

MUA - Giá mục tiêu: 50,242 VNĐ (+32%)
Luận điểm đầu tư

Hưởng lợi từ làn sóng phục hồi kinh tế toàn cầu: giúp cho sản lượng tiêu thụ thép toàn thị trường quay lại tăng trưởng dương (2020: +4.9%, 2019: -2.1%, tính riêng tôn mạ và ống thép). Trong năm 2020, HSG ghi nhận sản lượng bán tăng 8.77% so với năm 2019 (2019: -20.38%), bên cạnh đó quý 1 và quý 2 năm tài chính HSG đã ghi nhận sản lượng tiêu thụ thép gia tăng vượt trội so với cùng kỳ (Q1: +38.47% ; Q2: +72.91%) bất chấp giá nguyên vật liệu đầu vào biến động tiêu cực. Tổng sản lượng ghi nhận cho nửa đầu năm tài chính là gần 1,1 triệu tấn đạt hơn 60% kế hoạch đề ra trong năm. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ cho cả năm 2021 là khoảng 2,5tr tấn (+55.29% CK).

Kiểm soát giá bán tốt trong tình trạng giá nguyên vật liệu gia tăng: doanh thu trong quý 1 và quý 2 có mức tăng trưởng vượt trội so với cùng kỳ (Q1: +38.2%; Q2: +87.7%) mặc dù doanh thu trong năm 2019 và 2020 có mức tăng trưởng âm (2019: -18.6%; 2020: -1.8%) chứng tỏ doanh nghiệp đã kiểm soát tốt về việc tăng giá bán bù đắp cho việc tăng giá nguyên liệu đầu vào trong tình cảnh hiện tại.

Biên lợi nhuận cải thiện: Trong năm 2020, biên LN gộp tăng lên mức 16.8% sau 2 năm liên tiếp giảm (2019: 11.4%, 2018: 11.5%). Ghi nhận trong 5 năm gần đây, vào thời điểm thuận lợi, bên lợi nhuận gộp của HSG đạt 16.9% năm 2017. Song song đó là biên lợi sau thuế ghi nhận con số tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa năm đầu với hơn 1,600 tỷ đồng đạt 107% kế hoạch đề ra trong năm 2021.

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ kinh tế vĩ mô thuận lợi: tăng trưởng GDP cao, lãi suất duy trì thấp và ổn định, đầu tư công tăng trưởng trong những năm tới và tỷ lệ sử dụng thép trên đầu người của Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp.

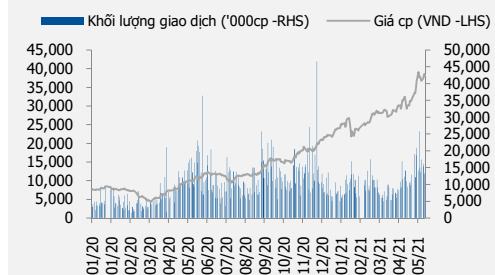
Rủi ro chính

Rủi ro chung đối với thép Việt Nam: (1) tính chất biến động chu kỳ và ngắn hạn của giá thép và giá quặng sắt; (2) rủi ro từ chính sách kiểm soát giá bán từ chính phủ Trung Quốc; (3) cạnh tranh trong nước do các DN gia tăng năng lực sản xuất; và (4) thuế suất áp lên sản phẩm xuất khẩu.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 50.242 đồng (tăng 32%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 14,65% và tăng trưởng dài hạn là 1%, tương đương P/B kì vọng là 2.1

Biến động giá cổ phiếu



	1M	3M	12M
HSG	21%	48%	299%
VNIndex (%)	1%	9%	50%

Ngày báo cáo	20/05/2021
Thị giá ngày báo cáo	38,050 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	50,242 VND/cp
Tăng / giảm (%)	32%
Mã Bloomberg	HSG VN
Vốn hóa	126,070 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 9,270 – VND 39,200
KLGDĐQ	221 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	8%

	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	Tỷ VND	27,531	57,716	54,277	55,768
EBIT	Tỷ VND	1,946	5,729	5,315	5,530
LNST	Tỷ VND	1,153	4,252	3,970	4,196
EPS (VND)	VND	2,496	8,946	8,351	8,826
Tăng trưởng EPS (%)	%	226%	258%	-7%	6%
P/E (x)	Lần	8.9	5.6	6.0	5.7
EV/EBITDA (x)	Lần	5.5	4.1	3.7	2.9
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	0	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	Lần	1.5	2.1	1.5	1.2
ROE (%)	%	17%	40%	27%	22%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	124%	70%	48%	35%

Nguồn: MBS Research

Tổng quan ngành thép thế giới 2021

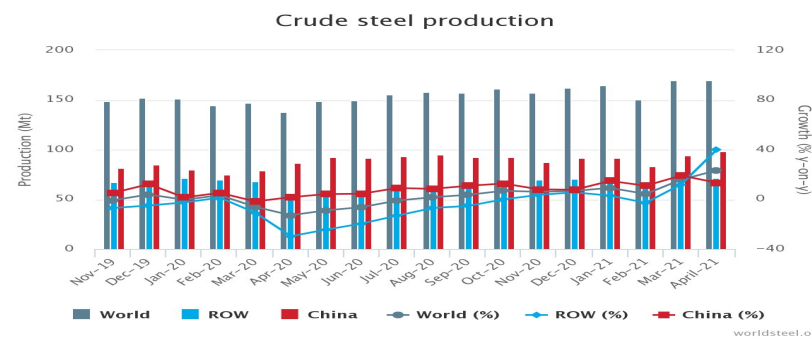
Lực cầu tăng : Theo ước tính của hiệp hội thép thế giới trong năm 2021 và 2021 lượng cầu về thép sẽ tăng lần lượt là 5.8% và 2.7% ước đạt 1,874 triệu tấn và 1,924 triệu tấn trên cơ sở dịch bệnh sẽ bình ổn trong giai đoạn sắp tới đồng thời Vaccin đang dần hoàn thiện.

