

# THEO DÕI

Giá mục tiêu 2024: **23.000 VND**  
Upside: **10%**  
Cập nhật: **07/08/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** (1) Sản lượng tiêu thụ tăng 47% so với cùng kỳ giúp cải thiện biên lợi nhuận mặc dù giá bán giảm 9% so với mặt bằng Q1; (2) Sản lượng tiêu thụ nội địa bắt đầu hồi phục rõ rệt hơn.

**Tiêu cực:** Giá bán tôn mạ vẫn có dấu hiệu điều chỉnh ở biên độ 5-10% trong 2 tháng gần đây.

**Rủi ro:** (1) Lợi thế chênh lệch giá bị triệt tiêu khi tỷ giá hạ nhiệt, (2) Giá bán giảm với biên độ sâu hơn hiện tại, (3) Cổ phiếu có thể biến động mạnh hơn so với các cổ phiếu cùng ngành.

	Q2/2023	Q2/2024	2024F
Doanh thu	8.646	10.840	35.000
% YoY	-29%	25%	7%
LNST	14	273	1.100
% YoY	-95%	1831%	35%

Đơn vị Doanh thu, LNST: tỷ VND

## Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Hoa Sen 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 nhựa nội địa, chỉ sau BMP và NTP. Ngoài ra, doanh nghiệp còn sở hữu chuỗi phân phối vật liệu xây dựng bao gồm hơn 100 cửa hàng Hoa Sen Home.

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Sản xuất Tôn mạ
Giá hiện tại:	20.950 VND
Vốn hóa:	12.905 tỷ VND
Số lượng CPLH:	616,0 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	1.844 VND
P/B	1,2 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	5,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



# HSG

## CTCP Tập đoàn Hoa Sen

# DSC

## TÓM TẮT CẬP NHẬT

Q2/2024, KQKD của HSG duy trì sự khả quan khi doanh thu đạt 10.840 tỷ VND (+25% YoY) với LNST tăng mạnh từ mức nền thấp 2023 tại 273 tỷ (+1831% YoY), lần lượt đạt 59% và hoàn thành kế hoạch cơ bản 2024 nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi mạnh mẽ và tỷ giá tăng hỗ trợ mức giảm của giá tôn mạ.

Chúng tôi hạ định giá HSG từ 24.700 VND xuống 23.000 VND/cổ phiếu do nhận thấy rủi ro dài hạn Việt Nam áp thuế chống bán phá giá lên các sản phẩm thép HRC từ Ấn Độ và Trung Quốc có thể làm giảm biên lợi nhuận doanh nghiệp. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng rằng giá hiện tại đã phản ánh tương đối triển vọng của doanh nghiệp và khuyến nghị nhà đầu tư chỉ nên giải ngân ở vùng giá 20.500-21.500 VND/cổ phiếu, tương đương mức P/B 1,1x-1,15x.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Sản lượng tiêu thụ duy trì tín hiệu tích cực

Lũy kế 6T đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG đạt 790.747 tấn (+47% YoY, +11% so với năm 2022). Chúng tôi nhận thấy mức tăng trưởng sản lượng này đến từ việc HSG tích cực xuất khẩu mặt hàng tôn mạ, với tổng sản lượng xuất khẩu tăng 63% YoY. Trong tình hình tỷ giá hối đoái vẫn sẽ neo cao và dự kiến chỉ điều chỉnh nhẹ khi FED đưa ra quyết định giảm lãi suất lần đầu vào cuối Q3 năm nay, chúng tôi nhận định HSG có thể giữ được đà tăng trưởng doanh thu trong nửa sau 2024 khi doanh nghiệp đẩy mạnh các chính sách hỗ trợ bán hàng để kích cầu nội địa.

### Kỳ vọng xác nhận đáy giá tôn mạ sau đợt điều chỉnh

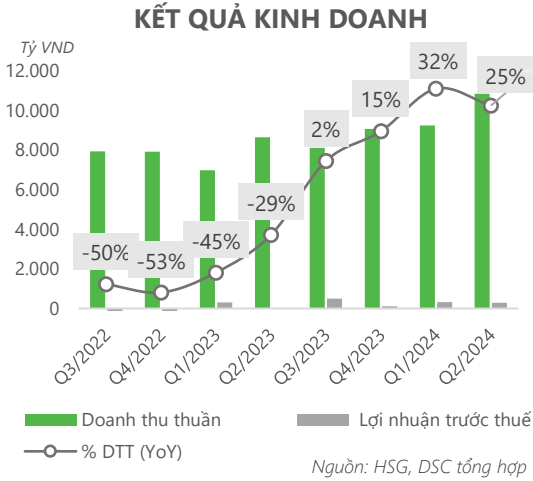
Giá tôn Q2 đã giảm khoảng 9% QoQ. DSC điều chỉnh kỳ vọng giá tôn mạ sẽ tạo đáy trong Q3 và hồi phục nhẹ trong Q4 nhờ việc thị trường bất động sản đã qua giai đoạn khó khăn nhất, biểu hiện ở việc tiêu thụ tôn trên cả 3 miền đang tăng trưởng đồng đều. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên quan điểm giá tôn năm 2024 khó có thể bứt phá so với 2023 do: (1) Chính sách cắt giảm sản lượng thép của Trung Quốc đang không có hiệu quả cùng thị trường BĐS đình trệ khiến giá thép nước này phá đáy 2 năm, và (2) Sản phẩm tôn mạ không được ứng dụng đa dạng như thép trong hoạt động xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá tôn mạ tại Việt Nam có thể biến động với biên độ thấp hơn khi các biện pháp chống bán phá giá có thể được đẩy nhanh trong tình hình hiện tại.

### ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

#### Xác nhận chu kỳ hồi phục

Doanh thu của HSG duy trì đà hồi phục với mức tăng trưởng 25% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ khả quan hơn tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu.

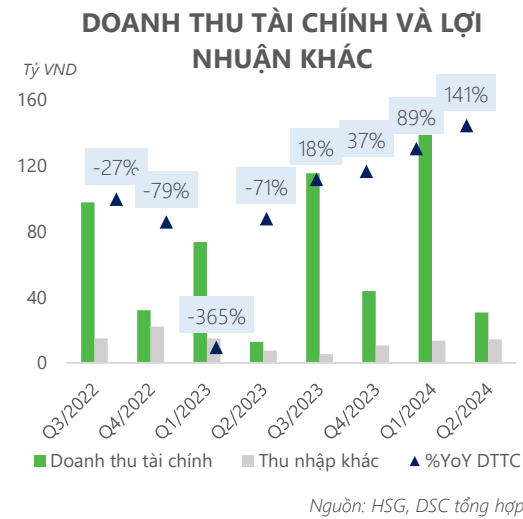
Mặc dù giá vốn hàng bán của doanh nghiệp cao hơn so với cùng kỳ (chủ yếu đến từ gia tăng sản xuất và chi phí vận chuyển tăng), việc doanh thu phục hồi cùng với các khoản lãi khác cùng giá thép HRC đầu vào rẻ đã hỗ trợ biên lợi nhuận của HSG cải thiện 2 điểm phần trăm so với Q2.2023. Chúng tôi nhận định rằng mức tăng trưởng doanh thu có thể sẽ chậm lại từ Q3 do các yếu tố về chênh lệch tỷ giá và doanh thu bất thường dần bị loại bỏ nhưng vẫn sẽ giữ được mức tăng trưởng hai chữ số.



#### Lãi ngoài hoạt động kinh doanh tăng đột biến

So với Q2.2023, lãi từ hoạt động tài chính của doanh nghiệp tăng 141% - chủ yếu đến từ việc lãi chuyển đổi tỷ giá hối đoái của HSG tăng 2,5 lần - và lãi từ thanh lý tài sản tăng mạnh. Doanh thu tài chính tăng mạnh do vấn đề tỷ giá USD/VND tăng nóng trong Q2 vừa rồi khi Mỹ vẫn tiếp tục duy trì lãi suất điều hành cao. Đồng thời, lợi nhuận của HSG chỉ bị ảnh hưởng nhẹ bởi giá cước vận chuyển tăng cao mặc dù phải nhập khẩu nguồn HRC đầu vào do giá của sản phẩm này có xu hướng giảm trong Q2.

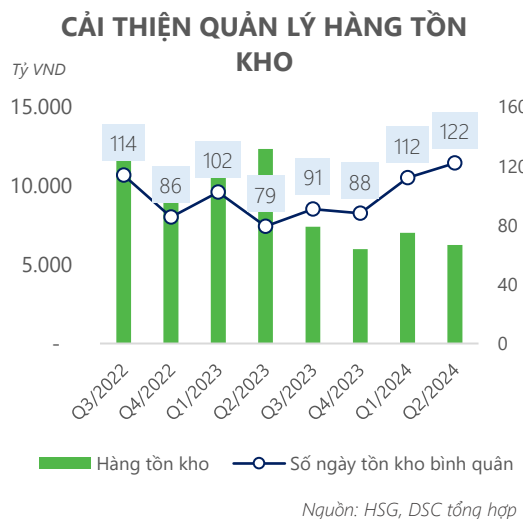
Hiệu ứng này sẽ duy trì cho đến cuối năm nay do mặc dù FED có thể hạ lãi suất vào Q3, hiệu ứng chỉ suy giảm đáng kể nếu trong những đợt cắt lãi suất với biên độ đủ mạnh (0,75%-1%).



#### Dòng tiền kinh doanh dương trở lại, tăng cường tích lũy hàng tồn kho

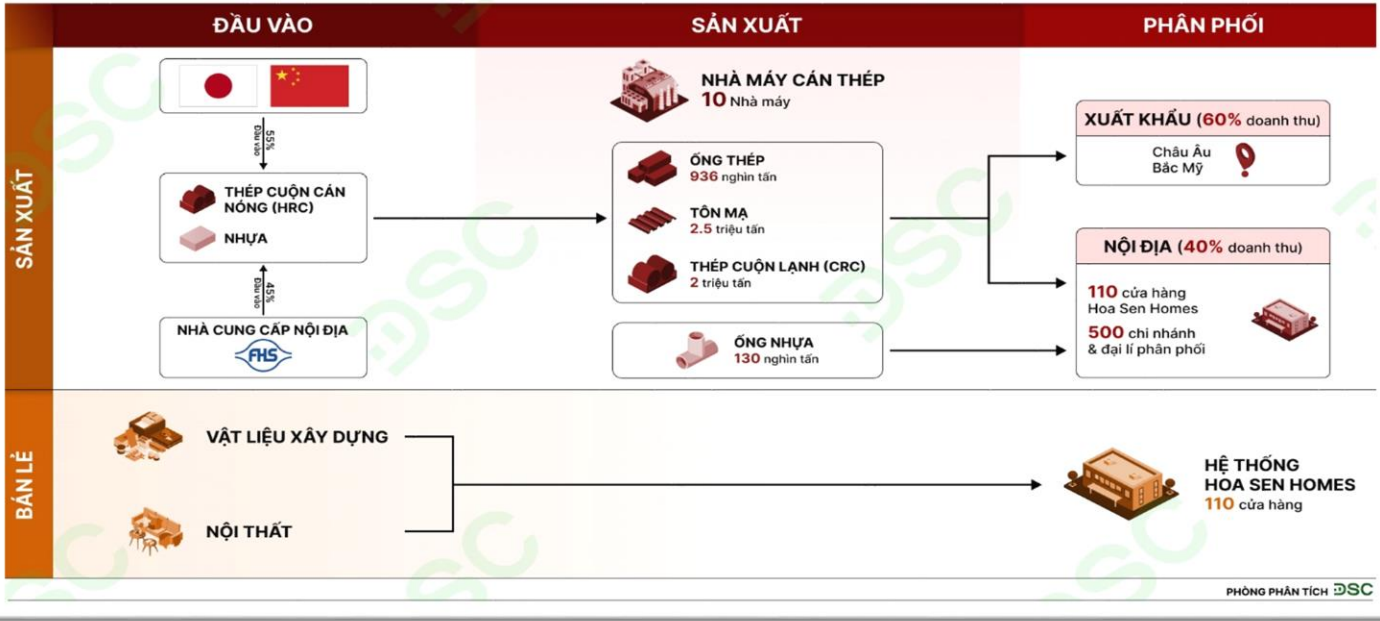
Dòng tiền kinh doanh của HSG đã dương trở lại sau mức âm kỷ lục - 2,739 tỷ VND trong Q1 do việc tăng cường vay nợ ngắn hạn để tích trữ hàng tồn kho cho hoạt động xuất khẩu trong Q2.

Chúng tôi nhận thấy HSG đang có xu hướng tích trữ hàng tồn kho giá rẻ do kỳ vọng giá tôn mạ phục hồi trong quý tới, biểu hiện bằng chỉ số ngày tồn kho bình quân tăng lên 122 vào Q2 (cao hơn số ngày tồn kho trung bình năm 2023 tại mức 87). Tuy nhiên, việc dòng tiền hoạt động kinh doanh đã đảo chiều cho thấy doanh nghiệp đang quản lý vốn lưu động tốt hơn, giúp giảm thiểu rủi ro khi tích trữ hàng hóa.



## MÔ HÌNH KINH DOANH

### MÔ HÌNH KINH DOANH CTCP - TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG)

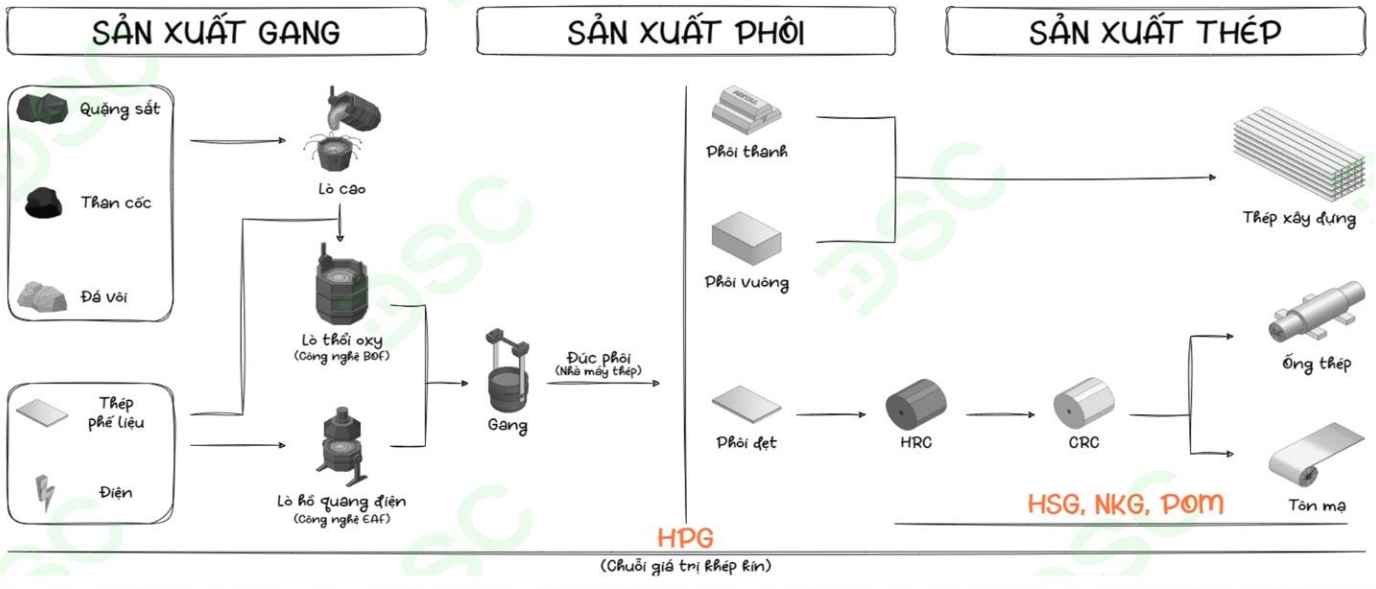


## MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG NGÀNH

CHUỖI GIÁ TRỊ CUNG ỨNG

# NGÀNH THÉP

Phòng phân tích DSC



## 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


### Tiền Quốc Việt,


Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

 (024) 3880 3456

 info@dsc.com.vn