

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ THƯƠNG MẠI SMC

Mã chứng khoán: SMC

Sàn giao dịch: HOSE



### KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ II/2016 ĐỘT BIẾN, KHẮC PHỤC HẾT 185 TỶ LỖ LỸ KỂ NĂM 2015

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong trung hạn đối với cổ phiếu SMC, với giá kỳ vọng 12 tháng là 17.400 VND/ cổ phiếu (upside 27% so với ngày 30/6/2016) dựa trên cơ sở: **(1)** Lợi nhuận Quý II đột biến nhờ nhập khẩu được nguyên vật liệu HRC giá rẻ trong khi diễn biến giá HRC 5 tháng đầu năm giữ đà tăng liên tục (+60% tính từ thời điểm đầu năm 2016 tới đầu tháng 5/2016), dẫn tới biên lợi nhuận mỏng chế biến và kinh doanh tấm lá mạ tăng mạnh; **(2)** Dự địa tăng trưởng mảng HRC và CRC vẫn còn do nhu cầu sản phẩm thép cho công nghiệp phụ trợ và cơ khí chế tạo trong nước rất lớn; **(3)** Triển vọng đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ mảng sản xuất ống thép với LNST từ ống thép năm 2016 đạt 1 triệu USD.

**Định giá.** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/B để xác định giá trị cổ phiếu SMC. Theo đó, với mức giá kỳ vọng 12 tháng là 17.400 VND/cp, tiềm năng tăng giá của SMC đạt 27% so với mức giá ngày 30/6/2016.

#### Một số chỉ tiêu tài chính chủ yếu

Đơn vị: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016E
Doanh thu	8.964	9.651	10.911	10.046	10.000
LN gộp	245	273	323	145	598
LN ròng	69	25	20	-196	238
Tổng tài sản	2.140	3.068	4.103	3.027	3.384
Vốn CSH	583,91	568,62	562,51	391,22	829
EPS cuối kỳ	2.323	883	674	-6.642	5.287
Giá trị sổ sách	19.781	19.263	19.056	12.361	17.816

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014	2015	2016E
% Doanh thu	0,3%	7,7%	13,1%	-7,9%	-0,5%
% LNST	-5%	-64%	-18%	-1057%	-
% LN gộp/DT	2,73%	2,83%	2,96%	1,44%	6%
ROA	3,04%	1,00%	0,55%	-	7%
ROE	11,88%	4,52%	3,52%	-	29%

Nguồn: SMC, CTS tổng hợp

Bùi Hương Liên

[lienbh@vietinbanksc.com.vn](mailto:lienbh@vietinbanksc.com.vn)

### NGÀNH CẤP 4: Thép và sản phẩm thép BÁO CÁO LẦN ĐẦU 30/6/2016

#### Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị 12 tháng	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	17.400
Giá ngày 30/6/2016 (VND)	13.700
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	27%

#### Thông tin cổ phiếu (30/6/2016)

Số lượng CP niêm yết	29.518.361
Số lượng CP lưu hành	29.511.643
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	404,31
Biến động giá 52 tuần	5.500-14.400
KLGD TB 3 tháng	84.714
KLGD TB 1 tháng	171.262
% sở hữu nước ngoài	8,11%
Room nước ngoài còn lại	40,89%
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	-0,71%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	32,38%

#### Cổ đông lớn

Nguyễn Ngọc Anh	18,75%
Nguyễn Thị Ngọc Loan	9,08%
Hanwa Co., Ltd	5%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

#### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: cafef.vn)

## MỤC LỤC

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tiêu điểm (Key catalysts).....3
- Rủi ro.....4
- Định giá.....4
- Phân tích độ nhạy.....6

### PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

- Phân tích ngành.....7
- Vị thế của Công ty trong ngành.....9

### PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

- Dự báo lợi nhuận.....14
- Dự báo bảng cân đối kế toán.....14
- Chỉ tiêu tài chính.....15

### BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

#### **Sản lượng thép 5 tháng đầu năm 2016 tăng 8% so với cùng kỳ 2015, hết quý II/2016 dự kiến SMC khắc phục hết lỗ lũy kế**

Hết quý II/2016, sản lượng thép tiêu thụ của SMC dự kiến đạt 510-520 nghìn tấn, trong đó sản lượng thép tiêu thụ thực tế 5 tháng đầu năm tăng 8% so với cùng kỳ năm 2015. Với biến động giá HRC tăng liên tục trong 5 tháng đầu năm và lợi thế tiếp cận được nguồn nguyên liệu HRC giá rẻ từ đối tác lâu năm (SMC chủ động nhập HRC trong 3 tháng đầu năm 2016), SMC dự kiến đạt LNST quý II/2016 đạt khoảng 130-145 tỷ đồng. Theo đó, kết thúc 6 tháng đầu năm 2016, SMC sẽ khắc phục được hết khoản lỗ lũy kế phát sinh trong năm 2015, vượt 2,5 lần kế hoạch kinh doanh đề ra đầu năm.

#### **Ổng thép Sendo dự kiến sẽ ghi nhận 1 triệu USD LNST năm 2016**

Công ty TNHH Liên doanh Ổng thép Sendo là liên doanh giữa SMC (75% vốn) và Tập đoàn Hanwa, Nhật Bản (25% vốn). Với tổng vốn điều lệ 8 triệu USD, công ty sở hữu nhà máy ống thép với công suất dự kiến sau 3 năm là 100.000 tấn/năm. Nhà máy bắt đầu đi vào vận hành thương mại từ quý IV/2015 với khởi đầu chỉ 2 dây chuyền ống hàn. Từ tháng 4 năm 2015, 5 dây chuyền ống hàn đã hoạt động với công suất thiết kế trong giai đoạn chạy thử là 150 tấn/ngày. Sau 8 tháng hoạt động, đến hết tháng 5/2016, nhà máy ống thép Sendo đã ghi nhận lãi 6 tỷ đồng. Kế hoạch lợi nhuận của riêng nhà máy ống thép Sendo trong năm 2016 là 1 triệu USD.

#### **Nguồn nhập khẩu HRC dồi dào với mức giá hợp lý**

Thế mạnh của SMC so với các doanh nghiệp kinh doanh thép khác trong ngành thép Việt Nam là duy trì mối quan hệ hợp tác lâu dài với các nhà sản xuất thép hàng đầu thế giới như Nipon Steel, Hyundai Steel, China Steel. Với số lượng mua nhập khẩu cam kết ở mức cao ngay cả trong giai đoạn thị trường thép khó khăn, SMC có lợi thế nhập khẩu được nguồn nguyên vật liệu đầu vào thép dẹt HRC ổn định từ các nhà cung cấp thép lớn này.

Dư địa tăng trưởng của SMC ở mảng thép dẹt vẫn còn rất lớn khi nhu cầu về sản phẩm thép cho công nghiệp phụ trợ và cơ khí chế tạo ngày càng tăng. Hiện SMC đang gia công các sản phẩm thép tấm cho Hanwa và dự kiến trong năm 2017, SMC sẽ cung cấp các sản phẩm thép tấm lá cho Samsung với sản lượng khoảng 24.000 tấn/năm.

#### **Phân phối sản phẩm trực tiếp tới đối tượng sử dụng**

Với lịch sử hoạt động và uy tín lâu năm trong ngành thép, SMC không phân phối sản phẩm thông qua các đại lý cấp dưới mà bán trực tiếp các sản phẩm thép xây dựng, thép tấm lá mạ tới các khách hàng là các tập đoàn lớn trong lĩnh vực công nghiệp, xây dựng, đóng tàu; và các dự án sản xuất. Đặc biệt với riêng mảng thép xây dựng, SMC thực hiện mua bán dựa trên đơn đặt hàng của khách hàng, nên tồn kho thép xây dựng gần như không có, rủi ro thấp, doanh thu ổn định.

**RỦI RO****Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào**

Năm 2015, SMC ghi nhận khoản lỗ 196 tỷ đồng – mức lỗ lớn nhất trong lịch sử hoạt động kinh doanh hơn 25 năm của Công ty. Bên cạnh yếu tố chủ quan là chính sách quản lý hàng tồn kho, nguyên nhân một phần lớn đến từ yếu tố biến động giá nguyên liệu trên thị trường. Ngành thép thế giới 2015 chứng kiến biến động giá nguyên vật liệu đầu vào xuống thấp tới mức không thể dự đoán, khởi đầu từ sự sụt giảm không phanh của giá quặng (-25%y-o-y) và giá phôi thép (-39% y-o-y). Tốc độ giảm giá của sản phẩm đầu ra là HRC thậm chí còn giảm nhanh hơn giá của nguyên liệu đầu vào khi giảm từ 496 USD/tấn thời điểm đầu năm xuống còn 285 USD/tấn vào tháng 12/2015 (-43%). Mặc dù SMC nhập khẩu nguyên liệu HRC thương lượng được với giá thấp hơn giá đang giao dịch trên thị trường, nhưng không dự tính được ngay sau đó HRC tiếp tục giảm sâu hơn, dẫn tới không kịp giải phóng hàng tồn kho trong thời gian ngắn. Trong thời gian tới, mặc dù giá thép được dự báo sẽ không còn xuống mức đáy như trong năm 2015 nhưng vẫn tồn tại những biến động rất khó lường, khiến SMC vẫn phải đối mặt với rủi ro biến động giá rất cao.

Chính sách của SMC để giảm thiểu rủi ro về giá trong thời gian thị trường kém ổn định như hiện nay là giữ lượng hàng tồn kho thép ở mức thấp, giảm từ 2 tháng xuống chỉ còn 1 tháng tồn kho nguyên liệu và theo dõi sát sao diễn biến thị trường để kịp thời xử lý ngay khi có những biến động giá không thuận lợi.

**ĐỊNH GIÁ****Phương pháp luận**

Chúng tôi lựa chọn 2 phương pháp định giá là phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, trong đó:

- Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), chúng tôi chỉ lựa chọn FCFE do hoạt động thương mại và đầu tư của SMC phụ thuộc nhiều vào các khoản vay nợ. Dòng tiền sẽ được phản ánh chính xác hơn khi đánh giá tới dòng tiền ra – vào có tính tới thay đổi nợ vay.
- Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi lựa chọn phương pháp PB vì tỷ lệ vay nợ của các công ty kinh doanh thương mại thép cao, và hầu hết đều có mức lỗ lũy kế lớn trong năm 2015, do đó so sánh theo PE thì sẽ hạn chế tính chính xác.

**Một số những giả định chính trong mô hình định giá**

- (1) Thời gian bắt đầu định giá từ năm 2016 và kéo dài 5 năm giai đoạn 2016-2020.
- (2) Chi phí vốn của (Ke) ở mức 8,3% (lãi suất phi rủi ro 6%, phần bù rủi ro 5,5% và beta 0,41)
- (3) Chi phí nợ là 9,5%

**Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model)**

- (1) Sản lượng tiêu thụ thép mục tiêu của SMC tới năm 2020 là 1,2

triệu tấn. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là thực hiện được do SMC vẫn đang tiếp tục đầu tư mở rộng sản xuất và có nguồn đầu ra tiềm năng, đặc biệt đối với mảng công nghiệp phụ trợ và cơ khí chế tạo. Năm 2015, SMC đã đạt được mục tiêu sản lượng tiêu thụ hơn 1 triệu tấn thép đề ra trước đó. Vì vậy, chúng tôi đánh giá tăng trưởng sản lượng tiêu thụ khoảng 5% mỗi năm là khả thi.

- (2) Về cơ cấu doanh thu, sẽ thay đổi theo hướng giữ quy mô kinh doanh thép xây dựng ổn định, các mảng hoạt động kinh doanh khác như sản xuất, chế biến thép tấm lá mạ, ống thép tăng trưởng theo hướng tăng dần tỷ trọng đóng góp vào cơ cấu doanh thu từ 2-3% mỗi năm.
- (3) Về biên lợi nhuận. Mảng thương mại thép xây dựng duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 2,7-3% các năm. Mảng sản xuất và kinh doanh thép dẹt, biên lợi nhuận 2016 ở mức cao đột biến do Công ty nhập khẩu được nguồn nguyên vật liệu giá rẻ từ nhà cung cấp, thu lời lớn khi thị trường thép đi lên (giá HRC tăng gần 60% kể từ thời điểm đầu năm 2016 tới tháng 5/2016). Tuy nhiên, trong các năm tiếp theo, biên lợi nhuận của mảng kinh doanh thép dẹt duy trì ở mức 4-5%.
- (4) Tỷ lệ chi phí hoạt động ở mức 1%/doanh thu ngang tỷ lệ chi phí hoạt động trong năm 2015
- (5) Tỷ lệ chi phí bán hàng ở mức 1,6%/doanh thu ngang tỷ lệ chi phí bán hàng trong năm 2015
- (6) Chi phí tài chính bao gồm chi phí chính yếu là lãi vay nợ, khoảng 111-128 tỷ mỗi năm. Trong đó, dự kiến năm 2017 có khoản vay dài hạn mới phát sinh trị giá 138 tỷ phục vụ đầu tư dây chuyền phủ dầu, tẩy gỉ và mạ kẽm cho hoạt động sản xuất và chế biến thép dẹt.
- (7) Thuế TNDN ở mức 20% từ năm 2016.
- (8) Số lượng cổ phiếu cuối năm 2016 dự kiến là 45.052.939cp sau khi Hanwa tăng tỷ lệ vốn góp lên 20%, và 2 cá nhân góp vốn bằng bất động sản với giá trị dự kiến là 100 tỷ đồng.

