

Triển vọng lợi nhuận tích cực trong năm 2025 đã được phản ánh vào giá

Giá Mục tiêu

20.000 Đồng

Ngày báo cáo: 11/12/2024

Giá CP ngày 10/12/2024: 19.000 đồng

% Tăng giá: 5,3%

NGÀNH: THÉP

PGĐ PTCP: Đào Minh Châu, CFA

Email: chaudm@ssi.com.vn

SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6732

Chi tiêu cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng): 11.799

KLGD TB 3 tháng (CP): 7.855.460

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 25,4/18,3

Tỷ lệ SHNN(%): 9,4%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 0%

Biến động giá



	3M	YTD	1Y	2Y
VNIndex	2%	13%	13%	21%
HSG	-5%	-14%	-12%	62%

Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

CTCP tập đoàn Hoa Sen (HSG) sản xuất tôn mạ (chiếm 56% doanh thu 2015), thép dày mạ kẽm và ống thép (42%), và ống nhựa (2%). Trong các công ty thép, HSG có mạng lưới bán hàng và thương hiệu mạnh nhất. Năm 2014, công ty chiếm 37% thị phần tôn mạ (xếp thứ nhất) và 18% thị phần ống thép (xếp thứ 2) tại Việt Nam.

TRUNG LẬP

HSG đã ghi nhận khoản lỗ ròng 186 tỷ đồng trong Q4/NĐTC 2024, trái ngược với lợi nhuận dương 438 tỷ đồng trong Q4/NĐTC 2023 và 273 tỷ đồng trong Q3/NĐTC 2024 do giá thép giảm và tỷ giá giảm ảnh hưởng đến giá xuất khẩu. Sản lượng tiêu thụ thép của HSG tăng mạnh 27,9% svck đạt 499 nghìn tấn trong quý 4, mặc dù giảm 3,1% so với quý trước do yếu tố mùa vụ. Lũy kế NĐTC 2024, HSG đạt lợi nhuận ròng 510 tỷ đồng, tăng 17 lần so với mức thấp trong năm trước.

Đối với NĐTC 2025, chúng tôi dự kiến lợi nhuận ròng sẽ tăng 37% svck đạt 699 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ 2% svck, và biên lợi nhuận gộp cải thiện do giá thép ổn định hơn, cũng như tỷ trọng đóng góp từ kênh nội địa tăng lên (kênh nội địa thường có biên lợi nhuận cao hơn).

Mặc dù triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 khá tích cực nhưng các chỉ số P/E và EV/EBITDA dự phóng cho năm 2025 đang ở mức khá cao lần lượt là 16,7x và 7,1x. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 1 năm là **20.000 đồng/cổ phiếu** dựa trên PE và EV/EBITDA mục tiêu lần lượt là 14x và 7,5x.

	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	49.711	31.651	39.272	40.039
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	251	28	510	699
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	-94,2%	-88,7%	1697,9%	37,1%
EPS (VND)	420	46	828	1,135
ROE (%)	2,3%	0,3%	4,7%	6,2%
Nợ/VCSH	0,38	0,27	0,49	0,34
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%
P/E (x)	35,2	435,0	33,7	16,7
P/B (x)	0,8	1,1	1,6	1,0
EV/EBITDA (x)	7,1	9,9	13,2	7,1

Nguồn: HSG, SSI Research

Tỷ đồng	4Q24	4Q23	%scvk	3Q24	%svqt	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							4Q24	4Q23	3Q24	2023
Doanh thu thuần	10.109	8.107	24,7%	10,840	-6,7%	112%				
Lợi nhuận gộp	849	1.072	-20,8%	1,337	-36,5%		8,4%	13,2%	12,3%	9,7%
Lợi nhuận hoạt động	-139	534	-126,0%	312	-144,4%		-1,4%	6,6%	2,9%	0,9%
EBIT	-136	540	-125,3%	327	-141,7%		-1,3%	6,7%	3,0%	1,1%
EBITDA	853	1.670	-48,9%	327	161,3%		8,4%	20,6%	3,0%	4,7%
LNTT	-176	504	-134,9%	287	-161,2%		-1,7%	6,2%	2,6%	0,5%
Lợi nhuận ròng	-186	438	-142,4%	273	-168,0%	113%	-1,8%	5,4%	2,5%	0,1%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	-186	438	-142,4%	273	-168,0%		-1,8%	5,4%	2,5%	0,1%

Nguồn: HSG, SSI Research

(* Lưu ý: Niên độ tài chính của HSG bắt đầu từ tháng 10 và kết thúc vào tháng 9. Quý 4 là khoảng thời gian từ tháng 7 đến tháng 9.

HSG ghi nhận khoản lỗ ròng 186 tỷ đồng trong Q4/NĐTC 2024, trái ngược với lợi nhuận dương 438 tỷ đồng trong Q4/NĐTC 2023 và 273 tỷ đồng trong Q3/NĐTC 2024, và thấp hơn ước tính của chúng tôi.

Sản lượng tiêu thụ duy trì đà tăng mạnh trong Q4/NĐTC 2024: Sản lượng tiêu thụ thép HSG tăng mạnh 27,9% svck lên 499 nghìn tấn trong Q4/NĐTC 2024, cao hơn mức tăng 25% của toàn ngành. Sản lượng xuất khẩu và nội địa đều duy trì đà tăng mạnh nhờ ghi nhận sản lượng thấp trong năm trước với mức tăng lần lượt là 32,4% và 24,2%, đạt 237 nghìn tấn và 262 nghìn tấn. Điều này tương đương công suất hoạt động đạt 83% so với 64% trong Q4/NĐTC 2023. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này đang cho thấy sự chậm lại so với mức tăng 40% trong 9 tháng đầu năm tài chính do mức cao trong Q4/NĐTC 2023.

Lợi nhuận ròng giảm chủ yếu do biên lợi nhuận gộp thu hẹp còn 8,4% từ 13,2% trong Q4/NĐTC 2023 và 12,3% trong Q3/NĐTC 2024 do (1) giá bán bình quân giảm 2,5% svck và 3,7% so với quý trước trong bối cảnh giá thép toàn cầu giảm và đồng USD giảm giá, và (2) trích lập dự phòng hàng tồn kho tăng 122 tỷ đồng (tương đương 1,2% doanh thu) trong quý.

Lũy kế NĐTC 2024, HSG đạt 510 tỷ đồng lợi nhuận ròng, tăng 17 lần so với mức thấp trong năm trước, và cao hơn kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ của công ty là 400-500 tỷ đồng.

Tỷ đồng	NĐTC 2024	NĐTC 2023	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận	
					NĐTC 2024	NĐTC 2023
Doanh thu thuần	39.272	31.651	24,1%	112%		
Lợi nhuận gộp	4.253	3.058	39,1%		10,8%	9,7%
Lợi nhuận hoạt động	633	297	113,0%		1,6%	0,9%
EBIT	674	347	94,1%		1,7%	1,1%
EBITDA	1.664	1.478	12,6%		4,2%	4,7%
LNTT	541	152	256,3%		1,4%	0,5%
Lợi nhuận ròng	510	28	1697,9%	113%	1,3%	0,1%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	510	28	1701,2%		1,3%	0,1%

Nguồn: HSG, SSI Research

Triển vọng

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nội địa sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn trong năm 2025 nhờ thu nhập người tiêu dùng và giải ngân đầu tư công cùng phục hồi.

Về nhu cầu xuất khẩu, theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu thép toàn cầu dự kiến sẽ phục hồi 1,2% vào năm 2025 sau khi giảm nhẹ 0,9% vào năm 2024. Nhu cầu từ các thị trường Châu Âu, Mỹ và ASEAN dự kiến sẽ tăng lần lượt 3,5%, 2% và 3,5% lên tổng cộng 309 triệu tấn trong năm tới nhờ việc nới lỏng các chính sách tiền tệ trên toàn thế giới. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng ước tính nhu cầu năm 2024 đã được điều chỉnh giảm 2,5% so với dự báo trước đó.

Ngoài ra, xuất khẩu thép có thể đối mặt với nhiều áp lực hơn từ chủ nghĩa bảo hộ trên thế giới. Một trường hợp đáng chú ý là cuộc điều tra chống bán phá giá của Bộ Thương mại Mỹ đối với thép chống ăn mòn (CORE) nhập khẩu từ Việt Nam, cùng với 9 quốc gia khác. Sản lượng nhập khẩu từ Việt Nam lần lượt là 548,9 nghìn tấn, 579,4 nghìn tấn và 242 nghìn tấn trong các năm 2021, 2022 và 2023. Thị trường Mỹ chiếm 14,4% sản lượng xuất khẩu thép của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2024, thấp hơn tỷ trọng của thị trường Châu Âu (22,4%) và ASEAN (25,2%).

Biên lợi nhuận có thể phục hồi trong quý tới nhờ giá thép ổn định và đồng USD tăng giá: Giá thép đã phục hồi hơn 10% từ mức đáy vào tháng 9 nhờ thông báo của Trung Quốc về một số biện pháp kích thích hỗ trợ nền kinh tế và thị trường bất động sản. Điều này cùng với đồng USD tăng 3% có thể hỗ trợ giá bán trong quý tới và giá trị hàng tồn kho.

Cạnh tranh có thể gia tăng trong trung hạn do các doanh nghiệp sản xuất tăng cường công suất hoạt động: Thép Việt Pháp gần đây đã khởi công nhà máy tôn mạ thứ hai vào tháng 11 với vốn đầu tư 45 triệu USD và công suất 350 nghìn tấn/năm. NKG và GDA cũng đang có kế hoạch mở rộng công suất thêm khoảng 800 nghìn tấn/năm. Tổng công suất của các dự án mới này có thể tăng thêm khoảng 14% tổng công suất nội địa hiện tại.

Ước tính lợi nhuận

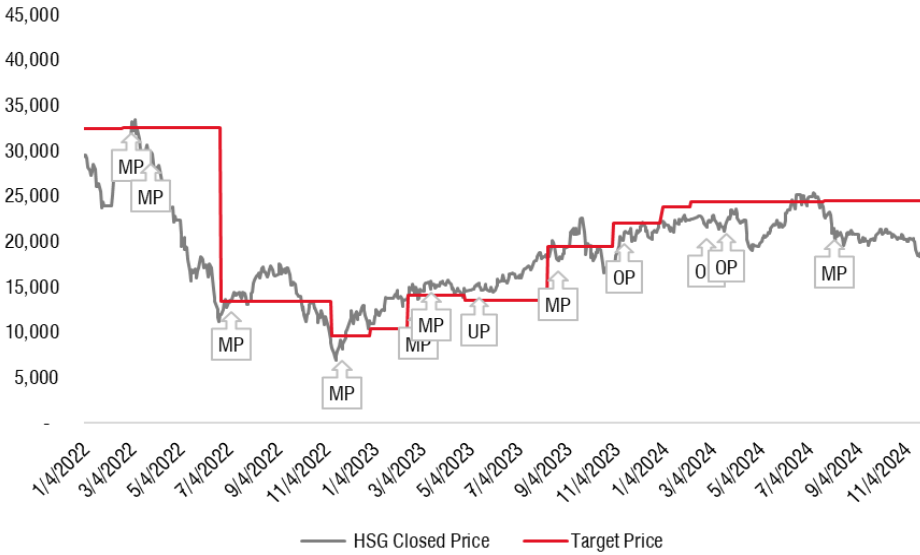
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của HSG sẽ tăng 2% svck lên 2 triệu tấn trong NĐTC 2025 được thúc đẩy bởi sản lượng nội địa tăng 9% svck. Mặt khác, kênh xuất khẩu có thể đi ngang sau khi tăng mạnh 51% trong NĐTC 2024, do cạnh tranh từ Trung Quốc và rủi ro các thị trường xuất khẩu có thể áp dụng nhiều biện pháp bảo hộ hơn đối với sản phẩm của Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của công ty có thể cải thiện lên 11,6% trong năm 2025F so với 10,7% trong NĐTC 2024 nhờ giá thép ổn định hơn (được giả định đi ngang trong NĐTC 2025 so với mức giảm 9% svck trong NĐTC 2024) và tỷ trọng đóng góp từ kênh nội địa tăng (kênh nội địa thường có biên lợi nhuận cao hơn). Theo đó, lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 37% svck lên 699 tỷ đồng (điều chỉnh giảm 22% so với báo cáo trước đó do kết quả Q4/NĐTC 2024 thấp hơn dự kiến).

Định giá và luận điểm đầu tư

Mặc dù tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận khá tích cực trong quý tới và NĐTC 2025, nhưng PE và EV/EBITDA dự phóng năm 2025 vẫn ở mức cao lần lượt là 16,6x và 7,1x. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 1 năm là **20.000 đồng/cổ phiếu** dựa trên PE và EV/EBITDA mục tiêu lần lượt là 14x và 7,5x (với trọng số của PE và EV/EBITDA không đổi ở mức 20% và 80% tương ứng)

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research.

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	330	597	602	1.499
+ Đầu tư ngắn hạn	9	26	30	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.460	2.328	2.986	2.731
+ Hàng tồn kho	7.374	7.613	9.704	8.877
+ Tài sản ngắn hạn khác	655	701	844	848
Tổng tài sản ngắn hạn	9.828	11.265	14.166	13.954
+ Các khoản phải thu dài hạn	162	143	215	220
+ GTCL Tài sản cố định	5.959	5.020	4.111	3.624
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	604	530	664	664
+ Đầu tư dài hạn	17	1	1	0
+ Tài sản dài hạn khác	455	389	407	396
Tổng tài sản dài hạn	7.196	6.083	5.397	4.903
Tổng tài sản	17.024	17.347	19.563	18.857
+ Nợ ngắn hạn	6.008	6.553	8.633	7.229
Trong đó: vay ngắn hạn	4.070	2.936	5.364	3.890
+ Nợ dài hạn	133	16	16	16
Trong đó: vay dài hạn	117	0	0	0
Tổng nợ phải trả	6.141	6.569	8.649	7.244
+ Vốn góp	5.981	6.160	6.160	6.160
+ Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
+ Lợi nhuận chưa phân phối	4.542	4.367	4.528	5.227
+ Quỹ khác	204	94	67	67
Vốn chủ sở hữu	10.883	10.778	10.912	11.612
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	17.024	17.347	19.562	18.856
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.845	1.866	-1.418	2.869
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-408	-350	-721	-499
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-2.651	-1.251	2.142	-1.474
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-215	265	4	896
Tiền đầu kỳ	493	330	597	602
Tiền cuối kỳ	330	597	602	1.499
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,64	1,72	1,64	1,93
Hệ số thanh toán nhanh	0,30	0,45	0,42	0,59
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,06	0,10	0,07	0,21
Nợ ròng / EBITDA	2,83	2,10	2,13	1,78
Khả năng thanh toán lãi vay	2,46	1,78	5,07	7,42
Ngày phải thu	20,2	17,5	19,2	21,0
Ngày phải trả	21,7	25,1	27,2	24,2
Ngày tồn kho	80,4	95,7	90,2	95,9
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,64	0,62	0,56	0,62
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,36	0,38	0,44	0,38
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,56	0,61	0,79	0,62
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,38	0,27	0,49	0,34
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,37	0,27	0,49	0,34

Nguồn: HSG, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	49.711	31.651	39.272	40.039
Giá vốn hàng bán	-44.772	-28.593	-35.018	-35.365
Lợi nhuận gộp	4.939	3.058	4.253	4.673
Doanh thu hoạt động tài chính	267	233	342	320
Chi phí tài chính	-521	-314	-254	-260
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-3.833	-2.477	-3.345	-3.403
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-522	-398	-496	-504
Lợi nhuận từ HĐKD	330	102	500	826
Thu nhập khác	51	50	41	48
Lợi nhuận trước thuế	381	152	541	874
Lợi nhuận ròng	251	28	510	699
Lợi nhuận chia cho cổ đông	251	28	510	699
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	420	46	828	1.135
Giá trị sổ sách (VND)	18.171	17.472	17.689	18.825
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	641	347	674	1.010
EBITDA	1.801	1.478	1.664	1.997
Tăng trưởng				
Doanh thu	2,0%	-36,3%	24,1%	2,0%
EBITDA	-72,1%	-17,9%	12,6%	20,1%
EBIT	-87,8%	-45,8%	94,1%	49,9%
Lợi nhuận ròng	-94,2%	-88,7%	1697,9%	37,1%
Vốn chủ sở hữu	0,5%	-1,0%	1,2%	6,4%
Vốn điều lệ	21,2%	3,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-36,0%	1,9%	12,8%	-3,6%
Định giá				
P/E	35,2	435,0	33,7	16,7
P/B	0,8	1,1	1,6	1,0
Giá/Doanh thu	0,2	0,4	0,4	0,3
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	7,1	9,9	13,2	7,1
EV/Doanh thu	0,3	0,5	0,6	0,4
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,9%	9,7%	10,8%	11,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	1,2%	0,9%	1,6%	2,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,5%	0,1%	1,3%	1,7%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	7,7%	7,8%	8,5%	8,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,1%	1,3%	1,3%	1,3%
ROE	2,3%	0,3%	4,7%	6,2%
ROA	1,2%	0,2%	2,8%	3,6%
ROIC	2,6%	0,5%	4,2%	5,1%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên cao cấp phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành Thép

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Phân tích cổ phiếu

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6732

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baong1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737