



Ngành Kim loại công nghiệp  
ICB 1750

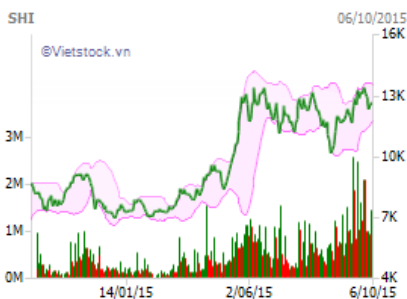
**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP**  
**CTCP Quốc Tế Sơn Hà - SHI**

**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	15.809
Giá thị trường (05/10/2015)	12.700

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Sàn giao dịch	HSX
Cp lưu hành hiện tại (tr cp)	35,994
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ đ)	691
% sở hữu nước ngoài	12,9
Room nước ngoài (%)	49
Room NN còn lại (cp)	13.264.365
KLGD BQ 10 phiên (cp)	1.408.326
Giá cao nhất 52T (đồng)	13.400
Giá thấp nhất 52T (đồng)	6.500

**Diễn biến giá****KẾ HOẠCH KINH DOANH 2015**

Chỉ tiêu	2015KH	%yoy
Doanh thu	2.400	20,36%
LNST	65	98,26%
Cổ tức	3% tiền 12% CP	

Tăng vốn theo 3 phương án: Phát hành cổ phiếu, phát hành trái phiếu chuyển đổi và phát hành trái phiếu kèm chứng quyền

**Các điểm nhấn cơ bản:**

- ❖ SHI là doanh nghiệp đầu ngành về sản xuất các sản phẩm từ thép không gỉ. Các sản phẩm chủ đạo như bồn nước inox, chậu rửa, thái dương năng, ống thép công nghiệp.. luôn chiếm thị phần rất cao tại thị trường nội địa (40 – 60%). Thị trường chính của công ty là Miền Bắc với thị phần lên tới 65%.
- ❖ Tỷ suất lợi nhuận có sự cải thiện tích cực nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện, giá nguyên liệu đầu vào xuống thấp giúp chi phí đầu vào giảm.
- ❖ Trong thời gian tới SHI sẽ tiếp tục thay đổi chiến lược xuất khẩu theo hướng tập trung mạnh vào phát triển mảng sản xuất các sản phẩm có biên lợi nhuận cao. SHI cũng là doanh nghiệp đạt tiêu chuẩn PED-EU, giúp công ty đạt đủ điều kiện xuất khẩu ống thép không gỉ công nghiệp sang các thị trường khắt khe như Mỹ và Châu Âu.
- ❖ Trong năm 2015, SHI có kế hoạch tăng vốn thêm 180 tỷ đồng và phát hành trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu kèm chứng quyền với tổng trị giá 250 tỷ đồng. Các đợt nâng vốn diễn ra trong năm nay thành công sẽ giúp SHI có cơ cấu tài chính bền vững hơn.
- ❖ Kế hoạch lợi nhuận hợp nhất sau thuế 65 tỷ trong năm 2015 là hoàn toàn khả thi trong bối cảnh 2 Quý đầu năm đã hoàn thành 72,3% kế hoạch đặt ra. Lũy kế 8 tháng công ty mẹ Sơn Hà ghi nhận doanh thu xấp xỉ 1.387 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế ước đạt 78,3 tỷ đồng. Như vậy SHI có khả năng sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đã đề ra ngay trong Q3 này.

**Quan điểm đầu tư và định giá:**

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với triển vọng kinh doanh của SHI trong năm 2015. Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng tích cực trong thời gian qua nhưng mức P/E của cổ phiếu này vẫn hợp lý khi so sánh với mức P/E dự phóng sau khi tiến hành điều chỉnh pha loãng ở mức 7,5 lần. Chúng tôi dự báo SHI sẽ hoàn thành thành vượt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đã đề ra trong năm nay nhờ giá nguyên liệu đầu vào giữ ổn định ở mức thấp trong khi với vị thế là đơn vị hàng đầu trong việc sản xuất các sản phẩm dân dụng như bồn nước inox, bồn nước nhựa, chậu rửa, Thái Dương Năng... tiếp tục có mức tăng trưởng tốt.

**Tổng hợp 3 phương pháp định giá FCFF, P/E, P/B, giá hợp lý trên mỗi cổ phiếu của SHI sẽ là 15.809 đồng/cp, cao hơn 24% so với giá ngày 5/10/2015. Do vậy chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.**