Lực cung trong diễn biến tăng lại: Trung Quốc là thị trường sản xuất thép hàng đầu thế giới và nhu cầu về thép tại quốc gia này đang có đà tăng trưởng nhằm đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng với mong muốn vực dậy nền kinh tế sau đại dịch. Mặt khác, công suất tại các lò sản xuất thép chỉ đạt 80% do tình hình dịch bệnh, trong đó Hà Bắc đóng góp hơn 20% tổng sản lượng đã bị phong tỏa vào tháng 1. Bên cạnh đó, nhằm kiểm soát ô nhiễm vào ngày 01/04 các nhà chức trách đã lên kế hoạch thanh tra việc thực hiện lệnh hạn chế sản lượng thép thô của các doanh nghiệp. Trung Quốc cũng đang cân nhắc đến việc giảm hoàn thể xuất khẩu nhằm đảm bảo lượng cung thép trong nước khi cầu đang cao trong tình trạng hạn chế sản xuất do ô nhiễm. Tuy nhiên, theo số liệu thống kê từ worldsteel thì sản lượng sản xuất trong tháng 4 và tích lũy từ đầu tại nước này vẫn đang tăng trưởng dương so với cùng kỳ và sẽ sớm đạt đến sản lượng mục tiêu mà chính phủ Trung Quốc đã đề ra nhằm hạn chế ô nhiễm

Giá thép tăng giảm thất thường : giá thép đặc biệt là giá thép cuộn cán nóng (HRC) tại các nước trên thế giới đều đồng loạt tăng mạnh trong 4 tháng đầu năm 2021, nhưng theo diễn biến trong tháng 5 từ động thái can thiệp từ phía chính phủ Trung Quốc thì giá thép tại quốc gia này đang giảm khá mạnh và chưa có dấu hiệu phục hồi.



	Apr 2021 (Mt)	% change Apr 21/20	Jan-Apr 2021 (Mt)	% change Jan-Apr 21/20
China	97.9	13.4	374.6	15.8
India	8.3	152.1	38.2	26.9
Japan	7.8	18.9	31.5	2.7
United States	6.9	43.0	27.3	2.8
Russia	6.5	15.1	25.5	7.1
South Korea	5.9	15.4	23.4	6.5
Turkey	3.3	46.6	13.1	16.9
Germany	3.4	31.5	13.5	9.0
Brazil	3.1	59.3	11.8	15.9
Iran	2.5	6.4	10.0	9.6



Nguồn : MBS Research, Worldsteel, SunSirs

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

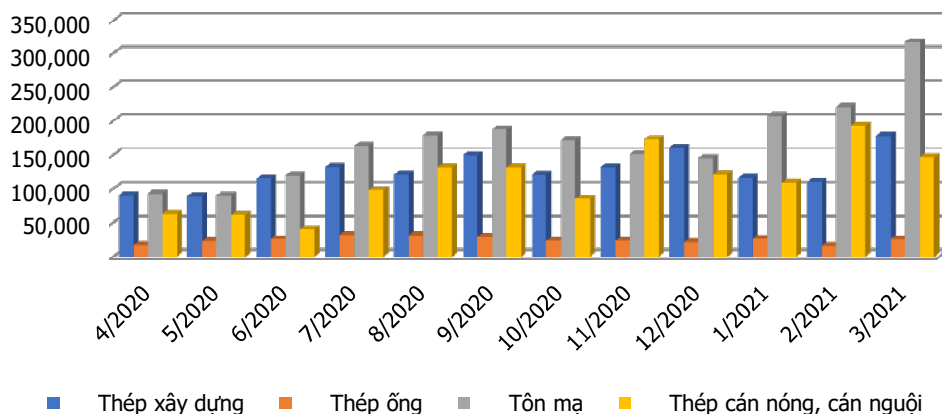
Stock picks

Cập nhật ngành thép Việt Nam năm 2021

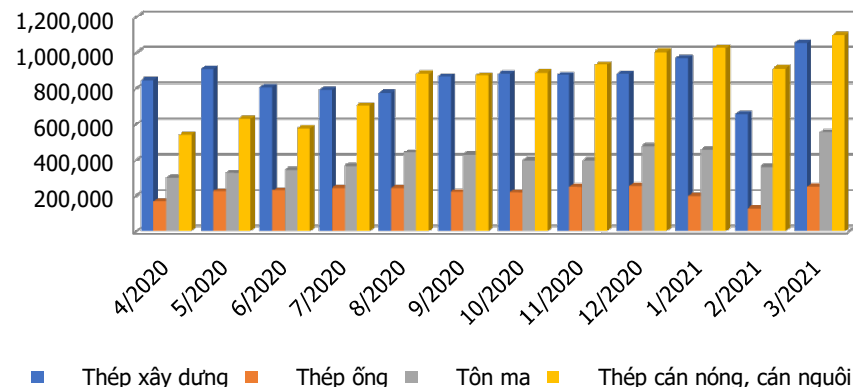
Sản lượng tiêu thụ của ngành thép Việt Nam đầy khả quan: GDP Việt Nam tăng trưởng 2.91% trong năm 2020, mặc dù đây là con số thấp nhất trong thập kỷ nhưng cũng là thành công trong tình hình dịch Covid-19, bên cạnh đó Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2021 là 6.5%. Trong bối cảnh các nền kinh tế trong nước và thế giới đang trong giai đoạn phục hồi và phát triển, lượng tiêu thụ ngành thép có đà tăng trưởng tốt. Theo Hiệp hội thép Việt Nam lượng tiêu thụ thép của toàn ngành trong tháng 3 đạt 2,882,672 tấn, tăng 59.04% so với tháng 2 và tăng 39.8% so với cùng kỳ năm 2020 đưa tổng sản lượng tiêu thụ của cả Quý 1 năm 2021 đạt 6,780,361 tấn tăng 34.7% so với cùng kỳ 2020.

Xuất khẩu tăng trong quý 1: với dự báo của hiệp hội thép thế giới về khả năng tăng trưởng tiêu thụ, bên cạnh đó do ảnh hưởng của dịch bệnh và chiến dịch xanh tại Trung Quốc nên nguồn cung tại quốc gia này đang bị suy giảm dẫn đến tiềm năng tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam là rất lớn. Theo thống kê tại hiệp hội thép Việt nam trong tháng 3 sản lượng xuất khẩu đạt 625,553 tấn tăng 16.05% so với tháng 2 và tăng 48.2% so với cùng kỳ năm 2020. Quý 1 năm 2021 tổng lượt xuất khẩu đạt 1,634,540 tấn, tăng 59.5% so với quý 1 năm 2020.

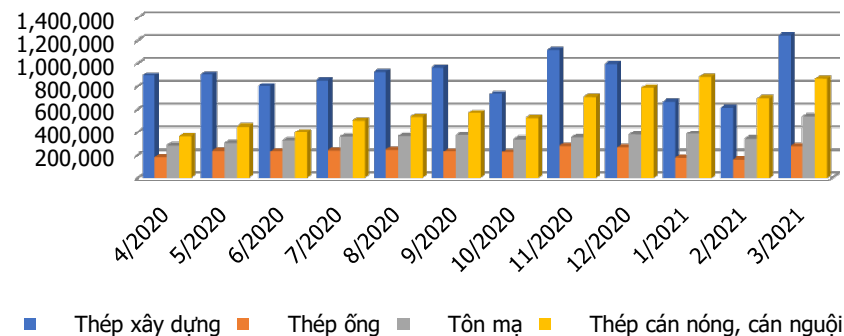
Xuất Khẩu



Sản xuất



Tiêu Thụ



Nguồn : Fiinpro, MBS Research

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thép và kỳ vọng năm 2021

Công ty	Doanh thu (Tỷ VND)		LNTT (Tỷ VND)		Biên LN gộp (%)		Biên LN thuần (%)		Sản lượng tiêu thụ (tấn)		Thị phần		P/E tại ngày 31/12/2020	P/B tại ngày 31/12/2020
	2020	Tăng trưởng	2020	Tăng trưởng	2020	2019	2020	2019	Sản lượng	Tăng trưởng	2020	2019		
HPG	90,119	42%	15,355	69%	21.00%	17.60%	17.00%	14.30%	4,601,391	30.60%	19.80%	15.20%	11.2	2.6
HSG	27,531	-2%	1,376	212%	16.80%	11.40%	4.20%	1.30%	1,622,682	8.77%	7.60%	6.40%	7.9	1.7
NKG	11,560	-5.10%	321	253%	7.50%	2.80%	2.60%	0.40%	703,733	3.70%	3.00%	2.90%	9.5	0.9
POM	9,820	-18%	38	-113%	5.20%	1.70%	0.40%	-2.50%	710,459	-14.60%	3.10%	3.60%	255	1.2
TIS	9,566	-8%	36	-30%	4.80%	4.90%	0.40%	0.50%	813,951	2.70%	3.50%	3.40%	103	0.9
TDS	2,161	3%	27	-26%	3.80%	4.30%	1.30%	1.70%	98,126	-39.50%	0.40%	0.70%	8	0.7
VIS	4,062	-12%	23	-111%	2.50%	-1.30%	0.60%	-4.70%	328,786	-2.20%	1.40%	1.50%	44	2.5

Các doanh nghiệp dẫn đầu tiếp tục gia tăng thị phần: HPG ghi nhận thị phần năm 2020 tăng từ 15.2% lên 19.8%, trong đó mảng thép xây dựng tăng từ 26% lên 32%. Theo sau là HSG, với thị phần tăng nhẹ từ 6.4% lên 7.6%. NKG và TIS có thị phần tăng nhẹ, trong khi đó các công ty khác có thị phần sụt giảm cùng với kết quả kinh doanh ảm đạm và lổ.

Biên lợi nhuận cải thiện mang lại lợi nhuận vượt kế hoạch: HPG, HSG và NKG là 3 doanh nghiệp niêm yết duy nhất có lãi trước thuế, một phần đến từ tăng trưởng doanh thu giúp chi phí phân bổ hiệu quả hơn. HSG ghi nhận doanh thu tăng trưởng âm, nhưng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng và hoạt động quản lý chi phí tốt hơn nên vẫn có lãi trước thuế.

Kỳ vọng năm 2021

Vaccine chống Covid-19 phân nào đẩy lùi dịch bệnh: giúp cho hoạt động sản xuất của các quốc gia được phục hồi. Cùng với việc dịch Covid-19 được đẩy lùi, các chính sách kích thích nền kinh tế sau khủng hoảng gây ra bởi dịch Covid-19 sẽ đẩy nhu cầu thép toàn thế giới tăng 5% so với 2020. Với thị trường thép trong nước, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép toàn thị trường tăng khoảng 10% mỗi năm trong 3 năm tới, nhờ hưởng lợi từ hoạt động đầu tư công và dòng vốn FDI theo làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng về Việt Nam.

Giá nguyên vật liệu đạt đỉnh trong quý 1 và ổn định: nguồn cung quặng sắt được phục hồi sau khi các cơn bão tấn công vào Úc, một trong hai quốc gia xuất khẩu quặng sắt lớn nhất thế giới, chấm dứt.

Nguồn : Fiiipro, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

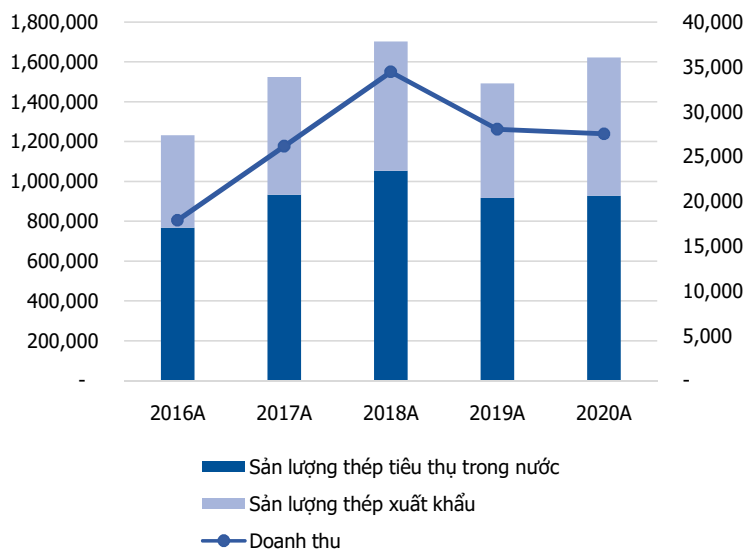
Stock picks

Hoạt động kinh doanh và tiềm lực doanh nghiệp

Tận dụng đà tăng trưởng tốt trong quá khứ: Trong giai đoạn 5 năm gần nhất thì sản lượng tiêu thụ tại Hoa sen đạt đỉnh điểm năm 2018 với hơn 1.2 triệu tấn tôn mạ, 0.375 triệu tấn ống thép và gần 0.2 triệu tấn các sản phẩm khác. Trong giai đoạn từ năm 2016 đến 2018 Hoa Sen đang có đà tăng trưởng cực tốt nhưng qua đến năm 2019 lại bị suy giảm đáng kể do ảnh hưởng nghiêm trọng của đại dịch covid toàn cầu và dần phục hồi ở năm 2020.

Kỳ vọng vượt kế hoạch cả năm: Với mục tiêu đề ra trong năm 2021 tổng sản lượng tiêu thụ là 1.8 triệu tấn thì qua nửa đầu năm HSG đã hoàn thành được hơn 60% kế hoạch đề ra cho cả năm.

Kỳ vọng tăng trưởng thị phần: mặc dù thị phần có phần suy giảm trong năm 2019 nhưng sang năm 2020 đã nhanh chóng phục hồi mạnh mẽ và kỳ vọng lấy lại thị phần đỉnh điểm năm 2016 và vượt trội hơn nữa trong các năm sau.



Nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Sản phẩm
THEO ĐỊA ĐIỂM	6,437,331	
Yên Bái	82,800	ống thép
Nghệ An	1,740,000	tôn mạ, ống nhựa, cán nguội
Nam Cấm	120,000	ống thép
Bình Định	112,000	ống thép, ống nhựa
Bình Dương	1,175,000	tôn mạ, cán nguội, phủ màu
Hà Nam	237,600	ống thép, ống nhựa
Nhơn Hội	975,000	tôn mạ, ống nhựa, cán nguội
Phú Mỹ	1,909,931	tôn mạ, ống thép, ống nhựa
Nhúng nóng Phú mỹ	85000	ống thép
THEO CHỨC NĂNG	6,437,331	
Công suất mạ	2,530,000	
Công suất ống thép	937,640	
Công suất ống nhựa	129,691	
Công suất cán nguội	2,030,000	
Công suất phủ màu	810,000	

Nguồn : HSG, MBS Research

Doanh thu và lợi nhuận

Doanh thu phục hồi : doanh thu HSG đang trong đà tăng trưởng dương giai đoạn từ trước năm 2019 và tăng trưởng âm ở năm 2019 và 2020 do ảnh hưởng đại dịch Covid. Theo báo cáo tài chính Quý 1 và 2 năm tài chính 2021 thì HSG đang có mức doanh thu phục hồi đáng kể (Q1: +38.2% CK ; Q2:+87.7% CK) từ sự phục hồi đáng kể của nền kinh tế trong nước cũng như các nền kinh tế trên thế giới khi đại dịch dần được kiểm soát cũng như quá trình chế tạo Vaccin đang tiến triển khả quan hơn.

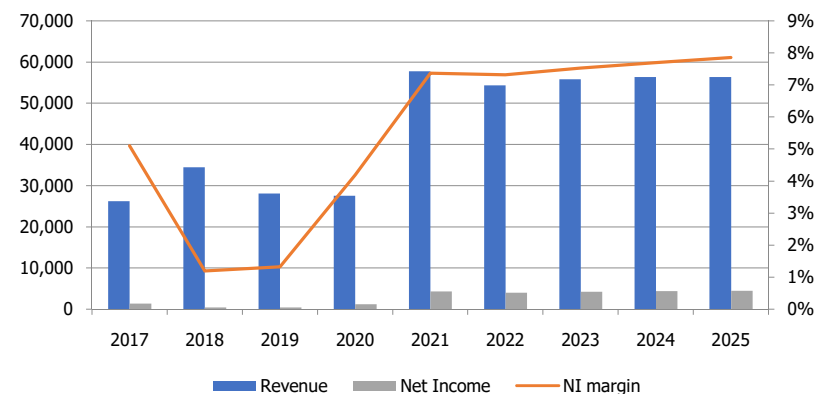
Biên lợi nhuận sau thuế dần cải thiện: mặc dù biên lợi nhuận trong năm 2018 suy giảm đáng kể nhưng sang năm 2020 đã thấy có dấu hiệu khả quan hơn đạt 4.2% so với 1.3% năm 2019 và 1.2% năm 2018.

Bảng cân đối kế toán

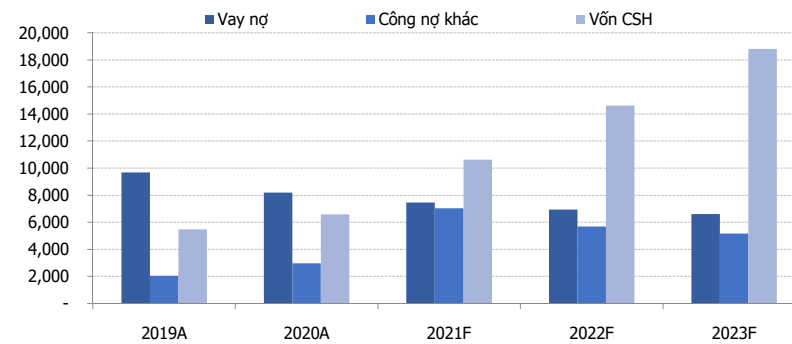
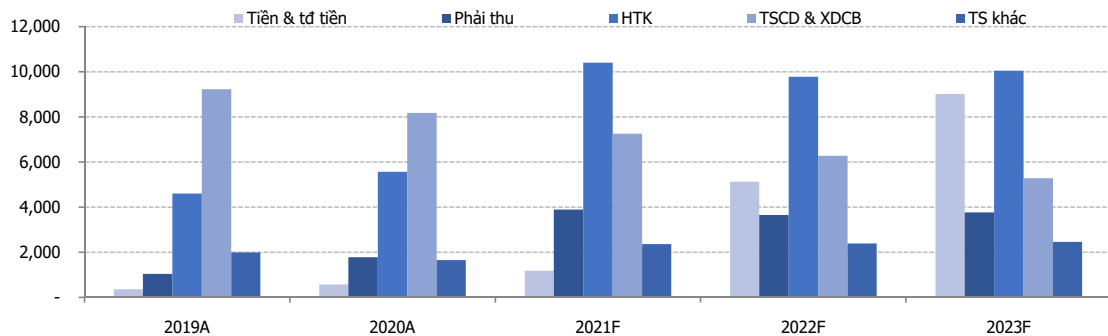
Tổng tài sản dự báo tăng mạnh: với đà tăng trưởng tốt doanh nghiệp sẽ gia tăng được các khoản tiền mặt, bên cạnh đó lượng hàng tồn kho cũng gia tăng lên định mức thích hợp để phục vụ nhu cầu phát triển trong thời gian tới.

Vốn chủ sở hữu gia tăng: với kết quả tốt từ hoạt động kinh doanh biên lợi nhuận sau thuế cải thiện sẽ gia tăng được lượng vốn chủ sở hữu từ thu nhập giữ lại và giảm bớt các khoản nợ dài hạn.

