



TÔN HOA SEN

Mái ấm gia đình Việt

BÁO CÁO CẬP NHẬT

**CTCP Tập đoàn
Hoa Sen**

**Thương hiệu
của
Quốc Gia**

Dương Thiện Chí

Chi.duongthien@mbs.com.vn

CTCP Tôn Hoa Sen (HOSE: HSG)



(MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 30,000)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu HSG với các luận điểm sau đây: (1) Dẫn đầu sản xuất và tiêu thụ tôn mạ và chiếm thị phần thứ 2 về tiêu thụ ống thép, (2) kế hoạch phát triển mở rộng về quy mô hệ thống cửa hàng trên toàn quốc với mục tiêu tập trung phân phối từ đó cải thiện tốt sự bình ổn về doanh thu trong dài hạn (3) nguồn lực và dòng hiện vững mạnh do hạn chế đầu tư xây dựng dự án nhà máy cũng như thanh lý bớt tài sản không cần thiết.

Cập nhật doanh nghiệp

Hoạt động tiêu thụ bình ổn trong giai đoạn khó khăn : tổng sản lượng tiêu thụ trong quý 2 và bán niên niên độ tài chính 2021-2022 đạt lần lượt là hơn 461 nghìn tấn và hơn 1 triệu tấn, có suy giảm nhẹ so với cùng kỳ nhưng vẫn dẫn đầu thị phần về tiêu thụ tôn mạ và đứng thứ 2 thị phần tiêu thụ ống thép.

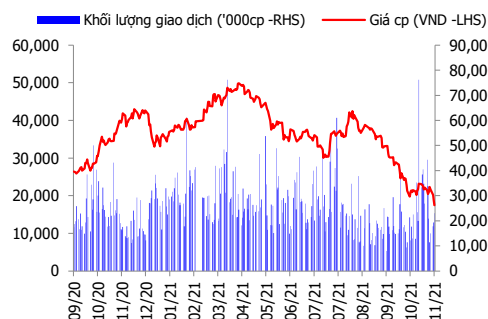
Biến động giá lớn nhưng vẫn duy trì doanh thu khả quan . Doanh thu trong quý 2 và bán niên niên độ tài chính 2021-2022 đạt lần lượt là hơn 12,6 nghìn tỷ đồng và hơn 29,5 nghìn tỷ đồng đạt mức tăng trưởng lần lượt là +16.7% YoY và 48.4% YoY. Tuy nhiên, đối diện tình hình chung của toàn ngành với nguyên vật liệu có xu hướng tăng cao trong thời gian qua đã ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận gộp cũng như lợi nhuận ròng của doanh nghiệp.

Hướng tới chiến lược mở rộng và đẩy mạnh kênh phân phối : đặt mục tiêu hướng tới 600 của hàng Hoa Sen Home trên cả nước với mục tiêu tập trung phân phối hạn chế đầu tư sản xuất tập trung dòng tiền đảm bảo nguồn lực tài chính vững mạnh trong dài hạn.

Định giá : Chúng tôi kết hợp đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E đưa ra khuyến nghị MUA mã cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 30,000 đồng/cp tức upside 60% so với thị giá.

Rủi ro : căng thẳng chính trị và chiến tranh giữa Nga và Ukraine vẫn chưa đến hồi kết, bên cạnh đó các chính sách sản xuất và tiêu thụ thép từ Trung Quốc sẽ ảnh hưởng lớn đến sự biến động của giá thép và nguyên vật liệu đầu vào.

Biểu đồ giá cổ phiếu



Diễn biến giá

	1M	3M	12M
HSG	-18%	-55%	-58%
VNIndex (%)	-1%	-1%	-5%

Ngày báo cáo	15-6-2022
Thị giá ngày báo cáo	18,750 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	30,000 VND/cp
Tăng / giảm (%)	60%
Mã Bloomberg	HSG VN
Vốn hóa	8,611 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 18,750 – VND 49,850
KLGDBQ	975 tỷ VND

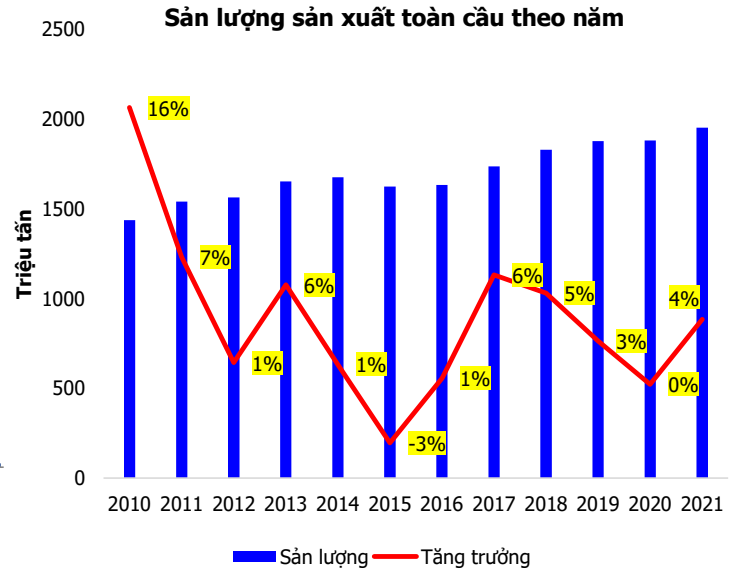
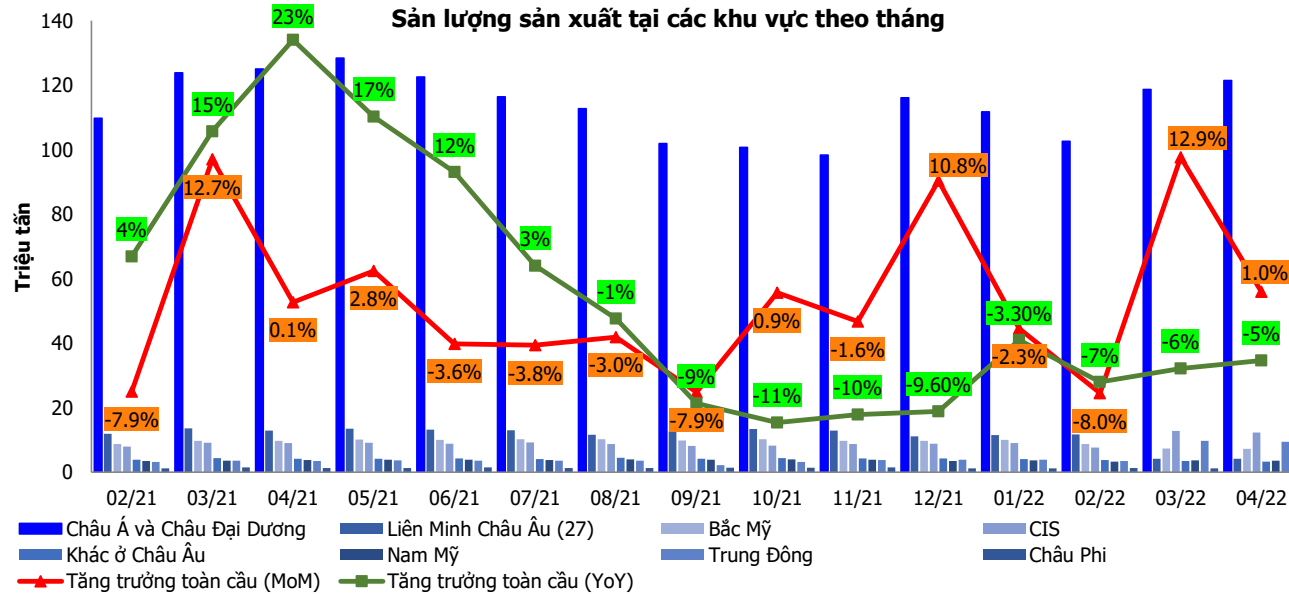
	Đơn vị	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	Tỷ VND	48,727	47,488	50,426	53,757	57,312
EBIT	Tỷ VND	5,103	2,405	2,807	3,476	4,223
LNST	Tỷ VND	4,313	1,705	2,069	2,646	3,279
EPS	VND	9,196	3,396	3,972	4,860	5,711
Tăng trưởng EPS	%	246%	-63%	17%	22%	0%
P/E	Lần	4.6	8.9	7.6	6.2	5.3
EV/EBITDA	Lần	4.4	6.6	5.7	4.6	3.8
Cổ tức trên mệnh giá	VND	-	1	2	3	4
Lợi suất cổ tức tiền mặt	%	0%	100%	200%	300%	400%
P/B	Lần	1.9	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	%	40%	14%	14%	15%	16%
Nợ vay / Vốn CSH	%	63%	58%	44%	32%	25%

Nguồn: MBS Research

Tổng quan ngành thép toàn cầu

Dự báo nhu cầu tiêu thụ thép tiếp tục tăng song song sản lượng sản xuất thép tại các khu vực đang có dấu hiệu suy giảm so với cùng kỳ

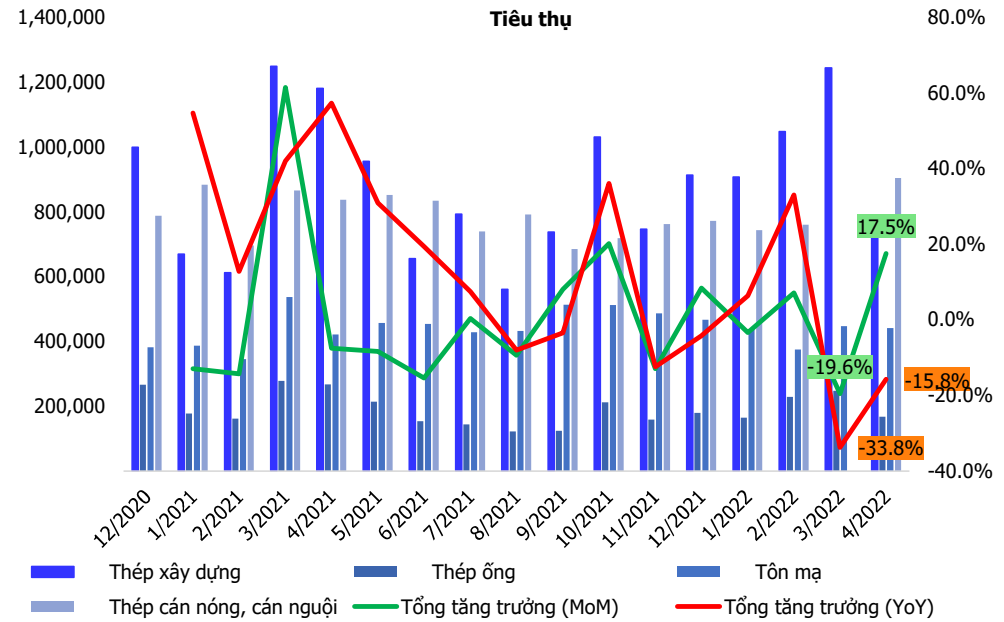
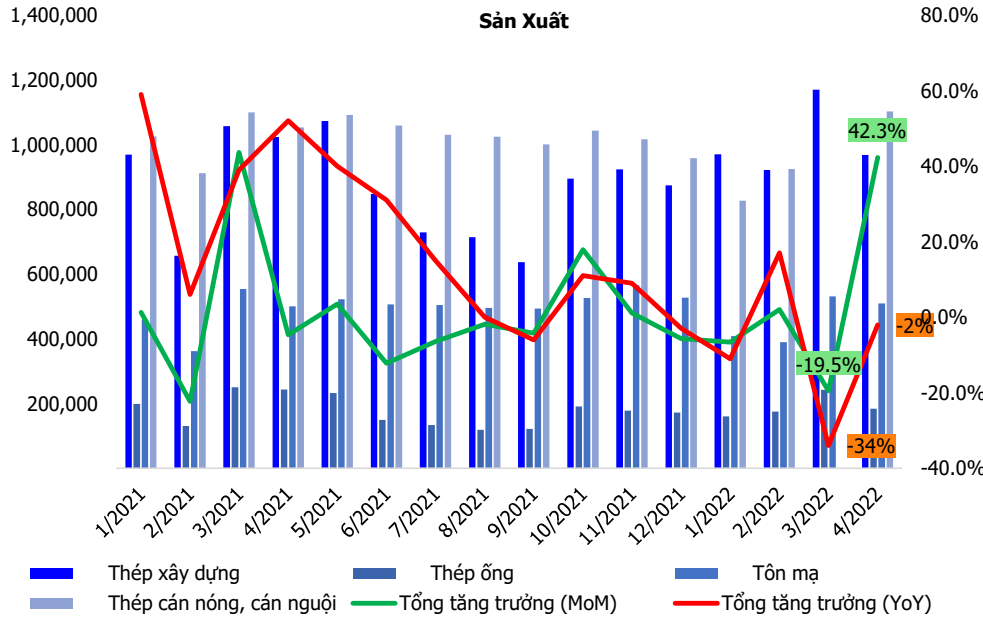
- Ngành thép tại khu vực châu Âu đang phải chịu áp lực do chi phí năng lượng tăng cao bởi chiến dịch từ Nga đã khiến cho giá dầu và khí đốt tăng cao đột biến. Với sản lượng sản xuất thấp nên phần lớn thép sử dụng trong khu vực này phải nhập khẩu mà trong đó từ Nga và Ukraine chiếm đến 20% tổng lượng nhập khẩu vào khu vực này.
- Các cuộc xung đột đã khiến cho hoạt động sản xuất thép của khu vực Châu Âu suy giảm đáng kể, trong khi tháng 1 và 2 đầu năm 2022 sản lượng sản xuất tại khu vực này đạt 12 triệu tấn/tháng thì sản lượng sản xuất trong tháng 3/2022 chỉ còn 4 triệu tấn. Mặt khác, khu vực Châu Á và Châu đại dương lại gia tăng sản xuất đáng kể trong tháng này đạt mức tăng tương gần 13% so với tháng liền kề tuy nhiên vẫn tiếp tục ghi nhận con số suy giảm so với cùng kỳ năm trước bởi sự suy giảm sản xuất từ Trung Quốc.
- Theo dự báo từ hiệp hội thép toàn cầu (worldsteel) thì nhu cầu thép trong năm 2022 vẫn đạt mức tăng trưởng dương (+0.4% YoY) với tổng sản lượng là 1,840 tỷ tấn và trong năm 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng là 2.2% tương đương sản lượng là 1,881 tỷ tấn thép. Điều này cho thấy ngành thép vẫn còn mức tăng trưởng khả quan trong thời gian tới.



Nguồn: worldsteel, VSA, MBS Research

Sản xuất và tiêu thụ thép tại Việt Nam

- Hiện trạng sản xuất thép tại thị trường Việt Nam vẫn duy trì phục hồi tốt, trong tháng 4 tổng sản xuất thép các loại tăng trưởng hơn 42% so với tháng liền kề tuy giảm -2% so với cùng kỳ năm 2021 nhưng đây vẫn được xem là dấu hiệu tốt khi tình hình sản xuất thép trên toàn cầu đang có nhiều bất ổn.
- Thép xây dựng và thép cuộn cán nóng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu phần sản xuất thép các loại trong nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên trong tháng 4 ghi nhận mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ đạt 5% YoY. Trong khi đó thép xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng âm so với tháng liền kề và so với cùng kỳ lần lượt là -17% và -5%.
- Trong quý 1/2022 sản lượng tiêu thụ thép Việt Nam đang trong đà phục hồi tốt, tổng sản lượng trong quý đạt hơn 6,5 triệu tấn. Trong đó thép xây dựng đạt gần 3,2 triệu tấn tăng trưởng hơn 26% so với cùng kỳ năm 2021. Tuy nhiên trong tháng 4 ghi nhận mức tiêu thụ thép không khả quan, cụ thể tổng sản lượng tiêu thụ đạt gần 2,3 triệu tấn giảm gần 16% so với cùng kỳ năm 2021. Tỷ trọng lớn nhất là thép xây dựng và thép cuộn cán nóng. Kỳ vọng với đà phục hồi kinh tế toàn cầu thì sản lượng tiêu thụ trong hơn nửa cuối năm 2022 và 2023 sẽ phục hồi và tăng trưởng trở lại.

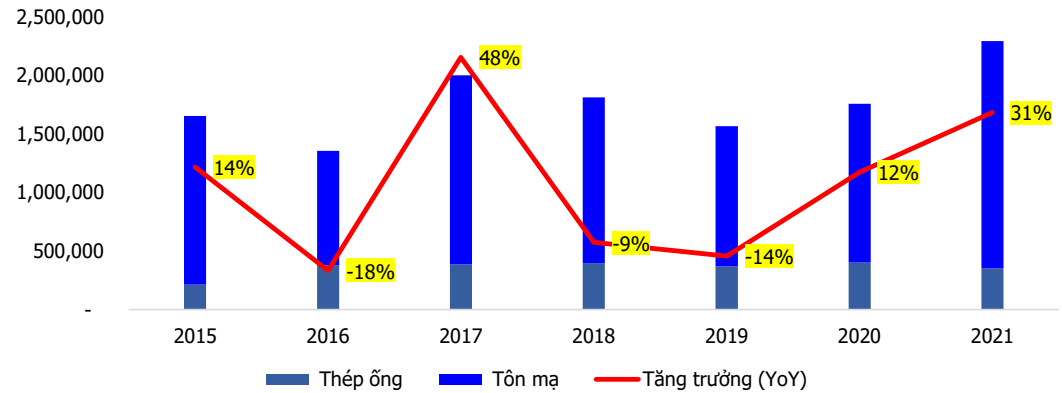


Nguồn: Fiiipro, MBS Research

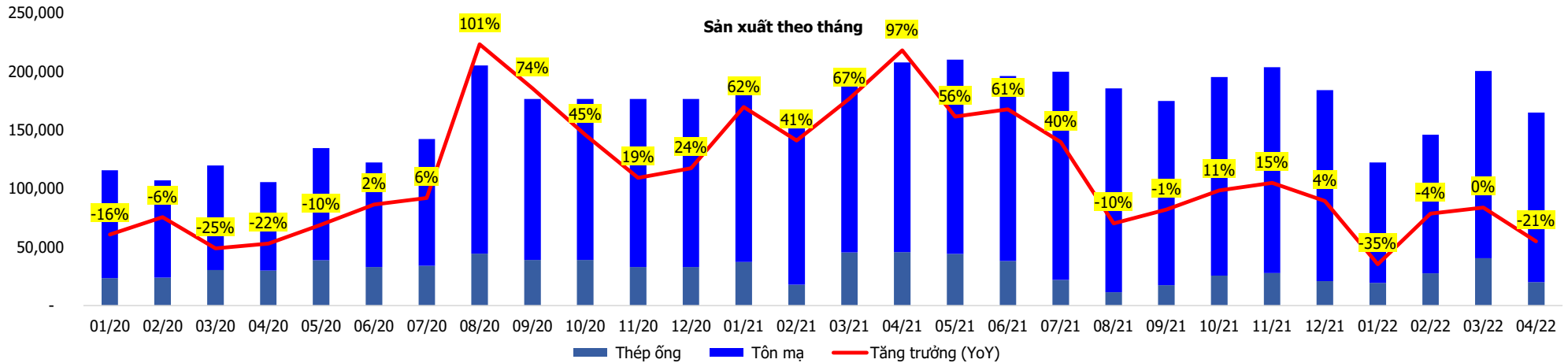
Tình hình sản xuất tại Hoa Sen

- Tôn mạ là sản phẩm chính chiếm tỷ trọng khoảng 80% trong hoạt động sản xuất tại Hoa Sen. Tổng công suất sản xuất hiện nay đạt 2.2 triệu tấn/năm. Trong năm 2021, nhu cầu thép toàn cầu tăng mạnh dẫn đến sản lượng sản xuất tại Hoa Sen tăng trưởng 31% YoY đạt gần 2,3 triệu tấn trong năm, trong đó 85% là sản xuất tôn mạ với sản lượng gần 2 triệu tấn.
- Sản lượng sản xuất trong 4 tháng đầu năm 2022 có dấu hiệu suy giảm dù sản lượng sản xuất trong tháng 3 có gia tăng so với tháng liền kề nhưng tổng sản lượng sản xuất cho cả quý 1 vẫn suy giảm so với cùng kỳ. Diễn biến hiện tại khả tương đồng với hiện trạng sản xuất trên thế giới do ảnh hưởng đa phần từ giá nguyên vật liệu đang tăng cao.

Sản xuất theo năm



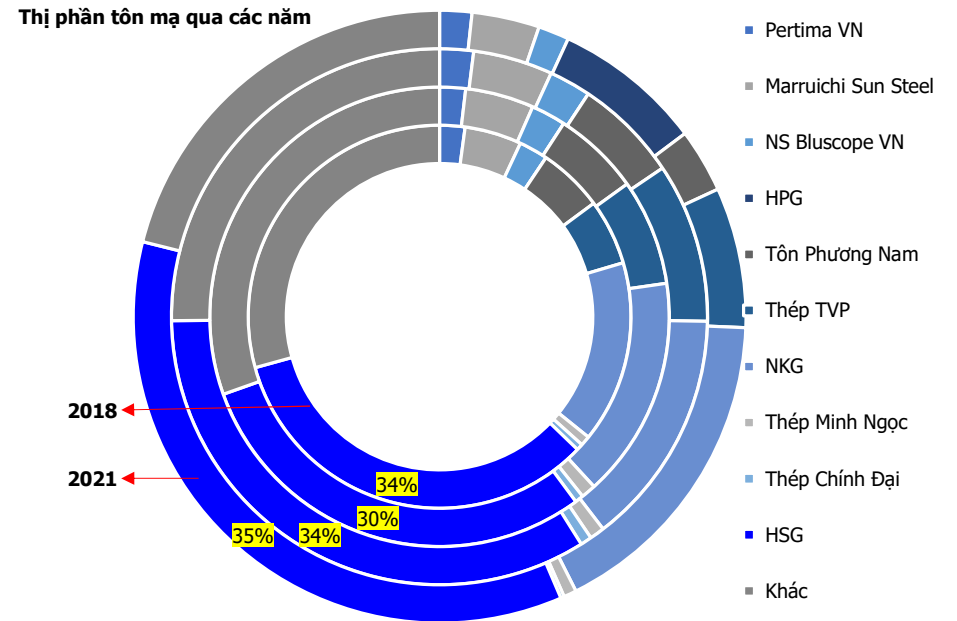
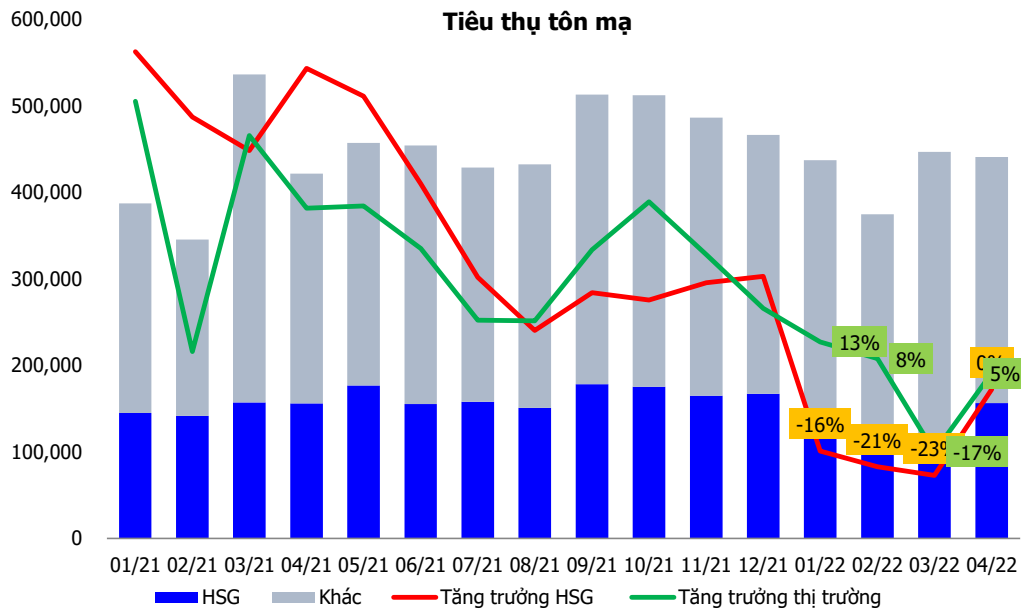
Sản xuất theo tháng



Nguồn: Fiiitrade, MBS Research

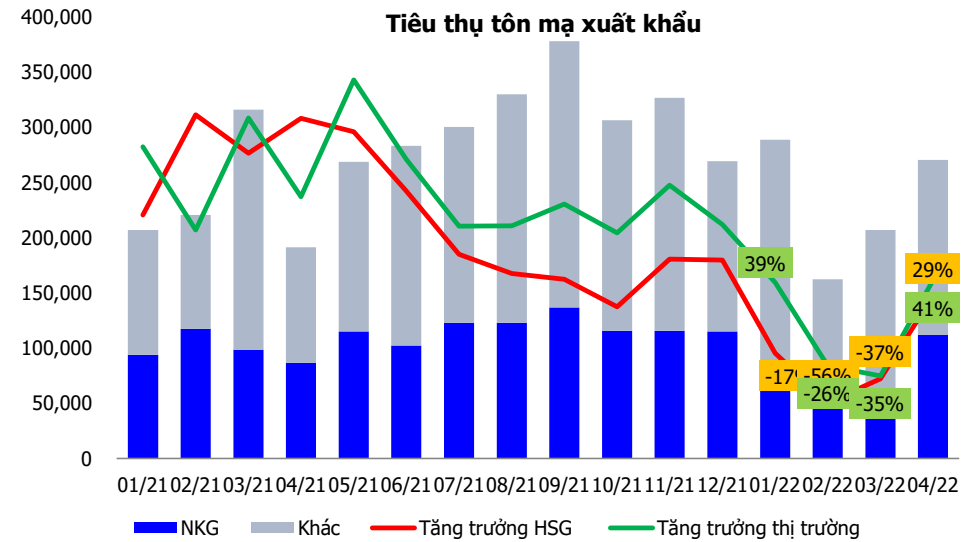
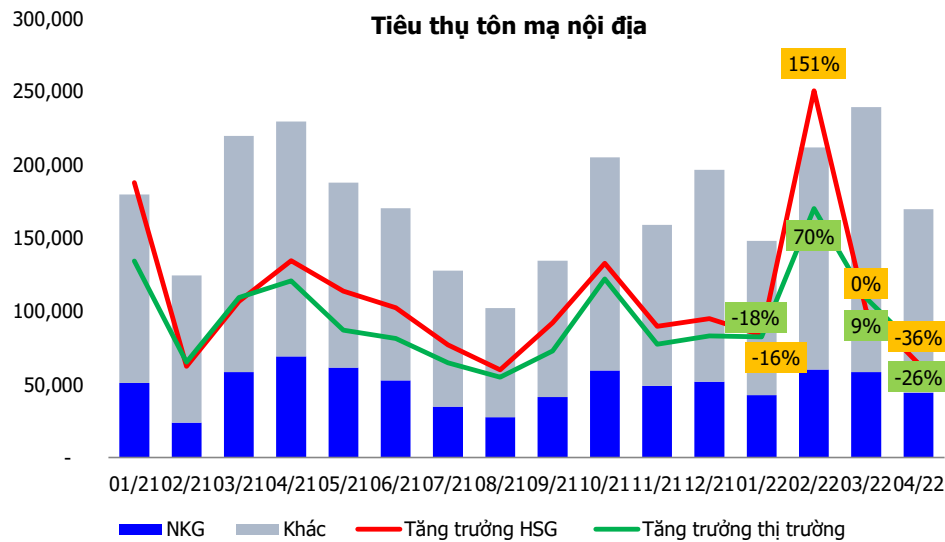
Sản lượng tiêu thụ tôn mạ Hoa Sen tiếp tục dẫn đầu về thị phần và trong đà tăng trưởng

- Hoa Sen là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường về tiêu thụ tôn mạ với tỷ trọng liên tục cải thiện từ mức 30% trong năm 2019 đạt tổng tiêu thụ từ hơn 1,1 triệu tấn lên mức gần 2 triệu tấn đạt 35% tỷ trọng trong năm 2021. Chỉ trong vòng 3 năm tổng sản lượng tiêu thụ của Nam Kim đã tăng trưởng gần gấp đôi và đạt mức tăng trưởng hằng năm kép là 20%.
- Trong quý 1 năm 2022 (quý 2 niên độ tài chính 2021-2022) thị phần tiêu thụ tôn mạ có suy giảm nhẹ đạt hơn 28% với sản lượng đạt hơn 354 nghìn tấn, nhưng sản lượng tiêu thụ nửa năm niên độ tài chính vẫn duy trì tỷ trọng cao ở mức 32%. Trong đó, xuất khẩu chiếm 54% tỷ trọng tổng tiêu thụ tôn mạ của Hoa Sen.
- Trong tháng 4/2022, sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Hoa Sen duy trì ở mức 156 nghìn tấn chiếm 35% thị phần. Điều này cho thấy Hoa Sen đang tiếp tục giữ vững vị thế của mình trong toàn ngành từ đó với triển vọng tăng trưởng trở lại từ nhu cầu nội địa với các chính sách phục hồi phát triển cũng như các dự báo về tăng trưởng lực cầu tư hiệp hội thép thế giới sẽ đem lại tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ trở lại của Hoa Sen.



Sản lượng tiêu thụ nội địa và xuất khẩu tôn mạ Hoa Sen

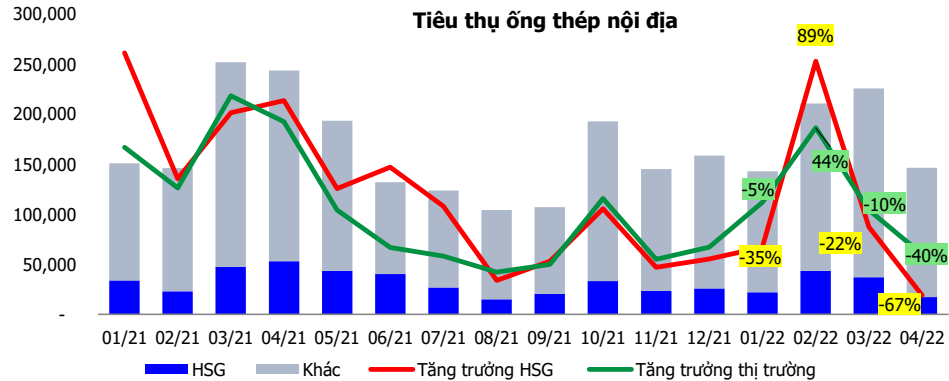
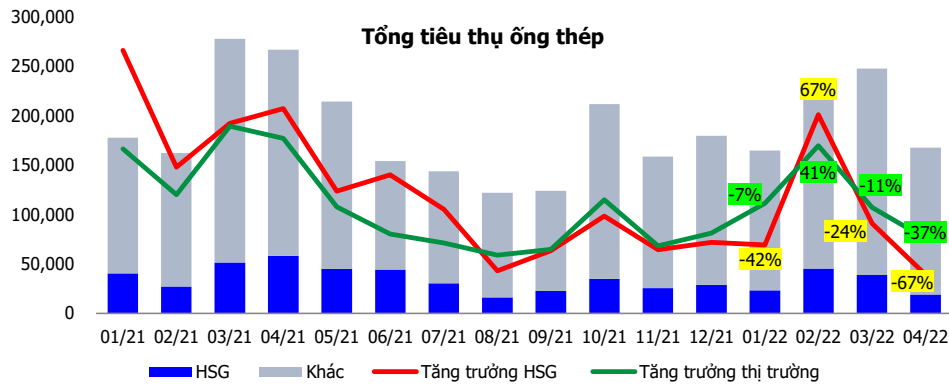
- Tỷ trọng xuất khẩu trong tổng tiêu thụ tại Hoa Sen luôn chiếm trên 50%, quý 1/2022 tổng sản lượng xuất khẩu đạt hơn 192 nghìn tấn chiếm 54% tỷ trọng tiêu thụ và với mức thị phần hơn 29% toàn thị trường. Trong quý 1, ảnh hưởng bởi chiến sự giữa Nga và Ukraine ảnh hưởng đáng kể lên nền kinh tế các nước trong khu vực cũng như nhu cầu tiêu thụ thép bị suy giảm dẫn đến tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ tại các doanh nghiệp tại Việt Nam có dấu hiệu suy giảm so với cùng kỳ chỉ đạt hơn 658 nghìn tấn (-11.5% YoY). Tương tự ngành Hoa Sen cũng ghi nhận con số xuất khẩu suy giảm đáng kể, tuy nhiên sản lượng xuất khẩu ghi nhận trong tháng 4 có dấu hiệu phục hồi khả quan khi chỉ trong tháng này Hoa Sen đã xuất khẩu được hơn 111 nghìn tấn tôn mạ tăng trưởng 29% YoY và 80% MoM chiếm thị phần lên đến 41%. Với các dự báo về sự phục hồi cũng như tăng trưởng khả quan về các sản phẩm thép từ Hiệp hội thép thế giới sẽ đem lại kỳ vọng khả quan hơn trong các tháng còn lại của năm 2022 cũng như trong năm 2023.
- Tiêu thụ nội địa cũng là thế mạnh của Hoa Sen với tỷ trọng tiêu thụ tương đương 40% tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ. Thị trường nội địa trong quý 1/2022 ghi nhận sự phục hồi khả quan toàn ngành ghi nhận tiêu thụ tôn mạ nội địa đạt gần 600 nghìn tấn (+14% YoY) bởi nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn phục hồi kinh tế khả quan, riêng Hoa Sen ghi nhận tiêu thụ hơn 161 nghìn tấn tôn mạ nội địa chiếm hơn 24% tổng thị phần tiêu thụ trong quý 1/2022. Trong đó điển hình là tháng 2 và 3 đạt mức sản lượng tiêu thụ khá ấn tượng lần lượt là 60 nghìn tấn (+151% YoY) và 58 nghìn tấn (tương đương cùng kỳ). Tuy trong tháng 4 cả thị trường nội địa cũng như sản lượng tiêu thụ tại Hoa Sen không khả quan nhưng chúng tôi kỳ vọng dưới sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam cùng các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước sẽ thúc đẩy nhu cầu nội địa tăng trở lại trong giai đoạn nửa cuối năm 2022 và 2023.



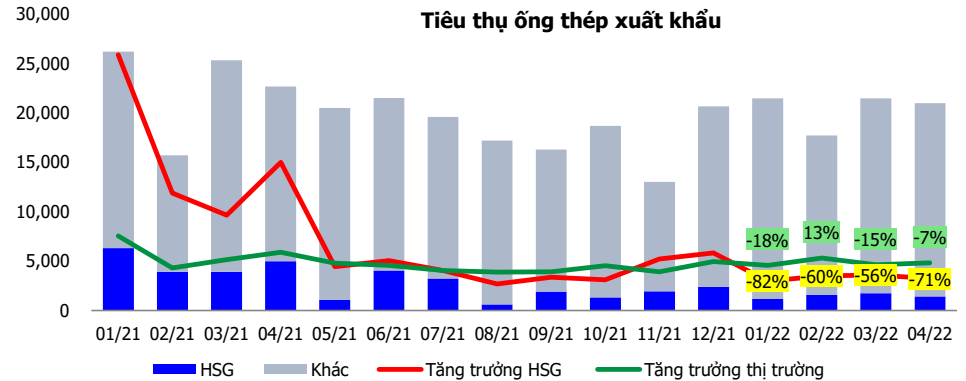
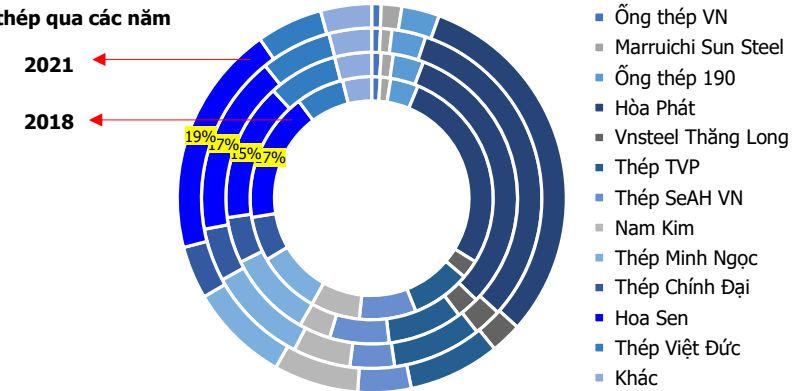
Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Sản lượng tiêu thụ nội địa và xuất khẩu ống thép Hoa Sen

Thị phần tiêu thụ ống thép Hoa Sen đứng thứ 2 toàn thị trường và liên tục cải thiện từ 17% năm 2018 lên 19% trong năm 2021 đạt hơn 422 nghìn tấn. Sản lượng tiêu thụ ống thép quý 1/2022 đạt hơn 107 nghìn tấn tăng trưởng 21% so với quý 4/2021 và giảm nhẹ so với cùng kỳ với thị phần hơn 16%, trong đó đa phần là tiêu thụ nội địa đạt hơn 102 nghìn tấn với thị phần là hơn 17.7%, điều này cho thấy Hoa Sen có lợi thế và thế mạnh về tiêu thụ ống thép tại thị trường nội địa hơn so với thị trường xuất khẩu. Tương tự tồn mạ, sản lượng tiêu thụ ống thép trong tháng 4 không khả quan chỉ đạt gần 19 nghìn tấn trong đó sản lượng nội địa đạt hơn 17.5 nghìn tấn.



Thị phần ống thép qua các năm

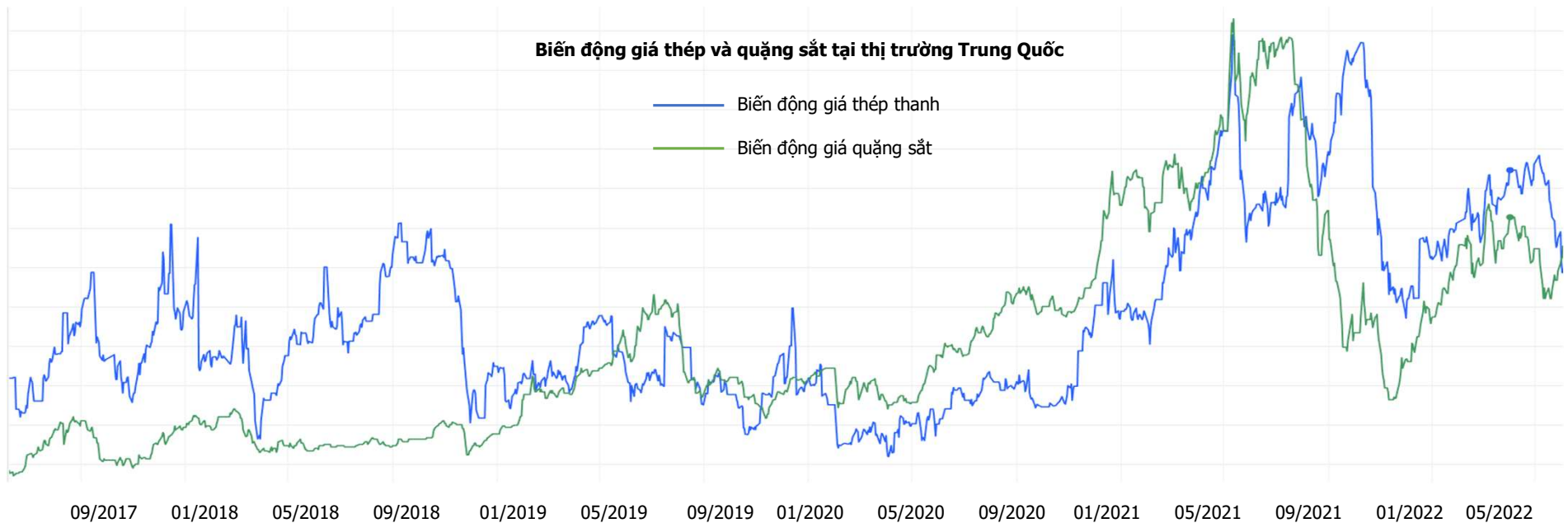


Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Biến động giá thép

Giá sắt thép tại thị trường Trung Quốc có nhiều biến động và đang có dấu hiệu tăng nhẹ trở lại

- Sau đà suy giảm từ mức đỉnh giai đoạn cuối năm 2021, giá thép theo đang có xu hướng dịch chuyển lên mặc dù có nhiều biến động lên xuống ngắn hạn. Tuy nhiên dưới sự bùng phát trở lại của đại dịch covid tại Thượng Hải đã tác động lớn đến tình hình hoạt động kinh doanh sản xuất cũng như nhu cầu thép tại thị trường này trong ngắn hạn khiến cho giá thép giảm mạnh trong giai đoạn gần đây. Tuy nhiên trong dài hạn giá thép có thể cải thiện và gia tăng trở lại bởi lãnh đạo Quốc Gia này sẽ áp dụng một gói chính sách nhằm hỗ trợ các ngành bị đại dịch, đẩy mạnh xây dựng cơ sở hạ tầng và hỗ trợ phát triển thị trường bất động sản lành mạnh.
- Giá vận chuyển quặng sắt cũng có đà suy giảm mạnh trong tháng 4 bởi nhiều lo ngại về đại dịch covid cũng như lo ngại về tốc độ tăng trưởng của toàn cầu sẽ chậm lại tác động đến nhu cầu kim loại.

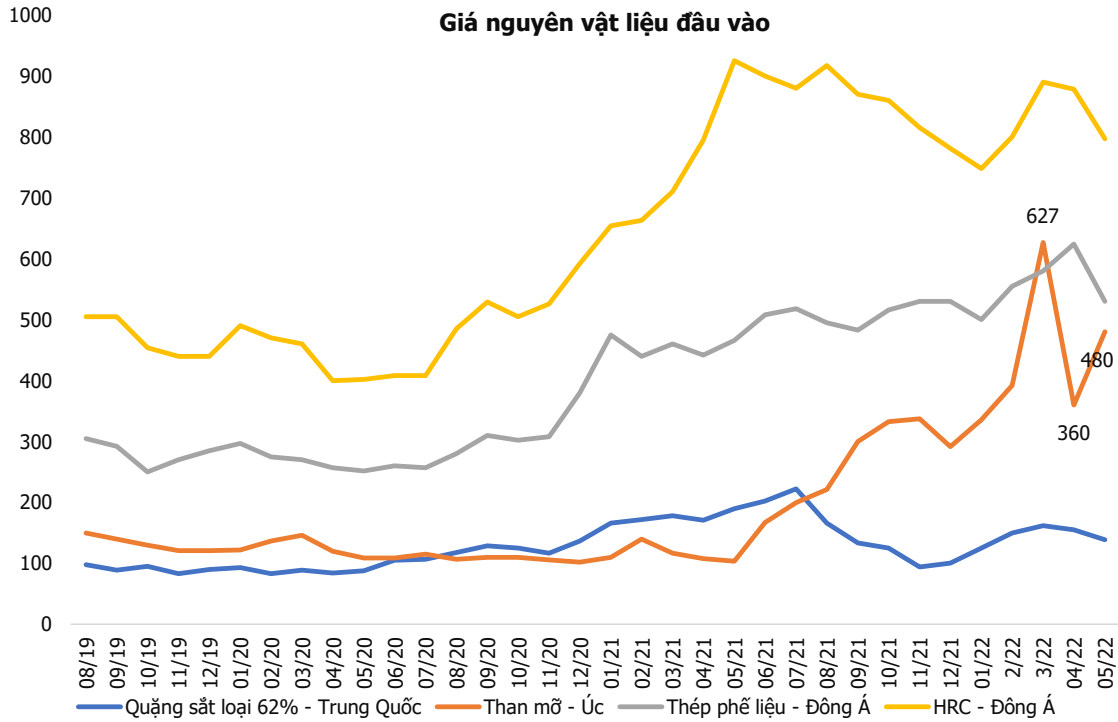


Nguồn: tradingeconomics, MBS Research

Biến động giá nguyên vật liệu

Tình hình biến động giá nguyên vật liệu sản xuất

- Giá than cốc xuất khẩu tại cảng Úc có xu hướng tăng mạnh trở lại sau đà giảm ở tháng 4. Cụ thể sau khi giá than cốc tăng mạnh 235USD/ tấn đạt đỉnh ở mức 627 USD/ tấn tại tháng 3 thì lại giảm sâu xuống còn 360 USD/ tấn tại thời điểm tháng 4 sau đó tăng bật mạnh trở lại. Thép phế liệu tại thời điểm vừa ghi nhận đà giảm ở tháng 5 sau chuỗi thời gian gia tăng trước đó.
- Nhìn chung giá các nguyên vật liệu sản xuất vẫn đang biến động khá đảo chiều trong suốt khoảng thời gian vừa qua bởi tác động của sự phục hồi từ nền kinh tế toàn cầu và ảnh hưởng từ chiến tranh giữa Nga và Ukraine vẫn chưa đi đến hồi kết.



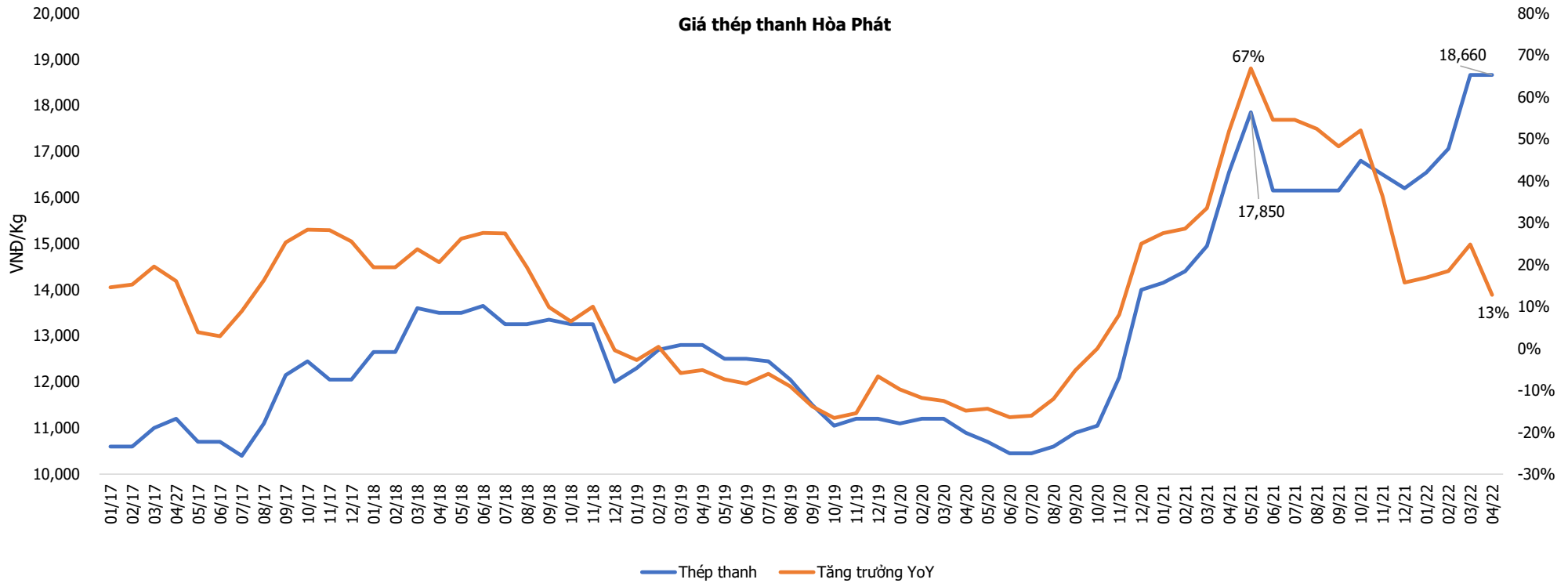
Biến động giá HRC tại thị trường Trung Quốc (đvt: RMB/tấn)



Nguồn: sunsirs, VSA, MBS Research

Biến động giá thép tại Việt Nam

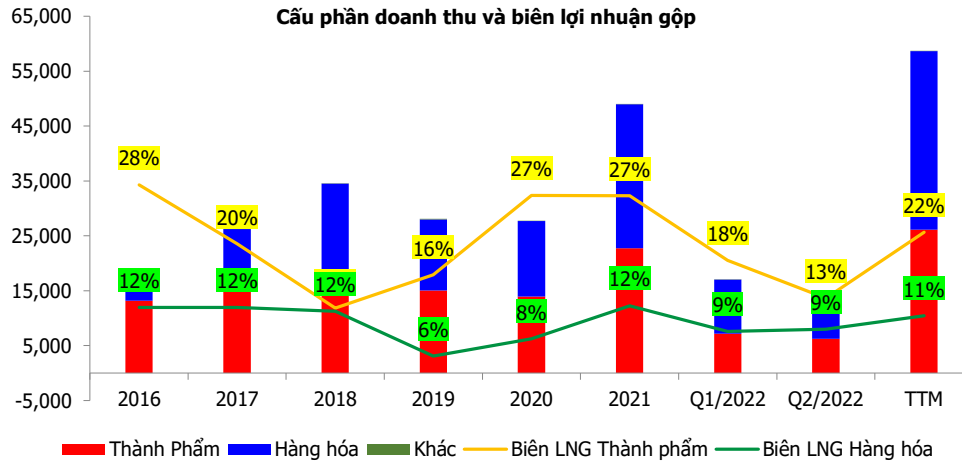
- Giá thép nội địa vẫn duy trì ở mức cao và tiếp tục gia tăng vượt mức đỉnh cũ. Điều này có thể lý giải do giá nguyên liệu đầu vào đã tăng ở mức khá cao dẫn đến các doanh nghiệp thép nội địa phải tăng giá thành sản phẩm trong giai đoạn này. Với chiến sự chưa đi đến hồi kết giữa Ukraine và Nga chúng tôi cho rằng giá thép vẫn tiếp tục được giữ ở mức cao.



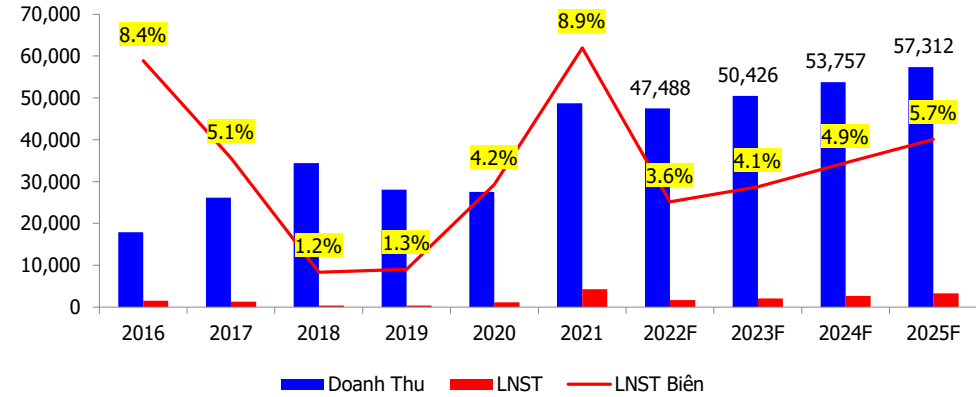
Nguồn: Fiinpro, tradeconomics, MBS Research

Kết quả hoạt động kinh doanh Hoa Sen

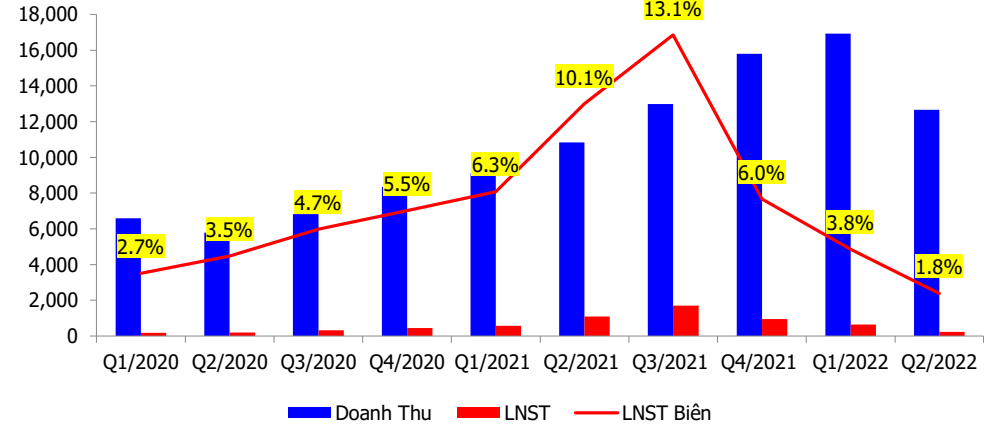
- Doanh thu quý 1/2022 (quý 2 niên độ tài chính) tại Hoa Sen đạt mức 12,6 nghìn tỷ đồng (+16.7% YoY), trong đó doanh thu từ thành phẩm chiếm 49% đạt 6,2 nghìn tỷ đồng (+21% YoY). Lũy kế bán niên niên độ tài chính 2021-2022 đạt tổng doanh thu 29,5 nghìn tỷ đồng (+48.4% YoY) với doanh thu từ thành phẩm chiếm 45% (+87% YoY). Với tổng doanh thu 29.5 nghìn tỷ đồng thì xuất khẩu chiếm tỷ trọng 55% đạt 16,1 nghìn tỷ đồng (+60% YoY) và nội địa đạt 13,4 nghìn tỷ đồng (+36% YoY). Điều này cho thấy giá các thành phẩm thép mặc dù có điều chỉnh so với giai đoạn quý 2/2021 nhưng vẫn đang ở mức cao. Với diễn biến phức tạp giữa tình hình vĩ mô và chiến sự giữa Nga và Ukraine kéo theo giá nguyên vật liệu tăng cao và gián đoạn chuỗi cung ứng thì chúng tôi cho rằng giá thép dù sẽ có điều chỉnh nhưng không sâu.
- Theo kế hoạch trong dài hạn Hoa Sen sẽ hướng tới tập trung thương mại và không đầu tư sản xuất, điều này ta có thể thấy rõ khi cơ cấu doanh thu từ hàng hóa chiếm tỷ trọng tăng dần qua các năm từ niên độ tài chính 2015-2016 chỉ với 27% đã nâng lên mức 53% trong niên độ 2020 - 2021 và bán niên 2021-2022 chiếm đến 55% tỷ trọng doanh thu. Mặc dù biên lợi nhuận gộp từ hàng hóa thấp hơn so với thành phẩm nhưng mang tính ổn định hơn qua thời gian, với lựa chọn chuyển dần sang phân phối sẽ mang lợi khoảng biên lợi nhuận gộp ổn định và cải thiện theo quy mô trong dài hạn.



Doanh thu, lợi nhuận và lợi nhuận sau thuế biên theo năm



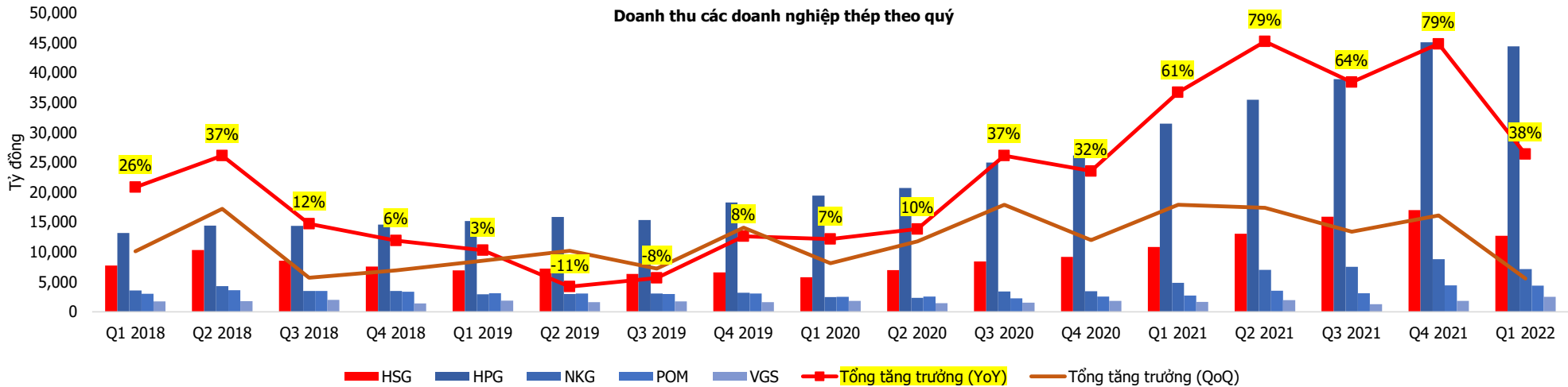
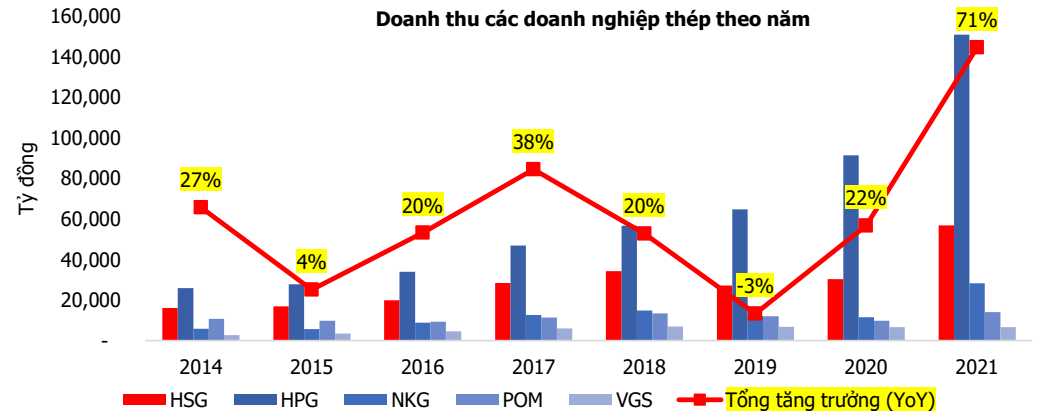
Doanh thu, lợi nhuận và lợi nhuận sau thuế biên theo quý



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Tổng quan hoạt động kinh doanh của của Hoa Sen và một số doanh nghiệp thép

- Tổng doanh thu các doanh nghiệp thép ghi dù ghi nhận mức suy giảm so với quý liền kề tuy nhiên so với cùng kỳ các doanh nghiệp vẫn đạt mức tăng trưởng dương đạt 38%. Dù sản lượng tiêu thụ thép vẫn duy trì tốt tuy nhiên đa phần các doanh nghiệp thép đạt được mức doanh thu này là do mặt bằng giá thép hiện nay đang duy trì ở mức khá cao.
- Dẫn đầu ngành là Hòa Phát ghi nhận hơn 44 nghìn tỷ đồng doanh thu tăng trưởng hơn 41% so với cùng kỳ, kế đến là Hoa Sen ghi nhận hơn 12.7 nghìn tỷ đồng tăng trưởng gần 17% so với cùng kỳ. Xếp thứ 3 là Nam Kim ghi nhận hơn 7 nghìn tỷ đồng tăng trưởng hơn 47% so với cùng kỳ năm 2021.
- Kỳ vọng doanh thu tại các doanh nghiệp thép trong các quý còn lại trong năm sẽ vẫn giữ mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ bởi giá thép đang ở mức cao cũng như sự phục hồi từ tiêu thụ thị trường nội địa và gia tăng xuất khẩu.



Nguồn: Fiiitrade, MBS Research

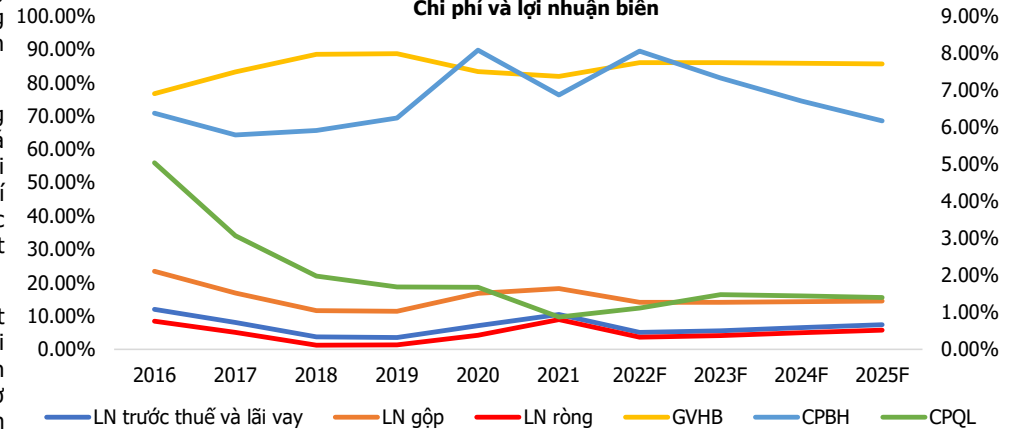
Chi phí và lợi nhuận biên Hoa Sen

- Với tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng trong năm 2021 đã tác động làm tăng giá thép lên mức đỉnh trong lịch sử ở giai đoạn quý 2 và quý 3 với mức lợi nhuận gộp biên cải thiện đáng kể đạt lần lượt là 22.7% và 15.6%. Với sự đóng góp rất lớn lợi nhuận gộp trong 2 quý này đã đẩy mức lợi nhuận gộp biên của HSG trong năm 2021 gia tăng đáng kể từ mức 11.4% và 16.8% trong năm 2019 và 2020 lên mức 18.2%.
- MBS cho rằng mức lợi nhuận gộp biên sẽ có xu hướng suy giảm bởi sự hiện trạng tăng giá từ các chi phí nguyên vật liệu đầu vào như than cốc, quặng sắt và thép cuộn cán nóng cũng như giá thép điều chỉnh giảm từ mức đỉnh năm 2021. Tuy nhiên, với diễn biến tình hình căng thẳng chính trị hiện tại tại song song đó là sự phục hồi nền kinh tế Việt Nam đã tác động khiến cho giá thép nội địa cũng như xuất khẩu hiện đang vẫn giữ ở mức cao so với trung bình chung giai đoạn trước dịch. Do vậy, sự suy giảm lợi nhuận gộp biên sẽ không quá sâu do mặt bằng giá thép đang hình thành ở mức cao. Mặt khác với chiến lược và mục tiêu dài hạn tập trung vào phân phối sẽ giúp cho Hoa Sen có thể mang lại mức biên lợi nhuận bình ổn cộng với tăng trưởng quy mô sẽ cải thiện tốt mức biên lợi nhuận.
- Với nhiều khó khăn gây ra bởi đại dịch trong năm 2021 trong đó là đứt gãy chuỗi cung ứng đã khiến cho việc vận chuyển hàng hóa trở nên khó khăn và chi phí tăng mạnh. Mức chi phí vận chuyển và chi phí xuất khẩu bắt đầu gia tăng từ quý 2 và 3 năm 2021 đến hiện nay. Trong quý 1/2022 (quý 2 niên độ tài chính) Hoa Sen ghi nhận lần lượt 2 mức phí này là 80 tỷ đồng (-7% YoY) và 406 tỷ đồng (+14% YoY) biến động nhẹ so với cùng kỳ nhưng lại suy giảm nhẹ so với quý trước đó cho thấy rằng Hoa Sen đang dần cải thiện kiểm soát tốt hơn. MBS cho rằng 6 tháng cuối năm 2022 chi phí bán hàng của HSG sẽ tiếp tục được cải thiện.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp trong quý 1/2021 (quý 2 niên độ tài chính) ghi nhận mức 169 tỷ đồng (+143% YoY, mức tăng trưởng mạnh này đến từ chi phí nhân viên trong quý là 64 tỷ đồng tăng khá mạnh so với cùng kỳ chỉ 5 tỷ đồng. Sở dĩ mức tăng khá mạnh là do chi phí nhân viên trong quý tại thời điểm năm 2021 là rất thấp so với các quý còn lại của năm (giao động từ 40-50 tỷ đồng). Chi phí quản lý tăng cao bởi ảnh hưởng từ lạm phát dẫn đến các khoản chi phí về lương đồng thời cũng tác động đáng kể, do vậy MBS cho rằng chi phí quản lý sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2022 ước đạt 539 tỷ đồng (+26.68% YoY).
- Trong quý 1/2022 (quý 2 niên độ tài chính), lợi nhuận sau thuế không đạt được sự tăng trưởng đột biến như trong năm 2021 bởi tác động từ các yếu tố vĩ mô cũng như giá nguyên vật liệu và các chi phí khác tăng cao. Cụ thể, trong quý 1/2022 và lũy kế bán niên niên độ tài chính Hoa Sen ghi nhận mức lợi nhuận lần lượt đạt 234 tỷ và 872 tỷ đồng. Tuy nhiên, giá thép vẫn đang được thiết lập ở mức trung bình cao. Do vậy, MBS cho rằng mức giá trung bình cho cả năm 2022 dù có sự suy giảm những vẫn giữ ở mức độ không quá thấp và với chiến lược mới từ ban lãnh đạo sẽ mang lại mức biên lợi nhuận ổn định và cải thiện trong dài hạn.

Biến động giá Tôn mạ tại Trung Quốc (đvt: RMB/tấn)



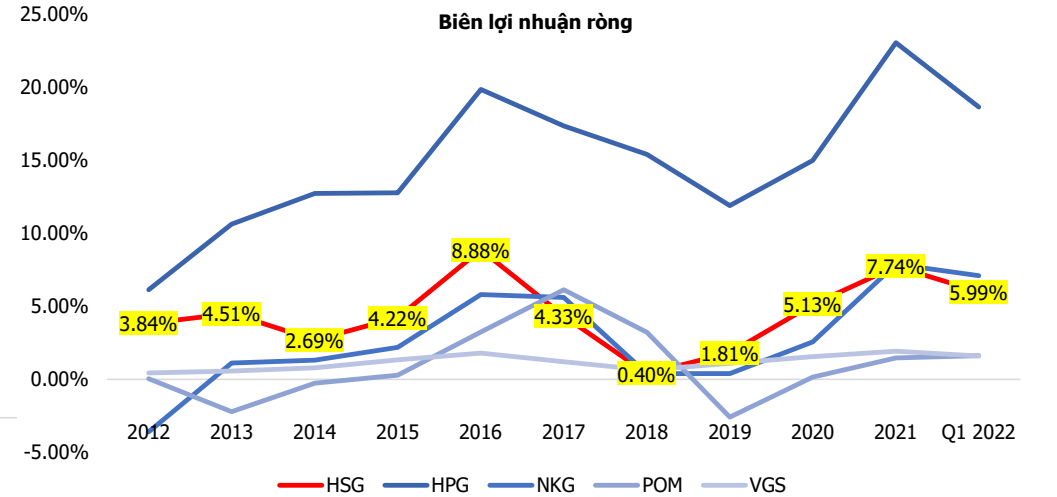
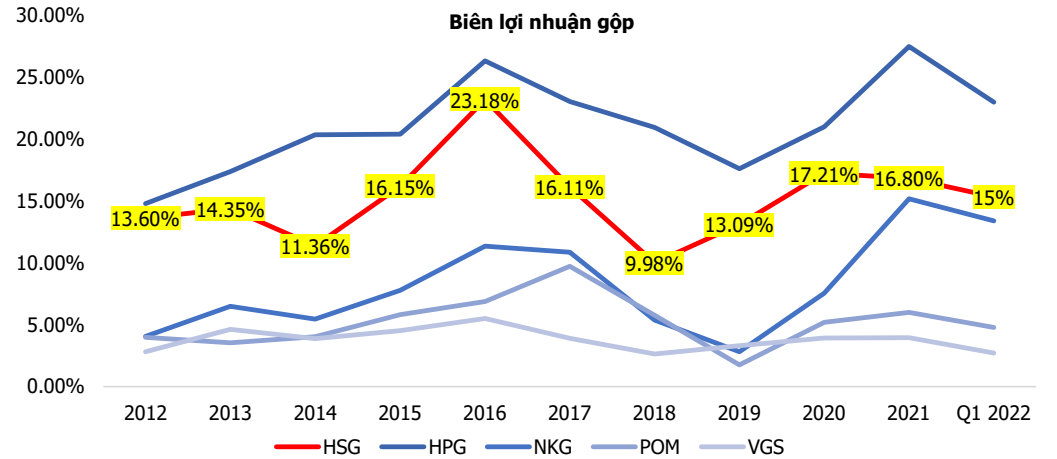
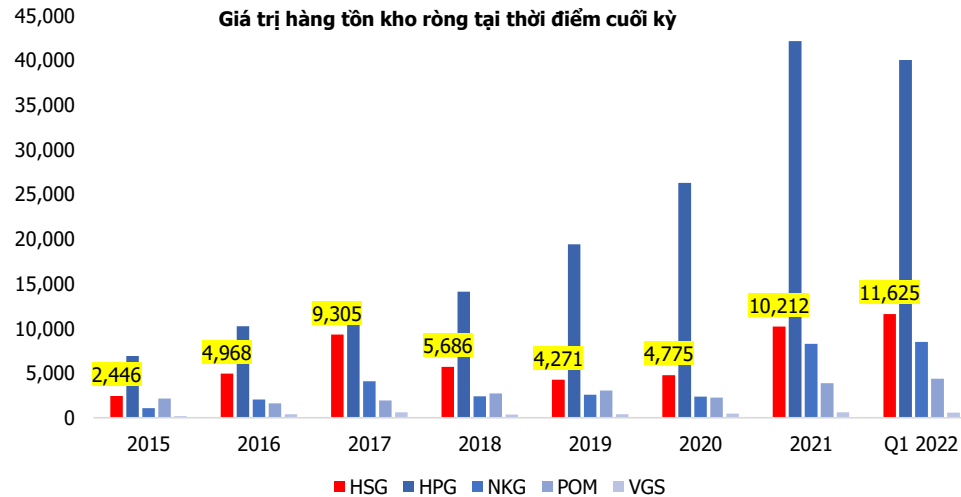
Chi phí và lợi nhuận biên



Nguồn: sunsirs, Fiiopro, MBS Research

Chi phí và lợi nhuận biên của Hoa Sen và một số doanh nghiệp thép

- Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp thép đều ghi nhận mức suy giảm đáng kể tình từ đỉnh năm 2021. Sự suy giảm này đến từ sự gia tăng mạnh giá các nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn vừa qua.
- Kỳ vọng các doanh nghiệp thép vẫn có thể duy trì và ổn định mức biên lợi nhuận trong giai đoạn sắp tới. Một số doanh nghiệp có khả năng gia tăng công suất sản xuất là những doanh nghiệp có lợi thế kiểm soát tốt về chi phí giá vốn hàng bán trong dài hạn như Nam Kim với dự án mở rộng gấp đôi công suất với nhà máy Phú Mỹ và Hòa Phát với Dự Án dung quất 2 và 3 đang được tiến hành và kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất trong thời gian tới.