**I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP**

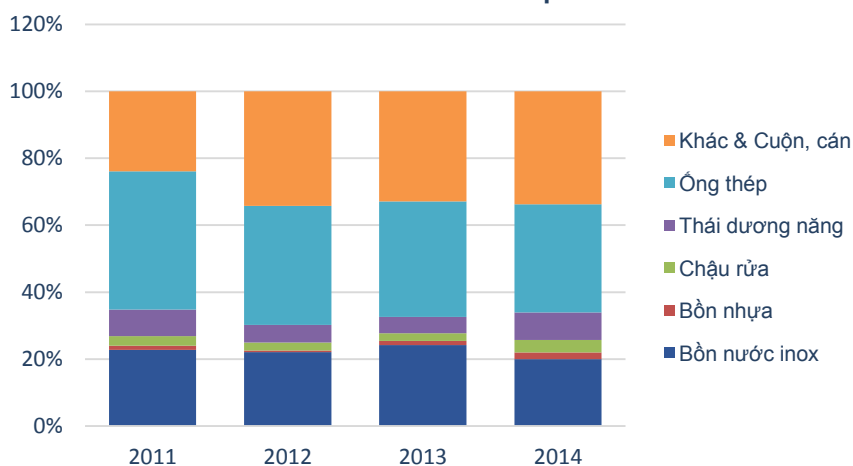
<p><b>Lịch sử hình thành</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Được thành lập và hoạt động theo giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 070376 ngày 23 tháng 11 năm 1998 do Sở Kế hoạch và Đầu tư thành phố Hà Nội cấp;</li> <li>➢ Công ty chuyển đổi sang mô hình cổ phần từ ngày 30/10/2007;</li> <li>➢ Ngày 30/12/2009, công ty niêm yết 15 triệu cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM;</li> </ul>																				
<p><b>Ngành nghề hoạt động</b></p>	<p>Sản phẩm chính của công ty gồm bồn nước inox, chậu rửa inox, ống thép không gỉ. Công ty là đơn vị uy tín trong ngành thép không gỉ Việt Nam với nhiều đối tác tại trên 20 quốc gia trên thế giới, chiếm khoảng 46,7% thị phần thép không gỉ cả nước. Sản phẩm bồn nước inox Sơn Hà chiếm khoảng 65% thị phần thị trường miền Bắc và 35% thị phần cả nước.</p>																				
<p><b>Cơ cấu đơn vị thành viên</b></p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th><b>CÔNG TY CON</b></th> <th><b>VĐL (tr VNĐ)</b></th> <th><b>Giá trị nắm giữ (tr VNĐ)</b></th> <th><b>% Nắm giữ</b></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>CTCP Đầu tư &amp; Kinh doanh Thương mại Vinaconex</td> <td>63.932,5</td> <td>45.476,4</td> <td>71,13</td> </tr> <tr> <td>Công ty TNHH MTV Quốc tế Sơn Hà - Chu Lai</td> <td>10.000</td> <td>10.000</td> <td>100,0</td> </tr> <tr> <th><b>CÔNG TY LIÊN KẾT</b></th> <th><b>VĐL (tr VNĐ)</b></th> <th><b>Giá trị nắm giữ (tr VNĐ)</b></th> <th><b>% Nắm giữ</b></th> </tr> <tr> <td>CTCP Sơn Hà Sài Gòn</td> <td>80.000</td> <td>24.000</td> <td>30,0</td> </tr> </tbody> </table>	<b>CÔNG TY CON</b>	<b>VĐL (tr VNĐ)</b>	<b>Giá trị nắm giữ (tr VNĐ)</b>	<b>% Nắm giữ</b>	CTCP Đầu tư & Kinh doanh Thương mại Vinaconex	63.932,5	45.476,4	71,13	Công ty TNHH MTV Quốc tế Sơn Hà - Chu Lai	10.000	10.000	100,0	<b>CÔNG TY LIÊN KẾT</b>	<b>VĐL (tr VNĐ)</b>	<b>Giá trị nắm giữ (tr VNĐ)</b>	<b>% Nắm giữ</b>	CTCP Sơn Hà Sài Gòn	80.000	24.000	30,0
<b>CÔNG TY CON</b>	<b>VĐL (tr VNĐ)</b>	<b>Giá trị nắm giữ (tr VNĐ)</b>	<b>% Nắm giữ</b>																		
CTCP Đầu tư & Kinh doanh Thương mại Vinaconex	63.932,5	45.476,4	71,13																		
Công ty TNHH MTV Quốc tế Sơn Hà - Chu Lai	10.000	10.000	100,0																		
<b>CÔNG TY LIÊN KẾT</b>	<b>VĐL (tr VNĐ)</b>	<b>Giá trị nắm giữ (tr VNĐ)</b>	<b>% Nắm giữ</b>																		
CTCP Sơn Hà Sài Gòn	80.000	24.000	30,0																		
<p><b>Vị thế của SHI trong ngành</b></p>	<p>Với hơn 16 năm phát triển, Sơn Hà hiện tại là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất, gia công thép không gỉ và các sản phẩm từ thép không gỉ của Việt Nam.</p> <p>Đối với các mặt hàng gia dụng, Sản phẩm bồn nước Inox, nhựa của Sơn Hà hiện chiếm khoảng 65% thị phần toàn miền Bắc và 35% thị phần cả nước; chậu rửa Inox chiếm khoảng 46,7% thị phần cả nước; Thái Dương Năng chiếm 56% thị phần cả nước</p> <p>Đối với lĩnh vực hàng công nghiệp, sản phẩm ống thép không gỉ công nghiệp hiện chiếm khoảng 65% thị phần, ống thép trang trí chiếm 30% thị phần.</p> <p>Thị trường chủ yếu của SHI là Hà Nội, các tỉnh miền Bắc, miền Trung. Hiện Công ty có 500 nhà phân phối cấp I và 5.000 nhà phân phối cấp II trên toàn quốc. Sơn Hà cũng có đối tác tại 20 quốc gia trên thế giới.</p>																				

## II. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

*Cơ cấu sản phẩm có sự cải thiện tích cực trong các năm gần đây theo hướng tập trung vào các sản phẩm có biên lợi nhuận cao giúp lợi nhuận có sự hồi phục*

Các mảng sản xuất kinh doanh của SHI rất đa dạng, tập trung vào các sản phẩm thép không gỉ phục vụ cho cả nhu cầu dân dụng và công nghiệp. Mặc dù SHI khá nổi tiếng với các sản phẩm bồn nước inox, tuy nhiên sản phẩm ống thép inox công nghiệp và gia công có đóng góp lớn nhất cho doanh thu hàng năm của Sơn Hà.

**Cơ cấu doanh thu của SHI qua các năm**



Mặc dù chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của Sơn Hà, tuy vậy tỷ suất lợi nhuận gộp từ mảng kinh doanh mặt hàng công nghiệp hàng năm khá thấp. Dòng sản phẩm này có tỷ suất lợi nhuận bình quân chỉ khoảng 8% đối với sản phẩm ống thép và 7% đối với hoạt động gia công cuộn cán. Trong khi đó, doanh thu từ mảng kinh doanh các sản phẩm gia dụng mặc dù chỉ chiếm trên dưới 30% trong các năm gần đây nhưng lợi nhuận gộp bình quân đem lại của các mặt hàng đều đạt trên 20%. Sản phẩm Thái Dương Năng thậm chí duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp trên 40% hàng năm.

Chính vì vậy, doanh thu từ các sản phẩm gia dụng tăng trưởng khá tích cực trong các năm gần đây. Trong năm 2014 doanh thu từ mảng kinh doanh này tăng trưởng 14% so với năm trước, chiếm 34% so với tổng doanh thu. Trong khi đó, doanh thu từ mảng công nghiệp (ống inox công nghiệp và ống inox trang trí cùng với CRC) giảm 1,7% so với năm 2013 còn 1.207 tỷ đồng và chiếm khoảng 60,5% tổng doanh thu thuần.

Công ty cũng đang trong quá trình mở rộng mạnh hoạt động kinh doanh sang các mặt hàng mới trong đó chú trọng phát triển các sản phẩm là các thiết bị inox gia dụng dưới thương hiệu Sơn Hà nhằm gia tăng biên lợi nhuận cho công ty. SHI phấn đấu mỗi năm đưa ra thị trường từ 1 – 2 sản phẩm mới.

