

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG – HOSE)

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU: THEO DÕI

Ngày cập nhật	19/12/2022
Giá thị trường (VND)	13.700
Giá mục tiêu (VND)	15.200
Giá mua	N/A
Giá cắt lỗ	N/A

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thép
SLCPLH (triệu cổ)	598
KLGD bq 1 tháng (triệu cổ)	14,5
EPS (TTM)	421
EPS fw 2022	-1.170
P/E	29
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.416
Cổ tức	10%

DIỄN BIẾN GIÁ CP VỚI VNINDEX



CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Lê Phước Vũ	17,02%
TSF Fund	3,11%
Norges Bank	1,82%
TSFO Fund	1,68%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft	2,05%

TÌNH HÌNH KINH DOANH

	2020	2021	2022F	2023
Doanh thu (tỷ đồng)	30.054	56.560	38.120	35.871
Biên LN gộp (%)	17,2%	16,8%	15	15
Biên LN ròng (%)	5,1%	7,7%	10	10
LN sau thuế (tỷ đồng)	1.543	4.379x	-700	805
EPS (VND/cp)	3.368	8.524	-1.170	4.424
P/E	3,65	1,44	29	3,4

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu HSG bằng phương pháp P/B và P/E với tỷ trọng 60:40. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 15.200 VNĐ/CP cho cổ phiếu HSG, cao hơn +11% so với giá đóng cửa ngày 19/12/2022. Tuy nhiên, HSG là cổ phiếu có tính đầu cơ mạnh nên chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HSG trong ngắn và trung hạn, chúng tôi khuyến nghị **MUA** nếu HSG có nhịp điều chỉnh về vùng thấp hơn khi có mức upside đủ hấp dẫn.

Điểm nhấn đầu tư:

- **Trong trung hạn, triển vọng kém tích cực:**

- (1) Mặc dù Trung Quốc đang cho những tín hiệu chính thức của việc mở cửa nhưng trong ngắn và trung hạn chưa thể tác động tích cực đến ngành thép.
- (2) Giá thép tiếp tục duy trì ở vùng thấp với hàng tồn kho giá cao chưa xử lý xong sẽ làm giảm biên lợi nhuận trong ngắn và trung hạn.

- **Triển vọng vẫn còn tích cực trong dài hạn:**

- (1) Giá HRC tiếp tục duy trì ở mức thấp sẽ là giúp cải thiện biên lợi nhuận của HSG có thể từ cuối năm 2023 do HRC là nguyên vật liệu đầu vào chính.
- (2) Trung Quốc đang cắt giảm sử dụng thép sẽ là động lực cho các doanh nghiệp sản xuất thép ở Việt Nam
- (3) Ngành thép Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng để phát triển trong những năm tới.
- (4) HSG là một trong những doanh nghiệp thép uy tín và có vị thế trên thị trường.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần tập đoàn Hoa Sen (HSG) được thành lập từ năm 2001 với sản phẩm chính là tôn mạ. Đến nay, HSG là doanh nghiệp hàng đầu về tôn mạ và ống thép. Trong 2 sản phẩm chính của HSG, tôn mạ là sản phẩm có thị phần lớn nhất cả nước và ống thép là sản phẩm có thị phần lớn thứ 2. Đến nay, HSG đã là một thương hiệu được ưa chuộng và có chỗ đứng nhất định trên thị trường trong nước.

Lịch sử hình thành và phát triển

- 2001, Công ty Cổ phần Hoa Sen được thành lập.
- 2008, Cổ phiếu được niêm yết trên sàn HSX với mã là HSG.
- 2016, top 50 công ty niêm yết tốt nhất Việt Nam.
- 2018, có 491 chi nhánh trên khắp cả nước.

Cơ cấu cổ đông

- Cổ đông lớn nhất của HSG là ông Lê Phước Vũ (chủ tịch HĐQT). Ông nắm giữ 17,02% công ty và ông thường xuyên có lịch sử giao dịch mã cổ phiếu HSG.
- Ngoài ra, HSG còn nhận được sự quan tâm của nhiều quỹ nhỏ.

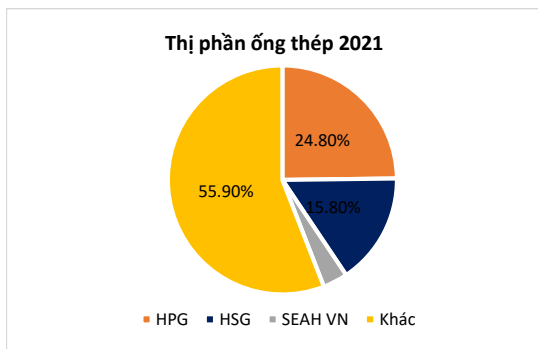
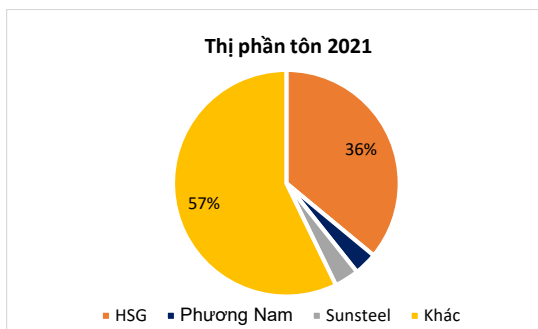
Tên	Số lượng	Tỷ lệ phần trăm
Lê Phước Vũ	84.826.817	17,02%
Tundra Sustainable Frontier Fund	10.884.806	3,11%
Norges Bank	6.390.000	1,82%
Tundra Sustainable Frontier Opportunities Fund	5.900.000	1,68%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft, London Branch	4.035.324	2,05%

Công ty con và công ty liên kết

HSG có tổng cộng 8 công ty con và 1 công ty liên kết bao gồm:

- Công ty con
 - Công ty TNHH MTV Tôn Hoa Sen
 - Công ty TNHH MTV VLXD Hoa Sen
 - Công ty TNHH MTV Hoa Sen Phú Mỹ
 - Công ty TNHH MTV Hoa Sen Nhơn Hội – Bình Định

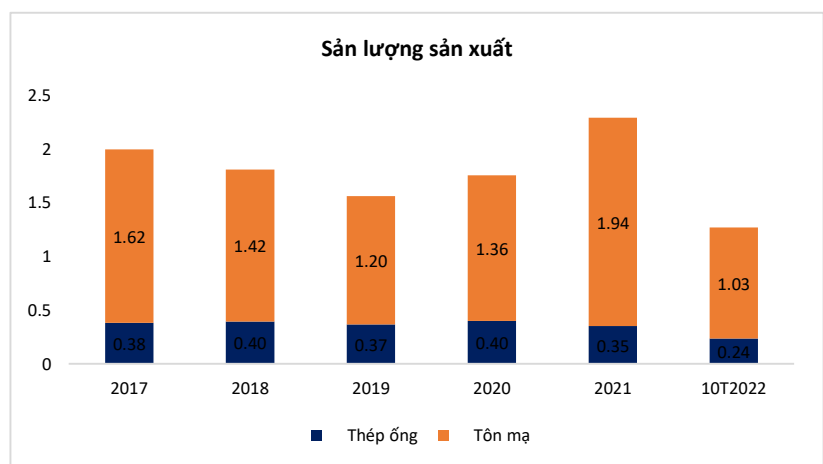
- Công ty TNHH MTV Hoa Sen Bình Định
- Công ty TNHH MTV Hoa Sen Nghệ An (Nhà máy Nam Cẩm & Nhà máy Đông Hồi)
- Công ty TNHH MTV Hoa Sen Hà Nam
- Công ty TNHH MTV VLXD Hoa Sen Yên Bái.
- Công ty liên kết
 - Công ty Cổ phần Cảng quốc tế Hoa Sen (sở hữu 49%)



