

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG – HOSE)

“Vượt qua khó khăn”

KHẢ QUAN

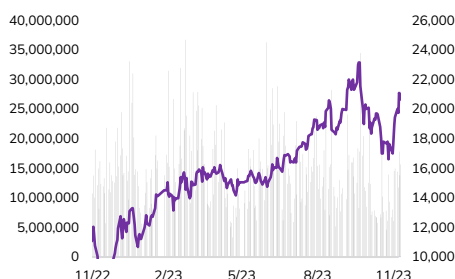
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Thép
Ngày báo cáo	: 28/11/2023
Giá hiện tại (VND/CP)	: 21.300
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 24.500
Tỷ lệ tăng (%)	: +14,9%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 13.120
SLCPLH (CP)	: 615.982.309

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2022A	2023A
Tăng trưởng DTT (%)	2%	-36,3%
Tăng trưởng LNST (%)	-94,2%	-88,7%
Biên LNG (%)	9,9%	9,7%
Biên LNST (%)	0,5%	0,1%
ROA (%)	1,2%	0,2%
ROE (%)	2,3%	0,3%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,38	0,27
EPS (VND/CP)	420	46
BVPS (VND/CP)	18.171	17.472

(*) Niên độ tài chính (NĐTC) của HSG bắt đầu từ ngày 01/10 và kết thúc vào ngày 30/09.

Luận điểm đầu tư

- Mặc dù KQKD Q4/NĐTC 2022-2023 phục hồi ấn tượng nhưng lũy kế cả NĐTC 2022-2023 vẫn sụt giảm mạnh svck. Q4/NĐTC 2023, doanh thu thuần HSG đạt 8.107 tỷ đồng (+2,1% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ (LNST-MI) đạt 438 tỷ đồng, so với lỗ cùng kỳ nhờ (i) sự hồi phục của hoạt động xuất khẩu, (ii) tích trữ hàng tồn kho khi giá HRC thấp và (iii) quản lý chi phí hiệu quả. Tuy nhiên, KQKD cả NĐTC 2022-2023 suy giảm khi doanh thu thuần đạt 31.651 tỷ đồng (-36% svck) và LNST-MI đạt 28 tỷ đồng (-89% svck), do ảnh hưởng tiêu cực của KQKD trong Q1/NĐTC 2023 với khoản lỗ lớn 680 tỷ đồng.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng của HSG sẽ tích cực hơn dựa trên các yếu tố sau:
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng trưởng trong NĐTC 2024F. Nhu cầu thép nội địa có thể phục hồi trong thời gian tới nhờ (i) tác động tích cực từ chính sách của Chính phủ với thị trường bất động sản và việc thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công; và (ii) nhu cầu thép thế giới trong năm 2024 dự kiến tăng 1,9%.
 - ✓ Giá thép tăng theo đà giá thép thế giới. Giá thép thế giới đã bước vào xu hướng tăng trong đầu T11/2023 theo những trạng thái tích cực của nền kinh tế thế giới và thị trường BĐS Trung Quốc. Giá HRC tại thị trường Mỹ, EU cũng gia tăng. Dự báo giá thép thị trường Việt Nam cũng sẽ tăng sau khi đã giữ sự ổn định từ T9/2023.
 - ✓ Chiến lược phù hợp giúp giảm áp lực chi phí, tăng biên lợi nhuận. HSG đã chủ động tích trữ hàng giá rẻ (khi giá HRC đầu vào giảm) trong bối cảnh giá thép, tôn được dự báo ở mức cao trong thời gian tới, dự kiến biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục được cải thiện. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng thực hiện chiến lược tối ưu các chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp và tăng trả nợ để giảm chi phí lãi vay.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST-MI NĐTC 2023-2024F của HSG dự kiến lần lượt đạt 35.525 tỷ đồng (+12% svck) và 885 tỷ đồng (+3.025% svck). EPS 2024F dự kiến đạt 1.350 đồng/cp, BVPS 2024F dự kiến đạt 18.822 đồng/cp.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 24.500 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +14,9% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu HSG.
- Rủi ro
 - ✓ Thị trường bất động sản, xây dựng trong nước tiếp tục ảm đạm.

- ✓ Tình hình xuất khẩu không cải thiện được như kỳ vọng do khó khăn chung của nền kinh tế hoặc các biện pháp hạn chế nhập khẩu thép từ Việt Nam.
 - ✓ Biến động giá cả nguyên liệu đầu vào do xung đột chính trị gia tăng bất ổn kinh tế thế giới.
- **Cơ hội tăng giá**
 - ✓ Chính sách của Chính phủ giúp nền kinh tế và thị trường BĐS hồi phục trở lại sớm và mạnh mẽ hơn dự kiến.
 - ✓ Nhu cầu tăng mạnh góp phần tăng giá thép bán ra.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của HSG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	48.727	49.711	31.651	35.525
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	77%	2%	-36%	12%
Lợi nhuận gộp	8.873	4.939	3.058	4.218
Biên lợi nhuận gộp (%)	18%	10%	10%	12%
Doanh thu tài chính	366	267	233	199
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(314)	(338)
Chi phí bán hàng	(3.344)	(3.833)	(2.477)	(2.652)
Chi phí QLDN	(426)	(522)	(398)	(377)
Lợi nhuận từ HĐKD	4.917	330	102	1.050
Lãi/Lỗ khác	(2)	51	50	56
Lợi nhuận trước thuế	4.915	381	152	1.106
LNST cổ đông Công ty mẹ	4.314	251	28	885
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	9%	1%	0,1%	2%
EPS (đồng/cp)	8.741	420	46	1.350

Nguồn: HSG, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- KQKD Q4 NĐTC 2022-2023 của HSG phục hồi ấn tượng:

- ✓ Doanh thu thuần của HSG trong Q4 NĐTC 2022-2023 (Q4/NĐTC 2023) từ ngày 01/07/2023 đến ngày 30/09/2023 đạt 8.107 tỷ đồng (tăng +2,1% svck và -6,2% QoQ) nhờ sản lượng xuất khẩu hồi phục, LNST cổ đông công ty mẹ (LNST-MI) đạt 438 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm 2022 lỗ -887 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp ở mức 1.072 tỷ đồng (cùng kỳ năm trước lỗ -209 tỷ đồng), biên lợi nhuận gộp theo đó đạt 13,2% - mức cao nhất trong hơn 1 năm trở lại đây. Sự cải thiện của biên lợi nhuận bên cạnh việc hồi phục của sản lượng xuất khẩu còn nhờ vào việc quản lý chi phí giá vốn hiệu quả - lượng hàng tồn kho tích trữ khi HRC giá rẻ và khoản hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho 89 tỷ đồng.