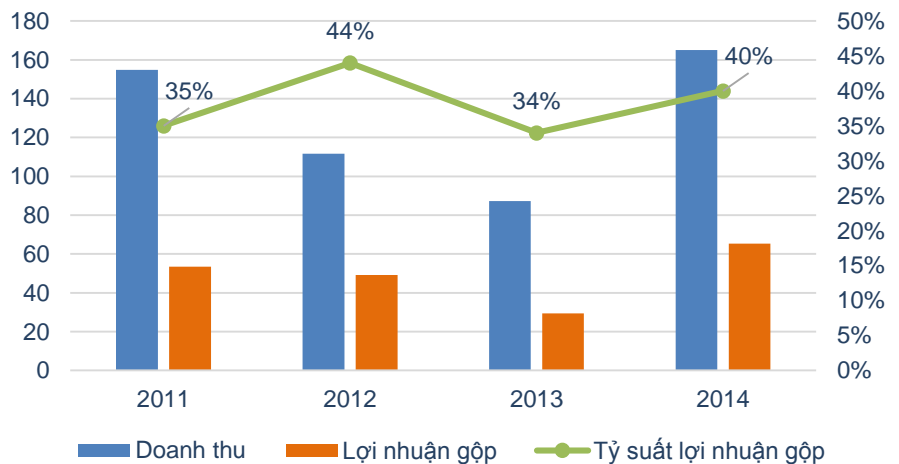
➤ **Sơ lược về các mảng sản xuất của Sơn Hà:**

*Doanh nghiệp hàng đầu trong cung cấp Bồn nước inox và bồn nước nhựa và máy nước nóng năng lượng mặt trời*

**Bồn nước Inox là ngành hàng truyền thống của Sơn Hà.** Hiện tại, Sơn Hà và Tân Á Đại Thành là hai nhà sản xuất nội địa lớn nhất sản phẩm này. Sản phẩm bồn nước Inox hiện nay được sản xuất dưới 2 dạng: dạng đứng và dạng ngang, với dung tích từ 500-20000 lít trong đó sản phẩm bồn nước dung tích 1.000 lít và 1.200 lít là chủng loại được tiêu thụ mạnh nhất, chiếm hơn 50% số lượng bình tiêu thụ. Công suất sản xuất bồn nước inox của Sơn Hà đạt mức 22.000 chiếc/tháng, cao hơn 22% so với doanh nghiệp đứng thứ 2 trong ngành là Tân Á Đại Thành.

Với nhu cầu thị trường ước tính khoảng 700.000 chiếc/năm, Sơn Hà kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng từ 15 – 20%/năm.

**Sản phẩm Máy nước nóng năng lượng mặt trời Thái Dương Năng:** Là một trong số ít nhà cung cấp sản phẩm bình nước nóng năng lượng mặt trời, sản phẩm Thái Dương Năng đang ngày càng chiếm lĩnh thị phần, với tỷ lệ lợi nhuận gộp luôn duy trì trên mức 35% trong 4 năm gần đây. Với lợi thế chi phí thấp và tính thân thiện với môi trường, an toàn cho người sử dụng, doanh thu của mảng kinh doanh này tăng gần gấp đôi trong năm 2014 sau 3 năm suy giảm trước đó.



*SHI được hưởng lợi từ chính sách trợ giá đối với các sản phẩm sử dụng bình nước nóng năng lượng mặt trời của EVN*

SHI được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ khách hàng trong chương trình quảng bá sử dụng bình nước nóng năng lượng mặt trời của EVN, giai đoạn 2011-2015. Cụ thể: Khách hàng là các hộ gia đình mua thiết bị bình nước nóng năng lượng mặt trời trong chương trình này được EVN hỗ trợ 1 triệu đồng/bộ. Tổng chi phí của EVN cho chương trình này là 77 tỷ đồng, bao gồm hỗ trợ cho khách hàng là 70 tỷ (áp dụng cho 70,000 bình x 1 triệu đồng/bình) và 7 tỷ đồng cho chi phí quảng bá truyền thông. Chính sách này không những giúp gia tăng doanh số bán sản phẩm mà còn giúp biên lợi nhuận của SHI đối với mảng kinh doanh này được cải thiện đáng kể.

*Dây chuyền mới sản xuất chậu rửa cao cấp tại Khu công nghiệp Phùng đã hoàn thành và đi vào hoạt động. Công suất thiết kế 750 đơn vị/ngày. Ước tính năm*

**Chậu rửa inox:** Sản phẩm chậu rửa của Sơn Hà rất đa dạng về mẫu mã, chủng loại với hơn 30 dòng sản phẩm khác nhau, tập trung chủ yếu phục vụ phân khúc bậc trung, đạt chất lượng xuất khẩu nhưng giá thành chỉ rẻ bằng khoảng 1/3 so với



*nay đem lại doanh thu khoảng 80 tỷ từ xuất khẩu sản phẩm mới*

các sản phẩm nhập khẩu. Hiện tại Sơn Hà đang chiếm khoảng 47% thị phần chậu rửa inox.

Sơn Hà đã xây dựng xong dây chuyền mới cho sản phẩm chậu rửa cao cấp phục vụ cho xuất khẩu tại nhà máy thuộc khu công nghiệp Phùng với công suất thiết kế 750 đơn vị/ngày và hiện đang tiến hành triển khai sản xuất các sản phẩm theo hợp đồng OEM với các công ty Canada và Úc. Theo như hợp đồng đã ký, Sơn Hà sẽ sản xuất ít nhất 100.000 chậu rửa mỗi năm cho đối tác Canada và 50.000 sản phẩm/năm cho đối tác Úc với giá bình quân 40USD/chiếc. Lô hàng đầu tiên dự kiến sẽ tiến hành xuất khẩu trong tháng 9. Dự kiến trong năm nay doanh thu từ xuất khẩu chậu rửa cao cấp sẽ đem lại khoảng 70 tỷ đồng cho SHI.

*Ra mắt từ cuối năm 2014. Ước tính doanh thu đem lại trong năm 2015 khoảng 50 tỷ đồng*

**Máy lọc nước RO:** đây là sản phẩm mới, được ra mắt từ cuối năm ngoái và chính thức bán vào đầu năm nay, mục tiêu của Sơn Hà nhằm hoàn thiện bộ sản phẩm theo một chu trình khép kín từ đầu vào tới đầu ra cho mọi nguồn nước sinh hoạt gia đình. Kỳ vọng của Sơn Hà bán được khoảng 3.000 máy/tháng, tuy vậy do ảnh hưởng bởi những tháng đầu năm, Sơn Hà ước tính doanh thu đem lại từ mảng kinh doanh này khoảng 50 tỷ trong năm nay.

*Luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu. Sản phẩm chủ yếu xuất khẩu. Đối mặt với thách thức khi bị áp thuế chống bán phá giá tại Mỹ*

**Mặt hàng ống thép không gỉ và thép Cán nguội:** doanh thu từ sản xuất các mặt hàng phục vụ công nghiệp luôn chiếm tỷ trọng rất cao trong cơ cấu doanh thu của Sơn Hà. Hiện tại Sơn Hà đang chiếm khoảng 35% thị phần ống thép không gỉ tại Việt Nam trong đó sản phẩm ống thép công nghiệp chiếm khoảng 65% thị phần cả nước. trong thời gian tới SHI định hướng sẽ tập trung mạnh hơn vào thị trường nội địa, mục tiêu sản lượng phục vụ nội địa sẽ chiếm khoảng 50% tổng sản lượng trong năm 2015.

**35-40% sản phẩm ống thép của Sơn Hà được xuất khẩu.** Các sản phẩm ống thép không gỉ và CRC đã xuất được sang 20 nước trong đó ba thị trường xuất khẩu lớn nhất đối với các mặt hàng này là Brazil, Thổ Nhĩ Kỳ và Ấn Độ. Sơn Hà hiện là đơn vị duy nhất tại Việt Nam được tổ chức quốc tế uy tín TUV cấp chứng chỉ PED – một chứng chỉ quan trọng giúp Sơn Hà có thể xuất khẩu ống thép không gỉ vào các thị trường khắt khe như Châu Âu và Hoa Kỳ.

*Chuyển hướng đầu tư nhà máy sang Lào hoặc Myanmar để có thể tiếp tục xuất khẩu sản phẩm sang Mỹ mà không gặp phải rào cản thương mại.*

Sản phẩm ống thép không gỉ của Sơn Hà bị kiện chống bán phá giá vào thị trường Mỹ với mức thuế xuất 16,25%. Điều này không tác động nhiều lên doanh số xuất khẩu và hiện tại Sơn Hà đang chuyển hướng nghiên cứu cơ hội đầu tư vào Myanmar để từ đây có thể xuất khẩu vào thị trường Mỹ khi chưa có rào cản về mặt thương mại. Thời gian xây dựng nhà máy ước tính từ 2 – 3 năm với vốn đầu tư dự kiến khoảng 20 tỷ đồng.

Theo thông tin mới nhất Ấn Độ sẽ không tiến hành áp thuế chống bán phá giá với thép không gỉ từ Việt Nam. Theo đó, cơ quan điều tra Ấn Độ đã chấm dứt cuộc điều tra chống bán phá giá và không áp dụng biện pháp tự vệ đối với mặt hàng thép cuộn không gỉ cán nguội nhập khẩu từ Việt Nam do không đầy đủ bằng chứng.

Trong khi đó, Ấn Độ là 1 trong những thị trường nhập khẩu ống thép không gỉ của SHI bên cạnh Mỹ. Việc này giúp duy trì và ổn định thị phần của SHI tại Ấn Độ

➤ **Năng lực sản xuất:**



Hiện nay, Công ty đang tiến hành hoạt động đồng thời tại hai địa điểm:

- ❖ Nhà máy sản xuất có diện tích 9.000 m<sup>2</sup> tại Khu công nghiệp vừa và nhỏ, huyện Từ Liêm chuyên sản xuất, lắp ráp bồn Inox.
- ❖ Nhà máy sản xuất có diện tích 44.800 m<sup>2</sup> tại Cụm Công nghiệp Phùng, Đan Phượng, Hà Nội. Đây là địa điểm sản xuất chính của công ty, tập trung những máy móc hiện đại và là nơi thực hiện những công đoạn quan trọng nhất trong quá trình sản xuất sản phẩm. Nhà máy vừa sản xuất ra sản phẩm hoàn thiện như thép cán nguội, ống thép inox, chậu rửa và thiết bị nhà bếp, vừa sản xuất các chi tiết của sản phẩm (bán thành phẩm) để cung cấp cho các địa điểm sản xuất khác.

Sơn Hà cũng vừa khánh thành và đưa vào hoạt động giai đoạn 1 nhà máy Sơn Hà - Chu Lai với tổng diện tích đất sử dụng 25.000 m<sup>2</sup> tại Khu kinh tế mở Chu Lai (Quảng Nam). Nhà máy sẽ tập trung sản xuất các sản phẩm gia dụng và sau đó là các sản phẩm công nghiệp. Sản phẩm chính của nhà máy là bồn nước inox với công suất trong giai đoạn 1 khoảng 30.000 bồn/năm. Giai đoạn 2 & 3 sẽ được khởi công trong năm 2016 và 2017.

**Công suất của các nhà máy đối với từng loại sản phẩm:**

Công suất	Nhà máy Diễn	Nhà máy Phùng	Nhà máy Chu Lai (GD1)
Bồn nước inox (m <sup>3</sup> /tháng)	30.000		ít nhất 5.000
Bồn nước nhựa (bộ/tháng)		4.500	
Chậu rửa inox (cái/tháng)		50.000	
Sản phẩm chậu rửa cao cấp cho xuất khẩu (cái/tháng)		25.000	
Thái Dương Năng (bộ/tháng)		6.000	
Máy lọc nước RO (bộ/tháng)		3.500	
Ống công nghiệp (tấn/tháng)		1.000	
Ống trang trí (tấn/tháng)		1.500	

**Xây dựng nhà máy mới tại KCN Nam Cẩm - Nghệ An:**

Trong tháng 9 này Sơn Hà sẽ tiến hành hoàn thiện các thủ tục để triển khai xây dựng nhà máy mới tại KCN Nam Cẩm thuộc Khu kinh tế Đông Nam - Nghệ An. Dự án được xây dựng trên khu đất có diện tích khoảng 12.000 m<sup>2</sup>.

**Phôi cảnh nhà máy:**

Tổng vốn đầu tư xây dựng nhà máy Sơn Hà Nghệ An là 52 tỷ đồng, trong đó vốn đầu tư được lấy từ nguồn phát hành trái phiếu.