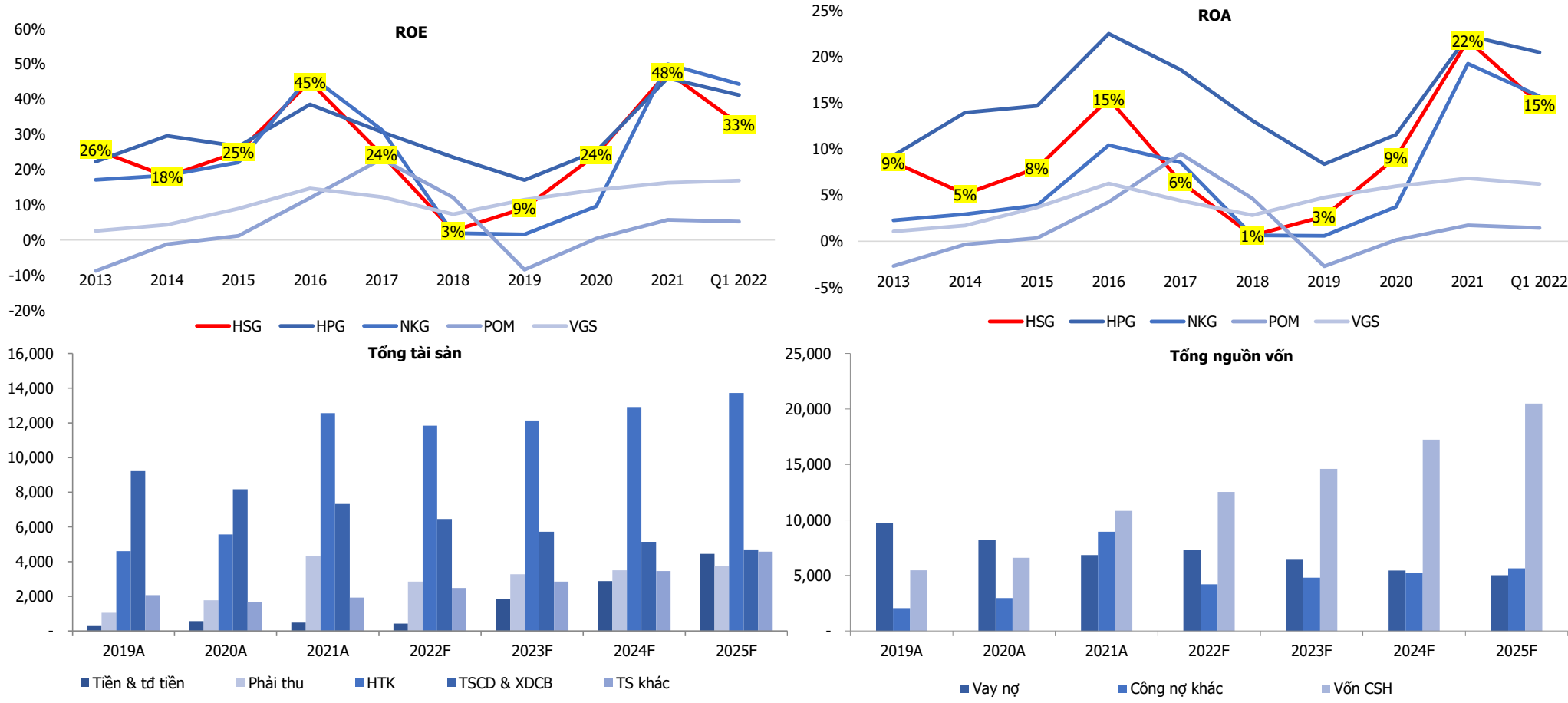


Nguồn: Fiiitrade, MBS Research

CTCP Tôn Hoa Sen (HOSE: HSG)



Biến động tổng tài sản và nguồn vốn và tỷ suất sinh lợi



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tôn Hoa Sen (HOSE: HSG)



(MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 30,000)

Dự phóng và định giá

- Kỳ vọng sự phục hồi từ nền kinh tế trong nước cũng như nền kinh tế toàn cầu sẽ thúc đẩy khả năng tiêu thụ của HSG trong giai đoạn năm 2022-2023. Tính đến tháng 4/2022 hệ thống Hoa Sen Home đã có 92 cửa hàng và mục tiêu dài hạn là lên đến 600 cửa hàng, đây là kế hoạch khẳng định rất rõ chiến lược dài hạn chuyển dần sang phân phối sản phẩm hạn chế đầu tư sản xuất sẽ giúp Hoa Sen ổn định được dòng tiền cũng như hạn chế các khoản vay. Với chiến lược này trong dài hạn Hoa Sen sẽ đạt được mức biên lợi nhuận gộp ổn định đồng thời cải thiện khi quy mô hệ thống cửa hàng được nâng cao.
- Chúng tôi kết hợp đồng thời 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E để đưa ra mức giá mục tiêu là 30,000 VNĐ với khả năng upside là 60% so với thị giá tại thời điểm phân tích.

Phân tích Dupont	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST / Doanh thu	0.04x	0.09x	0.04x	0.04x	0.05x	0.06x
Tổng TS/VCSH	2.69x	2.46x	1.92x	1.77x	1.62x	1.52x
Doanh thu/Tổng TS	1.55x	1.83x	1.98x	1.95x	1.93x	1.84x
ROE	17.5%	39.8%	13.6%	14.2%	15.4%	16.0%
Vòng quay kinh doanh	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Thời gian thu tiền KH	19 ngày	23 ngày	28 ngày	22 ngày	23 ngày	23 ngày
Thời gian tồn kho	81 ngày	83 ngày	109 ngày	101 ngày	99 ngày	99 ngày
Thời gian phải trả	23 ngày	26 ngày	32 ngày	26 ngày	27 ngày	28 ngày
Chu kỳ tiền mặt	77 ngày	80 ngày	105 ngày	97 ngày	95 ngày	94 ngày

		Terminal FCFF Growth Rate								
		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
WACC	9.0%	28,938	29,474	30,035	30,622	31,237	31,882	32,561	33,274	34,025
	9.5%	28,753	29,280	29,831	30,408	31,012	31,645	32,311	33,010	33,747
	10.0%	28,571	29,089	29,631	30,197	30,791	31,413	32,066	32,752	33,474
	10.5%	28,391	28,901	29,434	29,991	30,574	31,185	31,826	32,499	33,207
	11.0%	28,215	28,717	29,241	29,788	30,361	30,961	31,591	32,251	32,946
	11.5%	28,042	28,536	29,051	29,589	30,153	30,742	31,360	32,008	32,690
	12.0%	27,872	28,358	28,865	29,394	29,948	30,527	31,134	31,770	32,439
	12.5%	27,705	28,183	28,682	29,202	29,746	30,316	30,912	31,537	32,193
	13.0%	27,540	28,011	28,501	29,014	29,549	30,108	30,694	31,307	31,951

Nguồn: MBS Research

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)							Chỉ số chính						
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F		2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	27,531	48,727	47,488	50,426	53,757	57,312	Định giá						
Giá vốn hàng bán	22,903	39,853	40,825	43,321	46,107	49,025	EPS	2,656	9,196	3,396	3,972	4,860	5,711
Lợi nhuận gộp	4,627	8,873	6,663	7,105	7,651	8,286	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	14,826	21,950	24,549	27,473	30,889	34,692
Doanh thu hoạt động tài chính	78	366	286	332	391	460	P/E	16.1	4.6	8.9	7.6	6.2	5.3
Chi phí tài chính	645	552	515	471	434	407	P/B	2.9	1.9	1.2	1.1	1.0	0.9
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,681	3,770	4,347	4,435	4,372	4,333	Khả năng sinh lời						
Lợi nhuận trước thuế	1,376	4,915	2,087	2,533	3,239	4,013	Biên lợi nhuận gộp	17%	18%	14%	14%	14%	14%
Lợi nhuận sau thuế	1,153	4,313	1,705	2,069	2,646	3,279	Biên EBITDA	11%	13%	7%	7%	8%	8%
							Biên lợi nhuận sau thuế	4%	9%	4%	4%	5%	6%
							ROE	17%	40%	14%	14%	15%	16%
							ROA	6%	16%	7%	8%	9%	11%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	Tăng trưởng						
Tài sản ngắn hạn	9,022	18,655	16,876	19,338	21,939	25,625	Doanh thu	-2%	77%	-3%	6%	7%	7%
I. Tiền & tương đương tiền	575	493	424	1,833	2,885	4,443	Lợi nhuận trước thuế	198%	257%	-58%	21%	28%	24%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	28	34	207	529	1,311	Lợi nhuận sau thuế	219%	274%	-60%	21%	28%	24%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,778	4,324	2,849	3,278	3,494	3,725	EPS	197%	246%	-63%	17%	22%	18%
IV. Hàng tồn kho	5,569	12,556	11,839	12,130	12,910	13,727	Tổng tài sản	3%	50%	-10%	7%	8%	12%
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,100	1,255	1,729	1,890	2,121	2,418	Vốn chủ sở hữu	21%	64%	16%	16%	18%	19%
Tài sản dài hạn	8,735	7,963	7,168	6,482	5,944	5,556	Thanh khoản						
I. Các khoản Phải thu dài hạn	185	180	189	198	208	219	Thanh toán hiện hành	1.00	1.30	1.51	1.76	2.10	2.43
II. Tài sản cố định	7,483	6,662	5,842	5,148	4,585	4,160	Thanh toán nhanh	0.06	0.04	0.04	0.19	0.33	0.55
1. Tài sản cố định hữu hình	7,262	6,443	5,630	4,943	4,388	3,970	Nợ/tài sản	46%	26%	30%	25%	20%	16%
2. Tài sản cố định vô hình	220	219	212	204	197	190	Nợ/vốn chủ sở hữu	124%	63%	58%	44%	32%	25%
III. Tài sản cho thuê tài chính	112	0	0	0	0	0	Khả năng thanh toán lãi vay	3.47	14.37	7.56	10.23	14.63	20.11
IV. Tài sản dở dang dài hạn	576	660	611	577	555	542	Hiệu quả hoạt động						
V. Đầu tư tài chính dài hạn	26	17	18	19	20	21	Vòng quay phải thu khách hàng	19.5	16.0	13.2	16.5	15.9	15.9
VI. Tài sản dài hạn khác	353	444	509	540	576	614	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	19 ngày	23 ngày	28 ngày	22 ngày	23 ngày	23 ngày
Tổng tài sản	17,758	26,618	24,044	25,820	27,883	31,181	Vòng quay hàng tồn kho	4.5	4.4	3.3	3.6	3.7	3.7
Nợ phải trả	11,166	15,786	11,512	11,225	10,657	10,697	Thời gian tồn kho bình quân	81 ngày	83 ngày	109 ngày	101 ngày	99 ngày	99 ngày
I. Nợ ngắn hạn	8,991	14,372	11,213	10,992	10,470	10,540	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	16.2	13.9	11.4	14.2	13.3	12.9
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,968	8,936	4,195	4,785	5,167	5,619	Thời gian trả tiền bình quân	23 ngày	26 ngày	32 ngày	26 ngày	27 ngày	28 ngày
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	6,023	5,437	7,018	6,207	5,302	4,922	Bảng lưu chuyển tiền tệ	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
II. Nợ dài hạn	2,174	1,414	298	233	187	156	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh			-441	2,390	2,120	2,102
1. Các khoản phải trả dài hạn	11	15	18	23	30	38	Dòng tiền từ hoạt động đầu tư			-103	-115	-126	-138
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,163	1,399	280	210	157	118	Dòng tiền từ hoạt động tài chính			476	-866	-943	-406
Vốn chủ sở hữu	6,592	10,832	12,533	14,594	17,226	20,484	Dòng tiền trong kỳ			-68	1,409	1,052	1,558
1. Vốn điều lệ	4,446	4,935	5,105	5,312	5,577	5,905	Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ			493	424	1,833	2,885
2. Thặng dư vốn cổ phần	152	157	157	157	157	157	Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ			424	1,833	2,885	4,443
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,954	5,633	7,108	8,898	11,186	14,023							
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	7	16	30	45	59	74							
5. Vốn khác	34	91	132	182	246	326							
Tổng nguồn vốn	17,758	26,618	24,044	25,820	27,883	31,181							

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Trọng Việt Hoàng Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Phạm Thùy Trang Trang.PhamThuy@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đình Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn