

KHUYẾN NGHỊ		CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG) KỲ VỌNG BIẾN LỢI NHUẬN GỘP CẢI THIẾN TRONG QUÝ 2			
Giá hiện tại:	15,500	Ngày viết báo cáo:	02/03/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	598	LE PHUOC VU	17%
Giá mục tiêu mới:	18,500	Vốn hóa (tỷ VND)	9,479	TRAN NGOC CHU	0.3%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	13,844,590	TRAN QUOC TRI	0.2%
Tiềm năng tăng giá	17%	Sở hữu nước ngoài	8.9%	EATON VANCE CORP	0.2%

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpg@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HSG với giá trị hợp lý năm 2023 là 18,500 VNĐ/CP (Upside 17% so với giá đóng cửa ngày 02/03/2022), dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 9x, P/B = 1x.

•Với phương pháp P/B, Chúng tôi đánh giá từ quan điểm ngành thép đang ở chu kỳ suy thoái. Tuy nhiên, (1) thời điểm xấu nhất đã qua và HSG đang ở vùng đáy lợi nhuận. BSC kỳ vọng lợi nhuận của HSG sẽ cải thiện trong thời gian tới, (2) Bên cạnh đó, HSG sở hữu vị thế lớn trong mảng tôn mạ, (3) Công ty cũng đang duy trì chiến lược quản trị hàng tồn kho và chi phí lãi vay rất tốt. Do đó, BSC cho rằng HSG phù hợp để tích lũy trong dài hạn với P/B = 1x.

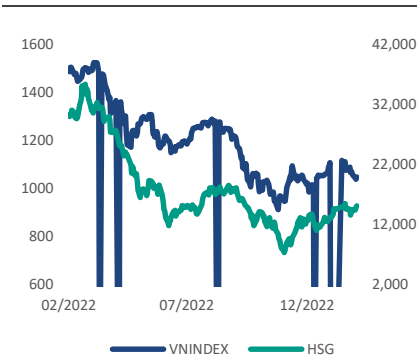
•Với phương pháp P/E, Chúng tôi sử dụng P/E = 9x, tương đương với mức định giá của HSG trong giai đoạn suy thoái 2018 -2019 (8-10x).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

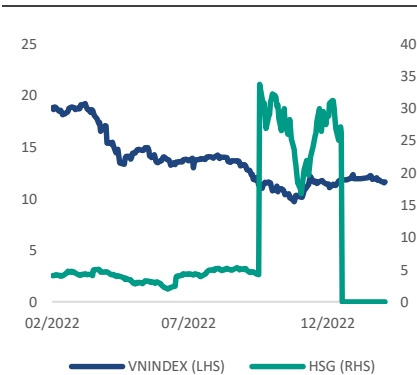
Trong năm 2023, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 36,078 tỷ VND (-27% yoy), NPATMI = 1,134 tỷ VND (+351% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,896 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 7.6, P/B FWD 2023 = 0.7x dựa trên các giả định chính năm 2023 như sau:

- Sản lượng tôn mạ và ống thép -8% yoy do thị trường bất động sản chững lại, xuất khẩu vẫn gặp khó khăn trong 1H.
- Giá bán -21% yoy do nhu cầu giảm.
- Biên lợi nhuận gộp = 13.6%, tăng 3.7 điểm % với kỳ vọng giá thép và giá nguyên vật liệu sẽ ít biến động hơn trong năm 2023.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



TRIỂN VỌNG KINH DOANH Q2.2023

BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh của HSG sẽ khả quan hơn trong Q2 (NĐTC 2022-2023) nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện trong bối cảnh (1) giá tôn mạ tăng nhẹ, (2) hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận hết trước đó.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết thúc NĐTC Q1.2023, HSG ghi nhận DTT = 7.942 tỷ VNĐ (-53% yoy), NPATMI = -680 tỷ VNĐ (-207% yoy) do: 1. Sản lượng tiêu thụ -43% yoy. Trong đó, nội địa - 23% yoy do ngành bất động sản chững lại, xuất khẩu - 60% yoy do các nền kinh tế lớn suy thoái. 2. Giá bán -25% yoy do (1) giá nguyên vật liệu đầu vào (HRC) giảm, (2) HSG tăng tỷ lệ chiết khấu cho khách hàng để đẩy hàng tồn kho. 3. Biên lợi nhuận gộp giảm 11 điểm% do ghi nhận hàng tồn kho HRC giá cao tích trữ từ các quý trước đó.

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer
PE (x)	6.1	30.3	7.6	12
PB (x)	1.9	0.7	0.7	1.2
PS (x)	0.1	1.5	1.8	1.4
ROE (%)	40%	2%	9.4%	11%
ROA (%)	16%	1%	6.8%	6%

KQKD	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	27,531	48,727	49,711	36,078
Lợi nhuận gộp	4,628	8,873	4,939	4,904
NPATMI	1,154	4,313	251	1,134
EPS	2,593	8,741	420	1,896
Tăng trưởng EPS	204%	237%	-95%	351%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1 (NĐTC 2022-2023)

Hình 1: Tóm tắt KQKD của HSG trong Quý 1.2023

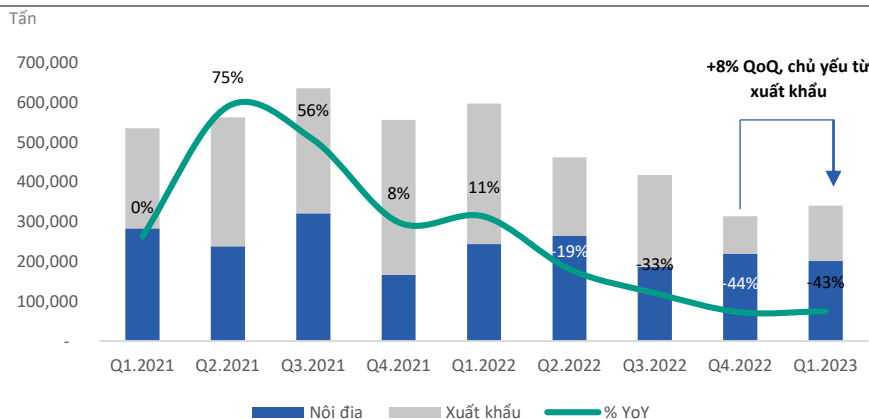
KQKD	Q1.2022	Q1.2023	% QoQ	% YoY	Nhận xét
Doanh thu	17,006	7,942	-3%	-53%	Kết thúc NĐTC Q1.2023, HSG ghi nhận DTT = 7.942 tỷ VNĐ (-53% yoy), NPATMI = -680 tỷ VNĐ (-207% yoy) do: 1. Sản lượng tiêu thụ-43% yoy. Trong đó, nội địa - 23% yoy do ngành bất động sản chững lại, xuất khẩu - 60% yoy do các nền kinh tế lớn suy thoái. 2. Giá bán -25% yoy do (1) giá nguyên vật liệu đầu vào (HRC) giảm, (2) HSG tăng tỷ lệ chiết khấu cho khách hàng để đẩy hàng tồn kho. 3. Biên lợi nhuận gộp giảm 11 điểm% do ghi nhận hàng tồn kho HRC giá cao tích trữ từ các quý trước đó. So với quý trước đó: - Doanh thu -3% QoQ do (1) giá bán tôn mạ giảm -10% QoQ, (2) sản lượng +8% QoQ theo mùa vụ. - Biên lợi nhuận gộp tăng 5 điểm % do (1) không còn trích lập dự phòng HTK. Nếu loại bỏ đi khoản trích lập dự phòng 600 tỷ trong Q4.2022, thì biên lợi nhuận gộp HSG -3 điểm %. - Các chi phí SG&A vẫn được duy trì.
Giảm trừ	(72)	(25)	-88%	-66%	
Doanh thu thuần	16,934	7,917	0%	-53%	
Giá vốn	(14,810)	(7,757)	-5%	-48%	
Lãi gộp	2,123	160	-169%	-92%	
DTTC	153	32	-67%	-79%	
CPTC	(169)	(114)	2%	-33%	
Trong đó: Lãi vay	(75)	(48)	-35%	-37%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	
CP BH	(1,227)	(668)	1%	-46%	
CP QLDN	(134)	(99)	-4%	-26%	
Lãi từ HĐKD	746	(690)	-32%	-	
Thu nhập khác, ròng	4	22	67%	528%	
EBT	750	(667)	-33%	-189%	
Thuế TNDN	(112)	(13)	-112%	-88%	
NPAT	638	(680)	-23%	-	
Lợi ích CĐTS	(0)	0	-133%	-	
NPATMI	638	(680)	-23%	-	
Sản lượng (tấn)	596,077	339,971	8%	-43%	
Giá bán (VNĐ/kg)	28,530	23,361	-10%	-18%	
Lãi gộp trên 1kg	3,683	356	-81%	-90%	
Tỷ lệ chiết khấu cho đại lý	-0.4%	-0.3%	2%	0%	
Biên lợi nhuận gộp	12.5%	2.0%	5%	-11%	
Biên lợi nhuận ròng	3.8%	-8.6%	3%	-12%	

Nguồn: Báo cáo tài chính HSG

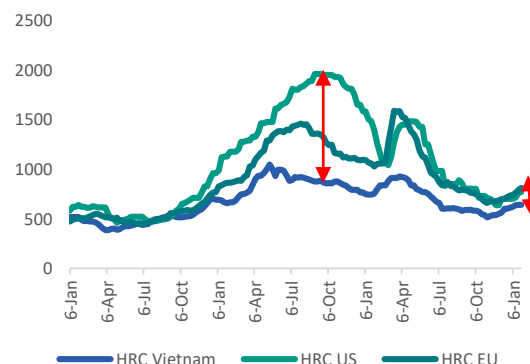
1. Sản lượng tiêu thụ của HSG vẫn kém khả quan trong Q1 (NĐTC 2022-2023). Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ HSG trong Q1.2023 đạt 340,000 tấn (-43% yoy). Trong đó:

- Nội địa - 23% yoy** do thị trường bất động sản trong nước bị chững lại;
- Xuất khẩu - 60% yoy** do nhu cầu tiêu thụ từ Mỹ, EU giảm. Bên cạnh đó, giá bán thế giới giảm sâu, khiến cho các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam như HSG không còn lợi thế cạnh tranh về giá như trước đó.

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ trong Quý 1.2023 (NĐTC 2022-2023) -43% yoy



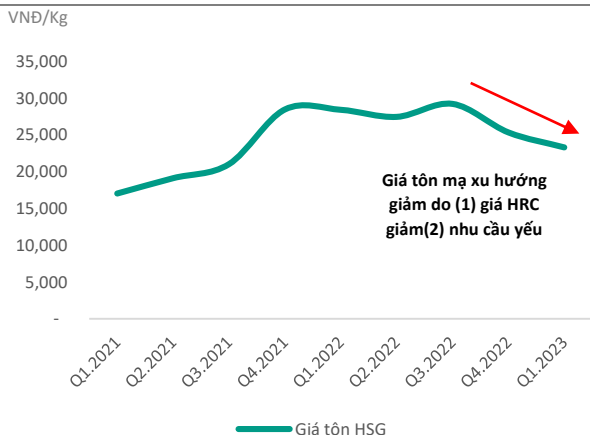
Hình 3: Chênh lệch giá HRC Mỹ, EU và Việt Nam thu hẹp, khiến cho HSG không còn lợi thế xuất khẩu



