

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **28.000 VND (▲ 34,6%)**

Cập nhật: 07/11/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Thị trường tiêu thụ nội địa phục hồi; gia tăng xuất khẩu sang thị trường Bắc Mỹ; chuỗi Hoa Sen Home sắp đạt điểm hoà vốn.

Tiêu cực: Giá HRC thế giới biến động theo chiều hướng xấu trong kỳ. Khó khăn khi cạnh tranh với nguồn nhập khẩu tôn mạ Trung Quốc.

Khuyến nghị: Theo dõi đối với cổ phiếu HSG, có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu về vùng giá 20,000 VND, tương ứng mức P/B 1,2 lần (BVPS hiện tại là 17.498 VND).



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Tôn mạ-Nhựa
Giá hiện tại (VND/cp)	20.800
Vốn hóa (Tỷ VND)	13.058
Số lượng CPLH (triệu cp)	616
EPS 4 quý gần nhất	6.980
P/B (9/11/2023)	1,23
Cao nhất 52 tuần	23.200
Thấp nhất 52 tuần	7.100

HSG

CTCP Tập đoàn Hoa Sen

DSC

TỔNG QUAN

Tập đoàn Hoa Sen – HSG là doanh nghiệp có vị thế số 1 trong **lĩnh vực tôn mạ** tại Việt Nam, chiếm 29% thị phần trong nước và 30% thị phần xuất khẩu toàn ngành. HSG đứng thứ 3 tại thị trường nội địa về mảng nhựa, sau BMP và NTP. Hơn 40% doanh thu của HSG đến từ thị trường quốc tế, tập trung chủ yếu tại Châu Âu và Bắc Mỹ.

HSG sở hữu chuỗi phân phối trải dài Việt Nam bao gồm 110 cửa hàng Hoa Sen Home, hơn 500 chi nhánh và cửa hàng. Kỳ kế toán của HSG theo niên độ tài chính từ 1/10 – 30/9.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

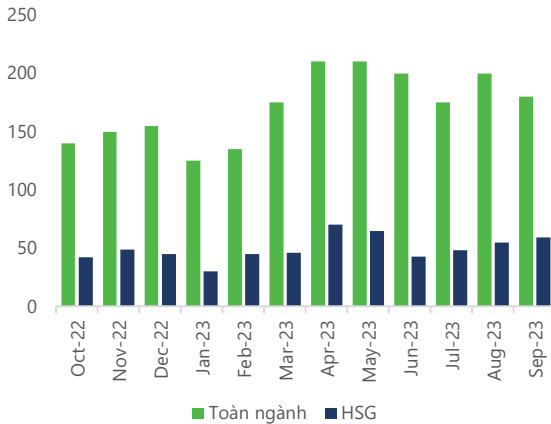
Sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa phục hồi

HSG có thị phần tôn mạ lớn nhất cả nước (30%). Điểm sáng, sản lượng tiêu thụ tôn mạ tại nước ta liên tục tăng trong quý 3, đạt 353.718 tấn trong tháng 9/2023 (+18,1 % YoY); cho thấy **tín hiệu khả quan hơn của thị trường tiêu thụ nội địa**. DSC cho rằng nhờ **(1)** chính sách tiền tệ vẫn tiếp tục nới lỏng và đẩy mạnh hỗ trợ cho thị trường Bất động sản (kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ từ 1Q2024), **(2)** mức nền giá thép, tôn mạ thấp có thể kích thích nhu cầu tiêu thụ trong nước, **(3)** giảm áp lực cạnh tranh với thép nhập khẩu của Trung Quốc khi quốc gia này giảm sản lượng vào cuối năm; sẽ là động lực đẩy nhanh sản lượng tiêu thụ tôn mạ, ống thép của HSG (có thể đạt 1,5 triệu tấn vào cuối năm 2024).

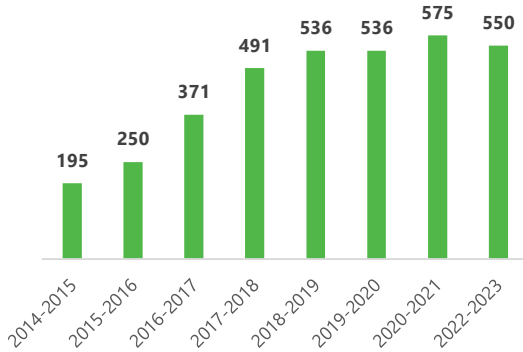
Giá HRC trên thế giới tăng trở lại

Giá đầu vào HRC của Hoa Sen dao động khoảng 14.300 – 14.500 VND/kg ở thời điểm Q2/2023. Tuy nhiên gần đây, giá HRC ở thị trường Trung Quốc và Mỹ, đang quay trở lại xu hướng tăng (+30% QoQ), và có khả năng đã tạo đáy dài hạn từ tháng 10/2023, do **(1)** chính phủ Trung Quốc liên tục đưa ra quyết sách hỗ trợ thị trường Bất động sản, **(2)** lượng hàng tồn kho HRC tại nước này đã tiệm cận mức đáy, và **(3)** FED bớt điều hâu hơn trong quyết định về lãi suất. Giá HRC gia tăng sẽ kéo theo sự tăng giá của các sản phẩm tôn mạ kẽm và tôn mạ màu (thường có độ trễ khoảng 1-2 tháng); trong khi Hoa Sen đã kịp thời tích trữ một lượng lớn nguyên vật liệu ở mức nền giá thấp, sẽ mang đến tác động tích cực tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp trong quý tới.

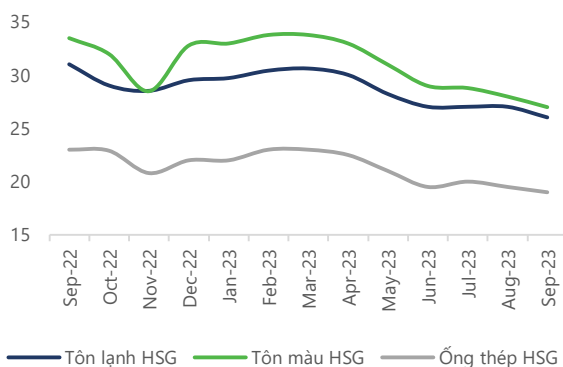
XUẤT KHẨU TÔN MẠ (NGÀN TẤN)



SỐ LƯỢNG CỬA HÀNG CỦA HSG



GIÁ TÔN, ỐNG THÉP HOA SEN (NGÀN ĐỒNG)



Xuất khẩu chịu ảnh hưởng ngắn hạn do sự thu hẹp của thị trường EU

EU là thị trường xuất khẩu chủ yếu sản phẩm tôn mạ và ống thép của Việt Nam. Trong Q3/2023, sản lượng xuất khẩu qua khu vực này gia tăng đáng kể (+25%Yoy), do các lò luyện Thép tại EU phải tạm dừng hoạt động để bảo trì, trong khi nhu cầu chưa thực sự yếu đi. Tuy nhiên, DSC cho rằng tình trạng mất cân bằng cung cầu này chỉ diễn ra trong ngắn hạn, khi các lò cao dự kiến sẽ hoạt động 100% công suất trở lại vào Q4/2023; bên cạnh đó, hầu hết các sản phẩm thép nhập khẩu đã vượt quá hạn ngạch Q2/2023, EU có thể sẽ hạn chế nhập khẩu hơn từ đây cho đến cuối năm. Điều này có thể sẽ làm ảnh hưởng đến kim ngạch xuất khẩu của HSG vào Q4/2023.

Phát triển mạnh mẽ hơn ở kênh bán lẻ

Hoa Sen định hướng chuyển dịch từ sản xuất tôn mạ – thép sang tập trung vào hệ thống phân phối bán lẻ. Hiện tại, HSG sở hữu hơn 500 chi nhánh trên toàn quốc; nên có lợi thế tiếp cận trực tiếp với người tiêu dùng, kiểm soát chặt chẽ chất lượng sản phẩm và nhanh chóng đưa sản phẩm ra thị trường. HSG đang triển khai 112 cửa hàng Hoa Sen Home trên toàn quốc, và có kế hoạch mở rộng thêm 5 - 10 cửa hàng vào năm 2023. DSC ước tính toàn bộ hệ thống Hoa Sen Homes sắp đạt được điểm hoà vốn vào khoảng đầu 2024. Trung bình, cửa hàng Hoa Sen Home hoà vốn sau nửa năm khánh thành, doanh thu theo tháng từ 3 - 10 tỷ tùy theo độ lớn và vị trí của cửa hàng.

Doanh nghiệp đứng 3 tại thị trường ống nhựa

HSG đã chuyển đổi loại hình doanh nghiệp của công ty con từ vật liệu xây dựng sang sản xuất màng nhựa. Dây chuyền ống nhựa có công suất gần 130 nghìn tấn/năm với hệ thống thiết bị và chuỗi công nghệ tự động hoá và quy trình khép kín giúp tạo ra sản phẩm chất lượng. Hoa Sen chuẩn bị các điều kiện để triển khai IPO Công ty CP Nhựa Hoa Sen khoảng từ 2024 - 2026. Như vậy, HSG có định hướng xâm nhập sâu vào thị trường ống nhựa, sẵn sàng cạnh tranh với các ông lớn trong ngành (BMP, NTP) trong tương lai.

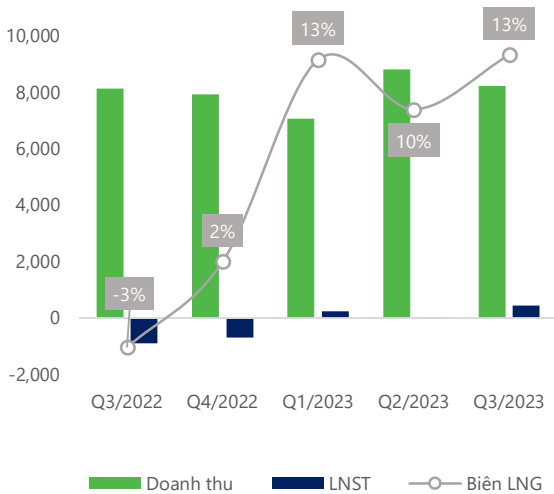
KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu giảm nhẹ, lợi nhuận "lội ngược dòng"

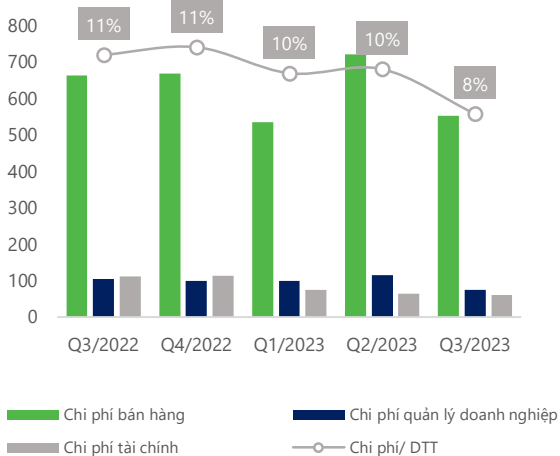
Với động lực chính từ xuất khẩu, quý 3/2023, doanh thu thuần của HSG đạt 8.106 tỷ đồng (+2,1% YoY, -6,2% QoQ); LNST đạt 438 tỷ (cùng kỳ NĐTCT trước lỗ 886 tỷ). Lợi nhuận gộp đạt 1.072 tỷ, BLNG tăng lên mức 13,2%, nhờ (1) các khoản chi phí đã được tối ưu hóa, và (2) tận dụng đáng kể nguồn tồn kho giá rẻ từ đầu năm ở HRC (đối với sản phẩm thép) và nhựa PVC (đối với ống nhựa).

Hiện tại, giá HRC kỳ hạn nội địa và nhập khẩu có xu hướng đảo chiều sau nhiều tháng đi ngang. Chúng tôi nhận định doanh thu và biên lợi nhuận quý I niên độ 2023-2024 của HSG sẽ tiếp tục cải thiện; trong môi trường nhu cầu nội địa và xuất khẩu khả quan hơn.

KẾT QUẢ KINH DOANH



DIỄN BIẾN CHI PHÍ CỦA HSG

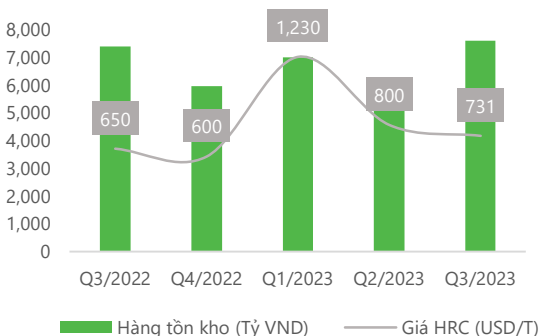


Tối ưu hóa hoạt động chi phí

Trong quý này, chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) của HSG giảm mạnh, đạt 627 tỷ đồng (9,25% YoY, -18% QoQ). Tỷ lệ SG&A/ doanh thu ghi nhận 7,7% (giảm 2 điểm phần trăm svck). Theo quan sát của DSC, tập đoàn Hoa Sen đã cắt giảm đáng kể chi phí vận tải ở kênh xuất khẩu và chi phí nhân công.

Ngoài ra, chi phí tài chính cũng giảm xuống 314 tỷ đồng (-40% YoY), nhờ việc tắt toán các khoản dư nợ USD từ Q2. Chưa hết, doanh nghiệp còn hạ tỷ lệ nợ vay/VCSH về mức an toàn (0,21 lần so với 0,35 lần cùng kỳ), và không có nợ vay dài hạn, nên chi phí lãi vay cũng được tối ưu hơn.

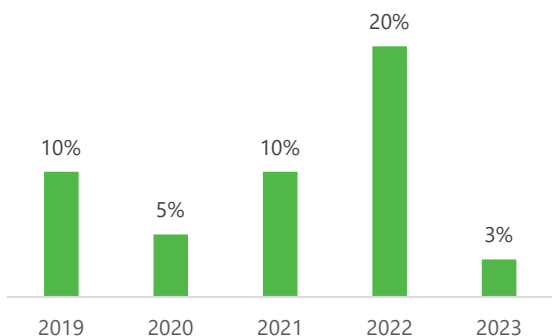
HÀNG TỒN KHO CỦA HSG VÀ GIÁ HRC



Chiến lược gia tăng hàng tồn kho!

Kết thúc quý 4 NĐTCT 2022-2023, hàng tồn kho của HSG ghi nhận 3.876 tỷ đồng (+14,7% YTD), trong đó hơn 30% là hàng mua đi trên đường; cho thấy doanh nghiệp đang chủ động tích trữ nguyên vật liệu giá rẻ, phòng rủi ro giá tăng do nhu cầu phục hồi. Ngoài ra, so với thời điểm đầu niên độ, khoản trích lập giảm giá hàng tồn kho cũng giảm mạnh 5,8 lần. Nếu loại bỏ tác động từ việc trích lập/hoàn nhập dự phòng, biên LNG của HSG vẫn cho thấy sự cải thiện mạnh mẽ lên 13,2% (so với mức 4,7% cùng kỳ).

TỶ LỆ CỔ TỨC BẰNG CỔ PHIẾU



ƯỚC TÍNH KẾT QUẢ KINH DOANH

Tỷ VND	2021-2022	2022-2023	2023-2024F
DTT	41.030	31.651	38.200
GVHB	37.740	28.593	34.494
LNG	2.954	3.057	4.431
LNTT	381	152	989
LNST	251	28	850

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2019-2023, HSG không chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Trong năm 2023, doanh nghiệp đã chi trả cổ tức 3% bằng cổ phiếu. HSG không chi trả tiền mặt do HSG tập trung phát triển hệ thống phân phối Hoa Sen Homes và các chi nhánh bán hàng để gia tăng thị phần và đầu ra cho các sản phẩm.

Định giá

HSG đang được giao dịch ở mức P/B 1,68 (tại mức giá đóng cửa ngày 09/11/2023); cao hơn với mức trung bình của 2 chủ ý thép gần nhất (1,2x) và P/B trung bình ngành hiện tại (1,41).

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong NĐTC 2023-2024 (từ ngày 01/10/2023 đến ngày 30/09/2024), DSC ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HSG đạt lần lượt là 38.200 tỷ (+16% YoY) và 850 tỷ, giá trị sổ sách là 11.869 tỷ (+5,1% YoY). Giá trị hợp lý của HSG trong năm 2024 là 28.000 VND **upside 34,6%** so với giá đóng cửa ngày 9/11/2023, với mức P/B hợp lý là 1,41.

Thống kê báo cáo phân tích của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của HSG từ đầu năm 2023 tới nay, giá mục tiêu bình quân là 26.000 VND, **upside 25%** so với giá đóng cửa của ngày 9/11/2023.

BIỂU ĐỒ GIÁ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn