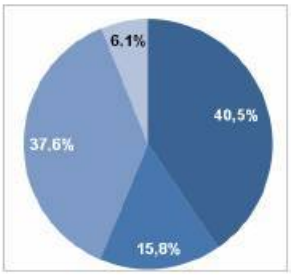
Thực tế cho thấy, với thương hiệu tốt, sản phẩm của HSG thường có giá cao hơn so với các công ty cùng ngành, nhưng vẫn được khách hàng quan tâm ưa chuộng. Quy trình sản xuất khép kín giúp hạ thấp giá thành sản phẩm. Đây là 2 nguyên nhân giúp HSG có tỷ suất lợi nhuận gộp tốt nhất trong ngành tôn mạ.

Thị trường tiêu thụ

Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối 2010-2011



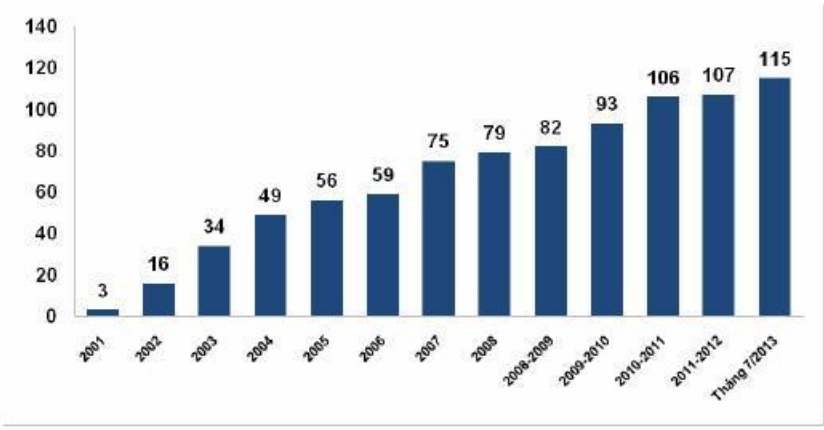
Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối 2011-2012



Các sản phẩm của HSG được tiêu thụ thông qua hệ thống 115 chi nhánh phân phối – bán lẻ trên toàn quốc và mô hình đại lý nhượng quyền thương mại, cung cấp cho các khách hàng lớn (Kinh doanh nội địa), và xuất khẩu. Số lượng chi nhánh của HSG tăng mạnh qua các năm. Tính đến thời điểm hiện tại, HSG có 115 chi nhánh và 3 tổng kho hầu hết số lượng chi nhánh và tổng kho được HSG sở hữu hoàn toàn quyền sử dụng đất và nhà xưởng.

Hệ thống chi nhánh của HSG

Số lượng các chi nhánh của HSG 2001-2012



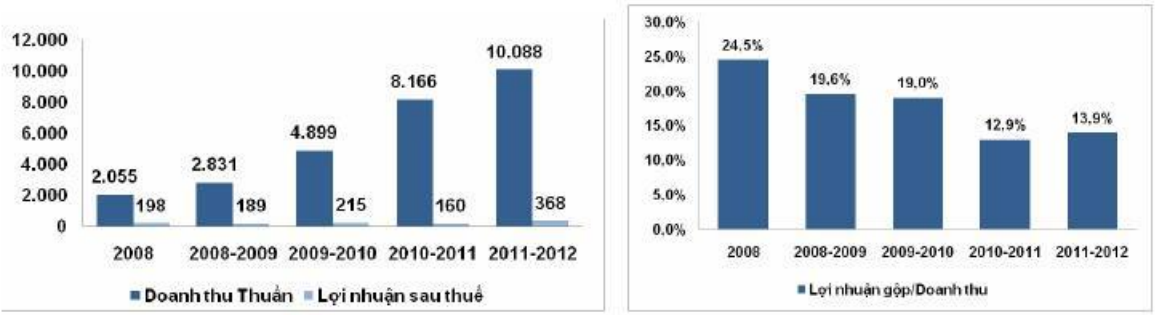
Mục tiêu của HSG đến năm 2017 là có 200 chi nhánh phân phối – bán lẻ trên toàn quốc. Hệ thống chi nhánh phân phối – bán lẻ bao phủ khắp toàn quốc đã trở thành một ưu thế lớn của HSG trong việc tiếp cận trực tiếp người tiêu dùng, nhanh chóng đưa các sản phẩm mới của công ty đến với thị trường. Ngoài ra hệ thống chi nhánh phân phối – bán lẻ giúp HSG có thể linh hoạt thực hiện các chính sách bán hàng để tạo ra dòng tiền ổn định, duy trì tính thanh khoản.

Trong khi các kênh nội địa vẫn ổn định được sản lượng thì trong NĐTC 2011-2012, kênh xuất khẩu đã có bước phát triển vượt bậc, sản lượng xuất khẩu của HSG tăng 78,3% so với NĐTC 2010-2011. Doanh thu xuất khẩu NĐTC 2011-2012 chiếm 37,2% tổng doanh thu của HSG, tăng mạnh so với NĐTC 2010-2011. Trong khi thị trường Xây dựng và Bất động sản gặp khó khăn, việc tăng doanh thu xuất khẩu là tín hiệu tích cực trong hoạt động của HSG.

Tình hình sản xuất kinh doanh của HSG giai đoạn từ năm 2008-2012

Tình hình kinh doanh

Kết quả doanh thu và lợi nhuận của HSG 2008-2012 (Tỷ đồng)



HSG có tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình mỗi năm trong giai đoạn 2008-2012 đạt 45%. Trong năm NĐTC 2008-2009 và NĐTC 2009-2010, HSG có tăng trưởng doanh thu lần lượt là 73% và 67%. Đây cũng là hai năm tăng trưởng ấn tượng do Chính phủ Việt Nam đã đưa ra các gói kích cầu, hỗ trợ lãi suất doanh nghiệp, gia tăng tổng cầu đã giúp công ty tăng trưởng mạnh trong những năm này. Trong thời gian này, HSG xây dựng thêm nhà máy tăng công suất, sản phẩm được tiêu thụ tốt. Bên cạnh mở rộng tiêu thụ trong nước, thị trường xuất khẩu được tăng cường.

Sản lượng tiêu thụ của HSG trong các NĐTC 2009-2010, 2010-2011 và 2011-2012 tăng trưởng lần lượt 59%, 45%, 18,7%. Doanh thu trong 3 niên độ qua tăng trưởng lần lượt 73%, 67% và 23,5%. Doanh thu xuất khẩu qua 3 niên độ tăng trưởng lần lượt khoảng 454%, 238%, 78%. Doanh thu xuất khẩu NĐTC 2011-2012 đạt 180 triệu USD.

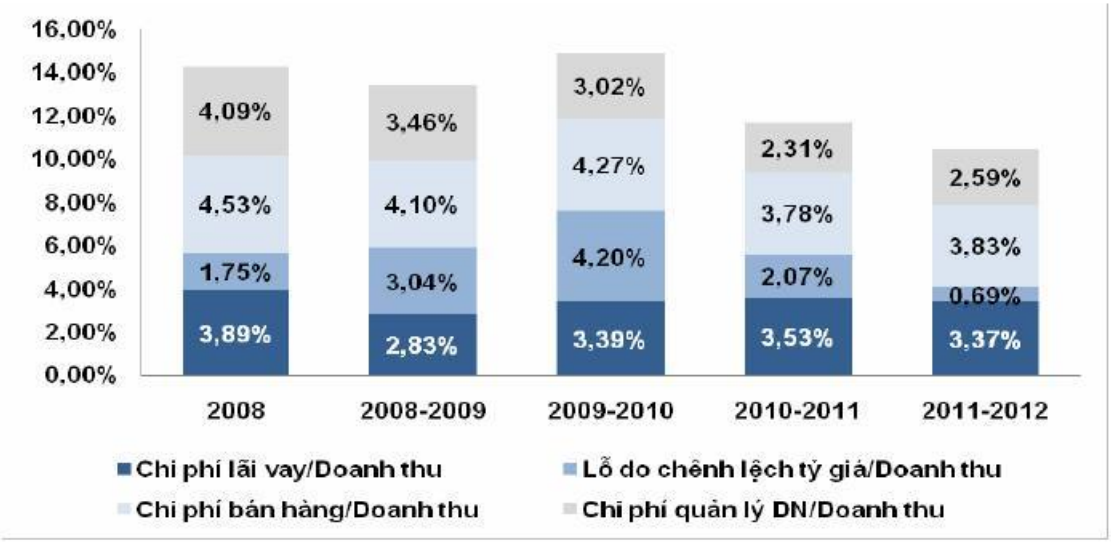
Với khả năng mở rộng thị trường xuất khẩu và tăng trưởng doanh thu tốt, các dây chuyền sản xuất của HSG dự kiến sẽ vận hành hết công suất trong NĐTC 2013-2014.

Tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm rõ rệt trong giai đoạn 2008-2011 do cạnh tranh ngày càng mạnh giữa các công ty trong ngành. Bên cạnh đó, 6 tháng đầu NĐTC 2008-2009, giá thép cán nóng giảm giá 40% gây áp lực khiến HSG phải giảm giá bán thành phẩm trong nước. Trong khi đó, thép cán nóng được chuyển tới HSG thông thường 30-45 ngày sau khi ký hợp đồng mua bán với giá xác định tại thời điểm ký hợp đồng. HSG phải bán thành phẩm với giá thấp trong khi nhập nguyên liệu với giá cao. Đây là nguyên nhân chính khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG sụt giảm trong NĐTC 2008-2009.

Trong NĐTC 2010-2011, mặc dù tỷ lệ chi phí tài chính trên doanh thu thuần là 5,6%, giảm đáng kể so với mức 7,6% của NĐTC 2009-2010, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ mức 19% xuống 12,9% khiến lợi nhuận sau thuế của niên độ 2010-2011 chỉ đạt 160 tỷ đồng, giảm 25,6% so với NĐTC 2009-2010.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG có dấu hiệu cải thiện từ năm 2012. Doanh thu tăng trưởng tốt, công suất nhà máy chạy ổn định tạo lợi thế về quy mô, giúp tiết giảm giá vốn hàng bán trong thời gian tới.

Cơ cấu chi phí



Chi phí tài chính chủ yếu bao gồm chi phí lãi vay và lỗ do chênh lệch tỷ giá. Tỷ trọng chi phí tài chính trong tổng doanh thu có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2008-2010, và có xu hướng giảm trong hai năm gần đây.

Chi phí tài chính trong NĐTC 2009-2010 và 2010-2011 tăng đáng kể so với NĐTC 2008-2009 do chi phí lãi vay và lỗ do chênh lệch tỷ giá tăng mạnh. Chi phí lãi vay tăng lên cùng với khoản vay nợ tăng để mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh. Chi phí lãi vay trong NĐTC 2009-2010 và 2010-2011 tăng lần lượt 100,8% và 73,5% so với niên độ trước. Lỗ do chênh lệch tỷ giá trong NĐTC 2009-2010 và 2010-2011 lần lượt là 206 và 169 tỷ đồng. Để nhập khẩu thép cán nóng, HSG cần vay ngoại tệ (chủ yếu là USD) từ các ngân hàng, lỗ do chênh lệch tỷ giá xuất phát từ các khoản nợ và phải trả người bán bằng USD của HSG khi USD lên giá so với VND.

Trong NĐTC 2011-2012, chi phí tài chính giảm đáng kể và chỉ chiếm 4,1% trên doanh thu thuần là những nguyên nhân giúp lợi nhuận sau thuế đạt 368 tỷ đồng, tăng 130% so với NĐTC 2010-2011. Mặc dù chi phí lãi vay tăng 18% nhưng lỗ do chênh lệch tỷ giá giảm 59% so với NĐTC 2010-2011 nên chi phí tài chính của HSG giảm so với NĐTC 2010-2011.

Với hệ thống chi nhánh phân phối – bán lẻ rộng khắp cả nước, cùng với chiến lược mở rộng thị trường xuất khẩu, số lượng nhân viên lớn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của HSG khá lớn. Tổng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp NĐTC 2011-2012 là 647 tỷ đồng. Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng khá ổn định trong tổng doanh thu, tuy nhiên tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp trong tổng doanh thu có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2008-2011, và tăng trong NĐTC 2011-2012. Tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trong tổng doanh thu của HSG ở mức cao nhất trong các doanh nghiệp ngành thép. Điều này cho thấy HSG vẫn tiếp tục chiến lược mở rộng thị trường, chiếm lĩnh thị phần nhằm tăng mạnh doanh thu, tạo cơ sở tăng lợi nhuận.

