

CTCP Tập Đoàn Hoa Sen

Mã CK: HSG – HSX

Đánh giá : Mua
Giá mục tiêu : 21,600 VND

Lawrence Wolfe

Giám đốc phát triển kinh doanh

+(84.8) 3821.8666

LawrenceJustinWolfe@Dag.vn

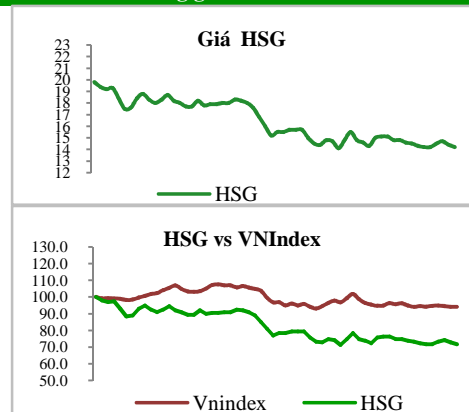
Lê Hữu Trí

Chuyên viên phân tích

+(84.8) 3821.8666

Trile@Dag.vn

Giá HSG - 3 tháng gần nhất



Chỉ tiêu cơ bản

Giá hiện tại (20/03/2011)- VND	14,200
Giá cao nhất (52 tuần)- VND	47,000
Giá thấp nhất (52 tuần)- VND	14,100
Số CP đang lưu hành (triệu)	100.77
KLGDĐQ/ 10 phiên - Cp	703,455
Trailing P/E	15.5x
Forward P/E	15.6x
P/B	0.8x

Cổ đông chính

Cổ đông chính	Tỉ lệ
Hội đồng quản trị	38.79%
Trong nước- Cá nhân	30.47%
Trong nước- tổ chức	8.15%
Nước ngoài-cá nhân	0.27%
Nước ngoài-tổ chức	22.33%

Nội dung báo cáo

Nội dung báo cáo	Trang
Quan điểm đầu tư	1
Tổng quan về công ty	3
Phân tích ngành	6
Phân tích công ty	10
Phân tích SWOT, Phân tích tài chính	12
Định giá cổ phiếu	13
Dự phóng tài chính	16
Điều khoản miễn trừ	18

Quan điểm đầu tư:

Dựa trên tình hình kinh doanh thực tế của doanh nghiệp trong thời gian vừa qua cũng như những kế hoạch phát triển đầy tiềm năng, chúng tôi cho rằng cổ phiếu HSG đang giao dịch thấp hơn giá trị nội tại của cổ phiếu khá nhiều và đủ hấp dẫn để xem xét đầu tư. Những lý do chúng tôi đánh giá cao cổ phiếu bởi những yếu tố sau đây:

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh với các cổ phiếu có qui mô tương đương cùng ngành, giá bình quân cổ phiếu là 21,600 đồng/cp, so với mức giá đang giao dịch hiện tại (ngày 05/04/2011) là 14,200 đồng/cp, giá thị trường của cổ phiếu thấp hơn 52% so với giá trị nội tại. Ngoài ra, với biên độ giá giao dịch 52 tuần trong khoảng 14,100-47,000, thì giá cổ phiếu đang ở vùng giá thấp. Với số liệu sử dụng trong tính toán ở mức thận trọng, do đó nếu nền kinh tế dần ổn định, tỉ lệ chiết khấu giảm, thị trường chứng khoán phục hồi thì giá của cổ phiếu sẽ có độ bật mạnh

HSG là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần tôn mạ cả nước, chiếm gần 33.7% thị phần cả nước và kinh doanh tôn thép cũng chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của HSG, đóng góp gần 80% nguồn thu, cho thấy đây là doanh nghiệp thuần sản xuất và chỉ tập trung vào ngành nghề kinh doanh chính. So với các doanh nghiệp thép khác khi đa dạng hóa quá nhiều làm thiếu sự tập trung nguồn vốn và nhân lực, thì đây là một thế mạnh của HSG

Được xem là doanh nghiệp thép tiên phong trong đầu tư công nghệ mới. HSG hiện sở hữu dây chuyền sản xuất khép kín có khả năng sản xuất thép cuộn cán nguội từ thép cán nóng, mà chỉ một số ít các doanh nghiệp thép hiện có. Với lợi thế này công ty có thể chủ động hơn trong nguồn nguyên liệu và giảm giá thành sản xuất, do mức thuế nhập khẩu thép cán nóng là 0%, trong khi thép cán nguội 8%. Ngoài ra, HSG cũng đã đầu tư công nghệ mạ tôn dày NOF tại nhà máy thép Phú Mỹ, sản phẩm đầu ra có thể phục vụ cho nhiều lĩnh vực và mang lại giá trị gia tăng cao cho HSG

Dự phóng kết quả kinh doanh;

Năm tài chính	2011	2012	2013	2014	2015
Tổng tài sản (tỷ)	4,703	5,538	6,446	7,547	8,535
Vốn chủ sở hữu	1,599	1,880	1,964	2,347	2,461
Doanh thu thuần	6,216	7,459	8,951	10,741	12,889
Tăng trưởng doanh thu	15%	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận sau thuế	139.4	206.3	270.2	325.8	407.1
Tăng trưởng LNST	53%	48%	31%	21%	25%
ROA	3.0%	3.7%	4.2%	4.3%	4.8%
ROE	8.7%	11.0%	13.8%	13.9%	16.5%
EPS (đồng)	1,383	1,708	2,237	2,160	2,700
% tăng EPS	53%	24%	31%	-3%	25%
BV(đồng)	15,863	15,562	16,262	15,563	16,319
Cổ tức dự kiến	25%	25%	25%	20%	20%

(Nguồn: DAS Dự phóng)

Xin xem điều khoản ở trang cuối

HSG có hệ thống phân phối rộng khắp, tính đến quý 1/2011, HSG đã có 90 chi nhánh và 3 trạm phân phối tập trung, và mục tiêu sẽ tăng lên 150 chi nhánh và 5 trạm phân phối tập trung trong năm 2015. Đây được xem là một thế mạnh của HSG mà các doanh nghiệp thép khác khó có thể bắt kịp. Nhờ hệ thống phân phối rộng khắp và được quản lý tập trung, công ty có thể nhanh chóng đưa sản phẩm tới người tiêu dùng, cũng như linh hoạt hơn trong điều hành giá cả, giúp bán hàng nhanh, giảm chi phí hàng tồn kho và vòng quay vốn nhanh hơn, tạo dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp.

HSG có chiến lược đầu tư đúng đắn khi đầu tư vào những ngành nghề tiềm năng và sẽ hỗ trợ nhiều cho hoạt động kinh doanh chính của công ty. Tập đoàn Hoa Sen đã ký hợp tác với công ty cổ phần Gemadept thực hiện khu tiếp vận và cảng quốc tế Hoa Sen- Gemadept. Nằm tại vùng kinh tế trọng điểm phía nam và gần các dự án đầu tư mới của tập đoàn, dự án này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển ngành nghề chính của tập đoàn

1.0 Tổng quan công ty

1.1 Lịch sử hình thành và phát triển

- Ông Lê Phước Vũ (nay là Chủ tịch HĐQT – TGD Hoa Sen Group) bắt đầu khởi nghiệp với số vốn ít ỏi và cửa hàng mua bán tôn lẻ tại ngã tư An Sương. Sau đó ít lâu, công việc kinh doanh có nhiều chuyển biến thuận lợi, gia đình ông đã mua trả góp một máy cán tôn cũ, tự cắt tôn, đi bán lẻ khắp nơi. Và đến khi công việc kinh doanh thuận lợi, gia đình ông mới quyết định thành lập công ty để mở rộng sản xuất - Kinh doanh;
- Ngày 08/08/ 2001, Công ty cổ phần Hoa Sen được thành lập với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng với 22 nhân viên và 3 chi nhánh phân phối, bán lẻ.
- Ngày 09/11/2006, thành lập Công ty Cổ phần Tôn Hoa Sen, công ty con đầu tiên của Công ty Cổ phần Hoa Sen, với vốn điều lệ 320 tỷ đồng.
- Đến ngày 26/3/2007, thành lập thêm 2 công ty con là Công ty Cổ phần Vật liệu xây dựng Hoa Sen với vốn điều lệ 700 tỷ đồng và Công ty Cổ phần Cơ khí và Xây dựng Hoa Sen với vốn điều lệ 10 tỷ đồng.
- Tháng 12/2007, Công ty Cổ phần Hoa Sen đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen và tiến hành sáp nhập 3 công ty con.
- Ngày 16/01/2008: Hoa Sen Group ký kết hợp tác với Gemadept Corporation thành lập Công ty Công ty CP Tiếp vận và Cảng Quốc tế Hoa Sen – Gemadept, tại KCN Phú Mỹ, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu, đánh dấu một bước phát triển mới của Hoa Sen trong tiến trình phấn đấu trở thành một tập đoàn kinh tế đa ngành vững mạnh.
- Ngày 05/12/2008: Hoa Sen Group chính thức niêm yết 57.038.500 cổ phiếu (với mã chứng khoán là “HSG”), tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM. Giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên là 40.000 đồng/CP.
- Tính đến quý 1/2011, sau 10 năm hoạt động và 10 lần tăng vốn, vốn điều lệ của tập đoàn đã tăng lên mức 1007,9 tỉ đồng với hơn 2,094 nhân viên và có hệ thống phân phối rộng khắp tại ...tỉnh thành với 90 chi nhánh và 3 trạm phân phối.

1.2 Chiến lược dài hạn

Trở thành tập đoàn kinh tế đa ngành nghề với 3 lĩnh vực kinh doanh chính là

Vật liệu xây dựng:

- 17 dây chuyền sản xuất ống thép đen, ống thép mạ kẽm, công suất 173.000 tấn/ năm;
- Sản xuất xà gò đen, xà gò mạ kẽm
- 12 dây chuyền sản xuất ống nhựa uPVC, công suất 30.000 tấn/năm

Bất động sản:

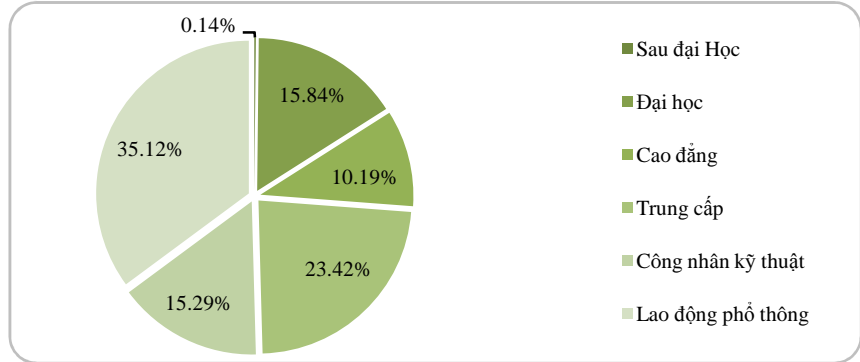
- Chuỗi 3 dự án bất động sản đầu tiên, trong đó có 1 dự án đã khởi công vào đầu tháng 12/2009, đã tiến hành chào bán ra công chúng đầu tiên vào tháng 07/2010

Cảng biển và logistics

- Tập đoàn đã ký hợp tác với công ty cổ phần Gemadept thực hiện dự án khu tiếp vận và cảng quốc tế Hoa Sen-Gemadept. Dự án nằm tại vùng trong điểm kinh tế phía nam và các dự án mới của tập đoàn, do đó sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho ngành kinh doanh chính của tập đoàn

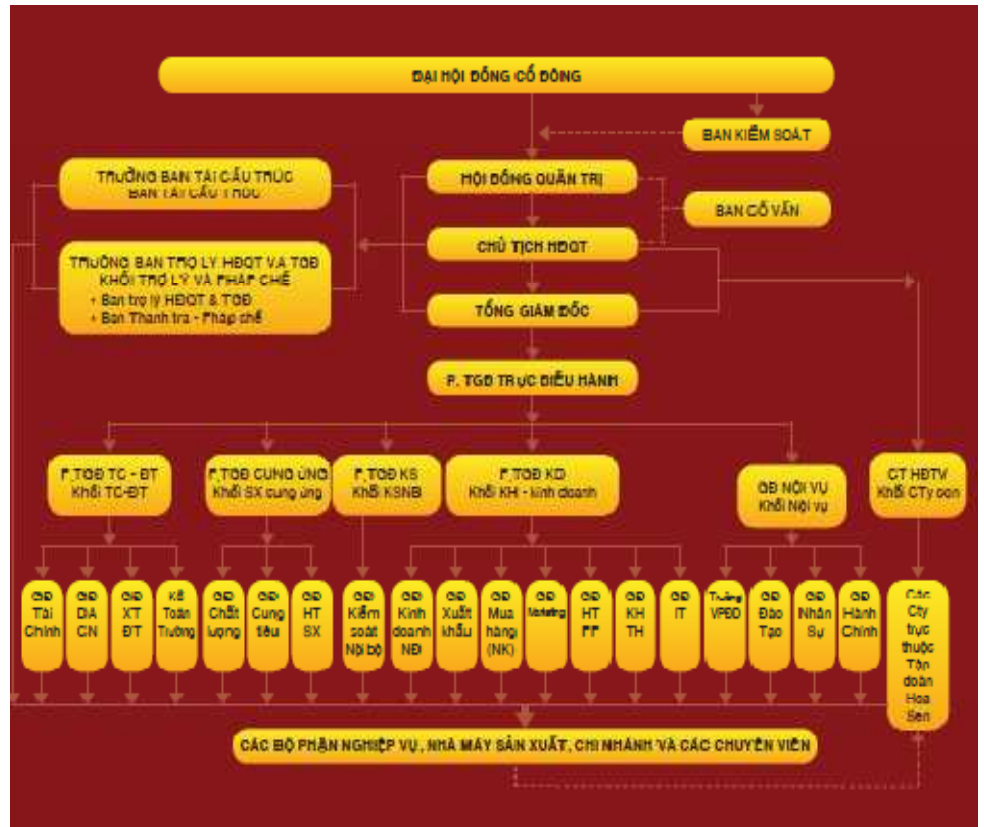
1.3 Nhân sự;

Tính đến ngày 30/09/2010 số lượng nhân viên là 2,904 công nhân viên, với mức lương bình quân của người lao động 4.85 triệu/người tăng lên từ 3.9 triệu/người trong niên độ 2008-2009. Để thực hiện chiến lược thu hút nguồn nhân lực chất lượng cao HSG đã thực hiện ký kết hợp tác với đại học quốc gia TP HCM và các trường đại học cao đẳng thuộc khu vực Bình Dương, Bà Rịa-Vũng Tàu. Bên dưới là cơ cấu nguồn nhân lực của HSG.



(Nguồn: HSG)

1.4 Bộ máy tổ chức:

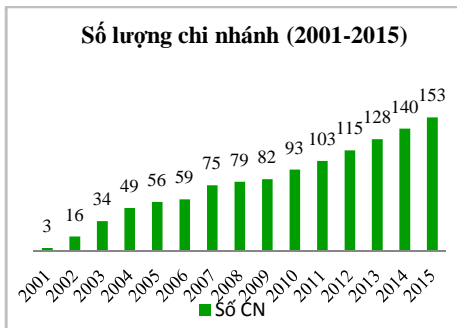


(Nguồn: HSG)

1.5 Các sản phẩm và dịch vụ chính:

- Thép cán nguội: sản phẩm được sản xuất theo công nghệ cán 6 trục tiên tiến
- Tôn mạ hợp kim nhôm kẽm: Được sản xuất trên dây chuyền mạ công nghệ NOF hiện đại, đáp ứng các tiêu chuẩn ASTM A792M của Mỹ, AS 1397 (G550)- AS 1365(G300) của Úc và JIS G3321 của Nhật Bản. Đặc điểm của sản phẩm là bóng đẹp, màu ánh bạc và khả năng chống ăn mòn tốt, khả năng kháng nhiệt hiệu quả, linh hoạt trong thiết kế và có tuổi thọ gấp 4 lần so với kẽm thông thường.
- Tôn mạ hợp kim nhôm kẽm phủ màu (tôn lạnh màu): ứng dụng công nghệ hàng đầu về sơn mạ trên nền hợp kim nhôm kẽm, tạo ra cho sản phẩm độ bền vượt trội
- Tôn mạ kẽm : Bằng công nghệ nhúng nóng, quy trình sản xuất và kiểm tra chất lượng nghiêm ngặt, sản phẩm
- Tôn kẽm mạ màu:
- Ống thép : Được sản xuất trên dây chuyền hiện đại
- Thép hợp mạ kẽm: Thép hợp mạ kẽm Hoa sen được cán định hình từ thép mạ kẽm nhúng nóng theo tiêu chuẩn JIS G3302.
- Ống nhựa : được đầu tư dây chuyền máy móc với công nghệ châu âu, sản phẩm ống nhựa chất lượng cao, đa dạng về mẫu mã, chủng loại, phục vụ nhu cầu dân dụng và công nghiệp

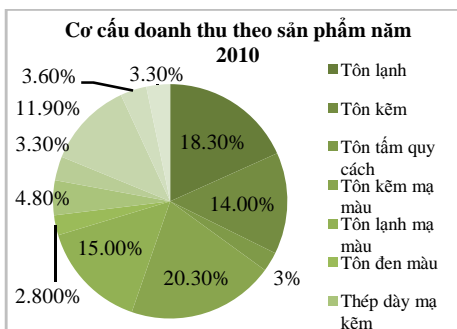
1.6 Hệ thống phân phối:



(Nguồn: HSG)

Từ những ngày mới thành lập tập đoàn đã thực hiện chiến lược phát triển dựa vào hệ thống phân phối lẻ. Với việc quản lý tập trung cả về tài chính và nhân sự nên có sự thống nhất cao giữa các chi nhánh, nhờ đó HSG có thể kiểm soát chặt chẽ chất lượng và dịch vụ đến tận tay người tiêu dùng.

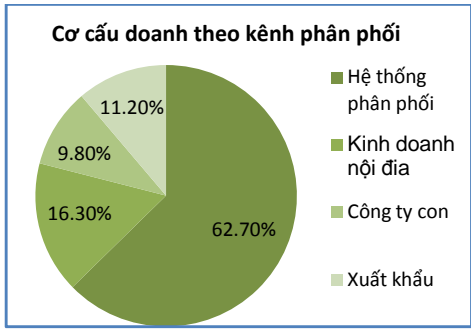
Tính đến hiện quý 1/2011, HSG đã có 90 chi nhánh và 3 trạm phân phối tập trung, và mục tiêu sẽ tăng lên 150 chi nhánh và 5 trạm phân phối tập trung trong năm 2015. Đây được xem là một thế mạnh của HSG mà các doanh nghiệp thép khác khó có thể bắt kịp. Nhờ hệ thống phân phối rộng khắp, công ty có thể nhanh chóng đưa sản phẩm ra thị trường và vòng quay hàng bán nhanh hơn giúp giảm chi phí tồn kho và luôn tạo dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp.



(Nguồn: HSG)

1.7 Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm:

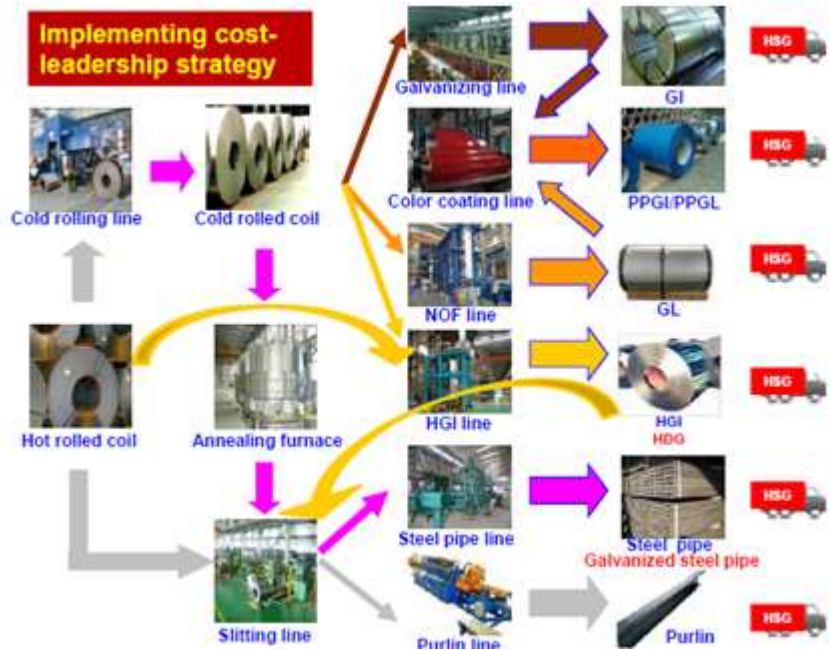
Cơ cấu doanh thu của HSG chia theo sản phẩm; doanh thu chủ yếu của HSG là từ kinh doanh Tôn, trong đó tôn lạnh, tôn kẽm, tôn lạnh mạ màu và tôn kẽm mạ màu chiếm tỷ trọng lớn, chiếm gần 67% doanh thu của công ty. Các sản phẩm khác như Xà gồ, ống nhựa hiện chỉ chiếm tỉ lệ nhỏ. Tuy nhiên, sản phẩm ống nhựa sẽ tăng trưởng mạnh trong thời gian tới khi các dây chuyền sản xuất ống nhựa đi vào hoạt động



(Nguồn: HSG)

Phân chia cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối, HSG chủ yếu phân phối sản phẩm thông qua các cửa hàng bán lẻ, chiếm tỉ trọng 62.7%. Công ty hiện có 90 đại lý phân phối và 3 tổng kho, kế hoạch sẽ tăng 150 đại lý và 5 tổng kho vào năm 2015. Đây được xem là một thế mạnh của HSG so với các doanh nghiệp thép khác, thông qua hệ thống đại lý này, công ty có thể chủ động trong bán hàng và điều tiết lượng hàng tồn kho một cách hiệu quả giúp HSG có thể ứng phó với biến động giá thép, giảm lượng hàng tồn kho và tăng vòng quay vốn. Đây là một trong những yếu tố thành công của doanh nghiệp thép

1.8 Chuỗi giá trị công ty:



(Nguồn: HSG)

HSG sở hữu dây chuyền sản xuất khá khép kín so với các doanh nghiệp thép khác. HSG có khả năng sản xuất thép cán nguội từ thép cán nóng, từ thép cán nguội sẽ sản xuất các loại sản phẩm khác nhau, nhờ đó giảm mức độ phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu và tiết kiệm đáng kể chi phí. Đây là lợi thế cạnh tranh rất lớn của HSG so với các doanh nghiệp không có khả năng cán nguội

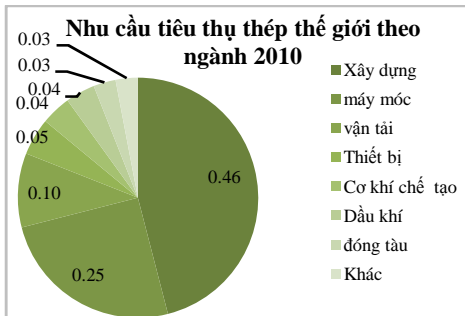
Ngòai ra, HSG đã đầu tư dây chuyền mạ tôn theo công nghệ mạ NOF tại nhà máy Phú Mỹ. Sản phẩm tôn mạ kẽm sản xuất theo công nghệ này có đặc tính bền, chắc, có khả năng chống rỉ sét và ăn mòn cao, đáp ứng yêu cầu cho các công trình lớn như nhà xưởng, nhà cao tầng, các khu công nghiệp; đặc biệt cung ứng vật liệu cho các công trình giao thông trọng điểm như làm thanh chắn trên đường cao tốc, các trụ điện

Đây là sản phẩm quan trọng trong công nghiệp tôn-thép, trước đây Việt Nam phải nhập với thuế suất từ 12%-15%. Việc sản xuất thành công sản phẩm tôn dày mạ kẽm công nghệ NOF ở Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ giúp Tập đoàn Hoa Sen chủ động hoàn toàn nguồn nguyên liệu, khép kín quy trình sản xuất tôn-thép của tập đoàn. Sự kiện này đánh dấu bước phát triển mới của Tập đoàn Hoa Sen, giúp tạo thêm giá trị gia tăng cho sản phẩm

Nhu cầu tiêu thụ thép thế giới theo sản phẩm

Loại	(Triệu tấn)
Thép đẹp	585
Thép dài	562
Thép ống	125
Thế giới	1272

(Nguồn : MEPS, DAS tổng hợp)



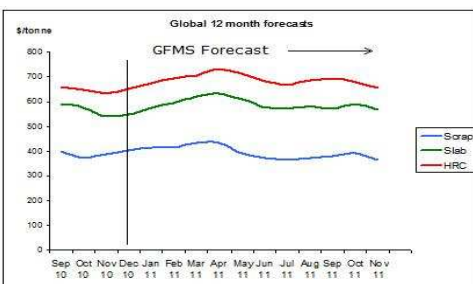
(Nguồn : MEPS, DAS tổng hợp)

Dự báo của MEPS về sản lượng thép sản xuất ở các khu vực (Triệu tấn)

Khu vực	2010 (e)	2011 (f)
EU 27	172.9	178.2
Americas	155.3	162.1
Asia	900.2	948.3
Others	186.7	196.5
World Total	1415	1485

(Nguồn : MEPS, DAS tổng hợp)

Dự báo giá phôi thép cho năm 2011



(Nguồn : GFMS)

2.0 Phân tích ngành:

2.1 Thị trường thép thế giới:

Trong năm 2010 sản lượng thép tiêu thụ toàn cầu là 1.272 tỉ tấn, trong đó châu Á và Châu đại dương tiêu thụ 833 triệu tấn, chiếm gần 70%. Sản lượng sản xuất thép đạt 1.4 tỉ tấn, tương đương với mức tăng 190 triệu tấn so với năm 2009. Trong đó, Trung Quốc, Nhật Bản và Mỹ đã đóng góp 50% vào mức tăng này. Đức và Hàn Quốc cũng có mức tăng sản lượng đáng kể trong năm qua. Nhu cầu thép đẹp và thép dài tương đương nhau và chiếm phần lớn nhu cầu thép thế giới, thép ống chỉ chiếm tỉ lệ nhỏ, khoảng 10%.

Thống kê nhu cầu thép theo ngành, xây dựng là ngành có nhu cầu sử dụng thép các loại cao nhất với gần 50% sản lượng thép của thế giới, nhu cầu thép cho sản xuất chế tạo máy cũng chiếm đáng kể gần 25% nhu cầu. Do đó, nhu cầu thép tùy thuộc nhiều vào công nghiệp xây dựng

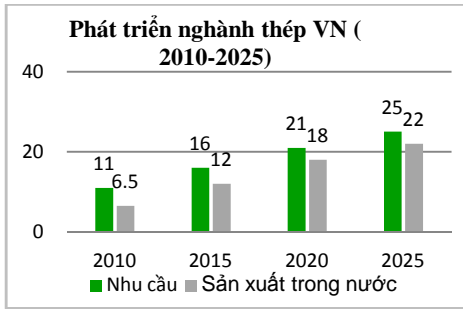
Về mức tăng trưởng ngành thép thế giới, hầu hết các nước ghi nhận mức tăng trưởng hai con số trong năm 2010 so với 2009. Trong đó, các nước thuộc khu vực chung Châu Âu, Bắc Mỹ và Châu Đại Dương có mức tăng cao nhất khi các thị trường này đã trải qua giai đoạn giảm mạnh nhất trong năm 2009. Tuy nhiên, Dự báo trong năm 2011 được tính toán một cách thận trọng, khi ngành xây dựng vẫn trong tình trạng đình trệ làm giảm nhu cầu thép, đặc biệt là các sản phẩm thép dài, do chính sách cắt giảm ngân sách cho đầu tư công và tình hình tài chính xấu đi ở nhiều nước trên thế giới.

Trong năm 2011, sản xuất thép sản xuất mong đợi sẽ tăng mạnh tại khu vực Nam Mỹ và Trung Đông. Mặc dù ảnh hưởng của các nước này không lớn đến tổng sản lượng thế giới, do Trung Quốc đã chiếm thị phần lớn. MEPS dự báo sản lượng sản xuất thép toàn cầu sẽ tăng khoảng 4.4% trong 2 năm tới và Hình Bên dưới là dự báo sản lượng thép sản xuất trong năm 2011.

2.2 Thị trường thép Việt Nam

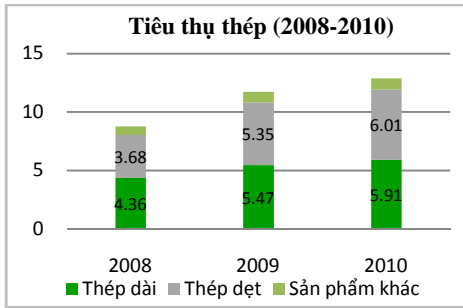
Qui mô thị trường: Việt Nam là một trong những thị trường tiêu thụ lớn trong khu vực tương đương với Thái Lan và lớn hơn các thị trường Asean khác. Trong năm 2010, tiêu thụ khoảng 13 triệu tấn, sản lượng sản xuất ước tính là 7 triệu tấn, trong đó 6 triệu tấn được nhập từ bên ngoài. Tốc độ tăng trưởng ngành bình quân khoảng 17% trong 10 năm gần đây. Doanh thu toàn ngành đạt 170,000 đồng xấp xỉ 10% GDP của nền kinh tế. Theo dự báo của Bộ thương mại CN và Bộ kế hoạch đầu tư, tăng trưởng bình quân ngành cho đến 2025 ở mức 8-10%/năm và khoảng cách thâm hụt giữ nhu cầu và năng lực sản xuất trong nước theo chiều hướng giảm dần, do có nhiều dự án sản xuất thép đang đầu tư ở Việt Nam

Việc đầu tư vào nhà máy sản xuất phôi đòi hỏi vốn lớn, nên các doanh nghiệp Việt Nam hầu như chỉ chú trọng nhập phôi và cán thép. Phương thức kinh doanh này giúp các doanh nghiệp thu hồi vốn nhanh nhưng giảm tính cạnh tranh do giá thành sản xuất cao. Theo hiệp hội thép, công suất của các nhà máy thép khoảng 9 triệu tấn/năm, trong khi nhu cầu sử dụng thép xây dựng chỉ khoảng 4,5 triệu tấn/năm. Như vậy, tổng công suất cán thép đã gấp 2 lần nhu cầu, công suất cán thép trung bình của các doanh nghiệp chỉ đạt khoảng 60 - 70%.



(Nguồn: HSG)

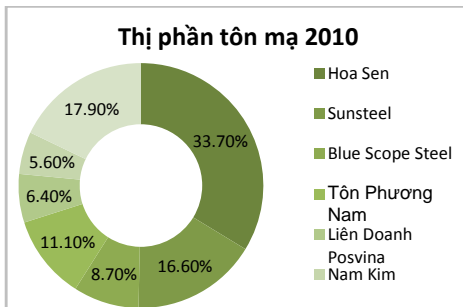
• **Phân khúc thị trường chính:** hai dòng sản phẩm chính là thép dẹt (tấm, lá) và thép dài (thép cây, cuộn). Thép dài chủ yếu phục vụ chủ yếu lĩnh vực xây dựng và chi phối bởi các nhà sản xuất thép trong nước, nhập khẩu. Thép dẹt có nhu cầu khoảng 6 triệu tấn/năm phục vụ cho các ngành công nghiệp như đóng tàu, ô tô, điện máy. Nhu cầu tiêu thụ của 2 sản phẩm này là tương đương nhau khoảng 6 triệu tấn/năm, thép ống chỉ chiếm phần nhỏ trong tổng sản lượng tiêu thụ



(Nguồn: HSG)

• **Phụ thuộc vào nhập khẩu:** Doanh nghiệp thép trong nước chỉ mới tự sản xuất được 60% nhu cầu phôi thép và khoảng 25% lượng thép phế cho sản xuất; phần còn lại hoàn toàn phải nhập khẩu, trung bình nhập khẩu 3.5 triệu tấn/năm. Lượng phôi nhập thêm cho các nhà máy cán khoảng 1.8 triệu tấn năm 2010. Ở thép dẹt, Việt nam chưa sản xuất được phôi cho sản phẩm nên đang nhập khẩu, chủ yếu bán thành phẩm là thép cán nóng và nguội với sản lượng 5 triệu tấn/năm trong đó lượng cán nóng xấp xỉ 4 triệu tấn/năm. Việt nam gần như không nhập khẩu thành phẩm ở dòng sản phẩm này. Như vậy, tính trung bình tỷ trọng nhập khẩu chi phối khoảng 75% trong tổng sản lượng đầu ra

• **Các doanh nghiệp đầu ngành :** Trong thị phần thép xây dựng với sản lượng khoảng 6 triệu tấn, tập trung những công ty thép lớn và lĩnh vực có hoạt động đầu tư diễn ra rất sôi động trong thời gian qua. Theo thống kê của hiệp hội, 11 doanh nghiệp hàng đầu chi phối trên 80% sản xuất thép xây dựng như Pomina (16.6%), Hòa Phát (12.6%), Vnssteel và nhà máy thép Miền Nam chiếm lần lượt 12.6% và 7.6%, Vinakyoei chiếm 8.7% thị phần. Tính riêng 5 doanh nghiệp thép này đang chiếm 58% lượng cung thép xây dựng.



(Nguồn: HSG)

• **Về thị phần sản xuất thép ống và tôn mạ.** có sự chênh lệch lớn thị phần giữa các công ty đầu ngành. Hoa Sen chiếm vị trí dẫn đầu với 33.7% thị phần, kế đến là Sunsteel (16.6%) và tôn Phương Nam (11.1%). Dự báo sẽ không có sự thay đổi nhiều về vị trí của các công ty này do sự chênh lệch khá lớn so với các công ty nhỏ hơn. Các công ty này đã chiếm gần 60% thị trường tôn mạ. Trong phân khúc thép ống, thị phần chia đều cho 5 doanh nghiệp dẫn đầu là Hữu Liên Á Châu, Hòa Phát, Việt Đức, SeAH Việt Nam và công ty 190.

2.3 Phân tích Porter's 5 force

Rào cản gia nhập ngành: Rào cản gia nhập ngành thép là tương đối lớn. Chưa kể về nguồn vốn cho một lĩnh vực sản xuất với đầu vào chủ yếu nhập khẩu, như HPG với vốn điều lệ gần 2000 tỷ đồng, các công ty khác số vốn ít nhất cũng phải trên 100 tỷ. Đây là điều không dễ dàng cho những doanh nghiệp có ý định gia nhập thị trường thép. Hơn nữa, yêu cầu gắt gao về trình độ, công nghệ không phải dễ dàng có thể tiếp cận và tài trợ cho những chu trình sản xuất khép . Ngoài ra, không phải dễ dàng để có thể có những hợp đồng tiêu thụ thép lớn nếu không có thâm niên lâu năm và các mối quan hệ đối tác trong nghề. Do đó, trong những năm tới, những doanh nghiệp trong ngành thép vẫn có nhiều tiềm năng phát triển và củng cố vị thế của mình trên thương trường. Đặc biệt trong những giai đoạn chuyển giao và nhu cầu xây dựng, sản xuất đang ngày càng tăng.

Sản phẩm thay thế : Thép là nguyên liệu đóng vai trò không thể thiếu trong công cuộc phát triển đất nước phụ c vụ trong những ngành trọng điểm như xây dựng, chế tạo máy. Với mục tiêu tăng trưởng GDP 7-7.5% trong những năm tới. Thì nhu cầu tiêu thụ thép sẽ còn tiếp tục tăng, cho đến hiện tại, thép vẫn chưa có vật liệu thay thế có do đặc tính kỹ thuật của Thép

Khả năng ảnh hưởng của người mua: do thị trường thép trong nước có sự liên thông khá chặt với thị trường thép thế giới. Tuy nhiên, giá trong nước thường có độ trễ thời gian nhất định so với giá thép thế giới. Là do sự cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp thép . Bên cạnh đó, chi phí cho việc chuyển đổi nhà cung cấp là không cao. Vì vậy, khả năng ảnh hưởng của người là lớn trong ngành sản xuất thép

Khả năng ảnh hưởng của nhà cung cấp: Ngành công nghiệp sản xuất thép phụ thuộc khá nhiều vào các yếu tố đầu vào như than, điện, thép phế liệu. Giá các mặt hàng này lại chịu sự quản lý của chính phủ. Do đó, mức độ ảnh hưởng từ nhà cung cấp là lớn, nếu có sự thay đổi giá than hoặc thiếu điện sẽ ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động sản xuất thép. Hiện tại, các doanh nghiệp sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 60% nhu cầu phôi và 25% nhu cầu lượng thép phế. Tính ra, tỷ trọng nhập khẩu chi phối 75% sản lượng đầu ra, vì vậy sự giao động của giá USD cũng ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thép. Do đó, Sự phụ thuộc đối với nhà cung cấp là khá cao.

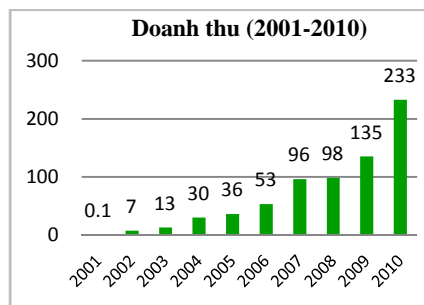
Mức độ cạnh tranh: là rất cao. Tính đến hiện tại, theo tính toán của VSA sức tiêu thụ thép cán nguội chỉ dao động trong khoảng 1.2- 1.4 triệu tấn trong khi đó công suất đang là 2.4 triệu tấn, tức gần gấp đôi so với nhu cầu. Đặc biệt khi một loạt nhà máy của HSG, Thống Nhất, Tata Steel (Ấn Độ), VNSteel đi vào hoạt động sẽ càng tăng sức ép về phía cung. Bên cạnh đó không thể không nhắc tới nguy cơ thép ngoại từ ASEAN, Trung Quốc, Nga với giá thành rẻ hơn sẽ tràn vào thị trường trong nước theo lộ trình VN đã cam kết giảm thuế ít nhất 1% với WTO

3.0 Phân tích công ty

3.1 Tốc độ tăng trưởng

Chỉ số tăng trưởng	2007	2008	2009	2010
Tăng trưởng doanh thu (%)		34.7%	20.5%	65.2%
Tăng trưởng COGS (%)		34.2%	6.6%	92.1%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)		-45.7%	462.5%	-80.2%
Tăng trưởng EPS (%)			462.5%	-88.8%
Tăng trưởng BPS (%)		56.7%	-10.6%	-7.8%

(Nguồn : HSG)



(Nguồn : HSG)

Công ty có mức tăng trưởng doanh thu khá ấn tượng trong những năm qua, với mức tăng trưởng bình quân là 35%/năm, đặc biệt trong năm 2010 với mức tăng doanh thu đạt 65.2%. Cho thấy công ty đang tăng trưởng mạnh và chiến lược phát triển theo chiều rộng đã phát huy tác dụng. Với kế hoạch tăng số chi nhánh phân phối lên 103 trong năm 2011 và có sự đóng góp thêm của 1 dây chuyền mạ màu và dây chuyền mạ dày NOF, có công suất tương ứng 180.000 tấn/năm và 450.000 tấn/năm. Do đó, sản lượng sẽ tăng khoảng 20% so với năm 2010

3.2 Khả năng sinh lời:

Chỉ số lợi nhuận	2007	2008	2009	2010
ROE (%)	20.9%	11.7%	42.1%	5.3%
ROA (%)	8.9%	4.4%	14.5%	2.0%
ROS (%)	7.5%	3.0%	14.1%	1.7%
EBIT (%)	11.9%	9.4%	20.9%	9.3%
Chi phí hoạt động/doanh thu (%)	10.7%	9.2%	19.8%	8.3%
COGS/ Doanh thu (%)	82.6%	82.3%	72.8%	84.7%

(Nguồn : HSG)

Tuy có mức tăng trưởng doanh thu khá ấn tượng trong năm 2010 ở mức 65.2%, nhưng lợi nhuận lại giảm đáng kể so với 2009. Nguyên nhân là do giá phôi thép tăng cao, làm tăng chi phí giá vốn hàng bán, trong khi giá bán ra ngoài thị trường không thể điều chỉnh theo kịp mức tăng này. Thêm vào đó, chi phí lãi vay tăng cao từ 193 tỉ năm 2009 lên gần 382 tỉ trong năm 2010, một mặt là do lãi vay tăng, mặt khác là do công ty vay nợ để tài trợ cho các dự án đang thực hiện. Các chỉ số lợi nhuận trong năm 2010, cho thấy công ty đã sử dụng không hiệu quả tài sản do công tác quản lý hàng tồn kho và dự báo giá thép chưa chính xác, nếu các yếu tố này được khắc phục lợi nhuận công ty sẽ tăng đáng kể trong năm sau

3.3 Cơ cấu tài sản:

Cấu trúc tài sản	2007	2008	2009	2010
Nợ/ Tổng tài sản (%)	57.5%	63.1%	65.6%	62.9%
Nợ hiện thời/ Tổng tài sản (%)	37.7%	46.7%	49.8%	50.8%
Nợ dài hạn/ Tổng tài sản (%)	19.8%	16.4%	15.9%	12.0%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	134.7%	169.7%	190.8%	169.8%
Nợ ngắn hạn/ Vốn CSH (%)	88.4%	125.6%	144.6%	137.3%

(Nguồn : HSG)

Hệ số Nợ/ Tổng tài sản có chiều hướng tăng trong 3 năm qua từ mức 57.5% năm 2007 lên mức 65.65 năm 2009 và giảm nhẹ xuống 62.9% trong năm 2010. Nhìn vào cơ cấu vốn hiện tại cho thấy có sự chuyển dịch rất rõ ràng, công ty đã dần thay thế sử dụng các khoản nợ ngắn hạn tài trợ cho hoạt động kinh doanh thay vì dùng nợ dài hạn như trước đó. Sự chuyển dịch này là hợp lý và phù hợp với tình hình kinh tế vĩ mô trong giai đoạn này khi rủi ro thị trường tăng và lãi vay cũng tăng cao. Tuy nhiên công ty đã không tận dụng và sử dụng hiệu quả nguồn vốn này trong năm 2010

3.4 So sánh các công ty cùng ngành:

Về qui mô vốn

Chỉ Số	HSG	POM	HPG	TLH	VIS	DTL	NVC
Giá đóng cửa	14	22	35	9	24	20	7
KLCPLH hiện tại (Triệu)	100,77	186,34	317,85	57,71	30	48,49	15
Giá trị vốn hóa(Tỷ VND)	1.430,95	4.155,31	11.092,96	513,59	720	984,30	109,50
Sở hữu nước ngoài	24,64	6,76	35,54	0,57	3,32	0,75	0,09
EPS cơ bản (VND)	918,43	3.713,21	4.550,99	983,77	3.821,15	3.868,56	1.384,95
Book Value (VND)	17	15	20	14	19	16	11
EBIT (Tỷ VND)	117,83	891,71	1.977,24	149,23	179,11	287,18	21,31
P/E cơ bản	15,46	6,01	7,67	9,05	6,28	5,25	5,27
P/B	0,82	1,48	1,73	0,63	1,24	1,25	0,65
Vốn hóa/doanh số	0,26	0,37	0,78	0,17	0,23	0,54	0,05
EV/EBITDA	14,53	6,55	6,68	7,12	4,76	6,76	22,75
EV/EBIT	32,72	8,19	7,90	7,74	5,73	6,99	34,76

(Nguồn : Stox, DAS tổng hợp)

HSG ở mức trung bình so với các doanh nghiệp thép trên sàn niêm yết, tính đến 05/04/2011 mức vốn hóa của HSG là 1,430 tỉ đồng, HSG lớn hơn thép TLH, VIS, DTL, NVC. Tuy nhiên, khi so sánh với các doanh nghiệp thép đầu ngành như HPG (11,092 tỉ), Pomina (4,155 tỉ), thì qui mô vốn của HSG được xem là rất nhỏ. Nếu xét về hiệu quả hoạt động: trong năm 2010, HSG đã hoạt động kinh doanh kém khi EPS chỉ đạt 918,4 đồng/ cp , các doanh nghiệp thép đầu ngành cho thấy lợi thế nhất định mặc dù thị trường không có nhiều thuận lợi trong năm qua họ vẫn đạt mức EPS khả quan như POM (3,700 đồng/cp) và HPG (4,550 đồng/cp) và các công ty nhỏ hơn cũng có kết quả kinh doanh tốt hơn so với HSG. lợi nhuận thấp làm các chỉ tiêu tài chính của HSG cũng xấu đi , PE đang ở mức cao nhất ngành 15,4x.

Về cơ cấu cổ đông: Điểm đáng chú ý trong cơ cấu cổ đông của HSG, tỷ trọng nhà đầu tư nước ngoài khá cao ở mức 24,64% chỉ thấp hơn HPG (35.54%), và được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức, cho thấy cổ phiếu được sự quan tâm và đánh giá cao của nhà đầu tư nước ngoài

Về cấu trúc tài sản:

Chỉ Số	HSG	POM	HPG	TLH	VIS	DTL	NVC
Tiền nợ ngắn hạn	0,03	0,15	0,22	0,32	0,26	0,01	0,05
TSLD/Nợ ngắn hạn	0,92	1,41	1,28	1,50	1,25	1,36	1,04
Vay dài hạn/Tài sản	0,12	0,10	0,10	0,01	0,00	0,01	0,00
Vốn vay/Tài sản	0,53	0,49	0,37	0,38	0,32	0,52	0,51
Vốn vay/Vốn CSH	1,43	1,34	0,87	0,83	0,92	1,31	3,86
Công nợ/Tài sản	0,63	0,63	0,55	0,54	0,65	0,60	0,87
Công nợ/Vốn CSH	1,69	1,73	1,28	1,19	1,85	1,50	6,62

(Nguồn : Stox, DAS tổng hợp)

HSG có tỉ lệ nợ khá cao so các doanh nghiệp trong ngành, tỉ số nợ/ tổng tài sản ở mức 0.53, cao nhất ngành. Và tỉ lệ nợ dài hạn/ tài sản cũng ở mức cao là do công vay nợ nhiều trong năm 2010 để tài trợ nhiều dự án

Về giao dịch cổ phiếu:

Chỉ Số	HSG	POM	HPG	TLH	VIS	DTL	NVC
KLGD trung bình 10	143	5	475	235	232	96	29
KLGD trung bình 3	234	19	327	285	245	190	22
+/- giá 1 tháng qua	+2,08%	-3,04%	+17,51%	+2,30%	+13,94%	+10,93%	+4,29%
+/- giá 3 tháng qua	-24,23%	-18,91%	-7,18%	-29,92%	-18,62%	+5,88%	-12,05%
+/- giá 6 tháng qua	-31,31%	-18,32%	-6,99%	-39,04%	-35,91%	-3,33%	-33,64%
+/- giá từ đầu năm	-25,76%	-20,92%	-9,35%	-29,92%	-20,39%	+5,88%	-13,10%
Cao nhất 52 tuần qua	-62,47%	-50,57%	-24,09%	-70,46%	-68,15%	-11,77%	-66,05%
Thấp nhất 52 tuần qua	+0,04%	+0,02%	+0,18%	+0,02%	+0,14%	+0,22%	+0,07%

(Nguồn : Stox, DAS tổng hợp) 11

Nhìn chung thì giá cổ phiếu ngành sắt thép đã chạm đáy trong thời gian gần đây, khi hầu hết đã xác lập giá thấp nhất 52 tuần. HSG là một trong những cổ phiếu có tính thanh khoản cao trong ngành, KLGD trung bình 10 ngày và 3 tháng là 143,000 và 234,000 cổ phiếu/ phiên. Biên độ giao động giá của HSG cũng lớn hơn so với các cổ phiếu khác. Cho thấy đây là cổ phiếu được yêu thích đầu tư trên sàn niêm yết

4.0 Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> - Hiện là doanh nghiệp có thị phần tôn mạ lớn nhất cả nước với 33.7% thị phần - Có hệ thống phân phối rộng khắp các tỉnh thành, với hệ thống đại lý gồm 90 chi nhánh và 3 trạm phân phối được quản lý tập trung giúp HSG tăng cường hiệu quả trong quản lý hàng tồn kho, giảm chi phí. HSG có thể điều chỉnh giá bán đồng bộ giữa các chi nhánh trong thời gian nhanh nhất - Là doanh nghiệp tiên phong trong đầu tư công nghệ sản xuất mới. HSG hiện sở hữu dây chuyền sản xuất tương đối khép kín giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận biên và khả năng cạnh tranh. HSG đã đầu tư dây chuyền mạ theo công nghệ NOF được xem là hiện đại nhất Đông Nam Á - Có văn hóa doanh nghiệp đặc trưng, độc đáo, các doanh nghiệp sản xuất thép khác khó bắt chước được. Đây là những yếu tố giúp công ty có thể thu hút và giữ nhân tài. 	<ul style="list-style-type: none"> - Lãi ngân hàng tăng cao, trong khi cơ cấu nợ/ tài sản của HSG ở mức khá cao 62-65%, làm chi phí tài chính tăng. Ngoài ra, biến động tỷ giá cũng ảnh hưởng đáng kể hoạt động kinh doanh của công ty - Với qui mô vốn hiện tại khoảng 1,430 tỉ đồng, Qui mô vốn của HSG khá lớn so với một số công ty thép như TLH, DTL, SMC, NVC. Nhưng nhỏ hơn nhiều so với các doanh nghiệp thép đầu ngành như HPG (11,092 tỉ) và POM (4,155 tỉ). Tuy nhiên, các doanh nghiệp thép lớn này chủ yếu tập trung vào phân khúc thép xây dựng

Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> - Việt Nam là nước đang phát triển, với dân số gần 90 triệu dân. Cơ sở hạ tầng vẫn còn yếu kém - Với mục tiêu tăng trưởng của chính phủ và chuyển dần cơ cấu nền kinh tế sang công nghiệp. Do đó, nhu cầu tiêu thụ thép sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới cho cả thép xây dựng và thép dẹt 	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng cung dự kiến đã vượt cầu , do đó mức độ cạnh tranh ngành thép sẽ ngày càng gay gắt - Với việc điều chỉnh thuế suất theo điều khoản WTO, thì lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc, Nga, sẽ gây áp lực đáng kể lên thị trường trong nước - Các yếu tố đầu vào như Than, điện, thép phế thải tăng cao làm giá thành sản xuất tăng, trong khi giá bán không điều chỉnh theo kịp mức tăng giá đầu vào do cạnh tranh giữ các doanh nghiệp, làm giảm lợi nhuận

5.0 Định giá cổ phiếu

5.1 Dự phóng báo cáo tài chính

Giả định dự phóng báo cáo tài chính: hoạt động kinh doanh liên tục và sẽ tiếp tục duy trì hoạt động kinh doanh chính, kinh tế vĩ mô sẽ dần khôi phục trở lại mức trước khủng hoảng, và sẽ không có thêm biến động lớn trong nền kinh tế.

Tăng trưởng:

Tốc độ tăng trưởng doanh thu: tuy công ty có mức tăng trưởng cao trong 3 năm vừa qua, trung bình khoảng 35%, tuy nhiên trên cơ sở thận trọng cùng với dự báo nền kinh tế vĩ mô trong năm 2011 sẽ còn nhiều khó khăn do lạm phát cao, lãi suất tăng và chính sách cắt giảm đầu tư công, đặc biệt trong ngành xây dựng, sẽ ảnh hưởng đáng kể đến nhu cầu tiêu thụ thép. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu chỉ tăng 15% cho năm 2011 và 20% cho các năm tiếp theo. Từ năm 2016 trở đi, với giả định sản lượng cung thép sẽ tăng đáng kể do nhiều nhà máy thép đã đi vào hoạt động nên doanh thu của HSG chỉ tăng 10%. Mức tăng này đã bao gồm yếu tố trượt giá ước lượng trung bình khoảng 8%/ năm. Mức ước lượng này khá trùng hợp với mục tiêu của công ty là sẽ đạt doanh thu 1 tỉ USD vào năm 2020.

Chi phí

Trong cơ cấu chi phí của HSG, chi phí tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỉ trọng đáng kể. Do các khoản vay công ty chủ yếu bằng tiền đồng, nên việc phá giá tiền đồng không ảnh hưởng nhiều đến công ty. Với giả định công ty sẽ tiếp tục vay nợ để tài trợ cho các dự án nhà máy thép. Lãi vay đã đạt đỉnh trong năm 2011 ở mức 20%/ năm và sẽ giảm dần vào các năm tiếp theo khi nền kinh tế dần ổn định, tuy nhiên lãi vay ở mức thấp nhất vẫn là 15%/ năm vì thị trường đã hình thành mặt bằng lãi suất mới

Ngoài ra, chúng tôi cũng dự phóng chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ tăng nhẹ lên mức 4.3%/ doanh thu từ mức bình quân 4.1%, do công ty sẽ mở rộng hệ thống phân phối và tăng cường công tác quảng bá thương hiệu.

5.2 Dự phóng bảng cân đối kế toán:

Giả định công ty sẽ chủ yếu sử dụng vốn vay từ ngân hàng tài trợ cho các dự án đầu tư mới. Chúng tôi dự phóng công ty vay dài hạn trung bình 100 tỉ/ năm và khoản vay ngắn hạn lưu động sẽ tùy thuộc vào tốc độ tăng doanh thu qua các năm. Ngoài ra, nguồn vốn huy động từ cổ động sẽ tăng lên 1200 tỉ vào năm 2012 và lên 1500 tỉ vào năm 2014, ở mức tăng trưởng vốn này công ty vẫn đảm bảo mức độ tăng trưởng EPS hợp lý và lợi nhuận cho cổ đông

Tỷ lệ nợ/ tổng tài sản vẫn giữ ở mức quanh 63% như các năm trước đó, và tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu sẽ bắt đầu giảm từ năm 2012 do công ty sẽ huy động vốn cổ đông tài trợ cho các dự án thay vì vay mượn từ ngân hàng do chi phí lãi vay tăng.

5.3 Định giá :

Chúng tôi dựa trên 2 phương pháp định giá chính là phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp so sánh các doanh nghiệp thép có qui mô tương đương

Xác định tỉ lệ chiết khấu:

Chỉ số	Năm 1-5	Năm 6- Trở	Ghi chú
Lãi suất phi Rủi ro (Risk Free Rate)	11.00%	11.00%	LS Trái phiếu Chính phủ (1-5 năm)
Mức bù cho rủi ro	7.00%	7.00%	
Chỉ số Equity Beta của cổ phiếu	0.8	0.8	So với VNIndex
Chi phí vốn Cổ phần	16.6%	15.90%	$R_f + \text{Beta} * \text{Equity Risk Premium}$
Điều chỉnh khác (do analyst)	4.00%	4.00%	
Tổng Chi phí vốn Cổ phần	20.60%	20.6%	
Lãi suất Tiền vay của Doanh nghiệp	18.00%	15.00%	
Tỷ suất Thuế TNDN	25.00%	25.00%	Thuế Doanh nghiệp
Lãi tiền vay sau thuế	13.50%	11.30%	
Vốn Chủ sở hữu/ Tổng tài sản	38%	50%	
Vốn vay/ Tổng tài sản	62%	50%	Cơ cấu vốn
Tỷ lệ Chiết khấu WACC	16.2%	15.93%	

(Nguồn: DAS ước tính)

Với nguyên tắc thận trọng, chúng tôi sử dụng các số liệu để tính giá cổ phiếu như sau; Hiện tại lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm trung bình ở mức 11%. Tuy nhiên là năm có nhiều bất ổn kinh tế và lạm phát tăng cao. Dự báo, lãi suất trái phiếu sẽ giảm vào năm sau khi các khó khăn đi qua và chính phủ phải giảm lãi suất nhằm kích thích kinh tế từ sau quý 2 năm 2011 và dần ổn định vào các năm sau. Do đó, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro chỉ ở mức là 11%, và mức bù rủi ro cho thị trường chứng khoán Việt Nam là 7%,

Lãi suất vay trong năm 2011 là 18% năm và giảm còn 15% vào các năm tiếp theo. Để tính giá trị của doanh nghiệp từ năm thứ 6 trở đi chúng tôi dự phóng mức độ tăng trưởng bình quân hàng năm sẽ là 9% cao hơn mức tăng trưởng GDP bình quân của Việt Nam vào khoảng 7.5%/ năm

Xác định giá cổ phần:

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lợi nhuận thuần	91,313	139,372	206,302	270,234	325,773	407,127
Nợ vay	1,981,555	2,211,877	2,684,130	3,447,134	3,944,812	4,736,196
Nợ đã trả	1,518,107	1,925,019	2,181,877	2,684,130	3,297,134	3,944,812
Nợ phải trả	463,448	286,858	502,253	763,004	647,678	791,384
Đầu tư		(697,078)	172,103	291,560	376,269	472,032
Khấu hao		227,698	340,762	419,918	507,545	594,748
Đầu tư ròng		(924,776)	(168,659)	(128,358)	(131,275)	(122,716)
Thay đổi vốn lưu động		62,050	349,167	432,301	520,343	626,152
FCFE		1,288,955	528,048	729,295	584,383	695,076
Tỉ lệ chiết khấu	16.2%					
Giá trị chiết khấu/ cổ phiếu		11,006	3,238	3,848.34	2,126	2,176
Tổng giá trị cổ phần	7,115,637					
Giá trị mỗi cổ phần	34,174					

(Nguồn: DAS ước tính)

Phân tích độ nhạy

Ls chiết khấu	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
14.0%	38,714	40,890	43,935	48,504	56,119	71,347	117,034	
15.0%	35,207	36,651	38,576	41,272	45,315	52,053	65,529	105,957
16.0%	32,521	33,515	34,795	36,500	38,887	42,469	48,438	60,376
17.0%	30,397	31,102	31,985	33,119	34,631	36,748	39,924	45,217
18.0%	28,674	29,186	29,813	30,596	31,603	32,945	34,825	37,644
19.0%	27,245	27,625	28,080	28,637	29,333	30,227	31,420	33,090
20.0%	26,038	26,323	26,661	27,066	27,561	28,180	28,976	30,037

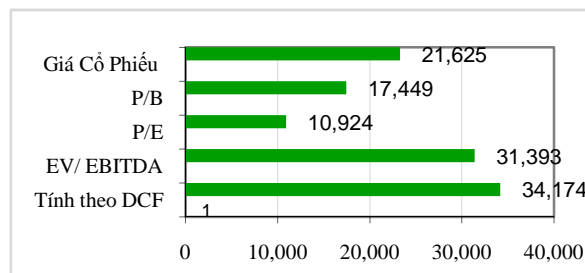
Khi thay đổi tỉ lệ chiết khấu từ mức 14% đến 20% và mức tăng trưởng của doanh nghiệp từ năm (permanent growth) từ mức 7% đến 14% nhằm phân tích độ nhạy của cổ phiếu khi thay đổi các yếu tố chính này. Giá cổ phiếu sẽ giao động trong biên độ rộng từ 26.000 đồng/ cp đến 117,000 đồng/ cổ phiếu.

Phương pháp so sánh (PE, PB, EV/EBITDA)

Chỉ Số	P/E cơ bản	P/B	EV/EBITDA
HSG	15	0.8	14.5
POM	6.0	1.5	6.6
HPG	7.7	1.7	6.7
TLH	9.1	0.6	7.1
VIS	6.3	1.2	4.8
DTL	5.3	1.3	6.8
NVC	5.3	0.7	22.8
Bình quân	7.9	1.1	9.9

Tổng hợp các phương pháp:

Phương pháp	%	Giá cp
Tính theo DCF	20%	34,174
EV/ EBITDA	20%	31,393
P/E	30%	10,924
P/B	30%	17,449
Giá Cổ Phiếu		21,625



Tổng hợp các phương pháp định giá cổ phiếu trên với tỉ trọng khác nhau giá bình quân của cổ phiếu ở mức 21,600 đồng cổ phiếu, tương đương với mức PE là 15.6x, so với mức giá đang giao dịch hiện tại (ngày 05/04/2011) 14,200 đồng/ cp, giá cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn 52% so với giá trị nội tại của cổ phiếu

6.0 Dự phóng tài chính

	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu Thuần	6,215,952	7,459,143	8,950,971	10,741,166	12,889,399
Giá vốn hàng bán	5,159,240	6,191,089	7,429,306	8,915,168	10,698,201
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp	1,056,712	1,268,054	1,521,665	1,825,998	2,191,198
Doanh thu hoạt động tài chính	8,679	9,837	9,837	9,837	10,415
Chi phí tài chính	447,340	484,154	548,789	654,590	762,520
Trong đó: Chi phí lãi vay					
	(438,660)	(474,318)	(538,952)	(644,754)	(752,105)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	604,523	725,427	870,513	1,044,615	1,253,538
Chi phí bán hàng	265,711	318,853	382,623	459,148	550,977
Chi phí quản lý doanh nghiệp	186,479	223,774	268,529	322,235	386,682
Thu nhập khác	38,796	46,555	55,866	67,039	80,447
Chi phí khác	18,829	22,595	27,114	32,537	39,045
Lợi nhuận khác	19,967	23,960	28,752	34,502	41,403
<i>Khấu hao</i>	227,698	340,762	419,918	507,545	594,748
Chi phí thuế TNDN hiện hành	46,457	68,767	90,078	108,591	135,709
Chi phí thuế TNDN hoãn lại					
Lợi nhuận trước thuế	185,829	275,069	360,312	434,364	542,837
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	633,169	759,224	909,101	1,088,954	1,305,356
<i>Thuế suất (%)</i>	25%	25%	25%	25%	25%
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	139,372	206,302	270,234	325,773	407,127
<i>Tăng trưởng lợi nhuận(%)</i>	52.6%	48.0%	31.0%	20.6%	25.0%
Cổ phiếu đang lưu hành	100.8	120.8	120.8	150.8	150.8
EPS	1,383	1,708	2,237	2,160	2,700
Tăng trưởng EPS	53%	24%	31%	-3%	25%

Triệu vnd	2011	2012	2013	2014	2015
Tổng Tài sản	4,703,051	5,537,673	6,445,602	7,546,695	8,535,295
Tiền và các khoản tương đương tiền	53,873	80,260	47,658	212,604	238,258
Các khoản phải thu ngắn hạn	579,682	683,755	820,506	984,607	1,181,528
Hàng tồn kho	1,274,082	1,528,898	1,834,677	2,201,613	2,641,936
Chi phí trả trước ngắn hạn	29,645	35,574	42,689	51,227	61,472
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-
Tài sản ngắn hạn khác	179,244	215,093	258,112	309,734	371,681
Tài sản ngắn hạn	2,116,525	2,543,580	3,003,642	3,759,785	4,494,875
Các khoản phải thu dài hạn					
Tài sản cố định hữu hình	1,312,147	2,140,137	2,549,891	2,956,729	3,272,126
<i>Nguyên giá</i>	1,895,851	3,026,490	3,818,049	4,694,319	5,566,350
<i>Giá trị hao mòn lũy kế</i>	(583,704)	(886,353)	(1,268,158)	(1,737,590)	(2,294,225)
Tài sản cố định thuê tài chính	31,275	34,368	37,462	40,555	43,648
<i>Nguyên giá</i>	30,932	30,932	30,932	30,932	30,932
<i>Giá trị hao mòn lũy kế</i>	343	3,436	6,530	9,623	12,716
Tài sản cố định vô hình	305,843	340,862	375,882	410,902	445,921
Nguyên giá	280,157	280,157	280,157	280,157	280,157
Giá trị hao mòn lũy kế	25,686	60,705	95,725	130,745	165,764
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	858,536	400,000	400,000	300,000	200,000
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	57,862	57,862	57,862	57,862	57,862
Chi phí trả trước dài hạn	20,863	20,863	20,863	20,863	20,863
Bất động sản đầu tư					
Nguyên giá					
Giá trị hao mòn lũy kế					
Các khoản phải thu dài hạn					
Tài sản dài hạn	2,586,526	2,994,092	3,441,960	3,786,910	4,040,420

Tổng Nguồn Vốn	4,703,051	5,537,673	6,445,602	7,546,695	8,535,295
Vay và nợ ngắn hạn	2,181,877	2,684,130	3,297,134	3,944,812	4,736,196
Phải trả cho người bán					
Phải trả cho người bán	132,360	158,832	190,599	228,718	274,462
Người mua trả tiền trước	53,251.9	63,902.3	76,682.8	92,019.4	110,423.2
Phải trả người lao động	143,779	158,157	173,972	191,370	210,507
Nợ ngắn hạn	2,511,267	3,065,021	3,738,388	4,456,919	5,331,587
Vay và nợ dài hạn	592,961	592,961	742,961	742,961	742,961
Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn	592,961	592,961	742,961	742,961	742,961
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	1,007,908	1,207,908	1,207,908	1,507,908	1,507,908
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Thặng dư vốn cổ phần	451,543	451,543	451,543	451,543	451,543
Quỹ đầu tư phát triển	6,969	17,284	30,795	47,084	67,440
Quỹ dự phòng tài chính	6,969	17,284	30,795	47,084	67,440
Chênh lệch tỷ giá hối đoái					
<i>Chênh lệch đánh giá lại tài sản</i>					
<i>Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu</i>					
<i>Nguồn vốn đầu tư XDCB</i>					
Lợi nhuận chưa phân phối	125,435	185,672	243,211	293,196	366,415
Quỹ khen thưởng và phúc lợi	-	-	-	-	-
Nguồn kinh phí	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1,598,823	1,879,690	1,964,253	2,346,815	2,460,747

(Nguồn: DAS ước tính)

Các loại khuyến cáo:

- Khuyến cáo ‘Mua’ : khi chúng tôi cho rằng giá trị nội tại của cổ phiếu cao hơn giá thị trường từ 25% trở lên
- Khuyến cáo ‘Bán ‘ : khi chúng tôi cho rằng giá trị nội tại của cổ phiếu thấp hơn giá thị trường
- Khuyến cáo ‘Nắm giữ’ : là khuyến cáo trung lập, không khuyến khích nhà đầu tư mua khi chưa sở hữu cổ phiếu, hoặc bán khi đã sở hữu
- Khung thời gian dùng trong báo cáo: Dài hạn (trên 1 năm), Trung hạn (3 - 6 tháng), ngắn hạn (dưới 3 tháng)

Về tổ chức thực hiện báo cáo:

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của tập đoàn tài chính ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty khác, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tư doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán

Hệ thống chi nhánh

- **Trụ sở chính:**

Địa Chỉ : 56-68 Nguyễn Công Trứ, Q1, Tp.HCM

Điện thoại : (848) 38218 .666

Fax : (848) 38218.713

- **Chi nhánh Hà Nội:**

Địa Chỉ : 57 Quang Trung, Q.Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại : (844) 3944.5175

Fax : (844) 3944..5178

- **Chi nhánh Chợ Lớn:**

Địa Chỉ : 110C Ngô Quyền, Phường 8, Quận 5, TP.HCM

Điện thoại : (848) 3853.9623

Fax : (848) 3853.9624

ĐIỀU KHOẢN MIỄN TRỪ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi nhóm công ty Đông Á (**DAS**) để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được **DAS** xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã chọn lọc. Tuy nhiên, **DAS** không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Thông tin trên là quan điểm, dự báo của người viết tại thời điểm viết báo cáo, không được xem là quan điểm của **DAS**. **DAS** không có nghĩa vụ phải cập nhật, cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

DAS có thể dựa trên các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động tự doanh mua bán chứng khoán cho chính công ty và cho các quỹ mà **DAS** đang quản lý. **DAS** cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các nhận định, ý kiến trong báo cáo không mang tính chất kêu gọi mua hay bán bất cứ loại chứng khoán nào. Quản lý, nhân viên của **DAS** có thể có các lợi ích tài chính liên quan tới thông tin được đề cập trong báo cáo. Báo cáo chỉ mang tính chất nghiên cứu và cung cấp những thông tin khái quát. Chứ không nhằm một mục đích đầu tư cụ thể, hay nhu cầu của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì, nếu không có văn bản chấp thuận của **DAS** và vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.