

**CÔNG TY CỔ PHẦN THÉP NAM KIM (HSX: NKG)**

Ngành: Vật Liệu Xây Dựng

Ngày 20 tháng 05 năm 2014

<b>Bùi Văn Tốt</b> Chuyên viên phân tích Email: totbv@fpts.com.vn ĐT: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593	Giá hiện tại	<b>9.200</b>	<table border="1"> <tr> <td>-18%</td> <td>-7%</td> <td>0%</td> <td>7%</td> <td>18%</td> </tr> <tr> <td>Bán</td> <td>Giảm</td> <td>Theo dõi</td> <td>Thêm</td> <td>Mua</td> </tr> <tr> <td colspan="5" style="text-align: center;"><b>MUA</b></td> </tr> </table>	-18%	-7%	0%	7%	18%	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua	<b>MUA</b>				
	-18%	-7%		0%	7%	18%												
	Bán	Giảm		Theo dõi	Thêm	Mua												
	<b>MUA</b>																	
	Giá mục tiêu	<b>11.100</b>																
Tăng/giảm	<b>20,7%</b>																	
Tỷ suất cổ tức	<b>0%</b>																	

**Diễn biến giá cổ phiếu NKG**

**Tóm tắt nội dung**

- Q1/2014, doanh thu đạt 1.469 tỷ đồng, tăng 69,3%** so với cùng kỳ, đạt 30% kế hoạch năm. **Lợi nhuận sau thuế đạt 10,1 tỷ đồng, giảm 60%** so với cùng kỳ do sản phẩm có biên lợi nhuận gộp thấp (ống thép, xà gỗ,...) chiếm tỷ trọng cao trong tổng doanh thu. Dự báo cả năm 2014, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 4.900 tỷ đồng và 57 tỷ đồng.
- Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận thuần thấp.** Biên lợi nhuận gộp biến động mạnh trong những năm gần đây do sự thay đổi giá thép cán nóng (HRC) và thay đổi cơ cấu mặt hàng. Năm 2013, biên lợi nhuận gộp đạt 6,5%. Biên lợi nhuận thuần biến động cùng xu hướng với biên lợi nhuận gộp và đạt 1,1% năm 2013.
- Đòn bẩy tài chính cao.** Tỷ trọng tổng nợ trên tổng tài sản luôn duy trì mức rất cao qua các năm và đạt 86% tại thời điểm 31/12/2013, đây là mức cao hơn so với một số các doanh nghiệp thép khác đang niêm yết, tạo ra áp lực lớn về lãi vay và rủi ro thanh khoản.
- Định hướng tăng tỷ trọng sản phẩm tôn mạ và cắt giảm hoạt động thương mại.** Năm 2013, sản lượng tiêu thụ tôn mạ đạt 146.000 tấn, tăng 139% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ HRC thương mại chỉ đạt 22.500 tấn, giảm 63% so với cùng kỳ. Năm 2014, công ty định hướng tăng sản lượng tôn mạ lên khoảng 200.000 tấn, cắt giảm hoàn toàn hoạt động thương mại.
- Hoạt động xuất khẩu có sự tăng trưởng vượt bậc trong năm 2013** và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong năm 2014 và những năm tới. Năm 2013, doanh thu từ hoạt động xuất khẩu đạt 1.747 tỷ đồng, tăng 533% so với cùng kỳ; chiếm 38% tổng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp xuất khẩu thấp hơn nội địa khoảng 5%.
- Kế hoạch phát hành tăng vốn 100 tỷ đồng trong năm 2014.** Vốn điều lệ công ty tại thời điểm 31/12/2013 là 299 tỷ đồng, tương đối nhỏ so với các công ty có quy mô và vị thế tương đương. NKG đang có kế hoạch tăng vốn để bổ sung nguồn vốn lưu động và hoạt động đầu tư. Theo đại diện công ty, hiện tại đã có đối tác quan tâm và nhiều khả năng công ty sẽ phát hành tăng vốn trong tháng 06 – 07/2014 với mức giá bằng mệnh giá (10.000 đồng).

**Thông tin giao dịch 20/05/2014**

Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	15.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	8.100
Số lượng CP niêm yết (CP)	29.900.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	29.900.000
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	109.317
% sở hữu nước ngoài	0,12%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	299
Vốn hóa (tỷ đồng)	275

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Thép Nam Kim
Địa chỉ	Thị trấn An Thạnh, Thuận An, Bình Dương
Doanh thu chính	Tôn mạ, ống thép
Chi phí chính	Thép cán nóng (HRC)
Lợi thế cạnh tranh	Quy trình sản xuất, kinh doanh; xuất khẩu
Rủi ro chính	Biến động giá HRC và CRC

**Danh sách cổ đông**

Hồ Minh Quang	23,9%
Trần Uyển Nhân	21,4%
CT TNHH Thép Trường Giang	7,8%
Đình Hữu Thịnh	5,0%
Khác	41,9%



- **Kế hoạch đầu tư hướng tới chuỗi sản xuất khép kín** (bắt đầu từ HRC). Công ty có kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất trong năm 2014 với 1 dây chuyền cán nguội công suất 200.000 tấn/năm và 1 dây chuyền nhôm kẽm mỏng công suất 100.000 tấn/năm. 2 dây chuyền này sẽ được đưa vào hoạt động vào Q1 và Q2/2015. Với dây chuyền cán nguội mới, công ty kỳ vọng sẽ tự chủ hoàn toàn nguồn nguyên liệu thép cán nguội (CRC), là nguyên liệu đầu vào của các dây chuyền sản xuất.

### Khuyến nghị

NKG sản xuất và kinh doanh sản phẩm tôn mạ và ống thép với thị phần tôn mạ lớn thứ 2 tại Việt Nam, tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình 38%/năm trong giai đoạn 2009-2013. Hoạt động sản xuất kinh doanh trong giai đoạn 2011-2012 không khả quan do thị trường bất động sản, xây dựng khó khăn và hoạt động thương mại chiếm tỷ trọng cao. Bên cạnh đó, đòn bẩy tài chính quá cao tạo ra áp lực lãi vay lớn ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận và những rủi ro về dòng tiền, thanh khoản đối với công ty. Năm 2013, tình hình kinh doanh khả quan trở lại do công ty mở rộng thị trường xuất khẩu, đồng thời giảm tỷ trọng thương mại trong cơ cấu doanh thu. Dự phóng lợi nhuận sau thuế năm 2014 đạt khoảng 57 tỷ đồng, tương ứng EPS forward 2014 là 1.900 VND/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu NKG với mức giá mục tiêu 11.100 VND, tương ứng với P/E hợp lý là 5,85x.

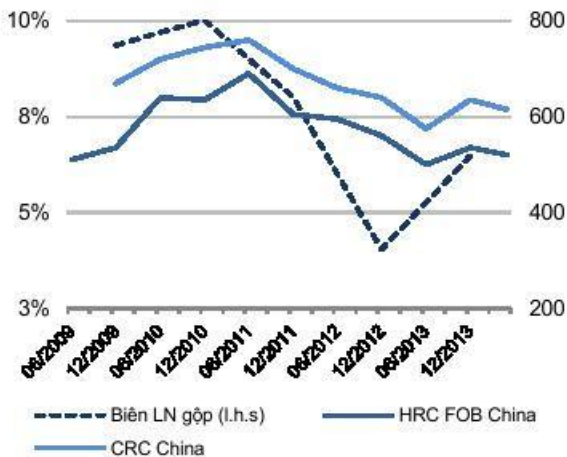
### Định giá theo P/E

Tên Công ty	Quốc gia	Mã CK	DT 2013 (tỷ đồng)	ROE 2013	P/E trailing	Vốn hóa (tỷ đồng)
<b>CTCP Thép Nam Kim</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>NKG</b>	<b>4.663</b>	<b>15,7%</b>		<b>275</b>
Asia Metal Pcl	Thái Lan	AMC:TB	3.567	9,5%	7,65	729
Kirloskar Ferrous Industries Ltd	Ấn Độ	KKF:IN	4.485	9,6%	5,41	1.252
Leon Fuat Bhd	Malaysia	LEFU:MK	3.011	13,5%	3,11	1.117
Yeou Yih Steel Co Ltd	Đài Loan	9962:TT	2.032	9,2%	4,27	809
Readymade Steel India Ltd	Ấn Độ	RMST:IN	1.708	14,8%	5,88	1.173
Gallantt Metal Ltd	Ấn Độ	GALL:IN	2.412	13,7%	8,79	558
<b>Trung bình</b>					<b>5.85</b>	

*Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp*

### Rủi ro đầu tư

**Rủi ro cơ cấu nguồn vốn.** Tại thời điểm 31/12/2013, tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản là 86%. NKG sẽ đầu tư vào dây chuyền cán nguội và dây chuyền mạ kẽm với tổng vốn đầu tư khoảng 300 tỷ đồng trong giai đoạn 2014 - 2015. Theo kế hoạch 60% vốn đầu tư được tài trợ từ nguồn vốn vay. Trong trường hợp kế hoạch phát hành

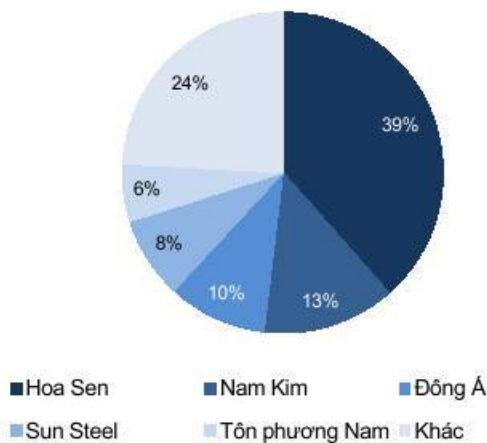
**Biên lợi nhuận gộp và giá HRC, CRC**


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

tăng vốn thêm 100 tỷ đồng không thành công, đòn bẩy tài chính sẽ càng lớn, tạo ra rủi ro về thanh khoản và dòng tiền hoạt động.

**Rủi ro nguồn nguyên liệu.** Nguyên liệu chính của quá trình sản xuất là thép cán nóng (HRC) và thép cán nguội (CRC). Chi phí nguyên vật liệu chiếm 70% giá vốn hàng bán nên ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận gộp biên của công ty. Giá HRC, CRC biến động trong những năm gần đây và rất khó dự phóng xu hướng, vì vậy công ty chịu những rủi ro liên quan đến giá nguyên liệu đầu vào.

**Rủi ro biến động lãi suất.** Tại thời điểm 31/12/2013, tổng vay nợ công ty là 1.165 tỷ đồng, chiếm 86% tổng nguồn vốn. Chi phí lãi vay năm 2013 là 157 tỷ đồng, chiếm đến 52% lợi nhuận gộp. Do đó, áp lực chi phí lãi vay rất lớn và công ty chịu những rủi ro về biến động lãi suất. Ước tính nếu lãi suất cho vay giảm/tăng 1%, lợi nhuận trước thuế công ty sẽ tăng/giảm 11,7 tỷ đồng.

**Thị phần tôn mạ 4T/2014**


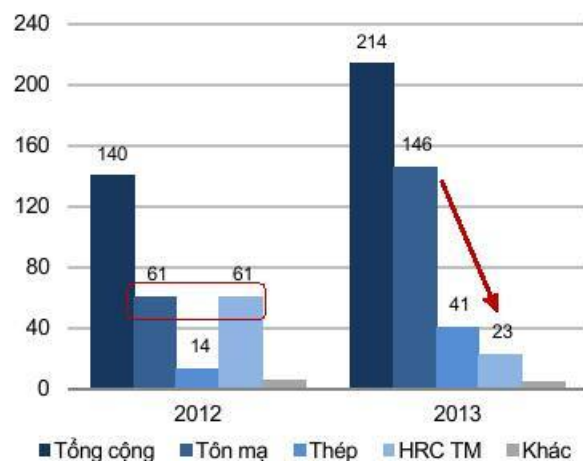
Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**
**Vị thế doanh nghiệp**

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim được thành lập ngày 23/12/2002, niêm yết vào ngày 14/01/2011.

Lĩnh vực hoạt động chính của Nam Kim là sản xuất và phân phối các loại tôn lạnh (tôn mạ hợp kim nhôm kẽm 55%), tôn mạ kẽm, tôn mạ màu và các loại sản phẩm thép công nghiệp.

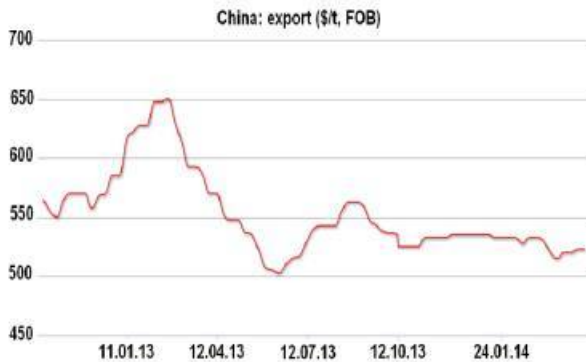
Theo số liệu Hiệp hội thép Việt Nam, NKG tiêu thụ khoảng 67.000 tấn tôn mạ trong 4T đầu năm 2014, chiếm 13,4% thị phần cả nước; đứng thứ 2 sau Tôn Hoa Sen. Công ty tiêu thụ 13.000 tấn ống thép trong cùng kỳ, chiếm 4,3% thị phần cả nước.

**Sản lượng sản phẩm (nghìn tấn)**

**Cơ cấu sản phẩm**

Cơ cấu sản phẩm năm 2013 có sự thay đổi lớn so với năm 2012 và thể hiện đúng định hướng phát triển của công ty.

Năm 2013, sản lượng tiêu thụ tôn mạ đạt 146 nghìn tấn, tăng 139% so với cùng kỳ; chiếm 68% tổng sản lượng sản phẩm tiêu thụ toàn công ty. Năm 2012, sản lượng tiêu thụ HRC thương mại đạt 60,8 nghìn tấn, tương đương với sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong cùng kỳ. Với định hướng giảm tỷ lệ thương mại trong cơ cấu sản phẩm, năm 2013 sản lượng tiêu thụ HRC thương mại chỉ đạt 22,5 nghìn tấn, giảm 63% so với cùng kỳ; chiếm 11% tổng sản lượng sản phẩm tiêu thụ. Sản lượng tiêu thụ ống thép tăng đáng kể trong năm 2013 so với cùng kỳ, đạt 40,9 nghìn tấn; chiếm 19% tổng sản lượng tiêu thụ.



**Diễn biến giá HRC**


Nguồn: Metal Expert

**Nguồn nguyên liệu đầu vào**

Chi phí nguyên vật liệu chính chiếm khoảng 70% giá vốn hàng bán. Nguyên liệu chính của quá trình sản xuất là thép cán nóng (HRC) và thép cán nguội (CRC). Công ty hiện mua ngoài khoảng 15.000 tấn/tháng HRC và 6.000 – 7.000 tấn/tháng CRC. 70% nguyên vật liệu được nhập khẩu từ các thị trường như Trung Quốc, Đài Loan, Nhật Bản,...30% được công ty mua tại thị trường nội địa. Hợp đồng mua nguyên vật liệu thường được ký trước 2 tháng, tương ứng với thời gian của hợp đồng xuất khẩu. Do đó, công ty có thể giảm một phần rủi ro từ việc biến động giá nguyên liệu đầu vào.

Giá HRC thế giới biến động mạnh trong những năm gần đây và hiện công ty đang nhập HRC với mức giá khoảng 550 – 560 USD/tấn. Đây là mức giá thấp hơn so với trung bình năm 2013 là 570 – 580 USD/tấn.

**Các dây chuyền sản xuất**

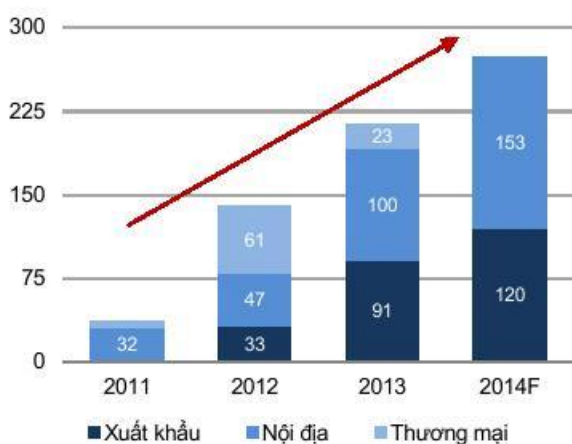
Dây chuyền	Công nghệ	Công suất (tấn/năm)
DC mạ kẽm dày	NOF	100.000
DC mạ hợp kim nhôm – kẽm	NOF	150.000
02 DC mạ màu	Continuous	100.000
DC cán nguội	6 Hi Reversing cold roll	200.000
05 DC ống thép	Continuous	60.000

Nguồn: FPTs tổng hợp

**Năng lực sản xuất**

Công ty hiện có 1 dây chuyền cán nguội với công suất 200.000 tấn/năm, 4 dây chuyền mạ với tổng công suất đạt 350.000 tấn/năm, 5 dây chuyền sản xuất ống thép với công suất đạt 60.000 tấn/năm. Trong Q2/2014, công ty sẽ đưa vào hoạt động thêm 5 dây chuyền ống thép, nâng tổng công suất sản xuất ống thép lên khoảng 120.000 tấn/năm. Các dây chuyền sản xuất đang hoạt động ở mức công suất tối đa.

Công ty có kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất trong năm 2014 với 1 dây chuyền cán nguội công suất 200.000 tấn/năm và 1 dây chuyền nhôm kẽm mỏng công suất 100.000 tấn/năm. Theo kế hoạch, tổng vốn đầu tư 300 tỷ đồng sẽ được tài trợ 60% từ nguồn vốn vay và 40% từ vốn chủ sở hữu. Việc thực hiện các dự án trên đang diễn ra đúng lộ trình và dây chuyền cán nguội sẽ được đưa vào hoạt động từ đầu năm 2015, dây chuyền mạ kẽm hoạt động vào Q2/2015.

**Sản lượng theo kênh phân phối (nghìn tấn)**


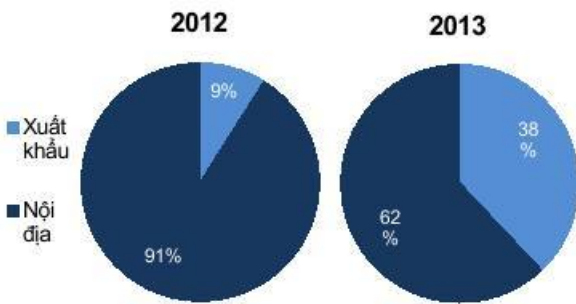
Nguồn: BCTN NKG 2013

**Hệ thống phân phối và thị trường tiêu thụ**

Tổng sản lượng sản phẩm tiêu thụ liên tục tăng và cơ cấu sản lượng tiêu thụ của các kênh phân phối biến động qua các năm. Năm 2013, sản lượng tiêu thụ nội địa và xuất khẩu lần lượt đạt 100.129 tấn và 91.398 tấn. Năm 2014, công ty đặt kế hoạch sản lượng kênh nội địa đạt 153.265 tấn, tăng 53% so với cùng kỳ. Sản lượng kênh xuất khẩu đạt 120.405 tấn, tăng 32% so với cùng kỳ.

Kênh thương mại đã từng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống các kênh phân phối, chiếm 43,3% tổng sản lượng tiêu thụ năm 2012. Do hoạt động thương mại mang lại giá trị gia tăng không cao

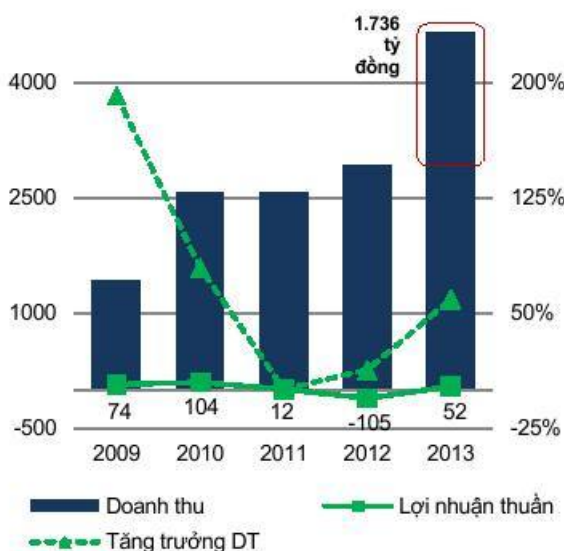
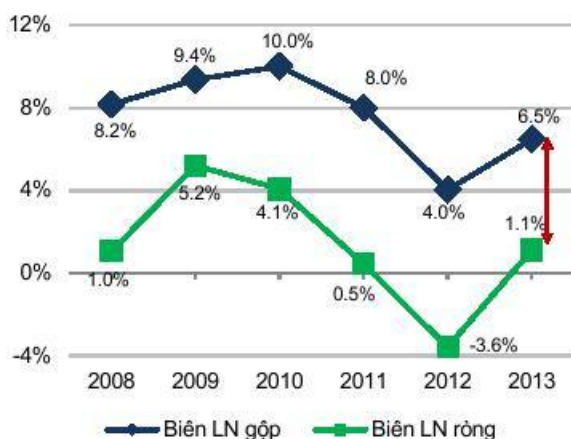


**Doanh thu xuất khẩu và nội địa**


Nguồn: BCTN NKG 2013

nên công ty đã giảm dần tỷ trọng tiêu thụ. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ kênh thương mại chỉ đạt 22.546 tấn năm 2013 và công ty sẽ không tiêu thụ sản phẩm qua kênh này theo kế hoạch 2014.

Công ty chủ yếu xuất khẩu sản phẩm tôn mạ. Hoạt động xuất khẩu mới bắt đầu vào năm 2012 với 33.754 tấn sản phẩm nhưng đã tăng trưởng vượt bậc trong năm 2013 và dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong năm 2014 và những năm tới. Năm 2013, doanh thu từ hoạt động xuất khẩu đạt 1.747 tỷ đồng, tăng 533% so với cùng kỳ; chiếm 38% tổng doanh thu. Các thị trường xuất khẩu chính của công ty là Indonesia (37,5%), Thái Lan (23,3%) và Malaysia (12,4%). Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động xuất khẩu thấp hơn thị trường nội địa khoảng 5%.

**Doanh thu và lợi nhuận thuần (tỷ đồng)**

**Lợi nhuận gộp biên và lợi nhuận thuần biên**


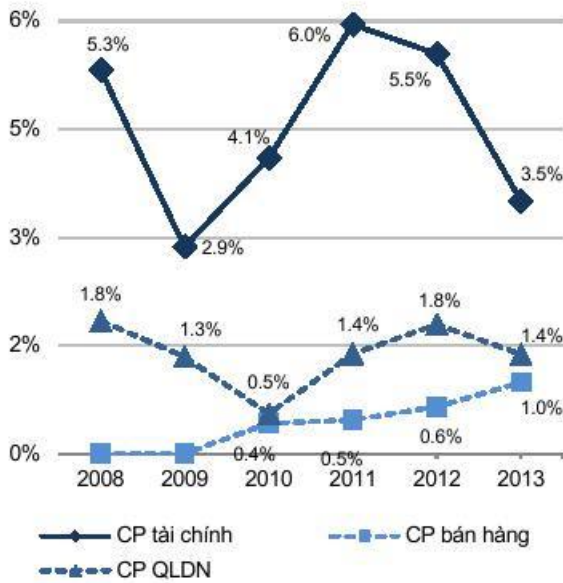
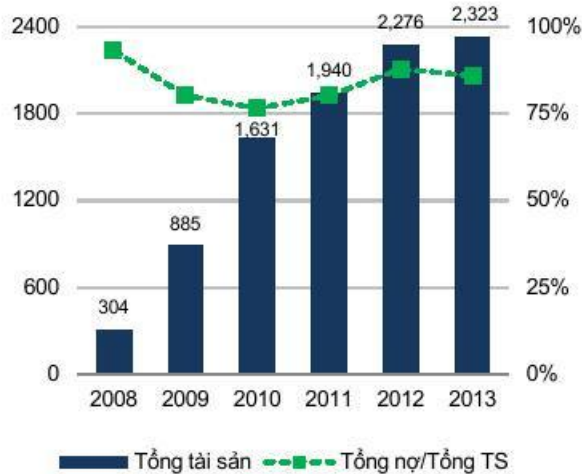
Đối với thị trường nội địa, công ty phân phối sản phẩm trực tiếp tới khách hàng từ 2 kho tại 2 nhà máy sản xuất (kho Thuận An và kho Đồng An). Ngoài ra, để thuận tiện trong việc vận chuyển hàng hóa tới những khu vực nằm cách xa nhà máy, công ty xây dựng các tổng kho tại các vùng miền trong cả nước, bao gồm: 01 tổng kho tại Miền Bắc (tỉnh Hưng Yên, đã đi vào hoạt động năm 2012), 01 tổng kho tại khu vực miền Tây (tỉnh Vĩnh Long, dự kiến đi vào hoạt động trước tháng 06/2014), 01 tổng kho tại Miền trung - Tây nguyên (dự kiến trong Q4/2014).

**TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH**
**Doanh thu và lợi nhuận**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.568</b>	<b>2.582</b>	<b>2.927</b>	<b>4.663</b>
Giá vốn hàng bán	2.311	2.375	2.809	4.361
Lợi nhuận gộp	257	207	118	302
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>10%</b>	<b>8,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>6,5%</b>
Chi phí tài chính	4,1%	6,0%	5,5%	3,5%
Chi phí lãi vay	2,5%	4,4%	5,5%	3,4%
Chi phí bán hàng	0,4%	0,5%	0,7%	1,0%
Chi phí quản lý DN	0,5%	1,4%	1,8%	1,4%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>104,5</b>	<b>11,7</b>	<b>(105,1)</b>	<b>51,8</b>
Biên lợi nhuận ròng	4,1%	0,5%	(3,6%)	1,1%
EPS (đồng)	4.543	462	-	1.734
ROE	37,5%	3,0%	-	17,1%

Doanh thu thuần liên tục tăng qua các năm, đặc biệt năm 2013 doanh thu tăng 1.736 tỷ đồng so với cùng kỳ do công ty đưa vào các dòng sản phẩm ống thép mới và thị trường xuất khẩu khả



**Chi phí tài chính, S&GA trên doanh thu**

**Tổng tài sản (tỷ đồng)**

**Các thành phần của tổng tài sản (tỷ đồng)**


quan. Tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2008-2013 đạt 38%/năm. Q1/2014, doanh thu thuần đạt 1.469 tỷ đồng, tăng 69,3% so với cùng kỳ, đạt 30% kế hoạch năm. Biên lợi nhuận gộp biến động mạnh trong những năm gần đây do sự thay đổi giá HRC - nguyên liệu chính của quá trình sản xuất.

Tỷ lệ chi phí tài chính trên doanh thu thuần biến động qua các năm và đạt mức tương đối thấp năm 2013 với 3,5%. Tuy nhiên, đây vẫn là mức cao so với các công ty cùng ngành do công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao. Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu năm 2013 đạt 1,0%, thấp hơn mức trung bình ngành là 1,4%. Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu đạt 1,4% năm 2013, thấp hơn so với mức trung bình ngành là 1,6%.

Lợi nhuận sau thuế năm 2013 đạt 51,8 tỷ đồng, tăng 149% so với cùng kỳ; vượt 4% kế hoạch năm. Lợi nhuận thuần tăng tương ứng với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp cải thiện. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất năm 2013 thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ. Năm 2012, công ty lỗ 105 tỷ đồng do hoạt động thương mại chiếm tỷ trọng lớn và mặt bằng lãi suất cao. Biên lợi nhuận thuần biến động mạnh qua các năm cùng xu hướng với biên lợi nhuận gộp và đạt mức thấp 1,1% năm 2013. LNST Q1/2014 đạt 10,1 tỷ đồng, giảm 60% so với cùng kỳ do sản phẩm với biên lợi nhuận gộp thấp (ống thép, xà gồ,...) chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu. Dự báo cả năm công ty đạt khoảng 57 tỷ đồng LNST.

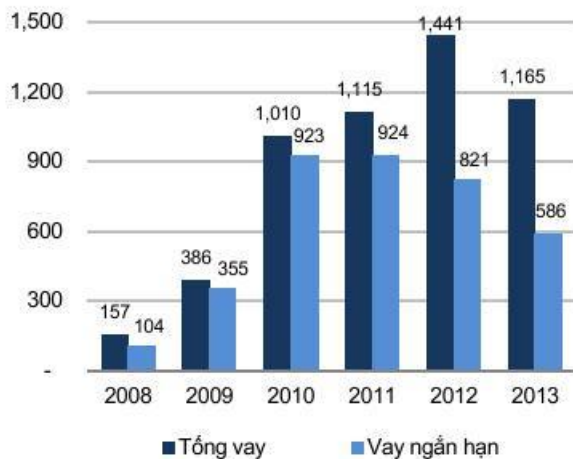
**Tài sản và nguồn vốn**

Giá trị tổng tài sản liên tục tăng qua các năm với tốc độ tăng trưởng bình quân 31%/năm trong giai đoạn 2009-2013, đạt 2.323 tỷ đồng tại thời điểm 31/12/2013. Tỷ trọng tổng nợ trên tổng tài sản luôn duy trì mức rất cao qua các năm và đạt 86% tại thời điểm 31/12/2013, đây là mức cao hơn so với hầu hết các doanh nghiệp thép khác đang niêm yết cho thấy NKG đang gặp những rủi ro về cơ cấu nguồn vốn không cân đối.

Giá trị các khoản phải thu tại thời điểm 31/12/2013 là 377 tỷ đồng, chiếm 16,2% tổng tài sản. Vòng quay khoản phải thu năm 2013 là 14,2 vòng, tương ứng với 26 ngày.

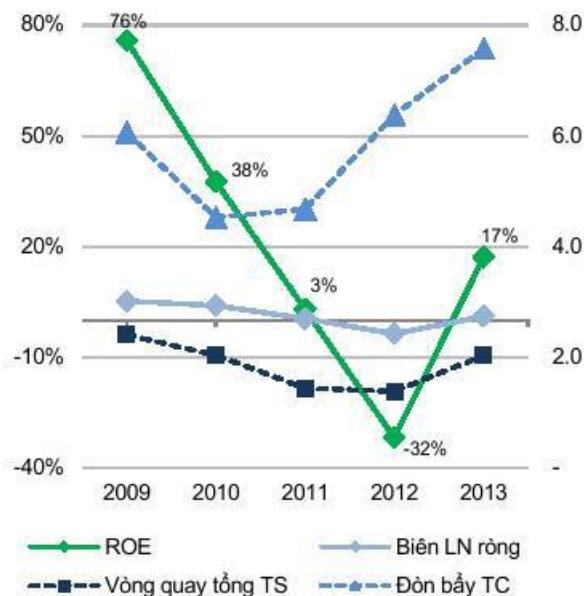
Giá trị hàng tồn kho tại thời điểm 31/12/2013 là 825 tỷ đồng, giảm 31 tỷ đồng so với thời điểm 31/12/2012. Vòng quay hàng tồn kho năm 2013 là 5,2 vòng, tương ứng với 70 ngày tồn kho; thấp hơn so với doanh nghiệp cùng ngành là HSG với 83 ngày. Chiếm tỷ trọng chủ yếu trong hàng tồn kho là thành phẩm và nguyên, vật liệu với 64% và 33%.

Giá trị TSCĐ hữu hình tại thời điểm 31/12/2013 là 956 tỷ đồng, tăng 319 tỷ đồng so với cùng kỳ, chủ yếu do khoản chuyển 330 tỷ đồng từ xây dựng cơ bản dở dang thành TSCĐ hữu hình trong

**Tổng vay và vay ngắn hạn (tỷ đồng)**


năm 2013. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tài sản cố định hữu hình là máy móc, thiết bị và nhà cửa, vật kiến trúc với tỷ lệ lần lượt là 47,6% và 33,8%.

Giá trị tổng vay nợ (ngắn hạn + dài hạn) liên tục tăng trong giai đoạn 2008-2012 và giảm trong năm 2013. Tại thời điểm 31/12/2013, giá trị tổng vay là 1.165 tỷ đồng; trong đó vay ngắn hạn là 586 tỷ đồng, chiếm 50,3% tổng vay. Trong cơ cấu vay ngắn hạn, vay bằng VND là 451 tỷ đồng với khoản vay lớn nhất từ ngân hàng BIDV (383 tỷ đồng) với lãi suất 11%-12,5%/năm. Vay bằng USD là 134 tỷ đồng với khoản vay lớn nhất từ ngân hàng TMCP Đông Á (5,87 triệu USD) với lãi suất 7%/năm. Trong cơ cấu vay dài hạn, vay bằng VND là 429 tỷ đồng với khoản vay lớn nhất từ ngân hàng TMCP Đông Á (427 tỷ đồng) với lãi suất 14%/năm. Vay bằng USD là 151 tỷ đồng với khoản vay lớn nhất từ ngân hàng Indovina (84 tỷ đồng) với lãi suất 7%/năm.



Chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh tại thời điểm 31/12/2013 lần lượt là 0,91 và 0,33. Đòn bẩy tài chính cao và chỉ số thanh toán thấp thể hiện những rủi ro về thanh khoản của công ty trong ngắn hạn.

**ROE và phân tích Dupont**

ROE biến động mạnh trong giai đoạn 2009-2013 chủ yếu do sự thay đổi của vòng quay tổng tài sản và biên lợi nhuận thuần. Năm 2009, ROE công ty đạt mức rất cao là 76% do biên lợi nhuận thuần và vòng quay tổng tài sản đều đạt mức cao nhất so với các năm sau, lần lượt là 5,2% và 2,4x. Năm 2010, ROE đạt 38% do vòng quay tổng tài sản giảm còn 2,0x và biên lợi nhuận ròng đạt 4,1%. Năm 2011, ROE đạt mức thấp 3% do vòng quay tổng tài sản chỉ đạt 1,4x. Năm 2013, ROE đạt 17% do vòng quay tổng tài sản tăng lên 2,0x và đòn bẩy tài chính đạt mức cao nhất trong giai đoạn 2009-2013 là 7,6x.



## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Diễn giải về mức khuyến nghị đầu tư

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## 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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS 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  
100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888