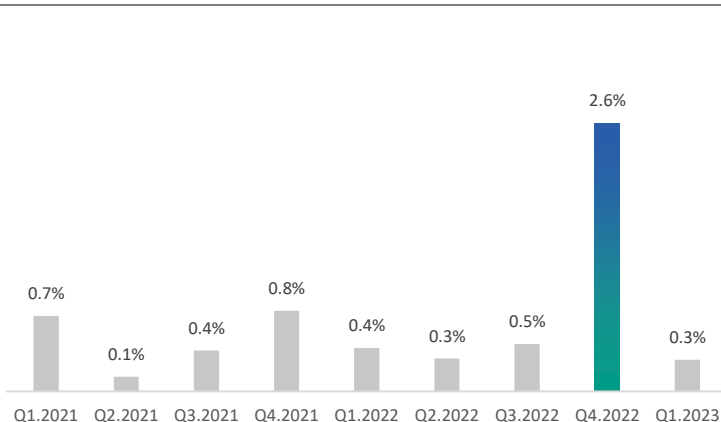
Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

- 2. Giá bán tôn mạ của HSG – 18% yoy trong Q1 (NĐTC 2022-2023)** do (1) giá nguyên vật liệu đầu vào (HRC) giảm, (2) HSG tăng tỷ lệ chiết khấu cho khách hàng để đẩy hàng tồn kho trong khi nhu cầu tiêu thụ rất yếu. So với Quý 4.2022, giá bán tôn mạ của HSG vẫn trong xu hướng giảm – 10% QoQ.

Hình 4: Giá tôn mạ của HSG -25% YoY và -10% QoQ



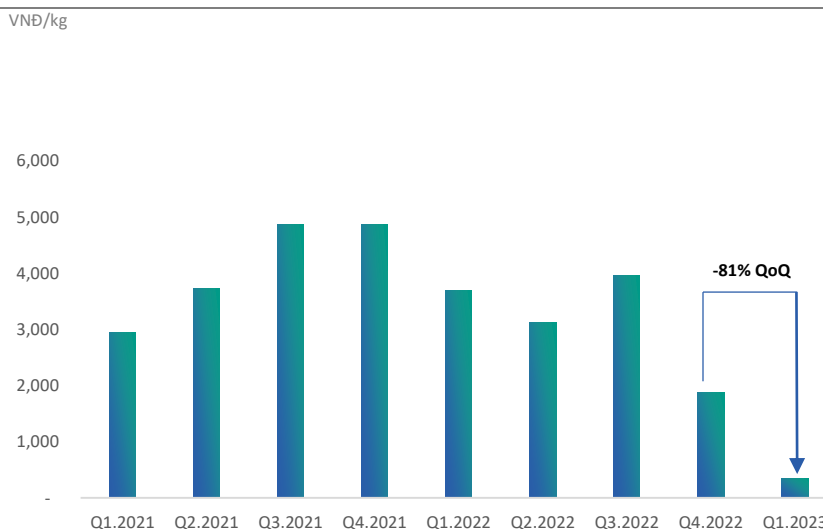
Hình 5: Tỷ lệ chiết khấu bán hàng tăng mạnh trong Q4.2022



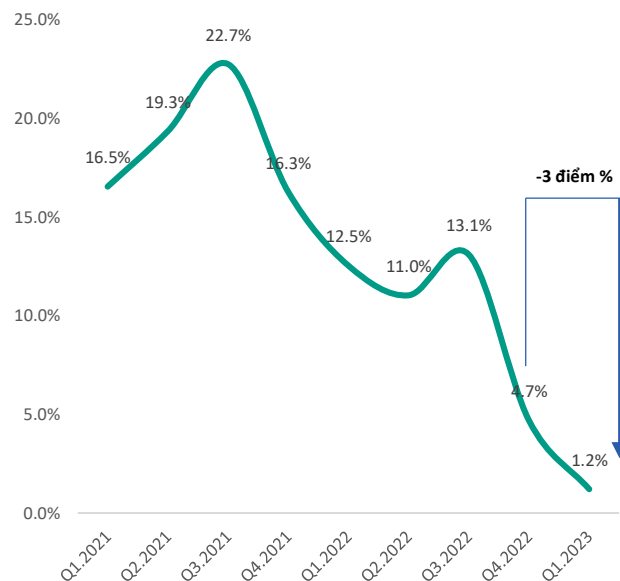
Nguồn: HSG, BSC Resarch tổng hợp

- 3. Lợi nhuận gộp/kg sản phẩm của HSG = 356 VNĐ/kg (-90% yoy)** do ghi nhận hàng tồn kho giá cao tồn đọng trong Q3-Q4.2022. So với Q4.2022, lợi nhuận gộp/kg sản phẩm của HSG **-81% QoQ**.

Hình 6: Lợi nhuận gộp/kg thành phẩm = 356 VNĐ/kg (-90% yoy)



Hình 7: Nếu loại bỏ đi khoản hoàn nhập dự phòng trong Q4.2022, thì biên lợi nhuận gộp của HSG – 3 điểm %



Nguồn: HSG, Resarch tổng hợp

Đánh giá chung KQKD Q1 (NĐTC 2022-2023)

Kết quả kinh doanh HSG trong Q1 NĐTC 2022-2023 kém khả quan hơn so với Q4.2022 do (1) giá bán tiếp tục giảm, (2) HSG ghi nhận hàng tồn kho giá cao tồn đọng trong các quý trước.