Một số điểm nổi bật trong kết quả kinh doanh 6 tháng đầu niên độ 2012-2013

	6T/2011-2012	6T/2012-2013	% thay đổi	%KH 2012-2013
Doanh thu Thuần	5.052	5.296	4,83%	48,15%
Giá vốn hàng bán	4.370	4.435	1,49%	
% GVHB/Doanh thu	86,5%	83,7%		
Lợi nhuận gộp	682	861	26,25%	
Doanh thu tài chính	26,5	12	-54,72%	
Chi phí tài chính	248,9	117,3	-52,87%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	201,8	103,2	-48,86%	
Chi phí bán hàng	191,5	209,7	9,50%	
Chi phí quản lý DN	116,3	144,7	24,42%	
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	152,1	401,6	164,04%	
Lợi nhuận khác	14	3	-78,57%	
Lợi nhuận trước thuế	166,1	404,7	143,65%	
Lợi nhuận sau thuế	153,5	353	129,97%	88,25%

Đơn vị:Tỷ đồng

HSG có kết quả kinh doanh 6 tháng đầu NĐTC 2012-2013 ấn tượng với doanh thu tăng trưởng 4,83% và lợi nhuận sau thuế tăng 129,97% so với cùng kỳ NĐTC 2011-2012. Sản lượng tiêu thụ 6 tháng đạt 276.068 tấn, trong đó sản lượng xuất khẩu chiếm 48,85%. Thị trường xuất khẩu tăng trưởng tốt, đóng góp ngày càng quan trọng trong doanh thu của HSG. 8 tháng đầu NĐTC 2012-2013, doanh thu ước tính đạt 7.543 tỷ đồng, tương đương 68,6% kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 513,3 tỷ đồng, vượt 28,3% kế hoạch năm.

Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ giai đoạn I đi vào hoạt động với công suất cao giúp giảm giá thành sản xuất. Bên cạnh đó, giá thép cán nóng có xu hướng tăng trong 3 tháng đầu năm 2013 giúp giá bán thành phẩm của HSG được cải thiện. Doanh thu tăng 4,83% trong khi giá vốn hàng bán tăng 1,49% giúp lợi nhuận gộp đạt 861 tỷ đồng, tăng 26,25% so với cùng kỳ niên độ 2011-2012.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp 6 tháng đầu NĐTC 2012-2013 tăng lần lượt 9,5% và 24,42% so với cùng kỳ do nhu cầu mở rộng quy mô công ty và tăng cường thị trường xuất khẩu.

Chi phí tài chính giảm hơn 50% so với cùng kỳ niên độ trước do 2 nguyên nhân. Thứ nhất, chi phí lãi vay giảm 48,86% so với cùng kỳ. HSG vay VND ngắn hạn từ các ngân hàng trong 6 tháng đầu niên độ 2012-2013 với lãi suất khoảng 7 – 10%/năm, thấp hơn đáng kể so với mức 14 -19% cùng kỳ niên độ 2011-2012. Thứ hai, tỷ giá USD/VND tương đối ổn định trong thời gian qua nên rủi ro chênh lệch tỷ giá không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với HSG trong thời gian qua.

Tóm lại, lợi nhuận gộp tăng 26,25% và chi phí tài chính giảm 52,87% là hai nguyên nhân chính giúp lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu NĐTC 2012-2013 của HSG tăng 129,97% so với 6 tháng đầu NĐTC 2011-2012.

Tình hình tài chính của HSG

Cơ cấu tài sản

	2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	Tháng 3/2013
TÀI SẢN NGẮN HẠN	**51,9%**	**49,6%**	**50,6%**	**51,9%**	**49,0%**	**55,7%**
Tiền và tương đương tiền	0,7%	2,0%	1,1%	2,2%	1,3%	2,6%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Phải thu ngắn hạn	8,1%	12,3%	11,4%	10,7%	14,2%	7,9%
Hàng tồn kho	40,9%	30,6%	31,8%	34,1%	28,9%	40,5%
Tài sản ngắn hạn khác	2,1%	4,7%	5,4%	5,0%	4,5%	4,7%
TÀI SẢN DÀI HẠN	**48,1%**	**50,4%**	**49,4%**	**48,1%**	**51,0%**	**44,3%**
Tài sản cố định	45,5%	47,5%	47,2%	46,0%	48,6%	42,3%
Đầu tư tài chính dài hạn	2,0%	2,4%	1,3%	1,0%	1,1%	0,9%
Tài sản dài hạn khác	0,7%	0,6%	0,9%	1,1%	1,4%	1,1%

HSG có chính sách quản lý tài sản khá chặt chẽ. Trong cơ cấu tài sản của HSG, tài sản ngắn hạn thường chiếm tỷ trọng rất ổn định, khoảng 50% trong tổng tài sản. Ngoại trừ thời điểm cuối tháng 3 năm 2013, tài sản ngắn hạn chiếm 55,7% chủ yếu do hàng tồn kho tăng cao đáng kể so với các thời điểm khác. Các khoản phải thu giảm tạo điều kiện cho HSG nhập nguyên vật liệu để phục vụ thị trường.

Tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn trong tổng tài sản ở mức 14,2% tại thời điểm cuối tháng 9 năm 2012, cao hơn so với các thời điểm khác, nhưng vẫn là mức thấp so với các công ty cùng ngành. Các khoản phải thu tại thời điểm cuối tháng 3 năm 2013 chiếm tỷ trọng 7,9% trong tổng tài sản. Các khoản phải thu ngắn hạn ở mức thấp trong tình hình thị trường xây dựng và bất động sản gặp nhiều khó khăn là một điểm đáng khích lệ của HSG.

Với ưu thế về quy mô, thị phần lớn, công nghệ sản xuất đầu ngành, thương hiệu mạnh, HSG có khả năng chiếm lĩnh thị trường tôn mạ trong nước. Bên cạnh đó, thị trường xuất khẩu hứa hẹn sẽ mang lại doanh thu tăng trưởng tốt cho HSG trong thời gian tới. Khi đó, hàng tồn kho và các khoản phải thu phải duy trì ở mức độ lớn hơn nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường.

Trong các năm qua, khoản đầu tư lớn nhất của HSG là khoản đầu tư vào Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ. Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ giai đoạn I đã hoàn thành, HSG tiếp tục triển khai giai đoạn II vào năm 2013 và năm 2014. Khoản mục tài sản dài hạn của HSG sẽ tiếp tục tăng lên trong năm 2013 và 2014.

Nói chung, tỷ trọng giữa tài sản ngắn hạn và dài hạn trong tổng tài sản của HSG sẽ không có biến động lớn trong năm 2013 và 2014. Nguyên nhân là do hàng tồn kho, các khoản phải thu tăng lên khi thị trường tiêu thụ mở rộng, đồng thời tài sản dài hạn tăng lên khi HSG triển khai giai đoạn II Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ. Từ năm 2015, tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng lên do HSG giảm đầu tư tài sản cố định. Tốc độ tăng hàng tồn kho và các khoản phải thu cao hơn tốc độ tăng tài sản cố định.

Cơ cấu nguồn vốn

TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	Tháng 3/2013
NỢ PHẢI TRẢ	**62,2%**	**61,5%**	**62,4%**	**69,9%**	**62,1%**	**64,4%**
NỢ NGẮN HẠN	**48,0%**	**47,7%**	**52,7%**	**58,9%**	**50,6%**	**53,7%**
Vay và nợ ngắn hạn	37,3%	31,2%	39,0%	38,1%	38,3%	37,2%
Phải trả người bán	6,6%	11,2%	9,7%	18,6%	9,1%	12,3%
Các khoản khác	4,1%	5,2%	4,0%	2,3%	3,2%	4,2%
NỢ DÀI HẠN	**14,2%**	**13,8%**	**9,7%**	**10,9%**	**11,5%**	**10,7%**
VỐN CHỦ SỞ HỮU	**37,8%**	**38,5%**	**38,9%**	**30,1%**	**37,9%**	**35,6%**

Đặc điểm chung của các công ty trong ngành thép là vay nợ lớn để xây dựng nhà máy và tài trợ cho hàng tồn kho và các khoản phải thu ngắn hạn. Ngoại trừ thời điểm cuối NĐTC 2010-2011, cơ cấu nguồn vốn của HSG khá ổn định với nợ chiếm tỷ trọng 61 – 64% trong tổng nguồn vốn. HSG có tỷ trọng nợ ở mức thấp nhất trong các công ty ngành thép tại Việt Nam.

Nợ ngắn hạn thường chiếm tỷ trọng khoảng 47 – 53% trong tổng nguồn vốn của HSG. Tại thời điểm cuối tháng 3 năm 2013 và đặc biệt là cuối NĐTC 2010-2011, HSG có tích lũy lượng hàng tồn kho lớn, đồng thời các khoản phải trả người bán tăng cao đột biến. Do đó, tỷ trọng nợ ngắn hạn lên tới 58,9%, cao hơn đáng kể so với các thời điểm khác.

Mặc dù vay nợ dài hạn để thực hiện Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ giai đoạn I nhưng tỷ trọng vay nợ dài hạn trong tổng nguồn vốn của HSG không có nhiều biến động, giao động quanh mức 9,7%-11,5% trong giai đoạn 2009-2013.

Trong thời gian tới, HSG tiếp tục triển khai giai đoạn II Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ, với nguồn vốn vay dài hạn khoảng hơn 800 tỷ đồng. Do đó, tỷ trọng nợ dài hạn sẽ chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng nguồn vốn của HSG.

Đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán

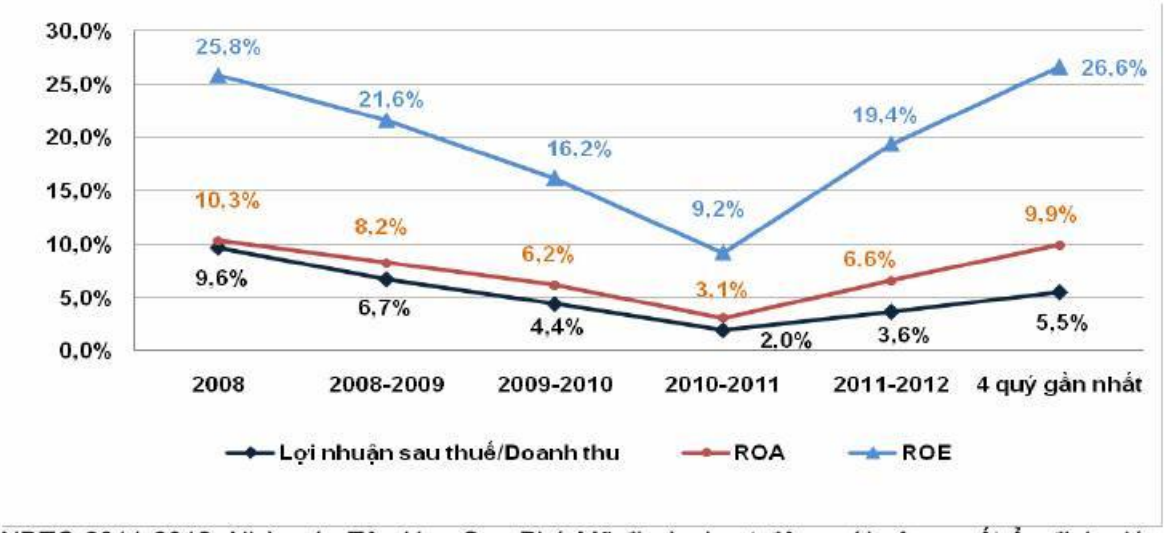
	2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	Tháng 3/2013
Vay nợ ngắn hạn/Vốn CSH	98,6%	80,9%	100,2%	126,4%	101,1%	104,7%
Vay nợ dài hạn/Vốn CSH	37,5%	35,9%	24,9%	36,3%	30,3%	30,1%
Vay nợ/Vốn CSH	**136,2%**	**116,8%**	**125,1%**	**162,7%**	**131,3%**	**134,8%**
Nợ phải trả/Tổng tài sản	**62,2%**	**61,5%**	**62,4%**	**69,9%**	**62,1%**	**64,4%**
Đòn bẩy tài chính (Tổng TS/Vốn CSH)	**2,65**	**2,60**	**2,57**	**3,32**	**2,64**	**2,81**
Tỷ số thanh toán hiện hành (lần)	1,08	1,04	0,96	0,88	0,97	1,04
Tỷ số thanh toán nhanh (lần)	0,23	0,40	0,36	0,30	0,40	0,28

Với quan điểm khá thận trọng, HSG sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức ổn định 2,5 – 2,6 lần. Để đáp ứng nhu cầu thị trường ngày càng tăng, HSG phải duy trì các khoản phải thu và lượng hàng tồn kho ở mức độ hợp lý. Vay nợ ngắn hạn được tăng cường nhằm tài trợ cho hàng tồn kho và các khoản phải thu tăng lên. Tuy nhiên, vốn chủ sở hữu của HSG cũng tăng lên do lợi nhuận tích lũy ổn định giúp đòn bẩy tài chính không có biến động lớn.

Dự kiến năm 2014 và 2015, tỷ lệ nợ dài hạn và đòn bẩy tài chính tăng do HSG đầu tư giai đoạn II Dự án hà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ.

Tỷ suất lợi nhuận sau thuế, ROA và ROE

Mặc dù doanh thu, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2008-2011 nhưng lợi nhuận của HSG không có sự tăng trưởng tương ứng. Vì vậy, các chỉ số đánh giá khả năng tạo lợi nhuận như tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu, ROA, ROE có xu hướng giảm trong giai đoạn này.



NĐTC 2011-2012, Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ đi vào hoạt động với công suất ổn định giúp giảm giá thành sản phẩm và cung cấp sản lượng lớn đáp ứng nhu cầu thị trường nên doanh thu tăng, tạo điều kiện nâng cao lợi nhuận cho HSG. Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng trong NĐTC 2012-2013 khiến các chỉ số thể hiện khả năng tạo lợi nhuận của HSG được cải thiện rõ rệt.

Cùng với HPG, HSG có khả năng tạo lợi nhuận tốt nhất trong ngành thép trong giai đoạn 2008-2012. Thị trường Xây dựng và Bất động sản trong năm 2011-2012 gặp khó khăn, nhưng lợi nhuận NĐTC 2011-2012 của HSG tăng mạnh trong khi lợi nhuận của hầu hết các công ty thép sụt giảm mạnh nên các chỉ số ROA, ROE của HSG cao hơn các công ty cùng ngành. HSG đang có thị phần lớn, doanh thu cao và có lợi thế do giá vốn hàng bán thấp so với các công ty cùng ngành. Khi thị trường xây dựng và bất động sản khởi sắc trở lại, HSG có khả năng tạo lợi nhuận cao hơn và ổn định.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH

Dự phóng kết quả kinh doanh niên độ 2012-2013

Ước lượng kết quả doanh thu và lợi nhuận của HSG niên độ 2012-2013 (Tỷ đồng)

	6T 2012-2013	9T 2012-2013	2012-2013 ước tính	KH 2012-2013	%KH 2012-2013
Doanh thu thuần	5.296	8.553	11.000	11.000	100%
Lợi nhuận gộp	861		1.650		
Lợi nhuận sau thuế	353	538	660	400	165%

Nguồn: HSG, FPTS data

NĐTC 2012-2013, HSG sẽ có kết quả kinh doanh ấn tượng với việc hoàn thành chỉ tiêu doanh thu thuần và kết quả lợi nhuận sau thuế có khả năng đạt khoảng 660 tỷ đồng, vượt 65% kế hoạch năm.

HSG tiếp tục củng cố thị phần hơn 41.3% trong ngành tôn mạ trong thời gian qua. Với vị thế dẫn đầu ngành tôn mạ về năng lực sản xuất, thị phần, thương hiệu mạnh, HSG có khả năng tiếp tục tăng dần thị phần trong thời gian tới. NĐTC 2012-2013, thị trường xuất khẩu đóng vai trò quan trọng với doanh thu từ xuất khẩu chiếm gần 50% tổng doanh thu.

Doanh thu tăng trưởng tốt, công suất nhà máy hoạt động ở mức cao giúp giảm giá thành mỗi đơn vị sản phẩm, tạo tiền đề nâng cao lợi nhuận. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay trong 6 tháng đầu niên độ giảm đáng kể so với cùng kỳ NĐTC 2011-2012 và sẽ tiếp tục giữ ở mức thấp trong thời gian tới sẽ giúp HSG có kết quả lợi nhuận khả quan trong những tháng cuối NĐTC 2012-2013.

Tuy nhiên, giá thép cán nóng giảm từ cuối tháng 3 khiến giá bán của HSG không cao như giai đoạn 3 tháng đầu năm 2013. Lợi nhuận trung bình mỗi tháng của HSG 3 tháng cuối NĐTC 2012-2013 khoảng 40 tỷ đồng.

Dự phóng kết quả kinh doanh các năm tiếp theo

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ

Hiện tại, dây chuyền cán nguội của HSG đã hoạt động 80% công suất, là mức gần như tối đa trong giai đoạn mới lắp đặt. Với khả năng duy trì thị phần và tăng trưởng doanh thu cao, các dây chuyền của HSG đang tiến đến việc chạy hết công suất. HSG đang tiếp tục triển khai giai đoạn II của Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ. Với kế hoạch tăng trưởng doanh thu và tình hình thực tế tiêu thụ sản phẩm của HSG, giai đoạn II sẽ được hoàn thành trong năm 2014.

Trong tháng 3 năm 2013, HSG đã hoàn thành lắp đặt dây chuyền mạ kẽm/nhôm kẽm (công nghệ NOF – thép mỏng) với tổng công suất 120.000 tấn/năm nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường.

Với năng lực sản xuất tăng đáng kể, HSG hoàn toàn có đủ khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường trong thời gian tới.

Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ

Hạng mục	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Thời gian xây dựng	2009-2011	2013-2014
Công suất dây chuyền cán nguội (tấn)	400.000	400.000
Công suất dây chuyền tôn kẽm dày/ tôn lạnh dày (Công nghệ NOF) (tấn)	450.000	400.000
Công suất dây chuyền tôn kẽm/ tôn lạnh (Công nghệ NOF) (tấn)	100.000	120.000
Công suất dây chuyền phủ màu	180.000	150.000

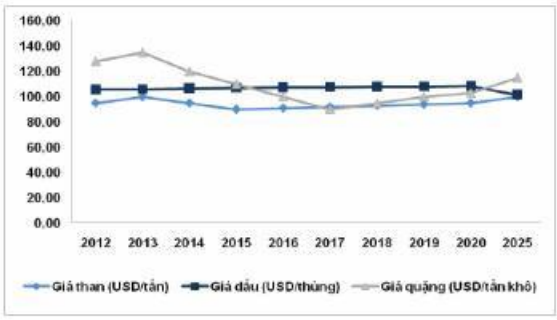
Sản lượng tiêu thụ tôn mạ của các Công ty trong Hiệp hội Thép Việt Nam trong năm 2011 và 2012 tăng trưởng lần lượt 11,5% và 15,7%. Trong khi thị trường xây dựng và bất động sản đóng băng, mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của ngành tôn mạ là điểm rất ấn tượng. Về dài hạn, thị trường tôn mạ tại Việt Nam hứa hẹn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng do nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng và phát triển khu công nghiệp tăng cao. Hiện tại, hệ thống chi nhánh của HSG đang không ngừng mở rộng, đặc biệt hướng ra thị trường miền Trung và miền Bắc nhằm đáp ứng nhu cầu khách hàng. Bên cạnh đó, HSG đang mở rộng hệ thống nhượng quyền thương hiệu nhằm tăng thêm sự hiện diện của tôn Hoa Sen trên các vùng miền, hứa hẹn giúp tăng doanh thu, chiếm lĩnh thị phần.

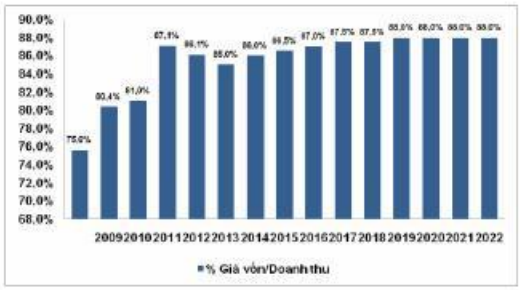
Các thị trường trong khu vực Đông Nam Á như Indonesia, Malaysia, Thái Lan,…là những thị trường tiềm năng và có sự tăng trưởng ấn tượng trong 2 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, các thị trường Châu Âu, Úc, Châu Phi cũng được HSG chú trọng phát triển. Thị trường xuất khẩu sẽ đóng vai trò quan trọng đối với HSG trong thời gian tới.

Với những lợi thế sẵn có về quy mô, công nghệ và thị trường, HSG có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng doanh thu. Trong giai đoạn 2013-2017, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng từ 9-11%/năm, doanh thu có thể tăng trưởng 11-14%/năm. Trong giai đoạn 2018 đến 2022, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng từ 7-8%/năm, doanh thu có thể tăng trưởng 9-11%/năm.

Giá vốn hàng bán

Theo dự báo của World Bank, giá nguyên liệu, nhiên liệu liên quan đến sản xuất thép là quặng sắt, than, dầu (nhiệt điện) không có sự biến động lớn. Các chi phí sản xuất khác như chi phí nhân công, chi phí vận chuyển… có thể tăng trung bình 6-8% mỗi năm. Quặng sắt, than, điện chiếm khoảng 75% chi phí sản xuất thép cán nóng. Vì vậy, theo dự báo của World Bank có thể giả định giá thép cán nóng là nguyên liệu đầu vào trong quá trình sản xuất của HSG tăng trung bình 2% mỗi năm trong thời gian tới. Chi phí sản xuất khác của HSG bao gồm chi phí nhân công, điện, các nguyên liệu khác được giả định tăng trung bình mỗi năm 7-8%, tương đương với tỷ lệ lạm phát trung bình ước tính của Việt Nam trong thời gian tới. Thép cán nóng và các chi phí khác lần lượt chiếm khoảng 80% và 20% giá thành sản xuất của HSG. Vì vậy, giá thành sản xuất ước tính của HSG tăng trung bình 3% mỗi năm.

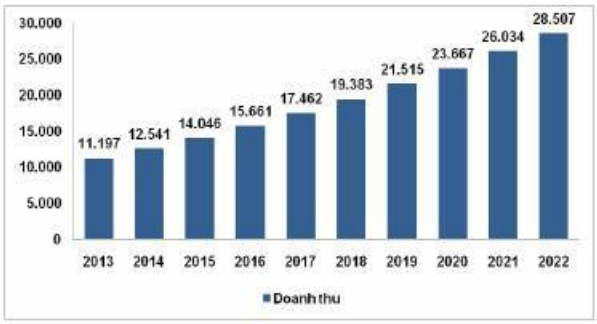


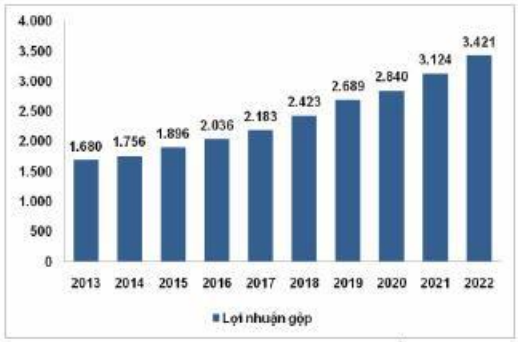


Nguồn: FPTS data

Doanh thu và lợi nhuận gộp

Ước lượng kết quả doanh thu và lợi nhuận gộp của HSG (Tỷ đồng)





Nguồn: FPTS data

Mặc dù chi phí sản xuất tăng, nhưng giá bán của HSG cũng tăng lên tương ứng. Tuy nhiên, để tăng doanh thu, mở rộng thị trường, HSG có thể giảm giá bán, chấp nhận giảm nhẹ tỷ suất lợi nhuận gộp. Giả định tỷ lệ giá vốn/doanh thu có xu hướng tăng nhẹ, tương đương 86-88%. Đây vẫn là mức thấp nhất trong các công ty ngành tôn mạ. HSG có khả năng duy trì tỷ trọng giá vốn/doanh thu thấp dựa trên 2 cơ sở. Thứ nhất, giá thành sản xuất ở mức thấp do tận dụng được lợi thế về quy mô khi công suất nhà máy tăng lên. Thứ hai, giá bán sản phẩm của HSG ở mức cao hơn so với thị trường do chất lượng sản phẩm tốt và thương hiệu Tôn Hoa Sen được duy trì tốt.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

