BÁO CÁO ĐỊNH GIÁ LẦN ĐẦU

NGÀNH THÉP | **Ngày 25 tháng 12 năm 2017**

CÔNG TY CỔ PHẦN THÉP VIỆT Ý (HSX: VIS)

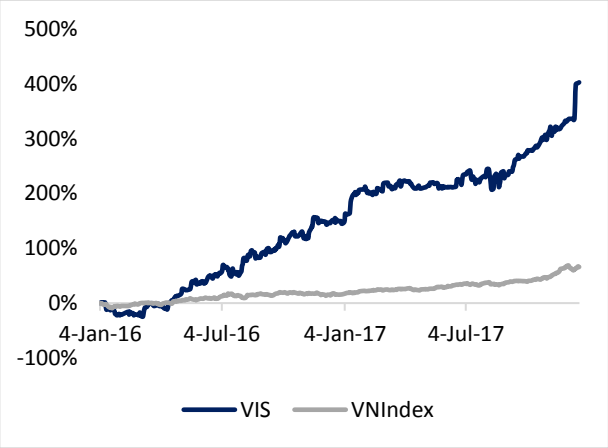
Nguyễn Nhật Hoàng
Chuyên viên phân tích
Email: hoangnn@fpts.com.vn
Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 4306

Giá hiện tại:	**33,150**
Giá mục tiêu:	**28,400**
Tăng/giảm:	**-14%**

Khuyến nghị

THEO DÕI

Biến động giá cổ phiếu VIS



Thông tin giao dịch	
Giá hiện tại	33,150
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	33,400
Giá thấp nhấp 52 tuần (VND/CP)	18,600
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	73.8
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	73.8
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	52,697
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	24.82%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	492.2
Vốn hóa (tỷ VND)	2,454

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Thép Việt Ý
Địa chỉ	Khu công nghiệp Phố Nối A, xã Giai Phạm, huyện Yên Mỹ tỉnh Hưng Yên
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh sản phẩm thép
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu sản xuất thép (thép phế, điện, phôi thép), chi phí khấu hao.
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối.

TRIỂN VỌNG TỪ QUÁ TRÌNH TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP

*Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VIS của Công ty Cổ phần Thép Việt Ý, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của VIS trong vòng 12 tháng tới là **28,400 đ/cp**, thấp hơn **14%** so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn. Rủi ro đầu tư lớn nhất đối với doanh nghiệp là rủi ro phụ thuộc vào CTCP Thái Hưng và rủi ro biến động giá thép thành phẩm.*

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- **Tái cấu trúc doanh nghiệp sau khi CTCP Thương mại Thái Hưng và tập đoàn Kyoei Steel trở thành cổ đông lớn.**

  Kể từ khi Thái Hưng trở thành cổ đông kiểm soát của VIS, doanh nghiệp đã cho thấy những bước chuyển biến tích cực. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và phôi thép của VIS đều tăng mạnh. Thêm vào đó, chi phí bán hàng và quản lý cũng được kiểm soát hiệu quả hơn.

- **Kế hoạch xây dựng nhà máy mới được kỳ vọng sẽ giải quyết vấn đề hạn chế công suất và tiết giảm chi phí.**

  Dự án nhà máy cán thép tại Hải Phòng với công suất 500,000 tấn/năm được kỳ vọng sẽ giúp VIS gia tăng thị phần, cũng như hoàn thiện chuỗi giá trị để tiết giảm chi phí sản xuất.

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
CTCP Thương mại Thái Hưng	45.2%
Tập đoàn Kyoei Steel	20.0%
Ông Lê Thành Thực	6.3%
Ông Nguyễn Ngọc Quyết	5.1%
Ông Nguyễn Thanh Hà	2.0%
Khác	21.4%

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro biến động giá thép thành phẩm**
  Trong những năm gần đây, do biến động rất mạnh của giá than coke, quặng sắt, thép phế - những nguyên vật liệu chính để sản xuất thép, giá thép thành phẩm cũng biến động rất mạnh. Với việc tỷ suất lợi nhuận gộp của VIS chỉ ở mức 4 – 6% và tỷ suất lợi nhuận sau thuế chỉ ở mức 1 – 2 %, những biến động tiêu cực của giá thép có thể ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của VIS.

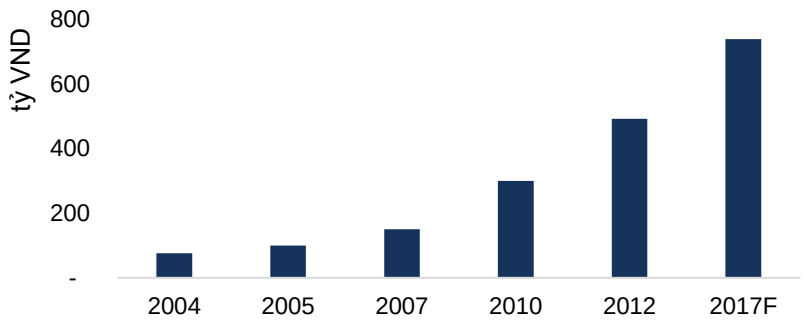
- **Rủi ro phụ thuộc vào cổ đông lớn CTCP Thái Hưng**
  Hiện nay, CTCP Thái Hưng – cổ đông lớn nhất của VIS đã kiểm soát cả đầu ra lẫn đầu vào của VIS. Do đó, sức mạnh mặc cả đối với nhà cung cấp lẫn khách hàng đều ở mức thấp, nên tỷ suất lợi nhuận có thể bị thu hẹp trong thời điểm thị trường tiêu thụ kém. Đồng thời, chính sách bán hàng nới lỏng cho công ty mẹ có thể sẽ khiến VIS bị chiếm dụng vốn.

I. THÔNG TIN CHUNG

Lịch sử phát triển và hình thành

- Năm 2003, CTCP thép Việt Ý, tiền thân là nhà máy Thép Việt Ý thuộc Công ty Sông Đà 12 – Tổng công ty Sông Đà được thành lập và đi vào hoạt động với công suất cán thép là 250,000 tấn/năm.
- Năm 2006, công ty được niêm yết trên HOSE với mã chứng khoán là VIS.
- Năm 2012, công ty đã sáp nhập với CTCP Luyện thép Sông Đà, một công ty con của Tổng công ty Sông Đà có công suất 400,000 tấn phôi/năm.
- Năm 2017, VIS đã tăng vốn điều lệ thêm 50% lên hơn 700 tỷ đồng thông qua phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu, để tài trợ cho nhà máy cán thép mới ở Hải Phòng với công suất 500,000 tấn/năm.

Lịch sử tăng vốn điều lệ của VIS



Từ đợt IPO năm 2003 đến năm 2017, vốn điều lệ của VIS đã tăng từ 30 tỷ đến 730 tỷ đồng. Hiện nay, VIS hoạt động trong lĩnh vực chính là sản xuất và kinh doanh thép xây dựng và phôi thép, chủ yếu tại khu vực miền Bắc.

Cơ cấu cổ đông khá cô đặc với 45% sở hữu bởi CTCP Thái Hưng, 20% bởi tập đoàn Kyoei Steel và khoảng 3.4% bởi Ban Giám đốc

Cơ cấu cổ đông	Sở hữu (%)
CTCP Thương mại Thái Hưng	45.2%
Tập đoàn Kyoei Steel	20.0%
Ông Lê Thành Thực - Ủy viên HĐQT	5.0%
Ông Nguyễn Ngọc Quyết - Phó Tổng giám đốc	3.4%
Ông Nguyễn Thanh Hà - Tổng giám đốc	0.004%
Khác	26.4%

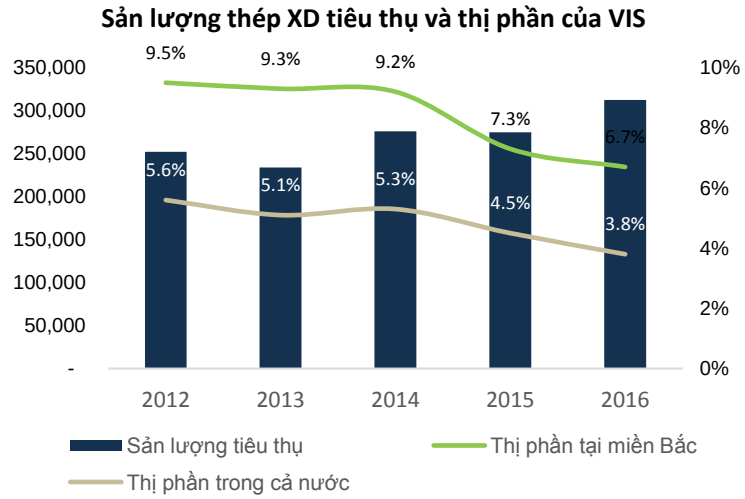
- Từ khi thành lập vào năm 2003 cho đến giữa năm 2016, cổ đông lớn nhất của VIS là Tổng công ty Sông Đà (chiếm 53%). Đây là một doanh nghiệp nhà nước hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng.
- Tháng 8/2016, Tổng công ty Sông Đà đã bán hết cổ phần tại VIS cho CTCP Thương mại Thái Hưng, một doanh nghiệp tư nhân lớn hoạt động trong ngành thép, và cũng là đối tác kinh doanh lớn của VIS kể từ khi thành lập.
- Tháng 6/2017, CTCP Thái Hưng đã trở thành cổ đông lớn nhất của VIS với 45.2% quyền sở hữu. Sau đó, vào tháng 11/2017, tập đoàn Kyoei Steel trở thành cổ đông chiến lược của VIS với 20% quyền sở hữu.
- Ngoài ra, ban giám đốc nắm giữ khoảng 3.4% số cổ phiếu đang lưu hành. Ban giám đốc của VIS hiện tại gồm 5 thành viên, trong đó có 4 thành viên từ thời Tổng công ty Sông Đà, và thành viên còn lại (ông Nguyễn Ngọc Quyết - Phó Tổng giám đốc được bổ nhiệm từ năm 2016) đã từng là phó phòng kinh doanh của CTCP Thương mại Thái Hưng.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Năng lực sản xuất - Xây dựng nhà máy mới để giải quyết vấn đề hạn chế về công suất

Hiện tại, VIS đang sở hữu 1 nhà máy cán thép tại Hưng Yên (công suất 250,000 tấn/năm) và 1 nhà máy phôi thép ở Hải Phòng (công suất 400,000 tấn/năm). Trong giai đoạn 2012-2016, nhà máy cán thép luôn hoạt động từ 100-125% công suất, với sản lượng sản xuất từ 250,000 – 300,000 tấn. Ngược lại, nhà máy phôi ở Hải Phòng chỉ đạt 65% công suất thiết kế, khiến hiệu quả sản xuất không cao.

Thị phần suy giảm do hạn chế về công suất sản xuất



Nguồn: VIS, VSA, FPTS Research

Trong giai đoạn 2012-2016, nhu cầu thép xây dựng Việt Nam tăng trưởng khoảng 16%/năm. Tuy nhiên, do nhà máy cán thép của VIS đã chạy hết công suất từ năm 2010, sản lượng tiêu thụ của VIS gần như không tăng, và chỉ đạt khoảng 5.5%/năm.

Thêm vào đó, với việc các nhà sản xuất thép lớn như Hòa Phát (HPG) liên tục mở rộng quy mô, thị phần cả nước của VIS nói chung và miền Bắc nói riêng đã suy giảm đáng kể. Cụ thể, thị phần cả nước giảm từ 9.5% (năm 2012) xuống 6.7% (năm 2016), còn thị phần miền Bắc giảm tương ứng từ 5.6% xuống 3.8%.

Việc nhà máy cán thép luôn phải hoạt động hết công suất khiến VIS có nhu cầu xây nhà máy mới để mở rộng. Tại đại hội cổ đông thường niên năm 2017, VIS đã thông qua quyết định nâng cấp nhà máy hiện hữu và xây dựng 2 nhà máy mới. Các dự án này tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 1,700 tỷ đồng, và sẽ bổ sung khoảng 500,000 tấn thép xây dựng và 700,000 tấn phôi thép trong 2-3 năm tới.

Dự án	Địa điểm	Công suất (tấn/năm)	Đầu tư (tỷ VND)	Dự kiến triển khai
NM cán thép	Hưng Yên	250,000		**Đang hoạt động**
NM phôi thép	Hải Phòng	400,000		
NM cán thép	Hải Phòng	+500,000	800	**Q4/2017**
Nâng cấp NM phôi thép	Hải Phòng	+200,000	208	
NM phôi thép	Hưng Yên	+500,000	650	

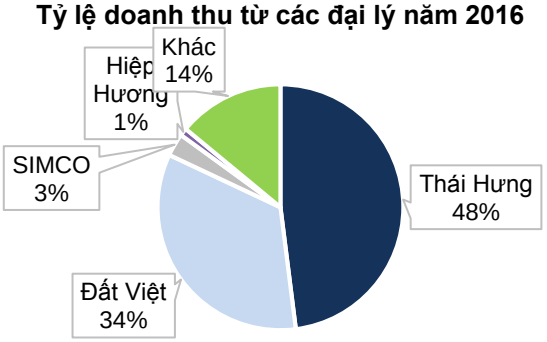
Nguồn: VIS

Dự án nhà máy cán thép tại Hải Phòng được dự kiến sẽ được huy động với tỷ lệ vốn chủ/vay nợ là 3:7. Cuối tháng 8/2017, VIS đã thực hiện huy động thành công 370 tỷ đồng bằng cách phát hành thêm 24.6 triệu cổ phiếu. Số vốn còn lại được dự kiến sẽ được vay từ Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam.

Hiện nay, VIS phải vận chuyển phôi từ nhà máy tại Hải Phòng về Hưng Yên gây tốn kém chi phí vận chuyển, và chi phí gia nhiệt cho phôi. FPTS đánh giá việc hoàn thành nhà máy cán thép tại Hải Phòng sẽ giúp VIS hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất, và cắt giảm được chi phí sản xuất phôi khoảng 1.5 - 2%.

Năng lực bán hàng - hỗ trợ từ CTCP Thái Hưng giúp tăng sản lượng tiêu thụ

Tỷ lệ doanh thu từ các đại lý năm 2016



Nguồn: VIS

Thị trường chính của VIS là khu vực miền Bắc, chiếm khoảng 90% doanh thu của công ty. Cụ thể hơn, trong 2016, hai thành phố tiêu thụ chính là Hà Nội (70%) và Đà Nẵng (10%). Sản phẩm được phục vụ chủ yếu cho các dự án với 85 - 90% tổng sản lượng tiêu thụ.

Hiện tại, VIS đã thiết lập được mạng lưới phân phối gồm 15 đại lý cấp I và hơn 500 đại lý cấp II tại khắp cả nước. Trong số này có khoảng 4-5 nhà phân phối chính, phụ trách khách hàng của từng mảng kinh doanh riêng như với nhà phân phối lớn nhất là Thái Hưng, chiếm khoảng 50 - 60% tổng sản lượng tiêu thụ.

Đáng chú ý, trong năm 2016, Thái Hưng cũng đã trở thành cổ đông lớn nhất của CTCP Gang thép Thái Nguyên (TIS). Vào năm 2016, CTCP cán thép Thái Trung (TTS) – một công ty con của TIS đã gia công thêm 50,000 tấn thép cho VIS. Năm 2017, TTS có kế hoạch gia công 100,000 tấn cho VIS giúp tổng sản lượng thép xây dựng của VIS ước tính đạt tới 420,000 tấn (+34% yoy).

Tiêu thụ sản phẩm	Đơn vị	2012	2013	2014	2015	2016	2017F
Thép xây dựng	Tấn	251,855	234,294	276,055	291,018	312,342	420,000
Phôi thép	Tấn	520	18,229	15,775	-	63,128	180,000

Nguồn: VIS, FPTS Research

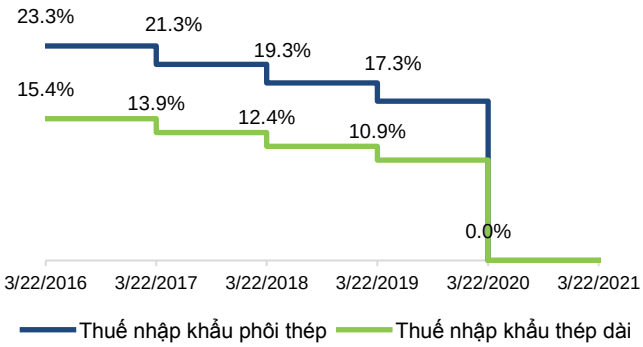
Mảng kinh doanh phôi được kỳ vọng hồi phục từ sự hỗ trợ của (1) thuế tự vệ và (2) CTCP Thái Hưng

Trước năm 2016, nhà máy phôi ở Hải Phòng chủ yếu phục vụ cho sản xuất nội bộ nên chỉ đạt 65% công suất thiết kế, khiến hiệu quả hoạt động chưa cao. Tuy nhiên, kể từ khi mức thuế tự vệ phôi thép được áp dụng từ tháng 3/2016, cộng với sự hỗ trợ của CTCP Thái Hưng, mảng kinh doanh phôi đang có dấu hiệu được cải thiện. Sản lượng phôi thép năm 2016 bán được đã đạt 63,000 tấn – mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây.

Doanh nghiệp cán thép miền Bắc	Địa điểm	Công suất (tấn/năm)
Thép SSE	Hải Phòng	300,000
Thép Việt Úc (Vinausteel)	Hải Phòng	250,000
Thép Việt Hàn (VSC - Posco)	Hải Phòng	250,000
Thép Việt Đức (VGS)	Vĩnh Phúc	350,000
Kyoei Vietnam	Ninh Bình	300,000
Thép Thái Trung (TTS)	Thái Nguyên	500,000
Nasteelvina	Thái Nguyên	150,000
Thép Việt Ý (VIS)	**Hưng Yên**	**250,000**

Nguồn: FPTS tổng hợp

Lộ trình thuế nhập khẩu thép

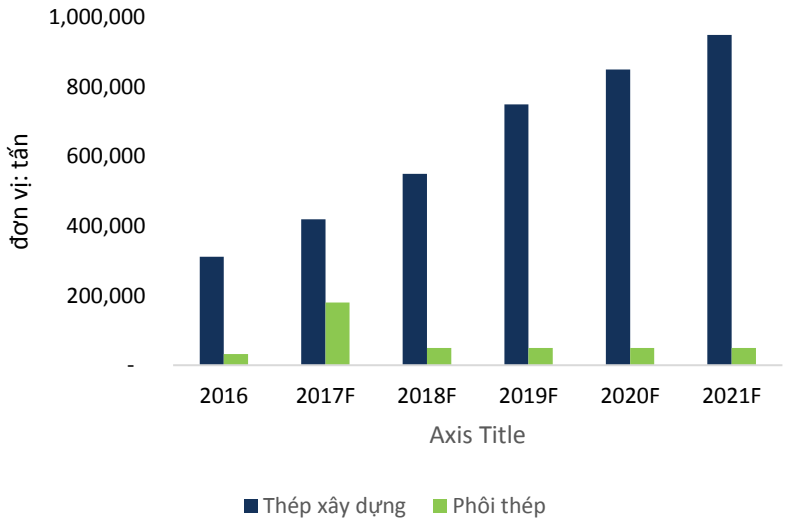


Cho tới năm 2016, các doanh nghiệp cán thép xây dựng ngoài miền Bắc như Thép SSE, Vinausteel, VPS, Nasteelvina với công suất sản xuất khoảng từ 150,000 – 300,000 tấn/năm thường nhập phôi thép từ Trung Quốc. Tuy nhiên, sau mức thuế tự vệ cho phôi thép áp dụng vào tháng 3/2016 (theo QĐ-2968/2016/BCT), các doanh nghiệp này đã hạ dần tỷ trọng nhập ngoại và chuyển sang mua phôi từ các nhà sản xuất phôi trong nước như VIS. Với việc CTCP Thái Hưng cũng là đối tác lâu năm cung cấp nguyên liệu cho các doanh nghiệp cán thép ở miền Bắc, FPTS đánh giá VIS có thể sản xuất và tiêu thụ hết 100% công suất sản xuất của nhà máy phôi ở Hải Phòng trong tương lai.

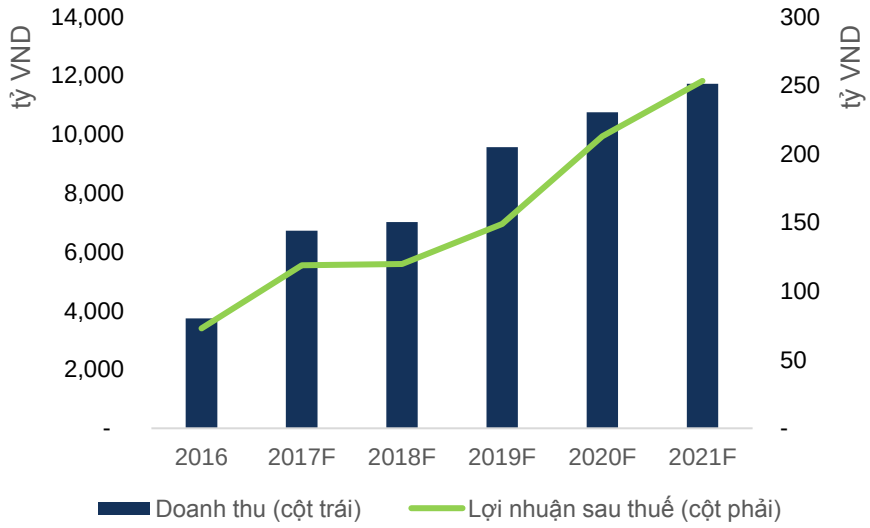
III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Tăng trưởng doanh thu và LNST trung bình kỳ vọng đạt 26% và 28% trong giai đoạn 2016 - 2021.

Dự phóng sản lượng giai đoạn 2016-2021



Dự phóng doanh thu giai đoạn 2017-2021



FPTS đánh giá triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VIS trong 5 năm tới dựa trên những lí do sau:

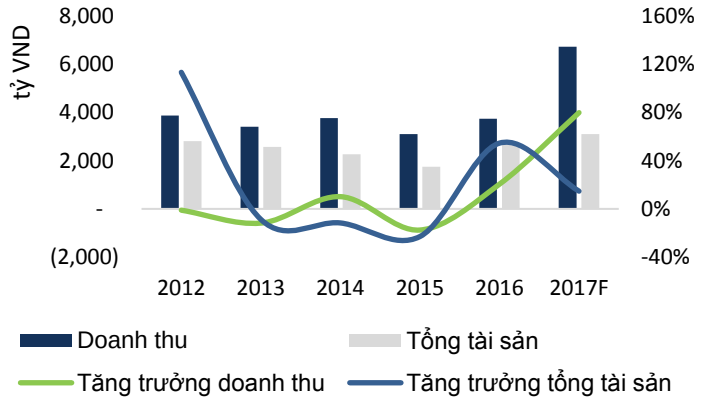
Như đã phân tích ở trên, với sự hỗ trợ của cổ đông lớn Thái Hưng, VIS có thể bảo đảm được phần lớn đầu ra và không còn chịu áp lực quá lớn từ việc bán hàng. Sau khi nhà máy cán thép ở Hải Phòng được đưa vào hoạt động, tổng sản lượng thép mà VIS tự sản xuất dự kiến sẽ đạt 750,000 tấn, sản lượng thuê ngoài dự kiến đạt 100,000 - 200,000 tấn/năm.

Ngoài ra, giá thép thành phẩm trong tương lai được dự báo được hồi phục trở lại khi chênh lệch cung cầu ngành thép thế giới thu hẹp và các biện pháp phòng vệ đối với thép Trung Quốc sẽ làm dịu áp lực giảm giá của thép trong nước (chi tiết trình bày tại báo cáo ngành thép T4/FPTS).

Từ những lý do trên, FPTS ước tính doanh thu của VIS có thể đạt mức 11,000 tỷ vào năm 2021 – tương đương với mức tăng trưởng 26%/năm trong giai đoạn 2016 – 2021. Tương ứng với đó là mức LNST dự phóng cũng tăng trưởng 28%/năm trong cùng giai đoạn.

IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Quy mô doanh thu và tài sản



Trong giai đoạn 2012 – 2016, quy mô doanh thu và tài sản của VIS gần như không tăng trưởng, do nhà máy cán thép đã hoạt động hết công suất và công ty không có kế hoạch đầu tư mới.

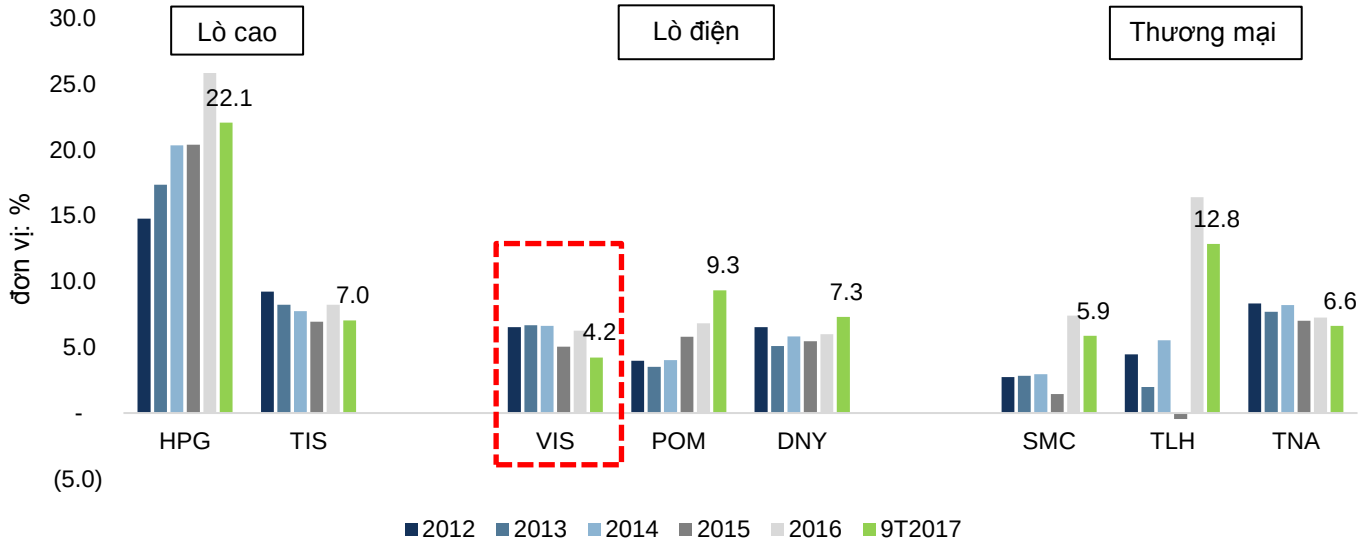
Sang đến năm 2017, với việc tiêu thụ phôi và thép thành phẩm được hỗ trợ bởi CTCP Thái Hưng và tình hình thị trường vẫn thuận lợi, doanh thu của VIS được kỳ vọng đạt hơn 6.500 tỷ, tương đương với mức tăng trưởng 80% so với cùng kỳ.

Tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức trung bình so với ngành

VIS sử dụng công nghệ lò điện EAF để sản xuất thép, với chi phí chính là thép phế và điện. Tỷ suất lợi nhuận gộp của VIS dao động trong khoảng 4 – 6.5%, ở mức trung bình so với ngành.

- So với các doanh nghiệp sử dụng lò cao (chi phí chính là quặng sắt và than coke), VIS không có lợi thế về chi phí sản xuất. HPG với lợi thế về quy mô có mức tỷ suất lợi nhuận gộp đạt mức 20 – 25%, vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ suất lợi nhuận gộp của TIS ở mức 7 – 10%.
- So với các doanh nghiệp sử dụng lò điện khác, mức tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình qua các năm khoảng 5%.
- Với các doanh nghiệp thương mại, do đặc thù từng doanh nghiệp và biến động rất mạnh của giá thép trong những năm qua, tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp này cũng biến động rất mạnh.

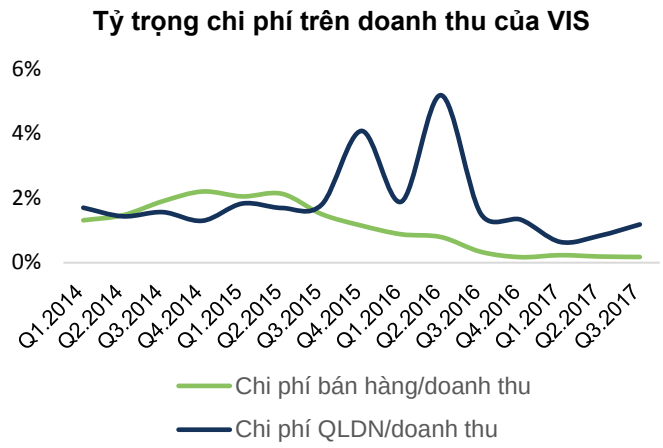
Tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép xây dựng

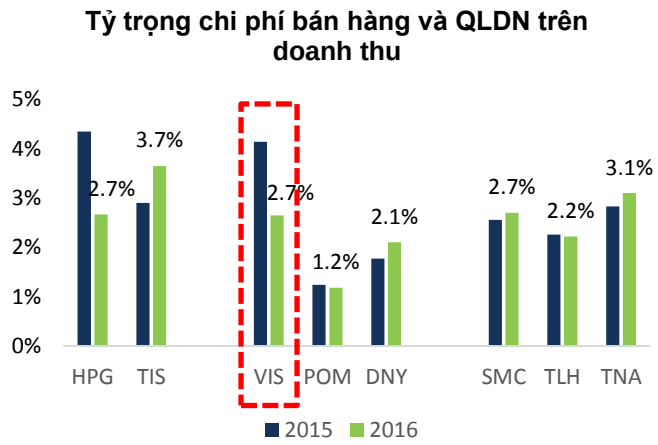


Nguồn: FPTS tổng hợp

Với mức tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ ở mức 4 – 6.5%, khi giá thép có xu hướng giảm – giống như giai đoạn 2015 khi Trung Quốc bán phá giá thép sang Việt Nam, VIS sẽ bị ảnh hưởng đáng kể đến kết quả hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, FPTS đánh giá rủi ro giá thép giảm trong thời gian 1-2 năm tới là chưa cao do những chính sách bảo hộ vẫn còn hiệu lực, và những động thái cắt giảm công suất tại Trung Quốc sẽ giúp cân bằng cung cầu trở lại.

Hiệu quả quản lý chi phí đang được cải thiện



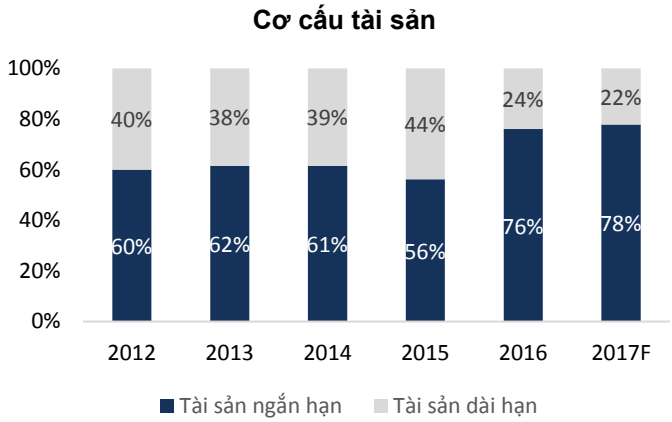


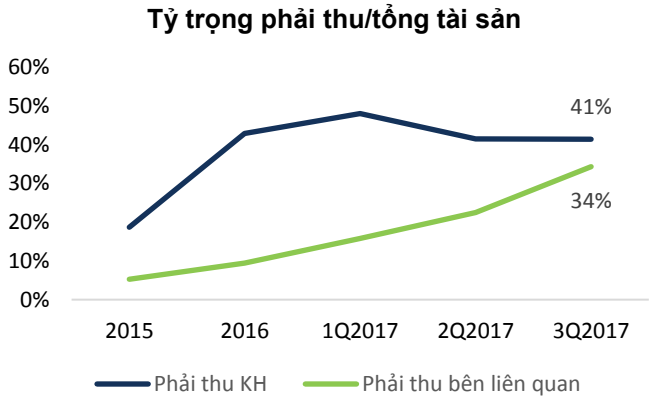
Nguồn: BCTC VIS, FPTS tổng hợp

Trước khi CTCP Thái Hưng và tập đoàn Kyoei VN trở thành cổ đông lớn, tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng chiếm khoảng 4 – 6% doanh thu – khá đáng kể khi tỷ suất lợi nhuận gộp của VIS cũng ở khoảng 4 – 7%.

Sau khi hoàn thành việc thay đổi cổ đông, các chi phí này đang có xu hướng chuyển biến tích cực. Cụ thể, lũy kế 9T2017, tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng đã giảm 33% từ 76 tỷ (lũy kế 9T/2016 – tương đương 3.2% doanh thu) xuống còn 51 tỷ (lũy kế 9T/2017 – tương đương 1.1% doanh thu). FPTS nhận định mức chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp sẽ tiếp tục được cải thiện, ước tính ở mức 2% doanh thu.

Cơ cấu tài sản – Khoản phải thu với bên liên quan tăng mạnh





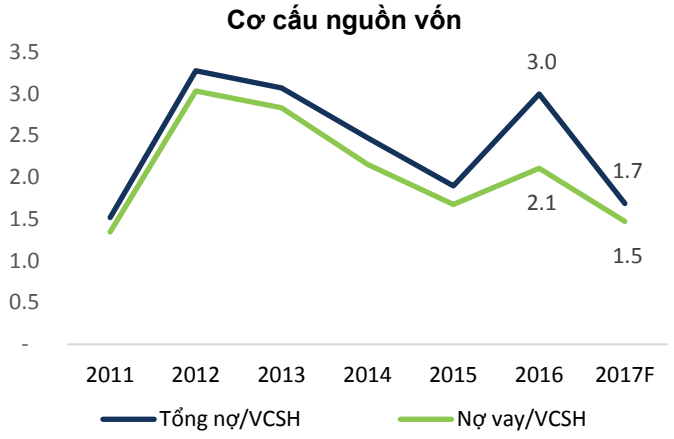
Nguồn: BCTC VIS, FPTS tổng hợp

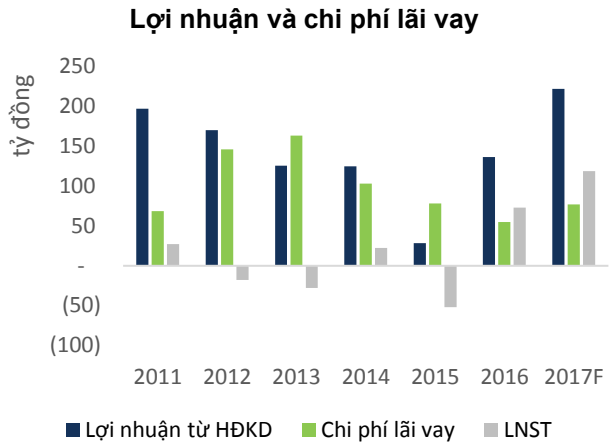
Trong giai đoạn 2012 – 2015, cơ cấu tài sản của VIS tương đối ổn định. Tài sản ngắn hạn trung bình chiếm 40% tổng tài sản. Với đặc thù doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, phần lớn tài sản dài hạn của doanh nghiệp là tài sản cố định, chủ yếu là nhà xưởng, và máy móc thiết bị.

Trong năm 2016 và 2017, khoản phải thu khách hàng tăng mạnh khiến tỷ trọng tài sản ngắn hạn lên tới 76%. Đáng chú ý, những khoản phải thu này chủ yếu là từ những bên liên quan, như CTCP Thái Hưng hay CTCP B.C.H. Cụ thể hơn, tỷ trọng phải thu khách hàng là bên liên quan trên tổng tài sản đang có xu hướng tăng mạnh.Tính đến Q3.2017, tỷ trọng này đang ở mức 34%.

Điều này có thể dẫn tới rủi ro bị chiếm dụng vốn cho VIS và khiến nhu cầu vay để bổ sung vốn lưu động của doanh nghiệp tăng lên.

Cơ cấu nguồn vốn – Áp lực vay nợ giảm dần





Nguồn: BCTC VIS, FPTS tổng hợp

Sau khi sáp nhập với CTCP Luyện thép Sông Đà năm 2012, tổng nợ của VIS tăng gần 3 lần lên mức 2.100 tỷ, trong khi quy mô VCSH chỉ ở mức 650 tỷ khiến cho áp lực vay nợ tăng lên đáng kể. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến VIS lỗ trong giai đoạn 2012 – 2015, khi chi phí lãi vay luôn chiếm 80 – 200% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của VIS. Sau giai đoạn này, tình hình được chuyển biến tích cực hơn. Cho tới 2016, những khoản dài hạn cũ đã được thanh toán hết, và những khoản vay mới chủ yếu là vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động. FPTS nhận định rủi ro tín dụng với VIS đang ở mức thấp.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá VIS sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh EV/EBITDA với trọng số 80:20. Giá trị cổ phiếu VIS theo 2 phương pháp có mức bình quân là ***28,400 VNĐ/cp***, thấp hơn 14% so với mức giá đóng cửa ngày 25/12/2017. Do đó, chúng tôi khuyến nghị ***THEO DÕI*** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	30,097	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	28,877	
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh EV/EBITDA	23,946	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	**28,400**	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2017	7.3%	Phần bù rủi ro	8.77%
Chi phí sử dụng nợ	4.93%	Hệ số Beta	0.6
Chi phí sử dụng VCSH	12.24%	CAGR LNST 2017-2021	21%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	4.13%	Tăng trưởng dài hạn	1.5%
		Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1.5%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	3,709,437
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	124,797
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	1,702,255
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	**2,131,980**
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	73.8
Giá mục tiêu 12T (VNĐ/cp)	**28,877**
Tổng hợp định giá FCFE	**Giá trị**
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	**2,222,108**
Giá mục tiêu 12T (VNĐ/cp)	**30,097**

Giá mục tiêu 12T	VND/cp	29,487

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

So sánh với một số doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh thép niêm yết:

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hoá (tỷ VNĐ)	Doanh thu (tỷ VNĐ)	LNST (tỷ VNĐ)	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	EV/EBITDA
Công ty cổ phần thép Việt Đức	VGS	357	6,064	71	*5.5*	6.50x
Công ty cổ phần thép Dana - Ý	DNY	224	2,151	40	*6.0*	4.73x
Công ty cổ phần thép Pomina	POM	3,149	11,244	693	*6.8*	5.52x
Trung bình						5.58x
Doanh nghiệp định giá	VIS	2,454			*6.3*	

Giá mục tiêu 12T	VND/cp	23,946

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

HĐKD	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	3,739,537	6,729,075	7,018,065	9,564,760
- Giá vốn hàng bán	3,505,640	6,419,538	6,695,234	9,124,781
Lợi nhuận gộp	233,898	309,537	322,831	439,979
- Chi phí bán hàng	16,868	20,187	21,054	28,694
- Chi phí quản lí DN	80,654	67,291	70,181	95,648
Lợi nhuận thuần HĐKD	136,375	222,059	231,596	315,637
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(61,411)	(73,484)	(81,729)	(129,461)
- Lợi nhuận khác	150	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	75,114	148,575	149,867	186,176
- Chi phí lãi vay	54,731	77,088	92,615	140,594
Lợi nhuận trước thuế	75,114	148,575	149,867	186,176
- Thuế TNDN	2,264	29,715	29,973	37,235
LNST	72,850	118,860	119,894	148,941
EPS (đ)	1,480	1,610	1,624	2,017

Chỉ số khả năng sinh lợi	2016	2017F	2018F	2019F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.3%	4.6%	4.6%	4.6%
Tỷ suất LNST	1.9%	1.8%	1.7%	0.3%
ROE DuPont	11.4%	13.0%	9.9%	11.2%
ROA DuPont	3.3%	4.1%	3.7%	3.7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	2.0%	2.2%	2.1%	1.9%
LNST/LNTT	97.0%	80.0%	80.0%	80.0%
LNTT / EBIT	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Vòng quay tổng tài sản	168.0%	231.8%	214.2%	240.0%
Đòn bẩy tài chính	348.0%	317.0%	269.6%	298.6%

Đơn vị: *Tỷ đồng*

CĐKT	2016	2017F	2018F	2019F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	10,348	124,797	266,176	209,309
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	1,406,321	1,362,385	1,421,632	1,876,376
+ Hàng tồn kho	611,025	879,389	917,155	1,249,970
+ Tài sản ngắn hạn khác	29,450	47,432	49,170	64,489
Tổng tài sản ngắn hạn	2,057,144	2,414,003	2,654,134	3,400,143
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1,381,334	1,520,434	1,736,334	2,181,334
+ Khấu hao lũy kế	-891,437	-988,278	-1,094,655	-1,216,594
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	489,897	532,156	641,679	964,740
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	128,318	128,318	128,318	128,318
+ Xây dựng cơ bản dở dang	20,073	20,073	20,073	20,073
Tổng tài sản dài hạn	20,073	20,073	20,073	20,073
Tổng tài sản	2,703,368	3,101,878	3,450,924	4,519,388
Nợ & Vốn chủ sở hữu	0	0	0	0
+ Phải trả người bán	521,959	184,358	192,276	262,048
+ Vay và nợ ngắn hạn	1,425,449	1,604,885	1,673,809	2,281,195
+ Nợ ngắn hạn khác	1,536	1,536	1,536	1,536
Nợ ngắn hạn	2,027,254	1,849,218	1,927,240	2,614,751
+ Vay và nợ dài hạn	-	97,370	248,500	510,300
Nợ dài hạn	-	97,370	248,500	510,300
Tổng nợ	2,027,254	1,946,588	2,175,740	3,125,051
+ Thặng dư	364	123,414	123,414	123,414
+ Vốn điều lệ	492,203	738,304	738,304	738,304
+ LN chưa phân phối	1,496	120,357	240,250	359,403
Vốn chủ sở hữu	676,114	1,155,290	1,275,184	1,394,337
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	2,703,368	3,101,878	3,450,924	4,519,388

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2016	2017F	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	1.01	1.31	1.38	1.30
CS thanh toán nhanh	0.71	0.83	0.90	0.82
CS thanh toán tiền mặt	0.01	0.07	0.14	0.08
Nợ / Tài sản	0.53	0.55	0.56	0.62
Nợ / Vốn CSH	2.11	1.47	1.51	2.00
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	2.11	1.39	1.31	1.64
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.00	0.08	0.19	0.37
Khả năng TT lãi vay	1.37	1.93	1.62	1.32

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016	2017F	2018F	2019F
Số ngày phải thu	72.57	72.57	72.57	70.00
Số ngày tồn kho	54.40	50.00	50.00	50.00
Số ngày phải trả	9.10	10.00	10.00	10.00
Thời gian luân chuyển tiền	117.87	112.57	112.57	110.00
COGS / Hàng tồn kho	5.74	7.30	7.30	7.30

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 26 cổ phiếu VIS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu VIS nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cố phiếu này có thể được xem tại http://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
52 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội,Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 6290 8686
Fax:(84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 355 3666
Fax:(84.236) 355 3888