

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) [MUA +26,5%]

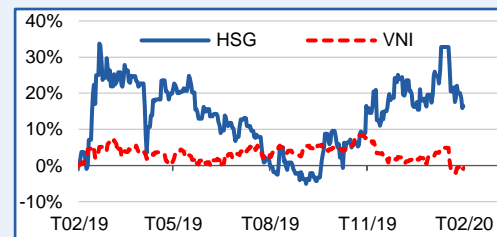
Cập nhật

Ngành:	Thép		FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Ngày báo cáo:	18/02/2020					
Giá hiện tại:	8.140VND	Tăng trưởng DT	-18,6%	2,1%	5,1%	5,1%
Giá mục tiêu:	10.300VND	Tăng trưởng EPS	-11,6%	-0,9%	32,8%	17,4%
Giá mục tiêu trước đây	10.000VND	Biên LN gộp	11,4%	12,6%	12,7%	12,6%
TL tăng:	+26,5%	Biên LN ròng	1,3%	1,3%	1,6%	1,8%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	EV/EBITDA	6,6x	6,0x	5,8x	5,6x
Tổng mức sinh lời:	+26,5%	P/B	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x
		P/E	9,7x	9,8x	7,4x	6,3x

GT vốn hóa:	149,6tr USD
Room KN:	46,5tr USD
GTGD/ngày (30n):	1,7tr USD
Cổ phần Nhà nước:	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	423,2 tr
Pha loãng:	423,2 tr

	HSG	Peers*	VNI
P/E (trượt)	7,3x	11,8x	16,3x
P/B (hiện tại)	0,6x	0,5x	2,1x
Nợ ròng/CSH	1,6x	0,4x	N/A
ROE	8,9%	5,1%	13,5%
ROA	3,1%	2,8%	2,2%

Ghi chú: Năm tài chính của HSG kết thúc ngày 30/09; * công ty 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 30%). 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
Chuyên viên Cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Mảng kinh doanh cốt lõi cải thiện trong bối cảnh doanh số có khả năng chứng lại

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Tập đoàn Hoa Sen và nâng giá mục tiêu thêm 3% lên 10.300 đồng/CP khi chúng tôi điều chỉnh tăng 6% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2020 do tăng trưởng biên LN cao hơn dự kiến trong quý 1 năm tài chính 2020 đến từ xu hướng giá HRC thuận lợi và nỗ lực của HSG trong việc tối ưu hóa hàng tồn kho.
- Tuy nhiên, chúng tôi dự báo hoạt động xây dựng trong nước sẽ chững lại cùng với nhu cầu xuất khẩu giảm trong quý 1/2020 do dịch virus corona thời gian qua khiến chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng sản lượng 4%. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh tăng biên LN gộp dự báo nhờ xu hướng giá HRC thuận lợi. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu 2020 đạt 2% YoY và tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (không tính lãi bất thường trong quý 1/2019) đạt 88% so với mức cơ sở thấp trong năm 2019.
- Giá cổ phiếu HSG đã phục hồi từ mức thấp do tâm lý tiêu cực liên quan đến KQKD cốt lõi kém kể từ cuối năm 2018. Chúng tôi tiếp tục cho rằng định giá của HSG là hấp dẫn trong bối cảnh kỳ vọng đã phục hồi lợi nhuận và dòng tiền cải thiện.
- Rủi ro cho quan điểm của chúng tôi: Biên LN thấp hơn dự kiến đến từ biến động giá HRC đầu vào.