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

TRIỂN VỌNG KINH DOANH QUÝ 2 (NĐTC 2022-2023)

BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh của HSG sẽ rất khả quan trong Q2 (NĐTC 2022-2023) nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện – mặc dù sản lượng vẫn yếu.

1. **Nhu cầu tiêu thụ vẫn sẽ yếu trong Quý 2 (NĐTC 2022 – 2023) do thị trường Bất động sản chưa hồi phục & xuất khẩu vẫn khó.** Tính tới T2.2023, BSC nhận thấy các chính sách hỗ trợ như Nghị định 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, Luật đất đai sửa đổi, . . . vẫn đang trong giai đoạn chờ phê duyệt. **Do vậy, BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ tôn mạ vẫn sẽ kém khả quan trong Q2 (NĐTC 2022-2023).**

2. **Tuy nhiên, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp HSG cải thiện rất mạnh trong Quý 2 (NĐTC 2022 – 2023) nhờ:**

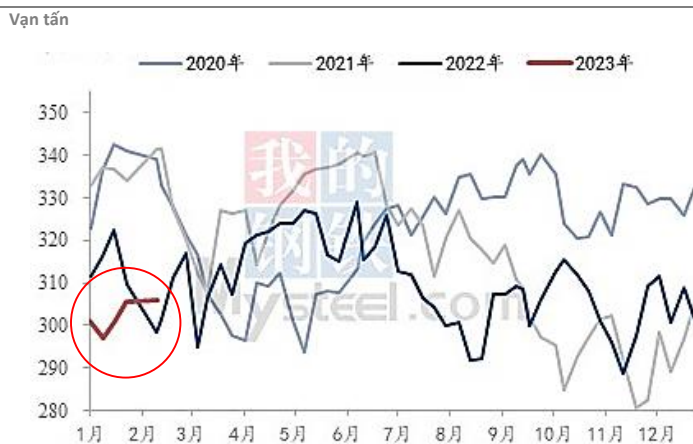
- i. **Áp lực giảm giá bán chứng lại do giá HRC đã tạo đáy.** Tính tới T12.2022, BSC cho rằng giá HRC cơ bản đã tạo đáy và thị trường HRC đã cân bằng cung – cầu nhờ nguồn cung được cắt giảm khi nhiều nhà máy Trung Quốc đóng lò. Sang Quý 2 (NĐTC 2022 – 2023), BSC dự báo giá HRC sẽ tăng +7-8% QoQ nhờ:
- **Nhu cầu theo mùa vụ và theo đầu cơ khi Trung Quốc mở cửa.**
 - **Nguồn cung thép Trung Quốc kỳ vọng vẫn sẽ hạn chế.** Tại T2.2023, các doanh nghiệp sản xuất phôi thép của Trung Quốc vẫn trong tình trạng thua lỗ. Nguyên nhân đến từ việc giá đầu vào cao, trong khi giá thép ở mức thấp do nhu cầu yếu. Với mặt bằng giá thép như hiện nay, và giá quặng sắt dự báo tiếp tục tăng do thiếu cung tạm thời từ Úc và Brazil, BSC kỳ vọng nguồn cung thép duy trì ở mức thấp trong Quý 2.

Với việc giá HRC tăng, BSC kỳ vọng giá tôn mạ tăng nhẹ (1-2 % QoQ) trong Q2 (NĐTC 2022-2023). Giá tôn mạ tăng thấp hơn so với giá HRC do nhu cầu tiêu thụ vẫn yếu, dẫn đến việc các doanh nghiệp HRC vẫn khó khăn để chuyển các chi phí đầu vào sang giá bán.

Hình 8: Tại tháng 2.2023, các doanh nghiệp sản xuất HRC tại Trung Quốc lỗ -190 NDT/tấn



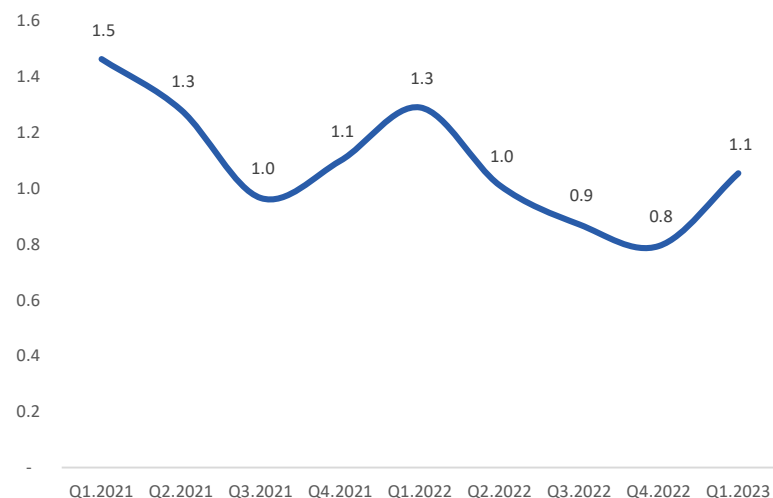
Hình 9: Sản lượng sản xuất HRC tại Trung Quốc T2.2023 = 3.05 triệu tấn ở mức rất thấp so với giai đoạn trước đó (2020-2022)



