

VIET THANH SECURITIES

BÁO CÁO PHÂN TÍCH - HSG



| KHUYẾN NGHỊ | GIÁ (27/02/2012) | GIÁ MỤC TIÊU | PHƯƠNG THỨC ĐẦU TƯ |
|-------------|------------------|---------------|-----------------------------------|
| MUA | 11,900 | 16,500 | NGẮN - DÀI HẠN (trên 1năm) |

NGÀNH: **VẬT LIỆU XÂY DỰNG**
SÀN: **HOSE**

HSG đứng đầu về thị trường tôn mạ trong nước khi chiếm trên 35% và tiếp tục giữ vững vị thế trong tương lai khi hoàn thành Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | | | | | | | |
|---------------------|------------------------|------|---------------|---------|------------------------|--------------------|---------------|
| Biên độ giá 52 tuần | 7,900-15,700 | EPS* | 1,622 | ROA * | 2.71% | Sở hữu nhà nước* | 0% |
| Ngày GD đầu tiên | 05/12/2008 | BV* | 18,049 | ROE* | 8.98% | Sở hữu nước ngoài* | 24.84% |
| Số CP lưu hành | 98,770,778 | P/E* | 6.11 | Cổ tức* | 5%TM | KL GD BQ** | - |
| Vốn hóa thị trường | 1,125.99 tỷ VND | P/B* | 0.55 | Beta: | 1.27 | GD ròng NN** | - |

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân trên 55%/năm trong top 10 năm gần nhất (2002-2011). Doanh thu vượt mốc 101 triệu USD, HSG trở thành một trong những nhà xuất khẩu tôn mạ hàng đầu Đông Nam Á.
- HSG tiếp tục khẳng định vị thế doanh nghiệp sản xuất kinh doanh tôn mạ số 1 Việt Nam cùng với mạng lưới 106 chính nhánh phân phối – bán lẻ bao phủ toàn quốc đã trở thành ưu thế lớn trong việc tiếp cận người tiêu dùng.
- HSG đã xây dựng thành công hệ thống sản xuất có công nghệ hiện đại tạo được chuỗi thương hiệu mạnh, thân thiện và hướng về cộng đồng.
- Vào tháng 08/2011 HSG khánh thành giai đoạn 1 Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ. Đây là Nhà máy có quy mô sản xuất tôn mạ lớn nhất Đông Nam Á hiện nay với công suất thiết kế 2 triệu tấn sản phẩm/năm, ứng dụng công nghệ hiện đại nhất trong ngành tại Việt Nam. Nhà máy được kỳ vọng sẽ giúp HSG khẳng định vị thế số 1 về thị phần tôn mạ trong nước và hàng đầu về xuất khẩu tôn mạ Đông Nam Á. Từ khi đưa vào hoạt động Nhà máy đã đóng góp hơn 70% sản lượng sản xuất, giúp HSG đáp ứng tốt hơn nhu cầu tiêu thụ trong nước cũng như gia tăng xuất khẩu.
- Nhu cầu từ tôn, thép thế giới sẽ không giảm bất chấp khủng hoảng kinh tế nhờ động lực từ các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển.
- Trong niên độ mới 2011-2012, HSG đặt mục tiêu đạt 10,126 tỷ đồng doanh thu, 240 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tương ứng với mức tăng 124% và 150% so với niên độ 2010-2011. Để thực hiện mục tiêu ngoài việc tập trung phát triển sản phẩm tôn truyền thống, gia tăng sản xuất các sản phẩm tiềm năng như thép dày mạ kẽm, ống thép... HSG tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng Châu Á, Châu Phi, tăng tỷ trọng xuất khẩu lên 30% tổng doanh thu.
- HSG có tiềm năng tăng trưởng cao trong tương lai nhưng mức giá hiện tại của HSG chỉ bằng 0.55 lần giá trị sổ sách và P/E đang ở mức thấp 6.11 lần (<10).

DIỄN BIẾN GIÁ (trong 1 năm)



THÔNG TIN TÀI CHÍNH*

| Tỷ đồng | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Doanh thu thuần | 2,831.42 | 4,899.18 | 8,165.99 |
| Lợi nhuận gộp | 2,276.10 | 3,968.22 | 1,055.93 |
| Lợi nhuận thuần HĐKD | 188.69 | 224.02 | 148.99 |
| Lợi nhuận sau thuế | 189.45 | 215.38 | 160.17 |
| EPS(VNĐ) | 2,158 | 2,241 | 1,622 |
| Tổng tài sản | 2,438.77 | 4,549.10 | 5,915.75 |
| Nợ phải trả | 1,499.44 | 2,837.60 | 4,133.03 |
| Vốn chủ sở hữu | 939.33 | 1,711.50 | 1,782.72 |
| Cổ tức | 20% TM | 20% ^{CP} | 5% TM |
| Giá trị sổ sách | 16,468 | 16,984 | 18,049 |

*Theo niên độ tài chính của Công ty.



TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Ngành nghề kinh doanh

- Sản xuất tấm lợp bằng thép mạ kẽm, hợp kim nhôm kẽm, mạ kẽm phủ sơn và mạ các loại hợp kim khác.
- Sản xuất xà gồ thép, xà gồ mạ kẽm.
- Sản xuất ống thép đen, ống thép mạ kẽm, ống thép mạ các loại hợp kim khác.
- Sản xuất lưới thép mạ, dây thép mạ kẽm, dây thép.
- Sản xuất các loại vật liệu xây dựng, tấm trần PVC
- Mua bán vật liệu xây dựng, tư liệu sản xuất, hàng tiêu dung.
- Dịch vụ cho thuê kho và vận tải hàng hóa.
- Xây dựng công nghiệp và dân dụng.
- Sản xuất thép cán nguội dạng cuộn.

Đầu tư sản xuất

- HSG thành lập thêm 13 chi nhánh phân phối – bán lẻ gia tăng thị phần, nâng tổng số chi nhánh phân phối – bán lẻ lên 106 chi nhánh.
- Chính thức khánh thành giai đoạn 1 nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ với công suất đầu ra 550,000 tấn - nhà máy sản xuất tôn mạ quy mô lớn nhất Đông Nam Á. Chuẩn bị triển khai đầu tư giai đoạn 2.
- Hệ thống dây chuyền sản xuất khép kín, ứng dụng công nghệ hiện đại nhất trong ngành tôn, thép, nhựa tại Việt Nam hiện nay như công nghệ NOF – thép mỏng, NOF – thép dày...
- Các sản phẩm của HSG đáp ứng được các tiêu chuẩn và yêu cầu khắt khe nhất của Hoa Kỳ, Nhật Bản, Anh, Úc. HSG áp dụng và duy trì bộ tiêu chuẩn ISO 9001:2008 về Hệ thống quản lý chất lượng; thực hành nghiêm ngặt bộ tiêu chuẩn ISO 14000 về hệ thống quản lý môi trường...
- Quy trình sản xuất kinh doanh khép kín giúp HSG chủ động và kiểm soát chặt chẽ chi phí từng khâu trong quá trình sản xuất.

