

CÔNG TY CỔ PHẦN QUỐC TẾ SƠN HÀ



Mã chứng khoán: SHI

Sàn giao dịch: HNX

KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2015 ẮN TƯỢNG

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** trong ngắn hạn cổ phiếu SHI dựa trên cơ sở: (1) Thương hiệu mạnh chiếm lĩnh thị phần; (2) Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm ẮN TƯỢNG; (3) Tập trung phát triển phân khúc sản phẩm gia dụng có biên lợi nhuận cao hơn; (4) Tỷ lệ nợ cao; (5) Biến động tỷ giá ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh; (6) Tình hình kinh doanh của công ty con thiếu tích cực; (7) Sản phẩm mới không có lợi thế cạnh tranh

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh chỉ số P/E & P/B để xác định giá trị cổ phiếu SHI. Theo đó, với mức giá kỳ vọng 12 tháng là 13.642 VND/CP, tiềm năng tăng giá của SHI đạt 2% so với mức giá ngày 28/09//2015. Hiện tại SHI đang giao dịch ở mức đỉnh của 52 tuần là 13.400.

Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	1.956	2.143	1.820	1.994
LN gộp	264	261	261	293
LN ròng	14	11	4	36
Tổng tài sản	1.467	1.614	1.424	1.676
Vốn CSH	372	370	363	434
EPS cuối kỳ (VND)	589	430	152	1.309
Giá trị sổ sách	14.210	14.239	13.975	13.140

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014
% Tăng trưởng DT	34,75%	9,57%	-15,1%	9,57%
%LNST	-79,04	-22,8%	-64,64%	803,77%
%LN gộp/DT	13,48%	12,18%	14,33%	14,67%
ROA	1.0%	0.7%	0.3%	2.1%
ROE	3.9%	3.0%	1.1%	8.2%

Nguồn: SHI, CTS tổng hợp

Lê Duy Hưng – Chuyên viên phân tích

Email: hungld@vietinbanksc.com.vn

NGÀNH CẤP 4: SẢN XUẤT ĐỒ GIA DỤNG

BÁO CÁO NGẮN 28/09/2015

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Khuyến nghị 3 tháng	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu 3 tháng(VND)	13.600
Giá ngày 28/09/2015 (VND)	13.400
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	+2%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (28/09/2015)

Số lượng CP niêm yết	36.710.723
Số lượng CP lưu hành	53.994.663
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	707,33
Biến động giá 52 tuần	6.500 – 13.400
KLGDTB 3 tháng	733.845
KLGDTB 1 tháng	435.559
% sở hữu nước ngoài	12,88%
Room nước ngoài còn lại	13.258.985
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	2,24%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	-9,27%

CỔ ĐÔNG LỚN

Lê Vĩnh Sơn	18,44%
Lê Hoàng Hà	14,55%
CTCP Quản lý quỹ Sao Vàng	10,9%
Lê Văn Ngà	7,63%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: CTS)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

Thương hiệu mạnh chiếm lĩnh thị phần

Sơn Hà là thương hiệu mạnh với con số thị phần ấn tượng trong phân khúc sản phẩm gia dụng từ thép không gỉ. Thị phần:

- Bồn nước Inox, nhựa: 65% thị phần miền Bắc và 35% thị phần cả nước.
- Chậu rửa Inox: 46.7% thị phần cả nước.
- Thái Dương Năng: 56% thị phần cả nước
- Ống thép không gỉ: 46.7% thị phần cả nước.

Đồng thời, công ty sở hữu Hệ thống phân phối rộng khắp với 43 chi nhánh phía bắc, tạo lợi thế cho việc tiêu thụ sản phẩm mới

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm ấn tượng. Doanh thu 6 tháng 2015 của SHI là 1.064 tỷ đồng, tăng 12,3% y-o-y, tương đương 44,3% kế hoạch. Lợi nhuận 6 tháng 2015 đạt 44,7 tỷ tăng 334% y-o-y, tương đương 68,7% kế hoạch. Nguyên nhân chính của việc tăng ấn tượng này là do biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì xu hướng tăng. 6 tháng đầu năm công ty đạt biên lợi nhuận gộp là 16.4%, tốt hơn rất nhiều so với tỷ lệ 12.6% của cùng kỳ năm ngoái.

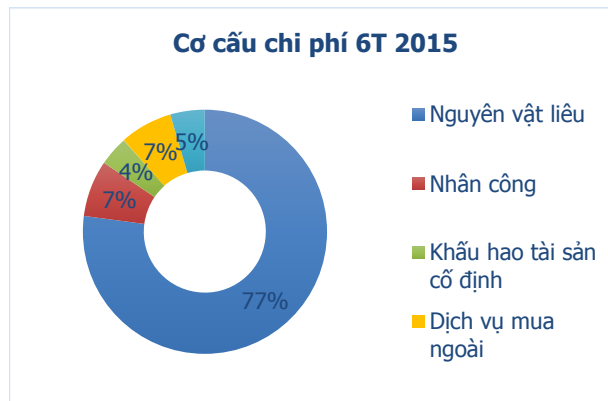
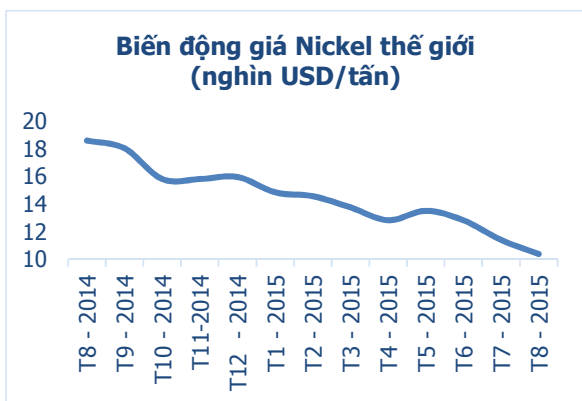
Xu hướng dịch chuyển sang thị trường nông thôn

Hiện tại, thị trường nông thôn là một trong những địa bàn kinh doanh quan trọng của doanh nghiệp khi nhu cầu sử dụng các sản phẩm Bồn nước và Chậu rửa tăng cao nhờ sự hiện diện của các dự án cấp thoát nước. Đây được đánh giá là thị trường tiềm năng để Sơn Hà tăng trưởng thị phần và doanh số. Tuy nhiên các thị trường tiêu thụ ở nông thôn cũng yêu cầu mức đầu tư cao cho phương tiện và chi phí vận chuyển đến các đại lý tiêu thụ. Do đó, giá đầu giảm là một trong những yếu tố tác động tích cực đến doanh nghiệp.

Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm có tác động tích cực đến biên lợi nhuận.

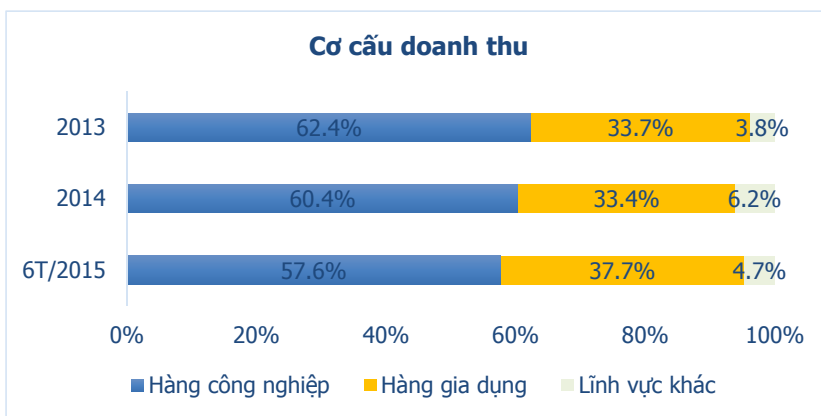
Nguyên liệu chính phục vụ hoạt động sản xuất của Sơn Hà là thép không gỉ, được nhập khẩu toàn bộ, chủ yếu từ Đài Loan, Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản. Nguyên vật liệu đóng góp đến 77% cơ cấu chi phí của SHI. Do đó việc giá Nickel (nguyên liệu chính đối với thép không gỉ) liên tục giảm (giảm 44%) trong 1 năm trở lại đây có tác động lớn đến doanh nghiệp.

Cụ thể, mảng sản xuất hàng gia dụng, giá sản phẩm bán ra không thay đổi (chỉ thay đổi ưu đãi và tỷ lệ chiết khấu cho đại lý) khiến việc giảm giá nguyên vật liệu ảnh hưởng tốt tới biên lợi nhuận của SHI. Tuy nhiên, đối với các sản phẩm công nghiệp, giá nguyên liệu sẽ phản ánh vào giá sản phẩm, đối với SHI là 2 tháng do nguyên liệu mất từ 30 - 45 ngày để về kho. Do đó, mảng sản phẩm này không được hưởng lợi nhiều từ việc giảm giá nguyên liệu đầu vào.



Tập trung phát triển phân khúc sản phẩm gia dụng có biên lợi nhuận cao hơn

Tỷ trọng doanh thu mảng sản phẩm gia dụng (dòng sản phẩm có biên lợi nhuận gộp tốt từ 25-40%) trong cơ cấu doanh thu của SHI đang tăng theo thời gian, từ mức 33,7% năm 2013 lên 37,7% trong 6 tháng đầu năm 2015.



Tỷ lệ nợ cao

Diễn biến cấu trúc vốn hiện chưa có sự thay đổi đáng kể so với cuối năm ngoái. Tính đến 30/6/2015, tỷ lệ nợ chiếm đến 71.2% tổng tài sản, trong đó nợ ngắn hạn chiếm 83.7%. Hệ số thanh toán của Công ty đạt 1.1 lần, hệ số thanh toán nhanh ở mức 0.5 lần. Tại thời điểm cuối quý 2/2015, SHI có tổng dư nợ vay là 873 tỷ đồng, trong đó nợ vay ngắn hạn là 709 tỷ đồng và nợ vay dài hạn là 164 tỷ đồng

Tình hình kinh doanh của công ty con gặp khó khăn

Trong 6 tháng đầu 2015, SHI đã phải trích lập dự phòng 6,8 tỷ đồng đối với khoản đầu tư vào Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Thương mại Vinaconex. Theo trao đổi với doanh nghiệp, mỗi quý khoản đầu tư này ghi nhận mức lỗ từ 3-4 tỷ đồng.

Dự kiến phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ và trái phiếu chuyển đổi

- A. Phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu kèm chứng quyền cho nhà đầu tư riêng lẻ nhằm mục đích: (1) Xây dựng nhà máy ở phía Bắc: 140 tỷ đồng; (2) Góp vốn xây dựng nhà máy ở Myanmar: 20 tỷ đồng; (3) Xây dựng nhà máy ở Nghệ An: 40 tỷ đồng
- B. Phát hành 50 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (46,6 tỷ dành cho đầu tư phát triển sản phẩm mới; 3,4 tỷ đầu tư phương tiện vận tải)
- C. Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2015 đã thông qua phương án phát hành 18 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá phát hành 10,000 đồng/cp. Tổng giá trị cổ phiếu dự tính thu được từ đợt phát hành là 180 tỷ đồng sẽ chủ yếu được sử dụng để cơ cấu nợ vay và đầu tư cho dòng sản phẩm mới. Kế hoạch phát hành này nếu thành công sẽ giúp công ty cơ cấu đáng kể khoản nợ vay, hiện đang ở mức rất cao (Nợ vay/Vốn chủ sở hữu gần 2 lần), giúp công ty tiết giảm chi phí lãi vay, cải thiện khả năng thanh toán.

Phương án sử dụng vốn phát hành thêm	
Đầu tư cho dòng sản phẩm mới	30.36
Đầu tư phương tiện vận tải	2.24
Cơ cấu nợ vay	127.40
Bổ sung vốn lưu động	20.00
Tổng	180

Nhà máy Sơn Hà Chu Lai đi vào hoạt động giai đoạn 1

Theo kế hoạch của doanh nghiệp, trong những năm đầu tiên sẽ tập trung sản xuất các sản phẩm gia dụng và sau đó là các sản phẩm công nghiệp. Nhà máy Sơn Hà Chu Lai dự kiến sẽ mang lại doanh thu 100 tỷ trong năm 2015 cho SHI và khi đi vào hoạt động tối đa công suất (dự kiến năm 2017) sẽ tạo ra doanh thu khoảng 800 tỷ đồng/năm

Giai đoạn	Sản phẩm đưa vào sản xuất	Công suất	Doanh thu dự kiến
2015	Bồn chứa nước	Từ 30,000 sản phẩm/năm	100 tỷ đồng
2016	Chậu rửa inox	50,000 sản phẩm/năm	400 tỷ đồng
	Thái dương năng	4,500 bộ/năm	
2017	Ổng thép inox	10,000 tấn/năm	

Sản phẩm mới không có nhiều lợi thế cạnh tranh

SHI chuẩn bị tung ra dòng sản phẩm bình nước nóng chạy bằng điện trong những tháng cuối năm 2015 và. Ngoài lợi thế từ việc sở hữu sẵn hệ thống phân phối của SHI, cũng như sử dụng điện đầu ra của hệ thống thái dương năng, sản phẩm này không có nhiều lợi thế cạnh tranh khi công nghệ không có cải tiến so với các sản phẩm có sẵn trên thị trường của Ariston, Ferroli...

CTS dự kiến để thâm nhập thị trường, SHI nhiều khả năng phải sử dụng chiến lược cạnh tranh về giá thành. Do đó, lợi nhuận của dòng sản phẩm này trong thời gian ngắn là không khả quan, nhiều khả năng phải ghi nhận lỗ do khấu hao và chi phí quảng cáo cao.

RỦI RO

Rủi ro tỷ giá. Doanh thu từ việc xuất khẩu của SHI chịu nhiều ảnh hưởng từ việc đồng real của Brazil (-34,8%), đồng lira của Thổ Nhĩ Kỳ (-20,9%), và rúp của Nga (-36,5%) giảm giá so với VND trong một năm qua.



Tỷ giá RUB/VND



Tỷ giá BRL/VND

Bên cạnh đó, công ty nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ cho sản xuất và xuất khẩu sản phẩm với đồng tiền giao dịch chủ yếu là USD do vậy bị ảnh hưởng bởi sự biến động của tỷ giá hối đoái. Ngoài ra, tổng nợ USD của SHI tính đến hết Q2/2015 là 7.790.034, tăng so với mức gần 7 triệu USD cuối năm 2014, do đó, việc tỷ giá USD/VND tăng khoảng 3% từ tháng 8 năm 2015 sẽ khiến lỗ tỷ giá trong Q3, Q4 tăng lên. Tuy nhiên, theo trao đổi với SHI, ban lãnh đạo đã mua bảo hiểm tỷ giá cho công ty trong giai đoạn tới.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu. Với việc phát hành tăng vốn 180 tỷ, đồng thời cam kết cổ tức năm 2015 đạt 10%, doanh nghiệp chịu áp lực tăng trưởng lợi nhuận nhằm phù hợp với tốc độ tăng vốn của mình

Rủi ro thanh toán. Việc phát hành nợ cũng sẽ tạo ra áp lực thanh toán rất lớn cho Công ty trong trường hợp nhà đầu tư không thực hiện quyền chuyển đổi.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp luận.

Chúng tôi dựa vào phương pháp so sánh P/E và P/B để đưa ra định giá cho cổ phiếu SHI. Đối tượng được so sánh là các công ty niêm yết cùng hoạt động trong ngành gồm: ITQ, NKG, TLH

	P/E	P/B
ITQ	5,3	1,2
NKG	5,5	1,0
TLH	10,0	0,4

Trung bình	6,5	1,5
------------	-----	-----

Kết quả định giá

Chúng tôi ước tính LNST của doanh nghiệp tăng 11% so với kế hoạch, đạt 72 tỷ đồng. FY EPS dự kiến đạt 1.333 đồng

Phương pháp P/E	Tỷ trọng	EPS (VND/cp)	P/E TB	Định giá	Giá trị CP
	50%	1.333	6,5	8.665	4.332
Phương pháp P/B	Tỷ trọng	Giá trị sổ sách (VND/cp)	P/B TB	Định giá	Giá trị CP
	50%	12.413	1,5	18.620	13.642
Giá cổ phiếu kết hợp 2 phương pháp (VND/cổ phiếu)					13.642

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KQKD	2011	2012	2013	2014	BẢNG CÂN ĐỐI	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	1,956	2,143	1,820	1,994	Tài sản lưu động	879	1,056	951	1,167
Giá vốn hàng bán	(1,693)	(1,882)	(1,559)	(1,701)	Tiền và tương đương	60	132	23	98
Lãi gộp	264	261	261	293	Đầu tư t.chính ng.hạn	10	36	33	36
Chi phí bán hàng	(59)	(77)	(101)	(134)	Các khoản phải thu	350	375	259	350
Chi phí quản lý	(40)	(53)	(61)	(48)	Tồn kho	355	396	569	621
Lợi nhuận hoạt động	164	130	99	111	Tài sản lưu động	103	118	66	62
Chi phí khác (ròng)	1	(2)	(1)	7	Tài sản cố định / dài	589	558	473	508
- Thu nhập khác	12	3	0	9	Phải thu dài hạn	-	-	-	-
- Chi phí khác	(11)	(5)	(2)	(2)	Đầu tư t.chính dài	91	30	48	50
EBIT	165	128	98	118	Máy móc, thiết bị	384	412	341	360
Chi phí tài chính	(138)	(110)	(88)	(74)	Máy móc, thiế bị	31	34	5	24
- Thu nhập tài chính	18	11	13	4	Đầu tư BĐS dài hạn	-	-	-	-
- Chi phí tài chính	(156)	(121)	(101)	(78)	Tài sản dài hạn khác	82	82	80	74
+ Chi phí lãi vay	(113)	(119)	(84)	(72)	TỔNG TÀI SẢN	1,467	1,614	1,424	1,676
LNR trước thuế	27	18	10	44	Công nợ	1,044	1,187	1,047	1,232
Thuế TNDN	(8)	(5)	(3)	(11)	Nợ ngắn hạn	909	1,016	899	1,069
LNR sau thuế	19	13	7	33	Nợ dài hạn	135	171	149	163
Lợi ích thiểu số	(4)	(2)	(3)	3	Vốn chủ sở hữu	372	370	363	434
LNR sau lợi ích thiểu số	14	11	4	36	Vốn góp CSH	267	267	267	337
					Các quỹ	7	7	9	9
					Lợi nhuận chưa	38	36	28	63
					Khác	59	60	60	24
					Lợi tích cổ đông thiểu số	52	57	13	10
					TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,467	1,614	1,424	1,676

BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2011	2012	2013	2014	CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014
LNR sau lợi ích thiểu số	1	1	0	4	Tăng trưởng				
Điều chỉnh					Doanh thu thuần		9.6%	-15.1%	9.6%
+ Khấu hao	123	30	18	40	Lợi nhuận gộp		-1.0%	-0.1%	12.2%
+ Dự phòng	56	(8)	(9)	2	Lợi nhuận ròng		-32.2%	-44.0%	359.3%
+ Lợi ích thiểu số	52	5	(44)	(3)	Tổng tài sản		10.0%	-11.8%	17.7%
+ Đánh giá lại tài sản	0	0	0	0	Vốn chủ sở hữu		-0.4%	-1.9%	19.3%
+ Chi phí tài chính ròng	180	141	113	93	Khả năng thanh toán				
Tiền từ hoạt động	(432)	97	(31)	(8)	Nợ ngắn hạn	0.97	1.04	1.06	1.09
- Tăng đầu tư máy	(538)	(61)	83	(78)	Thanh toán nhanh	0.58	0.65	0.42	0.51
- Tăng đầu tư TCSĐ	0	0	0	0	Tiền mặt	0.08	0.17	0.06	0.13
- Tăng đầu tư TC	(26)	(23)	16	(3)	Hoạt động				
- Tăng đầu tư TC	(91)	61	(18)	(2)	Vòng quay tiền mặt	32.65	16.26	79.88	20.32
- Tăng khác	(82)	0	2	6	Vòng quay khoản	5.78	6.94	7.58	6.21
Tiền từ hoạt động đầu	(738)	(22)	83	(77)	Vòng quay tồn kho	4.77	4.76		
Tiền tự do	(1170)	75	52	(86)	Đòn bẩy tài chính				
- Cổ tức đã trả	30	(12)	(11)	(0)	Nợ/Tổng tài sản	71.1%	73.5%	73.6%	73.5%
Tiền sau trả cổ tức	(1140)	63	41	(86)	Nợ/Vốn chủ sở hữu	2.81	3.21	2.88	2.84
+ Tăng góp vốn cổ	267	0	0	70	Hệ số trả chi phí lãi	1.17	1.15	1.10	1.57
+ Tăng góp vốn khác	69	0	0	(35)	Khả năng sinh lợi				
+ Tăng khác	0	0	0	0	Tỷ suất lãi gộp	13.5%	12.2%	14.3%	14.7%
- Tăng cổ phiếu quỹ	(10)	0	0	0	Tỷ suất lãi hoạt động	8.4%	6.1%	5.4%	5.6%
+ Tăng nợ	873	10	(150)	126	Tỷ suất lãi ròng	0.7%	0.5%	0.2%	1.8%
Tiền từ hoạt động	1229	(2)	(161)	161	Lợi nhuận/Tổng tài	1.0%	0.7%	0.3%	2.1%
Tiền trước ch.lịch t.giá	59	73	(109)	75	Lợi nhuận/Vốn CSH	3.9%	3.0%	1.1%	8.2%
+ Chênh lệch tỷ giá	1	(1)	0	0	Tiền HĐKD/Tổng TS	-29.4%	6.0%	-2.2%	-0.5%
Dòng tiền mặt ròng	60	72	(109)	75	Chỉ số khác				
Tiền mặt đầu kỳ	0	60	132	23	Lợi nhuận/Cổ phiếu	0.59	0.42	0.15	1.28
Tiền mặt cuối kỳ	60	132	23	98	Giá trị sổ sách/CP	15.03	13.93	13.96	15.52

PHỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của CTS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%



Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.