Nguồn: HSG

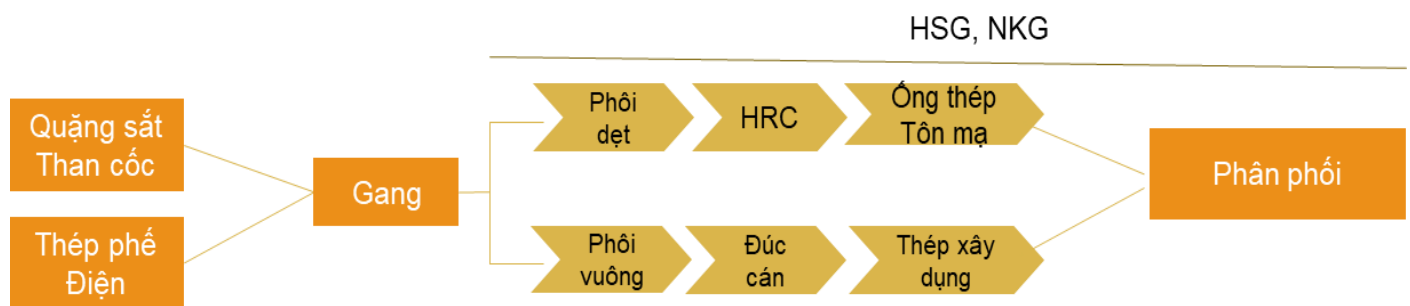
Sản phẩm kinh doanh

Cơ cấu sản phẩm của HSG bao gồm 2 sản phẩm chính là tôn mạ và ống thép. Trong đó, tôn mạ chiếm hơn 80% sản lượng sản xuất của HSG. HSG là doanh nghiệp có thị phần đứng đầu về tiêu thụ tôn mạ (36% thị phần cả nước) và chiếm thị phần thứ 2 về ống thép (24% thị phần cả nước).

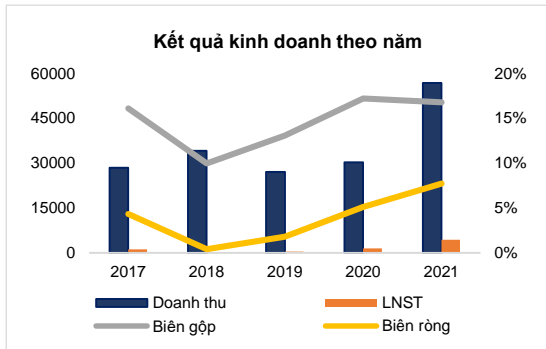


Nguồn: Fiin pro

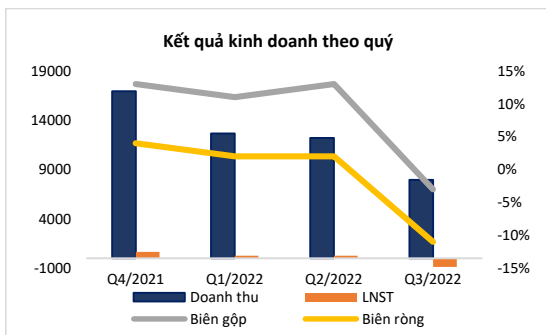
Chuỗi giá trị của HSG



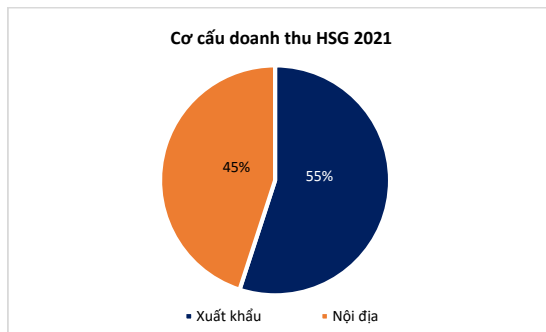
HPG là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất HRC ở Việt Nam