Tăng trưởng doanh số tiêu thụ thép NĐTC 2023 (tấn)

	T9/2022	T9/2023	MoM (%)	YoY (%)	NĐTC 2022	NĐTC 2023	YoY (%)
Ổng Thép	32.603	24.011	(2,1)	(26,4)	338.788	286.915	(15,3)
Xuất khẩu	752	851	88,3	13,2	20.964	9.412	(55,1)
Nội địa	31.851	23.160	(3,8)	(27,3)	317.824	277.503	(12,7)
Tôn mạ	84.986	103.047	(6,5)	21,3	1.448.906	1.111.713	(23,3)
Xuất khẩu	35.185	59.649	(8,5)	69,5	853.630	619.619	(27,4)
Nội địa	49.801	43.398	(3,7)	(12,9)	595.276	492.094	(17,3)
Tổng doanh số	117.589	127.058	(5,7)	8,1	1.787.694	1.398.628	(21,8)
Xuất khẩu	35.937	60.500	(7,8)	68,4	874.594	629.031	(28,1)
Nội địa	81.652	66.558	(3,8)	(18,5)	913.100	769.597	(15,7)

Nguồn: VSA, ABS Research

- ✓ Doanh thu tài chính Q4/NĐTC 2023 tăng +18% svck lên 115 tỷ đồng (cải thiện nhờ khoản lãi chênh lệch tỷ giá) trong khi chi phí tài chính giảm -45% svck đạt 61 tỷ đồng (do nợ vay cuối Q4/NĐTC 2023 giảm hơn 1.251 tỷ đồng so với thời điểm cuối Q4/ NĐTC 2022). Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng có sự cải thiện so với Q4 NĐTC 2021-2022 khi lần lượt giảm -16,9% và -27,3% xuống 552 tỷ đồng và 75 tỷ đồng, tương đương lần lượt 6,8% và 0,9% doanh thu thuần.

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA HSG NĐTC 2022-2023

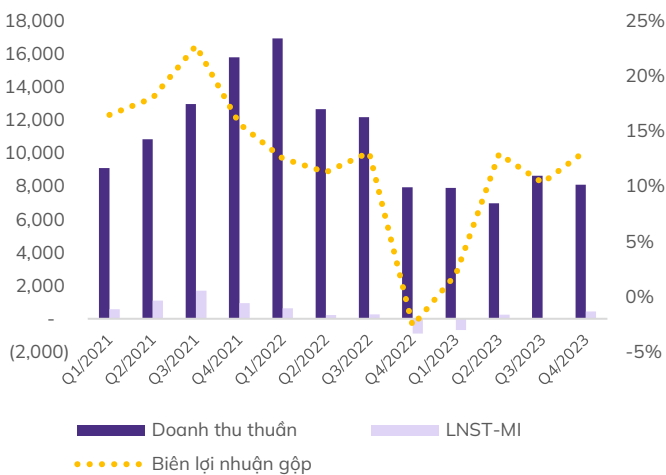
Chỉ tiêu	4Q2022	4Q2023	%YoY	2022	2023	%YoY
Doanh thu thuần	7.939	8.107	2%	49.711	31.651	-36%
Lợi nhuận gộp	(209)	1.072	N/A	4.939	3.058	-38%
Chi phí BH & QLDN	(768)	(627)	-18%	(4.355)	(2.875)	-34%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT	9,7%	7,7%		8,8%	9,1%	4%
Doanh thu tài chính	97	115	18%	267	233	-13%
Chi phí tài chính	(112)	(61)	-45%	(521)	(314)	-40%
Chi phí lãi vay	(74)	(36)	-51%	(260)	(195)	-25%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(991)	498	N/A	330	102	-69%
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	-	-		-	-	
Lợi nhuận trước thuế	(976)	504	N/A	381	152	-60%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	(887)	438	N/A	251	28	-89%
Biên LN ròng	-11,2%	5,4%		0,5%	0,1%	

Nguồn: HSG, ABS Research

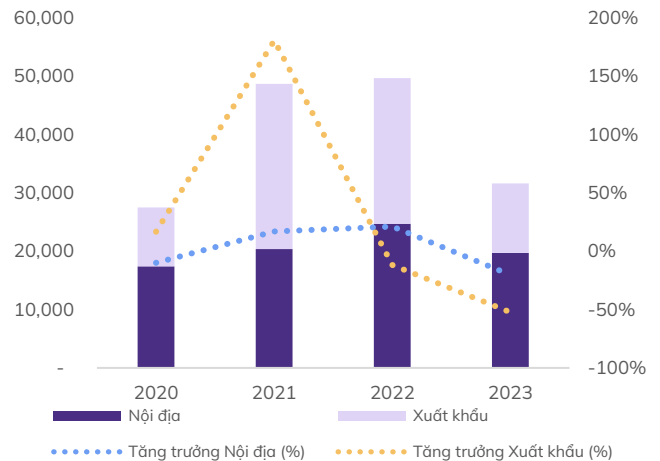
• **Lũy kế NĐTC 2022-2023, KQKD kém khả quan:**

- ✓ HSG đạt 31.651 tỷ đồng doanh thu thuần (-36% svck) và 28 tỷ đồng LNST-MI (-89% svck). Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 9,7% từ 9,9% năm 2022. Chi phí bán hàng đạt 2.477 tỷ đồng (-35% svck) nhờ việc quản lý, theo dõi sát sao, chủ động đàm phán giá cước vận chuyển cũng như tối ưu hóa hoạt động mảng logistics để tiết giảm chi phí vận chuyển. Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng giảm còn 398 tỷ đồng (-24% svck). Doanh thu tài chính giảm -13% svck, đạt 233 tỷ đồng, chi phí tài chính giảm mạnh -40% còn 314 tỷ đồng (do nợ vay cuối năm giảm mạnh 1.251 tỷ đồng svck năm trước). Như vậy, có thể thấy sự nỗ lực không ngừng nghỉ của HSG qua từng quý để cải thiện doanh thu, lợi nhuận sau kết quả kinh doanh không mấy suôn sẻ vào Q1/NĐTC 2022-2023 (từ 01/10/2022 - 31/12/2022) khi lợi nhuận gộp chỉ ở mức 160 tỷ đồng và LNST-MI là lỗ -680 tỷ đồng.

KQKD của HSG NĐTC 2021 - 2023 (tỷ VND)



Cơ cấu doanh thu HSG NĐTC 2020-2023

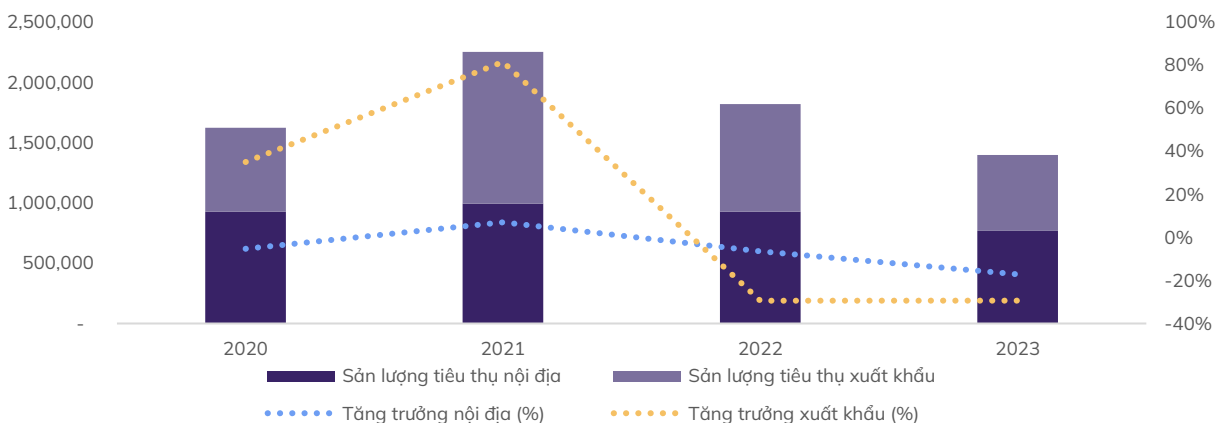


Nguồn: HSG, ABS Research

- ✓ Trong năm tài chính 2023, HSG đặt kế hoạch kinh doanh dựa trên 2 kịch bản: (i) Sản lượng thành phẩm 1,4 triệu tấn, doanh thu 34.000 tỷ đồng (-32% svck) và LNST 100 tỷ đồng (-60% svck); (ii) Sản lượng thành phẩm 1,5 triệu tấn, doanh thu 36.000 tỷ đồng (-28% svck) và LNST 300 tỷ đồng (+20% svck). **Như vậy, kết thúc NĐTC 2022-2023, HSG hoàn thành 94% doanh thu, 28,4% lợi nhuận so với kế hoạch thận trọng và hoàn thành 89% doanh thu, 9,5% lợi nhuận so với kế hoạch tích cực.**

- **Sản lượng thép tiêu thụ trong NĐTC 2023** của HSG đạt gần 1,4 triệu tấn, trong đó xuất khẩu đạt hơn 629 nghìn tấn (-28% svck), tiêu thụ nội địa đạt 769,6 nghìn tấn (-16% svck) tương ứng doanh thu lần lượt là 11.931 tỷ đồng (chiếm 38% doanh thu HSG) và 19.719 tỷ đồng (chiếm 62% doanh thu HSG).

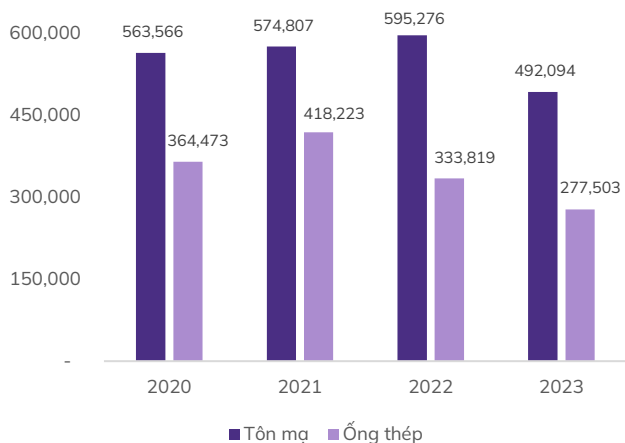
Sản lượng tiêu thép NĐTC 2020 – 2023 của HSG (tấn)



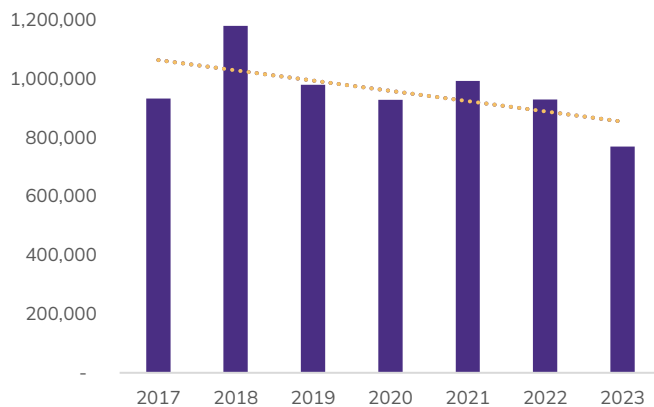
Nguồn: HSG, ABS Research

- ✓ **Thị trường nội địa:** sản lượng thép tiêu thụ nội địa của HSG đã chạm đáy kể từ năm 2017 do những tác động tiêu cực của thị trường bất động sản khi nguồn cung bất động sản giảm mạnh. Trong NĐTC 2023, sản lượng tiêu thụ nội địa đạt gần 770 nghìn tấn, trong đó tôn mạ đạt 492.094 tấn (-17,3% svck) và ống thép đạt 277.503 tấn (-12,7% svck).

Cơ cấu thép tiêu thụ nội địa HSG NĐTC 2020-2023 (tấn)



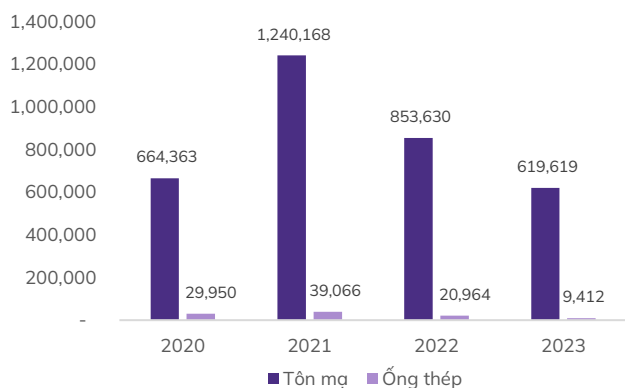
Sản lượng tiêu thụ thép nội địa HSG 2017 – 2023 (tấn)



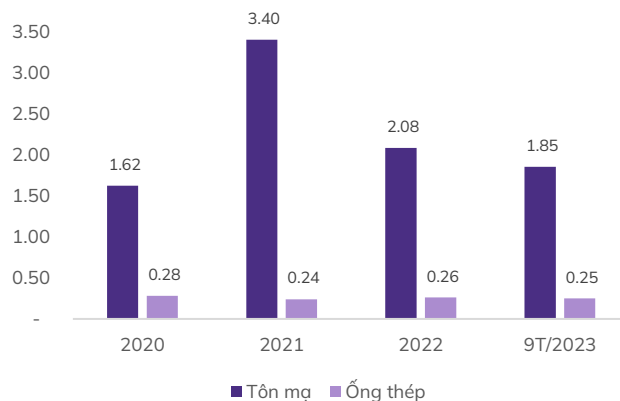
Nguồn: HSG, VSA, ABS Research

- ✓ **Thị trường xuất khẩu:** sản lượng xuất khẩu của trong HSG đạt hơn 629 nghìn tấn, trong đó chủ yếu là tôn mạ với 619.619 tấn (-27,4% svck), ống thép giảm mạnh so với năm 2022 khi đạt 9.412 tấn (-55,1% svck). Khách hàng nhập khẩu thép của HSG đa dạng khi doanh nghiệp đang tiếp tục phát triển xuất khẩu sang các thị trường nhỏ hơn tại các khu vực Trung Đông, Nam Á, Châu Phi, Châu Úc bên cạnh Mỹ, EU. Hiện tại, sản phẩm của HSG đã được xuất khẩu sang 87 quốc gia và vùng lãnh thổ.