### Kết quả định giá theo các phương pháp

#### Phương pháp FCFE:

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020
Lợi nhuận sau thuế	238	92	80	97	148
(+) Khấu hao	52	65	160	53	40
(-) Đầu tư	0	(138)	0	0	0
(+) Thay đổi vốn lưu động	143	(231)	(39)	(42)	(50)
(+) Thay đổi vay nợ	(214)	342	(6)	8	37
<b>FCFE</b>	<b>219</b>	<b>105</b>	<b>194</b>	<b>116</b>	<b>175</b>

Giá trị hiện tại của FCFE	<b>669</b>
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>17.900</b>
Beta	0,41
Lãi suất phi rủi ro	6%
Phần bù rủi ro	5,5%
Chi phí vốn chủ	8,3%

**Phương pháp P/B:**

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa	P/B
Đầu tư Phát triển Sóc Sơn	DPS	234,77	0,66
Kim khí TP.HCM	HMC	155,40	0,54
SX&KD Kim Khí	KKC	66,63	1,03
Kim khí Miền Trung	KMT	59,57	0,49
Thép Tiến Lên	TLH	765,31	0,82
Trung bình		<b>1.281,68</b>	<b>0,75</b>
Vốn chủ sở hữu 2016		802.883.543.261	
Chỉ số P/B trung bình các Công ty thương mại thép			0,75
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2016		605.370.930.896	
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành		29.518.361	
Khối lượng cổ phiếu sẽ phát hành thêm		15.534.578	
Giá cổ phiếu (VND)			<b>16.232</b>

**Tổng hợp các phương pháp định giá**

Kết quả định giá cổ phiếu SMC ở mức 17.400 VND/cp dựa trên hai phương pháp định giá FCFE và phương pháp so sánh P/B với tỷ trọng 70% cho phương pháp FCFE do phương pháp này có tính tới các kế hoạch chi tiết của Công ty về đầu tư mở rộng năng lực sản xuất, gia tăng sản lượng tiêu thụ và phù hợp với doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thương mại như SMC.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng		Giá trị (VND)	Giá mục tiêu (VND)
Phương pháp FCFE	70%	x	17.900	<b>17.400</b>
Phương pháp P/B	30%	x	16.232	
<b>Upside</b>				27%

**PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY****Thay đổi chi phí vốn chủ theo hệ số beta và lãi suất phi rủi ro**

Hiện tại, hệ số beta của SMC đang ở mức rất thấp, do đó chúng tôi phân tích độ nhạy dựa trên thay đổi của hệ số beta và lãi suất phi rủi ro.

**Lãi suất phi rủi ro**

	<b>17.400</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,4%</b>
<b>Hệ số Beta</b>	<b>0,17</b>	17.960	17.890	17.820	17.820	17.750
	<b>0,41</b>	17.540	17.470	17.400	17.370	17.330
	<b>0,50</b>	17.400	17.330	17.260	17.190	17.120
	<b>0,90</b>	16.770	16.700	16.630	16.560	16.490

## PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

### PHÂN TÍCH NGÀNH

Quy mô ngành sản xuất thép Việt Nam hiện ở mức 15 triệu tấn năm 2015 (+21,5% y-o-y). Trong đó, thép xây dựng (bao gồm thép thanh, thép cuộn, thép hình) chiếm tỷ trọng lớn nhất, tương ứng 48% tổng sản lượng. Còn lại là các sản phẩm thép dẹt như Thép cán nguội CRC, ống thép hàn, Tôn mạ kim loại và sơn phủ màu, chiếm tỷ trọng lần lượt là 20%, 10% và 22%. Cho tới năm 2015, Việt Nam chưa sản xuất được thép cán nóng HRC, do đó phải nhập khẩu 100% sản phẩm này.

Giai đoạn 2014-2015, thị trường thép trong nước có nhiều biến động và chịu nhiều ảnh hưởng của xu hướng giảm giá nguyên liệu thế giới. Riêng trong năm 2015, giá thép các loại tháng 12/2015 đã giảm khoảng 900-3.200 đồng/kg so với thời điểm đầu năm. Xu hướng giảm giá tiếp tục kéo dài tới đầu năm 2016 khi giá thép tiếp tục giảm từ 200-500 đồng/kg. Tuy nhiên, ngay sau khi Bộ Công thương có Quyết định số 862/QĐ-BCT về việc áp dụng biện pháp tự vệ tạm thời đối với sản phẩm phôi thép và thép dài nhập khẩu vào Việt Nam, giá thép đột ngột đảo chiều, tăng trung bình 250 đồng/kg. Trong các tháng từ tháng 3 đến tháng 5/2016, giá thép vẫn tiếp tục duy trì mức tăng do

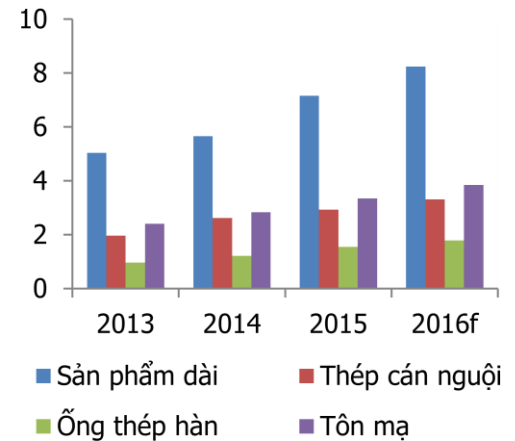
- (1) Vào mùa xây dựng, nhu cầu thép tăng cao;
- (2) Các đại lý lớn đầu cơ, tích trữ giá thép trước và ngay sau khi biện pháp tự vệ tạm thời có hiệu lực;
- (3) Giá dầu thế giới phục hồi kéo theo diễn biến tăng giá của các loại hàng hóa, trong đó có thép.

Theo Quyết định 862/QĐ-BCT, biện pháp tự vệ tạm thời kéo dài 200 ngày, tức là hết tháng 10 là hết hiệu lực. Tuy nhiên, với tình hình dư cung của toàn ngành thép thế giới, và đặc biệt là nền công nghiệp thép Trung Quốc vẫn trong tình trạng khó khăn, sau thời điểm quyết định 862 hết hiệu lực, nhiều khả năng biện pháp tự vệ sẽ được áp dụng chính thức trong 3 năm để đảm bảo ổn định thị trường thép Việt Nam.

### Sản phẩm thép tấm lá

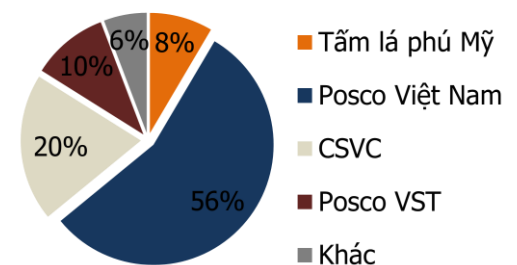
Sản xuất thép tấm lá được coi là ngành công nghiệp phụ trợ, phục vụ cho các ngành công nghiệp khác như đóng tàu, giao thông vận tải, cơ khí chế tạo. Các sản phẩm thép tấm lá được sản xuất trực tiếp từ thép cán nóng HRC hoặc thép cán nguội CRC, tùy vào mục đích sử dụng. HRC, sau khi được tẩy gỉ và phủ dầu chủ yếu được sử dụng trong công nghiệp đóng tàu, trong lĩnh vực giao thông vận tải như kết cấu, hộ lan. CRC – sản phẩm được cán, ép từ HRC được sử dụng cho các ngành điện tử, điện lạnh. Trong năm 2015, tính riêng các thành viên thuộc hiệp hội thép, sản lượng bán hàng CRC đạt 1,6 triệu tấn, HRC-PO đạt 111 nghìn tấn. Theo số liệu thống kê của Hiệp hội thép Việt Nam (VSA) năm 2015, Posco Việt Nam đang dẫn đầu về thị phần CRC (chiếm 56%), trong khi CSVC và Posco VST chia sẻ thị phần 46% - 54% trong mảng HRC-PO.

Sản lượng thép Việt Nam  
2013 - 2016



Nguồn: VSA

Thị phần CRC



Nguồn: VSA



## Sản phẩm thép ống thép

So với các năm trước, năm 2015 thị trường ống thép tăng trưởng tốt hơn (23% y-o-y) với tổng lượng bán ra đạt 1,4 triệu tấn. Trong đó, 5 doanh nghiệp dẫn đầu về thị phần ống thép là Hòa Phát với thị phần vượt trội 23%, Hoa Sen 19%, Minh Ngọc 10%, SeAH VN 9% và Việt Đức 9%; Các doanh nghiệp khác chiếm 23% thị phần nội địa.

Các nhà sản xuất thép Việt Nam tập trung vào 2 sản phẩm ống thép chính là ống đen và ống mạ với tỷ lệ bán hàng của 2 sản phẩm này tương đương nhau ở mức 51% đối với ống đen và 49% đối với ống mạ. Trong đó, Hòa Phát có thế mạnh về sản xuất ống đen, chiếm hơn 37% tổng lượng tiêu thụ sản phẩm này. Hoa Sen có ưu thế về sản xuất ống mạ với tỷ trọng tiêu thụ chiếm 39% tổng lượng tiêu thụ ống mạ của cả nước.

Xuất khẩu ống thép giảm 10% y-o-y trong năm 2015 và tiếp tục giảm gần 13% y-o-y vào đầu năm 2016 do tác động gián tiếp từ việc Trung Quốc đẩy lượng thép dư thừa trong nước ra thị trường quốc tế

## Xu hướng giá HRC

Trong năm 2015, ngành thép chứng kiến sự sụt giảm liên tục của giá quặng sắt (dưới 40USD/dmt), từ đó kéo theo sự giảm giá không phanh của bán thành phẩm - phôi thép (giảm 39% từ 451 USD tháng 1/2015 xuống còn 275 USD/ tấn tháng 12/2015) và thành phẩm - thép cán nóng (giảm 43% từ 496 USD đầu năm xuống còn 285 USD/tấn).

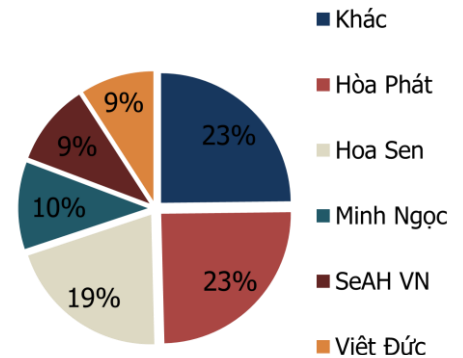
Tuy nhiên, đến đầu tháng 3 năm 2016, thị trường thép trong nước có dấu hiệu phục hồi và tăng trưởng khả quan, là nhờ: (1) Giá thép trên thị trường thế giới đảo chiều mạnh. Cụ thể, giá quặng sắt 62% Fe tăng từ 40 USD/tấn cuối năm 2015 lên mức 55 USD/tấn đầu tháng 3/2016 và hiện ở mức 52 USD/tấn. Tương tự, HRC tăng từ 280 USD/tấn cuối tháng 2/2015 lên 480 USD vào đầu tháng 5/2016. (2) Thời điểm từ tháng 2/2016 bắt đầu vào mùa xây dựng, thị trường bất động sản vẫn trên đà phục hồi, do đó đẩy nhu cầu thép tăng cao.

Bắt đầu từ cuối tháng 5/2016, giá thép thị trường thế giới lại có dấu hiệu đảo chiều, ghi nhận giá HRC giao dịch tại thời điểm đầu tháng 6 ở mức 340 USD, quay trở lại mức giá tại thời điểm đầu năm 2016 và tiếp tục giảm về 330 USD vào cuối tháng 6. Dự kiến giá thép trong thời gian tới khó biến động mạnh như giai đoạn đầu năm do:

- (i) Áp lực giảm giá đến từ nguồn cung lớn do tình trạng dư cung toàn cầu vẫn chưa giải quyết được trong năm 2016. Đặc biệt, dự báo nguồn cung thép Trung Quốc xuất khẩu giữ ở mức cao 80-100 triệu tấn trong năm nay do một số nhà máy thép tại Trung Quốc bắt đầu mở cửa sản xuất trở lại trong khi nhu cầu trong nước vẫn chưa có những biến chuyển tích cực.
- (ii) Áp lực tăng giá đến từ nhu cầu tăng cao của các ngành công nghiệp ô tô, điện lạnh.

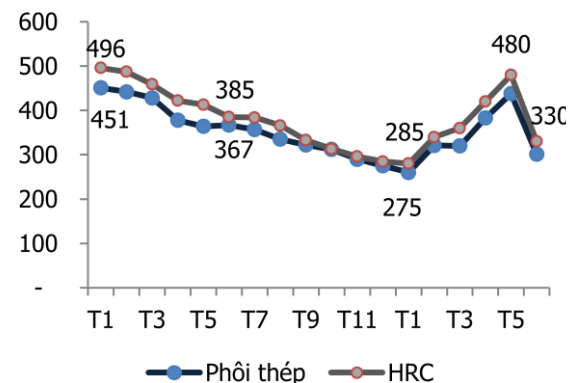
Như vậy cung-cầu hiện tại khó có thể tạo nên biến động lớn cho giá HRC trong nửa cuối năm 2016.

Thị phần ống thép năm 2015



Nguồn: VSA

Biến động giá thép cuộn nóng HRC



Nguồn: VSA, Steelbenchmarker



## VỊ THẾ CỦA CÔNG TY TRONG NGÀNH

CTCP đầu tư thương mại SMC tiền thân là Cửa hàng Vật liệu xây dựng số 15 thuộc trung tâm Bán buôn bán lẻ Vật liệu xây dựng Miền Nam được thành lập năm 1988 với tổng số nhân sự là 09 người, và thương hiệu SMC chính thức ra đời năm 1998. Năm 2004, SMC cổ phần hóa và chính thức chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Đầu tư Thương mại SMC với tổng vốn điều lệ 25 tỷ đồng. Cho tới năm 2015, vốn điều lệ của SMC đã lên tới 295 tỷ đồng.

Lĩnh vực kinh doanh chính của SMC là thương mại thép xây dựng, gia công, chế biến thép dẹt; sản xuất và thương mại ống thép. Trong đó, lĩnh vực kinh doanh thép xây dựng vẫn là hoạt động cốt lõi, tạo động lực để phát triển hoạt động sản xuất, gia công chế biến thép.

Với lịch sử hoạt động hơn 25 năm trong ngành thép, SMC là một trong những công ty phân phối thép uy tín khu vực phía Nam. Năm 2010, SMC đã hoàn thành mục tiêu chiến lược 5 năm 2006 – 2010 với tổng sản lượng tiêu thụ đạt 558 ngàn tấn, trong đó 540 ngàn tấn thép các loại và 18 ngàn tấn xi măng, lợi nhuận sau thuế đạt 82 tỷ đồng. Đến năm 2015, SMC đã đạt mốc đạt mức tiêu thụ 1 triệu tấn thép các loại một năm.

### So sánh một số chỉ tiêu tài chính các Công ty trong ngành năm 2015

	SMC	DPS	HMC	HPG	HSG	KKC	KMT	TLH
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	29,51	32,16	21,00	732,86	196,54	4,69	9,85	83,19
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	424,97	234,77	174,30	29.021,07	7.979,52	68,04	59,57	773,63
Sở hữu nước ngoài (%)	8,57%	5,14%	0,38%	36,54%	29,78%	8,97%	0,23%	1,41%
EPS cơ bản (TTM)	-3.264,00	2.086,00	-1.123,00	5.265,00	5.224,00	-2.135,00	655,00	-823,00
Giá trị sổ sách	14.330,00	11.034,00	13.655,00	21.044,00	27.271,00	13.763,00	12.251,00	11.199,00
EBIT	30,82	47,79	10,99	4.738,18	1.540,41	-3,63	20,26	-8,53
P/E	-4,41	3,50	-7,39	7,52	7,77	-6,79	9,24	-11,31
P/B	1,00	0,66	0,61	1,88	1,49	1,05	0,49	0,83
Tiền/Nợ ngắn hạn	0,05	0,07	0,19	0,32	0,12	0,31	0,04	0,16
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	0,96	2,29	1,11	1,26	1,05	1,35	1,06	1,36
Vay dài hạn/Tài sản	0,03	0,00	0,00	0,02	0,14	0,00	0,00	0,00
Vốn vay/Tài sản	0,58	0,27	0,56	0,25	0,46	0,50	0,64	0,40
Công nợ/Tài sản	0,86	0,39	0,73	0,39	0,63	0,69	0,81	0,50
Lãi gộp/Doanh thu	2,71	3,39	1,81	20,85	19,20	1,62	5,39	2,14
Lãi hoạt động/Doanh thu	0,32	3,12	0,49	16,48	9,03	-0,72	0,99	-0,23
Lãi trước thuế/Doanh thu	-0,83	2,95	-1,01	15,52	7,67	-2,00	0,39	-1,84
Lãi sau thuế/Doanh thu	-1,00	2,31	-1,05	13,47	5,95	-2,00	0,31	-1,86
ROE	-24,27	19,26	-7,91	27,03	32,79	-16,18	5,49	-7,22
ROA	-2,84	14,96	-2,36	15,66	11,24	-5,80	1,15	-3,42
Doanh số/Nhân viên (tỷ VND)	24.424	0	11.405	3.535	5.785	5.016	8.804	27.727
KLGD trung bình 1 tuần	228.318	221.700	51.444	3.208.304	2.031.362	18.220	0	1.307.650

Nguồn: CTS

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Đánh giá hoạt động sản xuất, kinh doanh

Hoạt động sản xuất, kinh doanh của SMC tập trung ở 3 mảng chính:

- (1) **Thép xây dựng:** vẫn là lĩnh vực đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu Doanh thu của SMC (chiếm hơn 50% tổng doanh thu). Năm 2015, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 567.220 tấn (56,4%)
- (2) **Thép tấm lá (HRC, CRC):** Tổng sản lượng tiêu thụ thép tấm lá năm 2015 là 351.318 tấn (38,2%).

**+ Kinh doanh HRC:** SMC cung cấp cho thị trường 2 sản phẩm chính:

(i) **HRC gia công, cắt xẻ,** bao gồm: HRC cuộn (đã cắt xả bằng theo kích thước khách hàng yêu cầu) và HRC tấm (chủ yếu phục vụ công nghiệp đóng tàu).

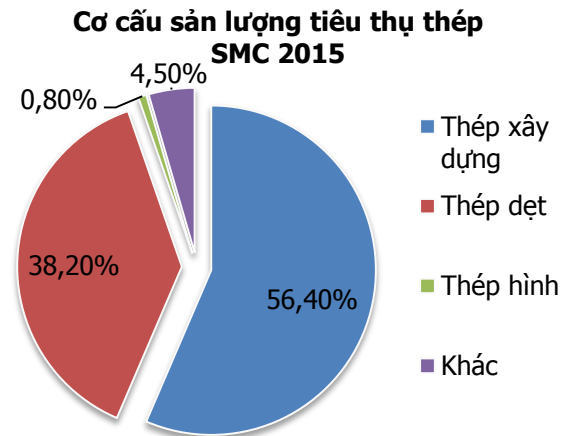
(ii) **Sản xuất cuộn CRC và CRC tấm cán ép từ HRC.** SMC hiện đang sở hữu 1 dây chuyền sản xuất CRC ở KCN Phú Mỹ:

- Giá trị đầu tư máy móc thiết bị: 1,5 triệu USD
- Công suất thiết kế: 100.000 tấn/năm
- Bảo dưỡng: 1 tuần/lần, khoảng 12 giờ
- Hoạt động 24/24, có 2 ca, mỗi ca 12 giờ

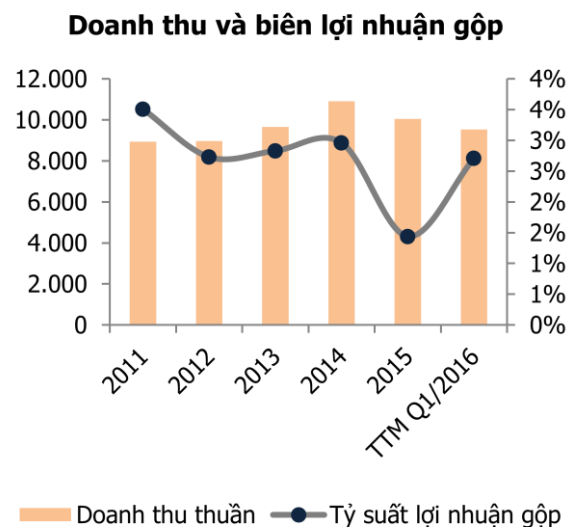
Nguyên liệu đầu vào của mảng kinh doanh này là HRC nhập khẩu nên chi phí giá vốn chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá HRC được giao dịch trên thị trường quốc tế. Do đó, biên lợi nhuận của mảng kinh doanh này không ổn định, tạo ra tác động lớn tới kết quả kinh doanh hợp nhất của Công ty. Tuy vậy, từ năm 2016, HRC nhập về chủ yếu phục vụ hoạt động sản xuất ống thép. Do đó, biến động giá của HRC sẽ không còn tạo tác động quá lớn tới kết quả kinh doanh của SMC trong những năm tới.

#### **+ Gia công, chế biến CRC:**

Lợi nhuận đến từ hoạt động gia công, chế biến CRC ổn định hơn do chủ yếu phục vụ nhu cầu của ngành sản xuất điện tử, điện lạnh gia dụng. Nguyên liệu đầu vào phục vụ cho gia công CRC bao gồm cả nguyên liệu mua trực tiếp từ nhà cung cấp trong nước (chủ yếu từ Posco Việt Nam) và nhập khẩu từ nhà cung cấp nước ngoài. Đối với một số khách hàng, SMC được chỉ định nhập khẩu nguồn nguyên liệu đầu vào, chỉ thực hiện công đoạn gia công đơn thuần. Mức tiêu thụ CRC trung bình trong một tháng của SMC là khoảng từ 13.000 đến



Nguồn: SMC



Nguồn: CTS

15.000 tấn, chiếm khoảng 10% tổng lượng tiêu thụ thép dẹt của Công ty. Biên lợi nhuận của mảng kinh doanh này dao động từ 4-7% và SMC cố gắng duy trì ở mức 7%.

**(3) Ống thép.** Năm 2016, SMC sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ mảng sản xuất ống thép – liên doanh với Sendo, Nhật Bản.

### **Phân phối sản phẩm trực tiếp tới đối tượng sử dụng**

Không giống như đa số các Công ty sản xuất và kinh doanh thép, SMC không phân phối các sản phẩm thép xây dựng và thép tấm lá mạ thông qua đại lý mà bán trực tiếp tới tay khách hàng. Điều này giảm thiểu được các chi phí đại lý cũng như trực tiếp kiểm soát được chất lượng và giá bán đầu ra hiệu quả hơn. Với kinh nghiệm lâu năm và uy tín đã gây dựng được trong lĩnh vực kinh doanh thép, khách hàng truyền thống của SMC bao gồm các tập đoàn, công ty lớn hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp, đóng tàu, xây dựng; và các dự án sản xuất quy mô lớn.

Riêng đối với sản phẩm mới là ống thép, SMC hiện mới chỉ phân phối thử nghiệm tại các đại lý cấp 1 ở khu vực miền Tây Nam bộ.

### **Phát triển mảng kinh doanh mới - Ống thép – động lực tăng trưởng cho SMC trong tương lai**

Năm 2015, mặc dù gặp khó khăn trong hoàn cảnh giá thép biến động theo chiều hướng xấu, Công ty chịu khoản lỗ lớn nhất trong lịch sử hơn 25 năm hoạt động, SMC vẫn chú trọng vào hoạt động đầu tư dây chuyền sản xuất ống thép – liên doanh với đối tác Sendo Nhật Bản với:

- Tổng vốn đầu tư: 8 triệu USD
- Tổng công suất dự kiến sau khi hoàn thành: 80.000 – 100.000 tấn.
- Hiện tại đã lắp đặt 5 dây chuyền ống hàn.
- Tổng công suất thiết kế hiện tại: 150 tấn/ngày
- Công suất thực tế hiện nay 100 tấn/ngày
- Sau 8 tháng hoạt động, đến hết tháng 5/2016, lợi nhuận của Công ty TNHH Liên doanh Ống thép SMC Sendo đã đạt 6 tỷ đồng.
- Xuất khẩu 800 tấn thép cho khách hàng Thái Lan trong tháng 5/2016

Với mục tiêu cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng thép dẹt duy trì ở mức 7-8%, định hướng lâu dài của SMC là từng bước mở rộng đầu tư vào sản xuất các sản phẩm có biên lợi nhuận cao, vẫn còn dư địa tăng trưởng như ống thép. Trong quá khứ, hoạt động sản xuất của SMC vẫn chỉ dừng lại ở công đoạn gia công, chế biến, giá trị gia tăng của sản phẩm không cao. Ngoài ra, với việc hợp tác đầu tư với đối tác Nhật Bản có uy tín, SMC tham vọng mở

rộng thị phần xuất khẩu thông qua phát triển sản phẩm ống thép. Tuy nhiên, việc tập trung vào thị trường xuất khẩu hay chú trọng khai thác thị trường ống thép trong nước sẽ được xác định sau khi có kết quả của giai đoạn chạy thử, cũng như cân đối giữa nhu cầu trong, ngoài nước và quy mô thị trường.

Ống thép là sản phẩm duy nhất được SMC phân phối qua hệ thống đại lý. Hiện ống thép SMC mới chỉ được bán qua các đại lý lớn tại khu vực miền Tây Nam bộ, với chính sách bán hàng và giá cả hợp lý.

### Kiểm soát giá vốn thông qua nhập HRC từ Formosa

Nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí của SMC (hơn 90%), đặc biệt nguồn cung đầu vào vẫn phải nhập khẩu 100%, dẫn tới phụ thuộc vào thay đổi nguồn cung và giá nhập khẩu. Do đó, với việc đã đạt được những thỏa thuận ban đầu với Formosa Hà Tĩnh, trong thời gian tới, SMC sẽ ưu tiên nguồn nguyên liệu HRC trong nước cung cấp bởi Formosa nhằm tiết kiệm chi phí nguyên vật liệu đầu vào. Thay thế nguồn nguyên liệu nhập khẩu bằng nguồn nguyên liệu trong nước, SMC sẽ giảm thiểu được chi phí vận chuyển và rủi ro biến động tỷ giá. Tuy nhiên, tỷ lệ Formosa đáp ứng được nhu cầu HRC của SMC còn phụ thuộc vào cam kết và thỏa thuận sản lượng, giá bán của Formosa với các bên mua khác như Hòa Phát, Hoa Sen,...

Dự kiến hình thức thanh toán giữa Formosa và SMC là L/C nội địa, bảo lãnh bởi Vietcombank - Chi nhánh Hà Nội.

### Kiểm soát chi phí lãi vay thông qua cân đối phải thu – phải trả

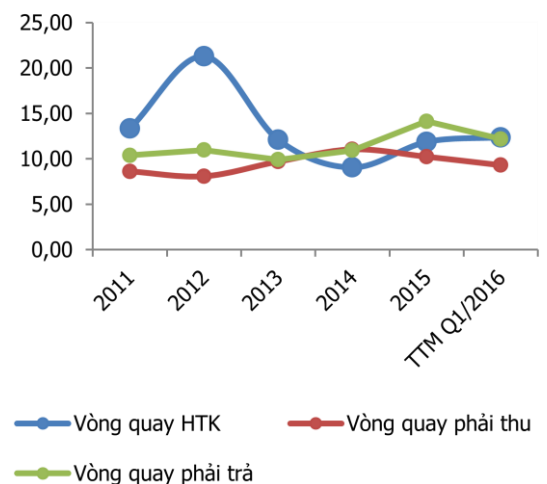
**Chính sách phải thu** của SMC phân loại theo từng đối tượng khách hàng nhưng nhìn chung số ngày phải thu bình quân tối đa là 40 ngày. Với các khách hàng thương mại, số ngày phải thu ngắn từ 7-15 ngày, tối đa 20 ngày (20%). Đối với các dự án sản xuất lớn (chiếm 30%), số ngày phải thu là 30-45 ngày: các tập đoàn lớn là 60 ngày trở lên (30%). Với các khách hàng nhỏ, lẻ, SMC áp dụng chính sách thu tiền ngay.

**Chính sách phải trả.** Việc nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào HRC được thực hiện thanh toán bằng hình thức L/C trả chậm có bảo lãnh của Ngân hàng. Thời gian trả chậm từ 6 tháng đến 1 năm với mức lãi suất tương ứng là 2,2% và 2,3%/năm. Đối với mảng kinh doanh vật liệu xây dựng, SMC được hưởng chính sách phải trả trong vòng 30 ngày. Do đó, SMC gần như không phải sử dụng vốn cho mảng kinh doanh này.

### Vòng quay hàng tồn kho – hiện duy trì ở mức 1 tháng nguyên liệu thay vì 2 tháng như năm 2015

Hàng tồn kho của SMC chủ yếu là nguyên liệu HRC. Tại thời điểm đi khảo sát Coil center tại KCN Phú Mỹ, còn một phần tồn kho thép xây dựng (khoảng 15.000 tấn) được mua về trước thời điểm áp dụng thuế tự vệ tạm thời, tuy nhiên lượng tồn kho này sẽ sớm

Các chỉ số hiệu quả hoạt động



Nguồn: CTS

được giải phóng trong thời gian tới.

Đầu năm 2015, vòng quay hàng tồn kho của SMC duy trì ở mức 2 tháng nguyên liệu. Và với diễn biến giá HRC không thuận lợi trong năm 2015, việc duy trì chính sách tồn kho ở mức cao chính là lý do dẫn tới khoản lỗ lớn của SMC. Đầu năm 2016, khắc phục sai lầm tích trữ lượng lớn nguyên liệu giá thấp của năm trước, tồn kho chỉ duy trì ở mức 1 tháng nguyên liệu để giảm thiểu rủi ro biến động giá không lường trước của HRC. Tuy nhiên, trong thời gian tới, khi nhu cầu HRC tăng cao, phục vụ cho cả nhu cầu sản xuất ống thép, và đặc biệt khi dây chuyền khép kín ép, tẩy gỉ và phủ dầu được triển khai, dự kiến định hướng chính sách tồn kho sẽ tăng lên mức trung bình 45 – 50 ngày, cao nhất tới 60 ngày. Chính sách tồn kho được ban lãnh đạo SMC liên tục giám sát và điều chỉnh, cân đối để đảm bảo lợi nhuận biên mục tiêu ở mức 6-7%. Khi giá HRC biến động theo chiều hướng xấu, có nguy cơ ảnh hưởng tới biên lợi nhuận, vòng quay tồn kho theo đó cũng sẽ được điều chỉnh tăng.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Chúng tôi phân tích tình hình tài chính của SMC dựa trên 2 khía cạnh: (1) Dự báo lợi nhuận và (2) Dự báo Bảng cân đối kế toán.

### DỰ BÁO LỢI NHUẬN (P&L)

Dự báo lợi nhuận hết Quý II/2016 đạt 130-145 tỷ, giúp công ty khắc phục hết khoản lỗ lũy kế phát sinh trong năm 2015. Tuy nhiên, lợi nhuận đột biến năm 2016 chủ yếu đến từ việc mua nguyên liệu HRC giá rẻ trong khi giá thị trường đầu ra thuận lợi. Do đó, trong các năm từ 2017, chúng tôi duy trì mức biên lợi nhuận kỳ vọng của doanh nghiệp đối với mảng sản xuất, kinh doanh thép tấm lá mạ ở mức ổn định 6-7% với nhận định giá HRC sẽ không biến động mạnh như năm 2015 và 5 tháng đầu năm 2016.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	10.000	10.500	11.025	11.576	12.155
Giá vốn	9.402	10.062	10.588	11.109	11.613
<b>Lợi nhuận gộp</b>	598	438	437	467	543
Chi phí bán hàng	156	163	172	180	189
Chi phí quản lý doanh nghiệp	100	105	110	116	122
Tổng chi phí hoạt động	256	268	282	296	311
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)</b>	342	170	155	171	232
Doanh thu tài chính	46	48	51	53	56
Chi phí tài chính	111	125	129	128	128
<i>Chi phí lãi vay</i>	111	125	129	128	128
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	(65)	(77)	(79)	(75)	(72)
Doanh thu khác	25	26	27	28	30
Chi phí khác	4	4	4	4	4
Lãi/lỗ từ hoạt động khác	21	22	23	24	26
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	298	115	100	121	185
Thuế TNDN	(60)	(23)	(20)	(24)	(37)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	238	92	80	97	148

### DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Ngoài kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua phát hành riêng lẻ năm 2016, SMC chưa có kế hoạch tăng vốn điều lệ trong các năm tiếp theo, do đó, chúng tôi không thay đổi số vốn điều lệ của doanh nghiệp khi dự phóng.

Lượng hàng tồn kho từ năm 2017 dự kiến sẽ tăng đáng kể do SMC kỳ vọng mảng ống thép bắt đầu đi vào hoạt động ổn định và tăng trưởng tốt. Nguyên vật liệu HRC nhập kho không chỉ phục vụ cho nhu cầu gia công, chế biến HRC như trước kia mà một phần sẽ dùng để sản xuất ống thép, sau khi qua dây chuyền tẩy gỉ và mạ kẽm (sẽ được đầu tư lắp đặt năm 2017). Khi đó, rủi ro về việc không tiêu thụ hết lượng hàng tồn kho HRC khi giá cả nguyên vật liệu biến động theo chiều hướng xấu của SMC cũng sẽ được giảm thiểu do phần dư tồn kho sẽ được chuyển sang dây chuyền ống thép để tiêu thụ.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	2.782	3.202	3.479	3.680	3.945
Tiền & tương đương tiền	567	693	882	992	1.161
Đầu tư ngắn hạn	764	764	764	764	764
Phải thu khách hàng	828	870	913	959	1.007
Hàng tồn kho	488	735	772	810	851
Tài sản ngắn hạn khác	134	140	148	155	163

<b>Tài sản dài hạn</b>	602	680	525	477	443
Phải thu dài hạn	6	7	7	7	8
Tài sản cố định	386	458	298	245	205
Đầu tư tài chính dài hạn	117	117	117	117	117
Tài sản khác	93	98	103	108	113
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.384</b>	<b>3.882</b>	<b>4.003</b>	<b>4.157</b>	<b>4.388</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.555</b>	<b>2.961</b>	<b>3.002</b>	<b>3.059</b>	<b>3.143</b>
Phải trả ngắn hạn	2.481	2.776	2.863	2.954	3.051
Nợ ngắn hạn	1.604	1.835	1.874	1.916	1.966
Phải trả người bán	839	898	945	991	1.036
Phải trả người lao động	1	2	2	2	2
Thuế thu nhập	6	7	7	7	8
Nợ ngắn hạn khác	31	35	36	38	40
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Nợ dài hạn	74	185	139	105	92
Vay dài hạn	74	185	139	105	92
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>829</b>	<b>921</b>	<b>1.001</b>	<b>1.098</b>	<b>1.246</b>
Nguồn vốn chủ sở hữu	803	895	974	1.071	1.219
Vốn điều lệ	451	451	451	451	451
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Quỹ khác	96	96	96	96	96
Lợi nhuận giữ lại	53	145	225	322	469
Nguồn vốn và quỹ khác	27	27	27	27	27
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3.384</b>	<b>3.882</b>	<b>4.003</b>	<b>4.157</b>	<b>4.388</b>
Giá trị sổ sách	17.816	19.858	21.626	23.767	27.048

## CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
Khả năng thanh toán hiện thời	1,12	1,15	1,22	1,25	1,29
Khả năng thanh toán nhanh	0,87	0,84	0,89	0,92	0,96
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,54	0,52	0,57	0,59	0,63
Tỷ lệ Nợ/VCSH	308%	321%	300%	279%	252%
Vay nợ ròng/VCSH	134%	144%	113%	94%	72%
Vòng quay tài sản cố định	25,91	22,90	36,99	47,29	59,23
Vòng quay tổng tài sản	2,96	2,70	2,75	2,78	2,77
Vòng quay vốn lưu động	3,92	3,51	3,30	3,23	3,19
Nợ/Tổng TS	75%	76%	75%	74%	72%
LNST/DTT	2%	1%	1%	1%	1%
TS lợi tức căn bản (EBIT/TTS)	3%	2%	1%	1%	2%
ROE	29%	10%	8%	9%	12%
ROA	7%	2%	2%	2%	3%
Vòng quay khoản phải thu	12	12	12	12	12
Vòng quay hàng tồn kho	19	14	14	14	14
Số ngày phải trả	33	33	33	33	33



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KQKD	2013	2014	2015
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.651</b>	<b>10.911</b>	<b>10.046</b>
Giá vốn hàng bán	(9.378)	(10.559)	(9.902)
<b>Lãi gộp</b>	<b>273</b>	<b>323</b>	<b>145</b>
Chi phí bán hàng	(120)	(152)	(156)
Chi phí quản lý	(69)	(98)	(102)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>85</b>	<b>74</b>	<b>(114)</b>
Chi phí khác (ròng)	9	15	25
- Thu nhập khác	22	27	28
- Chi phí khác	(13)	(12)	(4)
<b>EBIT</b>	<b>94</b>	<b>88</b>	<b>(89)</b>
Chi phí tài chính (ròng)	(60)	(64)	(98)
- Thu nhập tài chính	33	55	53
- Chi phí tài chính	(94)	(119)	(151)
+ Chi phí lãi vay	(70)	(74)	(107)
<b>LNR trước thuế</b>	<b>34</b>	<b>25</b>	<b>(188)</b>
Thuế TNDN	(9)	(4)	(8)
<b>LNR sau thuế</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>(196)</b>
<b>Lợi ích thiểu số</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>	<b>(0)</b>
<b>LNR sau lợi ích thiểu số</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>(196)</b>

BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2013	2014	2015
<b>LNR sau lợi ích thiểu số</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>(20)</b>
<b>Điều chỉnh</b>			
+ Khấu hao	43	44	9
+ Dự phòng	2	43	24
+ Lợi ích thiểu số	(1)	1	22
+ Chi phí tài chính ròng	74	88	93
<b>Tiền từ hoạt động k.doanh</b>	<b>(64)</b>	<b>(741)</b>	<b>951</b>
- Tăng đầu tư máy móc	(117)	(25)	(146)
- Tăng đầu tư TCSĐ	0	0	0
- Tăng đầu tư TC ng.hạn	(6)	(593)	(148)
- Tăng đầu tư TC d.hạn	(1)	(3)	(36)
- Tăng khác	(71)	(2)	(86)
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(194)</b>	<b>(623)</b>	<b>(416)</b>
<b>Tiền tự do</b>	<b>(258)</b>	<b>(1364)</b>	<b>535</b>
- Cổ tức đã trả	(47)	(26)	(2)
<b>Tiền sau trả cổ tức</b>	<b>(305)</b>	<b>(1390)</b>	<b>534</b>
+ Tăng góp vốn cổ phần	0	0	0
+ Tăng góp vốn khác	0	0	0
+ Tăng khác	5	0	0
- Tăng cổ phiếu quỹ	0	0	0
+ Tăng nợ	406	1545	(897)
<b>Tiền từ hoạt động t.chính</b>	<b>364</b>	<b>1519</b>	<b>(899)</b>
<b>Tiền trước ch.lịch t.giá</b>	<b>106</b>	<b>156</b>	<b>(364)</b>
<b>Dòng tiền mặt ròng</b>	<b>106</b>	<b>156</b>	<b>(364)</b>
Tiền mặt đầu kỳ	197	303	459
Tiền mặt cuối kỳ	303	459	95

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2013	2014	2015
<b>Tài sản lưu động</b>	<b>2.506</b>	<b>3.572</b>	<b>2.316</b>
Tiền và tương đương	303	459	95
Đầu tư t.chính ng.hạn	25	617	764
Các khoản phải thu	939	1.185	832
Tồn kho	1.158	1.160	491
Tài sản lưu động khác	82	150	134
<b>Tài sản cố định / dài hạn</b>	<b>562</b>	<b>532</b>	<b>711</b>
Phải thu dài hạn	-	-	6
Đầu tư t.chính dài hạn	93	80	117
Máy móc, thiết bị (ròng)	309	335	438
Máy móc, thiết bị (d.dang)	66	21	55
Đầu tư BĐS dài hạn	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	94	96	94
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.068</b>	<b>4.103</b>	<b>3.027</b>
<b>Công nợ</b>	<b>2.495</b>	<b>3.536</b>	<b>2.636</b>
Nợ ngắn hạn	2.342	3.415	2.523
Nợ dài hạn	153	121	113
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>569</b>	<b>563</b>	<b>365</b>
Vốn góp CSH	295	295	295
Các quỹ	96	96	96
Lợi nhuận chưa p.phối	19	13	(185)
Khác	159	159	159
<b>Lợi tích cổ đông thiểu số</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>26</b>
<b>TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>3.068</b>	<b>4.103</b>	<b>3.027</b>

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013	2014	2015
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu thuần	7,7%	13,1%	-7,9%
Lợi nhuận gộp	11,5%	18,3%	-55,2%
Lợi nhuận ròng	-63,8%	-18,5%	-1057%
Tổng tài sản	43,3%	33,7%	-26,2%
<b>Khả năng thanh toán</b>			
Nợ ngắn hạn	1,07	1,05	0,92
Thanh toán nhanh	0,58	0,71	0,72
Tiền mặt	0,14	0,32	0,34
<b>Hoạt động</b>			
Vòng quay tiền mặt	31,86	23,80	105,90
Vòng quay khoản p.thu	10,15	10,63	12,98
Vòng quay tồn kho	8,10		
<b>Đòn bẩy tài chính</b>			
Nợ/Tổng tài sản	81,3%	86,2%	87,1%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	4,39	6,29	7,22
Hệ số trả chi phí lãi vay	1,36	1,21	-0,24
<b>Khả năng sinh lợi</b>			
Tỷ suất lãi gộp	2,8%	3,0%	1,4%
Tỷ suất lãi hoạt động	0,9%	0,7%	-1,1%
Tỷ suất lãi ròng	0,3%	0,2%	-2,0%
Lợi nhuận/Tổng tài sản	0,8%	0,5%	-6,5%
Lợi nhuận/Vốn CSH	4,6%	3,5%	-53,7%
<b>Chỉ số khác</b>			
Lợi nhuận/Cổ phiếu	0,89	0,68	-6,66
Giá trị sổ sách/CP	19,33	19,12	12,40

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của VietinBankSc được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

### Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
<b>THEO DÕI</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3– 5%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

### Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
<b>THEO DÕI</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	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 Ngân hàng Công thương Việt Nam (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.