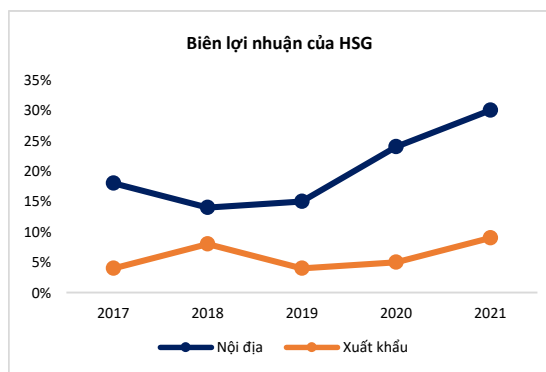
Nguồn: Fiin pro



Nguồn: Fiin pro



Nguồn: HSG



Nguồn: VFS tổng hợp

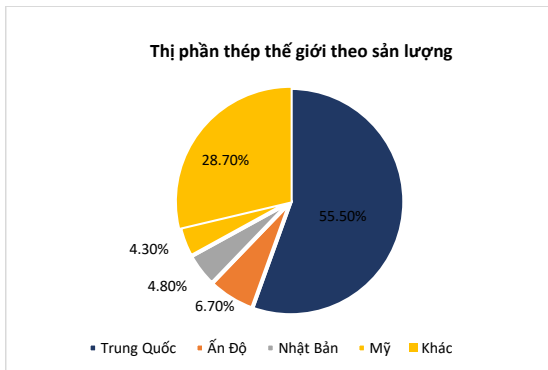
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Từ năm 2017 – 2021, HSG có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận CAGR lần lượt đạt 18,85% và 37,5%. Mặc dù có sự tăng trưởng khá đều đặn tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận bị biến động mạnh theo chu kỳ và ngành thép Việt Nam gắn chặt với chu kỳ thị trường xây dựng, bất động sản trong nước.

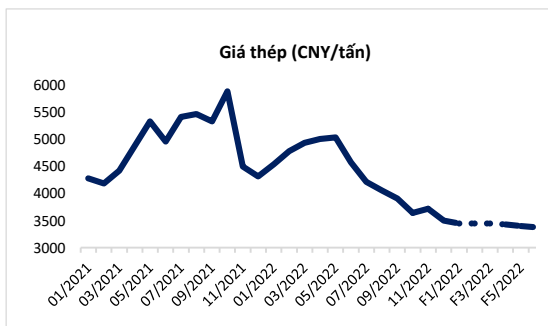
Quý 3 năm 2022 (quý 4 niên độ tài chính), HSG lần lượt đạt 8,152 tỷ doanh thu và -886 tỷ LNST. Trong đó, LNST có kết quả lỗ lịch sử nguyên nhân do giá thép và nhu cầu sụt giảm, bị ảnh hưởng bởi biến động từ tình hình trong nước và quốc tế. Trong đó, biên lợi nhuận gộp giảm từ 13,1% xuống mức âm do giá bán giảm trong khi giá vốn hàng tồn kho cao.

Trong cơ cấu doanh thu của HSG năm 2021, 58% đến từ xuất khẩu và 42% từ thị trường nội địa. Trong 3 doanh nghiệp lớn nhất ngành thép là HSG, NKG, HPG thì 2 doanh nghiệp là HSG và NKG có tỷ trọng doanh thu chiếm 50 – 60%, trong khi với HPG chỉ chiếm 20 – 30%.

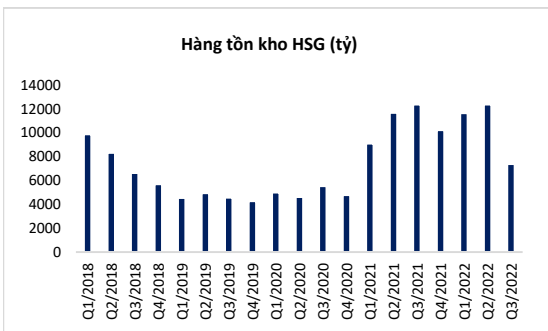
Tuy nhiên, chi phí vận chuyển tăng cao nên biên lợi nhuận xuất khẩu thấp và trong nước vẫn là nguồn đem lại lợi nhuận chính cho HSG. Trong khi biên lợi nhuận trong nước ước tính được khoảng 30% thì biên lợi nhuận xuất khẩu thường chỉ đạt 5 – 8%. Lợi nhuận thu về năm 2021 từ thị trường nội địa đạt hơn 6.124 tỷ đồng, gấp 2,2 lần xuất khẩu mặc dù doanh thu ít hơn. Trong bối cảnh thị trường tiêu thụ thế giới tiếp tục khó lường và biên thấp, VFS kỳ vọng động lực tăng trưởng trong năm 2023 của HSG vẫn đến từ thị trường nội địa.



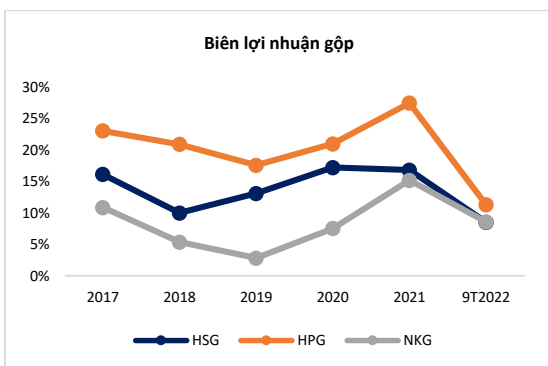
Nguồn: WSA



Nguồn: Trading economics



Nguồn: HSG



Nguồn: Fiin pro

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu cực trong ngắn và trung hạn

(1) Mặc dù Trung Quốc đang cho những tín hiệu chính thức của việc mở cửa nhưng trong ngắn và trung hạn chưa thể tác động tích cực đến ngành thép.

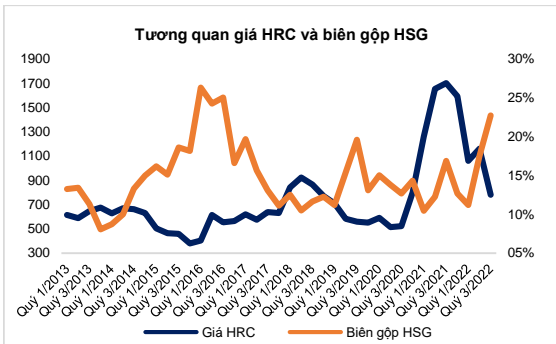
Trung Quốc đang cho tín hiệu của việc mở cửa tuy nhiên Trung Quốc sẽ cần thời gian để tiêm vaccin và thích nghi với việc miễn dịch cộng đồng, hồi phục các mặt hàng thiết yếu nên chúng tôi cho rằng ngành hàng như thép Trung Quốc sẽ tiếp tục diễn biến kém tích cực trong ngắn và trung hạn.

Trong đó, ngành thép và giá thép Việt Nam bị ảnh hưởng khá mạnh bởi giá thép Trung Quốc do Trung Quốc là thị trường thép lớn nhất thế giới và Việt Nam cần nhập khẩu 20% sản lượng thép tiêu thụ trong nước từ Trung Quốc.

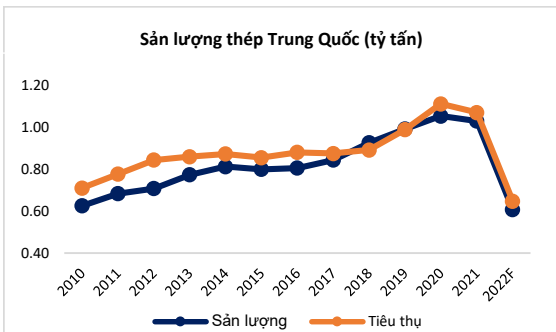
(2) Giá thép tiếp tục duy trì ở vùng thấp sẽ làm giảm biên lợi nhuận trong ngắn và trung hạn.

Giá thép tiếp tục duy trì ở vùng thấp do cầu tại các thị trường lớn vẫn chưa thể phục hồi trong ngắn và trung hạn. Trong đó, 58% doanh thu của HSG đến từ xuất khẩu nên kết quả kinh doanh của HSG tiếp tục sẽ bị ảnh hưởng. Mặc dù lượng hàng tồn kho đã giảm đáng kể trong quý 3 nhưng chúng tôi cho rằng lượng hàng tồn kho giá cao vẫn còn và sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến HSG trong quý 4 và đầu năm 2022. Trong khi giá bán chưa cải thiện biên lợi nhuận sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng.

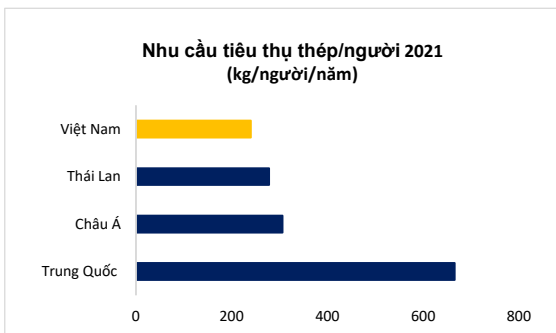
Do không tự chủ được chuỗi giá trị như HPG nên HSG có biên lợi nhuận mỏng hơn và nhạy cảm hơn với giá thép. Tuy nhiên, biên lợi nhuận của HSG vẫn cao hơn so với biên lợi nhuận của NKG do có lợi thế về chuỗi cửa hàng trên khắp cả nước giúp giảm chi phí logistic.



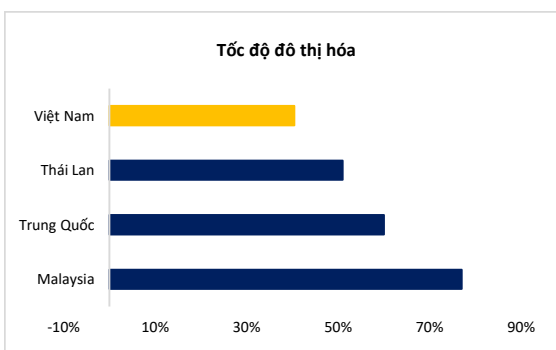
Nguồn: VFS tổng hợp



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: WSA



Nguồn: VFS tổng hợp

Trong dài hạn, triển vọng tích cực

(1) Giá HRC tiếp tục duy trì ở mức thấp giúp cải thiện biên lợi nhuận của HSG có thể từ cuối năm 2023 do HRC là nguyên vật liệu đầu vào chính.

Trong quá khứ có thể thấy giá HRC và lợi nhuận của HSG thường biến động ngược chiều và thường có độ trễ 1 – 2 quý so với giá HRC. Vì vậy với nền thấp của giá HRC ở mức hiện tại, VFS kỳ vọng có thể từ cuối năm 2023, biên lợi nhuận của HSG sẽ hồi phục nhờ được hưởng lợi từ nhu cầu hồi phục và tích trữ được hàng tồn kho giá thấp.

(2) Trung Quốc đang cắt giảm sử dụng thép sẽ là động lực cho các doanh nghiệp sản xuất thép ở Việt Nam

Thị trường thép Trung Quốc là thị trường thép lớn nhất thế giới. Nhưng hiện nay Trung Quốc đã bắt đầu có chính sách hạn chế sản xuất và bảo vệ môi trường, điều này có thể tạo dư địa cho các nước lân cận được hưởng lợi xuất khẩu thép vào Trung Quốc và sang các nước khác trên thế giới. Một số chính sách của TQ như giảm thuế nhập khẩu thép thô, gang và thép phế xuống 0% từ tháng 5/2021; cấm nhập khẩu than từ Australia khiến các nhà máy thép Trung Quốc khó tiếp cận được nguồn nguyên liệu giá rẻ.

(3) Ngành thép Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng để phát triển trong những năm tới.

Hiện nay, mức độ tiêu thụ thép bình quân đầu người Việt Nam khoảng 240 kg/ người/ năm. Thấp hơn so với mức trung bình của châu Á là khoảng 306 kg/ người/ năm và so với Trung Quốc là 666kg/người/năm. Bên cạnh đó, mức độ đô thị hóa của Việt Nam vẫn ở mức thấp so với các nước lân cận. VFS kỳ vọng việc tăng lớp trung lưu ngày, tốc độ đô thị hóa tăng sẽ tiếp tục kích thích nhu cầu xây dựng từ đó kích thích nhu cầu sử dụng thép trong những năm tới.



Nguồn: HSG

(4) HSG là một trong những doanh nghiệp thép uy tín và có chỗ đứng trên thị trường Việt Nam.

HSG là doanh nghiệp có doanh thu lớn thứ 2 cả nước trong năm 2021 với sản phẩm thép và tôn mạ, sở hữu hệ thống phân phối với 55 chi nhánh và 520 cửa hàng bán lẻ trải dài trên khắp cả nước.

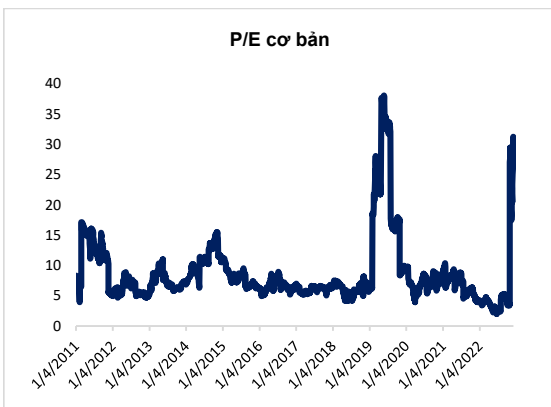
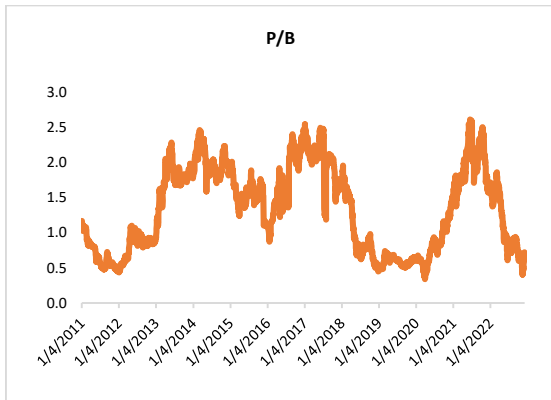
Chính vì vậy, chúng tôi cho rằng khi nền kinh tế hồi phục, những doanh nghiệp có vị trí đầu như HSG sẽ là những doanh nghiệp được hưởng lợi mạnh mẽ.

DỰ PHÓNG

Chúng tôi dự kiến quý 4/2022 và ít nhất đến nửa đầu năm 2023 HSG sản lượng bán hàng tiếp tục sụt giảm dẫn đến kết quả kinh doanh kém khả quan. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng có thể biên lợi nhuận năm 2023 sẽ phục hồi so với năm 2022 do HSG bắt đầu tiêu thụ xong hàng tồn kho giá cao.

Dự kiến năm 2022 HSG lần lượt đạt 38 nghìn tỷ DT (-32%yoy) và -700 tỷ LNST.

	2021	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	56.825	38.000 (-32%yoy)	35.200 (-7,8%yoy)
LNST (tỷ VNĐ)	4.379	-700	200
EPSfw	8.524 VNĐ	-1.170 VNĐ	334 VNĐ



ĐỊNH GIÁ

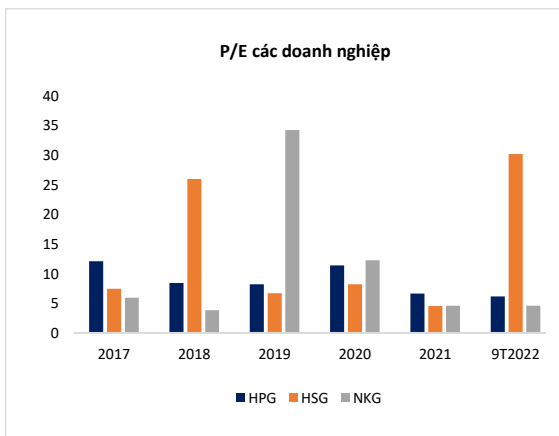
Do HSG và các cổ phiếu ngành thép là những cổ phiếu mang tính chu kỳ nên định giá P/E và P/B của nhóm cổ phiếu này cũng thay đổi mạnh phụ thuộc vào chu kỳ của ngành thép và biến động của lợi nhuận.

Nhìn vào lịch sử, chúng tôi thấy rằng trong chu kỳ ngành thép đang phát triển, HSG sẽ có thể đạt mức P/E trung bình là 7 – 10, và trong giai đoạn giảm, P/E của HSG có thể về mức thấp dao động quanh mức 2 – 3. Đối với theo phương pháp P/B, định giá cao nhất sẽ là mức 2.6 và thấp nhất là mức 0.4. So sánh với 2 đối thủ trong ngành thì định giá của HSG thường thấp hơn so với HPG và cao hơn so với NKG.

Thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng ngành thép đang trong giai đoạn khó khăn nhất của một chu kỳ. Vì vậy, chúng tôi sẽ sử dụng mức P/B và P/E với tỷ trọng 60:40 và sử dụng mức thấp hơn so với trung bình và phù hợp với vị thế của HSG trong ngành để dự phóng giá cổ phiếu trong năm 2023.

Từ đó, chúng tôi dự phóng mức giá hợp lý cho cổ phiếu HSG là **15.200 VNĐ** cho năm 2023.

Do HSG nói riêng và những cổ phiếu chu kỳ nói chung có tính đầu cơ cao. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** nếu cổ phiếu thép điều chỉnh mạnh về mức giá 9.000 – 10.000 VNĐ (để cổ phiếu có mức UPSIDE lớn) và khuyến nghị **THEO DÕI** ở mức giá hiện tại của HSG.



Nguồn: Fiin pro

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Vũ Thị Hà Phương	Chuyên viên phân tích	phuong.vu@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Đặng Thu Hiền	Chuyên viên phân tích	hien.dang@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS 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 VFS. 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 VFS.