TVSI
CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT
Sàn giao dịch của mọi nhà

Báo cáo chuyên sâu

Ngày: 22/06/2011

CÔNG TY CỔ PHẦN THÉP POMINA

Đường số 27, khu công nghiệp Sóng Thần II, tỉnh Bình Dương

Mã chứng khoán: POM

Sàn giao dịch: HoSE

Ngành: Sản xuất và Kinh doanh VLXD

Lĩnh vực: Sản xuất và KD thép

Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu: 19,500 VND

Giá hiện tại (22/06/2011): 17,600 VND

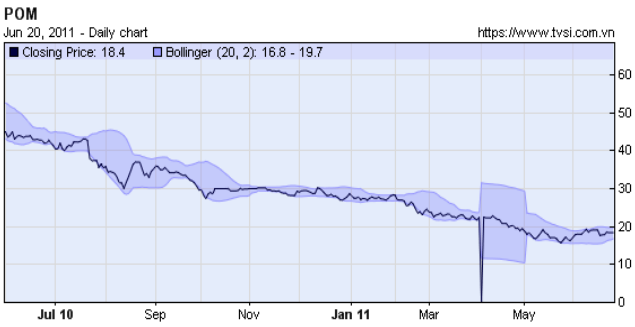
Vn Index (22/06/2011): 439.63

BÁN **MUA**

EPS_2011(F): 3,734 VND P/E : 5.2

BVPS (31/3/2011): 15.99 VND P/B : 1.09

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY



Số lượng cổ phiếu lưu hành	186,336,991
Số lượng cổ phiếu niêm yết hiện tại	186,336,991
Giá cao nhất trong 52 tuần	38.17
Giá thấp nhất trong 52 tuần	15.08
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	3,428,601
Sở hữu nước ngoài hiện tại	6%
Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại	12.5%

Khoản mục	*Đơn vị*	*2008*	*2009*	*2010*
Tổng tài sản	Triệu đồng	1,683,935	6,004,516	7,672,830
Vốn chủ sở hữu	Triệu đồng	533,919	1,989,656	28,110,196
Doanh thu thuần	Triệu đồng	7,229,671	7,541,216	11,219,896
Lợi nhuận gộp	Triệu đồng	758,100	1,414,727	1,354,954
LN từ hoạt động chính	Triệu đồng	496,224	826,507	696,135
Lợi nhuận sau thuế	Triệu đồng	445,156	656,387	659,915
Biên lãi gộp	%	10.49%	18.76%	12.09%
Biên LN sau thuế	%	6.16%	6.70%	5.87%
ROA	%	28.72%	13.13%	9.62%
ROE	%	125.37%	40.01%	27.36%
EPS	đồng	8,903	3,117	3,511

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

♦ Lĩnh vực kinh doanh chính:

∗ Hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh các sản phẩm từ thép, sản xuất thép; gang. Tái chế phế liệu kim xây dựng, phôi thép

♦ Những điểm nổi bật

∗ Thép POM là một trong những thương hiệu thép có uy tín trên thị trường. Chiến lược của công ty là trở thành nhà sản xuất thép lớn tại Việt Nam với hàng loạt dự án đầu tư lớn và mạnh mẽ trong suốt thời gian qua.

∗ Khả năng sinh lời của POM không bằng với hiệu quả từ mảng kinh doanh thép của HPG. Tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn khá cao, nguồn nguyên liệu phải nhập khẩu từ nước ngoài sẽ là những nhân tố rủi ro ảnh hưởng tới lợi nhuận của công ty trong những năm tới.

∗ Các thành viên trong HĐQT của công ty có mối quan hệ gần gũi khi đều là thành viên trong một gia đình. Cổ đông lớn nhất đồng thời cũng là nhà phân phối trực tiếp các sản phẩm của Thép Việt.

∗ Thép POM là thương hiệu không chỉ trong lĩnh vực kinh doanh mà còn là đơn vị tài trợ cho nhiều hoạt động xã hội mang tính chất cộng đồng.

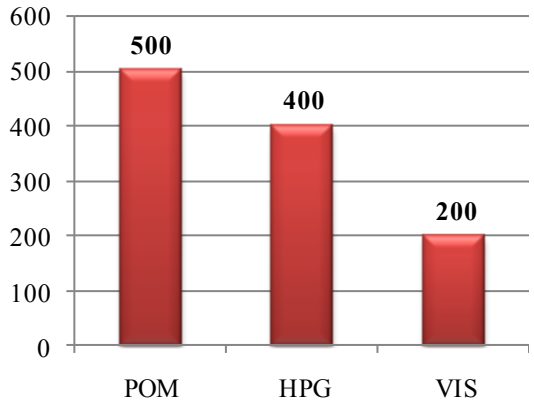
TỔNG QUAN

Hiện trạng của ngành

Theo số liệu thống kê của VSA (Hiệp hội sản xuất thép Việt Nam, ngành thép nước ta hiện đang phải đối mặt với hiện trạng dư thừa nguồn cung sản phẩm trong một vài năm tới. Nhu cầu của cả nước khoảng 5.5 triệu tấn/năm trong khi đó tổng công suất thiết kế lên tới 7.8 triệu tấn. Như vậy khi các nhà máy này đều đưa vào vận hành thì tình trạng dư thừa là không thể tránh khỏi. Mặc dù vậy, hiện tượng dư thừa chỉ xuất hiện ở nguồn cung sản phẩm còn phôi thép vẫn đang trong tình trạng thiếu hụt, các nhà máy sản xuất của chúng ta chủ yếu là cán kéo thép thành phẩm nên một lượng lớn phôi thép vẫn phải nhập khẩu từ Trung Quốc, Đài Loan…

Sự mất cân đối giữa đầu vào nguyên liệu sản xuất và đầu ra thành phẩm khiến cho các công ty chủ động được về nguồn cung (phôi thép) sẽ có lợi thế hơn so với các công ty chỉ sản xuất ra thép thành phẩm. Nguyên nhân là do việc nhập khẩu nguyên liệu phụ thuộc vào giá phôi thép trên thế giới và biến động tỷ giá sẽ làm cho công ty khó khăn hơn trong việc kiểm soát chi phí nguyên liệu đầu vào dẫn đến lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng theo.

Công suất luyện thép của một số công ty



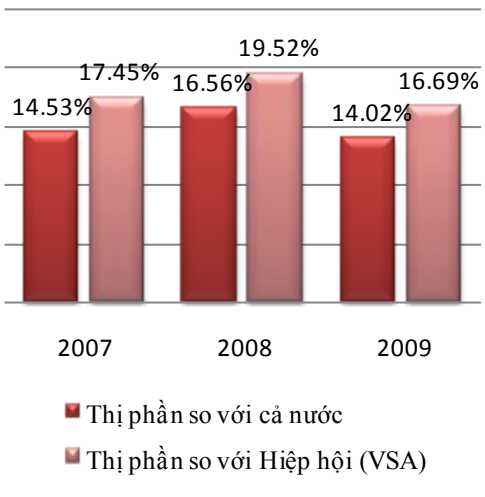
Nguồn: VSA, POM
TVSI tổng hợp

Công suất luyện phôi của một số công ty

Công nghệ sản xuất phôi thép được ứng dụng phổ biến hiện nay đó là công nghệ lò cao và lò điện. Nếu như lò cao sử dụng quặng sắt để luyện thành phôi thì lò điện sử dụng thép phế là nguyên liệu chính để luyện thép. Nguồn thép phế thu mua trong nước còn rất hạn chế khi chỉ cung cấp đủ từ 20% - 30% công suất của các nhà máy còn lại phải nhập khẩu từ một số nước như Úc, Mỹ…

HPG mới đưa khu liên hợp gang thép vào hoạt động với công suất thiết kế luyện thép là 400,000 tấn/năm. Trong khi đó công suất lò điện của POM hiện nay đã là 500,000 tấn/năm. Khi các dự án đang triển khai của công ty được hoàn thiện sẽ nâng công suất luyện phôi lên tới 1.5 triệu tấn/năm và trở thành nhà máy sản xuất thép lớn nhất Việt Nam.

Thị phần của POM qua các năm

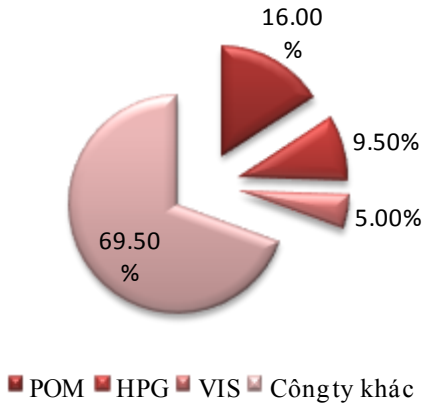


Tốc độ gia tăng thị phần

Các công ty trong ngành khá đa dạng về hình thức sở hữu từ nhà nước, công ty cổ phần và liên doanh nước ngoài. Trong đó sản lượng của các công ty ngoài hiệp hội khoảng 600,000 tấn/ năm. Mặc dù thị trường tiêu thụ trong nước đang đứng trước nguy cơ dư thừa song không phải tất cả các công ty trong ngành sẽ gặp khó khăn. Những công ty lớn, có thương hiệu đảm bảo về chất lượng, hệ thống phân phối như POM thì thị phần vẫn được duy trì ổn định căn cứ vào số liệu thống kê của VSA và của công ty công bố như hình bên. Tuy nhiên khi thị trường giống như chiếc bánh không thể to lên thêm thì sự mở rộng của các công ty lớn có nhiều lợi thế hơn sẽ khiến cho các công ty nhỏ gặp khó khăn khi cạnh tranh. Do đó thị phần của các công ty này sẽ dần bị thu hẹp lại và khả năng tồn tại là không cao.

TỔNG QUAN

Thị phần trong nước



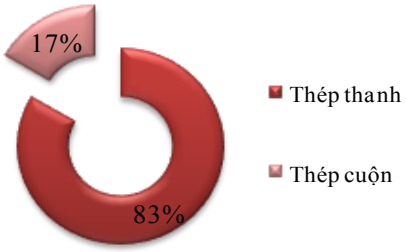
Nguồn: VSA, POM
TVSI tổng hợp

Trong số các công ty trong ngành thép hiện niêm yết trên TTCK thì chỉ có một số các công ty có dây chuyền sản xuất phôi thép phục vụ cho nhu cầu sản xuất thép xây dựng trong nước đó là HPG, VGS, VIS, DTL, DNY, HSG và POM. Trong đó: DNY sản xuất thép công nghiệp, HSG và DTL sản xuất tôn mạ kẽm, VGS tập trung vào mặt hàng ống thép. Như vậy mặt hàng sản xuất thép xây dựng (thép thanh và thép cây) chỉ có ba công ty cạnh tranh với nhau đó là VIS, HPG và POM. So sánh với HPG và VIS có thể thấy thị phần trên cả nước hiện nay của công ty cũng lớn hơn hẳn so với hai đối thủ hiện tại.

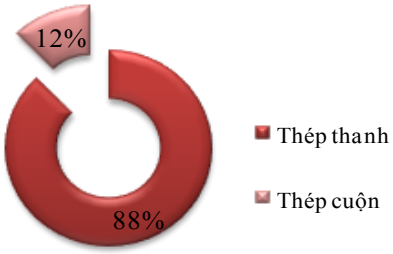
Thị trường chính của POM hiện nay là khu vực phía Nam và miền trung Tây Nguyên khi chiếm đến hơn 30% thị phần của thị trường này. Khi so sánh với HPG và VIS, POM là công ty lớn nhất trên thị trường sản xuất thép xây dựng không chỉ ở công suất hoạt động mà còn ở thị phần tiêu thụ.

Cơ cấu sản phẩm, doanh thu, lợi nhuận

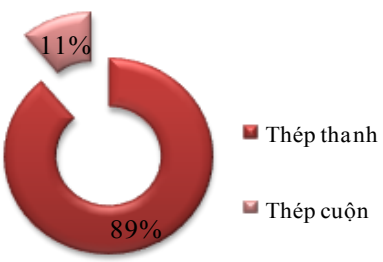
Sản lượng



Doanh thu thuần



Lợi nhuận gộp



Từ năm 2009 trở về trước, cơ cấu sản phẩm của POM bao gồm; thép thanh, thép cuộn và thép hình. Tuy nhiên từ năm 2009 trở đi ban lãnh đạo công ty đã có sự cơ cấu lại sản phẩm bằng việc không đưa sản phẩm thép hình vào sản xuất nữa mà chỉ tập trung vào hai sản phẩm chính là thép thanh và thép cuộn.

Nhìn vào cơ cấu sản xuất hiện tại của POM thép thanh là sản phẩm chính của POM và là động lực để tạo ra doanh thu và lợi nhuận cho công ty. Khi sản lượng sản xuất chỉ chiếm có 83% song mang lại hơn 88% và 89% lợi nhuận. Do đặc thù của ngành thép, chi phí sản xuất đã chiếm đến 90% giá thành của sản phẩm nên biên lợi nhuận chỉ cần chênh lệch một tỷ lệ phần trăm rất nhỏ cũng mang lại hiệu quả về lợi nhuận tương đối lớn cho công ty.

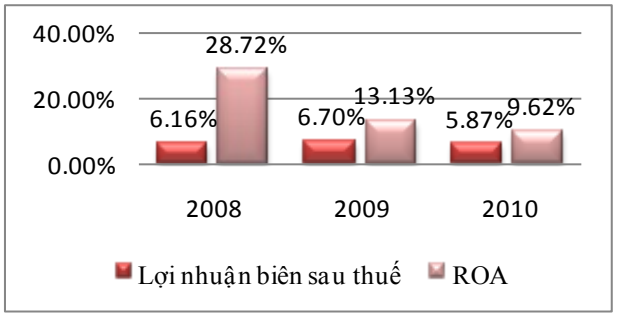
Nguyên liệu và thị trường tiêu thụ

POM và HPG đều là hai công ty lớn trong ngành sản xuất thép xây dựng nhưng cơ cấu sản phẩm và chiến lược của hai công ty này hoàn toàn khác nhau. HPG có sự đa dạng hóa trong cơ cấu sản phẩm một cách khá rõ ràng từ điện lạnh, đồ nội thất văn phòng, khai khoáng và bắt đầu lấn sân sanh kinh doanh bất động sản. Trong khi đó POM lại tập trung vào đầu tư máy móc nhà xưởng, nâng cao công suất. Chúng tôi nhìn thấy ở đây chiến lược mà POM muốn hướng tới là lợi thế về quy mô và tăng rào cản với các công ty khác trong ngành. Như vậy để đánh giá xem chiến lược của HPG hay của POM sẽ đem lại lợi ích nhiều hơn cho các cổ đông chúng tôi sẽ làm rõ hơn trong phần phân tích các chỉ tiêu tài chính ở phần sau.

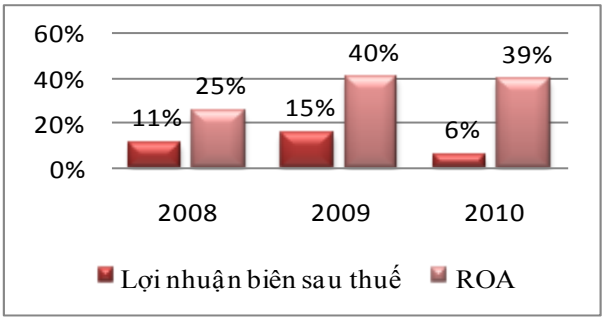
ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Khả năng sinh lời và lợi ích cho cổ đông

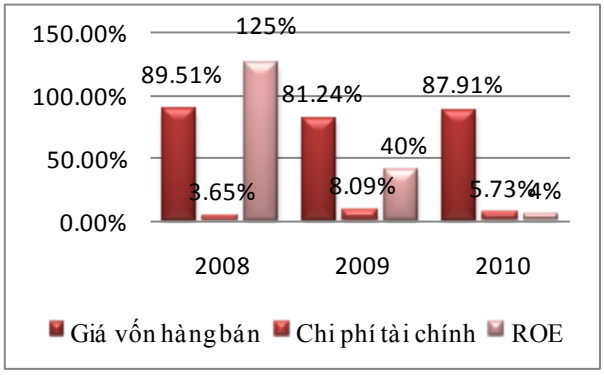
POM

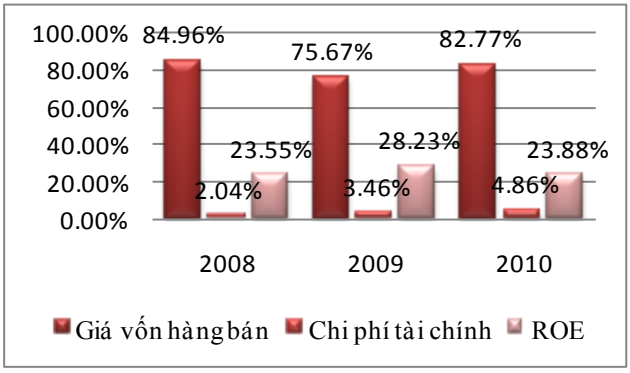


HPG



POM chuyên sản xuất và kinh doanh thép xây dựng trong khi HPG lại là tập đoàn sản xuất và kinh doanh đa lĩnh vực. Do đó để đánh giá khả năng sinh lời từ lĩnh vực kinh doanh chính của hai công ty, chúng tôi tiến hành so sánh khả năng sinh lời của POM và ***riêng mảng kinh doanh thép xây dựng của HPG***. Nếu như cơ cấu sản phẩm của POM bao gồm thép thanh chiếm đến 80% còn lại là thép cuộn thì HPG tỷ trọng này là 67% và 33%. Sự khác biệt về cơ cấu sản phẩm, công nghệ sản xuất và khả năng kiểm soát chi phí dẫn ***đến lợi nhuận biên sau thuế*** của mảng kinh doanh thép xây dựng của HPG qua các năm cao hơn của POM trong hai năm 2008 và 2009. Sang đến năm 2010 thì tỷ lệ này được giảm xuống gần tương đương nhau. HPG sử dụng công nghệ lò cao và có sự chuẩn bị về nguồn nguyên liệu (quặng sắt) theo như công ty công bố là có khả năng cung ứng đủ cho nhà máy gang thép sử dụng trong 40 năm. Trong khi POM sử dụng công nghệ lò điện với nguyên liệu chính là thép phế liệu nhập khẩu do đó sự chủ động trong sản xuất sẽ thấp hơn so với HPG, giá bán thành phẩm sẽ dễ bị điều chỉnh bởi biến động giá nguyên liệu trên thị trường thế giới và tỷ giá trong nước. Về hiệu quả hoạt động trong ***mảng kinh doanh thép xây dựng của HPG cũng được đánh giá là tốt hơn so với POM*** khi chỉ tiêu ROA (lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản) cao hơn một cách đáng kể qua các năm.



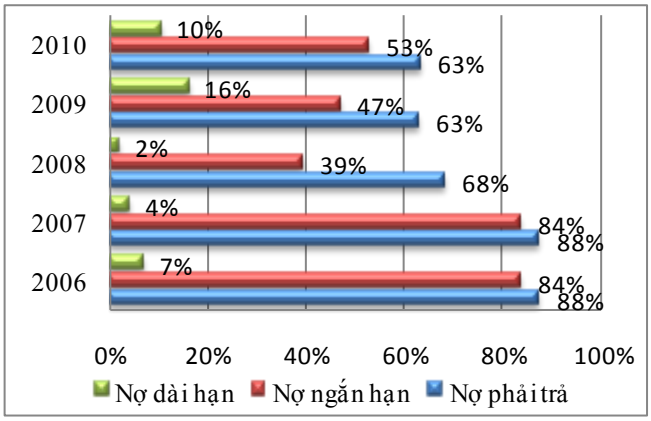


Nhờ sự đa dạng hóa trong cơ cấu sản phẩm khiến cho tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu của HPG hàng năm thấp hơn tương đối so với POM. Thép xây dựng đóng góp cho doanh thu của HPG là 50% và mang lại 36% lợi nhuận sau thuế cho toàn tập đoàn. Tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn của POM cũng lớn hơn so với HPG làm cho công ty hàng năm mất một khoản chi phí tài chính đáng kể. POM bán hàng thông qua hệ thống các đại lý của Thép Việt nên chi phí tài bán hàng nhỏ hơn rất nhiều so với HPG. HPG cũng bán hàng thông qua các đại lý song đây không phải là các đại lý do HPG xây dựng mà chủ yếu dựa vào mối quan hệ lâu năm giữa nhà sản xuất và bán hàng. Hiệu suất sinh lời cho vốn chủ sở hữu của POM chưa có được sự ổn định qua các năm như của HPG. Dựa trên số liệu thống kê về EPS điều chỉnh hàng năm cho hai công ty thì HPG duy trì được EPS ổn định và tăng trưởng đều đặn hơn của POM. Sự khác biệt trong công nghệ và chiến lược kinh doanh khiến cho ***khả năng sinh lời của POM thấp hơn so với HPG*** không chỉ ở trong lĩnh vực kinh doanh cốt lõi mà còn ở khả năng sinh lời cho mỗi cổ đông.

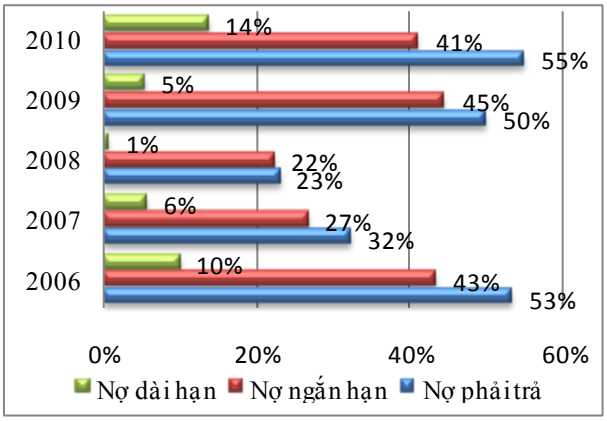
ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Cơ cấu vốn và sức khỏe tài chính

POM



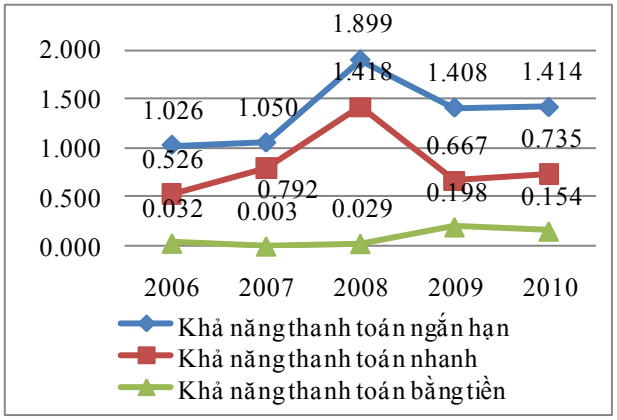
HPG



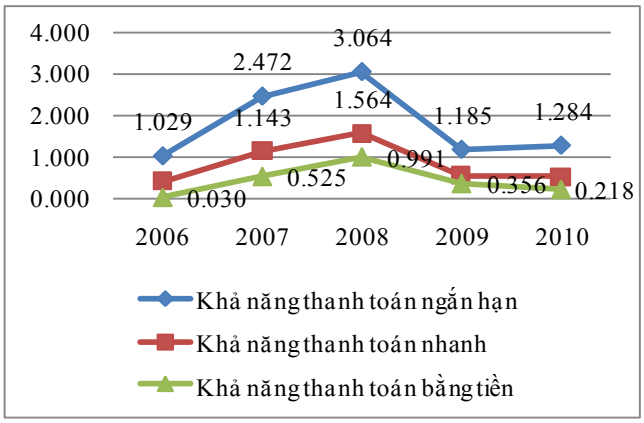
Các công ty trong ngành sản xuất thép thường có xu hướng sử dụng tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn tương đối cao, đa phần các khoản nợ đều phải trả lãi bởi POM và HPG đều là các công ty sản xuất nên không thể chiếm dụng vốn (sử dụng tín dụng thương mại) như các công ty thương mại và sản xuất hàng tiêu dùng. Điều này đồng nghĩa với việc nếu tỷ lệ sử dụng nợ của công ty nào ngày một tăng gánh nặng chi phí tài chính ngày một tăng thêm. Mặc dù tỷ trọng nợ trên quy mô tổng tài sản hiện tại của POM (63%) lớn hơn của HPG (55%) nhưng ***tỷ trọng nợ trong cơ cấu tổng tài sản của POM có xu hướng giảm xuống*** trong khi đó của HPG lại đang có xu hướng tăng lên. Một chỉ tiêu nữa được dùng để đánh giá khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp đó là chỉ tiêu về khả năng bao phủ lãi vay (EBIT/lãi vay). Chỉ tiêu này của POM (4.27) và HPG (4.79) gần như tương đương với nhau. Tuy nhiên nếu như POM tiếp tục giảm được tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn và HPG tiếp tục tăng tỷ trọng sử dụng nợ của mình lên trong một vài năm tới (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi) thì khả năng an toàn về tài chính của POM sẽ được cải thiện hơn so với HPG.

Điểm tương đồng giữa cơ cấu nợ của cả hai doanh nghiệp đó là các khoản nợ đa phần là các khoản nợ ngắn hạn. Khả năng thanh toán ngắn hạn của hai công ty khá cân bằng với nhau tuy nhiên khi quan sát khả năng thanh toán nhanh và tức thời chúng tôi nhận thấy có sự khác biệt trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của POM và HPG. Khoản phải thu của POM chiếm tỷ trọng lớn hơn so với HPG thể hiện ở khoảng cách giữa hai đường KNTT nhanh và KNTT tức thời khá lớn sẽ phần nào cho biết việc thu hồi tiền bán hàng của POM sẽ bị chậm hơn so với HPG và điều này sẽ phần nào đó ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của công ty. Lượng hàng tồn kho luôn phải được dự trữ một lượng đáng kể nên KNTT ngắn hạn lớn hơn tương đối nhiều so với KNTT nhanh.

POM



HPG



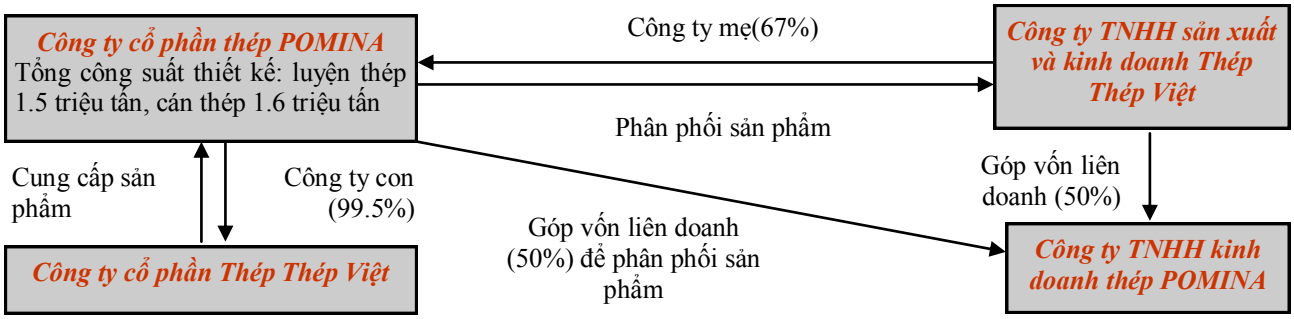
ĐÁNH GIÁ RỦI RO

Rủi ro tài chính—tỷ giá

POM có một số các dự án lớn được tiến hành với tốc độ cao nên phải sử dụng nguồn vốn vay bên ngoài tài trợ cho dự án rất nhiều. Điều này khiến cho chi phí tài chính là một trong những yếu tố có thể gây ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty. Tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn chiếm hơn 60% song chi phí trả lãi vay không phải là yếu tố rủi ro lớn nhất. Nguyên nhân là bởi các khoản vay của công ty đa phần là vay bằng ngoại tệ nên lãi suất chỉ giao động trong khoảng 5.5% đến 7%/năm. Nếu như so sánh với mức lãi suất vay bằng Việt Nam đồng hiện nay các doanh nghiệp phải vay gấp từ 2.5 đến 3 lần mức lãi suất trên. Hàng năm chi phí lãi vay chỉ chiếm khoảng 25% đến 30% chi phí tài chính của công ty.

Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy rủi ro lớn nhất đối với hoạt động của công ty đó là rủi ro về tỷ giá. Theo dõi báo cáo tài chính qua các năm của POM chúng tôi nhận thấy các khoản vay của công ty phần lớn là các khoản vay ngoại tệ bao gồm cả ngắn hạn và dài hạn. Nguyên liệu chính của POM là nhập khẩu từ các nước như Mỹ, Ucraina…Thêm vào đó, POM cũng đang trong giai đoạn đầu tư lớn với các trang thiết bị máy móc đa phần phải nhập khẩu, công ty lại không có nguồn thu ngoại tệ để bù đắp (93% doanh thu đến từ thị trường nội địa) do đó nguồn vốn vay ngoại tệ vô cùng quan trọng đối với hoạt động của POM. Trong những năm trước, tỷ giá liên tục biến động, Việt Nam đồng liên tục giảm giá khiến cho khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá thường lớn hơn rất nhiều so với lãi vay phải trả (gấp từ 2 đến 3 lần lãi vay). Sang năm 2011, từ đầu năm đến nay tỷ giá VND/USD được giữ ở mức tương đối ổn định hơn so với những năm trước. Nguyên nhân là do ngân hàng nhà nước có những biện pháp mạnh tay như yêu cầu các công ty nhà nước, các tổng công ty nhà nước, các công ty cổ phần mà nhà nước nắm cổ phần chi phối có nguồn thu ngoại tệ phải bán USD cho nhà nước. Tuy nhiên từ đầu năm đến nay Việt Nam liên tục nhập siêu, một số mặt hàng nhập khẩu chính như dầu thô đang có dấu hiệu tăng giá, bắt đầu phải nhập khẩu than… do đó mà việc bình ổn tỷ giá như hiện nay theo đánh giá của chúng tôi là khó có thể giữ được cho đến cuối năm. Nếu như điều này trở thành hiện thực thì tỷ trọng chi phí tài chính năm nay của POM có thể sẽ không giảm được so với những năm trước đây. Tổng số vốn vay bằng ngoại tệ hiện tại của POM xấp xỉ 168 triệu USD, nếu như ***tỷ giá biến động 1% thì chi phí tài chính của công ty sẽ bị tăng thêm xấp xỉ 33 tỷ đồng*** (chiếm khoảng 0.23% so với doanh thu). Chi phí nguyên liệu trực tiếp đã chiếm tới gần 90% doanh thu do đó các chi phí khác chỉ cần tăng thêm một tỷ trọng tương đối nhỏ sẽ ảnh hưởng không nhỏ tới lợi nhuận.

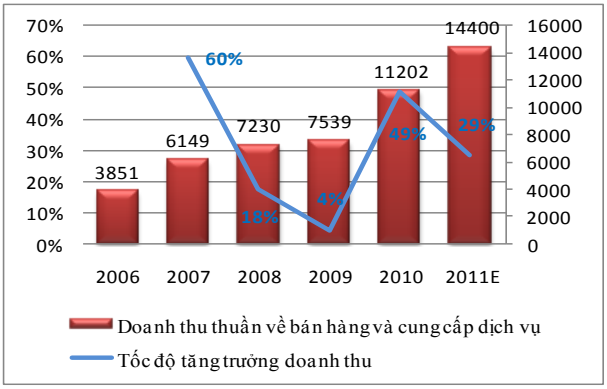
Rủi ro trong mối quan hệ với các công ty có liên quan



Tiền thân của POM là một nhà máy của công ty TNHH thép Thép Việt nên mối quan hệ giữa hai công ty này không chỉ đơn thuần là quan hệ về mặt sở hữu (công ty mẹ và công ty con) mà còn là mối quan hệ giữa nhà sản xuất với người phân phối. Tuy nhiên công ty TNHH Thép Thép Việt lại không phải là một công ty đại chúng niêm yết trên TTCK nên việc công bố thông tin còn rất hạn chế. Hội đồng quản trị của POM cũng là những cổ đông lớn, cổ đông sáng lập nên thép Thép Việt. Vì thế cho nên nếu tính minh bạch không được đảm bảo thì rất dễ dẫn đến sự xung đột về mặt lợi ích giữa những nhóm cổ đông lớn và cổ đông nhỏ.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Đơn vị: Đường: Triệu VNĐ



Dự báo kết quả kinh doanh và lợi nhuận

Ngân hàng nhà nước đang mạnh tay siết chặt tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất của các ngân hàng, đặc biệt là tín dụng với bất động sản và chứng khoán sẽ phải giảm tốc độ tăng trưởng xuống 16% trong năm nay. Điều này hiện đang tác động không nhỏ đến thị trường bất động sản và gián tiếp tác động đến thị trường vật liệu xây dựng khi hạn chế số lượng các công trình mới xây dựng và cắt giảm đầu tư công.

Trong đại hội cổ đông thường niên vừa qua của POM, hội đồng quản trị của công ty đã thống nhất một vài chỉ tiêu kế hoạch đưa ra: doanh thu thuần là 14,400 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 612 tỷ đồng. Nếu như so sánh với mức doanh thu mà POM hoàn thành vào năm trước thì mức doanh thu này tăng 29% so với doanh thu năm 2010 nhưng lợi nhuận sau thuế lại giảm 7%. Điều này chứng tỏ HĐQT công ty đã xem xét đánh giá tình hình từ bây giờ cho đến hết năm tương đối thận trọng. Tính đến hết quý 1/2011, POM đã đạt được 2,929 tỷ đồng doanh thu tức là hoàn thành được 20% so với kế hoạch doanh thu, và 168 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (đạt 27% so với kế hoạch đề ra). Quý 1 thông thường không phải là quý đạt doanh thu cao nhất đối với các công ty sản xuất và kinh doanh thép bởi thời kỳ nghỉ lễ và cũng không phải là mùa xây dựng trong năm. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận POM đạt được trong năm nay sẽ cao hơn so với kế hoạch đề ra dựa trên một vài cơ sở như sau:

Doanh thu trung bình hàng năm của POM vào khoảng 33% như vậy tốc độ tăng doanh thu năm 2010 là 29% là mức có thể chấp nhận được và POM được kỳ vọng đạt được 14,400 tỷ đồng.

Tốc độ tăng giá vốn hàng bán hàng năm của POM nếu chỉ tính riêng cho nguyên vật liệu đầu vào (chiếm đến 90%) giá vốn hàng bán của công ty ước đạt mức trung bình 31%/năm.Với giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng 88% so với doanh thu. Như vậy lãi gộp của POM xấp xỉ 12% so với doanh thu. POM vẫn đang tiếp tục trong giai đoạn tiếp tục đầu tư để đưa các dự án hoàn thiện từ nay cho đến năm 2015, do đó POM khó có khả năng giảm nợ gốc vay do đó chi phí lãi vay sẽ ít biến động. Biên độ giao động tỷ giá hiện nay là (+/-)1% do đó giả định như từ giờ đến cuối năm NHNN không điều chỉnh tỷ giá chính thức và nới rộng biên độ thì nhiều khả năng tỷ giá sẽ được đẩy lên mức trần tức là POM sẽ phải chịu thêm khoảng 33 tỷ chi phí tài chính nữa. Lợi nhuận sau thuế của công ty dự báo xấp xỉ 700 tỷ đồng.

Báo cáo kết quả kinh doanh theo tỷ trọng so với doanh thu	2007	2008	2009	2010
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	100%	100%	100%	100%
Giá vốn hàng bán	98%	90%	81%	88%
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	2%	10%	19%	12%
Doanh thu hoạt động tài chính	0%	0%	1%	0%
Chi phí tài chính	1%	4%	8%	6%
Trong đó: Chi phí lãi vay	*1%*	*1%*	*0%*	*2%*
Chi phí bán hàng	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	0%	7%	11%	6%
Thu nhập khác	0%	0%	0%	0%
Chi phí khác	0%	0%	1%	0%
Lợi nhuận khác	0%	0%	-1%	0%
Phần lợi nhuận hoặc lỗ trong công ty liên kết liên doanh	0%	0%	0%	0%
Lợi nhuận trước thuế	0%	7%	10%	6%
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	0%	6%	9%	6%

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Lựa chọn phương pháp định giá

Chúng tôi tiến hành xác định giá trị của cổ phiếu POM theo phương pháp định giá tương đối theo P/E với hai cách:

Thứ nhất: dựa vào các yếu tố căn bản của doanh nghiệp như tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, ROE, tốc độ tăng trưởng… của POM để xác định giá trị nội tại cho cổ phiếu dựa trên P/E forward.

Thứ hai: dựa vào mức P/E của công ty có quy mô tương đương và cùng lĩnh vực hoạt động.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền cho chủ sở hữu (FCFE) không được sử dụng bởi không có đủ thông tin về kế hoạch, tình hình thực hiện các khoản đầu tư, nguồn vốn hỗ trợ cho hoạt động của công ty. Phương pháp chiết khấu cổ tức cũng không thích hợp để sử dụng bởi POM mới chỉ niêm yết trên TTCK được hai năm nên chưa thể khẳng định được chính sách cổ tức có thể được duy trì ổn định và đều đặn hàng năm.

Định giá

Định giá theo P/E forward:

Dựa vào những số liệu trong quá khứ tỷ lệ thu nhập giữ lại bình quân hàng năm của POM vào khoảng 63%, ROE của công ty xấp xỉ 20.15%/năm như vậy tốc độ tăng trưởng (trong dài hạn của POM) sẽ vào khoảng 12.69%. Lãi suất chiết khấu được tính theo mô hình CAPM với Rf là lãi suất phi rủi ro và (Rm—Rf) là phần bù rủi ro của thị trường. Rf được xác định dựa trên lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam lần phát hành gần đây nhất là 11%, phần bù rủi ro thị trường được xác định là 11% (*). Beta được tính toán xấp xỉ 0.8. Như vậy chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 19.8%. P/E forward của POM là 5.2. Nếu như theo phương án cơ sở được dự báo EPS trong năm tới của công ty xấp xỉ 3,734 VND thì giá của POM sẽ là 19,500 VNĐ.

Định giá theo P/E của các công ty tương đương niêm yết trên sàn:

Công ty phù hợp nhất tương đương để định giá cho POM trên sàn niêm yết hiện nay là HPG. Doanh thu trong lĩnh vực kinh doanh thép xây dựng của HPG hiện đang chiếm tới 50% trong tổng doanh thu của toàn tập đoàn. Như vậy P/E của riêng lĩnh vực này cũng xấp xỉ tương đương với P/E hiện tại của HPG là 5.64. Nếu như sử dụng mức P/E này để xác định giá trị của cổ phiếu POM thì giá cổ phiếu ở mức 21,060 VND.

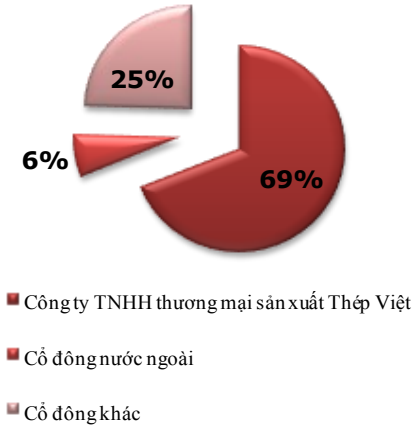
Tuy nhiên chúng tôi vẫn nghiêng về mức giá khuyến nghị theo phương pháp P/E cơ bản hơn là mức giá này.

Chú giải (*):

Beta của cổ phiếu được tính toán dựa trên Covariance của lợi tức thị trường (đại diện là chuỗi return của Vnindex) và return của LSS chia cho Variance Return của Vnindex từ ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu LSS (9/1/2008) cho đến hiện tại. Phần bù rủi ro thị trường (risk premium) được sử dụng dựa trên tính toán của Aswath Damodaran công bố cho thị trường Việt Nam http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

PHỤ LỤC

Cơ cấu cổ đông



Cổ đông sáng lập đồng thời cũng là cổ đông lớn nhất của POM là Công ty TNHH Thép Việt sở hữu trên 50% số cổ phần của POM. Như vậy POM chính là công ty con của Công ty TNHH Thép Việt và công ty này cũng thực hiện luôn việc phân phối các sản phẩm của POM thông qua hệ thống hơn 30 đại lý trên toàn quốc của mình.

Hội đồng quản trị và ban giám đốc của công ty cũng sở hữu xấp xỉ 16% cổ phần của POM, như vậy số cổ phần thuộc về cổ đông bên ngoài doanh nghiệp chỉ chiếm khoảng 9%. Như vậy có thể thấy quyền lực trong điều hành hoạt động của công ty nằm trong tay cổ đông sáng lập và một số ít cổ đông cá nhân khác. Các cổ đông bên ngoài cũng như sở hữu của nước ngoài sẽ không thực sự có quyền quyết định hoạt động của công ty.

Hội đồng quản trị

Họ và tên	Chức vụ
Đỗ Xuân Chiểu	Chủ tịch HĐQT
Đỗ Tiến Sĩ	Phó Chủ tịch HĐQT
Đỗ Thị Kim Cúc	Thành viên HĐQT
Đỗ Duy Thái	**Thành viên HĐQT**
Đỗ Văn Khánh	**Thành viên HĐQT**

Họ và tên	Chức vụ
Đỗ Văn Khánh	**Tổng giám đốc**
Trương Thanh Phúc	P.Tổng giám đốc
Nguyễn Thanh Lan	P.Tổng giám đốc

Chủ tịch HĐQT của Công ty TNHH Thép Việt là ông Đỗ Duy Thái hiện nay cũng là thành viên HĐQT của POM. Chúng tôi nhận thấy quyền lực không chỉ tập trung vào Hội đồng quản trị mà nó còn gắn bó trực tiếp với các đơn vị liên quan mật thiết với POM. Các thành viên trong HĐQT của công ty có mối quan hệ gần gũi khi đều là thành viên trong một gia đình. Như vậy nếu như có xung đột về mặt lợi ích giữa các nhóm cổ đông thì các cổ đông nhỏ sẽ là đối tượng phải chịu thiệt thòi nhiều hơn khi quyền lực nằm phần lớn trong tay một số các cá nhân.

Chính sách cổ tức

Năm	Tỷ lệ chi trả	Loại hình chi trả
2009	5%	Tiền mặt
	10%	Cổ phiếu
2010	20%	Tiền mặt

POM mới thực hiện cổ phần hóa và niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán kể từ năm 2009. Chính sách cổ tức của công ty được xây dựng với tỷ lệ chi trả dự kiến là 20%/mệnh giá cổ phiếu trong giai đoạn 2009—2011. Đây cũng là giai đoạn POM đang tiến hành đầu tư, mở rộng thì việc chi trả cổ tức như vậy được chúng tôi đánh giá là ở một tỷ lệ tương đối cao khi chiếm đến hơn 50% của lợi nhuận sau thuế dự kiến.

Công ty có liên quan

Tên công ty	Giá trị góp vốn	Tỷ lệ góp vốn
Công ty liên doanh Công ty TNHH thương mại POMINA	11,053,077,253	50.0%
Công ty liên kết — Công ty cổ phần vôi Hà Nam	1,208,125,000	%

So sánh chỉ tiêu tài chính của POM và HPG

Chỉ tiêu tài chính	POM				HPG			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
1. Khả năng thanh toán								
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.05	1.90	1.41	1.41	2.47	3.06	1.18	1.28
Khả năng thanh toán nhanh	0.79	1.42	0.67	0.74	1.14	1.56	0.55	0.52
Khả năng thanh toán bằng tiền	0.00	0.03	0.20	0.15	0.52	0.99	0.36	0.22
2. Khả năng hoạt động								
Vòng quay khoản phải thu	8.10	7.78	6.71	6.08	12.53	11.12	10.13	10.44
Kỳ thu tiền bình quân	44.47	46.26	53.66	59.17	28.73	32.38	35.52	34.48
Vòng quay hàng tồn kho	16.27	23.24	5.17	4.34	5.29	4.18	2.81	3.33
Số ngày lưu kho bình quân	22.13	15.49	69.61	82.87	68.00	86.13	128.16	108.18
Vòng quay khoản phải trả	11.43	26.87	26.31	18.70	29.52	26.79	21.95	21.26
Kỳ trả tiền bình quân	31.48	13.40	13.68	19.25	12.20	13.44	16.40	16.94
Vòng quay tổng tài sản	4.34	4.66	1.96	1.64	2.07	1.61	1.02	1.13
Vòng quay tài sản cố định	34.10	33.64	7.02	6.20	8.41	7.55	3.75	3.72
Vòng quay vốn lưu động	425.26	26.87	27.19	42.45	6.04	23.06	-9.28	31.62
3. Khả năng cân đối vốn								
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	703%	215%	190%	17%	49%	31%	104%	128%
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	88%	68%	63%	63%	32%	23%	50%	55%
Vốn dài hạn/Tổng nguồn vốn	16%	34%	49%	377%	72%	74%	53%	57%
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	84%	66%	51%	-277%	28%	26%	47%	43%
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu	8.03	3.15	3.02	0.27	1.51	1.37	2.09	2.33
Hệ số bao phủ lãi vay	1.56	6.20	40.82	4.27	11.20	14.68	20.82	4.79
4. Khả năng sinh lời								
Lợi nhuận biên gộp	2%	10%	19%	12%	17%	15%	24%	17%
Lợi nhuận hoạt động gộp	1%	8%	11%	8%	15%	13%	20%	14%
Lợi nhuận biên trước thuế	0%	7%	10%	6%	13%	12%	19%	11%
Lợi nhuận biên sau thuế	0%	6%	7%	6%	11%	10%	16%	9%
ROA	2%	29%	13%	10%	24%	16%	16%	11%
ROE	16%	125%	40%	27%	37%	24%	28%	24%
5. Tỷ số giá trị thị trường								
Book value (nghìn đồng)	12,137	10,639	12,229	14,992	23,648	20,730	24,572	20,147
EPS điều chỉnh (nghìn đồng)	1,893	8,903	3,117	3,511	4,864	4,350	6,477	4,245
6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản	16%	125%	40%	4%	37%	24%	28%	24%
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	0%	6%	7%	6%	11%	10%	16%	9%
Doanh thu/Tổng tài sản	4.34	4.29	1.26	1.46	1.19	1.48	0.79	0.96
Vòng quay tài sản cố định	40.99	25.83	4.03	6.41	5.94	6.61	2.65	3.10
Tài sản cố định/ Tài sản	0.11	0.17	0.31	0.23	0.20	0.22	0.30	0.31
Tổng tài sản/ VCSH	8.39	4.74	4.76	0.51	2.74	1.55	2.27	2.64
7. Phân tích Dupont (ROE) mở rộng	16%	125%	40%	4%	37%	24%	28%	24%
LN sau thuế/ LN trước thuế	93%	92%	65%	96%	85%	84%	84%	86%
Gánh nặng lãi	36%	84%	98%	77%	91%	93%	95%	79%
Lợi nhuận hoạt động biên	1%	8%	11%	8%	15%	13%	20%	14%
Vòng quay tổng tài sản	4.34	4.29	1.26	1.46	1.19	1.48	0.79	0.96
Tổng tài sản/ VCSH	8.39	4.74	4.76	0.51	2.74	1.55	2.27	2.64

Bảng cân đối kế toán qua các năm

	2006	2007	2008	2009	2010
Tài sản	**1,416,021**	**1,416,021**	**1,683,935**	**6,004,516**	**7,672,830**
Tài sản ngắn hạn	**1,215,302**	**1,244,221**	**1,262,289**	**3,974,182**	**5,741,619**
Tiền và các khoản tương đương tiền	38,170	4,107	18,717	557,506	626,817
Tiền	38,170	4,107	18,717	557,506	334,579
Các khoản tương đương tiền					292,238
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn			300		
Các khoản phải thu ngắn hạn	584,823	934,153	923,782	1,323,984	2,358,855
Phải thu của khách hàng	574,054	637,076	921,803	1,227,052	1,749,517
Trả trước cho người bán	10,769	297,077	1,098	92,456	602,410
Hàng tồn kho	489,451	253,035	303,948	2,064,687	2,469,017
Hàng tồn kho	490,190	253,337	305,169		2,469,017
Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	(738)	(302)	(1,221)		
Tài sản ngắn hạn khác	102,858	52,926	15,542	46,004	286,928
Chi phí trả trước ngắn hạn	2,233	6,489	7,403	1,893	73,295
Thuế GTGT được khấu trừ	13,334	38,486		42,969	38,984
Thuế và các khoản phải thu nhà nước			8,108	35	
Tài sản ngắn hạn khác	87,292	7,951	31	1,107	174,648
Tài sản dài hạn	**232,723**	**171,800**	**421,646**	**2,030,335**	**1,931,210**
Các khoản phải thu dài hạn					
Tài sản cố định	210,576	150,019	279,840	1,869,208	1,746,371
Tài sản cố định hữu hình	210,576	150,008	279,834	1,641,415	1,641,887
Nguyên giá	413,877	413,429	591,666	2,222,195	2,445,674
Giá trị hao mòn lũy kế	(203,301)	(263,421)	311,832	(580,779)	(803,787)
Tài sản cố định thuê tài chính					
Tài sản cố định vô hình		11	7	155	12,079
Nguyên giá		13	13	365	12,426
Giá trị hao mòn lũy kế		(2)	(7)	(210)	(347)
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang				227,638	92,404
Bất động sản đầu tư					
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn				833	11,208
Đầu tư vào công ty con					
Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	3,500	3,500	3,500	833	11,208
Đầu tư dài hạn khác					
Dự phòng giảm giá đầu tư tài chính dài hạn	(3,500)	(3,500)	(3,500)		
Tài sản dài hạn khác	21,781	21,781	141,805	160,294	173,631
Chi phí trả trước dài hạn	21,781	21,781	140,293	159,144	173,635
Tài sản thuế thu nhập hoãn lại			1,513	1,149	
Nguồn vốn	**1,416,021**	**1,416,021**	**1,683,935**	**6,004,516**	**7,672,803**
Nợ phải trả	**1,239,774**	**1,239,774**	**1,150,016**	**3,785,003**	**4,858,633**
Nợ ngắn hạn	1,184,776	1,184,776	664,765	2,822,137	4,061,721
Vay và nợ ngắn hạn	633,045	633,045	417,783	2,058,236	2,991,507
Phải trả cho người bán	537,756	537,756	297	572,794	625,569
Người mua trả tiền trước	180	11,465	34,854	6,085	2,021
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	23,145	1,668	51	159,025	83,265
Phải trả người lao động	618	680		712	2,229
Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác	158	161	37	7,983	316,925
Dự phòng phải trả ngắn hạn					
Nợ dài hạn	95,778	54,998	30,229	962,866	796,911
Phải trả dài hạn người bán					9,757
Phải trả dài hạn nội bộ					
Phải trả dài hạn khác					
Vay và nợ dài hạn	95,741	54,812	30,188	962,866	787,154
Thuế thu nhập hoãn lại phải trả		141			
Dự phòng trợ cấp mất việc làm	37	44	41		
Vốn chủ sở hữu	**161,498**	**176,247**	**533,919**	**1,989,656**	**28,110,196**
Vốn chủ sở hữu	159,758	173,923	531,945	1,981,117	2,810,196
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	143,299	143,299	500,000	1,620,000	1,874,499
Quỹ đầu tư phát triển	1,009	3,687	5,908	5,908	207,630
Quỹ dự phòng tài chính	2,886	4,179	5,293	6,593	43,715
Lợi nhuận chưa phân phối	12,564	22,758	20,744	370,353	679,366
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1,741	2,325	1,974	8,539	
Lợi ích của cổ đông thiểu số					

Báo cáo kết quả kinh doanh cuả POM	2006	2007	2008	2009	2010
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,850,534	6,148,982	7,229,671	7,541,216	11,219,896
Các khoản giảm trừ doanh thu				1,881	17,153
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,850,534	6,148,982	7,229,671	7,539,334	11,202,743
Giá vốn hàng bán	3,730,995	6,038,541	6,471,571	6,124,608	9,847,789
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	119,538	110,442	758,100	1,414,727	1,354,954
Doanh thu hoạt động tài chính	223	12,102	23,489	73,243	48,250
Chi phí tài chính	74,723	77,189	264,221	609,712	641,479
Trong đó: Chi phí lãi vay	*41,659*	51,953	92,676	151,230	209,537
Chi phí bán hàng	10,872	9,463	13,078	19,631	25,751
Chi phí quản lý doanh nghiệp	6,246	7,245	8,066	32,120	39,839
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	27,940	28,466	496,224	826,507	696,135
Thu nhập khác	43	692	446	1,488	346
Chi phí khác	5		14,332	46,362	13,467
Lợi nhuận khác	38	692	(13,887)	(44,874)	(13,121)
Phần lợi nhuận hoặc lỗ trong công ty liên kết liên doanh					1,553
Lợi nhuận trước thuế	27,978	29,158	482,338	781,633	684,567
Chi phí thuế TNDN hiện hành	2,098	1,887	38,836	124,883	23,324
Chi phí thuế TNDN hoãn lại		141	(1,654)	363	1,328
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	25,879	27,129	445,156	656,387	659,915
Lợi ích của cổ đông thiểu số				151,497	1,840
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ	25,879	27,129	445,156	504,890	658,075

TVSI

CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Lê Thùy Ngọc Khanh

Email: *khanhltn@tvsi.com.vn*

Thang đo khuyến nghị (*)

	Dưới -30%	***Bán với khối lượng lớn***
	-10% đến -30%	***Nên bán***
	-10% đến 10%	***Cầm giữ***
	10% đến 30%	***Nên mua***
	Trên 30%	***Mua với khối lượng lớn***

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

- **Báo cáo thường xuyên**
  - Thông tin cập nhập website hàng ngày
  - Morning Briefing
  - Thống kê giao dịch cuối ngày
  - Thống kê giao dịch tuần
  - Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
  - Lịch sự kiện theo tháng
- **Báo cáo phân tích**
  - Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
  - Báo cáo phân tích ngành
  - Báo cáo phân tích công ty
- **Báo cáo thống kê**
  - EPS Flash Report
  - Investment Tool
  - Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất
- **Sản phẩm giao dịch**
  - I-trade Home
  - I-trade Pro