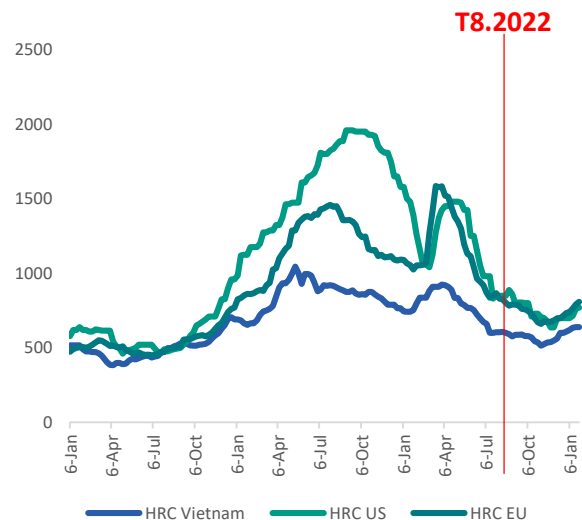
Nguồn: Mysteel, Resarch tổng hợp

- ii. **Bên cạnh đó, BSC cho rằng hàng tồn kho giá cao cơ bản đã ghi nhận hết trong Quý 4.2022, dựa trên các dấu hiệu sau: (1)** Số vòng quay hàng tồn kho có dấu hiệu đã tạo đáy trong Quý 4.2022 ở mức 0.8-0.9x. **(2)** Các doanh nghiệp thép như HSG thường tích trữ tồn kho 2-3 tháng bán hàng. Với việc sớm cắt giảm công suất thép từ T4.2022, và quyết liệt tăng tỷ lệ chiết khấu bán hàng, BSC kỳ vọng HSG đã xử lý tương đối hàng tồn kho giá cao trong các quý trước đó.
- iii. **Ngoài ra, giá HRC đã tương đối ổn định từ T8.2022, là điều kiện để giúp HSG ghi nhận giá vốn hàng tồn kho rẻ hơn trong thời gian tới. (Chi tiết tại Hình 11- Báo cáo này).**

Hình 10: Số vòng quay hàng tồn kho tạo đáy trong Quý 4.2022, tăng trở lại trong Quý 1.2023



Hình 11: Giá HRC đã tương đối ổn định kể từ T8.2022



Nguồn: BCTC HSG, Resarch tổng hợp

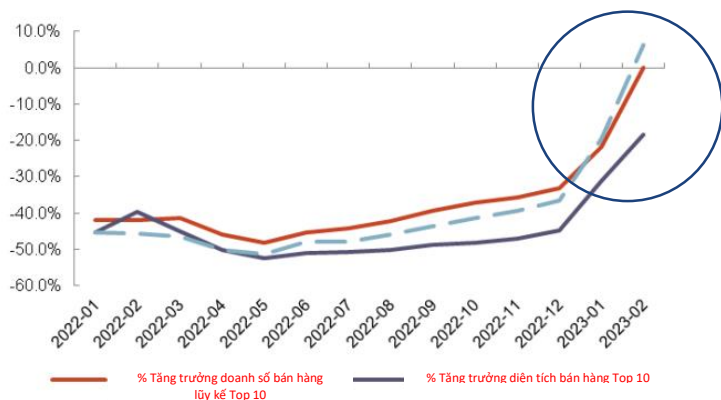
TRIỂN VỌNG CẢ NĂM 2023

Đối với triển vọng cả năm 2023, BSC cho rằng thời gian xấu nhất đối với HSG đã qua. Biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện nhờ giá HRC ít biến động hơn, trong khi nhu cầu phục hồi chậm.

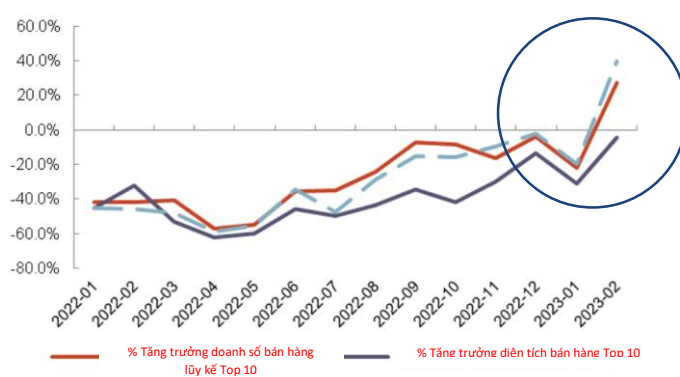
- BSC dự báo sản lượng tôn mạ của HSG = 1.6 triệu tấn (-8% yoy), với quan điểm nhu cầu nội địa vẫn yếu trong Q1-Q2; BSC kỳ vọng nhu cầu sẽ quay trở lại từ cuối Q3 (NĐTC 2022-2023) nhờ (1) các chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản được thông qua và (2) đẩy mạnh đầu tư công. Tuy nhiên, BSC cho rằng tốc độ phục hồi sẽ tương đối chậm. Nguyên nhân đến từ việc thị trường bất động sản cần thời gian để tái cấu trúc dự án, do vậy, nhu cầu tôn mạ sẽ khó tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023. Do đó, tính cả năm 2022, BSC dự báo sản lượng tôn HSG giảm 8% yoy. Trong đó, xuất khẩu - 15% yoy, nội địa -2% yoy.**
- BSC dự báo giá bình quân của HSG – 21% yoy do nhu cầu tôn giảm.**
- Biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ quay lại mức trung bình 12-14% với kỳ vọng giá HRC sẽ ít biến động hơn trong năm 2023. Kỳ vọng này về giá HRC mà BSC đưa ra được dựa trên quan điểm:**
 - Thị trường thép cơ bản đã cân bằng tại Q4/2022** do nhiều nhà máy Trung Quốc đóng cửa, giúp giảm nguồn cung.
 - Bên cạnh đó, thị trường bất động sản tại Trung Quốc có dấu hiệu quay trở lại, là yếu tố giúp cho nhu cầu thép nói chung phục hồi và giá HRC khó giảm sâu như năm 2022.** Tại T2.2023, BSC nhận thấy các tín hiệu tích cực về Bất động sản Trung Quốc như: (1) đã có >50% trong số 290 dự án bất động sản khảo sát bị tạm dừng trước đây đã được tái khởi động, (2) doanh thu của Top 10 Công ty Bất động sản lớn tại Trung Quốc đã tăng trưởng trở lại so với cùng kỳ.

Do vậy, BSC kỳ vọng giá HRC sẽ ít biến động hơn trong năm 2023. BSC dự báo giá HRC sẽ tăng trong Quý 2 – giữa Quý 3 do nguồn cung vẫn hạn chế, kỳ vọng sẽ đi ngang/điều chỉnh giảm nhẹ trong Quý 4 do lo ngại nguồn cung thép quay trở lại. Theo đó, biên lợi nhuận gộp kỳ vọng ở mức 12-14%, tương đương với giai đoạn giá HRC đi ngang sau suy thoái năm 2010 - 2011

Hình 12: Doanh số bán hàng lũy kế của Top 10 Bất động sản



Hình 13: Doanh số bán hàng theo tháng của Top 10 Bất động sản



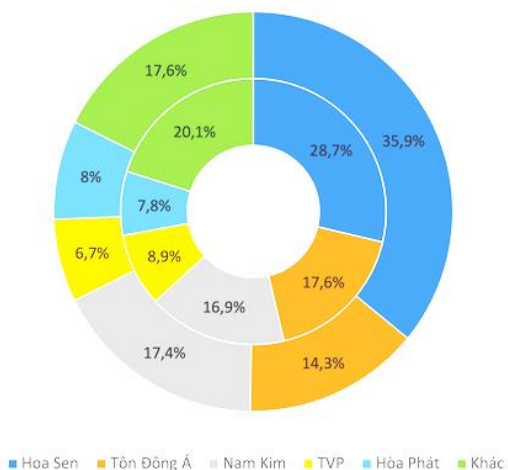
ĐỊNH GIÁ PHÙ HỢP ĐỂ TÍCH LŨY TRONG DÀI HẠN

HSG đang giao dịch ở mức P/B FWD 2023 = 0.7x. Xét về triển vọng dài hạn, BSC đánh giá mức định giá này phù hợp để tích lũy với việc (1) HSG đứng đầu thị phần nội địa về tôn mạ, (2) chiến lược quản trị hàng tồn kho/chi phí tốt, (3) thời điểm xấu nhất đối với HSG đã qua và kỳ vọng lợi nhuận HSG sẽ phục hồi trong năm 2023.

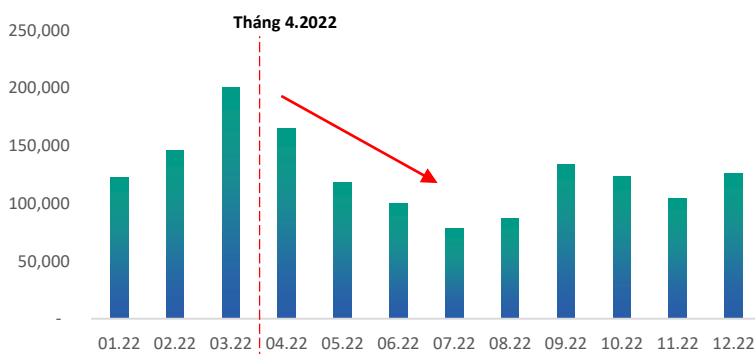
- Thời điểm xấu nhất đối với HSG đã qua và BSC kỳ vọng lợi nhuận HSG sẽ phục hồi trong năm 2023.** Nguyên nhân đến từ việc (1) giá HRC kỳ vọng sẽ ít biến động hơn trong năm 2023, (2) HSG đã xử lý phần lớn hàng tồn kho giá cao trước đó (như phân tích kể trên). Trong trường hợp ngành thép phục hồi mạnh mẽ trở lại, HSG sẽ là doanh nghiệp đầu tiên được hưởng lợi.
- HSG đứng đầu thị phần nội địa về sản phẩm tôn mạ (chiếm 36%).** Cụ thể, HSG sở hữu hệ thống phân phối gồm siêu thị Hoa Sen Home, 600 cửa hàng, 10 nhà máy trải dài khắp cả nước.
- HSG đang duy trì chiến lược quản trị hàng tồn kho/chi phí lãi vay rất tốt.** Trong năm 2022, trong bối cảnh giá HRC giảm và nhu cầu yếu, BSC cho rằng HSG là một trong những doanh nghiệp đầu tiên (1) quyết liệt cắt giảm công suất (từ T4.2022), hạn chế đầu cơ nguyên vật liệu (2) đẩy mạnh tăng tỷ lệ chiết khấu bán lẻ để đầy hàng, (3) giảm 63% nợ vay ngắn hạn từ 6,237 tỷ VNĐ trong Q3.2022, xuống còn 2,338 tỷ VNĐ trong Q1.2023. So với giai đoạn trước, BSC đánh giá HSG đang có chiến lược quản trị tốt hơn nhiều.

Hình 14: HSG đứng đầu thị phần nội địa về sản phẩm tôn mạ

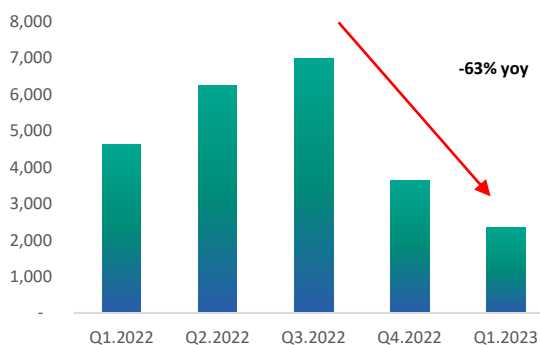
Vòng ngoài 2022, vòng trong 2021.



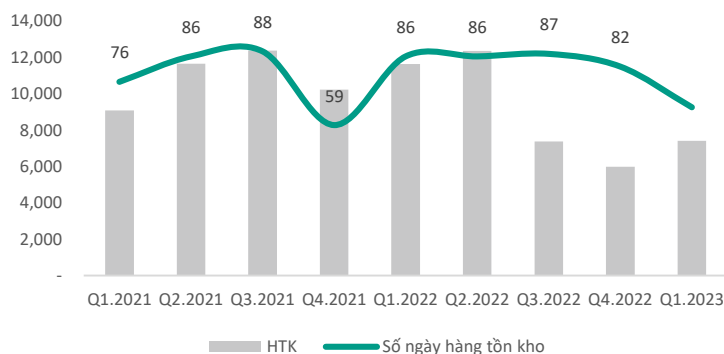
Hình 15: HSG quyết liệt giảm công suất nhà máy từ Tháng 4.2022



Hình 16: Nợ vay ngắn hạn giảm 63% từ 6,237 tỷ VNĐ trong Q3.2022, xuống còn 2,338 tỷ VNĐ trong Q1.2023



Hình 17: Số ngày hàng tồn kho vẫn duy trì ổn định ở mức 80 ngày, mặc dù giá HRC sụt giảm mạnh



Nguồn: FiinPro, Resarch tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 36,078 tỷ VNĐ (-27% yoy), NPATMI = 1,134 tỷ VNĐ (+351% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,897 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 7.6, P/B FWD 2023 = 0.7x dựa trên các giả định chính năm 2023 như sau:

Hình 18: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

KQKD	2020	2021	2022	2023F	% yoy	Thuyết minh giả định 2023
Giả định						
Sản lượng (Triệu tấn)	1.6	2.3	1.8	1.6		
% YoY	9%	41%	-22%	-8%		• Sản lượng tôn mạ và ống thép -8% yoy do thị trường bất động sản chững lại, xuất khẩu vẫn gặp khó khăn.
Giá bán (VNĐ/kg)	17,093	21,412	28,009	22,127		• Giá bán -21% yoy do nhu cầu giảm.
% YoY	-9%	25%	31%	-21%		• Biên lợi nhuận gộp = 13.6%, tăng 3.7 điểm % với kỳ vọng giá thép và giá nguyên vật liệu sẽ ít biến động hơn trong năm 2023. Biên lợi nhuận gộp giả định tương đương với mức năm 2010-2011, và 2019 khi giá thép cũng trong xu hướng giảm.
Lợi nhuận gộp/kg TP	5,989	6,350	7,338	7,662		
% YoY	13%	6%	16%	4%		
Biên lợi nhuận gộp (%)	16.8%	18.2%	9.9%	13.6%		
Doanh thu thuần	27,531	48,727	49,711	36,078	-27%	
Giá vốn	(22,903)	(39,853)	(44,772)	(31,175)	-30%	
Lợi nhuận gộp	4,628	8,873	4,939	4,904	-1%	
CP BH	(2,221)	(3,344)	(3,833)	(2,670)	-30%	• Chi phí bán hàng giả định chiếm 7.2% doanh thu, giảm 5 điểm % so với 2022 do giảm tỷ trọng xuất khẩu
CP QLDN	(460)	(426)	(522)	(522)	0%	• Chi phí QLDN tương đương năm 2022
Lãi từ HĐKD	1,947	5,103	584	1,712	193%	• Chi phí lãi vay -7% yoy với giả định (1) vay nợ ngắn hạn giảm 30 -40% yoy, (2) lãi suất tăng.
Doanh thu tài chính	78	366	267	193	-28%	
Chi phí tài chính	(645)	(552)	(521)	(485)	-7%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(560)	(355)	(260)	(243)	-7%	
Lợi nhuận từ CTLK	-	-	-	-		
Lãi/lỗ khác	(3)	(2)	51	(2)	-104%	
LNTT	1,377	4,915	381	1,417	272%	
Thuế TNDN	(223)	(602)	(130)	(283)	118%	• Thuế suất = 20%
NPAT	1,154	4,313	251	1,134	351%	
CĐTS	-	(0)	(0)	(0)	0%	
NPATMI	1,154	4,313	251	1,134	351%	

Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

So với kế hoạch NĐTC 2022-2023 mà HSG đưa ra, BSC đưa ra dự báo tích cực hơn chủ yếu đến từ kỳ vọng giá nguyên vật liệu sẽ ít biến động hơn trong năm 2023.

Hình 19: Kế hoạch kinh doanh của HSG

Stt	Chỉ tiêu	KQKD 2021 – 2022	KHKD 2022 – 2023 (Phương án 1: sản lượng thành phẩm 1,4 triệu tấn)		KHKD 2022 – 2023 (Phương án 2: sản lượng thành phẩm 1,5 triệu tấn)	
			Kế hoạch	So sánh tương đối	Kế hoạch	So sánh tương đối
1	Sản lượng (tấn)	1.819.009	1.520.000	84%	1.630.000	90%
	Thành phẩm	1.674.027	1.400.000	84%	1.500.000	90%
	Phụ phẩm	144.982	152.000	84%	130.000	90%
2	Doanh thu (tỷ đồng)	49.711	34.000	68%	36.000	72%
3	Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	251	100	40%	300	120%

Nguồn: HSG

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HSG** với giá trị hợp lý năm 2023 là **18,500 VNĐ/CP** (Upside 17% so với giá đóng cửa ngày 02/03/2022), dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 9x, P/B = 1x.