Công ty cổ phần Quốc tế Sơn Hà có thị trường từ Đà Nẵng trở ra, các tỉnh Bắc Trung bộ và toàn bộ các tỉnh miền Bắc. Thị trường chính của Quốc tế Sơn Hà là Thành phố Hà Nội, các tỉnh miền bắc và các tỉnh khu vực miền Trung. Hiện tại tổng doanh thu của SHI tại Miền Trung và miền Nam khoảng 20%. Do tính chất sản phẩm công nghiệp khá cồng kềnh, chi phí vận chuyển từ Hà Nội vào miền Trung của SHI vào khoảng 320.000 VNĐ/m<sup>3</sup>. Điều này làm giảm mạnh hiệu quả kinh doanh đối với nhóm thị trường này. Việc nhà máy ra đời sẽ giúp giảm thời gian và chi phí vận chuyển sản phẩm. Nhà máy mới sẽ giúp Sơn Hà nâng cao năng lực sản xuất khi hai nhà máy tại miền Bắc đã hoạt động gần như hết công suất.

Nhà máy được xây dựng tại Khu CN Nam Cẩm được hưởng ưu đãi về thuế TNDN: thuế suất 10% trong 15 năm; miễn 100% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 04 năm đầu kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp trong 09 năm tiếp theo. Đối thuế nhập khẩu: miễn thuế nhập khẩu đối với máy móc thiết bị để tạo tài sản cố định của dự án đầu tư vào lĩnh vực ưu đãi thuế. Miễn thuế nhập khẩu trong 05 năm kể từ ngày sản xuất đối với nguyên liệu, vật tư, linh kiện, trong nước chưa sản xuất được nhập khẩu để phục vụ sản xuất.

Dự kiến dự án sẽ tiến hành triển khai trong tháng 9 và sẽ hoàn thành đi vào hoạt động trong Q1/2016.

Nhà máy sẽ tập trung sản xuất các sản phẩm bồn chứa nước bằng Inox và bằng Nhựa và các sản phẩm khác với công suất 75.000 sản phẩm/năm. Thị trường phân



phối sản phẩm tập trung vào 4 tỉnh bao gồm Ninh Bình, Thanh hóa, Nghệ An và Quảng Bình. Ước tính doanh thu của nhà máy trong năm 2016 sẽ đạt khoảng 140 tỷ đồng và tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt khoảng 20% mỗi năm.

Khu vực	2016				2017			
	Bồn inox (m <sup>3</sup> )	Bồn nhựa (m <sup>3</sup> )	Chậu (cái)	TDN (cái)	Bồn inox (m <sup>3</sup> )	Bồn nhựa (m <sup>3</sup> )	Chậu (cái)	TDN (cái)
Ninh Bình	10,080	3,600	720	360	13,104	4,680	936	468
Thanh Hóa	21,600	5,760	2,016	1,152	28,080	7,488	2,621	1,498
Nghệ An	11,520	2,160	1,440	504	14,976	2,808	1,872	655
Quảng Bình	6,480	1,440	576	216	8,424	1,872	749	281
<b>Tổng cộng</b>	<b>49,680</b>	<b>12,960</b>	<b>4,752</b>	<b>2,232</b>	<b>16,848</b>	<b>6,178</b>	<b>2,902</b>	<b>16,848</b>
<b>Doanh thu (Tỷ đồng)</b>	<b>106,1</b>	<b>19,8</b>	<b>1,8</b>	<b>9,6</b>	<b>138</b>	<b>25,8</b>	<b>2,4</b>	<b>12,5</b>

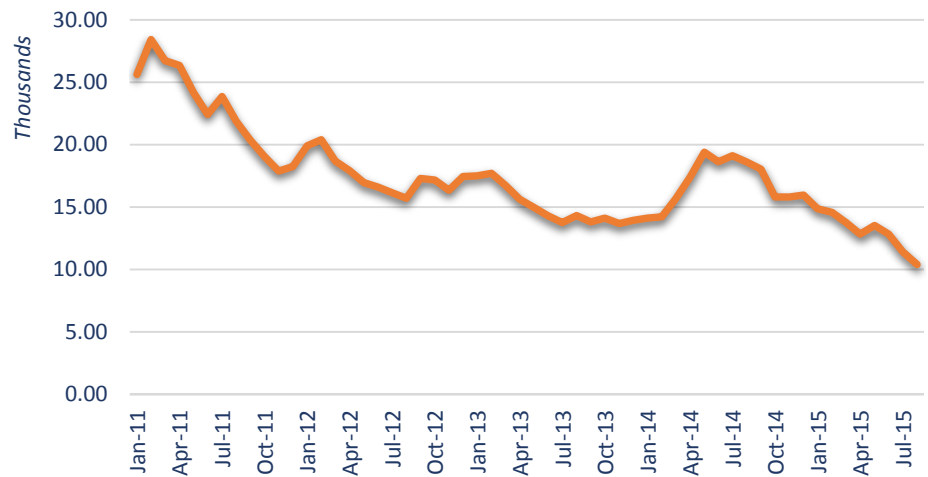
➤ **Nguyên vật liệu sản xuất sản phẩm:**

Do đặc thù sản xuất của doanh nghiệp mang tính gia công nhiều nên chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành (khoảng 86% giá thành sản phẩm). Nguyên liệu chính là thép không gỉ được nhập từ những nhà sản xuất thép hàng đầu trên thế giới với sản lượng lớn và nguồn cung cấp ổn định như Hàn Quốc, Đài Loan, Trung Quốc và Ấn Độ hoặc các nhà sản xuất thép nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam như POSCO VST. Các sản phẩm chủ yếu là cán vì chưa luyện được thép không gỉ ở trong nước.

Rủi ro và cũng chính là cơ hội đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành chính là sự biến động của giá thép không gỉ thế giới. Giá của nguyên liệu thép không gỉ lại phụ thuộc rất nhiều vào giá Nickel giao dịch trên thị trường bởi quặng Nickel là nguyên liệu đầu vào chiếm đến 2/3 giá vốn sản xuất thép không gỉ.

Giá quặng Nickel suy giảm mạnh liên tiếp từ giai đoạn cuối tháng 4 năm ngoái và hiện tại đang ở mức giá đáy của 3 năm trở lại đây. Tại ngày 01/9/2015, giá Nickel giao ngay trên thị trường London được giao dịch ở mức 9,950USD/tấn, giảm 34% so với đầu năm 2015 và giảm tới 186% so với thời điểm T2/2011 – thời điểm bắt đầu xuất hiện quá trình suy giảm mạnh của nguyên liệu này.