Tập trung vào hoạt động kinh doanh chính

- HSG đã tiến hành chuyển nhượng các dự án bất động sản và phần vốn góp tại Dự án cảng quốc tế Hoa Sen Gemadep nhằm tập trung nguồn vốn phát triển các ngành kinh doanh cốt lõi là tôn, thép, vật liệu xây dựng.

| Dự án | Tiến độ |
|------------------------------------|------------------|
| Chung cư cao tầng Phố Đông Hoa Sen | Đã chuyển nhượng |
| Văn phòng trụ sở Tập đoàn Hoa Sen | Đang xúc tiến |
| Căn hộ Hoa Sen Phước Long B | Đang tìm kiếm |
| Căn hộ Hoa Sen Riverview | Đang tìm kiếm |
| Cảng Quốc tế Hoa Sen - Gemadep | Đang tìm kiếm |

- Đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu để bù đắp một phần nhu cầu ngoại tệ cho hoạt động nhập khẩu nguyên liệu.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN - HSG

Địa chỉ: Số 9 Đại Lộ Thống Nhất, KCN Sóng Thần II, Phường Dĩ An, Thị Xã Dĩ An, Tỉnh Bình Dương
Điện thoại: (84-650) 379 0955 Fax: (84-650) 379 0888
Website: www.hoasengroup.vn

| CƠ CẤU SỞ HỮU | Số CP nắm giữ | Tỷ lệ |
|--------------------------|--------------------|---------------|
| Hội đồng Quản trị | 38,990,852 | 38.68% |
| Trong nước | 34,744,700 | 34.47% |
| - Tổ chức | 3,471,452 | 3.44% |
| - Cá nhân | 31,273,248 | 31.03% |
| Nước ngoài | 25,035,226 | 24.84% |
| - Tổ chức | 24,800,522 | 24.61% |
| - Cá nhân | 234,704 | 0.23% |
| Cổ phiếu quỹ | 2,020,012 | 2.00% |
| Tổng | 100,790,790 | 100% |

CHI TIẾT CỔ ĐÔNG

HDQT/Ban Giám đốc

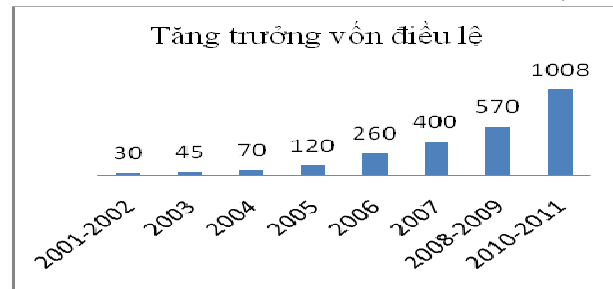
| | | |
|--------------------------------|------------|--------|
| Lê Phước Vũ – Chủ tịch | 38,688,652 | 38.39% |
| Trần Ngọc Chu – P. Chủ tịch | 86,400 | 0.09% |
| Lê Phụng Hào – Thành viên | 50,200 | 0.05% |
| Phạm Gia Tuấn – Thành viên | 79,200 | 0.08% |
| Nguyễn Văn Quý – Thành viên | 86,400 | 0.09% |
| Hoàng Đức Huy – P.TGD | 86,400 | 0.09% |
| Vũ Văn Bình – PTGD | 65,174 | 0.06% |
| Trần Quốc Trí – P.TGD | 34,368 | 0.03% |
| Vũ Văn Thanh – P.TGD | 15,552 | 0.02% |
| Nguyễn Minh Khoa – Quyền P.TGD | 6,100 | 0.01% |

Cổ đông lớn (>5%)

| | | |
|------------------------|------------|--------|
| Lê Phước Vũ – Chủ tịch | 38,688,652 | 38.39% |
|------------------------|------------|--------|

QUÁ TRÌNH TĂNG VỐN

Đơn vị tính: tỷ đồng



ĐƠN VỊ THÀNH VIÊN

| Tên | Vốn |
|--|------|
| Công ty TNHH MTV Tôn Hoa Sen | 100% |
| Công ty TNHH MTV VLXD Hoa Sen | 100% |
| Công ty TNHH MTV Vận tải và Cơ khí Hoa Sen | 100% |



KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Trong niên độ 2010-2011 HSG đạt mức sản lượng tiêu thụ 381,999 tấn sản phẩm các loại, tương ứng với 8,166 tỷ đồng doanh thu và 160,28 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. So với kế hoạch kinh doanh thì sản lượng tiêu thụ và doanh thu lần lượt đạt 101%, 117% so với chỉ tiêu phương án 3, lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 107% so với phương án 1.

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất chỉ đạt phương án 1 do nhiều yếu tố khách quan:

(i) Các nguyên liệu phụ kiện đầu vào (thép cán nóng, kẽm, hợp kim nhôm – kẽm, sơn, xăng, dầu, điện...) đều tăng giá cộng với tỷ giá ngoại tệ tăng làm cho chi phí sản xuất tăng đẩy tốc độ giá vốn tăng nhanh hơn doanh thu, làm giảm lợi nhuận gộp.

(ii) Chính sách tiền tệ chặt chẽ, cắt giảm đầu tư, kinh tế suy thoái, thị trường bất động sản đóng băng làm cho nhu cầu tiêu thụ giảm.

(iii) Dự định phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu với lãi suất thấp đã không thực hiện được, buộc công ty phải đi vay vốn với lãi suất ngân hàng cao dẫn đến chi phí lãi vay cao.

Tuy nhiên so với kết quả kinh doanh niên độ tài chính 2009-2010, sản lượng tiêu thụ và doanh thu của HSG lần lượt tăng trưởng 45% và 67%, đồng thời HSG là đơn vị rất mạnh trong ngành tôn mạ trong những năm gần đây khi liên tục dẫn đầu thị trường.

Thị phần tiêu thụ thép của HSG cũng gia tăng đáng kể chiếm 10%, đưa HSG vào Top 5 doanh nghiệp dẫn đầu thị phần ống thép trong nước sau 3 năm đưa sản phẩm ra thị trường.

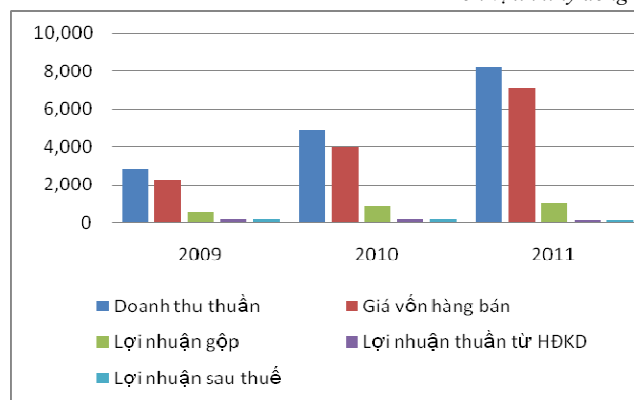
| Chỉ tiêu | Đơn vị tính | Kế hoạch kinh doanh NDTC 2010 - 2011 | | | Thực hiện NDTC 2010 - 2011 | So sánh thực hiện/ kế hoạch theo từng PA (%) | | |
|-----------------------------|-------------|--------------------------------------|---------|---------|----------------------------|--|-----------------|-----------------|
| | | PA 1 | PA 2 | PA 3 | | PA 1 | PA 2 | PA 3 |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 = (6/3) x 100 | 8 = (6/4) x 100 | 9 = (6/5) x 100 |
| Sản lượng tiêu thụ | Tấn | 320.000 | 343.340 | 377.920 | 381.999 | 119% | 111% | 101% |
| Doanh thu | Tỷ đồng | 5.994 | 6.408 | 6.971 | 8.166 | 136% | 127% | 117% |
| Lợi nhuận sau thuế hợp nhất | Tỷ đồng | 150 | 191 | 249 | 160 | 107% | 84% | 64% |

Nguồn: BCTN 2011

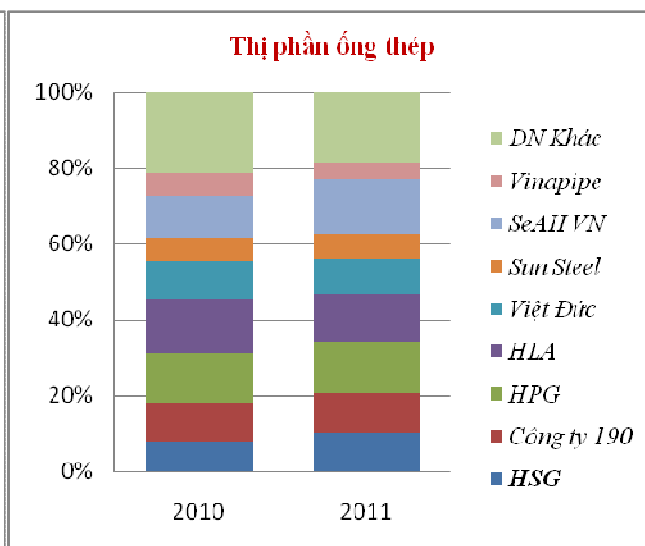
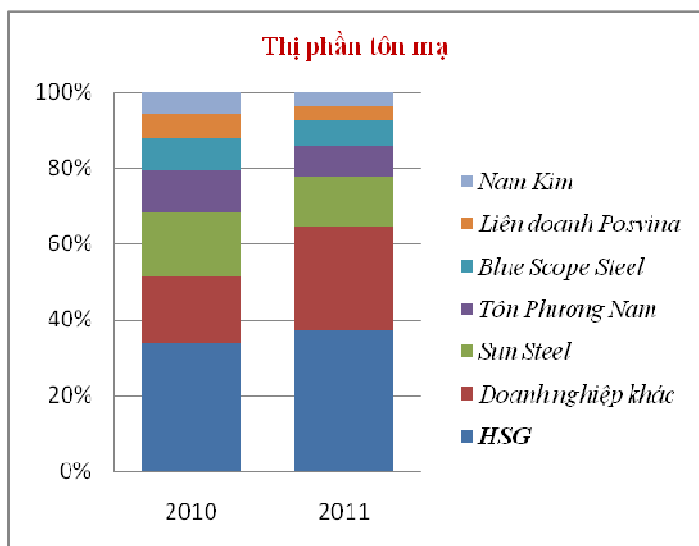
| Chỉ tiêu | Đơn vị tính | Thực hiện NDTC 2009 - 2010 | Thực hiện NDTC 2010 - 2011 | NDTC 2010 - 2011 so với NDTC 2009 - 2010 (%) |
|--------------------|-------------|----------------------------|----------------------------|--|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 = (4/3) x 100 |
| Sản lượng tiêu thụ | Tấn | 264.320 | 381.999 | 145% |
| Doanh thu | Tỷ đồng | 4.899 | 8.166 | 167% |

Nguồn: BCTN 2011

Đơn vị tính: tỷ đồng



Nguồn: BCTCHN 2010, 2011



Nguồn: BCTN 2010, 2011

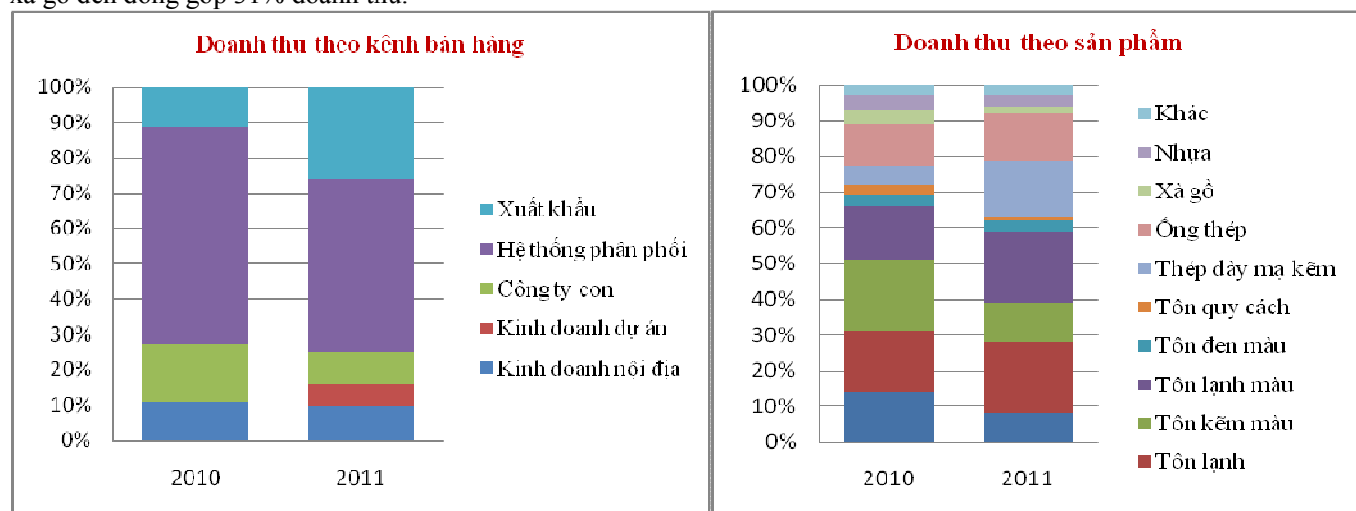
CƠ CẤU DOANH THU

DOANH THU THEO KÊNH BÁN HÀNG

Trong niên độ tài chính 2010 – 2011, Hệ thống chi nhánh phân phối – bán lẻ tiếp tục là kênh bán hàng chính khi chiếm 49% doanh thu. Đặc biệt, kênh xuất khẩu có sự tăng trưởng vượt bậc, vượt mức sản lượng 101 ngàn tấn, chiếm 26% doanh thu. Trong bối cảnh thị trường trong nước đang ảm đạm, HSG tiếp tục mở rộng thị phần ra nước ngoài với kế hoạch gia tăng xuất khẩu trên 30%.

DOANH THU THEO SẢN PHẨM

Đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của HSG là mặt hàng chủ lực tôn mạ bao gồm các sản phẩm như tôn kẽm, tôn lạnh, tôn kẽm màu, tôn lạnh màu... Tiếp theo sau đó là các sản phẩm thép dày mạ kẽm, ống thép mạ kẽm, xà gồ mạ kẽm, xà gồ đen đóng góp 31% doanh thu.



Nguồn: Tổng hợp BCTN HSG 2010,2011

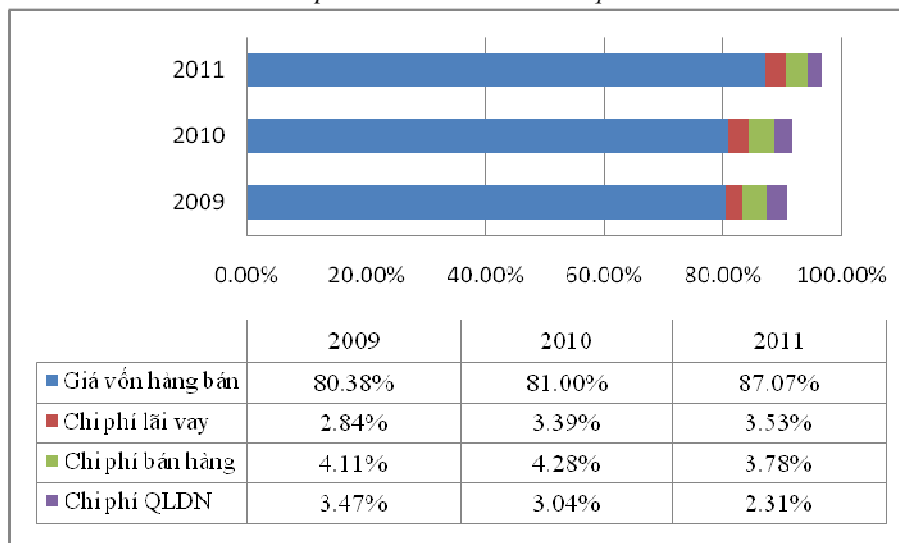
CƠ CẤU CHI PHÍ

Trong cơ cấu chi phí của HSG, giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng rất lớn 3 năm gần đây khi luôn chiếm trên 80% doanh thu thuần. Năm 2009 có giá vốn thấp hơn 2010, 2011 do chính sách giảm lãi suất của chính phủ. Nhưng đến năm 2011 giá vốn tăng rất cao khi chiếm đến 87% doanh thu thuần làm cho lợi nhuận của HSG giảm sút đáng kể. Giá vốn tăng cao do mặt bằng lãi suất tăng cùng với tỷ giá tăng trong những tháng đầu năm.

Bên cạnh đó, việc gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính đặc biệt là nợ ngắn hạn đã đẩy chi phí lãi vay doanh nghiệp tăng cao. Bình quân trong 3 năm gần nhất chi phí lãi vay đã tăng 90% qua các năm.

Việc mở rộng chi nhánh phân phối – bán lẻ khắp cả nước nhằm tiếp cận khách hàng tốt hơn đã đẩy chi phí quản lý, chi phí bán hàng của doanh nghiệp tăng cao. Đây cũng là ưu điểm và nhược điểm của HSG.

Cơ cấu chi phí so với doanh thu thuần qua các năm



Nguồn: Tổng hợp BCTC HSG 2009,2010,2011



ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Khả năng thanh toán

Các hệ số thanh toán của HSG trong 3 năm gần đây liên tục giảm do doanh nghiệp gia tăng vay nợ ngắn hạn. Điều này sẽ gây khó khăn nhất định cho doanh nghiệp trong quá trình vay vốn sản xuất kinh doanh. Mặt khác, thành phẩm tồn kho tăng cao cho thấy tình hình tiêu thụ các sản phẩm của doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Đây là điều dễ hiểu bởi năm qua kinh tế khó khăn, lãi vay cao khiến cho doanh nghiệp đặc biệt là doanh nghiệp bất động sản hoạt động cầm chừng làm cho nhu cầu tiêu thụ sản phẩm giảm sút.

Hệ số đòn bẩy

Trong 3 năm gần đây, HSG đã gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính để khuếch trương tỷ suất lợi nhuận. Việc gia tăng này là phản ánh đặc điểm ngành cần đầu tư lớn và mở rộng sản xuất. Tài sản của HSG chủ yếu được tài trợ bằng nợ ngắn hạn. Tổng nợ đã chiếm hơn nguồn vốn chủ sở hữu làm cho chi phí tài chính gia tăng. Tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ là rất lớn và có thể tiếp tục gia tăng khi HSG tiến hành giai đoạn 2 Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ. Tuy nhiên, các khoản vay ngắn hạn này đã được đảm bảo bằng tài sản cố định và hàng tồn kho nên vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Đặc biệt là HSG đang tiến hành thoái vốn tại các dự án bất động sản để tập trung vào ngành nghề cốt lõi.

Hệ số sinh lời

Tốc độ tăng trưởng doanh thu trong 3 năm gần đây rất cao khi luôn tăng trưởng trên 60%/năm. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động lại không tương xứng khi các chỉ tiêu về lãi ròng sụt giảm liên tục. Có thể thấy trong những năm qua HSG đã gia tăng đầu tư cơ sở hạ tầng, máy móc, mở rộng hệ thống phân phối – bán lẻ, đầu tư mở rộng sang các lĩnh vực khác như BĐS, cảng biển điều này làm tăng chi phí của công ty. Bên cạnh đó, việc tỷ giá tăng liên tục trong năm 2010, năm 2011 khi tiền đồng bị áp lực giảm giá đã đẩy chi phí nhập khẩu nguyên liệu tăng cao làm cho giá vốn hàng bán tăng liên tục – tăng trưởng trong 3 năm gần nhất luôn trên 70%.

Việc đã hoàn thành giai đoạn 1 và đưa vào hoạt động Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí nguyên liệu nhập khẩu nguyên vật liệu, tăng công suất đáp ứng nhu cầu thị trường. Việc mở rộng thêm các chi nhánh sẽ giúp doanh nghiệp tiếp cận khách hàng nhanh hơn, hiệu quả hơn.

So sánh

Các chỉ số sinh lợi ROA, ROE của HSG lớn hơn nhiều lần so với NKG nhưng lại thấp hơn HPG.

Về kết quả hoạt động kinh doanh HSG xếp trên NKG, thấp hơn HPG.

Tỷ lệ lãi biên của HSG cũng cao hơn NKG và thấp hơn HPG. Tuy nhiên, hiệu quả quản lý của HSG cao hơn khi vòng quay hàng tồn kho lớn hơn.

| CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| Chỉ số thanh toán | | | |
| Thanh toán hiện hành | 1.04 | 0.96 | 0.88 |
| Thanh toán nhanh | 0.40 | 0.36 | 0.30 |
| Thanh toán tiền mặt | 0,04 | 0,02 | 0,04 |
| Chỉ số hiệu quả HĐKD | | | |
| ROA | 7.77% | 4.73% | 2.71% |
| ROE | 20.02% | 12.58% | 8.98% |
| Lợi nhuận gộp/DT | 19.61% | 19.00% | 12.93% |
| Lợi nhuận kinh doanh/DT | 6.66% | 4.57% | 1.82% |
| Lợi nhuận trước thuế/DT | 7.08% | 5.14% | 2.06% |
| Lợi nhuận ròng/DT | 6.69% | 4.40% | 1.96% |
| Chỉ số hiệu quả quản lý | | | |
| Vòng quay phải thu | 9.47 | 8.73 | 12.90 |
| <i>Số ngày thu tiền bình quân</i> | 38.01 | 41.25 | 27.90 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 3.79 | 3.39 | 4.05 |
| <i>Số ngày tồn kho</i> | 94.99 | 106.27 | 88.86 |
| Vòng quay tài sản cố định | 2.44 | 2.28 | 3.00 |
| Vòng quay tổng tài sản | 1.16 | 1.08 | 1.38 |
| Phân tích Dupont | | | |
| Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu | 2.58 | 2.66 | 3.32 |
| Lợi nhuận ròng biên | 6.69% | 4.40% | 1.96% |
| Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy) | | | |
| Nợ dài hạn/Tổng tài sản | 0.26 | 0.20 | 0.27 |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 0.61 | 0.62 | 0.70 |

SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

| Năm 2011 | HSG | NKG | HPG |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| Chỉ tiêu tài chính | | | |
| ROA | 2.71% | 0.64% | 7.01% |
| ROE | 8.98% | 3.24% | 16.51% |
| EPS (VND) | 1,622 | 417 | 3,546 |
| BPS (VND) | 18,049 | 12,857 | 21,478 |
| Lợi nhuận gộp/DT | 12.93% | 8.05% | 16.48% |
| Lợi nhuận ròng/DT | 1.96% | 0.48% | 6.86% |
| Vòng quay hàng tồn kho | 4.05 | 3.22 | 2.84 |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng) | 1,008 | 299 | 3,178 |
| Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy) | | | |
| Nợ dài hạn/Tổng tài sản | 0.27 | 0.19 | 0.14 |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 0.70 | 1.24 | 0.54 |



TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN

Kinh tế thế giới đã cho thấy những dấu hiệu tích cực từ Mỹ và những biện pháp chặt chẽ của Châu Âu để ngăn chặn cuộc khủng hoảng nợ công. Năm 2012 kinh tế thế giới dự kiến bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh, nhu cầu xây dựng nhờ thế sẽ cải thiện và sẽ hỗ trợ giá thép. Bên cạnh đó, việc các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển như Trung Quốc, Ấn Độ, vẫn duy trì đà tăng trưởng cao cũng sẽ góp phần gia tăng nhu cầu xây dựng.

Việt Nam đang trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng phát triển kinh tế, điều này đem lại rất nhiều cơ hội phát triển cho các doanh nghiệp.

Chính sách tỷ giá ổn định theo định hướng của NHNN, cùng với mặt bằng lãi suất có thể hạ vào Quý II khi lạm phát có phần hạ nhiệt từ cuối năm 2011 sẽ giúp HSG tiết giảm các chi phí liên quan và gia tăng lợi nhuận.

Với việc hoàn thành giai đoạn 1 nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ đã nâng tổng số nhà máy chính của HSG lên 3 nhà máy cùng với 106 chi nhánh rộng khắp cả nước là cơ sở để HSG đẩy mạnh sản xuất và tiêu thụ sản phẩm.

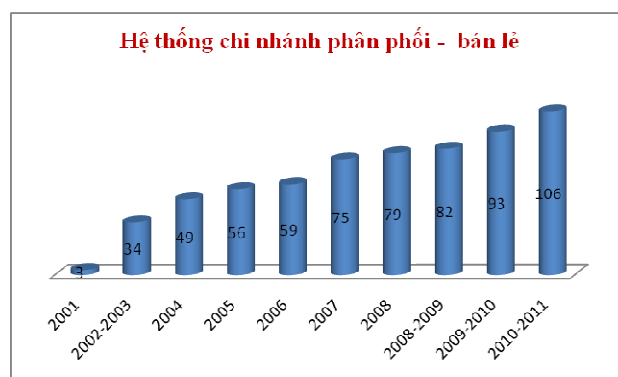
Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ - Công suất 550,000 tấn. Bao gồm: 1 dây chuyền tẩy rỉ công suất 700,000 tấn; 1 dây chuyền mạ kẽm dày công suất 450,000 tấn; 1 dây chuyền mạ kẽm mỏng công suất 100,000 tấn; 1 dây chuyền mạ màu 180,000 tấn và 2 dây chuyền cán nguội 400,000 tấn; 1 dây chuyền tái sinh axit công suất 5,000 lít/giờ. Nhà máy cũng sẽ gia tăng tỷ lệ sản xuất nguyên liệu thép cán nguội công suất 400,000 tấn. Về dài hạn, đây sẽ là nhà máy sản xuất chủ lực đáp ứng 70% nguồn thu khi hoạt động đúng công suất.

Nhà máy Tôn Hoa Sen Bình Dương – Công suất 250,000 tấn. Bao gồm 2 dây chuyền mạ kẽm công suất 100,000 tấn; 2 dây chuyền mạ màu 90,000 tấn; 1 dây chuyền mạ lạnh 150,000 tấn và một dây chuyền cán nguội 180,000 tấn. Các dây chuyền đã đi vào hoạt động với công suất bình quân 80%.

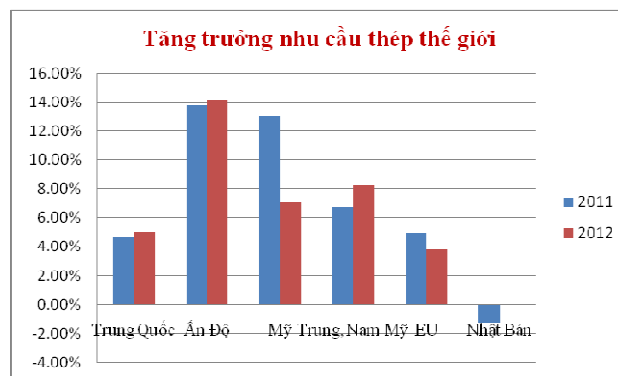
Nhà máy vật liệu Hoa Sen – Công suất 200,000 tấn. Trọng tâm là nhà máy sản xuất ống thép với 17 dây chuyền công suất 170,000 tấn. So với các đơn vị cùng ngành ống, công suất này khá lớn và cạnh tranh. Ước tính doanh thu có thể tăng 3,000 tỷ đồng/năm trên công suất tối đa dự kiến đạt được trong 5 năm. Dây chuyền ống nhựa công suất 30,000 tấn.

| Khu vực | Tiêu thụ thép (triệu tấn) | | | YoY (%) | | |
|--|---------------------------|----------|----------|---------|-------|-------|
| | 2010 | 2011F | 2012F | 2010 | 2011F | 2012F |
| Liên minh Châu Âu | 144,9 | 155 | 158,9 | 21,1 | 7 | 2,5 |
| NAFTA | 110,9 | 120,9 | 126,8 | 32,8 | 9 | 4,9 |
| Trung và Nam Mỹ | 45,6 | 47,8 | 52,4 | 35,2 | 4,7 | 9,8 |
| Trung Đông | 47,6 | 50,0 | 35,9 | 14,6 | 5 | 7,9 |
| Châu Á và Châu Đại Dương | 860,6 | 914 | 963,1 | 11,1 | 6,2 | 5,4 |
| Các nền kinh tế phát triển | 372,7 | 392,9 | 403 | 24,4 | 5,4 | 2,6 |
| Các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển | 939,6 | 1.004,60 | 1.070,60 | 11,8 | 6,9 | 6,6 |
| Trung Quốc | 598,1 | 643,2 | 681,6 | 8,5 | 7,5 | 6,0 |
| BRIC | 725 | 777,4 | 827,1 | 11,1 | 7,2 | 6,4 |
| Thế giới | 1.312,4 | 1.397,50 | 1.473,60 | 15,1 | 6,5 | 5,4 |

Nguồn: Hiệp hội thép thế giới (WSA)



Nguồn: HSG



Nguồn: Hiệp hội thép thế giới (WSA)

RỦI RO KINH DOANH

Rủi ro kinh tế

Kinh tế thế giới vẫn còn nhiều bất ổn đặc biệt là vấn đề nợ công ở Châu Âu khi mà các nước vẫn chưa tìm được tiếng nói chung trong vấn đề giải quyết khủng hoảng. Tuy nhiên điểm sáng kinh tế trong giai đoạn này là Mỹ - cường quốc kinh tế - trong vài tuần gần đây phát ra tín hiệu rất khả quan.

Rủi ro nguyên nhiên liệu

Phần lớn nguyên liệu của HSG là từ nhập khẩu nước ngoài vì thế giá cả nguyên liệu thế giới biến động sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận. Ngoài ra, giá điện xăng dầu tiếp tục tăng trong năm nay cũng sẽ góp phần tăng chi phí sản xuất.

Với ưu thế về hệ thống phân phối rộng khắp, quy trình sản xuất khép kín sẽ giúp HSG kiểm soát chi phí và giảm thiểu rủi ro.

Rủi ro tỷ giá

Nguyên liệu nhập từ nước ngoài về vì thế việc thanh toán được thực hiện bằng ngoại tệ sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của HSG khi tỷ giá biến động.

Bên cạnh đó doanh thu bằng ngoại tệ từ xuất khẩu và các hợp đồng với đối tác nước ngoài cũng sẽ ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận HSG. Việc NHNN đã mạnh tay ổn định tỷ giá khi đưa ra cam kết tỷ giá không tăng quá 1% những thán cuối năm 2011 đã dần lấy lại niềm tin người dân. Bên cạnh đó NHNN cũng đưa ra thông điệp trong năm 2012 chỉ tăng tỷ giá không quá 3% sẽ góp phần giảm thiểu rủi ro cho HSG.

Rủi ro tài chính

HSG thực hiện chính sách tín dụng bán hàng trả chậm với thời gian trung bình 15-20 ngày đối với một số khách hàng, đối tác lớn. Tín dụng bán hàng luôn đi kèm với rủi ro doanh nghiệp đối tác mất khả năng thanh toán.

Tập đoàn đã thực hiện các biện pháp đánh giá khả năng tài chính, khả năng tiêu thụ, uy tín khách hàng để định mức tín dụng nhằm hạn chế đến mức thấp nhất những thiệt hại phát sinh.

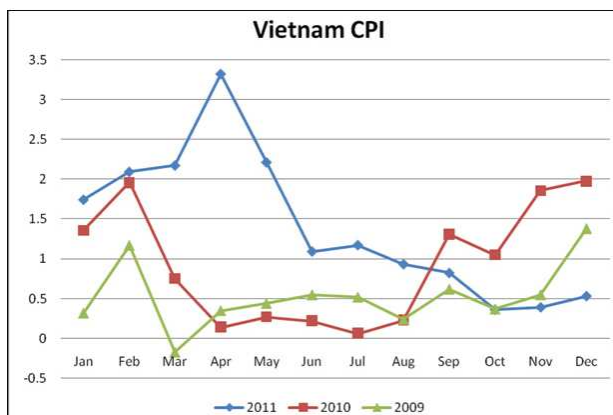
Rủi ro chính sách

Các chính sách của Chính phủ và NHNN về tín dụng và xuất nhập khẩu, về thuế nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh của HSG. Ngoài ra, các chính sách liên quan đến thị trường chứng khoán cũng ảnh hưởng đến hoạt động quản trị và giá cổ phiếu của HSG.

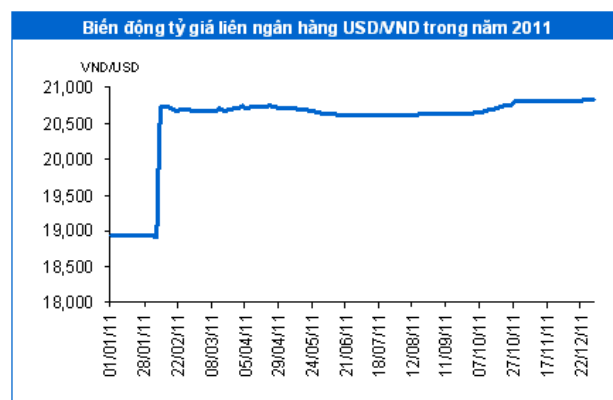
HSG luôn quan tâm và cập nhật việc thay đổi các chính sách, văn bản pháp luật mới nhất về thuế, lãi suất... để gia tăng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh.

Rủi ro lạm phát, lãi suất

Việc NHNN trong năm nay tiếp tục thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ, thắt chặt tín dụng chống lạm phát đã khiến dòng vốn đầu tư gánh chịu chi phí lãi vay cao, đồng thời các doanh nghiệp trong nước hạn chế mở rộng sản xuất, các doanh nghiệp bất động sản co cụm, thị trường bất động sản đóng băng sẽ làm nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm tôn, thép, vật liệu xây dựng sụt giảm. Bên cạnh đó, lãi suất cao cũng sẽ gia tăng chi phí sản xuất đầu vào gây khó khăn cho

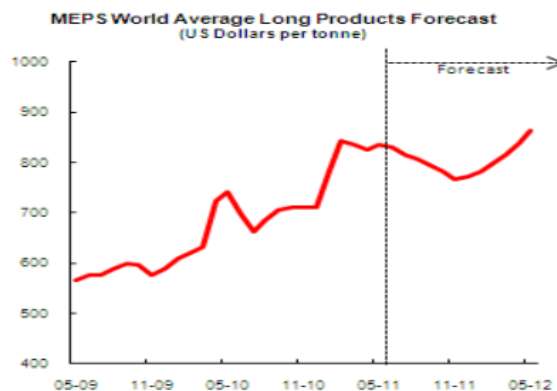


Nguồn: Tổng Cục Thống Kê



Nguồn: NHNN

Giá thép thế giới



Nguồn: MEPS



ĐỊNH GIÁ

| | |
|--|-------------------|
| - WACC: | 16% |
| - Tốc độ tăng trưởng (g): | 6.5% |
| ➢ Theo phương pháp dòng tiền: | 24,805 VND |
| ➢ Theo P/E ước tính 2012 là 3.3: | 8,026 VND |
| Bình quân tới tỷ trọng 50% mỗi phương pháp: | 16,415 VND |

Chúng tôi định giá theo các yếu tố được dự báo và giả định như sau:

| Chỉ tiêu | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| Tốc độ tăng trưởng doanh thu (%) * | 25% | 25% | 25% |
| Giá vốn hàng bán dự kiến (%)** | 80% | 75% | 75% |
| Vốn điều lệ không thay đổi (tỷ đồng) | 1,008 | 1,008 | 1,008 |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%/Mệnh giá) | 15% | 15% | 15% |

(*): Doanh thu dự kiến tăng trưởng 25% khi đưa vào hoạt động Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ

(**): Giá vốn dự kiến sẽ giảm nhờ tỷ giá ổn định và việc đưa vào hoạt động Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ

Đơn vị tính: triệu đồng

| Chỉ tiêu | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------------|-----------|------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần | 8,165,987 | 10,207,484 | 12,759,355 | 15,949,193 |
| Lợi nhuận gộp | 1,055,932 | 2,041,496 | 2,551,871 | 3,189,839 |
| Lợi nhuận trước thuế | 168,476 | 257,070 | 385,605 | 595,620 |
| Lợi nhuận sau thuế | 160,168 | 240,252 | 360,378 | 540,567 |
| Vốn điều lệ | 1,008 | 1,008 | 1,008 | 1,008 |
| EPS (đồng) | 1,622 | 2,432 | 3,648 | 5,472 |

KHUYẾN NGHỊ:

- HSG có tiềm năng tăng trưởng trong tương lai cao do nhu cầu về các nguyên vật liệu xây dựng lớn trong tương lai khi Việt Nam vẫn đang trong quá trình công nghiệp hóa, kinh tế phục hồi, dự đoán thị trường bất động sản sẽ tan băng vào năm 2013.
- Dẫn đầu Việt Nam trong phân khúc tôn mạ và dự đoán sẽ duy trì vị thế này trong tương lai.
- Việc ra đời nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ sẽ giúp HSG giảm thiểu giá vốn – vốn chiếm tỷ trọng rất lớn trong tổng doanh thu thuần.
- Lãi suất dự kiến sẽ giảm khi CPI tháng 2 theo Tổng Cục Thống kê tăng 1.37%, lũy kế 2 tháng đầu năm 2.37% mức thấp so với các năm là cơ sở để các ngân hàng hạ lãi suất. Tỷ giá theo cam kết của Thống đốc NHNN sẽ ổn định và tăng không quá 3% trong năm sẽ giúp HSG cắt giảm chi phí.

📌 **Ngắn hạn:** HSG đã vượt qua ngưỡng kháng cự mạnh tại mức giá 10,000 VND và tiến dần về ngưỡng kháng cự tiếp theo 12,000 VND – 13,000 VND và 15,000 VND – 16,000 VND Nhà đầu tư đang nắm giữ HSG cần nhắc chốt lời tại vùng giá này.

📌 **Dài hạn:** Chúng tôi khuyến nghị giải ngân vào cổ phiếu HSG vì những phân tích trên.



| BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu VND) | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 |
| Tài sản | 2,438,773 | 4,549,104 | 5,915,751 |
| Tài sản ngắn hạn | 1,208,475 | 2,302,874 | 3,070,651 |
| Tiền và tương đương tiền | 47,654 | 50,163 | 128,409 |
| Đầu tư ngắn hạn | - | - | - |
| Phải thu ngắn hạn | 298,978 | 561,337 | 632,789 |
| Hàng tồn kho | 747,124 | 1,446,169 | 2,015,660 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 114,719 | 245,205 | 293,793 |
| Tài sản dài hạn | 1,230,298 | 2,246,230 | 2,845,100 |
| Phải thu dài hạn | - | - | - |
| Tài sản cố định | 1,158,229 | 2,149,010 | 2,720,788 |
| Bất động sản đầu tư | - | - | - |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 58,415 | 57,862 | 58,329 |
| Tài sản dài hạn khác | 13,655 | 39,359 | 65,983 |
| Nguồn vốn | 2,438,773 | 4,549,104 | 5,915,751 |
| Nợ phải trả | 1,492,293 | 2,837,605 | 4,133,025 |
| Nợ ngắn hạn | 1,155,085 | 2,396,798 | 3,486,299 |
| Nợ dài hạn | 337,207 | 440,807 | 646,726 |
| Nợ khác | - | - | - |
| Vốn chủ sở hữu | 946,481 | 1,711,499 | 1,782,725 |
| Vốn điều lệ | 570,385 | 1,007,908 | 1,007,908 |
| Thặng dư vốn và các quỹ | 376,096 | 703,591 | 774,817 |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác | - | - | - |
| Vốn cổ đông thiểu số | - | - | - |
| KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (triệu VND) | | | |
| | 2009 | 2010 | 2011 |
| Doanh thu thuần | 2,831,419 | 4,899,181 | 8,165,987 |
| Giá vốn hàng bán | (2,276,010) | (3,968,225) | (7,110,055) |
| Lợi nhuận gộp | 555,320 | 930,956 | 1,055,932 |
| Thu nhập hoạt động tài chính | (152,176) | (348,769) | (409,025) |
| Doanh thu tài chính | 14,227 | 24,104 | 48,951 |
| Chi phí tài chính | (166,403) | (372,873) | (457,976) |
| Chi phí lãi vay | (80,339) | (166,117) | (288,078) |
| Chi phí bán hàng | (116,342) | (209,477) | (308,910) |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (98,116) | (148,692) | (189,005) |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 188,686 | 224,017 | 148,992 |
| Thu nhập khác | 14,087 | 27,884 | 19,484 |
| Doanh thu khác | 16,470 | 37,905 | 88,059 |
| Chi phí khác | (2,383) | (10,021) | (68,575) |
| Lợi nhuận trước thuế | 200,390 | 251,902 | 168,476 |
| Thuế TNDN phải nộp | (10,938) | (36,523) | (8,308) |
| Lợi nhuận sau thuế TNDN | 189,451 | 215,379 | 160,168 |
| Phần hùn thiểu số | - | - | - |
| Lợi nhuận ròng | 189,451 | 215,379 | 160,168 |

| CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH | | | |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 |
| Chỉ số giá trị | | | |
| EPS (ngàn VND) | 2,158 | 2,241 | 1,622 |
| Book Value (ngàn VND) | 16,468 | 16,984 | 18,049 |
| Doanh thu/CP | 9,945 | 17,040 | 17,448 |
| Tỷ lệ cổ tức/MG | - | 20% | 20% |
| Tốc độ tăng trưởng | | | |
| Tăng trưởng doanh thu | 37.78% | 73.03% | 66.68% |
| Tăng trưởng lợi nhuận gộp | 10.73% | 67.64% | 13.42% |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng | -4.50% | 13.69% | -25.63% |
| Tăng trưởng tổng tài sản | 12.90% | 86.53% | 30.04% |
| Tăng trưởng vốn chủ sở hữu | 15.93% | 80.83% | 4.16% |
| Chỉ số thanh toán | | | |
| Thanh toán hiện hành | 1.05 | 0.96 | 0.88 |
| Thanh toán nhanh | 0.40 | 0.36 | 0.30 |
| Thanh toán tiền mặt | 0.04 | 0.02 | 0.04 |
| Chỉ số hiệu quả HĐKD | | | |
| ROA | 7.77% | 4.73% | 2.71% |
| ROE | 20.02% | 12.58% | 8.98% |
| Lợi nhuận gộp/DT | 19.61% | 19.00% | 12.93% |
| Lợi nhuận kinh doanh/DT | 6.66% | 4.57% | 1.82% |
| Lợi nhuận trước thuế/DT | 7.08% | 5.14% | 2.06% |
| Lợi nhuận ròng/DT | 6.69% | 4.40% | 1.96% |
| Chỉ số hiệu quả quản lý | | | |
| Vòng quay khoản phải thu | 9.47 | 8.73 | 12.90 |
| <i>Số ngày thu tiền bình quân</i> | 1.83 | 15.06 | 14.97 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 3.79 | 3.39 | 4.05 |
| <i>Số ngày tồn kho</i> | 94.99 | 106.27 | 88.86 |
| Vòng quay tài sản cố định | 2.44 | 2.28 | 3.00 |
| Vòng quay tổng tài sản | 1.16 | 1.08 | 1.38 |
| Phân tích Dupont | | | |
| Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu | 2.58 | 2.66 | 3.32 |
| Lợi nhuận ròng biên | 6.69% | 4.40% | 1.96% |
| Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy) | | | |
| Nợ dài hạn/Vốn+Nợ dài hạn | 0.26 | 0.20 | 0.27 |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 0.61 | 0.62 | 0.70 |



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VIỆT THÀNH **VIETTHANH SECURITIES COMPANY – VTS**

Địa chỉ : 82-84 Calmette, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM
Điện thoại : (84-8) 3821 8686 - (84-8) 3914 7799 FAX: (84-8) 39144511
Website : www.vts.com.vn Email: vts@vts.com.vn

Người thực hiện: **Trần Bá Duy**
duy.tran@vts.com.vn

Bản quyền: Báo cáo này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Báo cáo này cần được sự đồng thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành..

Tuyên bố trách nhiệm: Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản tin này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của Báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem Báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VTS tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của Báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong Báo cáo này được VTS thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính của chúng tôi có giá trị đến ngày phát hành Báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo trước.