NGO HAN (HOSE: NHW)

Thương hiệu hàng đầu, tăng trưởng hấp dẫn và tài chính vững mạnh

MUA vì vị thế thị trường vững mạnh, tăng trưởng lành mạnh

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu của Công ty cổ phần sau dựa trên ba yếu tố chính: (1) vị thế dẫn đầu thị trường trong ngành; (2) sản phẩm chất lượng hàng đầu so với các công ty trong nước; (3) ước tính tăng trưởng doanh thu đạt 19% và LNST 20%/năm trong 3 năm tới. Với giá niêm yết là 22.000 đồng, cổ phiếu bị định giá thấp hơn so với mức giá chúng tôi dự báo thông qua một số phương pháp định giá, có mức dao động trong khoảng 27.800–33.400 đồng/cổ phiếu.

Vị thế dẫn đầu...

Ngô Han là một doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sản xuất dây điện từ trong nước và chiếm tới 27% thị phần ngành. Sản phẩm dây điện từ chịu nhiệt cao tròn tráng men và dây dẹp là những sản phẩm chủ lực của Ngô Han, có khả năng cạnh tranh trực tiếp với hàng ngoại nhập. Sản lượng cao mang lai cho Ngô Han lợi thế mua nguyên liệu thô với giá thành sản phẩm thấp hơn các đối thủ, và sẽ giúp Ngô Han giảm thiểu chi phí bán hàng và marketing.

...Với tỷ lệ lợi nhuận tăng trưởng vượt trội

Chúng tôi dự đoán tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận bình quân hàng năm vào khoảng 23% trong 3 năm tới, chủ yếu là do sản lượng bán ra tăng trưởng kép 19% trong giai đoạn 2010-2013. Tuy có tỷ suất lợi nhuận thấp, vị thế vượt trội của Ngô Han sẽ hỗ trợ cho việc tăng trưởng doanh số và EPS khoảng 20% mỗi năm. Bên cạnh đó, dòng sản phẩm mới, thanh đồng Busbar, với sản lượng bán ra dự báo tăng trưởng kép 41% trong giai đoạn 2010-2013, sẽ giúp Ngô Han đạt được mục tiêu tăng trưởng với việc đóng góp 10% vào lợi nhuận ròng.

Rủi ro trong tỷ giá hối đoái và dư cung

Công ty mua hàng tồn kho bằng các khoản vay USD và bán các sản phẩm bằng VND nên lỗ tỷ giá sẽ tạo áp lực lên lợi nhuận. Hơn nữa, việc biến động giá nguyên liệu đồng có thể làm tăng chi phí đột biến. Cuối cùng, số lượng các đối thủ cạnh tranh trong ngành lớn có thế dẫn tới tình trạng cung vượt cầu, khiến việc cạnh tranh giá trở nên căng thẳng và công ty phải giảm giá thành.

Địa chỉ: 24 Võ Thị Sáu, Phường Tân Định, Quận 1, Tp.HCM, Việt Nam

Điện thoại: 84-08-38209766

Fax: 84-08-38209765

Website:www.ngohanwire.com

Mã CK/Sàn giao dịch	NHW/HOSE
Giá trị vốn hóa	33 triệu đô la
2009 EPS	1,930
2010 EPS	2,334
2009 P/E	13.7x
2010 P/E	11.3x
2009 PB	2.5x
Hệ số sinh lợi cổ tức	5.7%
CAGR EPS 4 năm ('09-'12)	17%
ROE bquân 4 năm ('09-'12)	23%
Giá gần đây nhất (26/01/10)	26.400 đồng

Ngày: 26/01/ 2010

Báo cáo này được viết dựa trên các thông tin được lựa chọn một cách cẩn thận và chỉ nên dùng để tham khảo. TVS không chịu trách nhiệm đối với bất kì quyết định bán/mua nào của nhà đầu tư, Để biết thêm thông tin, xin email về địa chỉ info@tvs.vn.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

(Đv: triệu đồng)

Báo cáo KQHĐKD	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Doanh thu	836,104	843,254	910,697	1,147,478	1,317,305	1,512,266
Tăng trưởng DT	*64%*	*1%*	*8%*	*26%*	*15%*	*15%*
LN gộp	52,396	43,658	104,377	114,748	135,682	160,105
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*6.3%*	*5.2%*	*11.5%*	*10.0%*	*10.3%*	*10.6%*
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	64,119	27,037	75,216	88,715	107,259	127,893
Khấu hao	14,398	11,520	11,520	9,713	10,223	10,223
LNtrước thuế và lãi vay	49,722	15,517	63,696	79,001	97,036	117,670
Tăng trưởng LN trước thuế và lãi vay	-46%	-69%	310%	24%	23%	21%
Interest expense	5,623	11,780	9,587	7,593	8,717	8,339
LN trước thuế	44,098	3,738	54,109	71,408	88,319	109,330
% Growth	-51%	-92%	1348%	32%	24%	24%
Taxes	10,441	1,593	9,806	17,852	22,080	27,333
LN sau thuế	33,657	2,145	44,304	53,556	66,239	81,998
Tăng trưởng LN sau thuế	-54%	-94%	1966%	21%	24%	24%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	4.0%	0.3%	4.9%	4.7%	5.0%	5.4%
Số lượng CP (000)	22,723	22,723	22,951	22,951	22,951	22,951
Thu nhập/CP (đồng)	1,481	94	1,930	2,334	2,886	3,573
Bảng Cân Đối Tài Sản	**2007**	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
Tiền mặt	765	54,567	91,518	14,962	34,951	71,541
Khoản phải thu	179,036	122,998	152,751	188,627	216,543	248,592
Hàng tồn kho	148,042	288,559	137,323	169,764	178,053	185,228
Tài sản cố định	71,137	61,886	55,423	60,960	50,737	40,514
Tổng tài sản	**405,315**	**548,170**	**456,777**	**440,004**	**486,760**	**553,350**
Nợ vay	97,863	244,142	172,708	137,697	158,077	151,227
Nợ vay/ tổng tài sản	*24%*	*45%*	*38%*	*31%*	*32%*	*27%*
Nợ vay/ vốn chủ sở hữu	*38%*	*93%*	*70%*	*54%*	*58%*	*44%*
Nợ phải trả	46,560	40,992	38,245	46,604	53,851	61,684
Vốn chủ sở hữu	260,891	263,036	245,825	255,702	274,833	340,440
Các chỉ số tài chính	**2007**	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
Tăng trưởng doanh thu	64.1%	0.9%	8.0%	26.0%	14.8%	14.8%
Tăng trưởng LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	-37.8%	-57.8%	178.2%	17.9%	20.9%	19.2%
Tăng trưởng LN trước thuế và lãi vay	-46.0%	-68.8%	310.5%	24.0%	22.8%	21.3%
Tăng trưởng LN trước thuế	-50.6%	-91.5%	1347.7%	32.0%	23.7%	23.8%
LNTT, lãi vay &khấu hao/Doanh thu	7.7%	3.2%	8.3%	7.7%	8.1%	8.5%
TSCĐ/Tổng tài sản	17.6%	11.3%	12.1%	13.9%	10.4%	7.3%
LN ròng/ vốn chủ sở hữu	13.8%	0.8%	17.4%	21.4%	25.0%	26.7%
LN ròng/ tổng tài sản	8.6%	0.4%	8.8%	11.9%	14.3%	15.8%
Tăng trưởng TN trên một CP	-87.3%	-93.6%	1945.3%	20.9%	23.7%	23.8%
Doanh thu trên một CP (đồng)	36,795	37,110	39,681	49,998	57,397	65,892
Giá trị sổ sách trên một CP (đồng)	11,481	11,576	10,711	11,141	11,975	14,834
LNTT, lãi vay &khấu hao/CP	2,822	1,190	3,277	3,865	4,673	5,573

GIỚI THIỆU CÔNG TY

Ngô Han được thành lập vào năm 1987 và cổ phần hoá vào năm 2004, hiện là nhà sản xuất dây điện từ hàng đầu ở Việt Nam với 27% thị phần. Các sản phẩm của Ngô Han bao gồm nhiều chủng loại với dây điện từ chất lượng cao và các sản phẩm liên quan. Dây điện từ là dây dẫn cách ly nằm ở trung tâm của hầu hết các hệ thống điện và điện tử. Ở Việt Nam, sản phẩm dây điện thường được sử dụng trong động cơ mô tô, máy biến thế và cuộn của các thiết bị điện và điện tử. Dòng sản phẩm của Ngô Han bao gồm dây đồng, dầy đồng trần tròn, dầy đồng tròn tráng men, đây đồng và dây nhôm dẹp bọc giấy cách điện. Ngô Han đặc biệt mạnh về sản xuất dây điện từ chịu nhiệt cao (180C – 220C) mà đa số các nhà sản xuất trong nước vẫn chưa có các công nghệ thích hợp để làm ra.

TỔNG QUAN NGÀNH SẢN XUẤT DÂY ĐIỆN TỪ CỦA VIỆT NAM

Quy mô ngành

Ngô Han cạnh tranh chủ yếu trong ngành sản xuất dây điện từ ở Việt Nam và xuất khẩu sang các thị trường trong khu vực. Quy mô của thị trường dây điện từ trong nước được ước tính vào khoảng 2.000–3.000 tỉ đồng (tương đương 100 triệu – 150 triệu USD), phụ thuộc vào sự biến động của giá đồng. Chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ tăng trưởng 10-15% trong 5 năm tới. Sự tăng trưởng của ngành được hỗ trợ do nhu cầu của các thiết bị sử dụng dây điện từ trong nước tăng nhanh như động cơ điện (33%) và máy biến thế (27%).

Cơ cấu ngành: ở phân khúc cao cấp, nơi yêu cầu độ chịu nhiệt đối với dây vượt 220C, thị trường bị chi phối bởi hàng nhập khẩu, do không có nhà sản xuất nào trong nước có thể đáp ứng được các yêu cầu. Ở phân khúc giữa của thị trường (độ chịu nhiệt từ 180C đến 220C) có một số ít nhà sản xuất trong nước (bao gồm cả Ngô Han) và công ty có vốn nước ngoài. Ở phân khúc chịu nhiệt thấp, sự cạnh tranh chủ yếu là của những doanh nghiệp nội địa.

Ngô Han cũng cạnh tranh ở những phân khúc thị trường dây cáp điện, gần kề với hoạt động sản xuất dây điện từ nòng cốt của mình. Ngoài ra, Ngô Han và các công ty khác còn kinh doanh bán thành phẩm như lõi đồng và đây đồng trần, là các sản phẩm trung gian trong quy trình sản xuất dây điện từ. Việc bán các sản phẩm này đóng góp nhiều vào doanh số nhưng có tỷ suất lợi nhuận rất thấp.

Tăng trưởng tốt nhưng cạnh tranh cao

Được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng mạnh của nền kinh tế nội địa, sự phát triển nhanh của hệ thống bán lẻ hàng điện tử, ngành sản xuất dây điện từ cũng đã có lịch sử tăng trưởng khoảng 20% hàng năm trong giai đoạn 2003-2008. Nguyên nhân cho sự tăng trưởng này đến từ sự phát triển của ngành công nghiệp Việt Nam, trong đó có nhu cầu do xe hơi, động cơ, động cơ mô tô, máy biến thế và các thiết bị sử dụng dây điện từ khác tạo ra.

Tổng lượng tiêu thụ dây điện từ trong nước năm 2008 đạt khoảng 14.000 tấn, trong đó đây điện từ tròn tráng men chiếm 75% và dây điện từ dẹp chiếm 25%. Ngành sản xuất dây điện từ trong nước được dẫn đầu bởi Ngô Hàn với 27% thị phần, tiếp đến là công ty Taya (Đài Loan) 13%,

Cadivi (Việt Nam) 7% và Kevin (Hàn Quốc) 6%. Khoảng 50 công ty khác trong nước cung cấp 10% tổng sản lượng ngành, trong khi hàng nhập khẩu chiếm tới 37% thị phần, chủ yếu đến từ Trung Quốc, Đài Loan, Malaysia. Trong điều kiện hàng nhập khẩu không bị đánh thuế như hiện nay, sự cạnh tranh càng trở nên gay gắt.

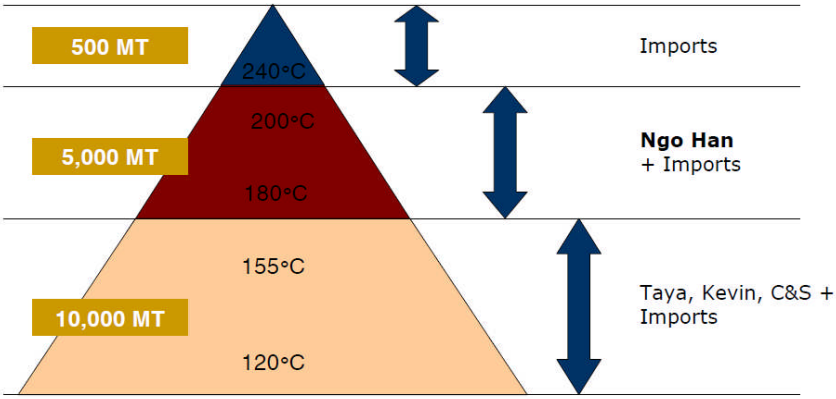
Phụ thuộc lớn vào một số ít các nhà cung cấp đồng

Các nhà sản xuất dây điện từ trong nước nhập khẩu đồng (nguyên liệu chính và chiếm tới 85% giá thành) từ một vài nhà cung cấp quốc tế như BHP Billiton, Codelco, và Freeport Mc Moran. Những công ty này kiểm soát phần lớn nguồn cung đồng của thế giới. Do đó, những công ty trong nước sử dụng nguyên liệu đồng ít có khả năng đàm phán về giá nguyên liệu và chịu rủi ro từ tỷ giá hối đoái. Một số công ty quy mô nhỏ chọn việc mua đồng trong nước để giảm chi phí nhưng độ tinh khiết của nguyên liệu thô không đạt các tiêu chuẩn quốc tế, ảnh hưởng tới chất lượng sản phẩm cuối cùng.