Cơ cấu thép xuất khẩu của HSG NĐTC 2020-2023 (tấn)



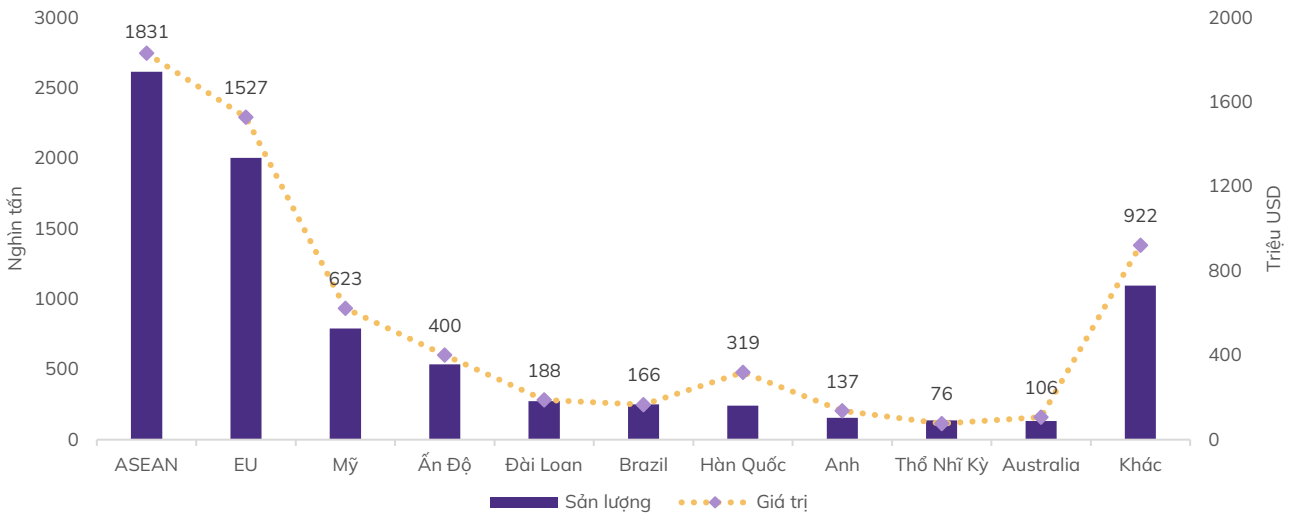
Sản lượng xuất khẩu theo toàn ngành (triệu tấn)



Nguồn: VSA, FiinPro, ABS Research

Sản lượng thép xuất khẩu của các doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam trong Q3/2023 duy trì đà hồi phục tích cực. Lũy kế 9T/2023 sản lượng xuất khẩu toàn ngành đạt 8.230 nghìn tấn (+27,4% svck), bằng 84% sản lượng xuất khẩu giai đoạn cao điểm 9T/2021. Trong đó, thị trường xuất khẩu chính vẫn là ASEAN, EU, Mỹ khi chiếm lần lượt 31,8%, 24,3%, 9,6% đạt 2.615, 2.003 và 791 nghìn tấn. Sản lượng xuất khẩu vào thị trường Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ có gia tăng mạnh mẽ trong 9T/2023 khi đạt lần lượt 535 nghìn tấn, 136 nghìn tấn (tương đương tăng trưởng +1.280% svck, +16.166% svck)

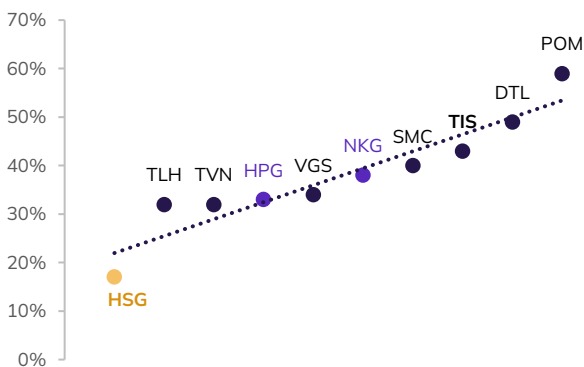
Tình hình xuất khẩu thép toàn ngành trong 9T/2023



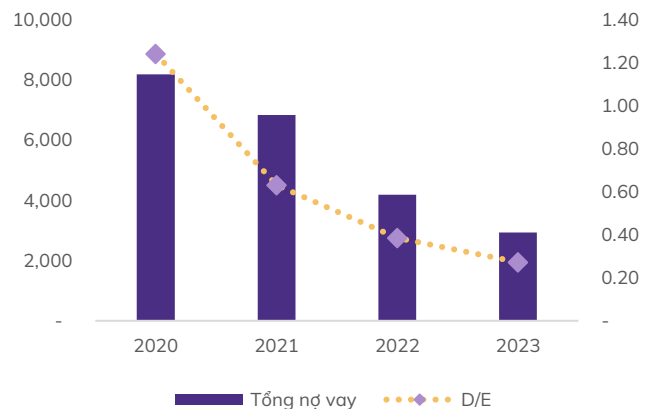
Nguồn: VSA, ABS Research

- Cơ cấu tài sản:** tại 30/09/2023, **tiền và tương đương tiền** đạt 597 tỷ đồng (+81% so với cuối NĐTC 2022) bao gồm cả tiền mặt và tiền gửi ngân hàng, chiếm 3,4% tổng tài sản. **Các khoản phải thu** ghi nhận đạt 2.470 tỷ đồng (+52% so với cuối NĐTC 2022) và chiếm 14,2% tổng tài sản, trong đó chủ yếu là phải thu ngắn hạn từ khách hàng (chiếm 94%). Tỷ lệ các khoản phải thu tăng so với thời điểm cuối NĐTC 2022 đến từ các khách hàng của HSG (khách hàng xuất khẩu), phản ánh tương ứng với sự tăng trưởng của doanh thu nửa sau NĐTC 2023 so với nửa đầu NĐTC. **Hàng tồn kho** chiếm phần lớn tài sản của HSG đạt 7.613 tỷ đồng (+3% so với cuối NĐTC 2022), chiếm tới 44% tổng tài sản. Trong đó, hàng tồn kho được gia tăng mạnh từ thời điểm cuối Q2/NĐTC 2023 (+17% QoQ) sau mức thấp kỷ lục tại thời điểm cuối Q1/NĐTC 2023 với giá trị 5.980 tỷ đồng.
- Tài chính lành mạnh với đòn bẩy thấp.** Tổng nợ vay của HSG tại thời điểm cuối NĐTC 2023 là 2.936 tỷ (toàn bộ là vay ngắn hạn), giảm -30% svck cuối NĐTC 2022, chiếm 16,9% tổng tài sản. Hệ số D/E là 0,27 lần, giảm so với 2022 là 0,38 lần. Trong cơ cấu nguồn vốn, tỷ lệ nợ phải trả chiếm 21% tổng tài sản với giá trị 6.569 tỷ đồng, chủ yếu bao gồm Nợ vay (16,9% tổng tài sản) và Phải trả người bán (16,6% tổng tài sản) đạt 2.887 tỷ đồng, tăng +178% so với mức nền thấp cuối NĐTC 2022, chủ yếu là các khoản phải trả nhà cung cấp nguyên vật liệu. So với các doanh nghiệp khác trong ngành, HSG có cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay ở mức an toàn và đang giảm dần trong các năm qua.

Tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản của các DN ngành thép



Quy mô nợ vay (tỷ đồng) & hệ số D/E của HSG



Nguồn: FiinPro, ABS Research

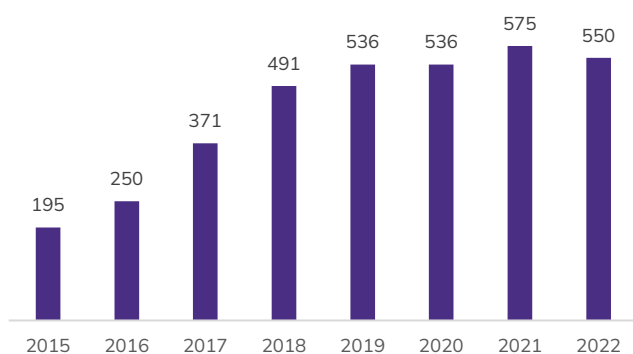
Triển vọng kinh doanh

- Sản lượng thép được kỳ vọng tăng trưởng trong NĐTQ 2024F.

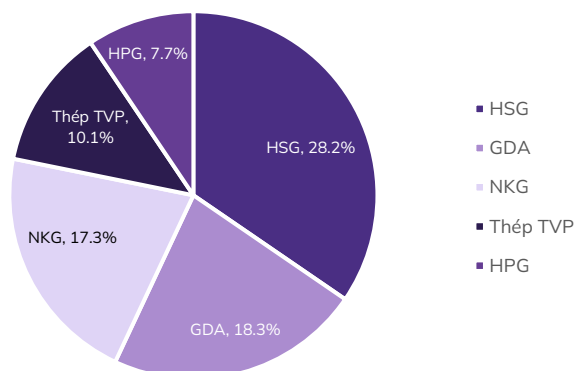
- ✓ **Thị trường nội địa: nhu cầu tiêu thụ thép nội địa có thể phục hồi** trong năm 2024F nhờ vào (i) hoạt động sản xuất công nghiệp trở lại dưới sự hỗ trợ của mặt bằng lãi suất thấp, (ii) các chính sách hỗ trợ của Chính phủ với thị trường bất động sản cũng như thúc đẩy việc giải ngân vốn đầu tư công. Trong 9T/2023, gần 20 động thái liên tục được phát đi từ phía Chính phủ để giải quyết vấn đề liên quan đến thị trường bất động sản góp phần tạo thêm niềm tin và sức mạnh cho thị trường cũng như các đối tượng tham gia. Theo thông tin từ NHNN, đến 30/09/2023, tổng dư nợ tín dụng đối với lĩnh vực BĐS của các tổ chức tín dụng (TCTD) đạt 2,74 triệu tỷ đồng, tăng 6,04% so với 31/12/2022, trong đó, tín dụng tín dụng kinh doanh BĐS lại có sự tăng trưởng rất cao (tăng 21,86%), cao hơn tỷ lệ tăng trưởng tín dụng chung và cùng kỳ năm trước mang lại tín hiệu về nguồn cung bất động sản sẽ tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2024F.

Khi thị trường nội địa hồi phục, sản lượng thép tiêu thụ của HSG có thể tăng trưởng mạnh mẽ dựa trên nền tảng: **(i) vị thế doanh nghiệp hàng đầu** trong ngành thép và lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam (chiếm 28% thị phần cả nước), HSG sở hữu quy trình sản xuất được kiểm soát chặt chẽ, sản phẩm chất lượng cao đáp ứng nhu cầu đa dạng cũng như yêu cầu khắt khe của thị trường; **(ii) hệ thống phân phối lớn** với hơn 500 chi nhánh và đại lý khắp cả nước gồm 110 Siêu thị Vật liệu xây dựng & Nội thất Hoa Sen Home và khoảng 400 cửa hàng truyền thống góp phần tạo lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp, dễ dàng đưa sản phẩm tiếp cận với khách hàng hoặc thay đổi chính sách giá bán phù hợp theo nhu cầu của thị trường.

Số lượng chi nhánh/đại lý của HSG



Thị phần tôn mạ trong nước 9T/2023



Nguồn: HSG, VSA, ABS Research

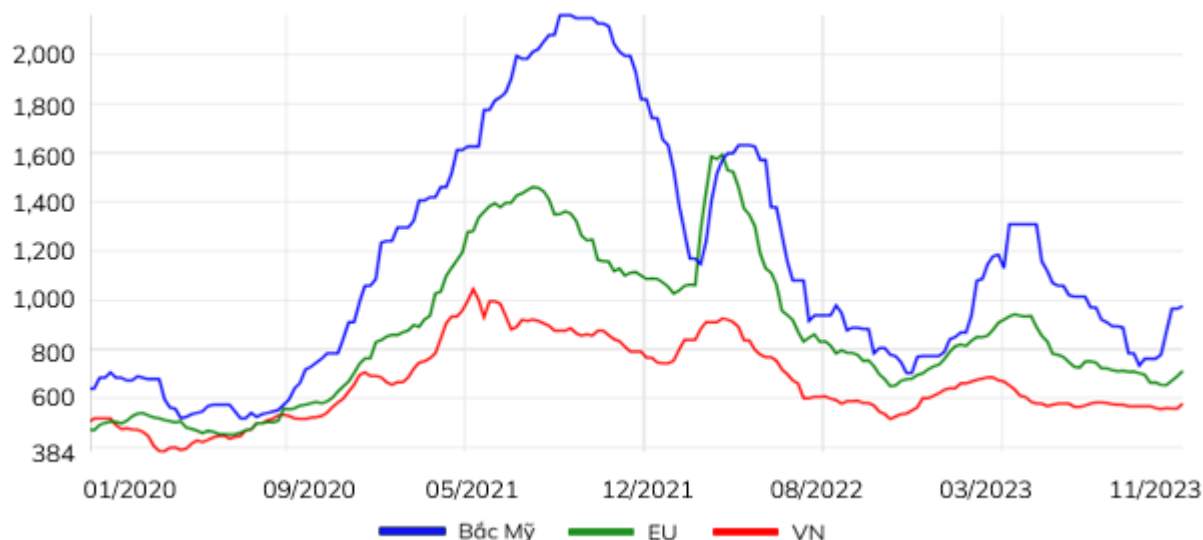
- ✓ **Thị trường xuất khẩu: nhu cầu thép toàn cầu dự báo tăng trưởng trong 2024.** Theo Hiệp hội Thép Thế giới (Worldsteel) về triển vọng ngắn hạn với ngành thép toàn cầu: (i) năm 2023, nhu cầu thép có thể tăng 1,8% (so với mức giảm 3,3% trong năm 2022); (ii) sang tới năm 2024 dự kiến tăng 1,9% đạt 1.849,1 triệu tấn; trong đó, có thị trường được dự báo tăng trưởng mạnh như EU (+5,8% svck), Ấn Độ (+7,7% svck), ASEAN (+5,2% svck). Ngoài ra, thị trường lớn là Mỹ được dự báo tăng trưởng 1,6% svck đạt 95 triệu tấn. Do đó, **nhờ vào tập khách hàng xuất khẩu đa dạng**, HSG được hưởng lợi từ sự tăng trưởng chung của thị trường thế giới cũng như giảm thiểu rủi ro mất thị trường nếu chính phủ quốc gia đó áp dụng rào cản phòng vệ thương mại...

- Giá thép tăng theo đà giá thép thế giới.

- ✓ **Giá thép cán nóng (HRC) gia tăng tại thị trường Mỹ, EU.** Tại thị trường Mỹ, từ giai đoạn đầu T10/2023 đến hiện tại đã tăng đáng kể lên mức 893 USD/tấn (tăng +28,5%) còn thị trường EU cũng đã tăng trong T10/2023, đạt 710,6 USD/tấn. Nguyên nhân sự tăng giá này đến từ việc nguồn cung hạn chế, thời gian giao hàng kéo dài bởi ảnh hưởng của chiến tranh, xung đột chính trị làm chi phí năng lượng tăng cao, một số lò luyện thép tại EU tạm dừng hoạt động để bảo trì

trong khi nhu cầu không thực sự giảm. Theo đó, giá xuất khẩu khi bán hàng sang hai thị trường lớn này của HSG có thể được hưởng lợi. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tác động của việc tăng giá này là ngắn hạn, khi tình hình xung đột cũng như lạm phát được cải thiện, nguồn cung sẽ dồi dào trở lại.

Giá HRC tại các thị trường (USD/tấn)



Nguồn: Kallanish, ABS Research

- ✓ **Giá thép xây dựng thế giới và Trung Quốc duy trì đà tăng.** Giá thép xây dựng thế giới đã bước vào xu hướng tăng trong đầu tháng 11/2023 khi vượt qua mức 3.800 CNY/tấn theo những trạng thái tích cực của nền kinh tế thế giới có thể kéo theo nhu cầu về vật liệu cơ bản tăng lên trong dài hạn. Tại Trung Quốc – quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới, giá thép cũng liên tục tăng trong thời gian gần đây sau những tín hiệu tích cực của thị trường BĐS và các giải pháp hỗ trợ doanh nghiệp của Chính phủ Trung Quốc như (i) nới lỏng quy định cho vay trong cách xác định đối tượng là người mua nhà lần đầu, (ii) giảm tỷ lệ trả tiền mặt và lãi suất cho vay thế chấp đối với người mua nhà.

Giá thép thanh thế giới (CNY/tấn)



Giá thép thanh, thép dây Trung Quốc (CNY/tấn)

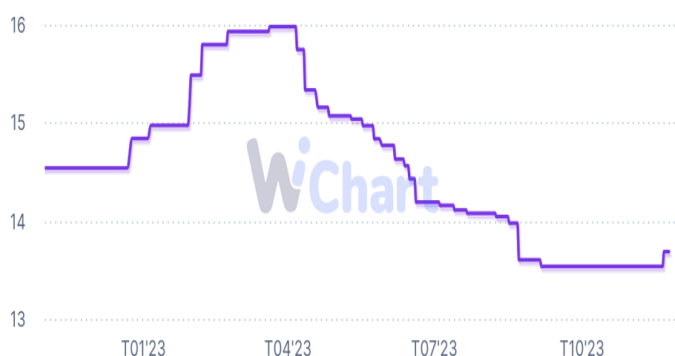


Nguồn: Tradingeconomics., WiChart, ABS Research

- ✓ **Giá thép trong nước** từ sau phiên giảm giá lần thứ 19 ngày 7/9 đến nay vẫn duy trì sự ổn định. Trong 9 tháng đầu năm 2023, giá thép xây dựng trong nước giảm sâu tới 19 lần liên tiếp. Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) cho biết, nguyên nhân giá thép trong nước liên tục giảm là do nhu cầu tiêu thụ chậm khi thị trường bất động sản ảm đạm, đầu tư công chưa khởi sắc. Không những thế, các doanh nghiệp thép trong nước còn phải cạnh tranh với thép giá rẻ của Trung Quốc khi

nước này liên tục hạ giá thép xuất khẩu. Vì vậy, giá thép thế giới và thép Trung Quốc tăng giá được coi là tín hiệu tích cực có thể kéo theo sự tăng giá của thép tại thị trường trong nước. Trong thời gian gần đây, HSG cũng như một số doanh nghiệp trong nước HPG, NKG đã bắt đầu tiến hành điều chỉnh tăng giá bán tôn, thép.

Giá thép trong nước (nghìn VND/kg)



Giá tôn lạnh màu Hoa Sen 0,45mm (nghìn VND/m²)



Nguồn: WiChart, ABS Research

• **Chiến lược phù hợp giúp giảm áp lực chi phí, tăng biên lợi nhuận.**

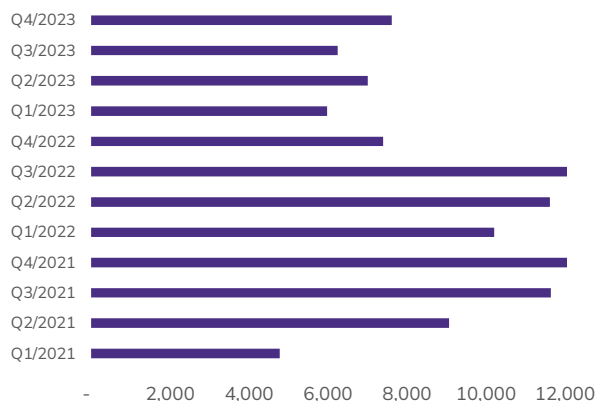
- ✓ **Phương thức quản trị hàng tồn kho hiệu quả:** HSG đã chủ động tích trữ hàng tồn kho khi giá HRC đầu vào ở mức nền thấp. Giá HRC tại thị trường Việt Nam và Trung Quốc (đầu vào của HSG) sau khi đạt đỉnh tại giai đoạn tháng 03-04/2022 (hơn 900 USD/tấn) đã bước vào xu hướng giảm, ngoài ra tiếp tục là đợt giảm từ đỉnh ở tháng 03/2023 (mức hơn 600 USD/tấn). Tính chung 9 tháng đầu năm 2023, lượng thép Trung Quốc được nhập khẩu vào Việt Nam đạt 5,5 triệu tấn với giá trị 3,88 tỷ USD, tăng 38% về lượng nhưng giảm 4% về giá trị so với cùng kỳ năm ngoái. Trong NĐTC 2022-2023, HSG đã tập trung gia tăng lượng hàng tồn kho trong Q2 (01/01 – 31/03) và Q4 (01/07 – 30/09), tại thời điểm cuối NĐTC 2023, hàng tồn kho đạt 7.613 tỷ đồng (+3% so với cuối NĐTC 2022).

Giá HRC cũng được cho là đã về vùng đáy do (i) hàng tồn kho của các doanh nghiệp thép Việt Nam đã tiệm cận với mức thấp nhất kể từ cuối năm 2020, (ii) Trung Quốc cũng không còn nhiều áp lực phải đẩy lượng hàng tồn kho thép giá rẻ (bao gồm HRC) do lượng hàng tồn kho cũng đã tiệm cận mức đáy và (iii) nguồn cung thép nước này cũng đã vơi bớt do những động thái chỉ đạo cắt giảm sản lượng thép thô của chính phủ Trung Quốc kể từ đầu Q2/2023.

Giá HRC Trung Quốc (CNY/tấn)



Lượng hàng tồn kho của HSG (tỷ VND)



Nguồn: HSG, WiChart, ABS Research

Như vậy, với việc chủ động tích trữ hàng tồn kho giá rẻ (khi giá HRC đầu vào giảm) để (i) sử dụng khi nhu cầu phục hồi cũng như (ii) giúp giảm khoản trích lập dự phòng (hoàn nhập) đã ghi nhận trong Q1/NĐTC 2023 ảnh hưởng đến giá vốn

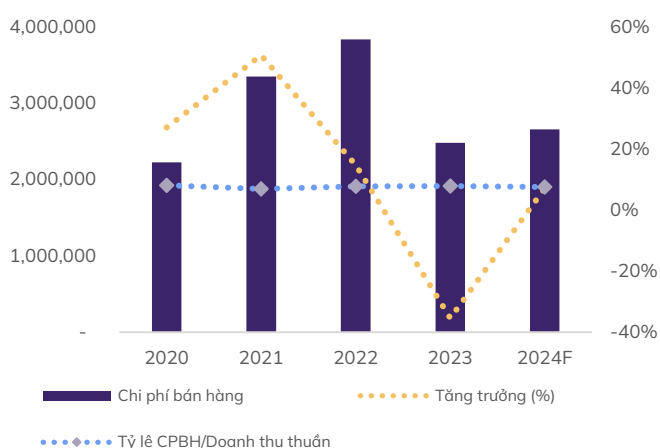
và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với giá thép, tôn được dự báo duy trì ở mức cao trong thời gian tới, **dự kiến biên lợi nhuận gộp trong các quý sau của HSG sẽ tiếp tục được cải thiện.**

✓ **Tối ưu hóa các chi phí của doanh nghiệp.**

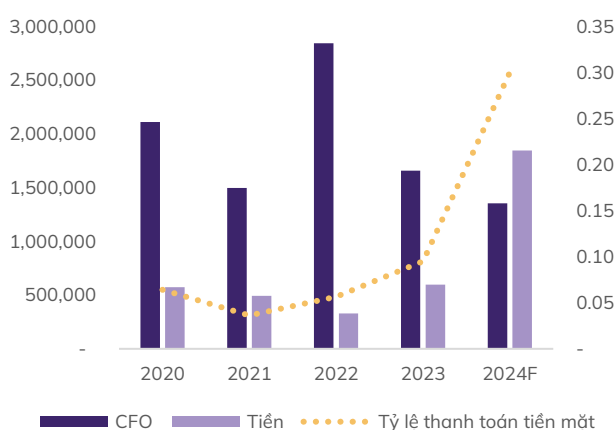
HSG thực hiện chiến lược **tối ưu hóa chi phí vận tải**, logistic bằng cách thương lượng, đàm phán với các công ty vận tải, forwarder để giảm chi phí vận chuyển xuống thấp nhất có thể; tận dụng các lợi thế sẵn có từ vị trí địa lý rất gần với các cảng biển trọng yếu của các nhà máy lớn trên cả nước để phục vụ xuất khẩu, từ đó tối ưu hóa quản lý cung ứng và phân bổ sản xuất đơn hàng phù hợp, nghiên cứu, tính toán phương thức, lộ trình vận tải với dịch vụ tốt nhất và giá cả hợp lý nhất đối với từng đơn hàng. Điều này giúp cho doanh nghiệp giảm được chi phí bán hàng đáng kể trong NĐTC 2023 cũng như thời gian sắp tới. Bên cạnh đó, HSG cũng chú trọng **tiết giảm các loại chi phí quản lý doanh nghiệp** liên quan đến hoạt động quản trị, điều hành các cơ sở sản xuất điều chỉnh thời gian sản xuất phù hợp và hiệu quả, vận hành liên tục ở các công đoạn giúp giảm thiểu chi phí điện năng.

Ngoài ra, doanh nghiệp duy trì được **dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh dương ở mức ổn định**, trả dần nợ vay giúp giảm áp lực vay nợ và chi phí lãi vay của doanh nghiệp.

Chi phí bán hàng của HSG NĐTC 2020 – 2024F (triệu VND)



Lượng tiền của HSG NĐTC 2020 – 2024F (triệu VND)



Nguồn: HSG, WiChart, ABS Research

Dự phóng KQKD

- Chúng tôi dự phóng trong NĐTC 2023-2024F, doanh thu của HSG đạt **35.525 tỷ đồng (+12% svck)**, LNST-MI đạt **885 tỷ đồng (+3.025% svck)**. EPS 2024F dự kiến đạt 1.350 đồng/cp, BVPS 2024F dự kiến đạt 18.822 đồng/cp dựa trên một số giả định sau:
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ của HSG dự kiến đạt hơn 1,56 triệu tấn trong NĐTC 2023-2024F (tăng +11,3% svck), trong đó sản lượng nội địa chiếm 54% và xuất khẩu chiếm 46%.
 - ✓ Giá thép HRC nguyên liệu đầu vào trung bình là 600USD/tấn.
 - ✓ Nhu cầu thép tại thị trường Việt Nam và toàn cầu phục hồi nhờ tác động tích cực của việc nền kinh tế và thị trường bất động sản khởi sắc trở lại.
- Ngoài ra, do mức nền giá nguyên liệu đầu vào thấp cũng như việc tăng giá tôn và ống thép của HSG, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp NĐTC 2024F đạt 12% (so với mức 9,7% NĐTC 2023).

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu HSG theo phương pháp so sánh P/B.

