Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG: HOSE)

KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 11.400 Đồng/cp

Giá hiện tại: 9.270 Đồng/cp

Đào Minh Châu, CFA

chaudm@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321ext. 8704

Ngày 21/5/2020

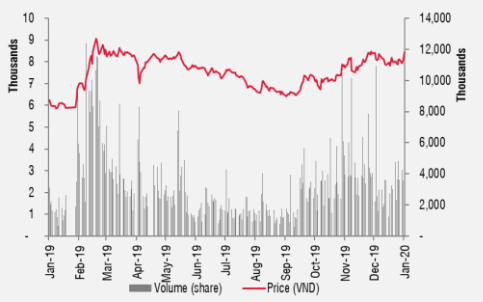
NGÀNH NGUYÊN VẬT LIỆU

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	181,9
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	4.235
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	444
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	10,05/4,15
KLGD trung bình 3 tháng	6.096.711
GTGD trung bình 3T (tr USD)	1,82
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	1,70
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	16,69
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Nguồn: SSI Bloomberg

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

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.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q2/2020 đạt đỉnh 2 năm, nhờ tỷ suất lợi nhuận tăng mạnh

Mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm -8,6% YoY, lợi nhuận ròng của HSG đạt 201 tỷ đồng, tăng trưởng đáng kể 277% YoY trong Q2 niên độ tài chính 2020 năm nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện. Sản lượng tiêu thụ của HSG trong Q2/2020 FY giảm -8,6% YoY cùng với mức giảm -9% YoY trong sản lượng tiêu thụ toàn thị trường do dịch bệnh Covid-19. Mặc dù vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2/2020 đã cải thiện đáng kể, từ 11,3% trong Q2/2019 lên 18,6% trong Q2/2020, đây là mức cao nhất kể từ Q1/2017, sau khi giá thép cán nóng (HRC) giảm -20% từ tháng 1 đến tháng 3/2020. Trong khi giá xuất khẩu thường biến động cùng với giá HRC, giá bán của HSG trong nước gần như đi ngang trong 3 tháng qua do áp lực cạnh tranh trên thị trường lắng dịu do không có nguồn cung mới đáng kể và công ty đặt ưu tiên về lợi nhuận thay vì tăng sản lượng tiêu thụ.

Lợi nhuận duy trì mạnh mẽ trong tháng 4: Theo ước tính của HSG, doanh thu và lợi nhuận ròng tháng 4 đạt 2.233 tỷ đồng và 90 tỷ đồng, tương ứng tỷ suất lợi nhuận ròng mạnh mẽ là 4% so với 3,1% trong 6T2020 và 1,3% trong năm 2019 FY. Với những kết quả này, doanh thu và lợi nhuận ròng 7T2020 đã hoàn thành 52% và 118% kế hoạch năm.

Điều chỉnh tăng ước tính lợi nhuận và duy trì xếp hạng Khả quan: Chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính lợi nhuận từ 485 tỷ lên 670 tỷ đồng (+85% YoY). Doanh thu năm 2020 ước tính đạt 23,7 nghìn tỷ đồng (-16% YoY). Chúng tôi giả định rằng sản lượng tiêu thụ 2020 FY sẽ giảm -7% YoY xuống còn 1,4 triệu tấn. Trong khi đó, giá bán trung bình ước tính giảm -9% so với mức giảm -18% của giá HRC.

Đối với năm 2021, mặc dù chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ có thể phục hồi 4% YoY, lợi nhuận ròng ước tính đi ngang do tỷ suất lợi nhuận gộp kỳ vọng điều chỉnh về mức trung bình 10 năm là 15% trong năm 2021 so với 16,1% trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng trong dài hạn giá HRC sẽ phục hồi hoặc công ty sẽ phải điều chỉnh giảm dần giá bán do nhu cầu thị trường chậm lại và tình trạng dư cung vẫn còn tiếp tục ở thị trường nội địa.

Cổ phiếu HSG hiện đang giao dịch ở mức PE và EV/EBITDA 2020 tương ứng là 6,3 lần và 4,5 lần. Chúng tôi duy trì xếp hạng **Khả quan** cho cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm là 11.400 đồng/CP dựa trên PE và EV/EBITDA mục tiêu không đổi tương ứng là 7x và 5x. HSG là một cổ phiếu tiềm năng để xem xét, với lợi nhuận năm 2020 FY ước tính phục hồi đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu này phù hợp hơn với các nhà đầu tư ưa rủi ro khi xem xét tỷ suất lợi nhuận biến động của công ty.

(tỷ đồng)	Q2/20	Q2/19	YoY	Q1/20	QoQ	% KH 2020	TSLN			
							Q2/20	Q2/19	Q1/20	2019
Doanh thu thuần	5.779	6.911	-16,4%	6.585	-12,2%	44,2%				
Lợi nhuận gộp	1.076	782	37,5%	953	12,9%		18,6%	11,3%	14,5%	11,4%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	383	223	72,2%	372	3,1%		6,6%	3,2%	5,6%	3,5%
EBIT	382	247	54,6%	378	1,0%		6,6%	3,6%	5,7%	4,3%
EBITDA	688	528	30,3%	688	-0,1%		10,8%	7,6%	-8,7%	8,5%
Lợi nhuận trước thuế	230	54	322,5%	220	4,6%		4,0%	0,8%	3,3%	1,6%
Lợi nhuận ròng	201	53	277,8%	181	11,0%	95,5%	3,5%	0,8%	2,8%	1,3%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	201	53	277,9%	181	11,0%		3,5%	0,8%	2,8%	1,3%

Nguồn: HSG, SSI Research

(*) Lưu ý: Tất cả các quý đều theo năm tài chính của công ty bắt đầu từ tháng 10 và kết thúc vào tháng 9. "Quý 4" áp dụng cho giai đoạn từ tháng 7- tháng 9.

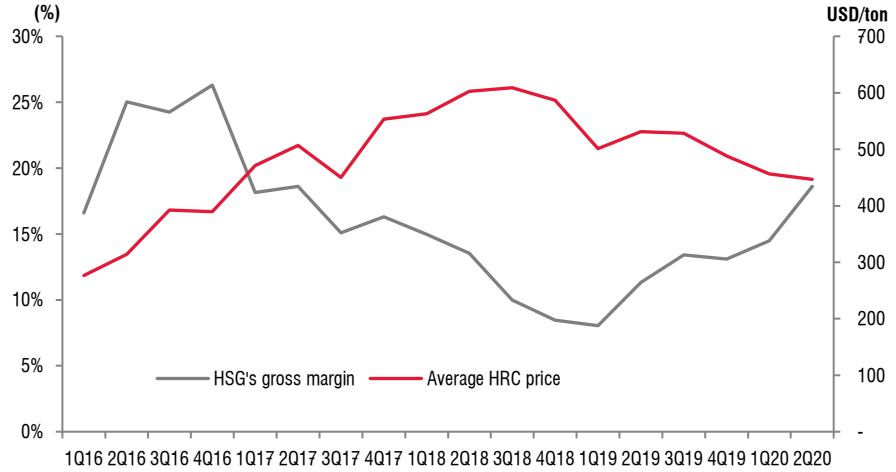
Mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm -8,6% YoY, HSG vẫn đạt tăng trưởng lợi nhuận ròng đáng kể 277% YoY trong Q2/2020 nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá HRC ở mức thấp.

- **Sản lượng tiêu thụ giảm cùng với thị trường chung:** Sản lượng tiêu thụ trong Q2/2020 FY giảm -8,6% YoY cùng với mức giảm -9% YoY trong sản lượng tiêu thụ toàn thị trường do dịch bệnh Covid-19. Kênh xuất khẩu chiếm khoảng 40% tổng sản lượng tiêu thụ trong quý, tương đương tỷ trọng năm ngoái.

- **Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể nhờ giá HRC giảm trong khi giá tôn mạ trọng nước không đổi:** Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2/2020 đã cải thiện đáng kể, từ 11,3% trong Q2/2019 lên 18,6% trong Q2/2020, đây là mức cao nhất kể từ Q1/2017. Kết quả này là nhờ giá thép cán nóng (HRC) giảm -20% từ tháng 1 đến tháng 3/2020. Trong khi giá xuất khẩu thường biến động cùng với giá HRC, giá trong nước gần như đi ngang trong 3 tháng qua. Xu hướng này trái ngược với giai đoạn 2016- đầu 2019, khi giá HRC tác động tiêu cực đến tình hình lợi nhuận của công ty.

Giá trong nước ổn định có thể do áp lực cạnh tranh trên thị trường giảm khi thiếu vắng đáng kể nguồn cung mới. Điều này cũng có thể do công ty đặt ưu tiên về lợi nhuận thay vì sản lượng tiêu thụ. Ngoài ra, công ty cũng đã quyết định tập trung vào các khu vực cụ thể, như Tây Nam, Bắc Trung Bộ và khu vực Tây Nguyên, những khu vực có áp lực cạnh tranh ít gay gắt hơn và khách hàng có xu hướng ưa thích thương hiệu HSG.

Giá HRC, tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG

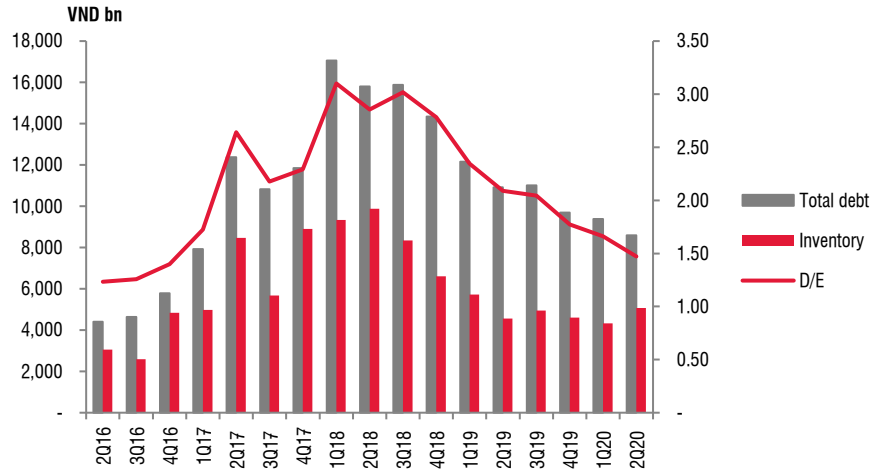


Nguồn: VSA, HSG, SSI Research

Chi phí lãi giảm khi công ty trả dần nợ vay nhưng phát sinh lỗ tỷ giá bất thường: Chi phí lãi trong quý 2/2020 giảm -21% YoY xuống còn 152 tỷ đồng, nhờ HSG giảm nợ từ 10,9 nghìn tỷ đồng trong Q2/2019 và 9,4 nghìn tỷ đồng trong Q1/2020 còn 8,6 nghìn tỷ đồng trong Q2/2020. Tuy nhiên, công ty đã ghi nhận lỗ tỷ giá ròng 34,2 tỷ

đồng trong Q2/2020 so với 2 tỷ đồng trong Q2/2019. Điều này chủ yếu là do đồng VND mất giá -1,7% so với USD trong Q1/2020 đã ảnh hưởng đến giá trị dư nợ ngoại tệ của HSG là 80 triệu USD. Do đó, chi phí tài chính ròng tăng nhẹ 2% YoY lên 199 tỷ đồng. Tuy nhiên, các khoản lỗ ngoại tệ ước tính giảm trong thời gian tới, do tỷ giá ổn định cũng như kế hoạch của công ty để giảm dư nợ ngoại tệ xuống còn 60 triệu USD.

Dư nợ của HSG



Nguồn: HSG, SSI Research

Lợi nhuận duy trì mạnh mẽ trong tháng 4: Theo ước tính của HSG, doanh thu và lợi nhuận ròng tháng 4 đạt 2.233 tỷ đồng và 90 tỷ đồng, tương ứng tỷ suất lợi nhuận ròng mạnh mẽ là 4% so với 3,1% trong 6T2020 và 1,3% trong năm 2019 FY. Với những kết quả này, doanh thu và lợi nhuận ròng 7T2020 FY đã hoàn thành 52% và 118% kế hoạch năm.

Điều chỉnh tăng ước tính lợi nhuận và duy trì xếp hạng Khả quan

Mặc dù chúng tôi ước tính HSG có thể đạt tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong Q2/2020, KQKD thực tế vượt trên ước tính của chúng tôi nhờ giá HRC điều chỉnh mạnh. Do đó, chúng tôi tăng ước tính lợi nhuận năm 2020 từ 485 tỷ lên 670 tỷ đồng (+85% YoY). Doanh thu năm 2020 ước tính đạt 23,7 nghìn tỷ đồng (-16% YoY). Chúng tôi giả định rằng sản lượng tiêu thụ 2020 FY sẽ giảm -7% YoY xuống còn 1,4 triệu tấn. Trong khi đó, giá bán trung bình ước tính giảm -9% so với mức giảm -18% của giá HRC.

Đối với năm 2021, mặc dù chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ có thể phục hồi 4% YoY, lợi nhuận ròng ước tính đi ngang do tỷ suất lợi nhuận gộp kỳ vọng điều chỉnh về mức trung bình 10 năm là 15% trong năm 2021 so với 16,1% trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng trong dài hạn giá HRC sẽ phục hồi hoặc công ty sẽ phải điều chỉnh giảm dần giá bán do nhu cầu thị trường chậm lại và tình trạng dư cung vẫn còn tiếp tục ở thị trường nội địa.

Cổ phiếu HSG hiện đang giao dịch ở mức PE và EV/EBITDA 2020 tương ứng là 6,3 lần và 4,5 lần. Chúng tôi duy trì xếp hạng Khả quan cho cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm là 11.400 đồng/CP dựa trên PE và EV/EBITDA mục tiêu không đổi tương ứng là 7x và 5x. HSG là một cổ phiếu tiềm năng để xem xét, với lợi nhuận năm 2020 FY ước tính phục hồi đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu này phù hợp hơn với các nhà đầu tư ưa rủi ro khi xem xét tỷ suất lợi nhuận biến động của công ty.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	492	289	211	585
+ Đầu tư ngắn hạn	0	76	76	76
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2,119	1,328	1,319	1,371
+ Hàng tồn kho	6,607	4,414	4,748	5,094
+ Tài sản ngắn hạn khác	1,582	1,104	912	966
Tổng tài sản ngắn hạn	**10,800**	**7,211**	**7,267**	**8,093**
+ Các khoản phải thu dài hạn	202	227	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	8,125	8,642	7,881	6,941
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	1,513	584	584	584
+ Đầu tư dài hạn	99	17	17	17
+ Tài sản dài hạn khác	516	425	322	345
Tổng tài sản dài hạn	**10,455**	**9,894**	**8,804**	**7,886**
Tổng tài sản	**21,255**	**17,105**	**16,071**	**15,979**
+ Nợ ngắn hạn	12,638	8,647	7,573	7,314
Trong đó: vay ngắn hạn	*10,880*	*6,706*	*5,960*	*5,754*
+ Nợ dài hạn	3,466	2,990	2,387	1,921
Trong đó: vay dài hạn	*3,462*	*2,986*	*2,384*	*1,918*
Tổng nợ phải trả	**16,103**	**11,637**	**9,960**	**9,235**
+ Vốn góp	3,850	4,235	4,235	4,235
+ Thặng dư vốn cổ phần	152	152	152	152
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1,055	1,021	1,664	2,297
+ Quỹ khác	95	61	61	61
Vốn chủ sở hữu	**5,152**	**5,468**	**6,111**	**6,744**
Tổng nợ phải trả và vốnchủ sở hữu	**21,255**	**17,105**	**16,071**	**15,979**
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	386	5,056	1,721	1,346
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-2,313	-661	-450	-300
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	2,096	-4,596	-1,348	-672
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**170**	**-201**	**-78**	**374**
Tiền đầu kỳ	292	492	289	211
Tiền cuối kỳ	**459**	**289**	**211**	**585**
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	0.85	0.83	0.96	1.11
Hệ số thanh toán nhanh	0.21	0.20	0.21	0.28
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.04	0.04	0.04	0.09
Nợ ròng / EBITDA	5.38	4.88	3.26	2.86
Khả năng thanh toán lãi vay	1.65	1.62	2.37	2.51
Ngày phải thu	14.8	17.6	16.3	15.1
Ngày phải trả	27.9	17.1	22.5	19.7
Ngày tồn kho	93.4	81.0	84.2	84.3
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.24	0.32	0.38	0.42
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.76	0.68	0.62	0.58
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	3.13	2.13	1.63	1.37
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2.78	1.77	1.37	1.14
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	2.11	1.23	0.98	0.85

VND Billion	2018	2019	2020F	2021F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	**34,441**	**28,035**	**23,689**	**25,071**
Giá vốn hàng bán	-30,464	-24,845	-19,867	-21,312
Lợi nhuận gộp	**3,977**	**3,189**	**3,822**	**3,759**
Doanh thu hoạt động tài chính	179	64	45	44
Chi phí tài chính	-971	-803	-708	-609
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2,033	-1,749	-1,848	-1,880
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-679	-471	-474	-489
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	**475**	**230**	**836**	**825**
Thu nhập khác	54	230	0	0
Lợi nhuận trước thuế	529	460	836	825
Lợi nhuận ròng	**409**	**361**	**669**	**660**
Lợi nhuận chia cho cổ đông	**409**	**361**	**669**	**660**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	928	819	1,517	1,496
Giá trị sổ sách (VND)	13,288	12,895	14,412	15,908
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	1	0	0
EBIT	1,341	1,205	1,446	1,369
EBITDA	2,360	2,383	2,686	2,659
Tăng trưởng				
Doanh thu	31.7%	-18.6%	-15.5%	5.8%
EBITDA	-16.5%	1.0%	12.7%	-1.0%
EBIT	-37.0%	-10.1%	20.0%	-5.3%
Lợi nhuận ròng	-69.3%	-11.7%	85.2%	-1.4%
Vốn chủ sở hữu	-0.3%	6.1%	11.7%	10.4%
Vốn điều lệ	10.0%	10.0%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	-1.3%	-19.5%	-6.0%	-0.6%
Định giá				
PE	12.4	11.6	6.3	6.4
PB	0.9	0.7	0.7	0.6
Giá/Doanh thu	0.1	0.1	0.2	0.2
Tỷ suất cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	7.9	5.1	4.5	4.2
EV/Doanh thu	0.5	0.4	0.5	0.5
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.5%	11.4%	16.1%	15.0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	3.7%	3.5%	6.1%	5.4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	1.2%	1.3%	2.8%	2.6%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	5.9%	6.2%	7.8%	7.5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%
ROE	7.9%	6.8%	11.6%	10.3%
ROA	1.9%	1.9%	4.0%	4.1%
ROIC	5.7%	5.5%	7.8%	7.6%

Nguồn: HSG, SSI dự báo

1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	phuonghv@ssi.com.vn
Phạm Lưu Hưng	Phó GĐ Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	hungpl@ssi.com.vn
Phạm Huyền Trang	Phó GĐ Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	trangph@ssi.com.vn
Đào Minh Châu, CFA	Chuyên viên phân tích cao cấp	chaudm@ssi.com.vn