Chúng tôi kỳ vọng HSG sẽ dần lấy lại đà tăng trưởng sản lượng sau khi nỗ lực vực dậy khả năng sinh lời mang lại kết quả. Như đã lưu ý trong báo cáo cập nhật gần nhất, [HSG \[MUA +28,5%\] - Xây dựng đà tăng trưởng lợi nhuận](#), ngày 29/11/2019, HSG đã tập trung cắt giảm chi phí vận hành và giảm sự phụ thuộc vào vốn vay trong năm 2019 bằng việc đánh đổi tăng trưởng sản lượng (sản lượng bán tôn mạ của HSG giảm 13% YoY trong năm 2019 và 2% YoY trong quý 1/2020). Trong bối cảnh khả năng sinh lời mảng kinh doanh cốt lõi của HSG đã cải thiện đáng kể trong 4 quý qua, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng công ty sẽ tập trung lấy lại đà tăng trưởng sản lượng bán trong giai đoạn từ năm 2020 trở đi, đặc biệt đối với thị trường trong nước. Chiến lược này cũng phản ánh trong doanh số bán quý 1/2020 của HSG với sản lượng tôn mạ bán trong nước tăng 16% YoY trong khi sản lượng xuất khẩu giảm 16% YoY. Tuy nhiên, nỗ lực của HSG đang đối mặt với những thách thức tạm thời đến từ dịch virus corona bùng phát, chúng tôi cho rằng diễn biến này sẽ khiến nhu cầu vật liệu xây dựng chững lại trong thị trường trong nước lẫn xuất khẩu. Chúng tôi giả định dịch virus corona sẽ đạt đỉnh trước cuối quý 2 năm tài chính 2020 và hoạt động kinh doanh sẽ dần quay về mức bình thường từ quý 3 năm tài chính 2020 trở đi. Do đó, chúng tôi giảm dự báo tổng sản lượng tôn mạ bán trong năm 2020 còn 1,1 triệu tấn (đi ngang so với năm 2019) so với con số dự báo trước đây là 1,2 triệu tấn (+4% YoY).

Xu hướng giá HRC và nỗ lực giảm hàng tồn kho hỗ trợ biên lợi nhuận gộp năm 2020. Giá HRC giảm từ mức ổn định 520 USD/tấn trong giai đoạn quý 3/2019 – tháng 8/2019 xuống mức thấp 450 USD/tấn trong tháng 11/2019, sau đó phục hồi về mức 500 USD/tấn vào cuối tháng 1/2020. Mức giảm trong quý 1/2020 tạo ra cơ hội tích lũy HRC với chi phí thấp cho các nhà sản xuất tôn mạ, bao gồm HSG, điều này được phản ánh trong việc biên lợi nhuận gộp quý 1/2020 của HSG tăng đạt 14,5% (mức cao nhất tính theo quý từ năm 2018 đến nay). Diễn biến này cùng với nỗ lực giảm hàng tồn kho thành công của HSG từ năm 2019 đến nay (tổng hàng tồn kho của HSG giảm 35% trong năm 2019 và 6% YTD trong quý 1/2020) cho phép công ty điều chỉnh chính sách mua hàng tồn kho phù hợp với biến động giá HRC, tương ứng với khả năng sinh lời tốt hơn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định biên lợi nhuận gộp năm 2020 từ 11,7% lên 12,6%.

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	FY2019A	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Doanh thu thuần	28,035	28,612	30,073	31,616
Giá vốn hàng bán	-24,836	-25,010	-26,265	-27,633
Lợi nhuận gộp	3,199	3,602	3,808	3,984
Chi phí bán hàng	-1,749	-1,946	-2,045	-2,150
Chi phí QLDN	-471	-486	-511	-537
LN hoạt động (EBIT)	979	1,170	1,252	1,296
Doanh thu tài chính	64	65	68	70
Chi phí tài chính	-803	-788	-725	-669
- trong đó, chi phí lãi vay	-746	-730	-665	-606
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	223	0	0	0
LN trước thuế	462	448	594	698
Thuế TNDN	-101	-90	-119	-140
LNST trước CĐTS	361	358	476	558
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	361	358	475	558
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	361	358	475	558

EBITDA	2,158	2,344	2,459	2,536
EPS cơ bản (đồng)	837	829	1,101	1,292
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	837	829	1,101	1,292
EPS pha loãng (đồng)	837	829	1,101	1,292
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	0%	0%	0%	0%

CHỈ SỐ	FY2019A	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Tăng trưởng:				
Doanh thu thuần	-18.6%	2.1%	5.1%	5.1%
EBIT	-22.6%	19.6%	7.0%	3.5%
LN trước thuế	-12.6%	-3.1%	32.8%	17.4%
EPS cơ bản điều chỉnh	-11.6%	-0.9%	32.8%	17.4%

Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	11.4%	12.6%	12.7%	12.6%
Biên EBIT	3.5%	4.1%	4.2%	4.1%
Biên EBITDA	7.7%	8.2%	8.2%	8.0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	1.3%	1.3%	1.6%	1.8%
ROE	6.8%	6.3%	7.9%	8.5%
ROA	1.9%	2.0%	2.7%	3.2%

Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	82.0	75.0	81.8	82.8
Số ngày phải thu	17.6	15.6	17.6	17.9
Số ngày phải trả	18.0	18.8	16.8	16.3
Chu kỳ luân chuyển tiền	81.6	71.9	82.6	84.4

Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	0.8	0.9	1.0	1.1
CS thanh toán nhanh	0.3	0.3	0.3	0.4
CS thanh toán tiền mặt	0.0	0.0	0.0	0.0
Nợ vay/ Tài sản	56.3%	56.6%	52.9%	49.3%
Nợ vay/ Vốn	63.9%	63.4%	59.6%	55.8%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	172.0%	169.0%	144.2%	122.3%
CS khả năng thanh toán lãi vay	1.6	1.6	1.9	2.2

CĐKT (tỷ đồng)	FY2019A	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Tiền và tương đương tiền	289	251	225	256
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	1,049	1,403	1,493	1,612
Hàng tồn kho	4,548	5,733	6,038	6,495
TS ngắn hạn khác	1,470	1,288	1,353	1,423
Tổng TS ngắn hạn	7,356	8,675	9,110	9,785
TS cố định (nguyên giá)	14,242	14,692	15,192	15,692
- Khấu hao lũy kế	-5,024	-6,197	-7,404	-8,644
TS cố định (ròng)	9,218	8,495	7,789	7,049
Đầu tư TC dài hạn	17	17	17	17
TS dài hạn khác	634	634	634	634
Tổng TS dài hạn	9,870	9,146	8,440	7,700
Tổng Tài sản	17,225	17,821	17,550	17,485

Phải trả ngắn hạn	1,379	1,197	1,221	1,247
Nợ vay ngắn hạn	6,706	7,586	7,261	7,050
Nợ ngắn hạn khác	682	715	752	790
Tổng nợ ngắn hạn	8,767	9,499	9,234	9,088
Nợ vay dài hạn	2,986	2,500	2,027	1,562
Nợ dài hạn khác	4	4	4	4
Tổng nợ	11,757	12,002	11,265	10,653

Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	4,235	4,235	4,235	4,235
Thặng dư vốn cổ phần	152	152	152	152
Lợi nhuận giữ lại	1,021	1,372	1,838	2,385
Vốn khác	53	53	53	53
Lợi ích CĐTS	8	8	8	8
Vốn chủ sở hữu	5,468	5,819	6,285	6,832
Tổng nguồn vốn	17,225	17,821	17,550	17,485

SL cổ phiếu tại cuối năm^(*) (triệu) 423 423 423 423

(*) không bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu/cổ phiếu thưởng trong tương lai

LCTT (tỷ đồng)	FY2019A	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Tiền đầu năm	492	289	251	225
LNST sau lợi ích CĐTS	361	358	476	558
Khấu hao	1,187	1,173	1,207	1,240
Thay đổi vốn lưu động	3,544	-1,505	-401	-580
Điều chỉnh khác	88	-7	-10	-11
LCTT từ HĐ kinh doanh	5,181	19	1,272	1,206

Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-1,058	-450	-500	-500
Khác	272	0	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-786	-450	-500	-500

Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-4,173	880	-325	-211
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-476	-486	-473	-465
Khác	-28	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	-4,598	394	-798	-676

Lưu chuyển tiền thuần	-203	-37	-26	30
Tiền cuối năm	289	251	225	256

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo. Ghi chú: năm tài chính của HSG kết thúc 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 HOẢN	NGHỊ	TẠM	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 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

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- 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, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

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, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

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.