

MCK: POM (HSX)

CTCP THÉP POMINA

NẮM GIỮ

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

33.600

Chuyên viên : Vũ Hoàng Việt

Email: viet.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 342

VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu POM tại thời điểm hiện nay vào khoảng 33.600 đồng/cp (tương đương giá trị vốn hóa thị trường khoảng 6.291 tỷ đồng), cao hơn 14,7% so với giá tham chiếu ngày 01/12.

EPS 2010F được ước tính sẽ ở mức 3.830 đồng/cp, tương ứng P/E forward 7,65 lần; thấp hơn so với mức 8,2 lần của trung bình ngành, tuy nhiên, cao hơn mức 5 lần của P/E ngành sau khi đã loại trừ HPG. Theo đánh giá của người phân tích, POM hiện không hấp dẫn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, trên cơ sở nền tảng năng lực nội tại và sức bật của Công ty sau giai đoạn khó khăn chung của ngành, nhà đầu tư có thể cân nhắc đưa POM vào danh mục khi giá thị trường có mức điều chỉnh giảm từ 20% - 25% so với giá định giá.

Pomina hiện đang là một trong những nhà sản xuất thép có công suất lớn nhất trong nước, với năng lực sản xuất gồm 03 dây chuyền cán thép (tổng công suất 1,1 triệu tấn/năm) và 01 dây chuyền luyện phôi (500 nghìn tấn/năm). Với đặc thù ngành thép, việc sở hữu lợi thế theo quy mô là thuận lợi không nhỏ đối với POM so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

Lợi thế từ sự tự chủ về nguyên liệu đầu vào sẽ được nâng cao hơn nữa khi nhà máy Pomina 03 hoàn thành và chính thức đóng góp từ 2012. Hiện tại, POM là một trong số ít những doanh nghiệp trong ngành có khả năng tự chủ (một phần) nguyên liệu đầu vào. Hiện tại, giá phôi thép luyện trong nước có giá thành thấp hơn từ 10%-15% giá nhập khẩu. Trong bối cảnh phôi thép và thép phế liệu chỉ đáp ứng được 60% và 45% nhu cầu trong nước, việc tự đáp ứng được khoảng 45% nhu cầu là lợi thế lớn của POM..

Từ 2012, khi nhà máy Pomina 03 đi vào hoạt động, với năng lực thiết kế gồm 01 dây chuyền luyện phôi (công suất 1 triệu tấn/năm) và 01 dây chuyền cán (500 nghìn tấn/năm). Khi hoạt động hết công suất, khả năng tự đáp ứng nguyên liệu đầu vào của POM sẽ tăng lên khoảng 90%. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng của dự án này vì trong vài năm tới, tình trạng cung vượt cầu trong ngành sẽ rõ nét hơn khiến mức độ cạnh tranh trong ngành sẽ khắc nghiệt hơn. Sự giảm thiểu phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu sẽ là một thuận lợi lớn của POM.

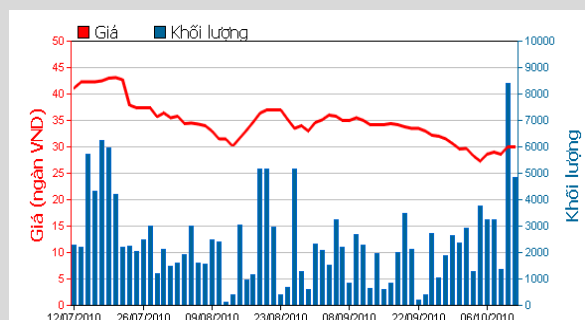
Pomina có thị trường tiêu thụ rộng lớn và tốc độ tăng trưởng được duy trì ổn định qua các năm. Thị trường tiêu thụ chính của POM là thị trường miền Nam, tương đương 30% thị trường cả nước. Tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng năm được duy trì từ 5% - 7%. Trong 2010, Công ty cũng có chiến lược đẩy mạnh hơn nữa hoạt động phân phối bằng cách thành lập Công ty TNHH Phân phối Pomina (liên doanh giữa POM và công ty TNHH Thép Việt).

Rủi ro đối với POM và các doanh nghiệp sản xuất thép trong ngắn hạn là khả năng thu hẹp của tỷ suất lợi nhuận. Trong những tháng cuối năm, giá bán các sản phẩm thép đã có mức tăng nhẹ. Tuy nhiên, nguyên nhân chủ yếu đến từ áp lực tỷ giá USD/VND tăng chứ không từ sự cải thiện trong nhu cầu. Tỷ giá tăng khiến giá nguyên vật liệu nhập khẩu cũng tăng theo, giá bán tăng nhưng tỷ lệ chiết khấu cho các đại lý cũng tăng theo để đảm bảo sức tiêu thụ trong bối cảnh nhu cầu không cao khiến tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp không những được thuận lợi mà còn có khả năng bị thu hẹp hơn.

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 30/11/10) (VND)	29.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	52.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	27.300
Số CP đang lưu hành	187.449.951
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	26.018
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.492
Trailing P/E (2009) (x)	3,9
Forward P/E (2010) (x)	7,7
P/BV (BV 30/09/10) (x)	2,0

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	9T10	2010KH	2010F
DT	7.539	7.913	10.117	10.591
LNTT	736	637	-	825
LNST	505	617	612	718
VĐL	1.620	1.874	-	1.874
TTS	6.005	7.112	-	6.992
VCSH	1.981	2.755	-	2.456
ROA (%)	8,4%	-	-	10,3%
ROE (%)	25,4%	-	-	28,8%
EPS (VND)	7.476	-	-	3.830
GTSS (VND)	12.229	14.695	-	13.103
Tỷ lệ cổ tức (%)	-	-	20	20

Nguồn: BCTC POM

CTCP Thép POMINA

Đường 27, KCN Sóng Thần II,
huyện Dĩ An, tỉnh Bình Dương.

ĐT: 0650 3710 051

Fax: 0650 3740 862

Website: www.pomina-steel.com

Thành lập: Năm 2008

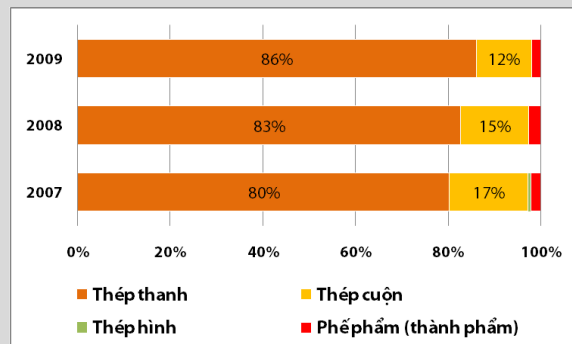
Cổ phần hóa: Năm 2008

Nhân sự: >1.000 người

Quản trị - Điều hành

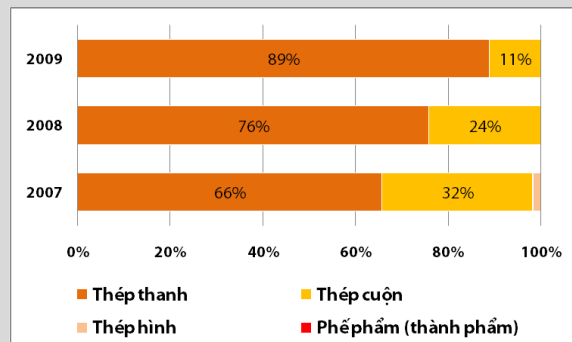
Tên	Chức vụ
Đỗ Xuân Chiểu	CT.HĐQT
Đỗ Tiến Sĩ	PCT. HĐQT
Đỗ Thị Kim Cúc	TV. HĐQT
Đỗ Duy Thái	TV. HĐQT
Đỗ Văn Khanh	TV. HĐQT

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: BCTC POM

Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC POM

CTCP Thép Pomina ban đầu là Nhà máy Thép Pomina 1 do công ty TNHH Thép Việt đầu tư xây dựng. Đến 2008, nhà máy được chuyển đổi thành CTCP Thép Pomina (POM) với số vốn điều lệ ban đầu 500 tỷ đồng. Sau 3 lần tăng vốn, POM hiện đang hoạt động với mức vốn điều lệ 1.630 tỷ, là một trong những công ty có quy mô hoạt động và vốn lớn nhất ngành.

Hiện tại, cổ đông hiện hữu lớn nhất của POM là công ty TNHH TM-SX Thép Việt với tỷ lệ nắm giữ 60,22% vốn điều lệ.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Sản phẩm – Năng lực sản xuất

Hoạt động của POM là sản xuất và kinh doanh các loại thép xây dựng; tái chế các loại phôi thép,... Sản phẩm thép của POM được sử dụng chủ yếu tại các công trình lớn như thủy điện, cầu, đường, các khu dân cư,...

Doanh thu từ thép luôn chiếm 98% trong cơ cấu doanh thu hàng năm, phần còn lại thuộc về kinh doanh phế liệu và phôi. Nhóm sản phẩm thép có tỷ suất sinh lợi gộp khoảng 19%. Sản phẩm chủ lực là thép xây dựng có thể chia làm 02 nhóm chính: thép thanh, thép cuộn.

Thép thanh: là nhóm sản phẩm có tỷ trọng lớn nhất trong sản lượng và doanh thu của POM với tỷ trọng lần lượt là 83% và 86% (năm 2009). Tỷ trọng đóng góp trong lợi nhuận gộp của nhóm sản phẩm này khoảng 89%. Tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 19,4%.

Thép cuộn: chiếm tỷ trọng khoảng 17% và 12% trong sản lượng và doanh thu 2009. Tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 17,4%.

Năng lực sản xuất: POM sở hữu 04 dây chuyền sản xuất đặt tại công ty con (CTCP Thép Thép Việt) và 2 nhà máy trực thuộc, trong đó có 3 dây chuyền cán thép và 1 dây chuyền luyện phôi.

- **Nhà máy Pomina 01 (trực thuộc POM):** có 02 dàn cán thép với công suất mỗi dàn 300 nghìn tấn/năm, lần lượt đi vào hoạt động trong 2002 và 2005.

- **CTCP Thép Thép Việt (POM góp 99,5% vốn):** CTCP Thép Thép Việt được sáp nhập vào Pomina vào cuối 2009 thông qua hình thức phát hành thêm 80 triệu cổ phiếu Pomina để hoán đổi cổ phiếu Thép Thép Việt. Năng lực sản xuất bao gồm 01 dây chuyền luyện phôi có công suất 500 nghìn tấn/năm (hoạt động từ 2007) và 01 dây chuyền cán thép công suất 500 nghìn tấn/năm (từ 2009).

Như vậy, hiện tại POM đang có tổng công suất cán thép 1,1 triệu tấn thép/năm và công suất luyện phôi 500 nghìn tấn/năm. Năng lực sản xuất của POM hiện đang đứng đầu trong ngành. Hiện tại, tất cả các dây chuyền ở nhà máy Pomina 01 đang hoạt động gần như hết công suất.

Bản so sánh năng lực một số DN trong ngành

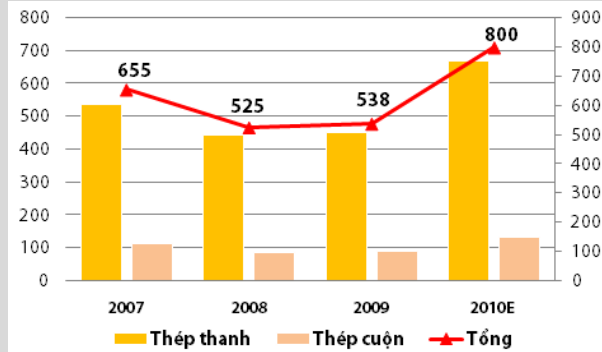
	POM	HPG	VIS	DNY
Luyện phôi (nghìn tấn/năm)	1.100	200	400	150
Cán thép (nghìn tấn/năm)	500	700	250	120

Nguồn: VDSC tổng hợp

Sản lượng cán thép kế hoạch trong 2010 là 945 nghìn tấn, tương đương

Sản lượng tiêu thụ qua các năm

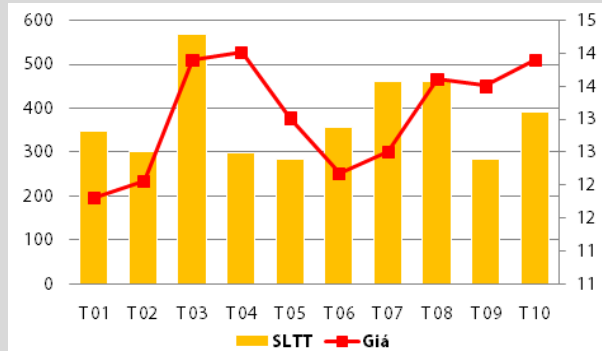
Đvt: nghìn tấn



Nguồn: BCB POM

Diễn biến giá thép trong 2010

Đvt: nghìn tấn – triệu đồng/tấn



Nguồn: VSA

Diễn biến giá phôi thép trên sàn giao dịch London (London Metal Exchange – LME)

Đvt: USD/tấn



Nguồn: LME

khoảng 80%-85% năng lực hoạt động. Trong năm sau, khả năng tăng sản lượng vẫn sẽ có thể đạt 15%-20%.

Diễn biến tiêu thụ & giá thép

Sức tiêu thụ và diễn biến giá thép trong 2010 diễn ra khá trái ngược với tình hình chung những năm trước. Sản lượng tiêu thụ cùng giá bán giảm trong Q2 sau khi tăng mạnh trong Q1. Bước vào Q3, vốn là mùa thấp điểm hàng năm do mùa mưa, giá thép và sản lượng tiêu thụ lại tăng mạnh trong Q3. Giá thép và phôi thép trên thị trường thế giới tăng khiến các đại lý tăng cường hoạt động đầu cơ, giữ hàng. Điều này làm giá thép đi lên trái với tương quan cung cầu thực.

Giá thép bán ra từ nhà máy của Pomina bình quân trong Q3 khoảng 13 – 13,5 triệu đồng/tấn. Giá thép trong Q4 được điều chỉnh tăng dưới tác động của tỷ giá tăng, ước tính khoảng 13,5 triệu – 14 triệu/tấn. Sức tiêu thụ được kỳ vọng sẽ bắt đầu khởi sắc từ nửa cuối tháng 10, tuy nhiên, sự giới hạn về dòng tiền vào lĩnh vực BĐS sẽ là trở ngại cho điều tích cực trên.

Chi phí

Đặc thù của hoạt động sản xuất thép có nguyên liệu là phôi và thép phế liệu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí, tương đương khoảng gần 90% giá thành. Đối với POM, dây chuyền luyện phôi có thể đáp ứng được khoảng 52% công suất cán thép hiện tại phần nào giúp giảm thiểu mức độ phụ thuộc của POM vào nguồn nguyên vật liệu nhập khẩu.

Giá phôi thép tự sản xuất của POM so với giá nhập khẩu rẻ hơn khoảng 10% - 15%. Trong bối cảnh cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt, những đơn vị nào sở hữu năng lực luyện phôi sẽ là thuận lợi lớn so với các đối thủ trong việc nâng cao giá trị cho chuỗi sản phẩm của mình.

Hiện tại trong ngành, ngoài Pomina, hiện chỉ có một vài công ty như Hòa Phát – HPG (công suất luyện phôi 200 nghìn tấn/năm), Việt Ý - VIS (400 nghìn tấn/năm), Dana – Ý – DNY (150 nghìn tấn/năm),... là có khả năng tự cung cấp một phần nguyên liệu đầu vào. Ưu thế này giúp tỷ suất lợi nhuận gộp của POM cao hơn so với các doanh nghiệp không có khả năng trên như HLA, VGS, DTL,... So với HPG, một doanh nghiệp có hệ thống liên hợp sắt tự khai thác và cung cấp được một phần quặng và than cốc, tỷ suất sinh lợi của POM thấp hơn.

Vị thế công ty

POM là một trong những đơn vị sản xuất thép có công suất lớn nhất Việt Nam hiện nay, ngoài ra khả năng tự cung cấp được một phần phôi cũng đưa POM và trong nhóm số ít các doanh nghiệp sở hữu lợi thế này.

Hệ thống phân phối của POM gồm 7 tổng đại lý và hơn 800 đại lý cấp 2. Thị trường kinh doanh chính của POM tập trung ở khu vực từ miền Trung trở vào, các tỉnh Đồng Bằng Sông Cửu Long,... Dựa trên những con số thống kê về sản lượng tiêu thụ, có thể nói POM đang chiếm giữ khoảng 30% thị trường khu vực phía Nam và khoảng 14% - 16% thị phần cả nước. Sản lượng tiêu thụ hàng năm duy trì được tốc độ tăng trưởng từ 5% - 7%.

Tiềm năng tăng trưởng

Triển vọng của ngành trước hết đến từ tiềm năng phát triển của hệ thống cơ sở

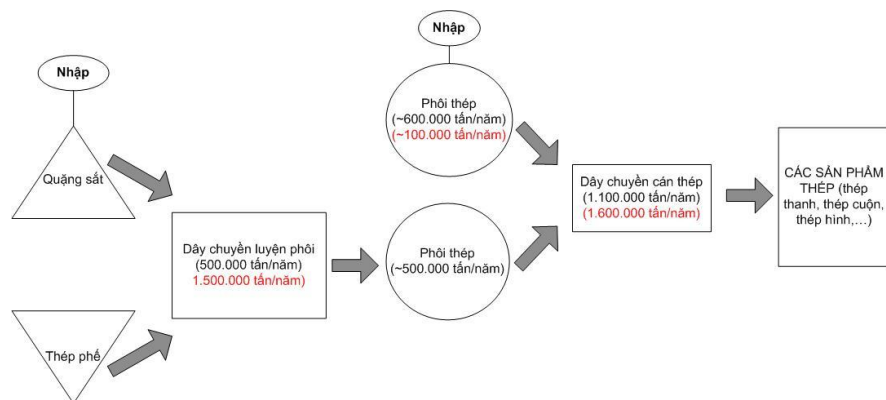
hạ tầng và nhu cầu sử dụng thép trong lĩnh vực công nghiệp. Sự tương quan chặt giữa tăng trưởng kinh tế và tăng trưởng ngành là không thể phủ nhận. Đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam được đánh giá sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân 18% - 22% trong 2010 và duy trì ở những năm sau đó.

Hiện tại các dây chuyền sản xuất của POM đã đang hoạt động gần hết công suất. Để đón đầu những cơ hội trong tương lai, POM cũng đang đầu tư thực hiện một số dự án nhằm mở rộng năng lực hoạt động.

Dự án nhà máy luyện phôi thép tại KCN Phú Mỹ, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu: dự án được xây dựng trên khu đất có diện tích 43ha, gần nhà máy điện Phú Mỹ. Tổng vốn đầu tư khoảng 1.379 tỷ đồng, nhà máy sẽ có công suất luyện phôi 1.000.000 tấn/năm và cán thép 500.000 tấn/năm.

Hiện tại, nhà máy đang trong giai đoạn xây lắp và theo kế hoạch sẽ bắt đầu hoạt động vào cuối 2011, nhà máy sẽ hoạt động tối đa công suất từ 2014 trở đi. Khi đó, công suất cán thép sẽ tăng hơn 45% và công suất luyện phôi tăng gấp đôi và sẽ đáp ứng được hơn 90% nhu cầu phôi thép của Công ty.

Dây chuyền và năng lực sản xuất hiện tại và sau khi dự án tại KCN Phú Mỹ hoàn thành



Màu đen: Quy trình và năng lực sản xuất trước khi dự án nhà máy Pomina Phú Mỹ hoàn thành.

Màu đỏ: Quy trình và năng lực sản xuất sau khi dự án nhà máy Pomina Phú Mỹ hoàn thành.

Ngoài ra, Công ty còn có kế hoạch thực hiện một *Dự án cảng tại khu vực sông Thị Vải*. Công suất xếp dỡ dự tính sau khi hoàn thành là 3 triệu tấn hàng hóa/năm, dự án này nhằm phục vụ trực tiếp cho nhu cầu vận chuyển nguyên liệu và thành phẩm cho nhà máy mới tại Vũng Tàu.

Rủi ro kinh doanh

Rủi ro mang tính vĩ mô mà ngành thép Việt Nam phải đối mặt là rủi ro về sự mất cân đối trong cung cầu thép trong những năm tới. Một rủi ro khác luôn thường trực là rủi ro tỷ giá, do nguyên liệu cho ngành thép vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn nhập khẩu.

Người phân tích cho rằng mức độ rủi ro về tỷ giá của POM hiện tại đang thấp hơn mức chung của ngành với khả năng tự đáp ứng một phần nhu cầu nguyên liệu. Cho đến năm 2012, rủi ro này sẽ được giảm thiểu hơn nữa khi nhà máy luyện phôi của POM đi vào hoạt động. Khi đó, để hoạt động hết công suất, lượng phôi thép phải nhập sẽ giảm còn khoảng 100 nghìn tấn so với 600 nghìn tấn như hiện nay.

Khả năng sinh lời

	2008	2009	9T/10	Ngành
LN Gộp/DT	10,5%	18,2%	12,9%	9,5%
LN HĐKD/DT	10,2%	17,5%	8,3%	5,4%
LNST/DT	6,2%	6,7%	7,7%	5,0%
ROA	26,4%	8,4%	-	-
ROE	83,4%	25,4%	-	-

Nguồn: BCTC POM

Tỷ suất lợi nhuận 9T2010 một số DN thép

9T/2010	POM	HPG	TLH	VIS
Lãi gộp/DT	13%	17%	10%	7%
Lãi ròng/DT	8%	10%	3%	3%

Nguồn: VDSC tổng hợp.

Cấu trúc tài chính

	2008	2009	3Q/10	Ngành
Cấu trúc tài sản				
Phải thu/TTS	18,0%	34,1%	29,4%	26,8%
HTK/TTS	16,6%	27,3%	34,4%	36,4%
TSCĐ/TTS	16,6%	27,3%	24,4%	21,9%
Cấu trúc vốn				
Tổng nợ/TTS	68,3%	63,0%	61,3%	63,4%
Nợ vay/TTS	41,4%	50,3%	44,5%	44,5%

Nguồn: BCTC POM.

Cạnh tranh với hàng nhập khẩu cũng là một rủi ro đáng kể khi các biện pháp hỗ trợ ngành thép nội địa dần được dỡ bỏ theo lộ trình hội nhập WTO, AFTA,...

Đầu tư tài chính

Tính đến 30/06/2010, khoản đầu tư tài chính của POM chiếm một tỷ trọng rất nhỏ, vào khoảng 833 triệu đầu tư vào CTCP Vôi công nghiệp Hà Nam.

Tình hình tài chính**Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động**

Trong giai đoạn 2006 – 2009, POM luôn duy trì được sự tăng trưởng trong doanh thu, tỷ suất tăng trưởng gộp (CAGR) trong giai đoạn này đạt gần 19%. Riêng năm 2009, Công ty vẫn duy trì được mức tăng trưởng sản lượng và doanh thu nhẹ ở mức 2,5% và 4,3%, tuy nhiên lợi nhuận ròng tăng trưởng đến 47%. Mức tăng trưởng đầy ấn tượng một phần do sáp nhập với CTCP Thép Việt vào tháng 12/2009.

Trong 09 tháng đầu 2010, POM ghi nhận 7.913 tỷ doanh thu và 617 tỷ lợi nhuận ròng, hoàn thành được 78% kế hoạch doanh thu và vượt nhẹ kế hoạch lợi nhuận. Các tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu đều cao hơn so với số bình quân ngành, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với HPG. Sự vượt trội trong các tỷ suất sinh lợi của POM đến từ lợi thế về quy mô của Công ty, nhất là ở khả năng tự đáp ứng một phần phôi thép. Nhóm các công ty sở hữu năng lực luyện phôi trong ngành, tiêu biểu là HPG và POM luôn có được các tỷ suất sinh lợi tốt hơn, nhất là trong giai đoạn giá thép có những diễn biến phức tạp.

Diễn biến doanh thu và lợi nhuận của POM trong 2010 khá đặc biệt. Doanh thu Q3 đạt 3.348 tỷ, tăng mạnh so với 2.281 tỷ (Q1) và 2.283 tỷ (Q2). Tuy nhiên, giá vốn trong Q3 lại tăng mạnh làm tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3 giảm mạnh so với 2 quý đầu. Giá bán trên thị trường thế giới đã chững lại và có dấu hiệu điều chỉnh giảm khiến Công ty nỗ lực đẩy bán những lô hàng có giá vốn cao. Sự tăng tỷ giá trong tháng 8 cũng là một yếu tố dẫn đến những biến động trong doanh thu và giá vốn quý 3 vừa qua.

Trong 2010, chi phí tài chính cũng tăng so với 2009 do lãi suất bình quân cao hơn và chi phí phát sinh từ chênh lệch tỷ giá cũng có tỷ lệ đáng kể trong chi phí tài chính của POM. Trong 479 tỷ chi phí tài chính 9 tháng đầu 2010 có đến 28 tỷ là khoảng lỗ tỷ giá đã thực hiện ròng. Cạnh đó, khoản lỗ tỷ giá do đánh giá lại các sổ dư gốc tiền tệ lên đến 81 tỷ. Một vài con số trên cho thấy hoạt động kinh doanh của POM cũng chịu ảnh hưởng rất nhiều bởi biến động tỷ giá.

Cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài sản và cấu trúc vốn của POM có sự tương đồng khá rõ với ngành; tài sản phân bổ đều vào ba khoản chính: hàng tồn kho, khoản phải thu và tài sản cố định, đồng thời tỷ lệ nợ trên tài sản khá lớn.

Tính đến ngày 30/09/2010, 61% tài sản của POM được tài trợ bằng các khoản nợ phải trả. Trong đó, 73% là từ các khoản vay ngân hàng, tương đương 45% tổng tài sản. Trong thời gian tới, các tỷ số nợ có khả năng được cải thiện hơn với kế hoạch tăng vốn điều lệ của Công ty.

Phần lớn các khoản nợ của POM được vay bằng ngoại tệ. Tỷ lệ nợ vay ngoại tệ của Công ty tính đến hết Q3/2010 là 78% tổng các khoản vay ngân hàng đang

khoảng 121,9 triệu USD, tương đương 2.888 tỷ đồng. Trong đó, nợ dài hạn ngoại tệ khoảng 34 triệu USD. Như vậy, POM cũng chịu ảnh hưởng phần nào từ sự trượt giá của đồng VND so với USD qua 02 lần điều chỉnh vừa qua của NHNN.

Dự phóng – Định giá

Dự phóng kết quả kinh doanh

Sản lượng, giá & doanh thu: Giá thép và tình hình tiêu thụ tăng mạnh trong Q4 là khó xảy ra, chúng tôi cho rằng tình hình tiêu thụ trong quý cuối 2010 của Công ty sẽ tương đương hoặc nhỉnh hơn so với với Q3. Giá thép từ nay đến cuối năm sẽ tăng nhẹ vì tỷ giá tăng nhưng biên tỷ suất sinh lợi khó được mở rộng. Giá thép bình quân thị trường trong Q3 là 13,5 triệu đồng/tấn. Chúng tôi cho rằng mức giá bình quân trong Q4 sẽ dao động ở mức 13,5 triệu – 14,2 triệu đồng/tấn.

Sản lượng tiêu thụ trong 3Q đầu đã đạt 670 nghìn tấn, ước tính cả năm POM sẽ tiêu thụ được hơn 800 nghìn tấn sản phẩm. Trên cơ sở nhận định sản lượng và giá bán như trên, DT 2010 của POM được ước tính có thể sẽ đạt hơn 10.591 tỷ.

Từ nay đến cuối năm, chúng tôi cho rằng. Tỷ suất sinh lợi trong quý 4 ước tính sẽ cao hơn trong Q3 nhờ: (1) Sản lượng tiêu thụ và giá bán có thể tăng nhẹ; (2) giá phôi thép ổn định từ 420 USD/tấn đến tiệm cận 500USD/tấn. Tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm 2010 ước tính khoảng 12,4%.

Giá vốn sản xuất tại nhà máy của POM ước tính khoảng 12,5 triệu/tấn. So với mức giá bán bình quân giả định thận trọng ở 14 triệu/tấn, tỷ suất sinh lợi của quý cuối 2010 sẽ vào khoảng 12%.

Doanh thu và chi phí tài chính sẽ ít biến động trong nửa cuối 2010. Tuy nhiên, với tỷ lệ sử dụng nợ vay ngoại tệ khá cao và sự trượt giá của đồng VND trong năm, Công ty sẽ phải ghi nhận khoản dự phòng lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện. Chúng tôi ước tính trên cơ sở số dư vay ngoại tệ đến hết Q2/2010, mức lỗ tỷ giá của POM hạch toán vào chi phí tài chính khoảng 34 tỷ đồng.

Trên cơ sở những dự phóng trên, lợi nhuận sau thuế trong 2010 của POM sẽ vào khoảng 718 tỷ, tương đương mức EPS bình quân khoảng 3.830 đồng, giá trị sổ sách dự phóng khoảng 13.103 đồng.

Dự báo 2011: Khả năng tăng trưởng mạnh trong năng lực sản xuất chỉ đến sau khi nhà máy Pomina 03 hoàn thành vào 2012. Trong năm tới, dây chuyền hiện hữu có khả năng duy trì mức tăng trưởng 10% trong sản lượng. Giá bán được giả định giao động tăng từ 5% - 10% so với giá bình quân trong 2010.

Doanh thu và lợi nhuận ròng trong 2011 được ước tính đạt khoảng 12.232 tỷ và 1.055 tỷ. EPS 2011F ước tính khoảng 5.087 đồng/cổ phiếu.

Dự phóng bảng cân đối kế toán

Nhu cầu vốn lớn cho dự án nhà máy Pomina 03 sẽ khiến Công ty phải tăng cường sử dụng nợ vay trong 2010 và nhất là 2011 khi nhà máy hoàn thành. Tổng nhu cầu vốn ước tính từ ngân hàng cho dự án này là gần 900 tỷ sẽ được huy động trong 02 năm tới.

Kế hoạch tăng vốn bằng phát hành thêm cổ phiếu tạm thời hoãn lại trong 2010, chúng tôi giả định POM sẽ thực hiện thành công kế hoạch này trong

P/E và P/B ngành

Mã	Vốn hóa	P/E trailing	P/B
HPG	11.752	10,0	2,0
HSG	1.884	3,7	1,1
DTL	980	4,3	1,3
VIS	936	4,8	1,8
TLH	754	3,9	1,0
VGS	519	8,1	1,1
HLA	407	5,8	0,8
SMC	399	3,3	1,2
NVC	134	10,8	0,8
	17.765	8,2	1,7

Nguồn: VDSC tổng hợp

2011 (phát hành thêm 20 triệu cổ phiếu). Đây sẽ là nguồn vốn đối ứng giúp Công ty có khả năng huy động vốn từ ngân hàng cũng như đảm bảo tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản không quá mất cân đối.

Các khoản mục vốn lưu động như hàng tồn kho, khoản phải thu, phải trả sẽ tăng trưởng tương ứng với doanh thu hàng năm.

Theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, giá trị tài sản cố định sẽ tăng mạnh trong 2011 và 2012 theo tiến độ hoàn thành của nhà máy Pomina 03. Chúng tôi giả định dự án Cảng sẽ được hoàn thành trong 2013 và 2014. Chi phí khấu hao cũng sẽ tăng lên tương ứng.

Định giá:

Chúng tôi kết hợp sử dụng 04 phương pháp FCFE, FCFF, P/E và P/B với tỷ lệ ngang nhau nhằm xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu POM tại thời điểm hiện tại.

Đối với mô hình FCFE và FCFF, chúng tôi sử dụng một số giả định như sau: (1) Chi phí sử dụng vốn WACC = 15,5%, Re = 18%, (2) Tốc độ tăng trưởng dài hạn áp dụng trong FCFE và FCFF lần lượt là 10% và 6,7%.

Đối với hai phương pháp P/E và P/B, chúng tôi tham khảo hệ số P/E và P/B từ số trung bình của các DN tiêu biểu trong ngành. Do chỉ số ngành chịu chi phối bởi HPG có giá trị vốn hóa lớn, một trong những doanh nghiệp đầu ngành, hoạt động kinh doanh bền vững và được thị trường đánh giá cao. Trên cơ sở thận trọng và so sánh tương quan với HPG, chúng tôi tham chiếu P/E và P/B ngành với mức chiết khấu 10%, tương ứng P/E= 7,3 và P/B = 1,5.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	47.297	25%	11.824
FCFE	43.592	25%	10.898
P/E	25.304	25%	6.326
P/BV	18.043	25%	4.511
Giá bình quân		100%	33.559

SƠ LƯỢC NGÀNH THÉP

Ngành Thép trong 2009 là một trong nhóm ngành có tốc độ tăng trưởng cao nhất cả về sản lượng sản xuất và tiêu thụ với mức tăng tương ứng 25% và 30% so với 2008. Theo hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), trong 2009, cả nước tiêu thụ khoảng 5,3 triệu tấn thép, trong đó 4,7 triệu tấn sản xuất trong nước và 0,6 triệu tấn nhập khẩu.

VSA cũng đưa ra dự báo tổng sản lượng thép tiêu thụ trong 2010 ước đạt khoảng 5,8 triệu tấn, tăng trưởng 10% so với 2009. Theo số thống kê gần nhất của Tổng cục Thống kê, sản lượng tiêu thụ thép tính đến hết 10T/2010 đạt 3,75 triệu tấn, tăng trưởng 16% so với cùng kỳ 2009

Dù đạt được những mức tăng trưởng ấn tượng trong các năm qua, nhưng ngành Thép Việt Nam cũng đang phải đối mặt với nhiều hạn chế như:

- (1) Năng lực trong nước chỉ có thể đáp ứng khoảng 60% nhu cầu sản xuất thép xây dựng. Tuy nhiên, nguyên liệu để sản xuất phôi phần lớn phải nhập từ nước ngoài.
- (2) Sức cạnh tranh của các DN sản xuất thép trong nước còn yếu trong khi mức độ cạnh tranh ngày càng tăng. Điều này trở nên đáng lo ngại hơn khi các thời điểm giảm/bỏ các ưu đãi thuế theo lộ trình hội nhập AFTA và WTO. Cụ thể: theo CEPT/AFTA, từ 2006 thuế NK đối với các sản phẩm thép chỉ còn 0% - 5%, đến 2015 chỉ còn 0%. Theo WTO, đến 2014 thuế NK chỉ còn 0% - 5%. Ngoài ra ngành thép Việt Nam phải đối phó một số khó khăn về chi phí sản xuất như giá nguyên liệu, than, điện, dầu tăng cao so với 2009.

Ngành Thép đang dần có nguy cơ cung vượt cầu khi các dự án sản xuất Thép đi vào hoạt động trong 2009 – 2010. Theo thống kê của VSA, năng lực sản xuất của ngành thép tính đến cuối năm 2009 đạt 1,8 triệu tấn gang từ lò cao, 4,5 – 4,7 triệu tấn phôi thép vuông, 2 triệu tấn thép cán nguội, 1,2 triệu tấn thép lá được mạ và 1,3 triệu tấn ống thép, riêng thép xây dựng các loại có công suất 7 triệu tấn, dư thừa gần 40% so với nhu cầu của thị trường nội địa. Theo thống kê cả nước có 32 dự án thép được cấp giấy chứng nhận đầu tư nằm ngoài quy hoạch của ngành thép. Theo số liệu từ Bộ Công thương, nếu tất cả những dự án đăng ký đi vào sản xuất thì tới năm 2015 công suất của toàn ngành thép trong nước có thể lên tới 28 triệu tấn/năm.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 30/11/10	DT 2009	LNST 2009	EPS 4 quý	BV 30/09/10	Trailing P/E	P/BV 30/06/09	9T/2010			
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	Doanh thu	%KH	LNST	% KH
								(tỷ VND)		(tỷ VND)	
HPG	11.782	12.340	1.350	4.014	19.756	10	2	9.780	79%	960	71%
POM	5.286	7.539	656	2.693	12.229	10,5	2,3	7.913	78%	617	101%
DTL	965	1.532	134	4.119	16.813	4,8	1,2	1.401	70%	154	62%
VIS	894	2.068	225	4.413	17.935	6,8	1,7	2.329	102%	67	112%
HLA	781	2.555	67	587	7.434	20,3	1,6	1.784	69%	37	31%
TLH	731	2.343	142	2.294	13.533	5,4	0,9	2.291	22%	69	21%
SHN	578	230	11	2.327	11.496	7,7	1,5	387	-	31	-
SMC	512	5.264	73	5.668	14.704	3,7	1,4	4.582	83%	69	86%
VGS	480	1.117	45	925	13.206	13,9	1	1.622	108%	25	42%
DNY	371	630	78	4.346	11.867	4,7	1,7	459	-	52	-

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E	2011F
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)					
Doanh thu	6.149	7.230	7.539	10.591	12.233
Lợi nhuận HĐKD	94	737	1.318	1.202	1.817
Lợi nhuận trước thuế	29	482	736	825	1.213
Lợi nhuận sau thuế	27	445	505	718	1.055
EBIT	81	575	887	1.015	1.604
EBITDA	141	624	1.051	1.163	1.367
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)					
Tiền mặt	4	19	558	66	88
Tài sản ngắn hạn	1.240	1.244	3.417	5.152	5.835
Tài sản cố định	150	280	1.642	1.496	2.438
Tổng tài sản	1.416	1.684	6.005	6.992	8.556
Tổng nợ vay	688	697	3.021	3.181	3.909
Tổng nợ	1.240	1.150	3.785	4.270	5.133
Vốn chủ sở hữu	174	532	1.981	2.456	3.140
Tốc độ tăng trưởng (%)					
Doanh thu	59.7%	17.6%	4.3%	40.5%	15.5%
Lợi nhuận trước thuế	4.2%	1554.2%	52.6%	12.1%	47.0%
Lợi nhuận sau thuế	4.8%	1540.8%	13.4%	42.2%	47.0%
Tổng tài sản	-2.2%	18.9%	256.6%	16.4%	22.4%
Vốn chủ sở hữu	9.1%	202.9%	272.7%	24.0%	27.8%
Khả năng sinh lợi (%)					
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	1.8%	10.5%	18.2%	12.4%	15.5%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	0.5%	6.7%	9.8%	7.8%	9.9%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	0.4%	6.2%	6.7%	6.8%	8.6%
ROA	1.9%	26.4%	8.4%	10.3%	12.3%
ROE	15.4%	83.4%	25.4%	28.8%	33.1%
Hiệu quả hoạt động (lần)					
Vòng quay Tổng tài sản	4.3	4.3	1.3	1.5	1.4
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	34.9	13.5	3.8	4.3	3.8
Vòng quay các khoản phải thu	6.6	7.8	5.7	5.3	5.3
Vòng quay hàng tồn kho	23.9	21.3	3.0	3.2	3.2
Vòng quay các khoản phải trả	10.9	14.3	8.1	8.5	8.4
Khả năng thanh toán (lần)					
Khả năng thanh toán hiện hành	1.05	1.13	1.41	1.63	1.61
Khả năng thanh toán nhanh	0.84	0.86	0.68	0.73	0.74
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.00	0.02	0.20	0.02	0.02
Cấu trúc vốn (%)					
Tổng nợ / Vốn chủ sở hữu	712.8%	216.2%	191.1%	173.8%	163.5%
Nợ vay / Tổng tài sản	48.6%	41.4%	50.3%	45.5%	45.7%
Tổng nợ / Tổng tài sản	87.6%	68.3%	63.0%	61.1%	60.0%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành

Loại báo cáo

Khuyến nghị

Giá tại ngày phát hành

Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.

- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.

- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.

- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là **VDSC**) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản 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 báo cáo 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 bản 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. VDSC 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 bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC 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 trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**