**Nickel Price (US Dollars/Ton)**


Source: *indexmundi.com*

Giá Nickel suy giảm mạnh trong năm 2014 bắt chấp lệnh cấm xuất khẩu quặng Nickel của Indonesia (Indonesia là nước xuất khẩu quặng Nickel chiếm 30% sản lượng thế giới, và chiếm 53% tổng sản lượng xuất khẩu quặng Nickel vào Trung Quốc) do chịu tác động nhiều từ diễn biến nền kinh tế Trung Quốc. Quốc gia này hiện là nước tiêu dùng cũng như sản xuất thép không gỉ lớn nhất thế giới chiếm lần lượt khoảng 53% và 40% toàn cầu. Với những số liệu kinh tế gần đây cho thấy lĩnh vực sản xuất, chế tạo, bất động sản tiếp tục ở mức trì trệ đã tác động mạnh tới dự báo nhu cầu về thép không gỉ và gián tiếp tác động tới giá Nickel thời gian qua. Ngoài ra, Trung Quốc cũng đã chuyển sang nhập khẩu quặng Nickel rẻ hơn từ Philippines sau khi lệnh cấm xuất khẩu quặng Nickel thô của Indonesia ban hành. Hiện tại Philippines đã vượt qua Indonesia để trở thành nhà cung cấp quặng nickel lớn nhất cho Trung Quốc.

Việc giá thép không gỉ điều chỉnh giảm có tác động trái chiều đối với các mảng sản xuất của SHI. Đối với sản phẩm ống thép, do cũng là nguyên vật liệu đầu vào của ngành xây dựng, công nghiệp nên giá bán các sản phẩm này chịu áp lực giảm giá ngay khi giá nguyên liệu giảm. Điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty nếu công ty tích trữ tồn kho cao trong bối cảnh giá nguyên liệu liên tục giảm. Trong khi đó, đối với ngành sản phẩm gia dụng, lại có lợi khi giá inox giảm do có độ trễ. Theo tính toán, với mỗi 1% giảm giá của Nickel sẽ giúp biên lợi nhuận ròng của SHI tăng thêm được 0,052%. Như vậy tính tới thời điểm hiện tại, việc suy giảm mạnh giá Nickel đã giúp biên lợi nhuận của SHI tăng hơn 3%.

Từ nay đến cuối năm, theo dự báo của các tổ chức tài chính lớn trên thế giới do Bloomberg tổng hợp, giá nickel có thể sẽ tăng nhẹ hoặc ổn định quanh mức giá hiện tại và khó có thể giảm sâu thêm. Như vậy giá nguyên liệu đầu vào của SHI



sẽ giữ ổn định ở mức thấp. Điều này sẽ tác động tích cực tới hoạt động sản xuất kinh doanh của SHI trong các tháng còn lại của năm.

➤ **Phân phối và tiêu thụ sản phẩm:**

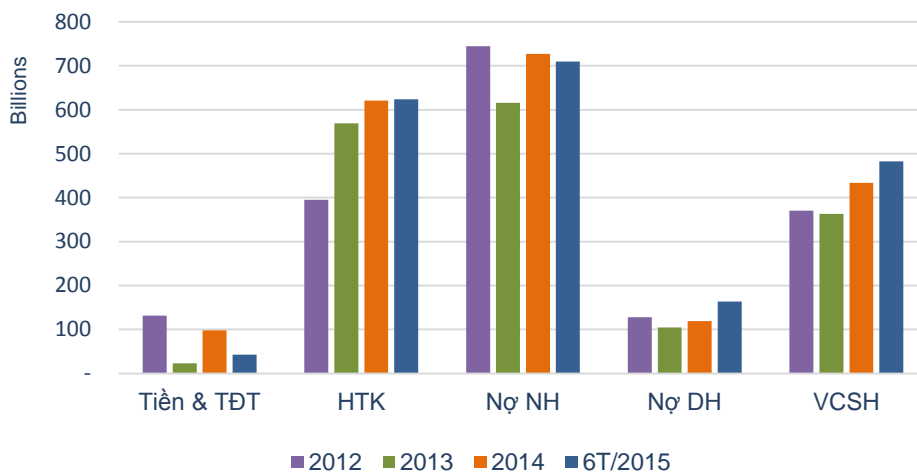
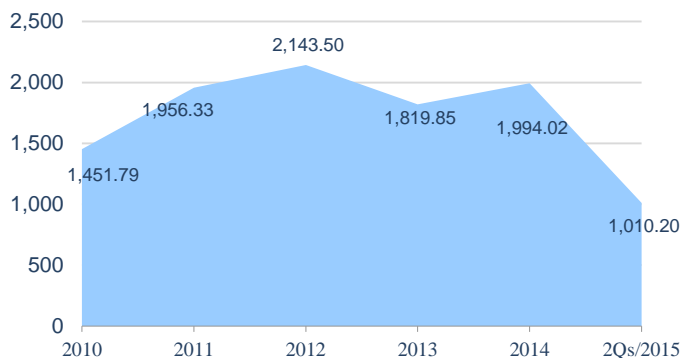
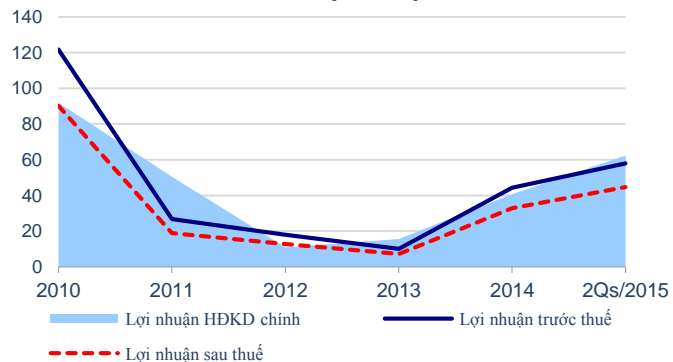
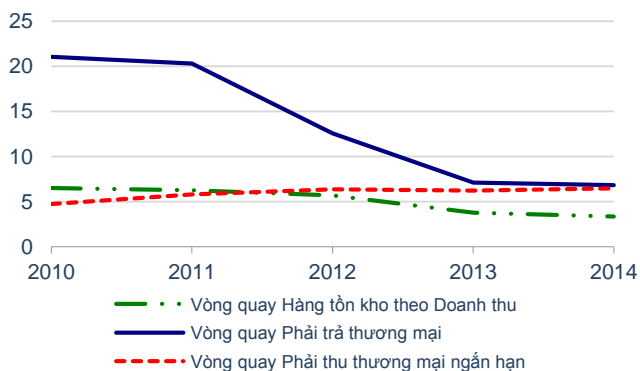
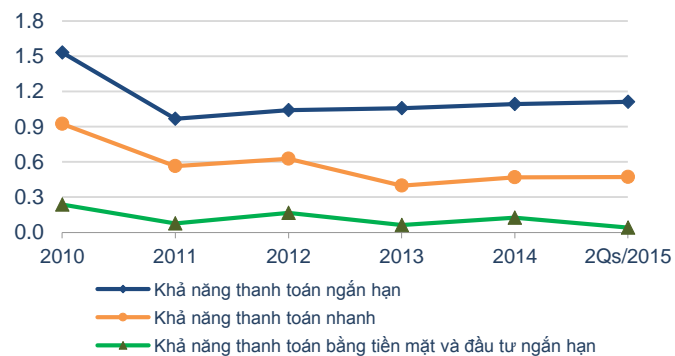
SHI phân phối sản phẩm chủ yếu thông qua các cửa hàng đại lý rộng khắp cả nước, và đẩy mạnh xuất khẩu ra nước ngoài. Chiến lược bán hàng của SHI cụ thể như sau:

**SHI sử dụng chính sách tín dụng thương mại linh hoạt để hỗ trợ tài chính cho các đại lý.** Tùy theo quy mô và năng lực bán hàng của từng đại lý, hàng tháng Sơn Hà điều nghiên cứu và cấp cho đại lý một hạn mức trả chậm (tín dụng thương mại), tạo điều kiện thuận lợi nhất cho các đại lý bán sản phẩm của Sơn Hà.

**Sơn Hà chủ trương xây dựng chính sách duy trì giá cả ổn định.** Công ty không đặt ra mục tiêu cạnh tranh bằng giá mà xác định lợi thế cạnh tranh của công ty phải được xây dựng dựa trên việc nâng cao chất lượng của sản phẩm và uy tín của thương hiệu. Hiện nay, giá bán sản phẩm của Sơn Hà luôn ngang bằng hoặc cao hơn các sản phẩm của đối thủ cạnh tranh. Tuy nhiên, khi các đối thủ có những động thái cạnh tranh giá bất thường trên thị trường thì Công ty cũng đưa ra các chính sách linh động nhằm hỗ trợ các nhà phân phối, bảo vệ thị phần của mình.

Trong năm 2014, SHI tiếp tục đẩy mạnh việc phát triển hệ thống phân phối, đặc biệt mở rộng các chi nhánh, đại lý về khu vực nông thôn. Sơn Hà đã mở thêm 25 chi nhánh, nâng mạng lưới phân phối lên tổng cộng 39 chi nhánh, 500 nhà phân phối và 5.000 điểm bán hàng trên cả nước. Các chi nhánh của SHI đóng góp khoảng 60% doanh thu hàng năm.

Đối với hoạt động xuất khẩu, trong các năm trước, Sơn Hà xuất khẩu chủ yếu các sản phẩm công nghiệp bao gồm ống thép không gỉ và CRC. Tuy nhiên do biên lợi nhuận các mặt hàng này thấp và các sản phẩm này thường xuyên phải đối mặt với nhiều thách thức liên quan tới rào cản thương mại nên trong thời gian gần đây Sơn Hà đã chuyển đổi chiến lược xuất khẩu theo hướng tập trung mạnh mẽ hơn vào các sản phẩm gia dụng sang các thị trường xuất khẩu truyền thống như Canada, Úc..

**III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH**
**Cơ cấu các khoản mục tại BCĐKT**

**Doanh thu thuần**

**Lợi nhuận**

**Vốn lưu động**

**Khả năng thanh toán**


Các chỉ tiêu tài chính của SHI ở mức khá tốt, hệ số thanh toán hiện hành được giữ vững ở mức trên 1.

Đặc thù của ngành thép là sử dụng nợ vay ngắn hạn cao để tài trợ vốn lưu động nên nhiều doanh nghiệp trong ngành chỉ duy trì được hệ số thanh toán hiện hành trong khoảng từ 0,86 đến 0,92 (NKG, VIS, HSG, HLA,..) do đó việc duy trì được hệ số thanh toán ở mức 1,1 được coi như là điểm mạnh của SHI so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Các chỉ tiêu sinh lời tăng trưởng tích cực trở lại từ 2013 trở lại đây do hiệu quả sử dụng vốn cao. Tuy vậy, so với các doanh nghiệp trong ngành, hệ số nợ/tổng tài sản của SHI tương đối cao nhưng có dấu hiệu giảm dần từ 2013 trở lại đây.

Tỷ lệ hàng tồn kho tăng cao từ năm 2013 trở lại đây trong đó nguyên liệu vật liệu là thép không gỉ, chiếm tỷ trọng lớn 60,7% tổng hàng tồn kho. Thời gian tới SHI sẽ hạn chế tích trữ để giải phóng tồn kho và quay vòng tiền nhanh, bên cạnh đó tỷ trọng phân bổ nguyên liệu cho các mặt hàng sẽ điều chỉnh theo hướng hợp lý.

➤ **Kế hoạch phát hành tăng vốn:**

Trong năm 2015, SHI có kế hoạch tiến hành tăng vốn thông qua 3 đợt phát hành cổ phiếu, trái phiếu và trái phiếu chuyển đổi. Mục đích nhằm tăng vốn cơ cấu lại nợ và đầu tư vào các dự án xây dựng nhà máy mới:

**Kế hoạch chi tiết phát hành được thể hiện trong bảng dưới đây:**

	Cổ phiếu	Trái phiếu chuyển đổi	TP Kèm chứng quyền
Tỷ lệ phát hành	100:49		
Phương thức PH	Cổ đồng hiện hữu	Phát hành riêng lẻ	Phát hành riêng lẻ
Mệnh giá	10.000 VNĐ	100.000 VNĐ	100 triệu VNĐ
Kỳ hạn		1 năm	HĐQT Quyết định
Lãi suất		HĐQT Quyết định	HĐQT Quyết định
Số lượng		500.000	2.000
Giá trị	180 tỷ VNĐ	50 tỷ VNĐ	200 tỷ VNĐ
Tỷ lệ chuyển đổi		1:10	Chưa xác định
Mục đích	Cơ cấu lại các khoản nợ vay	Phục vụ nhu cầu vốn trung, dài hạn	Xây nhà máy mới

- ❖ Đối với phương án phát hành cho cổ đông hiện hữu nhằm mục đích cơ cấu lại các khoản nợ vay:

Theo Báo cáo tài chính soát xét 6 tháng đầu năm tỷ lệ nợ vay/Vốn CSH của SHI ở mức 2,52 lần và nợ vay/tổng tài sản ở mức 0,71 lần. Điều này gây mất cân đối trong tỷ trọng vốn và có thể ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của Công ty; Việc phát hành cổ phiếu tăng vốn được Sơn Hà Sử dụng vào các mục đích sau:

	Khoản mục	Số tiền sử dụng từ đợt phát hành	Số tiền tối thiểu cần thu được
1	Đầu tư cho dòng sản phẩm mới	30.360.000.000	30.360.000.000
2	Đầu tư phương tiện vận tải	2.240.000.000	2.240.000.000
3	Cơ cấu nợ vay	127.400.000.000	
4	Bổ sung vốn lưu động	20.000.000.000	20.000.000.000
	<b>Tổng cộng</b>	180.000.000.000	52.600.000.000

- ❖ Đối với kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi riêng lẻ:

Số lượng dự kiến phát hành 500.000 trái phiếu với mệnh giá 100.000 đồng/TP. Mục đích sử dụng vốn thu được để đầu tư 2 sản phẩm mới là chịu rửa sản xuất theo công nghệ mới để xuất sang Úc và chịu rửa gia công theo đơn đặt hàng xuất sang Canada.

- ❖ Phương án phát hành trái phiếu kèm chứng quyền với tổng giá trị 200 tỷ đồng mệnh giá :

Mục tiêu của đợt phát hành là xây thêm 1 nhà máy sản xuất ở phía Bắc và một nhà máy tại Nghệ An.

#### IV. DỰ BÁO KQKD 2015 VÀ ĐỊNH GIÁ

Theo báo cáo tài chính 6 tháng soát xét, LNST của SHI đạt 47,4 tỷ đồng, tăng trưởng gần gấp 4 lần so với cùng kỳ. Lũy kế 8 tháng công ty mẹ Sơn Hà ghi nhận doanh thu xấp xỉ 1.387 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế ước đạt 78,3 tỷ đồng. Như vậy SHI có khả năng sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đã đề ra ngay trong Q3 này.

##### ➤ Quan điểm và định giá:

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với triển vọng kinh doanh của SHI trong năm 2015. Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng tích cực trong thời gian qua nhưng mức P/E của cổ phiếu này vẫn hợp lý khi so sánh với mức P/E dự phóng sau khi tiến hành điều chỉnh pha loãng ở mức 7,5 lần. Chúng tôi dự báo SHI sẽ hoàn thành thành vượt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đã đề ra trong năm nay nhờ giá nguyên liệu đầu vào giữ ổn định ở mức thấp trong khi với vị thế là đơn vị hàng đầu trong việc

sản xuất các sản phẩm dân dụng như bồn nước inox, bồn nước nhựa, chậu rửa, thái dương năng... đều được giữ nguyên giá bán.

Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá cao định hướng kinh doanh tập trung mạnh vào phát triển mảng sản xuất các sản phẩm gia dụng với biên lợi nhuận đạt được rất cao. Việc tận dụng các đối tác xuất khẩu truyền thống nước ngoài để tiến hành gia công và xuất khẩu thành phẩm các mặt hàng này sẽ giúp lợi nhuận của Sơn Hà có mức tăng trưởng tích cực trong thời gian tới.

Kế hoạch tăng vốn thông qua các phương án phát cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi sẽ giúp tỷ trọng vốn của Sơn Hà cân bằng, giúp biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giảm áp lực chi phí tài chính.

***Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là FCFF và so sánh P/E, P/B với tỷ trọng 50 - 25 - 25 để tiến hành định giá cổ phiếu SHI.***

Phương pháp so sánh P/E:

EPS forward pha loãng của SHI sau khi phát hành thêm 18 triệu cổ phiếu tăng vốn trong Q3/2015 của SHI sẽ ở mức khoảng 1.457 đồng/cp. Với P/E ngày 24/9 của SHI ở mức 6,2 lần. P/E trung bình ngành trong 1 năm là 8,1 và P/E của VN-Index ở mức 12,4. Chúng tôi tạm lấy mức P/E 7,5 để định giá cổ phiếu SHI. Qua đó giá cổ phiếu SHI sẽ đạt 10.926 đồng/cp.

Phương pháp so sánh P/B:

P/B trung bình ngành trong 1 năm là 1,5. P/B của SHI trong ngày 24/9 ở mức 1. Chúng tôi thận trọng duy trì mức P/B này để định giá cổ phiếu SHI. Với phương pháp này, giá của SHI ở mức 13.938 đồng/cp.

Phương pháp FCFF:

Phương pháp này được chúng tôi sử dụng dựa trên những giả định: doanh nghiệp phát hành thành công 18 triệu cổ phiếu trong năm 2015; Nhà máy tại Chu Lai hoạt động đủ công suất thiết kế trong giai đoạn 1; giá nguyên liệu ổn định ở mức thấp từ nay tới cuối năm 2015; hoạt động kinh doanh chuyển biến theo hướng tỷ trọng các mặt hàng gia dụng tăng trong cơ cấu doanh thu hàng năm. Chi phí vốn bình quân 11,3% được xác định dựa trên các giả định: lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm 6,75%, tỷ suất sinh lời thị trường 14,3%, hệ số Beta 0,84. Tốc độ tăng trưởng bền vững từ sau 2020 ở mức 6%.

***Tổng hợp 3 phương pháp định giá FCFF, P/E và P/B, giá hợp lý trên mỗi cổ phiếu của SHI sẽ là 15.809 đồng/cp, cao hơn khoảng 24% so với giá ngày 05/10/2015. Do vậy chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.***



Website: [www.shs.com.vn](http://www.shs.com.vn)

**Đỗ Quang Hợp**

Email: [hop.dq@shs.com.vn](mailto:hop.dq@shs.com.vn)

Tel: 04 38181888 (366)

*Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và 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 SHS.*

*Báo cáo này 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 nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.*

*SHS 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 SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.*

---

### Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

#### Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Trung tâm Hội nghị Công đoàn, Số 01 Yết Kiêu, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4)-3818 1888

Fax: (84-4)-3818 1688

#### Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà Artex Sài Gòn, Số 236-238 Ng.Công Trứ, P.Nguyễn Thái Bình, Q.1, HCM

Tel: 84.8.39151368

Fax: 84.8.39151369

#### Chi nhánh Đà Nẵng

97 Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779