- **Với phương pháp P/B**, Chúng tôi đánh giá từ quan điểm ngành thép đang ở chu kỳ suy thoái. Tuy nhiên, **(1)** thời điểm xấu nhất đã qua và HSG đang ở vùng đáy lợi nhuận. BSC kỳ vọng lợi nhuận của HSG sẽ cải thiện trong thời gian tới, **(2)** Bên cạnh đó, HSG sở hữu vị thế lớn trong mảng tôn mạ, **(3)** Công ty cũng đang duy trì chiến lược quản trị hàng tồn kho và chi phí lãi vay rất tốt. Do đó, BSC cho rằng HSG phù hợp để tích lũy trong dài hạn với mức P/B = 1x.
- **Với phương pháp P/E**, Chúng tôi sử dụng P/E = 9x, tương đương với mức định giá của HSG trong giai đoạn suy thoái 2018 -2019 (8-10x).

Hình 20: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	
Phương pháp PE – Giá trị hợp lý	15,200
EPS FW 2023	1,896
P/E mục tiêu	9
Phương pháp PB – Giá trị hợp lý	20,095
BVPS FW 2023	20,095
P/B mục tiêu	1
Tổng hợp định giá (VNĐ/CP) – tỷ trọng 50% phương pháp P/B, 50% phương pháp P/E	18,500

Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

Hình 21: Định giá PE giai đoạn 2017-2019 = 8-10x



Hình 22: Định giá PB giai đoạn 2017-2019 = 0.7-0.8x



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	27,531	48,727	49,711	36,078
Giá vốn hàng bán	(22,903)	(39,853)	(44,772)	(31,175)
Lợi nhuận gộp	4,628	8,873	4,939	4,904
Thu nhập tài chính	(2,221)	(3,344)	(3,833)	(2,670)
Chi phí tài chính	(460)	(426)	(522)	(522)
Trong đó: Chi phí lãi vay	1,947	5,103	584	1,712
Lãi/(lỗ) từ CTLK	78	366	267	193
Chi phí BH	(645)	(552)	(521)	(485)
Chi phí QLDN	(560)	(355)	(260)	(243)
Lãi từ HĐKD	-	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	(3)	(2)	51	(2)
LNTT	1,377	4,915	381	1,417
Thuế TNDN	(223)	(602)	(130)	(283)
LNST	1,154	4,313	251	1,134
Lợi ích ĐKKK	-	(0)	(0)	(0)
LNST Công ty mẹ	1,154	4,313	251	1,134
EPS	2,593	8,741	420	1,896

CĐKT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và DTTC	575	516	339	794
Phải thu ngắn hạn	2,024	4,535	1,452	2,396
Tồn kho	5,524	12,356	7,395	6,482
TS ngắn hạn khác	899	1,250	649	649
Tài sản ngắn hạn	9,022	18,658	9,835	10,321
TSCĐ hữu hình	7,262	6,443	5,755	5,063
TSCĐ vô hình	220	219	204	190
TSCĐ thuê tài chính	112	-	-	-
TS dở dang dài hạn	576	660	604	569
ĐT dài hạn	26	21	17	17
TS dài hạn khác	537	619	611	620
Tài sản dài hạn	8,734	7,963	7,190	6,458
Tổng tài sản	17,756	26,620	17,025	16,779
Phải trả ngắn hạn	1,455	4,294	1,040	1,537
Vay ngắn hạn	6,023	5,437	4,070	2,249
Nợ ngắn hạn khác	1,513	4,644	899	912
Tổng Nợ ngắn hạn	8,991	14,374	6,009	4,698
Vay dài hạn	2,163	1,399	117	47
Nợ dài hạn khác	11	15	16	16
Tổng Nợ dài hạn	2,174	1,414	133	63
Nợ phải trả	11,166	15,788	6,142	4,762
Vốn góp	4,446	4,935	5,981	5,981
Thặng dư vốn cổ phần	152	157	157	157
LN chưa phân phối	1,954	5,633	4,542	5,676
Vốn chủ khác	32	91	187	187
Cổ đông thiểu số	7	17	16	16
Vốn chủ sở hữu	6,591	10,832	10,884	12,017
Tổng nguồn vốn	17,756	26,620	17,025	16,779
SLCP (triệu)	445	493	598	598

LCTT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
(Lỗ)/LNTT	1,376	4,915	381	1,417
Khấu hao và phân bổ	1,826	1,582	1,897	1,654
Thay đổi vốn lưu động	(1,092)	(5,001)	567	(54)
LCTT từ HĐKD	2,110	1,496	2,845	3,017
Tiền chi mua TSCĐ	(398)	(477)	(463)	(670)
Đầu tư khác	88	181	55	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(310)	(296)	(408)	(670)
Tiền chi trả cổ tức	-	(0)	(0)	-
Tiền từ vay ròng	(1,447)	(1,291)	(2,699)	(1,891)
Tiền thu khác	(65)	7	49	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(1,512)	(1,285)	(2,651)	(1,891)
Dòng tiền đầu kỳ	289	575	493	330
Tiền trong kì	288	(84)	(215)	456
Dòng tiền cuối kỳ	577	491	278	786

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.00	1.30	1.64	2.20
Hố TT nhanh	0.39	0.44	0.41	0.82
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	63%	59%	36%	28%
Hệ số Nợ/VCSH	169%	146%	56%	40%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	81	83	84	84
Số ngày phải thu	19	23	20	22
Số ngày phải trả	23	26	22	18
CCC	77	80	78	79
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	17%	18%	10%	14%
Lợi nhuận LNST	4%	9%	1%	3%
ROE	17%	40%	2%	9%
ROA	6%	16%	1%	7%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	58%	77%	2%	-27%
Tăng trưởng EBIT	99%	162%	-89%	193%
Tăng trưởng LNTT	198%	257%	-92%	272%
Tăng trưởng EPS	204%	237%	-95%	351%
BVPS	14,823	21,950	18,198	20,094

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