Doanh thu & lợi nhuận



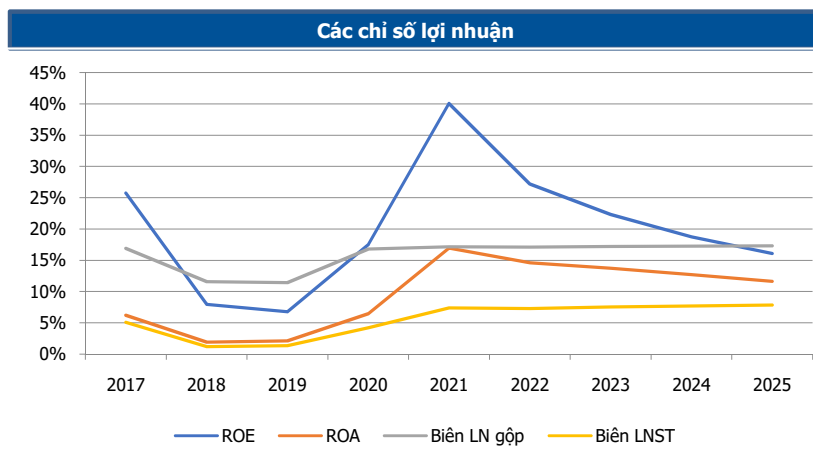
Bảng cân đối kế toán



Tỉ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) đang dần cải thiện: ROE năm 2018 sụt giảm mạnh so với năm 2017 đa phần đến từ sụt giảm ở biên lợi nhuận sau thuế (2017: 5.09% ; 2018: 1.19%). Tuy nhiên HSG đã nhanh chóng cải thiện trong năm 2020 (Biên LNST: 4.19% ; ROE: 17.5%) nhưng vẫn chưa đạt được con số đỉnh điểm như năm 2017 do tỉ lệ tài sản/vcsh đã bị suy giảm.

Chu kỳ tiền mặt giữ ở mức ổn định: Tuy thời gian thu tiền có gia tăng và thời gian trả tiền cho người bán ngắn lại nhưng thời gian tồn kho đã suy giảm đáng kể dẫn đến chu kỳ tiền mặt của HSG vẫn đang không biến động quá mạnh.

Dòng tiền cải thiện tốt: dòng tiền hoạt động trong năm 2017 ở con số âm và dòng tiền từ hoạt động tài chính tăng khá đáng kể chứng tỏ trong giai đoạn này HSG đã đẩy mạnh vay vốn nhằm phục vụ nhu cầu đầu tư sản xuất. Mặc dù sang năm 2018 doanh nghiệp vẫn tiếp tục gia tăng lượng nợ nhưng sang năm 2019 doanh nghiệp đã trả bớt nợ đồng thời dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đã vực dậy mạnh mẽ. Sang năm 2020 dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tuy có suy giảm so với năm 2019 nhưng tình hình vẫn rất khả quan đồng thời doanh nghiệp tiếp tục trả bớt nợ trong năm 2020 và tổng dòng tiền trong kỳ là dương 286 tỷ đồng.



Các chỉ số tài chính

Dupont analysis	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST / Doanh thu	5.09%	1.19%	1.32%	4.19%	7.37%	7.31%	7.52%	7.69%	7.85%
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	4.15x	4.13x	3.15x	2.69x	2.36x	1.86x	1.63x	1.48x	1.38x
Doanh thu / Tài sản	1.22x	1.62x	1.63x	1.55x	2.30x	1.99x	1.82x	1.65x	1.48x
ROE	25.8%	7.9%	6.8%	17.5%	40.1%	27.2%	22.3%	18.7%	16.1%

Số ngày vòng quay	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	12 days	15 days	18 days	19 days	25 days	25 days	25 days	25 days	25 days
Thời gian tồn kho bình quân	115 days	93 days	83 days	81 days	79 days	79 days	79 days	79 days	79 days
Thời gian trả tiền bình quân	43 days	27 days	18 days	23 days	30 days	25 days	21 days	18 days	15 days
Chu kỳ tiền mặt	84 days	81 days	82 days	77 days	74 days	79 days	83 days	86 days	89 days

Lưu chuyển tiền tệ	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	(2,173)	500	5,181	2,110	1,633	4,710	4,497	4,951	5,283
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(3,994)	(2,394)	(786)	(311)	(300)	(275)	(282)	(284)	(282)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	5,883	2,093	(4,598)	(1,513)	(730)	(497)	(346)	(245)	(176)
Dòng tiền trong kỳ	(284)	200	(203)	286	602	3,938	3,868	4,422	4,826

DỰ PHÓNG

- **Sản lượng tăng mạnh trong năm 2021 sau đó chậm lại**, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép của HSG sẽ tăng mạnh trong năm 2021 lần lượt là 53% và 63% so với năm 2020 do sự phục hồi từ các nền kinh tế toàn cầu cũng như thị trường Việt Nam. Và mức gia tăng này sẽ suy giảm đáng kể ở mức 5% cho tôn mạ và 3% cho ống thép trong năm 2022 và tiếp tục suy giảm cho các năm kế tiếp.
- **Giá bán biến động**: trong 4 tháng đầu năm thị trường đã chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ giá bán do tác động từ cung và cầu thép, tuy nhiên trong tháng 5 vừa qua do động thái can thiệp vào giá bán từ phía chính phủ Trung Quốc nên giá bán đã lại suy giảm đáng kể. Vì vậy chúng tôi dự phóng giá bán cho cả năm 2021 so với năm 2020 vẫn sẽ tăng ở mức độ tương đối và đến năm 2022 sẽ điều chỉnh giảm.
- **Biên lợi nhuận của công ty** được cải thiện nhờ: (1) tăng giá bán đầu ra; (2) chi phí được phân bổ hiệu quả hơn do tăng sản lượng sản xuất và (3) giảm đòn bẩy giúp giảm chi phí tài chính.

Dự phóng KQKD									
Tỷ VND	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Sản lượng tôn mạ	1,147,949	1,279,373	1,118,740	1,227,929	1,877,403	1,971,273	2,030,412	2,050,716	2,050,716
<i>Tăng trưởng</i>		11%	-13%	10%	53%	5%	3%	1%	0%
Sản lượng ống thép	375,268	422,897	373,069	393,981	641,714	660,965	674,184	680,926	680,926
<i>Tăng trưởng</i>		13%	-12%	6%	63%	3%	2%	1%	0%
Doanh thu	26,149	34,441	28,035	27,531	57,716	54,277	55,768	56,326	56,326
<i>Tăng trưởng</i>		32%	-19%	-2%	110%	-6%	3%	1%	0%
Giá vốn	21,731	30,464	24,836	22,903	47,800	44,983	46,164	46,589	46,565
Lợi nhuận gộp	4,418	3,977	3,199	4,627	9,917	9,294	9,604	9,736	9,761
<i>Tăng trưởng</i>		-10%	-20%	45%	114%	-6%	3%	1%	0%
LNST	1,332	409	369	1,153	4,252	3,970	4,196	4,332	4,424
<i>Tăng trưởng</i>		-69%	-10%	212%	269%	-7%	6%	3%	2%
EPS	3,630	955	766	2,496	8,946	8,351	8,826	9,112	9,306
<i>Tăng trưởng</i>		-74%	-20%	226%	258%	-7%	6%	3%	2%
BVPS	14,771	13,381	12,913	14,823	23,875	32,853	42,266	51,998	61,944
ROE	25.8%	7.9%	6.8%	17.5%	40.1%	27.2%	22.3%	18.7%	16.1%
ROA	6.2%	1.9%	2.1%	6.5%	16.9%	14.6%	13.7%	12.7%	11.7%

Macro outlook

Stock market outlook

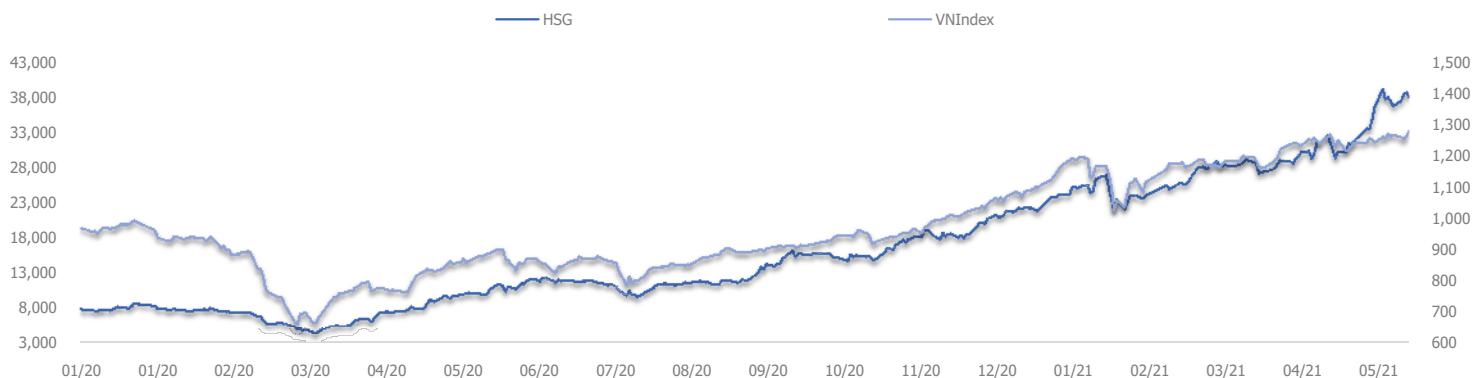
Key investment themes

Stock picks

Nguồn: HSG, MBS Research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 50,242 đồng (tăng 32%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 14,65% (Re: 17.8% và Rd: 9%) và tăng trưởng dài hạn là 1%.



Độ nhạy

Terminal FCFF Growth Rate:

		-	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
WACC	13.0%	48,852	49,336	49,837	50,357	50,896	51,456	52,038	52,643	53,272
	13.5%	48,681	49,158	49,653	50,165	50,697	51,249	51,822	52,418	53,038
	14.0%	48,511	48,983	49,471	49,976	50,501	51,045	51,610	52,197	52,808
	14.5%	48,344	48,809	49,291	49,790	50,307	50,844	51,401	51,980	52,582
	15.0%	48,179	48,639	49,114	49,606	50,117	50,646	51,195	51,766	52,359
	15.5%	48,017	48,470	48,939	49,425	49,929	50,451	50,992	51,555	52,139
	16.0%	47,856	48,304	48,767	49,247	49,743	50,258	50,792	51,347	51,923
	16.5%	47,698	48,140	48,597	49,070	49,561	50,069	50,595	51,142	51,710
	17.0%	47,541	47,978	48,429	48,897	49,380	49,882	50,401	50,940	51,500

Nguồn : HSG, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	28,035	27,531	57,716	54,277	55,768	56,326	56,326
Giá vốn hàng bán	24,836	22,903	47,800	44,983	46,164	46,589	46,565
Lợi nhuận gộp	3,199	4,627	9,917	9,294	9,604	9,736	9,761
Doanh thu hoạt động tài chính	63	78	91	96	123	158	208
Chi phí tài chính	803	645	528	487	463	445	432
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,212	2,681	4,188	3,979	4,074	4,113	4,117
Lợi nhuận trước thuế	470	1,376	5,318	4,965	5,247	5,417	5,533
Lợi nhuận sau thuế	369	1,153	4,252	3,970	4,196	4,332	4,424

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2022F	2022F	2022F
Tài sản ngắn hạn	7,356	9,022	17,174	20,327	24,626	29,217	34,054
I. Tiền & tương đương tiền	289	575	1,177	5,115	8,983	13,405	18,231
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	76	1	9	16	24	32	40
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,049	1,778	3,894	3,662	3,763	3,800	3,800
IV. Hàng tồn kho	4,599	5,569	10,395	9,782	10,039	10,132	10,126
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,342	1,100	1,699	1,751	1,816	1,847	1,856
Tài sản dài hạn	9,870	8,734	7,926	6,915	5,941	4,938	3,907
I. Các khoản Phải thu dài hạn	227	185	224	211	216	219	219
II. Tài sản cố định	8,428	7,482	6,557	5,498	4,438	3,371	2,294
1. Tài sản cố định hữu hình	8,187	7,262	6,339	5,285	4,228	3,166	2,092
2. Tài sản cố định vô hình	241	220	217	213	209	205	201
III. Tài sản cho thuê tài chính	214	112	0	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	576	576	696	778	849	908	954
V. Đầu tư tài chính dài hạn	17	26	29	27	28	28	28
VI. Tài sản dài hạn khác	408	352	420	402	410	413	413

Tổng tài sản	17,225	17,756	25,100	27,242	30,567	34,155	37,961
Nợ phải trả	11,757	11,166	14,485	12,635	11,774	11,035	10,419
I. Nợ ngắn hạn	8,767	8,991	12,516	10,809	10,048	9,380	8,814
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,061	2,968	7,018	5,670	5,161	4,672	4,236
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	6,706	6,023	5,499	5,139	4,887	4,708	4,578
II. Nợ dài hạn	2,990	2,174	1,969	1,826	1,726	1,656	1,605
1. Các khoản phải trả dài hạn	4	11	16	14	14	13	13
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,986	2,163	1,953	1,811	1,713	1,643	1,592
Vốn chủ sở hữu	5,468	6,591	10,615	14,607	18,793	23,120	27,542
1. Vốn điều lệ	4,235	4,446	4,446	4,446	4,446	4,446	4,446
2. Thặng dư vốn cổ phần	152	152	152	152	152	152	152
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,021	1,954	5,879	9,876	14,050	18,368	22,783
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	8	7	11	15	19	23	28
5. Vốn khác	53	32	128	119	126	130	133
Tổng nguồn vốn	17,225	17,756	25,100	27,242	30,567	34,155	37,961

Nguồn: HSG, MBS Research

Chỉ số chính	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Định giá							
EPS	766	2,496	8,946	8,351	8,826	9,112	9,306
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	12,913	14,823	23,875	32,853	42,266	51,998	61,944
P/E	8.7	8.9	5.6	6.0	5.7	5.5	5.4
P/B	0.5	1.5	2.1	1.5	1.2	1.0	0.8
Khả năng sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	11.41%	16.81%	17.18%	17.12%	17.22%	17.29%	17.33%
Biên EBITDA	7.76%	11.54%	12.03%	12.10%	12.20%	12.28%	12.35%
Biên lợi nhuận sau thuế	1.32%	4.19%	7.37%	7.31%	7.52%	7.69%	7.85%
ROE	6.75%	17.49%	40.06%	27.18%	22.33%	18.74%	16.06%
ROA	2.14%	6.49%	16.94%	14.57%	13.73%	12.68%	11.65%

Tăng trưởng							
Doanh thu	-19%	-2%	110%	-6%	3%	1%	0%
Lợi nhuận trước thuế	-11%	193%	287%	-7%	6%	3%	2%
Lợi nhuận sau thuế	-10%	212%	269%	-7%	6%	3%	2%
EPS	-20%	226%	258%	-7%	6%	3%	2%
Tổng tài sản	-19%	3%	41%	9%	12%	12%	11%
Vốn chủ sở hữu	6%	21%	61%	38%	29%	23%	19%
Thanh khoản							
Thanh toán hiện hành	0.84	1.00	1.37	1.88	2.45	3.11	3.86
Thanh toán nhanh	0.04	0.06	0.09	0.47	0.90	1.43	2.07
Nợ/tài sản	56%	46%	30%	26%	22%	19%	16%
Nợ/vốn chủ sở hữu	177%	124%	70%	48%	35%	27%	22%
Khả năng thanh toán lãi vay	1.32	3.47	12.14	12.23	13.53	14.39	14.94

Hiệu quả hoạt động							
Vòng quay phải thu khách hàng	20.8	19.5	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	18 ngày	19 ngày	25 ngày	25 ngày	25 ngày	25 ngày	25 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	4.4	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
Thời gian tồn kho bình quân	83 ngày	81 ngày	79 ngày	79 ngày	79 ngày	79 ngày	79 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	20.3	16.2	12.0	14.4	17.3	20.7	24.9
Thời gian trả tiền bình quân	18 ngày	23 ngày	30 ngày	25 ngày	21 ngày	18 ngày	15 ngày

Cashflow Statement (VND bn)	2019	2020	2021F	2022F	2022F	2022F	2022F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	5,181	2,110	1,633	4,710	4,497	4,951	5,283
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-786	-311	-300	-275	-282	-284	-282
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-4,598	-1,513	-730	-497	-346	-245	-176
Dòng tiền trong kỳ	-203	286	602	3,938	3,868	4,422	4,826
Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ	492	289	575	1,177	5,115	8,983	13,405
Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ	289	575	1,177	5,115	8,983	13,405	18,231

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

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, số 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**