Các công ty cạnh tranh về chất lượng

Tiêu chí hàng đầu về chất lượng của dây điện từ tròn và dẹp là độ chịu nhiệt. Hầu hết các công ty Việt Nam chỉ có thể sản xuất dây điện từ chịu nhiệt thấp ở mức 120-180C. Các sản phẩm chịu nhiệt cực cao (trên 220C) được nhập khẩu hoàn toàn từ nước ngoài. Hiện tại, các nhà sản xuất lớn trong nước như Taya, Cadivi, Kevin đang theo bước Ngô Han đầu tư vào các phương tiện sản xuất dây điện từ chịu nhiệt cao (180-220C).

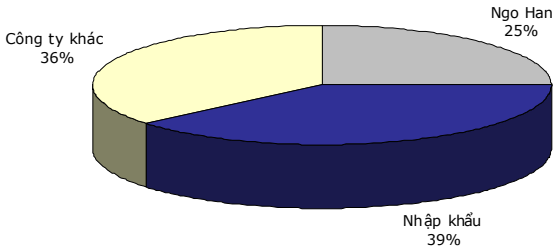
Phân khúc dây điện từ theo mức độ chịu nhiệt



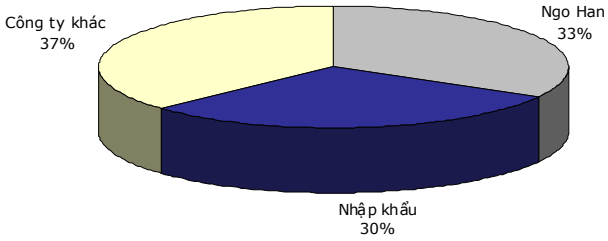
(*) Excluding the new entrants in 2008 (Taihan, Cadi-Sun)

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Thị phần dây điện từ tráng men



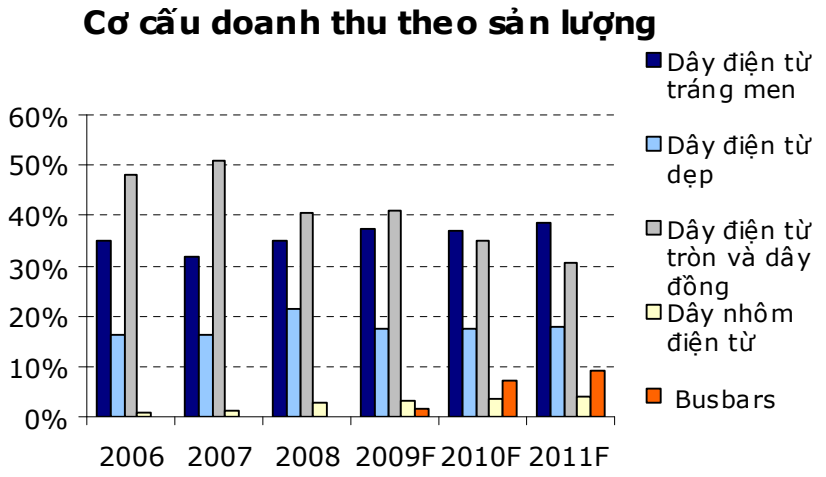
Thị phần dây điện từ dẹp



Ngô Han (NHW) là nhà sản xuất dây điện từ, chủ yếu làm từ đồng, lớn nhất ở Việt Nam, với 27% thị phần. Công ty cạnh tranh ở cả phân khúc dây tròn tráng men và dây dẹp bọc giấy cách điện. Ngô Han hiện nắm 25% thị trường ở phân khúc dây đồng tròn tráng men và 33% ở phân khúc dây đồng dẹp bọc giấy cách điện. Tổng chung dòng sản phẩm dây điện từ đóng góp 54% vào tổng doanh thu năm 2009 của Ngô Han.

Mặc dù có vị thế dẫn đầu ngành, Ngô Han phải đối mặt với các thách thức từ cả nhà cung cấp, khách hàng và các đối thủ. Ở phía nhà cung cấp, khả nằng áp đặt giá của nhà cung cấp ở trong ngành từ trước đến nay vẫn luôn cao. Đối với Ngô Han, 85% lượng đồng tấm, nguyên liệu thô được sử dụng để sản xuất dây điện từ, được cung cấp bởi một nhà cung cấp quy mô toàn cầu, BHP Billition ở Úc. Như các công ty khác, 15 khách hàng lớn nhất của Ngô Han chiếm 83% tổng doanh thu trong những năm vừa qua.

Phân khúc sản phẩm



Sản phẩm nòng cốt: dây điện từ



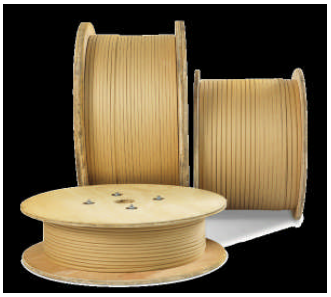
Dây điện từ tròn tráng men (chiếm 35% tổng sản lượng trong năm 2008 và 37% trong năm 2009) chủ yếu được bán ở thị trường trong nước cho các nhà sản xuất thiết bị điện tử như quạt máy, máy giặt và máy biến thế nhỏ. Phân khúc sản phẩm này có thể được chia thành 2 loại chính: sản phẩm cao cấp bao gồm dây cách nhiệt đến 280C và dây cách nhiệt

đến 155C. Với định hướng chiến lược là tập trung vào các sản phẩm chất lượng cao, Ngô Han là công ty duy nhất ở Việt Nam hiện nay có khả năng sản xuất những loại dây điện từ có mức chịu nhiệt cao 200C. Việc này đặt sản phẩm của Ngô Han ngang tầm với các sản phẩm nhập khẩu chất lượng cao và trên các sản phẩm sản xuất trong nước khác.

Thị trường dây điện từ tráng men

Customer Group	Est. Sales	Supplier				
		Ngohan	Taya	Cadivi	Others	Import
Retailers	2,040	**480**	640	-	920	-
Vietnamese Companies	2,646	**1,402**	600	600	44	0
Japanese Companies	2,448	**-**	-	-	-	2,448
Korean Companies	1,266	**360**	-	-	120	786
Taiwanese Companies	2,212	**360**	568	-	332	952
TOTAL	10,612	**2,602**	1,808	600	1,416	4,186
Market Share	100%	**25%**	17%	6%	13%	39%

Manufacturer	Annual Capacity	Consumption		Utilization Rate (%)
		Domestic	Export	
Ngo Han, VN	**4,200**	**2,602**	**84**	**62**
Taya, TW	2,200	1,608	-	73
Hung Chen, TW	1,200	360	500	30
Cadivi, VN	1,000	600	-	60
Kevin, Kr	600	360	-	60
C&S Tech, Kr	360	325	-	90
Evertop, TW	360	240		67
Tien Thinh, VN	250	220	-	88
Total	**10,170**	**6,380**	**584**	**63**



Dây điện từ dẹp bọc vỏ cách điện (chiếm 21% tổng sản lượng trong năm 2008 và 17% trong năm 2009) chủ yếu cung cấp lõi bên trong cho các máy biến thế lớn, được sử dụng trong sản xuất công nghiệp và ngành điện. Ngoài ra, một sản phẩm chiến lược mới trong dòng sản phẩm dây điện từ dẹp vừa được công ty đưa vào sản xuất vào cuối năm 2009 là thanh đồng Busbar. Loại sản phẩm này được sử dụng rộng rãi để sản xuất thanh bảng điện cho việc xây dựng các toà nhà. Ước tính đồng Busbar sẽ đóng góp thêm 10% vào lợi nhuận ròng năm 2010 với tỷ lệ tăng trưởng 20%. Căn cứ vào nhu cầu gia tăng của các ngành công nghiệp ở Việt Nam trong tương lai, chúng tôi ước tính tỷ lệ tăng trưởng hàng năm, khoảng 20% trong 2-3 năm tới đối với dòng sản phẩm dây điện từ dẹp này.

Manufacturer	Capacity	Consumption	Utilization Rate (%)
Ngo Han	**2,200**	**1,170**	**53**
Hanaka	1,000	336	34
Cadivi	500	402	80
Cenpon	480	440	92
Total	**4,180**	**2,348**	**56**



Dựa vào phân tích của chúng tôi về ngành và công ty, chúng tôi dự đoán tiềm năng tăng trưởng ở cả hai phân khúc dây điện từ là 19% hàng năm trong 3 năm tới. Điều này phản ánh nhu cầu gia tăng liên tục của các công ty có vốn đầu tư nước ngoài đối với sản phẩm dây điện từ cao cấp trong nước.

Các sản phẩm khác

Các sản phẩm khác, chiếm khoảng 41% tổng sản lượng bán ra năm 2008 và 2009, chủ yếu là thanh đồng và thanh đồng trần tròn. Các sản

phẩm này được sử dụng trong quá trình sản xuất dây điện từ và được bán ở ngoài thị trường. Các sản phẩm này còn được sử dụng trong sản xuất cáp điện và viễn thông. Có nhiều công ty tham gia phân khúc này với mức cạnh tranh cao nên tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với tỷ suất lợi nhuận của dây điện từ, và chỉ dao động từ 2-5%. Mặc dù cơ sở hạ tầng ngành điện và viễn thông phát triển liên tục, sự canh tranh cao về lâu dài có thể làm giảm doanh thu từ phân khúc sản phẩm này. Chúng tôi dự đoán doanh thu của dòng sản phẩm hàng đầu sẽ chỉ tăng nhẹ, khoảng 5-7%.

Khách hàng

Công ty có 3 phân khúc khách hàng chính, lớn nhất là các khách hàng trong nước, chiếm khoảng 50% tổng doanh thu. 50% doanh thu còn lại được chia đều giữa các công ty có vốn đầu tư nước ngoài và các công ty nhà nước. Khách hàng của Ngô Han là các nhà sản xuất thiết bị điện và điện tử (nước ngoài, có vốn đầu tư nước ngoài, tư nhân và nhà nước) và các nhà bán lẻ và cung cấp nhỏ các dụng cụ điện và điện tử trong nước (động cơ mô tô, máy biến thế, quạt máy, v.v..).

Phân bổ theo loại khách hàng

Nhóm khách hàng	2006	2007	2008
Xuất khẩu	0.5%	1.5%	1.6%
DN có vốn đầu tư nước ngòai	38.7%	26.6%	23.5%
Công ty Nhà nước	28.8%	22.6%	26.7%
Công ty nội địa	32.0%	49.3%	48.2%

Thiết bị sản xuất

Việc sản xuất dây điện từ của Ngô Han bao gồm nung chảy catôt đồng thành các thanh đồng, kéo và cán các thanh đồng thành các dây tròn mỏng và các dây dẹp, và tráng men các dây hoặc bọc các dây bằng giấy cách điện. Ngô Han sử dụng các thiết bị sản xuất ở châu Âu tinh vi nhất để sản xuất các thanh đồng không oxy và các dây điện từ chất lượng cao.

Công ty có 3 hệ thống thiết bị sản xuất chính: nhà máy luyện dùng để sản xuất thanh đồng, với công suất 11.000 tấn mỗi năm; nhà máy tráng men với công suất 5.000 tấn để sản xuất sản phẩm nòng cốt của công ty là dây điện từ tráng men; và nhà máy sản xuất dây dẹp với công suất 2.000 tấn.

Ngô Han có các thiết bị kiểm tra tối tân được sản xuất ở nước ngoài. Các sản phẩm của Ngô Han được ứng dụng các tiêu chuẩn chất lượng Âu, Nhật, Mỹ. Ngô Han có chứng chỉ ISO9001:2000, ISO14001 và SA8000 do DNV cấp và các chứng chỉ khác đối với một số sản phẩm dây cụ thể do Underwriters Laboratory (U/L) cấp. Ngô Han là nhà sản xuất dây điện từ đầu tiên ở Việt Nam nhận chứng chỉ U/L cho các sản phẩm của mình.

Triển vọng tăng trưởng

Dựa trên phân tích của chúng tôi về công ty và vị thế thị trường của công ty, chúng tôi cho rằng công ty có thể tăng trưởng bởi những yếu tố sau đây:

Ưu thế chất lượng: Bằng việc đầu tư vào việc nâng cao quy trình sản xuất và chất lượng, Ngô Han có lợi thế rõ ràng về sản phẩm so với các đối thủ khác trong nước. Khi nền kinh tế Việt Nam phát triển, người sử dụng sản phẩm ngày càng sẵn lòng trả tiền cho các sản phẩm có chất lượng cao, điều này sẽ đem lại lợi nhuận cho Ngô Han về lâu dài với lợi thế về chất lượng của mình.

Các khách hàng tương lai là các công ty có vốn đầu tư nước ngoài muốn thay thế hàng nhập khẩu: Trong khi Ngô Han có mối quan hệ bền vững với các khách hàng trong nước nhờ yếu tố cùng là các công ty Việt Nam, các công ty nước ngoài ở Việt Nam tiêu thụ dây điện từ là phân khúc thị trường có tiềm năng tăng trưởng. Hiện tại, các công ty có vốn đầu tư nước ngoài này nhập khẩu 100% dây điện từ cho quá trình sản xuất của họ do yêu cầu nội bộ từ bộ máy quản lý công ty. Tuy nhiên, gần đây Ngô Han đã thuê 2 cán bộ phát triển kinh doanh có quan hệ tốt với các khách hàng là các công ty có vốn đầu tư nước ngoài với mục tiêu là có được các hợp đồng mới từ phân khúc này. Mục tiêu của họ là dùng các hợp đồng này để thúc đẩy sản lượng dây điện từ bán ra lên 1.000MT trong năm 2011, tương ứng với mức tăng 23% so với mức hiện tại là 4.300MT mỗi năm.

Dòng sản phẩm mới, thanh đồng Busbar, đầy tiềm năng thị trường sản phẩm mới:

Việc ra mắt dòng sản phẩm mới, thanh đồng Busbar, vào cuối năm 2009 đã cung cấp thêm một nguồn tiềm năng tăng trưởng cho Ngô Han. Cho tới gần đây, busbar vẫn được nhập khẩu, nhưng do nhu cầu ngày càng tăng của ngành xây dựng và xe hơi, chúng tôi kỳ vọng Ngô Han sẽ thu được lợi nhuận từ việc trở thành nhà sản xuất đầu tiên của sản phẩm này trong nước. Ngô Han có kế hoạch mở rộng việc sản xuất Busbar, với mục tiêu chiếm hơn 20% sản lượng trong năm 2010 và 2/3 sản lượng trong năm 2013 trên toàn quốc.

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

(Đv: triệu đồng)

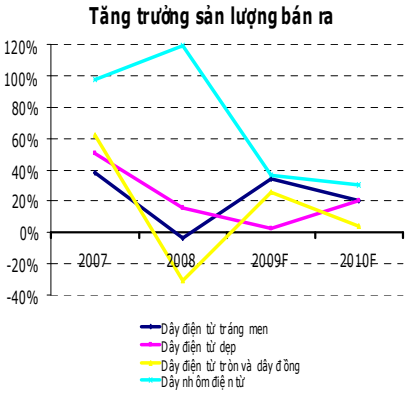
Báo cáo KQHĐKD	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Doanh thu	509,354	836,104	843,254	910,697	1,147,478	1,317,305	1,512,266
Tăng trưởng DT		*64%*	*1%*	*8%*	*26%*	*15%*	*15%*
LN gộp	105,403	52,396	43,658	104,377	114,748	135,682	160,105
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*20.7%*	*6.3%*	*5.2%*	*11.5%*	*10.0%*	*10.3%*	*10.6%*
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	103,123	64,119	27,037	75,216	88,715	107,259	127,893
Khấu hao	10,984	14,398	11,520	11,520	9,713	10,223	10,223
LNtrước thuế và lãi vay	92,139	49,722	15,517	63,696	79,001	97,036	117,670
Tăng trưởng LN trước thuế và lãi vay		-46%	-69%	310%	24%	23%	21%
Interest expense	2,825	5,623	11,780	9,587	7,593	8,717	8,339
LN trước thuế	89,313	44,098	3,738	54,109	71,408	88,319	109,330
% Growth		-51%	-92%	1348%	32%	24%	24%
Taxes	15,494	10,441	1,593	9,806	17,852	22,080	27,333
LN sau thuế	73,819	33,657	2,145	44,304	53,556	66,239	81,998
Tăng trưởng LN sau thuế		-54%	-94%	1966%	21%	24%	24%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	14.5%	4.0%	0.3%	4.9%	4.7%	5.0%	5.4%
Số lượng CP (000)	6,321	22,723	22,723	22,951	22,951	22,951	22,951
Thu nhập/CP (đồng)	11,678	1,481	94	1,930	2,334	2,886	3,573

Kết qủa hoạt động năm 2009

Ngô Han có một năm 2009 hoạt động xuất sắc cả về doanh thu và lợi nhuận. Năm 2009, Ngô Han đạt 911 tỉ đồng doanh thu, tăng 8% so với năm 2008 và lợi nhuận ròng 44,3 tỉ đồng, tăng đáng kể so với năm 2008. Cả doanh thu và lợi nhuận ròng đều vượt kế hoạch 2009 với tỉ suất cao. Đạt được điều này là do sản lượng bán ra tăng 26% trong năm 2009 và tỷ suất lợi nhuận gộp (TSLNG) tăng. So với mức TSLNG 5% của năm 2007-2008, TSLNG năm 2009 tăng đáng kể và đạt 11,5% nhờ chính sách kiểm soát chi phí tốt. Với tỷ suất lợi nhuận ròng 5%, Ngô Han đã có kết quả kinh doanh vượt trội so với các đối thủ.

Năm 2009, chi phí tài chính bất ngờ tăng lên 53 tỉ đồng so với mức 37 tỉ đồng năm 2008. Nguyên nhân chủ yếu là do tăng chi phí lãi vay và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn (do tỷ giá hối đoái VND/USD biến động mạnh) đối với khoản vay bằng đồng đô la để thanh toán cho việc nhập khẩu nguyên liệu đồng tấm.

EPS 2009 của Ngô Han đạt 1.903 đồng, tăng 30% so với EPS 2007. EPS năm 2008 là không đáng kể do ảnh hương bởi chi phí nguyên liệu thô tăng mạnh tới 60% khoảng 4.00USD/tấn.



Tăng trưởng doanh thu

Sau khi trao đổi với Ban điều hành Ngô Han, chúng tôi dự đoán Doanh thu năm 2010 của Ngo Han sẽ đạt 1.147 tỉ đồng tăng 26% so với năm 2009. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng khoảng 15% mỗi năm trong 5 năm tới. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng này căn cứ vào việc tăng khối lượng bán ra hơn là tăng giá vì giá bán thường là giá hợp đồng dựa trên giá đồng niêm yết trên Thị trường kim loại London. Chúng tôi kỳ vọng các nhân tố sau sẽ đóng góp vào việc cải thiện hoạt động tài chính của Ngô Han:

1. Tiềm năng tăng trưởng mặt hàng chủ lực dây điện từ (chiếm 70% doanh số) vẫn còn cao, dự đoán ở mức khoảng 18-19% mỗi năm trong 3 năm tới và Ngô Han vẫn còn 40% công suất để sản xuất sản phẩm này.

2. Trong giai đoạn 2006 – 2009, Ngô Han có sản lượng bán ra tăng trưởng bình quân 32%/năm cho thấy tiềm năng tăng trưởng thực chất của công ty. Chúng tôi dự đoán nhu cầu gia tăng trong phân khúc điện của ngành công nghiệp sẽ khiến doanh số tăng trưởng ở mức thấp hơn trong tương lai.

3. Các hợp đồng cung cấp hàng dây điện từ năm 2010 đã được ký kết với doanh thu khoảng 47 triệu USD, chiếm 75% kế hoạch doanh thu 2010.

4. Để tăng doanh thu, Ngô Han sẽ tiếp tục đẩy mạnh marketing sản phẩm mới busbar. Sản phẩm được kỳ vọng đạt tỷ suất lợi nhuận gộp 20% và lợi nhuận ròng 10%. Sản phẩm Busbar với tiềm năng tăng trưởng 30-40% vừa được thị trường đón nhận tốt trong Q4/2009 dự kiến sẽ đem về cho công ty 50 tỉ đồng, chiếm 5% doanh thu trong 2010.

5. Mặc khác, Ngô Han hiện đã tiếp cận được 5 khách hàng tiềm năng, là các công ty có vốn đầu tư nước ngoài, với nhu cầu 1.000 MT dây điện từ mỗi năm thông qua sự hỗ trợ của vị Tổng Giám đốc mới.

Tăng trưởng lợi nhuận

Ngô Han đặt kế hoạch lợi nhuận ròng năm 2010 sẽ đạt 61 tỷ đồng, tăng 38% so 2009. Để đạt được kế hoạch lợi nhuận này Ngo Han phải kiểm soát thành công được 3 khoản chi phí sau: (1) Giá vốn hàng bán dao động trong khoảng 88-95% giá bán; (2) lỗ chênh lệch tỷ giá và lãi vay bằng tiền USD tài trợ mua hàng tồn kho chiếm 1-5% giá bán; (3) chí phí quản lý và bán hàng chiếm 1,2 -1,7% giá bán. Mặt khác lợi nhuận có thể tăng từ việc doanh số đơn vị bán ra tăng dẫn đến chi phí cố định giảm và do đó tỷ suất lợi nhuận sẽ cao hơn.

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng Ngô Han sẽ đạt được 53 tỷ đồng năm 2010, tăng 20% so với năm 2009. Lợi nhuận sau thuế 53 tỷ đồng mà chúng tôi dự báo sẽ tương đương EPS đạt 2.324 đồng/CP và tỷ suất lợi nhuật 4,7%. Mô hình dự báo của chúng tôi được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

Về vấn đề giá vốn hàng bán, kinh tế toàn cầu đã dần hồi phục dẫn đến giá đồng cũng đã tăng mạnh trở lại từ cuối Q3/2009 từ 4.000EUR/MT lên 5.400EUR/MT. Do đó, với tỷ suất lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi giá đồng, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ giảm dưới mức 11%. Việc giảm tỷ suất lợi nhuận sẽ được bù trừ ở một cấp độ nào đó bởi việc Ngô Han sẽ giảm thiểu được biến động tỷ giá VND/USD bằng các hợp đồng hoán đổi (SWAP) với ANZ bank.

Về vấn đề tỷ giá hối đoái, Ngô Han có thể chuyển các khoản chênh lệch tỷ giá cho khách hàng do doanh số được tính bằng đô la và quy đổi ra tiền đồng theo tỷ giá công bố của ngân hàng. Tuy nhiên nếu thị trường vẫn tồn tại tình trạng Doanh nghiệp không mua được đô la theo tỷ giá niêm yết thì lợi nhuận của Ngô Han sẽ bị ảnh hưởng.

Về chi phí quản lý và bán hàng, do Ngô Han bán trực tiếp tới một nhóm gồm 15 khách hàng chiếm tới 85% doanh thu, chúng tôi tin rằng Ngô Han có thể kiểm soát chi phí này.

PHÂN TÍCH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

(Đv: triệu đồng)

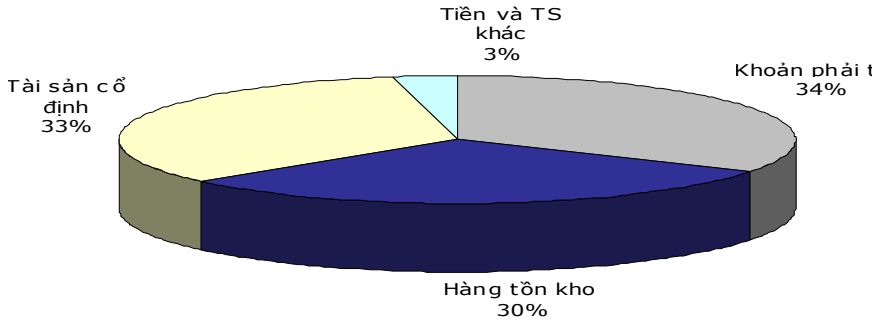
Bảng Cân Đối Tài Sản	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Tiền mặt	4,607	765	54,567	91,518	14,962	34,951	71,541
Khoản phải thu	121,636	179,036	122,998	152,751	188,627	216,543	248,592
Hàng tồn kho	163,529	148,042	288,559	137,323	169,764	178,053	185,228
Tài sản cố định	73,337	71,137	61,886	55,423	60,960	50,737	40,514
Tổng tài sản	**373,389**	**405,315**	**548,170**	**456,777**	**440,004**	**486,760**	**553,350**
Nợ vay	123,395	97,863	244,142	172,708	137,697	158,077	151,227
Nợ vay/ tổng tài sản	*33%*	*24%*	*45%*	*38%*	*31%*	*32%*	*27%*
Nợ vay/ vốn chủ sở hữu	*54%*	*38%*	*93%*	*70%*	*54%*	*58%*	*44%*
Nợ phải trả	22,760	46,560	40,992	38,245	46,604	53,851	61,684
Vốn chủ sở hữu	227,234	260,891	263,036	245,825	255,702	274,833	340,440
ROAA	19.8%	8.6%	0.4%	8.8%	11.9%	14.3%	15.8%
ROEA	32.5%	13.8%	0.8%	17.4%	21.4%	25.0%	26.7%

Nợ ngắn hạn

Ngô Han thường xuyên phải vay ngắn hạn từ ngân hàng để tài trợ cho vốn luân chuyển, cụ thể là nhập khẩu nguyên liệu đồng tấm. Do các

khoản nợ ngắn hạn này (đáo hạn trong 3-4 tháng) bằng đô la, Ngô Han phải đối mặt với các rủi ro tỷ giá hối đoái khi tỷ giá VND/USD biến động mạnh.

Cơ cấu Tài sản 2009



Vốn luân chuyển

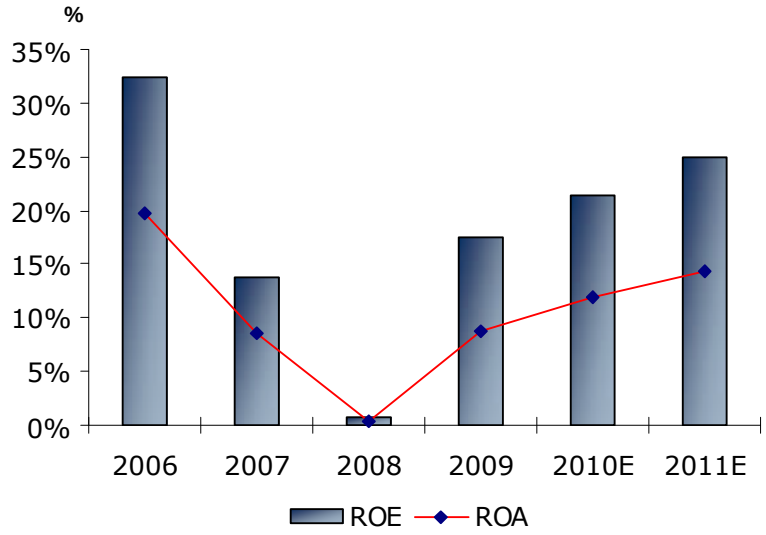
Quản lý hiệu quả vốn luân chuyển là một trong những nhiệm vụ quan trọng của Ngô Han do hàng tồn kho và các khoản phải thu chiếm tới 70% tổng tài sản của công ty. Số ngày trung bình thu hồi công nợ từ các khách hàng của Ngô Han là khoảng 75 ngày, và khoảng thời gian này được coi là tương đối dài so với các ngành sản xuất khác. Vì sản lượng bán ra của Ngô Han là nguồn đầu vào của các công ty sản xuất khác, chúng tôi không kỳ vọng Ngô Han có thể rút ngắn lại thời hạn thu hồi công nợ trong thời gian trước mắt.

Năm 2008 công ty đã có một khoản lỗ trên hàng tồn kho do quyết định tích trữ nguyên liệu thô dựa trên giá đồng thấp lúc đó. Chúng tôi tin rằng công ty sẽ không lặp lại sai lầm này và có thể duy trì hàng tồn kho ở mức thông thường so với doanh số hàng năm của công ty.

ROE và ROA

Tỉ suất ROE và ROA năm 2009 của Ngô Hàn tương ứng là 17% và 9%. Theo ban quản trị, công ty không có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu, ngoại trừ phát hành cổ phiếu thưởng với số lượng không đáng kể cho cán bộ công nhân viên. Vì lý do này, chúng tôi không kỳ vọng sẽ có sự thay đổi đáng kể nào đối với số lượng cổ phiếu của công ty cũng như ROE. Chúng tôi cũng dự báo ROE sẽ tăng lên mức 21% trong năm 2010 do lợi nhuận năm nay được kỳ vọng tăng.

Cho tới thời điểm này, Ngô Han đã trả cổ tức 1.500 đồng/cổ phiếu, tuy nhiên, chúng tôi tin rằng khó kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn mức này vì công ty cần có thêm tiền mặt để tài trợ cho vốn luân chuyển và các khoản đầu tư khác.



Tài sản cố định

Máy móc và thiết bị chiếm 86% tổng giá trị tài sản cố định và đang được khấu hao theo phương pháp đường thẳng trong 4-12 năm. Tính đến cuối năm 2009, Ngô Han đã khấu hao khoảng 50% giá trị tài sản cố định. Trong vòng 3-5 năm tới, khi Ngô Han khấu hao hết 100% giá trị tài sản cố định, công ty sẽ có lợi thế cạnh tranh hơn về giá bán so với các sản phẩm nhập khẩu. Điều này sẽ giúp Ngô Han có chính sách giá cạnh tranh hơn để thu hút thêm khách hàng.

ĐỊNH GIÁ

Do các dòng sản phẩm của Ngô Han chỉ tập trung ở phân khúc hạn hẹp, việc tìm các công ty có thể so sánh ở Việt Nam cho mục đích định giá trở nên khó khăn. Vì thế, chúng tôi so sánh Ngô Han với 2 công ty của Trung Quốc có mô hình kinh doanh tương tự. Theo 2 phương pháp định giá so sánh, chúng tôi kết luận rằng giá niêm yết khởi điểm 22.000 đồng một cổ phiếu được giao dịch thấp hơn mức chúng tôi dự báo dao động trong khoảng **27.800–33.400** đồng. Kết quả này dựa vào phương pháp định giá Giá/Doanh thu trên 1 CP (P/S) và Giá/Giá trị sổ sách 1 CP (P/B)

Hai công ty mà chúng tôi sử dụng làm đối tượng so sánh là Công ty Kim loại Tongling và Công ty quốc tế Lihua. Tongling có sản phẩm tương tự Ngô Han và chúng tôi kỳ vọng việc định giá so sánh sẽ tương xứng. Trong khi Lihua cạnh tranh ở phân khúc thị trường cao cấp hơn nên chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu công ty này sẽ giao dịch ở mức giá cao hơn Ngô Han.

So sánh theo phương pháp định giá P/S

Như ở bảng bên dưới sử dụng giá tham chiếu của Ngô Han là 22.000 đồng, P/S 2009 của công ty 0,6x là phù hợp với tỷ lệ 0,7x của Tongling và thấp hơn đáng kể so với mức 1,4x của Lihua. Nếu chúng tôi sử dụng P/S 2009 của Tongling và áp dụng cho Ngô Han, chúng tôi sẽ đạt mức giá ước tính trên mỗi cổ phiếu của Ngô Han là 28.000 đồng. Điều này phù hợp với mức giá niêm yết chúng tôi dự báo, và gián tiếp cho thấy

tiềm năng tăng trưởng giá của NHW nếu công ty có thể đa dạng hóa sản phẩm hoặc tỷ suất lợi nhuận của sản phẩm.

So sánh theo phương pháp định giá P/B

Sử dụng cùng một phương pháp định giá P/B trên mỗi cổ phiếu, chúng tôi cũng đi đến kết luận tương tự. Chỉ số P/B 2,0x của Ngô Han thấp hơn P/B 3,0x của Tongling và 3,4x của Lihua. Điều này lại một lần nữa cho thấy mức giá giao dịch hiện tại của NHW là thấp hơn so với các đối thủ Trung Quốc. Nếu chúng tôi áp dụng P/B của Tongling cho P/B của NHW, chúng tôi sẽ đạt được mức 33.400 đồng cho mỗi cổ phiếu.

So sánh theo phương pháp định giá P/E

Như đã đề cập, so sánh PE của các công ty trong ngành này sẽ không phản ánh đúng giá trị cổ phiếu do lợi nhuận của ngành sản xuất dây điện từ phụ thuộc nhiều vào biến động của giá đồng cũng như tỷ giá VND/USD. P/E của NHW năm 2009 là 12 lần, thấp hơn mức 13,2 P/E 2009 của thị trường và cao hơn mức 9,8 P/E 2009 của ngành công nghiệp. Dựa trên dự báo EPS năm 2010 của chúng tôi đối với NHW, với giá niêm yết 22.000 đồng sẽ tương ứng P/E ở mức 9,6 lần, thấp hơn so với P/E hiện tại của thị trường.

	Ngo Han	Tongling	Lihua
Giá /Doanh thu 2009 1 CP	**0.6**	**0.7**	**1.4**
Giá/ GTSS 2009 1 CP	**2.0**	**3.0**	**3.4**
Giá/ EPS 2009	**12.0**	**23.5**	**NA**

Như trong phần phân tích ngành và công ty của chúng tôi, lợi nhuận biến động mạnh là điểm đặc trưng của ngành sản xuất dây điện từ vốn thay đổi theo chu kỳ kinh tế. Do vậy P/S và P/B của NHW trong bản phân tích định giá của chúng tôi đáng tin cậy hơn. Dựa vào P/S và P/B 2009, kết hợp với luận cứ của chúng tôi rằng Tongling phù hợp cho định giá tương đối hơn, chúng tôi có thể dự báo giá kỳ vọng của NHW trong 2 kịch bản như sau:

Giá ước tính (theo phương pháp PS) = doanh thu trong năm 2009 * P/S Tongjin = 39,700 * 0.7= 27,800

Giá ước tính (theo phương pháp PB) = giá sổ sách năm 2009 * P/B Tongjin = 11,141 * 3 = 33,400

Quản lý

Công ty gần đây đã tuyển Tổng Giám đốc mới là Ông Low Siew Chain. Trước đó, ông là Tổng Giám đốc của Schmidt Electronics ở Việt Nam,

Giám đốc sản xuất của Faxolif Industries và ABB Transformer Ltd. Vietnam.

Bà Ngô Thị Thông, đồng sáng lập Công ty CP Ngô Han

Bà Thông hiện giữ vị trí Chủ tịch HĐQT. Bà Thông đã tốt nghiệp chuyên ngành về tài chính và bà đã từng làm kế toán cho Công ty Điện Lực Việt Nam trước khi gia nhập vào công ty Ngô Han.

Với mục tiêu xây dựng và phát triển Ngô Han trở thành một trong những Công ty hàng đầu khu vực về sản xuất dây điện từ, Bà Thông đã cùng Ông Nguyễn Văn Sung – Cố Chủ tịch HĐQT không ngừng nghiên cứu, đầu tư vào công nghệ sản xuất hiện đại, thiết bị thử nghiệm tiên tiến để Ngô Han có một sản phẩm đạt chất lượng hàng đầu và luôn duy trì sự ổn định, xứng đáng với sự tin tưởng của khách hàng, nhà đầu tư và đối tác của Công ty. Cùng với việc đầu tư kỹ thuật, Bà Thông cũng không ngừng đầu tư vào đội ngũ quản lý điều hành doanh nghiệp nhằm mục đích phát triển Công ty ngày càng vững mạnh, trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu Đông Nam Á về sản xuất dây điện từ.

Ông Nguyễn Anh Tuấn, Giám dốc Tài chính và Quan hệ đầu tư

Ông Tuấn (1978) tố nghiệp chuyên ngành Kế toán trường đại học Kinh tế TP.HCM năm 2000 và sau đó ông tham gia một số khoá học cao cấp về kiểm toán và kế toán. Ônh có nền tảng tốt về kế toán tổng hợp, kế toán chuyên biệt (chi phí và tài sản), quản trị kế toán (với vai trò là Kế toán trưởng hay Trưởng phòng kế toán) và kiểm soát nội bộ.

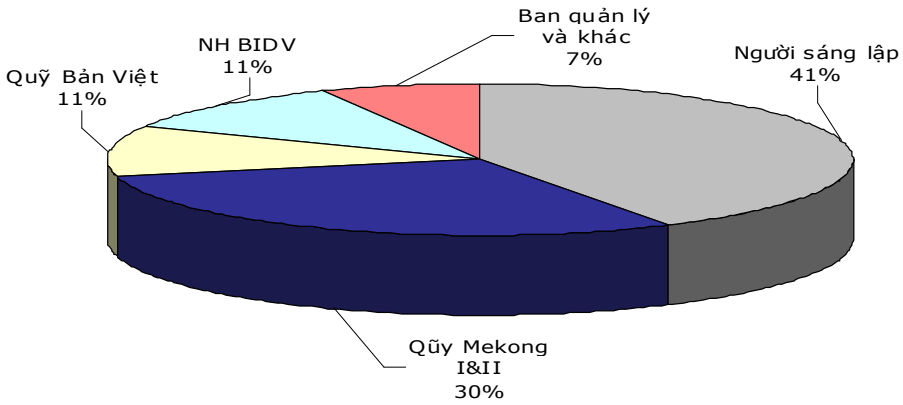
Ông Huỳnh Quốc Thái, Giám đốc sản xuất

Ông Thái (1973) được đào tạo thành Kỹ sư điện và điện tử (tốt nghiệp từ trường Đại học Kỹ thuật TP.HCM). Ông đã tham gia nhiều khoá học cao cấp về quản trị chất lượng, đánh giá nội bộ hệ thống quản lý, quản trị sản xuất, và đặc biệt lớp thực hành 5S. Ông đã làm việc ở Ngô Han từ khi tốt nghiệp cho đến nay và rất thấu hiểu về quá trình sản xuất của Ngô Han.

Bên cạnh các thành viên chủ chốt của ban quản trị, công ty cũng nhận được sự hỗ trợ về mặt quản trị bao gồm tư vấn cấp cao và phát triển quy trình sản suất, cải tiến quy trình và kiểm soát chi phí từ đại diện của các nhà đầu tư tổ chức như Quỹ Mekong Capital, Ngân hàng BIDV, Quỹ Bản Việt.

Cơ cấu cổ đông

Công ty và và những người liên quan là các cổ đông lớn nhất của Ngô Han nắm giữ 41,6% cổ phần. Quỹ Mekong Enterprise Fund I & II nắm 29,7% cổ phần. Các nhà đầu tư tổ chức trong nước, Quỹ Bản Việt, và Ngân hàng BIDV nắm 22% cổ phần. Ban Quản trị, nhân viên và các cá nhân khác nắm phần còn lại, khoảng 6,9% cổ phần.



CÁC RỦI RO

Rủi ro kinh tế: Việc giảm nhu cầu dây điện từ trên thị trường trong và ngoài nước có thể thu hẹp tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.

Rủi ro nguyên liệu thô: Tương ứng với các công ty trong ngành, nguyên liệu thô của Ngô Han được mua từ một số các nhà cung cấp nước ngoài. Công ty không có vị thế mặc cả tốt do các lựa chọn hạn chế và vì thế công ty dễ bị ảnh hưởng bởi sự biến động của giá nguyên liệu.

Rủi ro tỷ giá hối đoái: Phải nhập khẩu 100% nguyên liệu thô, công ty rất dễ dàng bị ảnh hưởng bởi rủi ro tỷ giá hối đoái.

Cạnh tranh không lành mạnh: Buôn lậu, hàng nhập khẩu chất lượng thấp và hàng trốn thuế từ các công ty nhỏ trong nước sẽ trực tiếp làm suy yếu khả năng tăng trưởng của Ngô Han.

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH TVS

Hà Nội:
535 Kim Mã, Q. Ba Dinh, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84) (4) 6220 3228 – Fax: (84) (4) 6220 3227

Tp. Hồ Chí Minh:
63 Võ Văn Tần, Q. 3, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84) (8) 6299 2099 – Fax: (84) (8) 6299 2088

Thông tin liên lạc:

Chuyên viên phân tích	Email
Nguyễn Thanh Thảo	thaont@tvs.vn
Nguyễn Trọng Khiêm	khiemnt@tvs.vn
Trần Hữu Chung Tú	tuthc@tvs.vn
Trần Thị Hồng Nhung	nhungtth@tvs.vn
Cao Phương Anh	anhcp@tvs.vn

********* *** *********

©2010. Bản quyền thuộc về Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt. Mọi quyền lợi được bảo vệ. Toàn bộ hay một phần của ấn phẩm này không được phép phân phối lại hay tiết lộ dưới bất kỳ hình thức nào mà không được sự đồng ý bằng văn bản trước đó của Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Các thông tin trong ấn phẩm này được thu thập từ các nguồn khác nhau và TVS không đảm bảo độ chính xác của chúng. Các thông tin cũng như ý kiến được nêu trong ấn phẩm này không phải là lời đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán hoặc đầu tư nào. Vì vậy, TVS không chịu trách nhiệm về các quyết định mua/bán của nhà đầu tư.