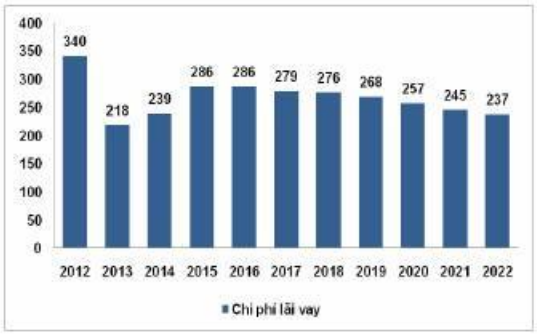
Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp là các khoản chi phí biến động theo doanh số bán hàng của doanh nghiệp. Hai chi phí này sẽ thay đổi theo sản lượng tiêu thụ, doanh thu, chính sách bán hàng mỗi năm. Theo kế hoạch tăng trưởng doanh thu trong thời gian tới của HSG, tôi ước tính tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trong doanh thu lần lượt ở mức 2 – 3,6% và 2,1 - 2,6%. Trong thời gian đầu, chi phí bán hàng ở mức cao do HSG tăng cường thị phần, mở rộng thị trường xuất khẩu. Sau đó, chi phí bán hàng tăng trưởng không cao khi thị trường của HSG ổn định.

Doanh thu tài chính và chi phí tài chính

Theo dự phóng kết quả kinh doanh, mặc dù doanh thu tăng mạnh nhưng HSG chỉ duy trì một lượng tiền mặt vừa đủ nhằm phục vụ cho hoạt động kinh doanh. Doanh thu tài chính của HSG chủ yếu đến từ khoản lãi do chênh lệch tỷ giá hối đoái phát sinh từ lượng ngoại tệ mà HSG nắm

giữ ngắn hạn và các khoản phải thu khách hàng bằng ngoại tệ. Một lượng ngoại tệ được giữ lại sau khi doanh thu từ xuất khẩu được trả nợ một phần cho các nhà cung cấp thép cán nóng và các tổ chức tín dụng.

Ước lượng chi phí tài chính của HSG (Tỷ đồng)



Nguồn: FPTS data

Chi phí tài chính sẽ bao gồm chi phí lãi vay và lỗ do chênh lệch tỷ giá hối đoái. Trong đó, chi phí lãi vay sẽ tính dựa trên mức vay ngắn hạn và dài hạn trung bình hàng năm. Lỗ do chênh lệch tỷ giá hối đoái sẽ được tính theo khoản vay bằng ngoại tệ của HSG mỗi năm. Trong giai đoạn 2008-2012, trung bình mỗi năm VND mất giá 5 – 6% so với USD. Giả định trong thời gian tới, tỷ giá trượt 2-3%/năm dựa theo dự báo của HSBC và EIU (tổ chức nghiên cứu kinh tế độc lập của Anh) và chỉ điều chỉnh 1 lần trong năm. Khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá hối đoái sẽ được giảm trừ một phần từ khoản lãi do chênh lệch tỷ giá.

Lợi nhuận sau thuế

Mặc dù doanh thu tăng nhưng lợi nhuận sau thuế của HSG trong giai đoạn 2014-2016 không có sự tăng trưởng đột biến. Sự cạnh tranh mạnh mẽ diễn ra trong ngành khiến HSG có thể giảm giá bán để tăng cường thị phần, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ. Chi phí lãi vay tăng lên khi đầu tư Dự án Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ giai đoạn II. Rủi ro chênh lệch tỷ giá hối đoái xuất hiện khi VND có thể mất giá so với USD trong những năm tới.

Ước lượng lợi nhuận sau thuế của HSG (Tỷ đồng)

Nguồn: FPTS data

Từ năm 2017 trở đi, các dây chuyền sản xuất vận hành cho sản lượng lớn, doanh thu tăng tạo điều kiện nâng cao lợi nhuận cho HSG.

ĐỊNH GIÁ

Báo cáo định giá không đề cập đến các nhà máy mà HSG dự kiến sẽ xây dựng ở nước ngoài do chưa có những thông tin chi tiết về các dự án này.

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	46.400	50%	23.200
P/E	49.900	50%	24.900
Giá bình quân		100%	**48.100**

Theo phương pháp FCFF

Tốc độ tăng trưởng

Doanh nghiệp tham chiếu

Công ty	Quốc gia	Tăng trưởng doanh thu
Baoshan Iron & Steel Co	Trung Quốc	4,7%
Gerdau Group	Brazil	3,6%
Shandong Steel Group	Trung Quốc	7,0%
Thyssen Krupp Group	Đức	7,8%
Bình quân		**5,7%**

- *Giai đoạn 2013-2015: Chạy hết công suất nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ Giai đoạn I (g_1 =12%)*
- Giai đoạn 2015-2022: doanh thu tăng trưởng ổn định sau khi lắp đặt thêm dây chuyền sản xuất mới (g_2=11%)
- Giai đoạn sau 2022: ổn định (g_3=5%)

Chi phí sử dụng vốn (WACC)

WACC	Ước tính
E/(D+E) =w(e)	43,7%
D/(D+E) =w(d)	56,3%
Chi phí nợ (Rd)	8,4%
Thuế suất (T)	12,6%
Chi phí sử dụng nợ sau thuế= Rd*(1-T)	7,3%
Hệ số Bêta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	10%
Chi phí vốn (Re)	22%
WACC= Re* w(e)+Rd*(1-T)*w(d)	**13,7%**

WACC	Diễn giải
Re: Chi phí vốn	Rf +βx(RM – Rf) = 9% +1,3 x (10%) = 22%
Rf: Lãi suất trái phiếu Chính phủ Kỳ hạn 10 năm	9%
β: Tương quan cổ phiếu với thị trường chứng khoán	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	10%

Hệ số β được tính dựa trên tương quan cổ phiếu HSG với VN Index trong 3 năm gần nhất.

Phần bù rủi ro thị trường là 10%, giảm 2% so với mức 12% do tổ chức IESE Business School, Tây Ban Nha thực hiện tháng 6 năm 2012. Nguyên nhân do lạm phát Việt Nam năm 2013 ổn định và lãi suất có xu hướng giảm. Môi trường kinh tế Việt Nam ổn định hơn nên tỷ lệ chiết khấu giảm xuống.

Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

FCFF	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2022F
Thời gian dự phóng	10					
Hiện giá của dòng tiền	97.407	445.845	517.446	517.073	435.790	347.656
Tổng hiện giá của dòng tiền 10 năm đầu	3.903.629					
Hiện giá của dòng tiền sau 10 năm	3.170.494					
Giá trị công ty	7.074.124					
(+) Tiền và các CK ngắn hạn	71.407					
(-) Nợ	2.646.235					
Giá trị vốn chủ sở hữu	4.499.296					
Lợi ích cổ đông thiểu số	-					
Giá trị vốn chủ sở hữu Công ty mẹ	4.499.296					
Số cổ phiếu hiện hành (triệu CP)	**97**					
Giá trị nội tại	**46.398**					

Theo phương pháp so sánh tương đối P/E

Tên Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E	ROE
Kinsteel Berhad	Malaysia	138	11,1	6,8%
Monnet Ispat Limited	Ấn Độ	213	4,5	10,9%
MCS Steel PCL*	Thái Lan	77,1	6,9	13,9%
Uttam Galva Steels	Ấn Độ	198	12,8	7,3%
Siam Steel Service Center PCL	Thái lan	113,6	7,7	20,3%
Tata Sponge Iron Ltd	Ấn Độ	83,7	5,4	13,0%
Trung bình			8,0	
Hoa Sen Group	Việt Nam	196		19,4%

Tham khảo các công ty cùng ngành tương đồng trong khu vực về quy mô vốn hóa và ROE, cùng với dữ liệu P/E lịch sử của HSG, ước tính P/E = 7,3. EPS niên độ 2012-2013 ước đạt 6.840 đồng nên giá HSG ước tính khoảng 49.900 đồng.

RỦI RO KHI ĐẦU TƯ VÀO CỔ PHIẾU

- Cạnh tranh trong ngành thép ngày càng mạnh khiến tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm. Tuy nhiên, giá bán thành phẩm của HSG thường cao hơn so với các công ty cùng ngành do uy tín và thương hiệu của HSG tốt. Bên cạnh đó, dây chuyền sản xuất hiện đại, quy mô lớn giúp chi phí sản xuất thấp. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG sẽ vẫn duy trì ở mức cao hơn so với các công ty cùng ngành.

- Giá thép cán nóng trên thị trường thế giới biến động nằm ngoài khả năng kiểm soát của HSG. Để giảm thiểu rủi ro biến động giá thép cán nóng, HSG sử dụng biện pháp duy trì lượng hàng tồn kho hợp lý và đẩy nhanh tốc độ vòng quay hàng tồn kho để vừa giảm nguồn vay ngắn hạn, vừa giảm thiểu những rủi ro về giá nguyên liệu trong trường hợp giá thế giới giảm quá nhanh.

- Chi phí lãi vay phụ thuộc lớn vào chính sách tiền tệ của Chính phủ, là yếu tố khó kiểm soát. HSG hiện tại có mức tín nhiệm tốt với các ngân hàng nên mức lãi suất HSG vay thường ưu đãi hơn so với các khách hàng thông thường khác. Ngoài ra, HSG vay ngoại tệ từ ngân hàng với lãi suất thấp hơn đáng kể so với lãi suất vay VND để nhập nguyên liệu khiến chi phí lãi vay thấp so với quy mô nợ của HSG.

- Rủi ro tỷ giá xuất hiện trên tổng giá trị nợ thuần của nợ phải trả tài chính và các khoản tài sản tài chính có gốc ngoại tệ. Tổng giá trị nợ thuần này được xác định bằng các khoản vay, phải trả thương mại, người mua trả tiền trước bằng ngoại tệ trừ đi tiền gửi ngân hàng, phải thu người mua và ứng trước cho người bán và ký quỹ bằng ngoại tệ. Tại thời điểm cuối tháng 3 năm 2013, tổng giá trị nợ thuần chịu rủi ro chênh lệch tỷ giá của HSG là 2.160 tỷ đồng. Tổng giá trị nợ thuần bằng ngoại tệ giải thích cho việc lỗ do chênh lệch tỷ giá khá lớn trong niên độ 2009-2010 và 2010-2011. Trong niên độ 2011-2012, lỗ do chênh lệch tỷ giá giảm do tỷ giá ít biến động và HSG tăng cường được doanh thu xuất khẩu, giúp bù đắp ngoại tệ thiếu hụt. Chính sách của HSG trong thời gian tới là tiếp tục mở rộng thị trường xuất khẩu nhằm tìm kiếm lợi nhuận, giảm giá trị nợ thuần bằng ngoại tệ nhằm giảm thiểu rủi ro chênh lệch tỷ giá.

- Việc đẩy mạnh thị trường xuất khẩu và duy trì hệ thống bán hàng rộng khắp cả nước, tăng cường doanh thu khiến chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của HSG khá cao. Tuy nhiên, hiệu quả mang lại cho HSG tốt với doanh thu tăng trưởng mạnh trong thời gian qua. Trong thời gian tới, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp vẫn ở mức cao nhưng tỷ trọng sẽ giảm nhẹ trong tổng doanh thu do doanh thu của HSG có khả năng tăng trưởng tốt.

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

- **Đánh giá về giá trị cổ phiếu**

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng. **Các thang điểm từ mức 5 (mua mạnh với mức giá thị trường hiện tại) đến mức 1 (bán mạnh với mức giá thị trường hiện tại).**

Đánh giá về giá cổ phiếu	Diễn giải
5/5	Mua mạnh - Nếu giá mục tiêu **cao hơn** giá thị trường 25%
4/5	Mua - Nếu giá mục tiêu **cao hơn** giá thị trường 15% đến 25%
3/5	Nắm giữ - Nếu giá mục tiêu **trong biện độ** +/-15% giá thị trường
2/5	Bán - Nếu giá mục tiêu **thấp hơn** giá thị trường 15% đến 25%
1/5	Bán mạnh - Nếu giá mục tiêu **thấp hơn** giá thị trường 25%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT sở hữu 4 cổ phiếu HSG và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp 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) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888