Một số giả định khác:

- ✓ Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- ✓ Trong năm 2024F, HSG không chi trả cổ tức bằng tiền mặt để tập trung phát triển hệ thống phân phối Hoa Sen Home và các đại lý phân phối truyền thống nhằm thúc đẩy việc mở rộng tập khách hàng, gia tăng thị phần cho doanh nghiệp.

Phương pháp so sánh P/B

- ✓ Tại mức giá hiện tại, HSG đang được giao dịch với P/B 2024F ở mức 1,13x, BVPS 2024F là 18.822 đồng/cp. P/B mục tiêu 2024F là 1,3x – dựa trên mức P/B trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành, trọng số được tính theo quy mô vốn hóa của các doanh nghiệp.

	P/B	Tỷ trọng vốn hóa
HPG	1,54	96%
NKG	1,13	4%
P/B TRUNG BÌNH NGÀNH	1,3x	

- ✓ Theo phương pháp P/B, giá cổ phiếu HSG được xác định là 24.500 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp	Giá trị (tỷ)
BVPS 2024F	18.822
P/B mục tiêu	1,3x
Giá trị cổ phiếu	24.500

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 24.500 đồng/cp tương ứng tiềm năng tăng giá +14,9% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu HSG.

Rủi ro giảm giá

- ✓ Thị trường bất động sản, xây dựng trong nước tiếp tục ảm đạm
- ✓ Tình hình xuất khẩu không cải thiện được như kỳ vọng do khó khăn chung của nền kinh tế hoặc các biện pháp hạn chế nhập khẩu thép từ Việt Nam.
- ✓ Biến động giá cả nguyên liệu đầu vào do xung đột chính trị gia tăng bất ổn kinh tế thế giới.

Cơ hội tăng giá

- ✓ Chính sách của Chính phủ giúp nền kinh tế và thị trường bất động sản hồi phục trở lại sớm và mạnh mẽ hơn dự kiến
- ✓ Nhu cầu tăng mạnh góp phần tăng giá thép bán ra.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	48.727	49.711	31.651	35.525
Giá vốn hàng bán	(39.853)	(44.772)	(28.593)	(31.307)
Lợi nhuận gộp	8.873	4.939	3.058	4.218
Doanh thu tài chính	366	267	233	199
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(314)	(338)
Chi phí bán hàng	(3.344)	(3.833)	(2.477)	(2.652)
Chi phí QLDN	(426)	(522)	(398)	(377)
Lợi nhuận từ HKKD	4.917	330	102	1.050
Lãi/lỗ khác	(2)	51	50	56
Lợi nhuận trước thuế	4.915	381	152	1.106
Lợi nhuận sau thuế	4.313	251	28	885
LNST cổ đông Công ty mẹ	4.314	251	28	885

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
LCT thuần từ HKKD	1.496	2.845	1.657	1.238
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	(296)	(408)	(141)	(200)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	(1.285)	(2.651)	(1.251)	94
LCT thuần trong kỳ	(84)	(215)	265	1.132
Tiến & tương đương tiền đầu kỳ	575	493	330	597
Tiến & tương đương tiền cuối kỳ	493	330	597	1.729

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,30	1,64	1,72	2,05
Khả năng thanh toán nhanh	0,35	0,30	0,45	0,65
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,04	0,06	0,10	0,28
Khả năng thanh toán lãi vay	14,84	2,46	1,78	7,06

Cơ cấu vốn	2021	2022	2023	2024F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,41	0,64	0,62	0,65
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,59	0,36	0,38	0,35
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,63	0,38	0,27	0,26

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2021	2022	2023	2024F
Số ngày phải thu	22,85	20,23	17,52	19,93
Số ngày phải trả	26,33	21,74	25,06	30,94
Số ngày tồn kho	81,85	80,48	95,79	90,47

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,2%	9,9%	9,7%	11,9%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	10,8%	1,2%	0,9%	3,5%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	8,9%	0,5%	0,1%	2,5%
ROE	49,5%	2,3%	0,3%	7,9%
ROA	19,4%	1,2%	0,2%	5,0%
ROIC	28,5%	2,6%	0,5%	7,3%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
+ Tiến và các khoản tương đương tiền	493	330	597	1.729
+ Đầu tư ngắn hạn	28	9	26	26
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4,535	1,452	2,328	2.319
+ Hàng tồn kho	12,349	7,395	7,613	7.908
+ Tài sản ngắn hạn khác	1,250	649	701	783
Tài sản ngắn hạn	18,655	9,835	11,265	12,765
+ Các khoản phải thu dài hạn	180	171	143	161
+ Tài sản cố định	6,662	5,959	5,020	3.977
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	660	604	530	530
+ Đầu tư dài hạn	17	17	1	1
+ Tài sản dài hạn khác	444	440	389	428
Tài sản dài hạn	7,963	7,190	6,083	5,097

Tổng Tài sản	2021	2022	2023	2024F
+ Vay ngắn hạn	5,437	4,070	2,936	3.031
+ Phải trả người bán	4,294	1,040	2,887	2.420
+ Nợ ngắn hạn khác	4,642	899	729	784
Nợ ngắn hạn	14,372	6,009	6,553	6,236
+ Vay dài hạn	1,399	117	0	0
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	15	16	16	16
Nợ dài hạn	1,414	133	16	16
Tổng nợ phải trả	15,786	6,142	6,569	6,252
+ Vốn cổ phần	4,935	5,981	6,160	6.160
+ Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	5,633	4,542	4,367	5.199
+ Quỹ khác	107	204	94	94
Vốn chủ sở hữu	10,832	10,884	10,778	11,610
Tổng cộng nguồn vốn	26,618	17,025	17,347	17,862

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023	2024F
Tăng trưởng doanh thu	77,0%	2,0%	-36,3%	12,2%
Tăng trưởng LNST	257,3%	-92,2%	-60,2%	628,5%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	274,0%	-94,2%	-88,7%	3024,7%
Tăng trưởng EPS	237,0%	-95,2%	-89,1%	2837,2%
Tăng trưởng VCSH	64,3%	0,5%	-1,0%	7,7%
Tăng trưởng Tổng tài sản	49,9%	-36,0%	1,9%	3,0%

Định giá (lần)	2021	2022	2023	2024F
P/E	5,32	35,22	435,05	18,62
P/B	2,12	0,81	1,14	1,34
EV/EBITDA	4,53	7,05	9,98	6,47
EV/Sales	0,60	0,26	0,46	0,47

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Bán lẻ, Thực phẩm, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Tài chính, BĐS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Hóa chất, Dệt may, Hàng công nghiệp

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn

Logistics, Công nghệ

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn

BDS dân cư, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn



TRỢN VỐN TRÁI NGHIỆM ĐẦU TƯ

Giải thưởng

**BEST STOCK TRADING APP
ABS INVEST**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2023

Trao bởi Global Business Outlook 2023 (GBO 2023)



**GLOBAL
BUSINESS OUTLOOK
AWARDS 2023**
ABS Invest
An Bình Securities
Joint Stock Company (ABS)
WINNER



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây