

Thứ Sáu, 15/08/2009

Nguyễn Trà Lân

Email: nguyentranlan@thanglongsc.com.vn

CÔNG TY CP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT - HPG (HOSE)

Khuyến nghị của TSC

GIỮ



Giá giao dịch

64,500

Giá mục tiêu 12 tháng

72,893

Chiến lược đầu tư

Dài hạn

Ngành lớn: Tổ hợp Công nghiệp

Ngành hẹp: Thép – Xi măng – KCN& BDS

Tổng quan HPG là một nhà sản xuất thép các loại đứng trong nước. Những mảng kinh doanh khác ngoài thép là nội thất, điện lạnh vẫn được xem là mũi nhọn trong cơ cấu doanh thu của HPG. Thép xây dựng và thép ống vẫn được đánh giá là nguồn tạo doanh thu và lợi nhuận chính cho HPG trong những năm sau, đặc biệt khi khu liên hợp Gang thép và dự án khai thác quặng sắt đi vào hoạt động. Cuối năm nay, HPG có thể đón nhận sản phẩm xi măng đầu tiên. Thép và xi măng sẽ đóng vai trò chính tạo nguồn lợi nhuận cho năm tới.

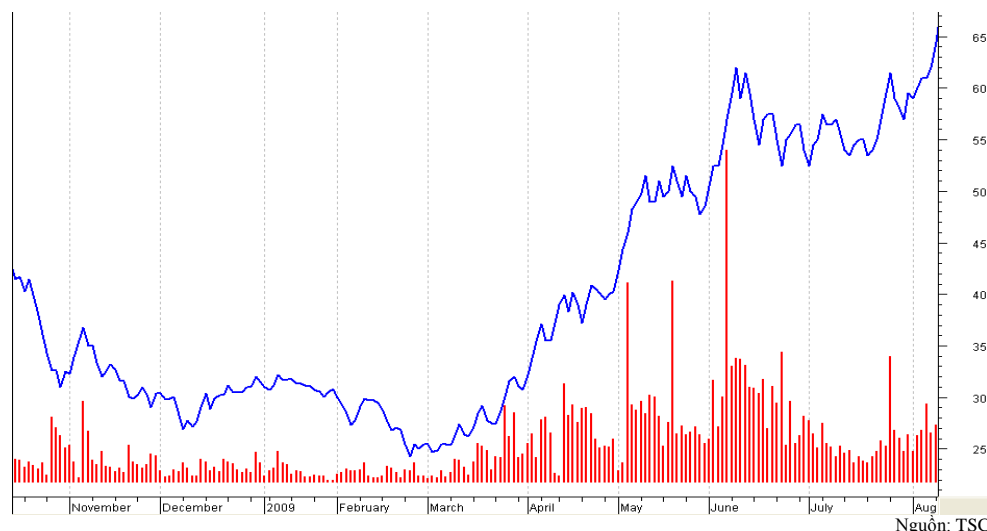
Những thống kê chính (VND), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	78,000	Beta
Giá thấp 52 tuần	25,500	EPS
Khối lượng lưu hành	196,363,998	P/E
Vốn hóa	10,407,291,894,000	DIV

1.15	ROA
3,560	ROE
15.4	Nợ/Vốn chủ sở hữu
30%	Giá sổ sách

11.90%	Vốn điều lệ	1,963,639,980,000
15.93%	Cổ đông nhà nước	0.00%
28.79%	Cổ đông trong nước	69.94%
22,350	Cổ đông nước ngoài	30.06%

Diễn biến giá



Nguồn: TSC

Thông tin quan trọng

Khuyến nghị - GIỮ cho tới giá mục tiêu

Giá trị cổ phiếu. HPG là cổ phiếu có được nền tảng cơ bản tốt. Với EPS dự báo cho năm 2009 là 6,813đ, chỉ số P/E với mức giá hiện tại là 10.7 lần, thấp hơn so với mức trung bình 11.7 của ngành thép. Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu này cho đến khi đạt mức giá mục tiêu **72,983đ/cp**.

Những điểm sáng

Chủ động trong nguồn cung nguyên liệu thô cho sản xuất thép và xây dựng khu công nghiệp & bất động sản. Giá phôi thép – nguồn nguyên liệu để sản xuất thép đang là mối quan ngại đối với các DN sản xuất thép. Mỗi biến động giá cung phôi thép ngoài nước sẽ khiến giá thép thành phẩm biến động và đây là điều các DN thép lo ngại. Và đây là lợi thế lớn của HPG trên thị trường hiện nay. Với công suất phôi giai đoạn I là 350,000 tấn/năm, HPG có thể yên tâm về khả năng ổn định giá thép thành phẩm. Lợi thế này còn được hỗ trợ thêm thông tin chính phủ đã tăng thuế nhập khẩu phôi thép từ 2% lên 5% từ cuối 2008, đồng thời thuế xuất khẩu thép đã được điều chỉnh xuống còn 5%.

Sẽ trở thành một trong những nhà cung cấp xi măng lớn nhất với công suất hoàn thiện 2 giai đoạn là 3 triệu tấn/năm. Khi nhà máy xi măng cho ra sản phẩm đầu tiên vào quý IV, HPG hoàn toàn chủ động được nguồn cung cũng như giá bán cho hoạt động xây dựng KCN và KĐT. Thêm nữa, lợi nhuận từ việc bán cho nguồn cầu đang lớn ở phía Nam cũng là yếu tố nên được tính tới trong chiến lược kinh doanh xi măng của HPG.

Thông tin quan trọng

Mỗi lợi thế khác mà HPG đạt được gắn liền với dự án Xi măng, đó là **lãi suất vay vốn thấp của VDB cho dự án Xi măng, cố định 8.4%** trong 10 năm.

Nhu cầu thép xây dựng đang gia tăng theo chiều hướng tốt dần lên của nền kinh tế. Việc các quốc gia lân cận chưa hạ thuế xuất khẩu thép là một yếu tố tích cực thúc đẩy tiêu dùng thép nội địa. Và tất yếu, HPG sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi.

Chất lượng lợi nhuận: Để đánh giá mức độ đáng tin cậy trong các con số về doanh thu và lợi nhuận trong BCTC, chúng tôi đã tính toán chỉ số tin cậy về các con số này. Kết quả thu được cho thấy sự vận động theo hướng tốt dần lên về chất lượng báo cáo thu nhập của HPG.

Cổ đông lớn HPG: Đáng chú ý là Vinacapital và Bank Invest, đều nắm giữ trên 5% vốn điều lệ.

Những điểm tối

Có một vấn đề cần lưu ý đối với nguồn vốn cho dự án Xi măng giai đoạn 2 (1,500 tỷ vnd), đó là chi phí lãi vay. Có thể, với quỹ vốn đầu tư từ nguồn thặng dư vốn và lợi nhuận để lại, HPG sẽ sử dụng tỷ trọng vốn vay thấp. Tuy nhiên, vấn đề này sẽ cần phải lưu ý vì trong thời điểm hiện tại và trong tương lai gần, lãi suất cho vay đang có xu hướng tăng.

Việc cho các đại lý hay đối tác trả chậm sẽ có thể là yếu tố khiến HPG tăng các khoản vay lưu động. Điều này sẽ làm gia tăng chi phí tài chính và ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

Số liệu tài chính

	QI	QII	Doanh thu (tỷ đồng)	QIII	QIV
2009E	1,616.2	2,063.4	2,222.3	2,467.6	
2008	2,307.6	2,679.9	1,652.0	1,856.3	
2007	1,054.4	1,322.2	1,432.5	1,821.6	
2006	NA	NA	NA	NA	
2005	NA	NA	NA	NA	
	QI	QII	Lợi nhuận (tỷ đồng)	QIII	QIV
2009E	301.6	382.8	335.6	297.6	
2008	451.8	396.3	235.5	(231.9)	
2007	100.1	15.7	159.5	240.9	
2006	NA	NA	NA	NA	
2005	NA	NA	NA	NA	
	Margin	ROA	ROE	Chỉ tiêu khác	
2009E	16%	18.3%	27.3%	DIV	44.4%
2008	10%	15.1%	19.5%		46.2%
2007	11.6%	13.75%	20.2%		41.1%
2006	NA	NA	NA		NA
2005	NA	NA	NA		NA
	EPS	P/E	PEG	P/B	
2009E	6,318.1	11.3	0.3	2.8	
2008	4,328	7.3	0.2	1.5	
2007	4,868.1	12.9	0.2	2.6	
2006	4,329.1	20.8	0.7	7.6	
2005	4,872.5	NA	NA	NA	
	TTS	VCSH	VĐL	EVA	
2009E	7,308.0	4,898.3	1,963.6	287.6	
2008	5,639.4	4,363.8	1,963.6	NA	
2007	4,758.6	3,239.6	1,320.0	NA	
2006	2,327.0	1,010.8	845.4	NA	
2005	7,013.0	259.0	300.0	NA	
	ROE	P/E	P/B	Margin	
2009E	27.3%	12.1	2.65	2.9%	
2008	19.5%	7.69	1.56	3.6%	
2007	20.2%	NA	NA	NA	
2006	NA	NA	NA	NA	
2005	NA	NA	NA	NA	

MỤC LỤC

1. PHẦN 1: TÌNH HÌNH HIỆN TẠI.....3

 a. Năng lực sản xuất.....3

 b. Doanh thu.....4

 c. Lợi nhuận.....5

 d. Các yếu tố chi phí.....5

 e. Doanh thu & chất lượng lợi nhuận.....8

 f. Các chỉ tiêu tài chính.....8

 g. Những dự án quy mô lớn.....11

 i. Nhà máy Xi măng Hoà Phát.....11

 ii. Khu liên hợp sản xuất Gang thép.....12

 h. Quản trị doanh nghiệp.....14

 i. Đánh giá theo mô hình SWOT.....15

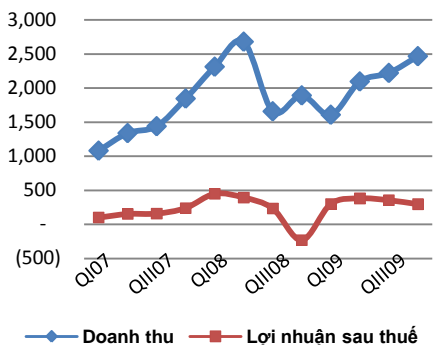
2. PHẦN 2: MÔ TẢ ĐỊNH GIÁ.....17

 a. Các giả định.....17

 b. Định giá.....19

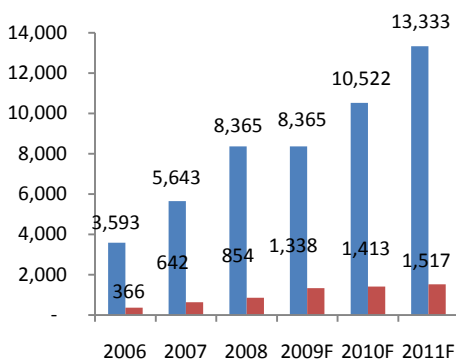
3. Phụ lục.....21

Đồ thị 1 – Doanh thu và lợi nhuận theo Quý



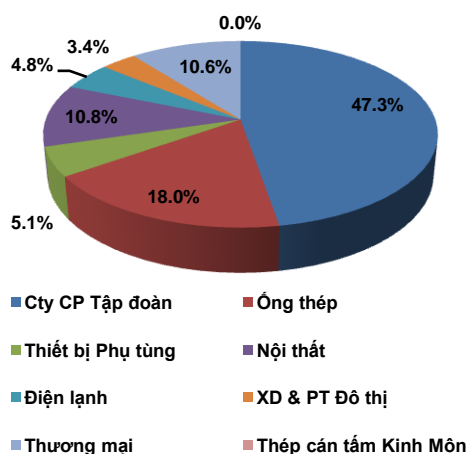
Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đồ thị 2 – Doanh thu & LNST



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đồ thị 3 – Cơ cấu doanh thu 2008



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

PHẦN 1: TÌNH HÌNH HIỆN TẠI

Năng lực sản xuất

Với năng lực sản xuất hiện tại, hàng năm Công ty cổ phần Thép của HPG có thể cung ứng ra thị trường sản lượng khoảng 360,000 tấn thép xây dựng. Tuy nhiên, với việc Khu liên hợp Gang thép sẽ đi vào hoạt động dự tính trong quý IV/2009, sản lượng thép xây dựng của HPG sẽ tăng lên gần gấp 2 so với sản lượng hiện tại. Nhắc đến HPG là nhắc đến những hoạt động sản xuất thép và do vậy, sự phát triển của HPG luôn gắn chặt với sự biến động của thị trường xây dựng và bất động sản.

Ngoài những sản phẩm chính là thép xây dựng (thép cây, cuộn và các loại cán nóng, cán nguội), HPG còn giữ vị trí đứng đầu về thị phần sản phẩm nội thất và điện lạnh.

Nhìn vào giá trị doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG trong 2 năm qua, chúng tôi nhận thấy hoạt động kinh doanh của HPG gắn chặt với những biến động của nền kinh tế. Từ quý I/07 đến quý II/08 là quãng thời gian thành công của HPG với sự đóng góp lớn của mảng kinh doanh thép (bao gồm thép xây dựng và ống thép). Quý III/08 và quý IV/08 cho thấy những tác động của sự suy giảm thị trường xây dựng, giá phôi thép giảm mạnh trong khi HPG lại lưu trữ phôi thép với giá cao khiến quý IV/09 tập đoàn phải chịu khoản lỗ 233 tỷ đồng.

Với những dự án lớn liên tục được đầu tư và đưa vào hoạt động trong 2 năm 2007-2008, tăng trưởng doanh thu của HPG đạt mức gần 50% liên tục trong 2 năm vừa qua. Sau 2 quý kinh doanh đầu năm 2008, tốc độ tăng trưởng doanh thu đã chững lại. Nguyên nhân nhận rõ nhất thấy từ biến động giảm doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG của nửa đầu năm 2009 so với nửa đầu năm 2008 chính là biến động giá thép, giá phôi thép từ cuối quý II/2008 đến đầu năm 2009 và đặc biệt là sự chững lại của thị trường xây dựng do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế. 2 Quý đầu năm, HPG giảm 25.5% về doanh thu và 19.2% về lợi nhuận sau thuế. Có thể nhìn ra được trong sự suy giảm này một yếu tố tích cực. Đó là giá vốn hàng bán giảm tối đa nhằm duy trì được tỷ suất lợi nhuận biên tương đương so với những năm trước.

Bảng 1 – Tăng trưởng doanh thu:

Đơn vị: tỷ VND

	2005	2006	2007	2008	1H08	1H09
Doanh thu	2,796.9	3,593.4	5,642.9	8,364.8	4,994	3,707
Tăng trưởng (%)	N/A	28.5%	57.0%	48.2%	106.0%	-25.8%

Nguồn: BCTC HPG

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận

Trong thời gian 2 năm trở lại đây, HPG đã tăng cường đầu tư, nâng cao doanh thu và lợi nhuận của mảng sản xuất và cung cấp thép xây dựng. Điều này có thể nhận thấy rõ qua tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của các mảng trong cơ cấu của HPG. Những mảng chủ lực từ khi thành lập là nội thất, điện lạnh và thiết bị phụ tùng đang thu hẹp dần tỷ trọng đóng góp trong doanh thu và lợi nhuận của HPG. Nếu xét về giá trị mảng hoạt động về các sản phẩm thép cũng đã thể hiện vai trò chiến lược mang lại doanh thu và lợi nhuận chính cho HPG.

Lợi thế của HPG so với những doanh nghiệp cùng ngành đó là chính sách ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp. Do hoạt động theo mô hình tập đoàn với nhiều công ty thành viên trong đó nhiều công ty có trụ sở tại các Khu công nghiệp vốn được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp. Thêm vào đó là những khác biệt về thuế dành cho những chi nhánh và thành viên mới thành lập ở phía Nam vì vậy trong thời gian 2 năm trở lại đây, thuế thu nhập doanh nghiệp của HPG dao động trong khoảng 15-16%/năm. Do chưa thể thu thập được đầy đủ mức thuế suất thu nhập doanh nghiệp của từng thành viên trong tập đoàn, vì vậy, chúng tôi giả định rằng, trong 2 năm 2009 – 2010, HPG sẽ chịu thuế thu nhập doanh nghiệp trong khoảng từ 16 – 17%/năm.

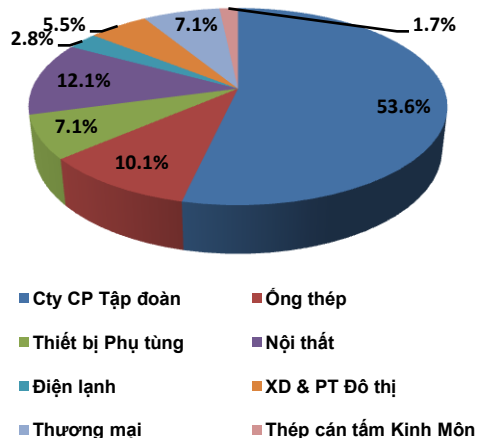
Bảng 2 – Tăng trưởng lợi nhuận:

Đơn vị: tỷ VND

Năm	2005	2006	2007	2008	1H08	1H09
Lợi nhuận	146.2	366.0	642.1	854.2	845.8	683.6
Tăng trưởng (%)	N/A	150.4%	75.4%	33.0%	234.0%	-19.2%

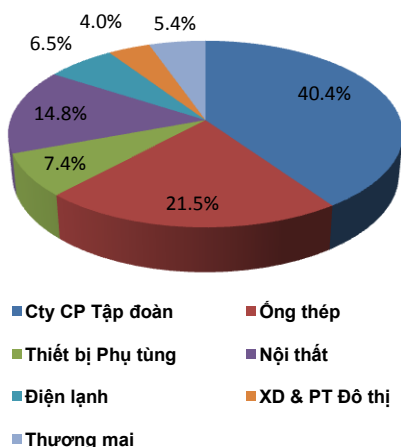
Nguồn: BCTC HPG

Đồ thị 4 – Cơ cấu lợi nhuận 2008



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

Đồ thị 5 - Cơ cấu doanh thu 2007



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

Doanh thu

Doanh thu của công ty đến từ chuỗi sản xuất mặt hàng chủ lực nằm trong chiến lược phát triển của HPG trong những năm tới là thép, bao gồm thép xây dựng (thép cây, thép tấm lá, thép cuộn) và ống thép. Những mảng hoạt động kinh doanh từ thời kỳ đầu hình thành doanh nghiệp là Thiết bị phụ tùng, Nội thất và Điện lạnh và vẫn giữ được tăng trưởng mạnh trong năm 2007. Tuy nhiên, trong năm 2008, tăng trưởng của những mảng này đã chững lại. Do vậy, chúng tôi không ngạc nhiên khi tỷ trọng của những mảng này đã giảm đáng kể từ 7.4%, 14.8% và 6.5% trong năm 2007 xuống tương ứng 7.1%, 12.1% và 2.1% trong năm 2008.

Cơ cấu doanh thu

Bảng 3 – Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2006 – 2008

Đơn vị: '000 VNĐ

Doanh thu	2006	2007	2008
Cty CP Tập đoàn	1,318,882,868	2,276,980,439	3,956,552,711
Ống thép	877,874,741	1,215,349,614	1,505,664,880
Thiết bị Phụ tùng	281,934,560	419,963,921	426,605,049
Nội thất	618,126,428	835,184,964	903,398,928
Điện lạnh	196,332,368	367,379,083	401,510,635
XD & PT Đô thị	159,505,187	225,825,292	284,403,366
Thương mại	140,752,888	302,251,186	886,669,318
Toàn tập đoàn	3,593,409,040	5,642,934,499	8,364,804,886

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

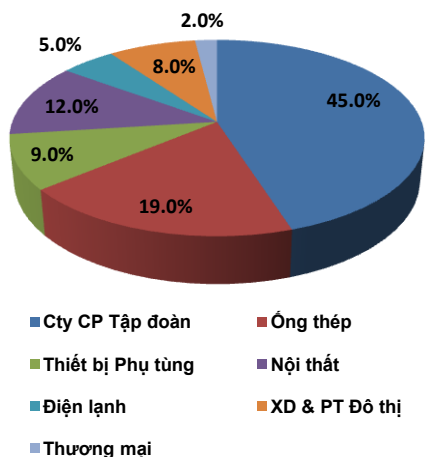
Thép (Thép xây dựng và ống thép) – 65.3%: Thép xây dựng của Hòa Phát là mảng đạt được sự tăng trưởng mạnh nhất trong các dòng sản phẩm của Tập đoàn trong 2 năm qua, bình quân 73.5%/năm. Có thể hiểu được rằng sự tăng trưởng mạnh của mảng thép này đã hướng đến được 2 mục tiêu. Mục tiêu thứ 1 là đáp ứng được nhu cầu thép xây dựng và thép các loại tăng mạnh trong thời kỳ thị trường bất động sản và xây dựng đang vượng. Mục tiêu thứ 2, có lẽ được thực hiện vào cuối năm 2009 này và được tạo dựng nên từ nền tảng của mục tiêu 1. Đó là hoàn thành Khu liên hợp sản xuất Gang thép Hòa Phát với chu trình sản xuất khép kín từ khai thác quặng sắt đến luyện gang rồi sản xuất phôi thép để cung cấp cho nhà máy cán thép để cho ra đời nhãn hiệu thép Hòa Phát. Dù Khu liên hợp sản xuất Gang thép chưa được đưa vào hoạt động nhưng sản lượng thép đã đưa HPG lên vị trí số 2 thị phần ở miền Bắc và số 3 trong cả nước với 8.6% (thống kê năm 2008).

Sản phẩm ống thép của HPG với 3 loại sản phẩm chính là Ống thép đen, Ống thép mạ kẽm đã đưa HPG nằm trong số những nhà cung cấp thép lớn ở Việt Nam cả về sản lượng lẫn kích cỡ ống thép (các ống thép có đường kính lớn 141.3 – 219.1 mm).

Thiết bị - Phụ tùng – 5.1%: Là mảng khởi đầu cho hình thành tập đoàn Hòa Phát sau này, vẫn được đánh giá là nhà cung cấp các thiết bị xây dựng cho những công trình lớn. Thành công của mảng này đáng chú ý trong những năm qua là sản xuất thành công cầu tháp và vận thăng lồng, được sử dụng nhiều trong xây dựng những công trình nhà cao tầng và các tổ hợp công trình. Năm 2008 là năm tăng trưởng mạnh nhất trong 3 năm gần đây của mảng máy nghiền, sàng đá, tăng 47% so với năm 2007, nhờ những hợp đồng xuất khẩu các loại máy này sang thị trường Đông Nam Á và Đông Âu.

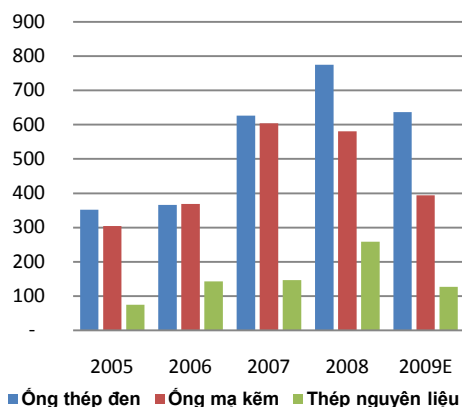
Nội thất – 10.8%: Đây là mảng khách hàng được biết tới không kém gì mảng sản xuất chủ lực là thép. Với quy mô sản xuất lớn và hoạt động lâu năm trong lĩnh vực này, nội thất của Hòa Phát đang giữ vị trí số 1 về thị phần toàn quốc. Trong cơ cấu doanh thu của Nội thất, bàn, ghế và tủ vẫn đóng vai trò là chiếc đinh ba dẫn đầu. Tỷ trọng 37% trong năm 2007 của sản xuất ghế đã giảm xuống còn 25% trong năm 2008. Chúng tôi đánh giá không phải vì sản lượng và giá trị sản xuất ghế giảm, mà do tỷ trọng của tủ và bàn tăng lên mạnh. Đây là 2 loại sản phẩm có giá trị đơn chiếc cao nên có thể đánh giá rằng Nội thất Hòa Phát đang thu hút được người tiêu dùng ở những sản phẩm được coi là cao cấp trong dòng sản phẩm nội thất.

Đồ thị 6 - Cơ cấu lợi nhuận 2007



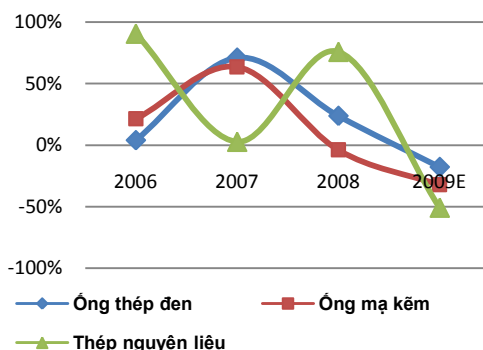
Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

Đồ thị 7 - Doanh thu theo sản phẩm Ổng thép



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đồ thị 8 - Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm Ổng thép



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Điện lạnh – 4.8%: 2 sản phẩm được biết đến nhiều nhất trong các dòng sản phẩm điện lạnh là điều hòa và tủ lạnh, chiếm 83% trong cơ cấu doanh thu điện lạnh. Đây là 2 loại sản phẩm đạt doanh thu theo chu kỳ cao nhất là quý II do ảnh hưởng của yếu tố thời tiết.

Xây dựng và Phát triển Đô thị - 3.4%: Đóng vai trò lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của mảng này là cung cấp xây lắp (67%). Thứ 2 là hoạt động cho thuê đất và nhà xưởng (27%). Doanh thu chủ yếu của những hoạt động này đến từ cung cấp dịch vụ cho Khu công nghiệp Phố Nối A. Những hoạt động này, chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng mạnh trong năm 2010 và 2011 khi những vùng hoạt động mới được mở rộng như mở rộng Khu Công nghiệp Phố Nối A (100 ha), Khu Đô thị Bắc Phố Nối, KCN Hòa Mạc (giai đoạn I – 100 ha), KCN Đại Đồng (500 ha). Đây sẽ là những mảng hoạt động sẽ mang lại dòng tiền cho HPG trong 2 năm tới.

Thương mại – 10.6%: Hoạt động chính của Thương mại hầu hết là buôn bán các sản phẩm thép. Nhập những chủng loại thép Hòa Phát chưa sản xuất và xuất khẩu thép thương phẩm được Hòa Phát sản xuất. Đây là những hoạt động làm cơ sở cho để giao dịch buôn bán những chủng loại thép cỡ lớn của HPG sản xuất, sau khi KLH sản xuất Gang thép đi vào hoạt động. Vì những chủng loại thép tầm, là cỡ lớn phục vụ đóng tàu, sản xuất kết cấu thép sẽ là mục tiêu sản xuất của HPG trong thời gian tới.

Như vậy, những hoạt động của mảng Thương mại những năm tới sẽ có đóng góp nhiều từ những giao dịch với các công ty thép thành viên trong tập đoàn.

Bảng 4 – Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực:

Đơn vị: '000 VND

DT BH & cung cấp DV	2007	2008	1H09
DT bán hàng hóa, sản phẩm	5,503,288,732	8,267,019,495	3,472,509,660
DT cung cấp dịch vụ, xây lắp	48,681,030	137,278,503	203,126,023
<i>DT xây lắp</i>	<i>45,082,650</i>	<i>131,082,967</i>	<i>77,366,959</i>
DT cho thuê đất và nhà xưởng	102,420,570	82,901,284	-
DT bán hàng hóa BĐS	70,000,000	-	-
DT khác	9,327,020	14,914,192	-
Tổng cộng	5,733,717,351	8,502,113,474	3,675,635,684

Nguồn: BCTC HPG

Lợi nhuận

Nhìn lại 3 năm sáp nhập thành 1 tập đoàn từ các công ty thành viên, và với những dự án quy mô lớn có thể được đưa vào hoạt động cuối năm nay, chúng tôi cho rằng, doanh thu và lợi nhuận của HPG sẽ vẫn tăng trưởng vững. Với đặc thù tập trung vào ngành sản xuất đòi hỏi nguồn vốn lớn và chịu tác động của giá nguyên liệu đầu vào cũng như những ảnh hưởng của biến động của nền kinh tế, chúng tôi đánh giá lợi nhuận của HPG sẽ ít có những đột biến mạnh.

Bảng 5 – Tăng trưởng lợi nhuận

Đơn vị: tỷ VND

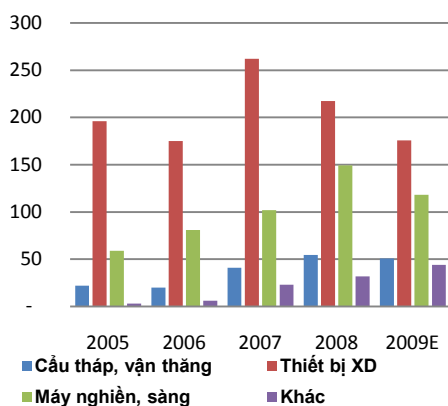
Năm	2005	2006	2007	2008	1H08	1H09
Lợi nhuận	146.2	366.0	642.1	854.2	845.8	683.6
Tăng trưởng	N/A	150.4%	75.4%	33.0%	234.0%	-19.2%

Nguồn: BCTC HPG

Các yếu tố chi phí

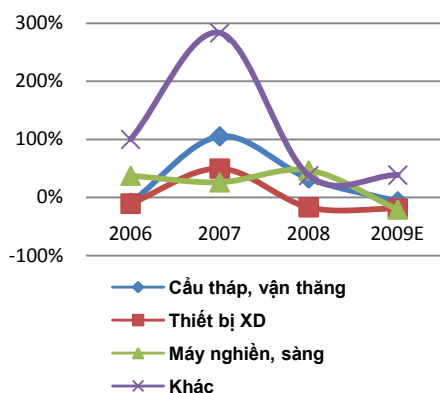
Chúng tôi nhận thấy HPG đã có chiến lược kiểm soát tốt chi phí sản xuất trong những năm qua. Chi phí gia tăng tập trung chủ yếu vào chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng khi Tập đoàn mở rộng quy mô sản xuất và có thêm những dự án lớn. Sự biến động của nền kinh tế đã ảnh hưởng đến chi

Đồ thị 9 – Doanh thu theo sản phẩm TBPT



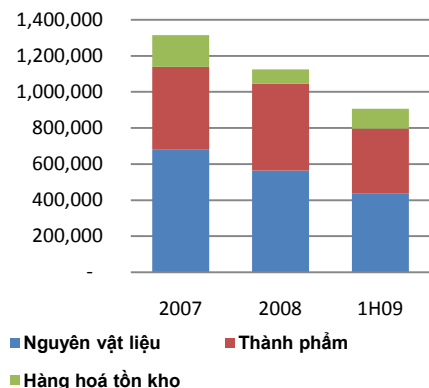
Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đồ thị 10 – Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm TBPT



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đồ thị 11 – 3 thành tố chính của Hàng tồn kho



Đơn vị: triệu vnd

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

phí sản xuất của HPG khi những nguyên liệu đầu vào cho mảng chủ lực là thép tăng giá mạnh đầu năm 2008 và tồn cho đến cuối năm này, khiến HPG phải chịu giá vốn hàng bán cao. Điều này đã được cải thiện đáng kể trong nửa đầu 2009, lượng hàng tồn kho nhập từ thời điểm giá cao đã được bán, trong khi một lượng lớn thép phế mua giá thấp đã được nhập về từ cuối năm ngoái để phục vụ cho sản xuất phôi thép.

Chi phí sản xuất

Chi phí sản xuất chính và chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu là chi phí mua thép phế, mua quặng sắt để luyện thành phôi thép trong sản xuất thép. Kế đến là chi phí sản xuất các loại sản phẩm nội thất và điện lạnh. Chi phí khấu hao, trước khi khu liên hợp Gang thép và nhà máy Xi măng đi vào hoạt động, chiếm từ 10% - 11% trong tổng chi phí của HPG trong 3 năm qua.

Bảng 6 – Chi phí khấu hao

Đơn vị: '000 VND

	2005	2006	2007	2008
Khấu hao hữu hình	(75,202,758)	(306,275,852)	(390,724,106)	(562,215,285)
Khấu hao vô hình	(11,000)	(3,048,779)	(3,694,361)	(5,542,644)
Khấu hao cho thuê TC	(2,756,905)	(8,936,153)	(4,436,898)	(3,796,745)

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

Cũng giống như nhiều doanh nghiệp Việt Nam khác, hiện công ty đang áp dụng phương thức khấu hao theo đường thẳng. Năm 2008 là khoảng thời gian chi phí khấu hao hữu hình tăng mạnh, 43.9% so với năm 2007. Đây là thời gian HPG đưa vào dây chuyền mới về nghiền, sàng đá... Với kế hoạch triển khai đưa 2 dự án lớn vào hoạt động cuối năm nay, chúng tôi cho rằng, khấu hao hữu hình của HPG sẽ còn tăng lên nữa.

Giá vốn hàng bán

Bảng 7 – Giá vốn hàng bán

Đơn vị: '000 VND

Giá vốn hàng bán	2007	2008	1H09
GV của thành phẩm, hàng hóa đã bán	4,508,328,598	6,761,527,384	2,653,370,598
GV cho thuê đất và nhà xưởng, DV đã cung cấp	62,200,283	37,695,322	46,169,717
GV bán hàng hóa bất động sản	63,590,559	-	-
GV xây lắp, xây dựng	35,682,274	118,405,348	71,699,791
GV khác	5,327,775	10,510,838	25,234,341
Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	1,282,912	178,356,609	9,019,207
Tổng cộng	4,676,412,401	7,106,495,502	2,805,493,654

Nguồn: BCTC HPG

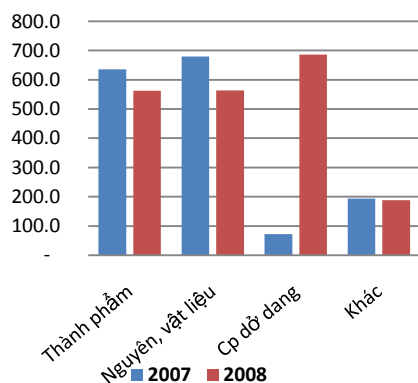
Bảng 8 – Giá vốn hàng bán trên doanh thu

Năm	2005	2006	2007	2008	1H09
Doanh thu thuần	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Giá vốn hàng bán	94.32%	88.30%	82.87%	84.96%	76.33%
Lãi gộp	5.68%	11.70%	17.13%	15.04%	23.67%

Nguồn: BCTC HPG

Nhìn vào bảng thống kê trên, các con số cho chúng tôi một đánh giá rằng, chiến lược mang lại giá trị từ quy mô và quy trình sản xuất khép kín đang dần mang lại hiệu quả. Cho dù năm 2008, đã phải đối mặt với việc chi phí giá đầu vào xăng dầu tăng vào đầu năm và giá nguyên vật liệu như phôi thép tăng vào cuối năm nhưng lãi gộp của HPG vẫn đạt mức tương đối tốt, 15.04%. 6 tháng đầu năm, chi phí giá đầu vào thấp, đặc biệt là thu mua thép phế và quặng giá thấp đã mang lại khoản lãi gộp lớn hơn cùng kỳ năm ngoái.

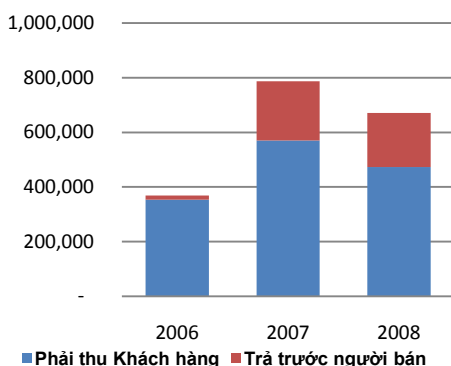
Đồ thị 12 – Hàng Tồn Kho



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

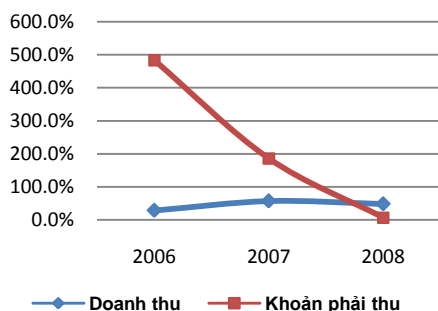
Một trong những nguyên nhân khiến lợi nhuận sau thuế của HPG bị ảnh hưởng là chi phí biến động tỷ giá.

Đồ thị 13 – 2 thành tố chính của Khoản phải thu



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

Đồ thị 14 – Tăng trưởng doanh thu và các khoản phải thu



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

Chi phí tài chính

Chi phí lãi vay

HPG là doanh nghiệp có tỷ lệ vốn nợ trên tổng nguồn vốn thấp. Năm 2008, HPG chỉ chịu chi phí lãi vay 74.4 tỷ, chiếm 43.8% tổng chi phí tài chính. Nếu tính trên tổng vốn nợ cả ngắn hạn và dài hạn, lãi vay bình quân mà HPG phải trả tương đương 12.3%. Chi phí lãi vay này chủ yếu phát sinh từ các khoản vay lưu động bổ sung vốn cho hoạt động sản xuất vì những khoản vay lớn cho các dự án Xi măng, HPG được vay với lãi suất khá thấp so với mặt bằng chung tại thời điểm năm ngoái là 8.4%/năm trong 10 năm. 6 tháng đầu năm 2009, HPG đã phải chịu 18.3 tỷ lãi vay từ những khoản vay lưu động. Đây có thể coi là một trong những thay đổi đáng kể so với mức chi phí lãi mà doanh nghiệp phải chịu trong nửa đầu năm 2008.

Chi phí tỷ giá

Năm 2008 có thể coi là năm mà HPG chịu chi phí về tỷ giá cao nhất trong 4 năm trở lại đây với ảnh hưởng từ biến động tỷ giá trên thị trường. Giá trị lỗ tỷ giá đã thực hiện khi kết thúc tài khoá 2008 là 94.5 tỷ. Đây chính là yếu tố khiến chi phí tài chính tăng mạnh, gấp gần 2.8 lần so với năm 2007. Tính đến hết tháng 6/2009, chi phí tỷ giá một lần nữa khiến chi phí tài chính trở thành một khoản đáng lưu ý đối với doanh nghiệp. Khoản lỗ đã thực hiện lên đến 78.2 tỷ sẽ ảnh hưởng không nhỏ tới lợi nhuận của HPG trong năm nay. Động thái gần đây của Ngân hàng Nhà nước khi tăng cung USD trên thị trường có vẻ sẽ là yếu tố giúp doanh nghiệp cân bằng trở lại khoản lỗ tỷ giá vào quý III, khi HPG nhập hết những thiết bị, dây chuyền sản xuất cho 2 dự án lớn và những thiết bị của mảng điện lạnh như bộ điều khiển nhiệt, thanh đốt, van an toàn.

Những phát sinh về chi phí lỗ tỷ giá và cả lãi vay vốn vay lưu động được chúng tôi đánh giá là một trong những nguyên nhân làm giảm tăng trưởng lợi nhuận của HPG trong năm 2008.

Hàng tồn kho

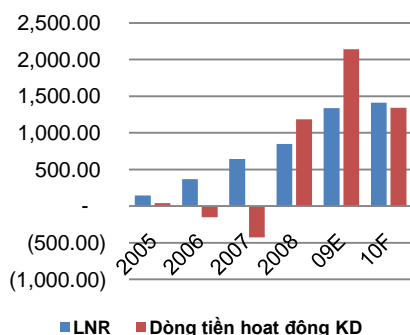
Trong tổng giá trị hàng tồn kho của HPG khi kết thúc năm tài khoá 2008, giá trị hàng hoá, thành phẩm tồn kho và nguyên vật liệu chiếm 1,125.7 tỷ, tương đương 20% tổng tài sản của HPG vào thời điểm đó. Vì vậy không có gì đáng ngạc nhiên khi HPG phải vay những khoản vay lưu động để trang trải cho những hoạt động sản xuất kinh doanh thường nhật và trả lương cho cán bộ, công nhân viên.

Tuy vậy, năm 2008, giá trị những khoản mục trên đã giảm đi 14.4% so với thời điểm cuối năm 2007. Điều này cũng phù hợp với việc vay nợ ngắn hạn trong năm 2008 cũng giảm từ 653.1 tỷ trong năm 2007 xuống 588.3 tỷ. Trong năm 2008, HPG còn 1 khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho là 179.6 tỷ đồng, con số này cho thấy HPG, dù có kinh nghiệm dạn dày về các mảng hoạt động của mình, cũng không dự báo được những biến đổi về giá nguyên vật liệu chính xác. Vì hệ quả là HPG đã phải gánh khoản trích lập cho những nguyên vật liệu mua vào thời điểm đỉnh cao của giá nhập, mà cụ thể ở đây, chiếm phần nhiều là phối thép. Tuy nhiên, đến hết quý II/2009, HPG đã giải toả được mối lo ngại này, khi nguồn cầu thép tăng lên, số lượng thành phẩm và phối thép giá cao đã được bán đi. Vì vậy giá trị hàng hóa, thành phẩm và nguyên liệu tồn kho của HPG tính đến hết tháng 6/2009 là 906.1 tỷ.

Khoản phải thu

Khoản phải thu của HPG chủ yếu ở 2 mảng phải thu khách hàngs. Theo chúng tôi nhận định, giá trị khoản phải thu khách hàng đến từ việc HPG tăng cường chính sách cung cấp hàng cho đối tác, các đại lý để đạt được thành công về doanh thu, đặc biệt là năm 2007, thời kỳ tăng trưởng mạnh của ngành xây dựng. Đồng thời với sự gia tăng về số lượng đại lý, thì chính sách cho trả chậm cũng là một chiến thuật kinh doanh nhằm gia tăng thị phần. Năm 2008, theo chúng tôi, tuy có giảm về giá trị từ 570.1 tỷ xuống 472.9 tỷ, nhưng vẫn ở mức cao, chiếm 65.7% giá trị khoản phải thu. Điều này có thể bắt nguồn từ HPG nói lòng sức ép các khoản phải thu lên đại lý, nhằm chia sẻ những khó khăn do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế.

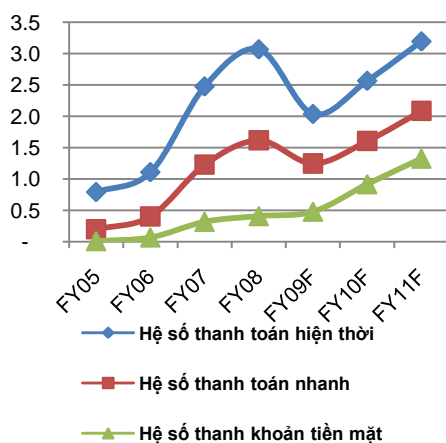
Đồ thị 15 – Lợi nhuận ròng & Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG

Hệ số thanh toán của HPG luôn ở mức rất tốt và cho thấy sự ổn định và an toàn trong 4 năm gần đây.

Đồ thị 16 - Hệ số thanh toán



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Dòng tiền & Chất lượng lợi nhuận

Có một đặc điểm mà chúng tôi nhận thấy ở dòng tiền hoạt động kinh doanh của HPG là 2 năm liền, 2006 và 2007 âm. Chúng tôi đã nhận thấy mối liên quan giữa tăng doanh thu và tăng giá trị các khoản phải thu trong năm 2006 so với năm 2005. Đây thời điểm HPG sáp nhập các công ty thành tập đoàn và tiến hành xây dựng những dự án sản xuất mới. Doanh thu năm 2006 tăng 28.5% so với năm 2005 trong khi giá trị các khoản phải thu tăng mạnh, 454.4%. Tăng trưởng của những chỉ số này trong năm 2007 lần lượt là 57% và 128.6%. Điều này hé mở một điều rằng, HPG đã tăng doanh thu thông qua việc cho khách hàng tăng thời gian trả chậm sau khi mua hàng. Thời điểm năm 2006 và 2007 là khoảng thời gian tốc độ tăng trưởng xây dựng và kinh tế cao (GDP tăng 8.17% và 8.44%).

Tuy nhiên, với đồ thị bên trái, chúng tôi thấy rằng tình trạng này đang thay đổi theo chiều hướng tích cực, tăng trưởng doanh thu ngày càng tăng đang chuyển động nghịch với tăng trưởng các khoản phải thu. Điều này cho thấy, HPG đang dần kiểm soát được dòng tiền của mình và chất lượng lợi nhuận đã được cải thiện.

Các chỉ tiêu tài chính

Nhằm giúp người đọc có được cái nhìn sát thực nhất về sức khỏe của doanh nghiệp, chúng tôi đã tính toán lại các chỉ số quan trọng bao gồm nhóm các hệ số thanh khoản, hệ số hoạt động, hệ số đòn bẩy, hệ số sinh lời và mô hình Dupont 3 bước.

Hệ số thanh toán

Là một thước đo về độ an toàn của doanh nghiệp trước những khoản nợ ngắn hạn – những khoản nợ gây cho công ty nhiều áp lực nhất, do vậy đây là nhóm hệ số cơ bản nhất mà các nhà đầu tư thường quan tâm mỗi khi ra quyết định đầu tư vào một doanh nghiệp. Hệ số này cho biết khả năng ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn bằng cách sử dụng các tài sản ngắn hạn của mỗi công ty ra sao.

Bảng 9 – Hệ số thanh toán của HPG:

Các hệ số		2005	2006	2007	2008	'09F	'10F	'11F
Hệ số thanh toán hiện thời	lần	0.8	1.1	2.5	3.1	1.8	2.4	3.1
Hệ số thanh toán nhanh	lần	0.2	0.4	1.2	1.6	1.0	1.4	1.9
Hệ số thanh toán tiền mặt	lần	0.0	0.1	0.3	0.4	0.1	0.7	1.2

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Trong 4 năm trở lại đây, hệ số thanh toán của HPG đang cho thấy khả năng hoàn toàn có thể thanh toán được những khoản nợ ngắn hạn. Trong những năm tới, HPG sẽ gặp những vấn đề về nguồn vốn lưu động

g khi nguồn tăng dự vốn và lợi nhuận chưa phân phối trong những năm trước được chuyển thành vốn đầu tư vào 2 dự án KHL sản xuất Gang thép và Xi măng. Với hệ số thấp nhất trong 3 năm tới là 1.6 cho năm 2009, chúng tôi cho rằng HPG sẽ không gặp khó khăn trong việc chi trả các khoản vay.

Chênh lệch giữa hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh cho thấy giá trị hàng tồn kho của HPG đang ở mức cao, đặc biệt trong 2 năm gần đây. Tuy nhiên, nhìn vào tổng giá trị hàng tồn kho của năm 2008, chúng tôi thấy gần 1,250 tỷ đồng là giá trị nguyên, vật liệu, và công cụ trong kho để sản xuất phôi và thép thương phẩm. Giá trị thành phẩm tồn kho là 560 tỷ đồng, chủ yếu là phôi thép và thép thương phẩm có giá thành cao trong nửa cuối năm 2008. Với giá trị hàng tồn kho tổng cộng lên đến 1,820 tỷ đồng, HPG đã trích lập khoản dự phòng 179.6 tỷ đồng. Thời điểm trích lập khoản dự phòng cuối năm 2008 là thời điểm giá phôi thép và giá thép thành phẩm đang ở mức thấp và nếu so sánh với thời điểm hiện tại, thì giá phôi thép và thép thương phẩm đã tăng lên đáng kể. Như vậy, khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho sẽ được hoàn nhập khoảng 50% giá trị phôi thép và 40% giá trị thép thương phẩm.

Xét về hệ số thanh khoản tiền mặt, HPG hoàn toàn có khả năng thanh toán được những khoản nợ ngắn hạn khi số dư tiền mặt lớn, hơn 510 tỷ đồng.

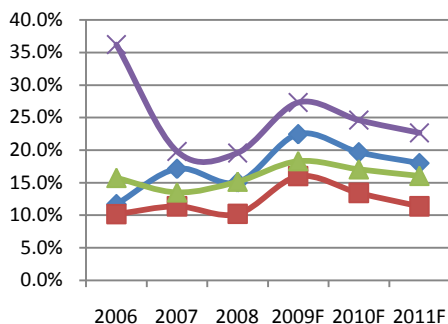
Hệ số hoạt động

Bảng 10 – Hệ số hoạt động

Các hệ số		2005	2006	2007	2008	'09F	'10F	'11F
Thời gian thu tiền bình quân	ngày	8.2	35.5	36.4	20.4	26.3	28.6	29.6
Số vòng quay khoản phải thu	lần	42.0	9.7	7.2	11.6	13.7	12.6	12.2
Số vòng quay hàng tồn kho	lần	12.6	3.8	3.0	3.9	4.4	4.4	4.4
Số vòng quay TSCĐ	lần	6.7	3.9	5.9	6.6	2.4	3.7	6.9
Số vòng quay tổng tài sản	lần	1.3	0.6	0.5	1.5	1.1	1.3	1.4

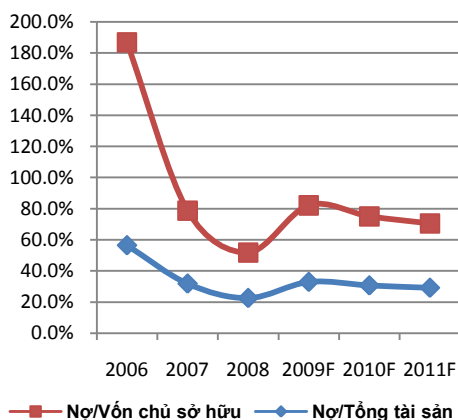
Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đồ thị 17 - Hệ số sinh lời



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đồ thị 18 - Hệ số đòn bẩy



Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Vòng quay các khoản phải thu: Cũng cần phải nói thêm rằng, trong giá trị các khoản phải thu, phải kể đến 197.5 tỷ đồng trả trước cho người bán. Giá trị khoản này, theo chúng tôi đánh giá, phần lớn là giá trị ứng trước cho nhà cung cấp trang thiết bị xây dựng cho 2 dự án KLH Gang thép và dự án Xi măng. Khi 2 dự án này hoàn thành và đi vào hoạt động cuối năm 2009, giá trị các khoản phải thu sẽ giảm xuống đáng kể.

Giá trị hàng tồn kho của HPG tăng mạnh trong 2 năm gần đây. Tuy nhiên, trong giá trị của toàn tập đoàn, thành phẩm và các hàng hoá tồn kho chiếm tương ứng 40.2% và 30.9% trong 2007 và 2008. Giá trị còn lại phần lớn là nguyên, vật liệu, công cụ phục vụ sản xuất và chi phí xây dựng dở dang chiếm 47.5% trong năm 2007 và tăng lên 68.7% trong năm 2008. Năm 2007 và 2008, chi phí xây dựng dở dang tăng lên do HPG tích trữ nguyên liệu để xây dựng 2 dự án Xi măng và Gang thép. Ngoài ra, việc tích trữ thép, nguyên vật liệu sản xuất phôi cũng khiến giá trị hàng tồn kho tăng. Chúng tôi cho rằng tình hình này sẽ có khả năng tiếp tục trong năm 2009, hoặc cho tới khi nào nguồn tuyển quặng cung cấp cho khu liên hợp sản xuất gang thép được tiến hành và ổn định. Khi đó, HPG hoàn toàn chủ động nguồn để sản xuất phôi và thép thành phẩm. Như vậy thì, giá trị hàng tồn kho sẽ giảm đáng kể.

Hiện tại, số vòng quay hàng tồn kho của HPG là 93, thấp hơn nhiều so với con số 123 ngày của năm 2007. Ngoài việc doanh thu tăng 48.2% so với năm 2007, cuối năm 2008 còn là thành công của HPG khi tích trữ nguyên liệu giá thấp như thép phế và thu mua quặng rẻ. Đây là điều đã giúp cho HPG có lợi nhuận cao ở mảng thép trong 2 quý đầu năm 2009, trong khi doanh thu giảm 25.8% so với cùng kỳ năm 2008. Và chúng tôi đang kỳ vọng rằng, năm 2009 và những năm tiếp theo, nếu chưa có những dự án đầu tư lớn, số vòng quay hàng tồn kho của HPG sẽ giảm thấp hơn con số 93.

Xét về hiệu quả hoạt động dựa trên tài sản cố định và tổng tài sản tạo ra doanh thu, HPG thực sự đã mang lại cho các nhà đầu tư ấn tượng mạnh. Vòng quay tài sản cố định tăng từ 5.9 lần lên 6.6 lần trong năm 2008 là do những hạng mục của 2 dự án Xi măng và Gang thép dần được hoàn thành, đồng thời trên cũng là khoảng thời gian mà HPG thành công với các mảng hoạt động của mình, đặc biệt là mảng thép.

Hệ số đòn bẩy

HPG là một trong số ít doanh nghiệp có vốn hoá lớn sử dụng ít đòn bẩy tài chính. Việc tăng vốn chủ sở hữu trong 2 năm 2007 và 2008 đã giúp HPG có giá trị thặng dư vốn lớn, từ 1,315 tỷ đồng của năm 2007 lên hơn 1,620 tỷ đồng trong năm 2008. Năm 2009 sẽ có thay đổi đáng kể đối với các hệ số này khi những khoản vay đáp ứng vốn cho 2 dự án lớn được giải ngân hết. Tuy vậy, với nguồn thặng dư lớn và sử dụng nguồn vốn đầu tư hiệu quả, chúng tôi cho rằng HPG đủ khả năng kiểm soát được dòng vốn bỏ ra và sẽ mang lại lợi nhuận lớn. Vì vậy, chúng tôi tin là nguồn lợi nhuận chưa phân phối sẽ đóng góp lớn trong việc giảm hệ số đòn bẩy trong những năm tài khoá sắp tới.

Bảng 11 – Hệ số đòn bẩy

Các hệ số		2005	2006	2007	2008	'09F	'10F	'11F
Nợ/Tổng tài sản	lần	0.6	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

Nợ D.H/Vốn chủ + nợ D.H	lần	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Nợ/Vốn chủ sở hữu	lần	1.7	1.3	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Hệ số sinh lời

Có thể nhận thấy rằng, HPG là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định dựa trên tỷ suất lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản và lợi nhuận sau thuế/doanh thu. Sự cân bằng về tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản, sau khi những dự án lớn đi vào sản xuất, từ năm 2009 – 2011 cho thấy những áp lực về doanh thu lên HPG là rất lớn. Những chúng tôi tin là, với việc đang hoàn thiện dần chu trình khép kín để sản xuất ra sản phẩm cuối cùng là thép, Khu đô thị, bất động sản và cả sản phẩm nội thất và thiết bị phụ tùng xây dựng, HPG có khả năng duy trì được tỷ suất khoảng 15%/năm trong 2 năm 2009 và 2010 như đã từng đạt được trong những năm 2006 – 2008.

Bảng 12 – Hệ số sinh lời:

	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	11.7%	17.1%	15.0%	22.4%	19.7%	18%
Tỷ suất lợi nhuận KD/Doanh thu	11.4%	13.7%	12.1%	19.9%	17.2%	15.8%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	10.2%	11.4%	10.2%	16.0%	13.4%	11.4%
Hệ số dòng tiền mặt/Doanh thu	2.0%	4.3%	-0.5%	4.9%	13.8%	19.9%
Tỷ suất lợi nhuận/Tổng tài sản	15.7%	13.5%	15.1%	18.3%	17.0%	16.0%
Tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu	36.2%	19.8%	19.6%	27.3%	24.6%	22.7%
Tỷ suất thu tiền mặt/Tổng tài sản	3.4%	8.4%	9.0%	5.6%	17.6%	28.1%

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Phân tích ROE theo mô hình Dupont

Để bóc tách chi tiết hơn những yếu tố tác động lên chỉ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 2 doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành nghiên cứu theo mô hình Dupont 3 bước. Với mô hình này, một doanh nghiệp có chỉ số ROE cao hơn một doanh nghiệp khác khi và chỉ khi ít nhất một trong ba nguyên nhân sau xảy ra: hoặc là (i) doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính hơn hoặc (ii) doanh nghiệp sử dụng tài sản hiệu quả hơn thông qua vòng quay tổng tài sản và hoặc là (iii) doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu lớn hơn.

Bảng 13 – Phân tích ROE theo mô hình Dupont

Mô hình Dupont	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Tổng T.S/VCSH	2.7	2.3	1.5	1.3	1.5	1.4	1.4
D.Thu/Tổng T.S	1.3	0.6	0.5	0.7	1.1	1.3	1.4
Lãi ròng/D.Thu	6.0%	11.4%	14.3%	14.2%	21.3%	18.1%	16.9%
Lãi ròng/VCSH	18.3%	13.3%	8.0%	9.3%	27.3%	24.6%	22.7%

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Trong 2 năm 2005 và 2006, ROE của HPG đạt ở mức cao, đặc biệt năm 2005 với 56.4%. Cả 2 năm này, HPG đều sử dụng vốn vay dài hạn và ngắn hạn lớn, nên tổng tài sản/vốn chủ sở hữu của 2 năm này là 2.7 và 2.3 lần.

Lợi nhuận ròng/doanh thu của HPG đang ở mức tương đối ổn định trong 2 năm qua, từ 19.6 – 19.8%. Với tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh mặt hàng gặp nhiều khó khăn về mặt biến động giá nguyên liệu thế giới, cũng như từ tác động của các chính sách xuất nhập khẩu, HPG đang cho thấy khả năng kiểm soát nguồn cũng như biến động giá của nguyên liệu đầu vào. Chủ động về nguồn cung phôi thép và tổ hợp cán thép công suất lớn đang là lợi thế cạnh tranh lớn của HPG đối

với những đối thủ trong ngành.

Với quy mô hoạt động sản xuất lớn, hệ thống phân phối, bán hàng sẽ phát triển và rộng hơn nhằm đáp ứng yêu cầu tiêu thụ nhanh sản lượng thép và xi măng tăng mạnh vào cuối năm 2009. Như vậy, nhiều khả năng, HPG sẽ phải áp dụng phương thức cho khách hàng trả chậm với khoảng thời gian lâu hơn. Và do đó, vòng quay tổng tài sản sẽ trở nên ít đi so với những năm trước.

Tuy nhiên, có thể đánh giá rằng, việc vòng quay tổng tài sản ít hơn so với những năm trước có thể sẽ thích hợp hơn với quy mô hoạt động của HPG vào thời điểm cuối năm 2009 với mục đích giúp cho hệ thống kinh doanh trở nên ổn định và bền vững hơn.

Những dự án quy mô lớn

Nhà máy Xi măng Hòa Phát

Đây là liên kết giữa HPG và ACB với tỷ lệ sở hữu ngang bằng nhau. Với quy mô lớn 3 triệu tấn xi măng/năm, tập trung vào sản phẩm PCB 40 và 50, nhằm hướng tới những công trình xây dựng quy mô lớn, thậm chí là bao gồm cả những công trình ngầm, dưới nước. Có thể nhận thấy tham vọng của HPG, khi kết hợp với sản xuất thép và kinh doanh Khu công nghiệp và bất động sản, sẽ tạo được chuỗi giá trị từ quy mô và chuỗi khép kín. Với chuỗi này, HPG hướng đến giảm tối đa chi phí mua nguyên, vật liệu cho xây dựng KCN, các Khu đô thị và bất động sản.

Với công suất 1 triệu tấn/năm (giai đoạn 2 sẽ tăng thêm 2 triệu tấn/năm), HPG đang gọi mở cho các nhà đầu tư thấy nhu cầu nội tại của HPG về xây dựng, phát triển lĩnh vực bất động sản. Với công suất của giai đoạn 1, HPG có thể chủ động và an tâm về nguồn cung cho các dự án của tập đoàn, nhưng với tham vọng thêm 2 triệu tấn/năm, có vẻ như mục tiêu của HPG không dừng lại phục vụ cho bản thân nhu cầu doanh nghiệp mà còn là nhà cung cấp cho thị trường nội địa. Đây có thể coi là dự án tham vọng. Tuy nhiên, nếu nhìn vào tình hình cung cầu xi măng nội địa, có thể nhận thấy nguồn cung đang tăng dần với sự tham gia đầu tư hay sở hữu nhà máy sản xuất của nhiều tập đoàn xây dựng như Vinaconex... Nguồn cung theo ước tính của Hiệp hội Xi măng Việt Nam, trong năm 2010, sản lượng xi măng nội địa sẽ vượt cầu khoảng 10 triệu tấn. Tới thời điểm đó, thực sự đây chưa thể coi là sân chơi tiềm năng cho HPG.

Chi phí đầu tư một tấn xi măng

Với chi phí đầu tư bình quân 1.7 triệu đồng/tấn tính bao gồm cả 2 giai đoạn, thấp hơn khoảng 10% so với mức đầu tư bình quân cho một nhà máy đầu tiên trong ngành, có thể coi đây là mức đầu tư không quá cạnh tranh trong ngành. Có một điều mà chúng tôi đánh giá cao ở HPG, đó là tính chủ động trong chiến lược kinh doanh. Kế hoạch xây dựng nhà máy xi măng trong 2 giai đoạn, trong đó, nhà máy phát điện sẽ được tiến hành xây trong giai đoạn 2. Tuy nhiên, với sự biến động giá điện kể từ 1/3/2009, HPG đã xây dựng nhà máy điện nhiệt dư, công suất 5MW tương đương gần 6 triệu KWh/năm. Với sản lượng sản xuất xi măng ban đầu là 1 triệu tấn/năm, tiêu hao điện năng bình quân sẽ dao động trong khoảng từ 85 – 90 kWh. Như vậy, tổng tiêu hao điện năng ước tính cho sản xuất vào khoảng 85 – 90 triệu kWh. Với sản lượng này, HPG có thể tự cung cấp được 2/3 nhu cầu tiêu dùng điện cho nhà máy xi măng mới. Như vậy, nếu có sự biến động về giá điện, giá thành phẩm sẽ chịu tác động không mạnh như những đối thủ cạnh tranh khác chịu hoàn toàn nguồn cung điện từ EVN.

Do chi phí điện trong sản xuất xi măng chiếm khoảng 7% (*TSC ước tính*) trong tổng chi phí sản xuất, đồng thời, giai đoạn II mới tiến hành xây dựng hệ thống phát điện cho toàn nhà máy, do vậy, Xi măng Hòa Phát đang phụ thuộc vào nguồn cung cấp điện của EVN. Với chính sách tăng giá bán điện cho ngành công nghiệp Xi măng, sản xuất thép..., HPG sẽ phải chịu sự biến động một phần không nhỏ về chi phí sản xuất từ năm nay.

Cũng những nhà máy xi măng mới được đầu tư, nguồn nguyên liệu chính, đá vôi, là yếu tố ảnh hưởng mạnh đến chi phí sản xuất. Với lợi thế đặt nhà máy tại tỉnh Hà Nam, nơi chứa nguồn đá vôi lớn trong nước, nhà máy Xi măng Hòa Phát được đặt nằm sát chân núi đá vôi, giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển nguyên liệu về nhà máy. Có một lợi thế cho nhà máy xi măng là giá bán than, nhiều liệu đầu vào, sẽ điều chỉnh giá bán bằng 62 – 71% giá sản xuất hay tương đương 50% giá than xuất khẩu. Đây là một yếu tố giúp giảm chi phí sản xuất xi măng.

Tổng vốn huy động đầu tư cho dự án nhà máy xi măng Hòa Phát cho giai đoạn I là khoảng 1,400 tỷ đồng, trong đó, vốn vay là 810 tỷ đồng. Dự án xi măng này là liên kết giữa HPG và Ngân hàng thương

HPG có thể tự cung cấp được 2/3 nhu cầu điện tiêu thụ cho nhà máy xi măng. Như vậy, HPG sẽ tránh được đáng kể tác động của biến động giá điện đối với sản xuất xi măng.

mại cổ phần Á Châu (ACB), với 600 tỷ đồng vốn điều lệ đóng góp đều giữa 2 phía. Khoản vay 810 tỷ kể trên với lãi suất 8.4%/năm trong 10 năm từ phía Ngân hàng Phát triển Việt Nam tại Hà Nam thực sự có lợi cho HPG về chi phí lãi vay nếu so với lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại tại thời điểm hiện tại, đang dao động trong khoảng 14 – 14.5%/năm.

Bảng 14 – Tham khảo tỷ suất đầu tư 1 tấn xi măng của một số nhà máy lớn:

Nhà máy	Công suất (triệu tấn)	Vốn đầu tư (nghìn tỷ VND)	Bình quân 1 tấn (nghìn VND)
Xi măng Hòa Phát (GD 1)	1.0	1,700	1,700
BCC (dây chuyền II)	2.0	4,085	2,043
Xi măng Công Thanh	1.0	1,600	1,600
Đại Việt - Dung Quất	0.5	500	1,000
Xi măng Hùng Vương	1.0	1,000	1,000
Xi măng Hoàng Thạch	1.4	2,430	1,800
Xi măng Thăng Long	2.3	5,199	2,260
Xi măng Holcim	3.6	10,365	2,879
Xi măng Hạ Long	2.1	3,290	1,589
Xi măng Cẩm Phả	2.2	4,739	2,125
Nhà máy Bình Phước (HT1)	2.0	4,750	2,375
Xi măng Sài Sơn	0.36	350	972
Bình quân			1,779

Nguồn: TSC tổng hợp

Khu liên hợp sản xuất Gang thép

Dự án Khu liên hợp được hình thành với tầm nhìn là một trong hai dự án đầu tiên tại Việt Nam sản xuất thép thành phẩm từ quặng sắt, với công suất 360,000 tấn/năm. Chúng tôi phần nào hiểu tại sao HPG chú trọng đầu tư vào lĩnh vực tìm kiếm và sản xuất nguyên liệu thượng nguồn phục vụ cho sản xuất phôi thép, từ đó chủ động hoàn toàn về nguồn cung cho sản xuất thép, tránh được ảnh hưởng tiêu cực của biến động giá phôi thép nhập khẩu. Thực tế, trong những tháng đầu năm 2008, các doanh nghiệp thép đã đạt mức doanh thu và lợi nhuận lớn nhờ nhu cầu thép xây dựng và thép các loại tăng cao. Do vậy, các doanh nghiệp thép không tự sản xuất được phôi thép đã tăng cường mua phôi thép ở mức giá cao (chúng tôi chưa đề cập đến chính sách thuế xuất khẩu phôi thép của Chính phủ tác động lên tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp này). Điều này khiến giá vốn hàng bán tăng mạnh vào thời điểm đó. Viễn cảnh thành công trong năm 2008 của các doanh nghiệp thép đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng do tác động của cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu. Ảnh hưởng mạnh nhất trong ngành là những doanh nghiệp sản xuất phôi thép với giá cao trong khi nguồn quặng sắt và thép phế liệu không đủ cung là nguyên nhân dẫn đến tình trạng giá phôi cao. Với tầm nhìn dài hạn đặt vào sản xuất thép của ban lãnh đạo HPG, chúng tôi đánh giá cao động thái mang tính chiến lược này – một động thái mà chúng tôi cho là sẽ giảm đáng kể giá vốn hàng bán của mảng sản xuất thép (bao gồm thép xây dựng và ống thép).

Tuy nhiên, với công suất ban đầu 360,000 tấn quặng/năm, chúng tôi nhận thấy nguồn cung này chưa đủ để đáp ứng nhu cầu sản xuất thép thành phẩm lớn hàng năm của HPG. Đặc biệt là khi Khu liên hợp Gang thép sẽ vận hành với 2 lò cao, công suất 350 m3, đòi hỏi phải vận hành lò liên tục từ 7 – 10 năm ngay sau khi bắt đầu hoạt động cùng với lượng quặng cung cấp liên tục để duy trì hoạt động của lò luyện. Với công suất thép xây dựng của công ty cổ phần Thép Hòa Phát là khoảng 360,000 tấn/năm sản lượng quặng khai thác của HPG sẽ vừa đủ cung. Vì vậy, HPG sẽ phải cần đến công ty thành viên khác trong tập đoàn là Công ty Thương Mại Hòa Phát để thu mua thép phế liệu cho sản xuất phôi thép. Và chúng tôi tin là nhu cầu tìm mua thép phế và khai thác quặng sẽ vẫn lớn trong 2 năm tới.

Ngoài 2 dự án mang tính chiến lược trên, HPG đang chủ định tập trung hơn vào mảng xây dựng và

Tự sản xuất xi măng và khai thác quặng sắt để sản xuất thép với chi phí thấp có thể được coi là điểm tựa cho HPG tiến vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản với thế mạnh về sự chủ động và chi phí cạnh tranh so với các đối thủ lớn trong ngành.

kinh doanh bất động sản, vốn chưa được chú trọng hơn so với những mảng khác trong những năm qua. Xây dựng và kinh doanh Bất động sản được tập trung phát triển trong những năm tới, với dự án Khu đô thị Phố Nối A (quy mô 300 ha), bên cạnh Khu Công nghiệp Phố Nối A dưới sự đầu tư và quản lý của HPG từ trước và khu Công nghiệp Hòa Mạc – Hà Nam (quy mô 200 ha) gần đường cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình và quốc lộ 39.

Đầu năm 2008, HPG đã tiến hành đầu tư khai thác quặng sắt tại phía bắc Lào, trên diện tích đất 112 km², với một nhà máy quy mô 10 ha, công suất 300,000 tấn/năm. Việc mở rộng khai thác nhằm đáp ứng yêu cầu cung cấp nguyên liệu đầu vào cho sản xuất phôi thép, từ đó đảm bảo kiểm soát được biến động giá vốn hàng bán trong sản xuất thép và ống thép, 2 yếu tố chủ lực đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của HPG. Ngoài khai thác quặng sắt, công ty khai khoáng còn khai thác các kim loại màu như đồng, chì, kẽm...

Khoản vay ưu đãi

Tổng mức vốn vay mà HPG nhận được từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam tại chi nhánh Hà Nam là 1,100 tỷ đồng trong 10 năm. Với lãi suất cố định 8.4%/năm thì thực sự có thể coi khoản vay trên là lợi thế của HPG đối với các đối thủ cạnh tranh. Như vậy, từ giờ đến năm 2019, HPG sẽ phải trả khoản lãi vay 68.04 tỷ đồng hàng năm.

Bảng 15 – Thông tin cơ bản về các dự án

Dự Án Chính	
Khu liên hợp SX Gang thép	Tổng diện tích: 88 ha Địa điểm: Xã Hiệp Sơn, huyện Kinh Môn, tỉnh Hải Dương Tổng vốn đầu tư: 2,220 tỷ VNĐ (trong đó, 15% vốn góp của ACB) Sản phẩm: Luyện phôi, cán thép Công suất: 350,000 tấn phôi thép/năm
Xi măng Hoà Phát (Giai đoạn I)	Tổng diện tích: 36 ha, Địa điểm: Xã Đồng Ao, Thanh Thủy, Thanh Liêm, Hà Nam. Vốn đầu tư: 1,700 tỷ (VCSH: 300 tỷ + 1,100 tỷ + 300 tỷ của ACB) Công suất: 1 triệu tấn xi măng/năm
Khai khoáng Hoà Phát	Diện tích: 112 ha Địa điểm: Lào Tổng vốn đầu tư: 600 tỷ vay của BIDV Sản phẩm: Khai thác quặng sắt Công suất: 350,000 tấn/năm
KCN Hoà Mạc	Diện tích: 131 ha Địa điểm: Hà Nam Khởi công: Quý III/2009
KCN Phố Nối A mở rộng	Diện tích: mở rộng lên 390 ha Địa điểm: KCN hiện tại ở Hưng Yên Khởi công: 2010
KĐT Phố Nối A	Diện tích: 300 ha Địa điểm: bên cạnh KCN Phố Nối A
KCN Đại Đồng	Diện tích: 300 ha Địa điểm: Hưng Yên Khởi công: 2011

Nguồn: BCTC kiểm toán và BC thường niên HPG

Quản Trị Doanh Nghiệp

Cơ cấu cổ đông

Có thể nói cơ cấu cổ đông đã phản ánh được một phần không nhỏ niềm tin của các nhà đầu tư vào cách điều hành và quản trị doanh nghiệp của HPG. Tính đến thời điểm ra báo cáo, tỷ trọng nắm giữ của khối nhà đầu tư nước ngoài đã tăng lên 32.23% so với 24% ở thời điểm cuối năm 2008 và 24.99% cuối quý I/2009. Doanh thu và lợi nhuận trong quý II/2009 đã trở thành một yếu tố quyết định đưa các nhà đầu tư nước ngoài đến với HPG.

Bảng 16 – Hội Đồng Quản Trị & Ban Điều Hành của HPG năm 2009

Tên	Vị trí	
	trong HĐQT	trong Ban Điều Hành
Ông Trần Đình Long	Chủ tịch	
Ông Trần Tuấn Dương	Phó chủ tịch	Tổng Giám Đốc
Ông Nguyễn Mạnh Tuấn	Phó chủ tịch	Giám đốc Cty TNHH Ông Thép và Cty Thương Mại
Ông Doãn Gia Cường	Phó chủ tịch	Giám đốc Cty CP Nội Thất
Ông Chu Quang Vũ	Thành viên (từ nhiệm từ 03/08/2009)	Phó Tổng Giám Đốc kiêm Giám đốc Cty CP Khoáng Sản
Ông Hoàng Quang Việt	Thành viên	Giám đốc Cty CP PT & XD ĐT
Ông Tạ Tuấn Quang	Thành viên	Giám đốc Cty Điện lạnh
Ông Nguyễn Ngọc Quang	Thành viên	Giám đốc Cty TBPT
Ông Don Di Lam	Thành viên	VOF
Ông Lars Kjaer	Thành viên	Bank Invest

Nguồn: BC thường niên 2008 - HPG

Bảng 17 – Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	100%
Trong nước	67.77%
Nước ngoài	32.23%
VOF	5.80%
Bank Invest	5.20%
Khác	21.2%

Nguồn: HPG tính đến tháng 08/2009

Tầm nhìn về hình thành nên giá trị từ quy mô và quy trình sản xuất khép kín dường như đang mang lại cho HPG nhiều lợi ích.

Đánh giá theo mô hình SWOT

Điểm mạnh

- Đang hoàn thiện chuỗi sản xuất khép kín từ khai thác quặng sắt cho đến sản xuất thành phẩm cuối cùng là thép và những sản phẩm chế xuất từ thép, từ đó hạn chế được tác động của biến động giá nguyên liệu đầu vào.
- Vẫn duy trì vai trò là doanh nghiệp có thị phần lớn về nội thất, điện lạnh và thiết bị phụ tùng.
- Từ năm 2010, HPG sẽ ít phải chịu tác động của việc khó khăn khi mở L/C như những doanh nghiệp nhập khẩu phôi đơn thuần khác nhằm yêu cầu ngân hàng cung cấp ngoại tệ để nhập phôi thép cho sản xuất thép do từ năm sau, HPG sẽ chủ động được nguồn cung này.
- Hội Đồng Quản Trị và Ban Điều Hành quy tụ được những chuyên gia có tầm nhìn và hiểu biết sâu về lĩnh vực hoạt động của Tập đoàn, chuyên sâu vào hoạt động kinh doanh cốt lõi, không đầu tư tài chính.
- Báo cáo tài chính được kiểm toán bởi một trong những công ty Kiểm toán có uy tín trên thị trường nên dành được sự tin cậy và đánh giá cao từ phía các nhà đầu tư.

Điểm yếu

- Cơ cấu hoạt động đa ngành khiến HPG gặp sự phân tán về nguồn vốn đầu tư và bộ máy hoạt động lớn.
- Vẫn đang gia công sản xuất thép dưới thương hiệu khác, chưa hình thành sản phẩm thép mang nhãn hiệu Hòa Phát.
- Tiêu hao điện năng tăng khi vận hành nhà máy luyện gang thép khi đưa vào sử dụng 2 tổ hợp lò cao của khu liên hợp sản xuất Gang thép, dẫn đến gia tăng chi phí sản xuất.
- Vấn đề tỷ giá là mối lưu tâm lớn của HPG trong thời gian qua. Chi phí lỗ tỷ giá có thể sẽ lắng xuống trong năm 2010 hoặc lâu hơn, cho đến khi dự án Xi măng tiếp tục giai đoạn II với vốn đầu tư mua sắm thiết bị lớn.
- Phần lớn các thành viên HĐQT là thành viên kiêm nhiệm, chưa có sự tách biệt giữa HĐQT và Ban Điều Hành, giữa công tác hoạch định chiến lược và điều hành sản xuất thường nhật.

Cơ hội

- Cơ hội tự cung cấp nguyên, vật liệu thép cho các công ty thành viên sản xuất các thành phẩm từ thép hoặc các sản phẩm được cấu thành một phần bởi thép.
- Cung cấp phôi thép cho những doanh nghiệp cán thép còn thiếu nguồn phôi với giá cạnh tranh với phôi thép ngoại nhập.
- Cơ hội cung cấp xi măng cho nguồn cầu tại phía Nam đang thiếu hụt có nguồn cung tại chỗ.

Thách thức

- Sức ép từ việc tạo lợi nhuận từ những dự án đã được vốn đầu tư lớn như Xi măng và Liên hợp sản xuất Gang thép.
- Rủi ro từ chính sách đánh thuế xuất nhập khẩu phôi thép và thép thương phẩm có thể ảnh hưởng lớn đến chiến lược kinh doanh của HPG.
- Sức ép cạnh tranh đến từ thép ngoại nhập và những nguồn cung thép trong nước từ những tổ hợp sản xuất thép có vốn lớn và công nghệ của nước ngoài như Formosa, Tata cùng với 32 dự án thép nằm ngoài quy hoạch ngành đã được cấp phép xây dựng và đang được triển khai... và nguồn cung từ những nhà máy xi măng mới đi vào vận hành có công suất lớn.
- Sức ép cạnh tranh từ chi phí vận chuyển nguồn nguyên vật liệu cho sản xuất phôi thép và xi măng do biến động của giá dầu.
- Rủi ro về biến động tỷ giá cũng là một vấn đề cần lưu ý khi nhập nguyên, vật liệu để sản xuất hàng điện lạnh và nội thất.

Thách thức từ những đối thủ lớn trong ngành xi măng và mặt hàng thép xâm nhập từ Trung Quốc là mối lo ngại không hề nhỏ chút nào đối với thị phần của HPG

PHẦN 2: MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Các giả định

Giả định về doanh thu

Với tình hình kinh tế năm 2009 còn nhiều khó khăn, chúng tôi dự báo tăng trưởng cho toàn tập đoàn sẽ không tăng trưởng nhiều so với năm 2008. Tuy nhiên, với những dự án có thể sẽ triển khai trong quý IV.2009, chúng tôi nhận định rằng HPG sẽ tăng trưởng mạnh trở lại trong 2 năm tới với tốc độ tăng trưởng ứng bình quân 25.8% và 26.9% cho 2010 và 2011.

Đi sâu hơn nữa vào tốc độ tăng trưởng của từng thành viên, chúng tôi đánh giá, năm 2009 sẽ là năm khó khăn đối với các thành viên Thép (Thép xây dựng và ống thép). Với mức dự báo tăng trưởng giảm khoảng 3.3% cho cả 2 mảng, 2 thành viên Thép trên sẽ tạo ra tổng cộng hơn 5,200 tỷ đồng doanh thu. Những thành viên còn lại là Nội thất, Điện lạnh, Thiết bị Phụ tùng, Thương mại và Phát triển Đô thị sẽ tăng trưởng chừng lại so với năm 2008.

Với kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm, doanh thu đạt trên 3,700 tỷ và 683.6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, chúng tôi cho rằng HPG có khả năng đạt được mức 8,300 tỷ đồng doanh thu khi kết thúc năm tài khóa 2009 và lợi nhuận sau thuế thu về hơn 1,300 tỷ đồng. Mức dự báo của chúng tôi cao hơn mức 7,000 tỷ doanh thu và 920 tỷ lợi nhuận của doanh nghiệp đặt ra sau khi đã điều chỉnh kế hoạch từ đầu năm. Với đánh giá rằng thị trường xây dựng sẽ ảm lên so với thời điểm hiện tại, trong khi giá phôi đang có chiều hướng tăng trở lại sau gần 12 tháng suy giảm mạnh.

Giả định tăng trưởng doanh thu theo từng mặt hàng

Bảng 18 – Dự báo tăng trưởng doanh thu theo từng mảng hoạt động của HPG:

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Cty CP Tập đoàn	72.6%	73.8%	-3.3%	28.0%	36.0%
Ống thép	38.4%	23.9%	-3.3%	15.0%	22.0%
Thiết bị Phụ tùng	49.0%	1.6%	-2.5%	11.0%	15.0%
Nội thất	35.1%	8.2%	0.5%	14.0%	18.0%
Điện lạnh	87.1%	9.3%	0.6%	11.0%	14.0%
XD & PT Đô thị	41.6%	25.9%	-1.2%	8.0%	15.0%
Thương mại	114.7%	193.4%	-1.0%	18.0%	23.0%
Thép cán tấm Kinh Môn	N/A	N/A	-3.0%	8.0%	15.0%
Liên hợp Gang thép	N/A	N/A	0.0%	60.0%	15.0%
Xi măng HP	N/A	N/A	0.0%	1300.0%	10.0%
Khai khoáng	N/A	N/A	0.0%	0.0%	15.0%

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Giả định tỷ trọng doanh thu

Bảng 19 – Dự báo tỷ trọng doanh thu theo từng mặt hàng

Đơn vị: '000 VND

Hoạt động	2008		2009F		2010F	
	Giá trị	Tỷ	Giá trị	Tỷ	Giá trị	Tỷ
	(tỷ đồng)	trọng	(tỷ đồng)	trọng	(tỷ đồng)	trọng
Cty CP Tập đoàn	3,957	47%	3,826.0	46%	4,897.3	46%
Ống thép	1,506	18%	1,456.0	17%	1,674.4	16%
Thiết bị Phụ tùng	427	5%	415.9	5%	461.7	4%
Nội thất	903	11%	907.9	11%	1,035.0	10%
Điện lạnh	402	5%	403.9	5%	448.4	4%
XD & PT Đô thị	284	3%	281.1	3%	303.6	3%

Company Report: Công Ty Cổ Phần Tập đoàn HÒA PHÁT (HPG) - GIỮ

Thương mại	887	11%	877.8	10%	1,035.8	10%
Thép cán tấm Kinh Môn	-		85.0	1%	91.8	1%
Liên hợp Gang thép	-		80.0	1%	128.0	1%
Xi măng HP	-		31.9	0%	445.9	4%
Khai khoáng	-		-	0%	15.0	0%
Tổng	8,364.8		8,365.5		10,536.8	

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Giả định giá vốn hàng bán

Bảng 20 - Dự báo giá vốn hàng bán theo từng mảng hoạt động

Đơn vị: '000 VND

	2009F	2010F	2011F
Cty CP Tập đoàn	2,907,749,719	3,819,864,893	5,328,221,800
Ống thép	1,106,543,233	1,314,384,084	1,679,129,853
Thiết bị Phụ tùng	324,433,140	376,280,051	440,686,269
Nội thất	726,332,738	864,245,167	1,025,915,939
Điện lạnh	322,327,919	374,372,972	431,896,388
XD & PT Đô thị	196,753,093	221,296,636	261,822,151
Thương mại	737,354,205	932,226,388	1,150,460,585
Thép cán tấm Kinh Môn	50,000,000	72,522,000	84,244,860
Liên hợp Gang thép	90,000,000	99,840,000	116,288,000
Xi măng HP	26,250,000	377,500,000	414,750,000
Total	6,487,744,047	8,542,532,191	10,933,415,846

Nguồn: TSC dự báo

Giả định tài sản & chi phí khấu hao

Do mới đầu tư vào những nhà máy và dự án lớn trong 2 năm trở lại đây, nên chi phí khấu hao của HPG rất lớn, đặc biệt là khi 2 dự án trọng điểm là xi măng và khu liên hợp Gang thép đi vào hoạt động cuối năm nay.

Bảng 21 – Dự báo tài sản cố định

Đơn vị: '000 VND

TS cố định	2008	2009F	2010F	2011F
Nguyên giá đầu năm	1,330,123,245	1,749,898,155	3,847,898,155	3,882,898,155
Tài sản tăng thêm	490,858,925	2,100,000,000	50,000,000	50,000,000
Thanh lý TS	71,084,015	2,000,000	15,000,000	10,000,000
Nguyên giá cuối năm	1,749,898,155	3,847,898,155	3,882,898,155	3,922,898,155
Giá trị ròng đầu năm	929,045,378	1,244,387,484	2,934,703,999	2,465,853,846
TS tăng thêm	490,858,925	2,100,000,000	50,000,000	50,000,000
Khấu hao	(175,516,819)	(409,683,486)	(518,850,152)	(893,850,152)
Giá trị ròng cuối năm	1,244,387,484	2,934,703,999	2,465,853,846	1,622,003,694

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Đến cuối năm nay, tài sản cố định của HPG sẽ được kết chuyển từ chi phí xây dựng cơ bản dở dang khoảng 2,100 tỷ từ 2 dự án kể trên (do dự án xi măng là liên doanh 50% với ACB, nên chúng tôi xác định giá trị khấu hao của tài sản cố định là giá trị mà HPG đóng góp vào trong liên doanh này). Với thời gian hoạt động của nhà máy xi măng và cho khu liên hợp sản xuất Gang thép là 12 năm, thì khấu hao hàng năm của HPG sẽ tăng lên khoảng 300 tỷ kể từ năm 2010.

Giả định về hàng tồn kho

Với phần nhiều trong giá trị hàng tồn kho xuất phát từ giá nguyên, vật liệu, dụng cụ để lắp đặt, xây dựng dây chuyền sản xuất cho 2 dự án lớn (Xi măng và luyện Gang thép), vì vậy chúng tôi cho rằng giá trị này sẽ giảm đáng kể khi kết thúc năm tài khoá 2009. Trong số 686.2 tỷ, chúng tôi ước tính sẽ có khoảng 500 tỷ kết chuyển sang chi phí xây dựng cơ bản dở dang.

Giả định về chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí quản lý doanh nghiệp và bán hàng theo chúng tôi nhận định sẽ tăng đáng kể khi 2 dự án xi măng và Gang thép đi vào hoạt động với lượng nhân công tăng lên. Điều này sẽ xảy ra trong năm 2010 khi những dự án trên hoàn thiện. Tuy nhiên, những chi phí này sẽ tăng lên chút ít so với 2008 khi cuối năm nay HPG đã cho các dây chuyền sản xuất vận hành. Giả định của chúng tôi, chi phí bán hàng sẽ là 100 tỷ và 127 tỷ trong 2009 và 2010. Chi phí quản lý doanh nghiệp tương ứng sẽ ước tính khoảng 125 và 147 tỷ.

Giả định về các khoản vay

Nhìn vào cơ cấu vay nợ của HPG, vốn vay dài hạn chiếm rất ít trong 3 năm qua. Chủ yếu là vốn vay lưu động đảm bảo cho chi trả lương nhân sự và nhập nguyên liệu thép tấm, lá và thu mua thép phế liệu.

Về nhu cầu vay khoản vay dài hạn sau năm 2009, chúng tôi chưa nhận thấy có khả năng HPG sẽ tiếp tục tiến hành vay để xây dựng nhà máy xi măng để nâng công suất lên 3 triệu tấn/năm. Sẽ phải cần thời gian và có sự kiểm chứng của thị trường về sản phẩm xi măng Hoà Phát để làm cơ sở cho tiến hành nâng công suất nhà máy hay không. Xét thêm về nhu cầu xi măng sau năm 2010, chúng tôi cho rằng, HPG sẽ chưa tiến hành nâng công suất, vì vậy giả định về vay dài hạn trong thời gian này, chúng tôi chưa nhận định là sẽ có.

Giả định chi phí lãi vay

Chi phí lãi vay mà HPG phải chịu chủ yếu là những khoản vay dung cho đầu tư dự án Xi măng Hoà Phát trị giá hơn 1,100 tỷ đồng. Khoản vay này có được từ hợp đồng ký với Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB), chi nhánh Hà Nam, với mức lãi suất có thể nói là rất thuận lợi, 8.5%/năm, ấn định cho 10 năm và thêm 2 năm ân hạn. Đây có thể coi là một lợi thế lớn của HPG khi bắt đầu thâm nhập vào thị trường sản xuất cung ứng xi măng. Theo chúng tôi thu thập thông tin, thì hầu hết những dự án xi măng được phê duyệt hình thành từ 2 năm trước thường nhận được những khoản vay có lợi về mặt lãi suất nếu so với mặt bằng lãi suất chung ở thời điểm vay. Căn cứ với thời điểm 2 năm trước, khi dự báo xi măng cung vẫn còn chưa đủ cầu, những dự án xi măng nằm trong quy hoạch phát triển ngành xi măng có thể nhận được sự ưu tiên về cấp vốn và lãi suất đầu tư, nhất là những dự án được tài trợ vốn vay qua VDB, nhằm đảm bảo những dự án này nhanh chóng đi vào hoạt động, ổn định tình hình cung ứng xi măng. Vì vậy, chúng tôi không ngạc nhiên khi HPG nhận được vốn vay với lãi suất như vậy.

Giả định về lợi nhuận sau thuế

Do hệ thống toàn Tập đoàn với nhiều công ty con và công ty liên kết, với 2 công ty mới tham gia là Công ty TNHH Hoà Phát Lào và Công ty cổ phần Bất động sản Hoà Phát – Á Châu, thuế thu nhập doanh nghiệp của HPG sẽ được tính không đồng nhất. Một số Công ty trong Tập đoàn đầu tư vào những dự án được Chính phủ và Nhà nước ưu đãi về thuế và miễn giảm thuế, kèm theo đó là chính sách miễn hoặc giảm thuế đối với những dự án mở rộng sản xuất. Vì vậy, với số liệu thu thập không được đầy đủ và đồng bộ, chúng tôi chỉ làm phép tính sơ bộ đưa ra mức thuế thu nhập tương đương hoặc không chênh lệch nhiều so với mức thuế thu nhập của năm 2008.

Bảng 22 – Dự báo Kết quả kinh doanh

Đơn vị: '000 VND

	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	8,364,804,886	8,365,468,426	10,521,774,656	13,332,809,026
Giá vốn hàng bán	(7,106,495,502)	(6,487,744,047)	(8,452,532,191)	(10,933,415,846)
Lãi gộp	1,258,309,385	1,877,724,379	2,069,242,465	2,399,393,180
Chi phí bán hàng	(106,407,583)	(100,385,621)	(126,261,296)	(146,660,899)

Chi phí QLDN	(138,459,532)	(125,482,026)	(147,304,845)	(166,660,113)
EBIT	1,030,078,280	1,665,856,732	1,811,076,324	2,103,012,168
Lãi vay	(170,814,160)	(127,884,812)	(212,755,008)	(218,642,639)
Chênh lệch tỷ giá	(6,052,555)	(62,267,850)	(10,000,000)	(12,000,000)
Lãi trước thuế	1,009,079,038	1,588,809,137	1,686,321,316	2,022,369,529
Thuế TNDN	159,219,171	251,031,844	273,184,053	505,592,382
Lãi ròng	849,859,866	1,337,777,293	1,413,137,263	1,516,777,147

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo

Định giá

Mô tả về mô hình định giá

Chúng tôi đã cân nhắc kết hợp định giá theo 3 phương pháp là chiết khấu dòng cổ tức, phương pháp so sánh P/E & P/B và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF.

Chiết khấu dòng cổ tức (DDM)

Với khả năng sinh lợi nhuận ấn tượng từ khi thành lập Tập đoàn đến hiện tại, HPG đã có chính sách chia cổ tức tương ứng ở mức khá cao, từ 2,000 đến 3,000 đồng/cổ phiếu. Tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận sau thuế từ 41.1% đến 46.2%. Chúng tôi tin là với những dự án lớn đi vào hoạt động từ cuối năm nay, cùng với những chuyển biến tích cực của nền kinh tế và thị trường xây dựng, HPG sẽ duy trì được mức chi trả cổ tức tương đương những năm qua, từ 41.1% đến 52% trong 3 năm tới.

Bảng 23 - Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức

Chi phí vốn chủ	15.68%
P/E dự báo cuối năm 2009	9.14
Hiện giá cổ tức từ 2009E - 2013F	10.38
Giá cổ phiếu cuối năm 2009E	84.3
Giá cổ phiếu (*000 VND)	51.098

Định giá so sánh P/E

Công ty trong nước – Chưa phù hợp

HPG là doanh nghiệp hoạt động tương đối đa lĩnh vực, với hoạt động sản xuất cung ứng nguyên vật liệu xây dựng làm nòng cốt (thép xây dựng và các loại khác). Nếu so sánh đơn thuần mảng hoạt động thép của HPG với những doanh nghiệp khác trong ngành như VIS, NVC, KKC, VGS, SMC, HLA và HSG, HPG tương đồng với VIS, NVC và KKC về mảng sản xuất phôi thép, với VGS và HLA về mảng ống thép. Thêm nữa, đã có sự khác biệt khá lớn khi HPG còn hoạt động mạnh (trong tương lai) ở sản xuất xi măng và phát triển Khu công nghiệp và Đô thị, chưa kể nói đến những mảng mạnh khác là nội thất, điện lạnh.

Vì vậy để lấy đại diện có đầy đủ yếu tố để so sánh với HPG trên thị trường, chúng tôi thấy chưa thể có doanh nghiệp nào tương đương về cùng các mảng hoạt động để đối chiếu.

Công ty nước ngoài

Để so sánh chỉ số P/E của HPG, chúng tôi quyết định chọn những công ty sản xuất thép có công suất lớn trong khu vực Châu Á là Trung Quốc, Hàn Quốc, Ấn Độ và Indonesia để làm đối chiếu. Kết quả cho thấy chỉ số P/E của HPG khá tương đương với chỉ số bình quân của khu vực.

Bảng 24 – Chỉ số P/E các công ty trong khu vực

Công ty	Quốc Gia	Vốn hóa TT	Doanh thu	Giá	EPS	P/E
HOÀ PHÁT GROUP	Việt Nam	12,174,567,876	8,364,804,886	62	4.3	14
ANGANG STEEL-A	Trung Quốc	121,241,198,592	78,037,000,192	17	0.4	39

Company Report: Công Ty Cổ Phần Tập đoàn HÒA PHÁT (HPG) - GIỮ

BHUSHAN STEEL	Hàn Quốc	33,777,979,392	41,773,543,424	795	99.4	8
INDIA STEEL WORK	Ấn Độ	939,641,984	2,091,030,528	5	0.7	7
BAJAJ STEEL INDS	Ấn Độ	286,220,000	2,120,201,856	130	65.0	2
ELECTROSTEEL CAS	Ấn Độ	10,974,940,160	19,472,252,928	38	4.8	8
PANCHMAHAL STEEL	Ấn Độ	1,166,683,008	3,268,110,080	83	11.9	7
TATA STEEL LIMIT	Ấn Độ	361,703,800,832	1,473,292,664,832	454	64.9	7
WIJAYA KARYA	Indonesia	2,016,922,959,872	6,555,978,170,368	345	26.5	13
Trung Bình						11.7

Nguồn: Bloomberg, giá tính theo đơn vị bản tệ

Với P/E trung bình ngành trong khu vực là 11.7, và lợi nhuận sau thuế dự báo 2009 là 1,337.7 tỷ đồng, lợi nhuận trên một cổ phiếu là 6,813 đồng, thì giá cuối năm của HPG, với cơ sở này, sẽ là **79,485** đồng/cổ phiếu.

Chiết khấu dòng tiền - DCF

Với những giả định đã cân nhắc ở trên, trong định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định WACC là 14.95% và tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau năm 2011 là ổn định ở mức 4.95%/năm. Tổng chi phí vốn chủ bình quân được xác định là 15.18%, beta của HPG là 1.15.

Kết quả định giá

Bảng 25 - Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

CP CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT - HPG	
Chi phí sử dụng vốn	15.44%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2013E	4.95%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2013F	5,005,568,831
Hiện giá các khoản thu nhập sau 2013F	9,734,666,660
Tiền và các khoản tương đương tiền	276,008,929
Giá trị Công ty	15,016,244,420
Vay nợ dài hạn cuối 2008	19,235,755
Giá trị vốn chủ	14,997,008,665
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	196,363,998
Giá trị cổ phiếu	76,374

Kết quả định giá

Chúng tôi đánh giá với HPG, việc xác định giá trị theo phương pháp chiết khấu dòng tiền sẽ phản ánh được chính xác khả năng tạo doanh thu và lợi nhuận của toàn Tập đoàn hơn phương pháp so sánh P/E với những tập đoàn thép lớn tại khu vực Châu Á và thế giới. Do vậy, chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu của HPG theo tỷ trọng 85% nghiêng về phương pháp chiết khấu dòng tiền. Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức chiếm tỷ trọng 10%, còn lại phương pháp so sánh P/E chiếm tỷ trọng 5%.

Theo đó, **giá cổ phiếu HPG sẽ là $76,374 \times 0.85 + 51,098 \times 0.1 + 79,485 \times 0.05 = 72,893$ VND.**

Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu HPG, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo Update mới nhất.

Company Report: Công Ty Cổ Phần Tập đoàn HÒA PHÁT (HPG) - GIỮ

Phụ lục – Dự báo báo cáo thu nhập (Đơn vị: ‘000 VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	2,796,897,578	3,593,409,040	5,642,934,499	8,364,804,886	8,365,468,426	10,521,774,656	13,332,809,026
Giá vốn hàng bán	(2,638,138,003)	(3,172,816,638)	(4,676,412,401)	(7,106,495,502)	(6,487,744,047)	(8,452,532,191)	(10,933,415,846)
Lợi nhuận gộp	158,759,575	420,592,402	966,522,098	1,258,309,385	1,877,724,379	2,069,242,465	2,399,393,180
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.7%	11.7%	17.1%	15.0%	22.4%	19.7%	18.0%
Thu nhập khác	18,675,789	976,696	30,417,105	26,286,317	20,000,000	22,000,000	24,200,000
Chi phí bán hàng	-	(2,798,611)	(89,005,679)	(106,407,583)	(100,385,621)	(126,261,296)	(146,660,899)
Chi phí QLDN	(10,042,479)	(7,692,874)	(106,717,972)	(138,459,532)	(125,482,026)	(147,304,845)	(166,660,113)
Chi phí hoạt động khác	(670,950)	(907,478)	(23,790,765)	(9,650,307)	(6,000,000)	(6,600,000)	(7,260,000)
EBIT	166,721,934	410,170,135	777,424,787	1,030,078,280	1,665,856,732	1,811,076,324	2,103,012,168
Thu tài chính	89,518	144,659	25,886,620	149,814,918	113,105,067	98,000,000	150,000,000
Chi tài chính	(20,637,048)	(41,744,090)	(45,263,941)	(170,814,160)	(127,884,812)	(212,755,008)	(218,642,639)
Chi phí tỷ giá	-	-	2,553,409	(6,052,555)	(62,267,850)	(10,000,000)	(12,000,000)
Thu nhập tài chính ròng	(20,547,529)	(41,599,431)	(19,377,321)	(20,999,242)	(77,047,595)	(124,755,008)	(80,642,639)
Lợi nhuận trước thuế	146,174,405	368,570,704	758,047,466	1,009,079,038	1,588,809,137	1,686,321,316	2,022,369,529
Thuế thu nhập	-	2,576,736	115,451,969	159,219,171	251,031,844	273,184,053	505,592,382
Lợi nhuận sau thuế	146,174,405	365,993,969	642,595,497	849,859,866	1,337,777,293	1,413,137,263	1,516,777,147

Nguồn: BCTC kiểm toán HPG và TSC dự báo



Khuyến cáo: Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐAM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

Mức Khuyến Nghị

Mua Mạnh (5 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Mua (4 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Giữ (3 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán (2 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán Mạnh (1 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

Trụ sở chính: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh: Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư: TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải, Nguyễn Quang Huy, Hoàng Công Tuấn, Vũ Thị Diệu Linh, Tống Duy Sơn

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyên Có, Nguyễn Hoài An.