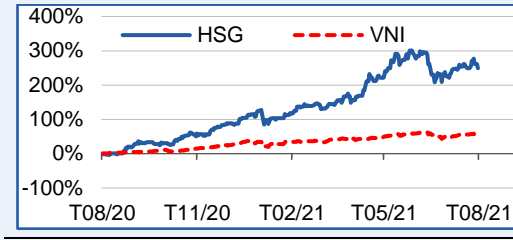


Ngành	Thép		FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
Ngày báo cáo	24/08/2021	Tăng trưởng DT	-1,8%	70,4%	-14,0%	4,5%
Giá hiện tại	37.600VND	Tăng trưởng EPS	219,2%	248,9%	-38,8%	2,7%
Giá mục tiêu hiện tại	35.700VND	Biên LN gộp	16,8%	18,4%	16,2%	16,0%
Giá mục tiêu gần nhất	41.100VND	Biên LN ròng	4,2%	8,6%	6,1%	6,0%
TL tăng	-5,1%	EV/EBITDA	7,9x	3,9x	5,4x	5,4x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	2,8x	1,7x	1,4x	1,2x
Tổng mức sinh lời	-5,1%	P/E	16,3x	4,7x	7,6x	7,4x



		HSG	Peers*	VNI
GT vốn hóa	799,6tr USD	5,0x	11,5x	15,7x
Room KN	307,6tr USD	1,9x	0,6x	2,5x
GTGD/ngày (30n)	20,2tr USD	0,7x	0,3x	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	46,5%	5,5%	16,3%
SL cổ phiếu lưu hành	489,1 tr	17,8%	3,4%	2,6%
Pha loãng	489,1 tr			

Lưu ý: Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/09;
* CT cùng ngành trong khu vực

Tổng quan về công ty
Thành lập năm 2001, CTCP Tập đoàn Hoa Sen là nhà sản xuất hàng đầu các sản phẩm tôn mạ (công suất 2,7 triệu tấn/năm và thị phần trong nước 37%). Các sản phẩm khác bao gồm ống thép (công suất 990.000 tấn), và ống nhựa. HSG sở hữu mạng lưới bán lẻ riêng với 536 chi nhánh.

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Giá HRC tăng hỗ trợ KQKD năm tài chính 2021 tăng trưởng mạnh; định giá phù hợp

- Chúng tôi giữ khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) trong khi giá mục tiêu 13% còn 35.700 đồng/CP. Mức điều chỉnh tăng 2% của chúng tôi đối với tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn năm tài chính 2021-2025 bù đắp cho tỷ lệ WACC cao hơn và việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm tài chính 2022 (tháng 9/2022).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn năm tài chính 2021-2025 thêm 2% khi chúng tôi kỳ vọng giá thép vẫn ở mức cao trong giai đoạn dự báo. Giá cổ phiếu của HSG đã điều chỉnh 12% kể từ khi chúng tôi công bố [Báo cáo Cập nhật Ngành Thép - Đà tăng của giá thép phần lớn đã được định giá; tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc vào nửa cuối năm 2021](#), ngày 02/07/2021.
- Chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm tài chính 2021 thêm 8% lên 4,0 nghìn tỷ đồng (+249% YoY) nhờ giả định biên lợi nhuận từ HĐKD năm tài chính 2021 tăng từ 10,6% lên 11,1% khi chúng tôi tăng nhẹ dự báo giá bán trung bình trên các sản phẩm thép do giá thép đã điều chỉnh chậm hơn dự kiến trước đây của chúng tôi. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng bán của các sản phẩm thép.
- Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng giá thép trong nước sẽ điều chỉnh dần trong thời gian còn lại của năm 2021; do đó, biên lợi nhuận của các nhà sản xuất thép - bao gồm cả HSG - sẽ giảm từ mức cao trong 9 tháng đầu năm tài chính 2021. Chúng tôi cũng kỳ vọng đợt tăng mạnh của giá thép vào năm 2021 sẽ tạo ra mức cơ sở cao cho lợi nhuận trong năm nay, dẫn đến dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm tài chính 2022 giảm 39% YoY còn 2,5 nghìn tỷ đồng.
- Giá cổ phiếu của HSG đã tăng 114% từ cuối năm 2020 lên mức đỉnh vào tháng 6/2021 nhờ KQKD khả quan và kỳ vọng lợi nhuận tăng mạnh trong năm tài chính 2021, nhưng sau đó giá cổ phiếu đã điều chỉnh 12% tính đến khi công bố báo cáo này. Chúng tôi cho rằng HSG hiện được định giá khá hợp lý với P/E dự phóng năm tài chính 2021/2022 là 4,7 lần/7,6 lần.

Doanh số xuất khẩu tăng mạnh thúc đẩy sản lượng bán phục hồi trong năm 2021. Trong 9 tháng đầu năm tài chính 2021, HSG ghi nhận sản lượng bán tôn mạ và ống thép lần lượt tăng 58% YoY và 44% YoY. Mức tăng trưởng mạnh này chủ yếu được thúc đẩy bởi xuất khẩu mạnh mẽ trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu tăng cao. Chúng tôi ước tính tỷ trọng xuất khẩu trong tổng doanh số tấm tôn mạ tăng lên khoảng 70% trong 9 tháng đầu năm tài chính 2021 từ mức khoảng 50% trong cùng kỳ năm tài chính 2020. Doanh số xuất khẩu tăng mạnh cũng là xu hướng chính của ngành tôn mạ. Tổng sản lượng bán tôn mạ của toàn ngành đã tăng 31% YoY trong 9 tháng đầu năm tài chính 2021 - với xuất khẩu tăng 93% YoY và chiếm 54% tổng doanh số của toàn ngành. Do tiến độ bán hàng trong 9 tháng đầu năm tài chính 2021 của HSG phù hợp với dự báo của chúng tôi, chúng tôi duy trì dự báo sản lượng bán đạt 1,7 triệu tấn (+39% YoY) đối với tấm thép và 457.100 tấn (+16% YoY) đối với ống thép trong năm tài chính 2021.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ giảm từ mức cơ sở cao trong 9 tháng đầu năm tài chính 2021, điều này sẽ dẫn đến mức giảm so với cùng kỳ năm trước trong năm tài chính 2022. Ngoài lợi nhuận tuyệt đối nhờ giá bán thép cao hơn, trong xu hướng tăng của hàng hóa, khi cả hàng hóa thượng nguồn (thép cuộn cán nóng - HRC) và hạ nguồn (tôn mạ và ống thép) đều duy trì đà tăng, các nhà sản xuất thép sẽ có biên lợi nhuận cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng chênh lệch giá giữa nguyên liệu đầu vào (HRC) và đầu ra (tôn mạ) của HSG nhỏ hơn nhiều so với chênh lệch giá giữa quặng sắt và thép thành phẩm, điều này sẽ làm tăng rủi ro biên lợi nhuận giảm khi công ty sử dụng hết HRC tồn kho có chi phí thấp hơn hoặc khi chi phí đầu vào bắt kịp giá sản phẩm hoặc giá sản phẩm giảm. Chúng tôi hiện dự báo biên lợi nhuận gộp của HSG đạt 18,4% trong cả năm tài chính 2021, sau đó giảm còn 16,2% trong năm tài chính 2022.

Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F	ĐDKT (tỷ đồng)	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Doanh thu thuần	27,531	46,899	40,334	42,156	Tiền và tương đương tiền	575	882	1,379	2,319
Giá vốn hàng bán	-22,903	-38,267	-33,800	-35,431	Đầu tư TC ngắn hạn	1	24	24	24
Lợi nhuận gộp	4,627	8,632	6,534	6,725	Các khoản phải thu	1,778	3,059	3,107	3,051
Chi phí bán hàng	-2,221	-2,861	-2,501	-2,656	Hàng tồn kho	5,524	11,312	10,859	10,574
Chi phí QLDN	-460	-563	-645	-674	TS ngắn hạn khác	1,145	1,641	1,412	1,475
LN hoạt động (EBIT)	1,946	5,208	3,388	3,394	Tổng TS ngắn hạn	9,022	16,918	16,781	17,443
Doanh thu tài chính	87	138	124	134	TS cố định (nguyên giá)	14,319	14,619	15,119	15,619
Chi phí tài chính	-655	-657	-497	-349	- Khấu hao lũy kế	-6,148	-7,375	-8,635	-9,895
- trong đó, chi phí lãi vay	-560	-492	-356	-201	TS cố định (ròng)	8,171	7,244	6,484	5,724
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	26	26	26	26
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	0	0	0	TS dài hạn khác	537	537	537	537
LN trước thuế	1,376	4,790	3,003	3,162	Tổng TS dài hạn	8,734	7,807	7,047	6,287
Thuế TNDN	-223	-766	-541	-632	Tổng Tài sản	17,756	24,726	23,828	23,730
LNST trước CĐTS	1,153	4,024	2,462	2,530	Phải trả ngắn hạn	1,455	3,669	3,056	3,106
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ vay ngắn hạn	6,023	6,402	4,405	2,057
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1,153	4,024	2,462	2,530	Nợ ngắn hạn khác	1,513	2,345	2,017	2,108
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	1,153	4,024	2,462	2,530	Tổng nợ ngắn hạn	8,991	12,416	9,477	7,272
EBITDA	3,176	6,435	4,648	4,654	Nợ vay dài hạn	2,163	1,764	1,393	1,022
EPS cơ bản (đồng)	2,311	8,062	4,934	5,069	Nợ dài hạn khác	11	11	11	11
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	2,311	8,062	4,934	5,069	Tổng nợ	11,166	14,192	10,881	8,304
EPS pha loãng (đồng)	2,311	8,062	4,934	5,069	Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	0	0	0	0	Vốn đầu tư của chủ sở hữu	4,446	4,891	4,891	4,891
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	0%	0%	0%	0%	Thặng dư vốn cổ phần	152	152	152	152
CHỈ SỐ	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F	Lợi nhuận giữ lại	1,954	5,453	7,866	10,345
Tăng trưởng:					Vốn khác	32	32	32	32
Doanh thu thuần	-1.8%	70.4%	-14.0%	4.5%	Lợi ích CĐTS	7	7	7	7
EBIT	98.8%	167.6%	-35.0%	0.2%	Vốn chủ sở hữu	6,591	10,534	12,947	15,426
LN trước thuế	197.7%	248.2%	-37.3%	5.3%	Tổng nguồn vốn	17,756	24,726	23,828	23,730
EPS cơ bản điều chỉnh	219.2%	248.9%	-38.8%	2.7%	SL cổ phiếu tại cuối năm ^(*) (triệu)	489	489	489	489
Khả năng sinh lời:					(*) không bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu/cổ phiếu thưởng trong tương lai				
Biên LN gộp	16.8%	18.4%	16.2%	16.0%	LCTT (tỷ đồng)	FY2020A	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Biên EBIT	7.1%	11.1%	8.4%	8.1%	Tiền đầu năm	289	575	882	1,379
Biên EBITDA	11.5%	13.7%	11.5%	11.0%	LNST sau lợi ích CĐTS	1,153	4,024	2,462	2,530
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	4.2%	8.6%	6.1%	6.0%	Khấu hao	1,230	1,227	1,260	1,260
ROE	19.1%	47.0%	21.0%	17.8%	Thay đổi vốn lưu động	-473	-4,519	-307	419
ROA	6.6%	18.9%	10.1%	10.6%	Điều chỉnh khác	200	-80	-49	-51
Chỉ số hiệu quả:					LCTT từ HĐ kinh doanh	2,110	651	3,366	4,158
Số ngày tồn kho	80.3	80.3	119.7	110.4	Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-398	-300	-500	-500
Số ngày phải thu	18.7	18.8	27.9	26.7	Khác	87	-23	0	0
Số ngày phải trả	22.6	24.4	36.3	31.7	LCTT từ HĐ đầu tư	-311	-323	-500	-500
Chu kỳ luân chuyển tiền	76.4	74.7	111.3	105.3	Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Thanh khoản:					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1.0	1.4	1.8	2.4	Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-683	379	-1,997	-2,347
CS thanh toán nhanh	0.4	0.5	0.6	0.9	Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-823	-399	-371	-371
CS thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.3	Khác	-1	0	0	0
Nợ vay/ Tài sản	46.1%	33.0%	24.3%	13.0%	LCTT từ HĐ tài chính	-1,513	-20	-2,369	-2,718
Nợ vay/ Vốn	55.4%	43.7%	30.9%	16.6%	Lưu chuyển tiền thuần	286	307	497	939
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	115.5%	69.1%	34.1%	4.9%	Tiền cuối năm	575	882	1,379	2,319
CS khả năng thanh toán lãi vay	3.5	10.7	9.4	16.7					

Nguồn: BCTC của công ty, dự báo của VCSC. Ghi chú: Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/09

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tổng Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.