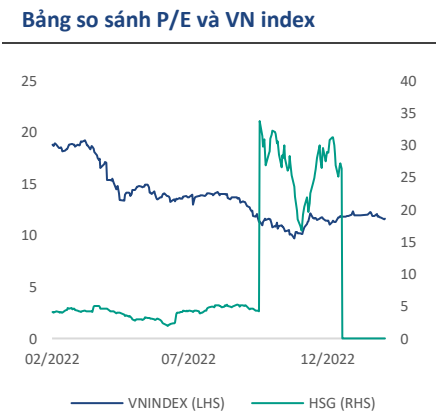
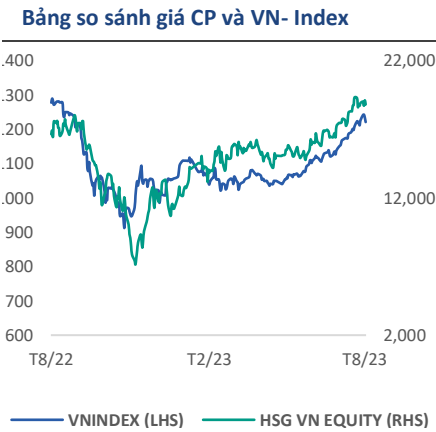


KHUYẾN NGHỊ		MUA		CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)		SEN NỞ TRÁI MÙA	
Giá hiện tại:		20,100		Ngày viết báo cáo:		14/08/2023	
Giá mục tiêu trước:		20,000		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)		598	
Giá mục tiêu mới:		25,000		Vốn hóa (tỷ VND)		9,479	
Tỷ suất cổ tức				Thanh khoản bình quân:		13,844,590	
Tiềm năng tăng giá		24%		Sở hữu nước ngoài		8.9%	

Bộ phận Research:
Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpq@bsc.com.vn



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HSG với giá trị hợp lý năm 2024 là **25,000 VND/CP** (tương đương Upside +24% so với giá đóng cửa ngày 14/8/2023). So với [Báo cáo cập nhật gần nhất](#), BSC nâng P/B mục tiêu cũ = 1.1x (tương đương với mức định giá trung bình trong một chu kỳ ngành thép) lên P/B mục tiêu mới = 1.2x-1.3x do (1) môi trường lãi suất giảm, (2) vị thế đầu ngành của HSG, (3) HSG làm tốt kênh xuất khẩu hơn so với ngành trong 2H.2023, mặc dù xu hướng toàn ngành có thể giảm dần sản lượng về cuối năm do nhu cầu từ Mỹ và EU vẫn yếu.

Định giá phù hợp để mua trong dài hạn. HSG hiện đang giao dịch với mức P/B FWD 2023 = 1.1x, P/B FWD 2024x = 1.0x, thuộc vùng định giá đáy của nhóm tôn mạ. Nhìn về 1 chu kỳ thép, BSC cho rằng HSG có thể duy trì mức lợi nhuận trung bình 1,200 – 1,500 tỷ VNĐ/năm, P/E FWD= 8-9x – tương đương P/E trung bình của HSG trong chu kỳ thép. Với (1) cơ cấu tài chính an toàn, chiến lược hàng tồn kho thận trọng, (2) thời điểm xấu nhất đối với ngành thép đã qua, BSC cho rằng vùng định giá hiện tại phù hợp để tích lũy trong dài hạn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Sản lượng xuất khẩu của HSG duy trì ở mức cao hơn so với toàn ngành**, mặc dù nhu cầu tiêu thụ từ Mỹ, và EU vẫn còn yếu trong 2H.2023.
- BSC kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi kể từ Quý 4.2023 và HSG sẽ là doanh nghiệp tôn mạ phục hồi đầu tiên** nhờ sở hữu hệ thống đại lý lớn, có thị phần đứng đầu cả nước.
- Cơ cấu tài chính an toàn và chiến lược quản trị hàng tồn kho thận trọng.**
- Định giá phù hợp để mua trong dài hạn.**

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 33,107 tỷ VND (-33% yoy), NPATMI = 28 tỷ VND (-89% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 48 VND/CP, P/E FWD 2023 = 416x, P/B FWD 2023 = 1.1x. BSC lưu ý dự báo KQKD năm 2023 của HSG đã bao gồm việc BSC kỳ vọng hoàn nhập giảm giá hàng tồn kho 200 tỷ VNĐ trong Q4.

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 38,189 tỷ VND (+15% yoy), NPATMI = 789 tỷ VND (+2,676% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,320 VND/CP, P/E FWD 2023 = 15x, P/B FWD 2023 = 1.0x.

- Sản lượng = 1.6 triệu tấn (+12% yoy) do nhu cầu phục hồi; Giá bán bình quân +3% yoy, Biên lợi nhuận gộp = 12%, tăng 1.7 điểm %. So với Báo cáo trước đó, BSC giảm nhẹ dự báo KQKD năm 2023 – 2024 do tăng chi phí SG&A.

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F	KQKD	2020	2021	2022	2023F
PE (x)	0.0	30.2	415.8	15.0	Doanh thu thuần	48,727	49,711	33,107	38,189
PB (x)	0.0	0.7	1.1	1.0	Lợi nhuận gộp	8,873	4,939	3,403	4,589
PS (x)	0.0	0.2	0.4	0.3	NPATMI	4,313	251	28	789
ROE (%)	39.8%	2.3%	0.3%	6.7%	EPS	8,741	420	48	1,320
ROA (%)	16.2%	1.5%	0.2%	4.4%	Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-89%	2672%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 NĐTC 2022 – 2023

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 3 NĐTC 2022 – 2023 của HSG

BC KQKD	Q3.2022	Q3.2023	% QoQ	% YoY	9T.2022	9T.2023	% YoY	Nhận xét của BSC
Doanh thu	12,234	8,825	25%	-28%	41,942	23,849	-43%	Kết thúc Q3.2023, HSG ghi nhận Doanh thu thuần = 8,825 tỷ VNĐ (-28% yoy), LNST – CĐTS = 14 tỷ VNĐ (-95% yoy) chủ yếu do sản lượng -7% yoy và giá bán giảm -22% yoy.
Giảm trừ	(57)	(180)	78%	217%	(170)	(305)	79%	
Doanh thu thuần	12,177	8,646	24%	-29%	41,772	23,544	-44%	
Giá vốn	(10,582)	(7,754)	28%	-27%	(36,624)	(21,588)	-41%	
Lãi gộp	1,595	892	-1%	-44%	5,148	1,956	-62%	
DTTC	44	13	-83%	-71%	275	118	-57%	So với Q2, KQKD của HSG trong Q3.2023 khả quan hơn nhờ: - Sản lượng +31% QoQ do xuất khẩu + 55% QoQ - Biên lợi nhuận gộp +4 điểm % nhờ xuất khẩu tôn mạ có giá bán tốt. Chi phí SG&A +77% QoQ chủ yếu đến từ chi phí xuất khẩu tăng khi HSG đẩy mạnh xuất khẩu. Kahn giá chung: - Xu hướng sản lượng và giá bán đều đạt kỳ vọng của BSC. - Tuy nhiên, lợi nhuận Q3.2023 thấp hơn kỳ vọng do chi phí bán hàng tăng vượt kỳ vọng.
CPTC	(218)	(64)	-14%	-71%	(515)	(252)	-51%	
Trong đó: Lãi vay	(59)	(55)	-4%	-8%	(187)	(160)	-15%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(1,015)	(720)	34%	-29%	(3,169)	(1,925)	-39%	
CP QLDN	(115)	(115)	16%	0%	(418)	(315)	-25%	
Lãi từ HĐKD	290	5	-98%	-98%	1,321	(418)	-132%	
Thu nhập khác, ròng	23	8	-76%	-67%	33	61	84%	
EBT	313	12	-96%	-96%	1,354	(358)	-126%	
Thuế TNDN	(48)	2	-104%	-104%	(217)	(58)	-73%	
NPAT	265	14	-94%	-95%	1,137	(415)	-137%	
Lợi ích CĐTS	0	0	-11%	61%	0	0	2207%	
NPATMI	265	14	-94%	-95%	1,137	(416)	-137%	
Sản lượng (tấn)	416,838	386,755	31%	-7%	1,474,249	1,021,237	-31%	
Nội địa	186,608	188,450	13%	1%	231,392	185,452	-20%	
Xuất khẩu	230,230	198,305	55%	-14%	260,024	154,960	-40%	
Giá bán (VNĐ/kg)	29,349	22,819	-5%	-22%	28,471	23,409	-18%	
Lãi gộp trên 1kg	3,826	2,373	60%	-38%	3,473	1,381	-60%	
Tỷ lệ chiết khấu cho đại lý	0.5%	2.0%	1%	2%	0.4%	1.3%	0.9%	
Biên lợi nhuận gộp	13%	10%	-3%	-3%	12%	8%	-4.0%	
Biên lợi nhuận ròng	2.2%	0.2%	-3%	-2%	2.7%	-1.7%	-4.5%	

Nguồn: Báo cáo tài chính

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TIÊU THỤ VÀ GIÁ TÔN MẠ TRONG Q3.2023

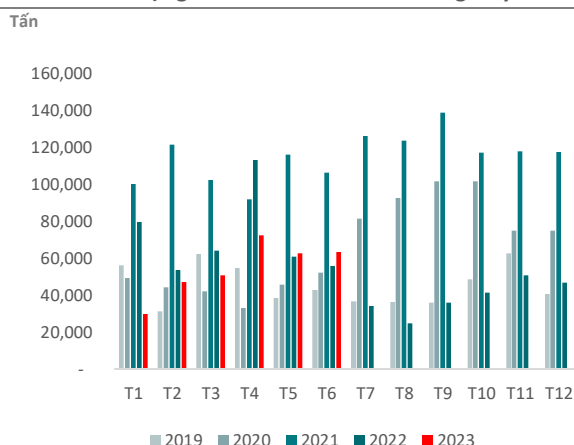
[Chi tiết xem tại [Báo cáo cập nhật gần nhất](#) và [Báo cáo triển vọng ngành](#)]

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

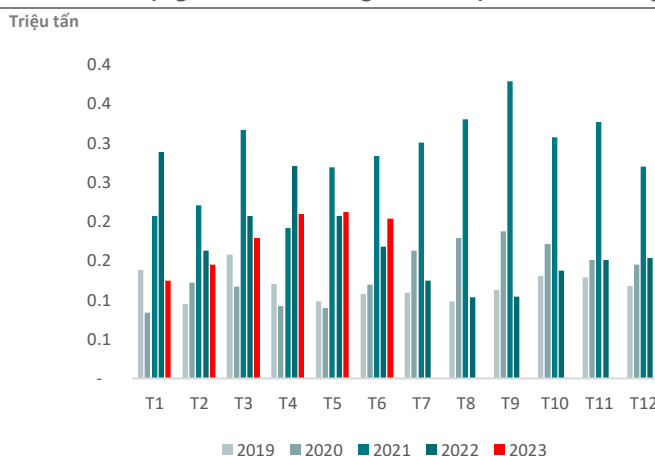
- Sản lượng xuất khẩu của HSG sẽ duy trì ở mức cao hơn so với toàn ngành, mặc dù nhu cầu tiêu thụ từ Mỹ và EU vẫn còn yếu trong 2H.2023.**

HSG đã bắt đầu đẩy mạnh kênh xuất khẩu từ Tháng 4. Trong Quý 2.2023, sản lượng xuất khẩu của HSG đạt 198,300 tấn, và tăng +55% QoQ. Nguyên nhân là do (1) các nhà máy tại Mỹ và EU cắt giảm sản lượng, gây ra tình trạng thiếu hụt thép tạm thời, (2) các đại lý thép tích lũy hàng trở lại vào đầu năm. Chúng tôi đánh giá xu hướng xuất khẩu tốt của HSG tương đồng với xu hướng chung của toàn ngành thép.

Hình 2: Sản lượng xuất khẩu + 55% QoQ trong Quý 2.2023



Hình 3: Sản lượng xuất khẩu toàn ngành tôn mạ + 40% QoQ trong Q2.2023



Nguồn: VSA

Sang Quý 3.2023, BSC duy trì quan điểm so với [Báo cáo gần nhất](#): sản lượng xuất khẩu toàn ngành sẽ giảm -10% QoQ do (1) Việc EU, Mỹ thiếu thép mang tính ngắn hạn, (2) Nhu cầu tiêu thụ thép tại các quốc gia lớn như Mỹ và EU vẫn yếu. **Tuy nhiên, BSC kỳ vọng sản lượng xuất khẩu của HSG sẽ duy trì ở mức +3% QoQ trong Quý 3 – Quý 4.2023, tốt hơn so với toàn ngành.** Sở dĩ, BSC kỳ vọng HSG vẫn sẽ làm tốt được ở kênh xuất khẩu trong thời gian tới nhờ:

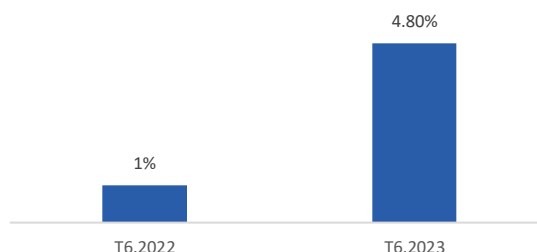
- HSG tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường nhỏ hơn** – chẳng hạn như Ấn Độ, . . . bên cạnh các thị trường trọng yếu như Mỹ và EU. Cụ thể, tính đến cuối năm 2022, HSG đã xuất khẩu sang 87 các quốc gia. Với tập khách hàng vốn có đã lớn và trải dài nhiều quốc gia như vậy, BSC cho rằng HSG dễ dàng đẩy mạnh kênh xuất khẩu trong 2H. Ngoài ra, công ty cũng đang gia tăng nhận các đơn hàng có quy mô nhỏ hơn.
- Bản thân đại lý tại các thị trường nhỏ đang có xu hướng ưu tiên sử dụng hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và Việt Nam** do (1) có giá thành thấp hơn và (2) giá nhập khẩu thường điều chỉnh nhanh (theo ngày) theo biến động giá thế giới, trong khi giá nội địa thì thường sẽ cập nhật theo chu kỳ tuần/tháng. BSC cho rằng chính diễn biến giá HRC phản ứng nhanh với các sự kiện vĩ mô thế giới, đã thúc đẩy đại lý ưu tiên sử dụng hàng nhập khẩu trong giai đoạn này.

Hình 4: Thị trường xuất khẩu của HSG đa dạng



Hình 5: Thị phần thép Việt Nam tại Ấn Độ tăng mạnh trong năm 2023

Lưu ý: Trong T6.2023, sản lượng nhập khẩu thép đạt 4.84 LMT (+5.9% QoQ, 7.6% YoY)



Nguồn: [BSC Research tổng hợp](#)

Với 2 lý do kể trên, BSC cho rằng các doanh nghiệp sở hữu mạng lưới các khách hàng xuất khẩu đa dạng như HSG, có thể tiếp tục đẩy mạnh được kênh xuất khẩu trong 2H.2023. **BSC kỳ vọng sản lượng xuất khẩu của HSG có thể duy trì ở mức 65,000 – 75,000 tấn/tháng trong 2H.2023.** Cho năm tài chính 2022 -2023, BSC dự báo sản lượng xuất khẩu HSG đạt 670,000 tấn (-23% yoy). Sang năm tài chính 2023 – 2024, BSC dự báo sản lượng xuất khẩu HSG đạt 723,000 tấn (+8% yoy) nhờ nhu cầu xuất khẩu quay trở lại.

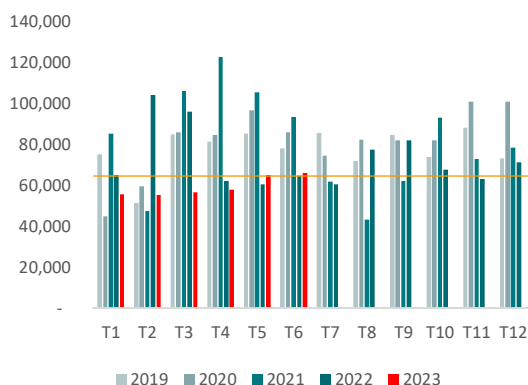
2. BSC kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi kể từ Quý 4.2023 và HSG sẽ là doanh nghiệp tôn mạ phục hồi đầu tiên nhờ sở hữu hệ thống đại lý lớn.

BSC giữ nguyên quan điểm so với Báo cáo cập nhật gần nhất. Với việc (1) mặt bằng lãi suất đã hạ nhiệt đã từ Quý 2, (2) đảo chiều chính sách Bất động sản, **BSC cho sản lượng tiêu thụ nội địa đã tạo đáy trong 1H.2023, và kỳ vọng nhu cầu xây dựng nội địa nói chung đi ngang. Sản lượng nội địa của HSG ở mức 65,000 tấn/tháng trong Quý 3 và sẽ phục hồi dần về mức 85,000 tấn/tháng kể từ Quý 4.2023.** BSC dự báo trong NĐTC 2023 – 2024, sản lượng nội địa = 879,000 tấn (+19% yoy), tương đương 73,000 tấn/tháng.

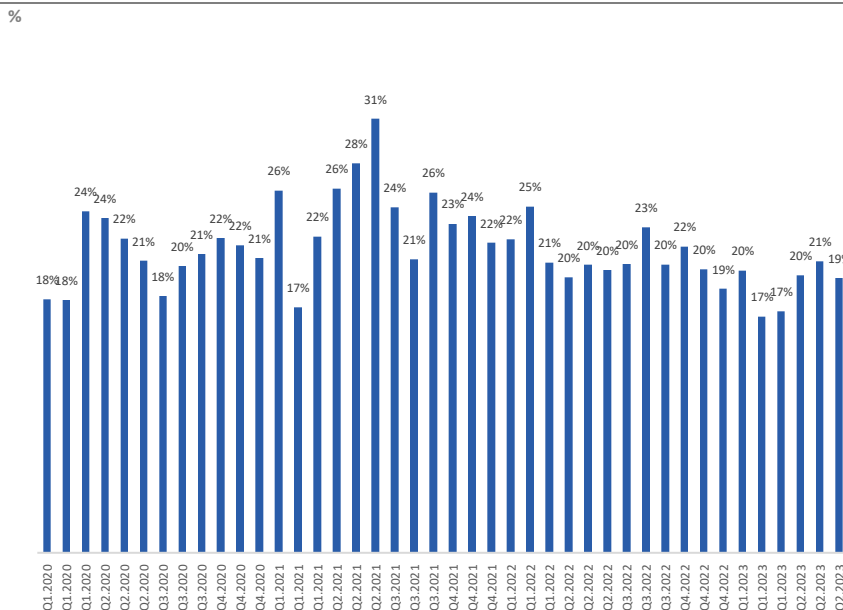
HSG sẽ là doanh nghiệp tôn mạ phục hồi đầu tiên nhờ:

- **Sở hữu hệ thống chi nhánh/đại lý lớn.** Cụ thể, HSG đang sở hữu hơn 500 chi nhánh và cửa hàng phân phối trải dài khắp cả nước.
- **Thị phần lớn nhất cả nước và có khả năng tăng trưởng tiếp thị phần trong dài hạn.** HSG là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất cả nước (chiếm khoảng 20-30% thị phần, tiếp sau là Tôn Đông Á, Hòa Phát). Trong dài hạn, BSC cho rằng HSG sẽ tiếp tục tăng trưởng tiếp thị phần trong dài hạn nhờ (1) thị trường tôn mạ đã cô đặc lại kể từ năm 2018 (chỉ còn một số nhà cung cấp lớn là Tôn Đông Á, Hòa Phát), (2) HSG sở hữu hệ thống đại lý và quy mô lớn, có nhiều dư địa để cạnh tranh.

Hình 6: BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa của HSG đã tạo đáy trong 1H.2023 ở mức 60,000 – 65,000 tấn/tháng



Hình 7: Thị phần tôn mạ nội địa của HSG từ năm 2020 – 2022

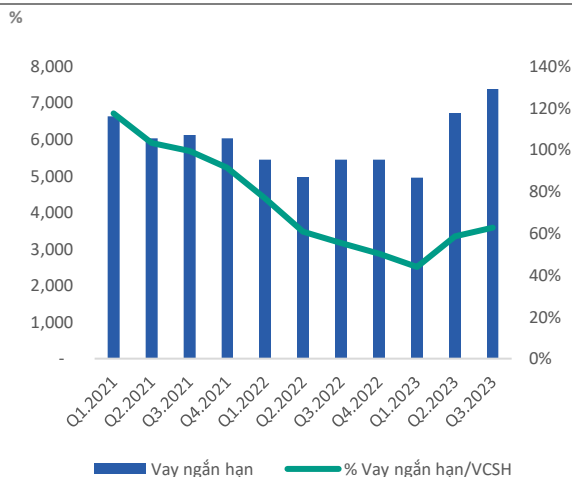


Nguồn: VSA

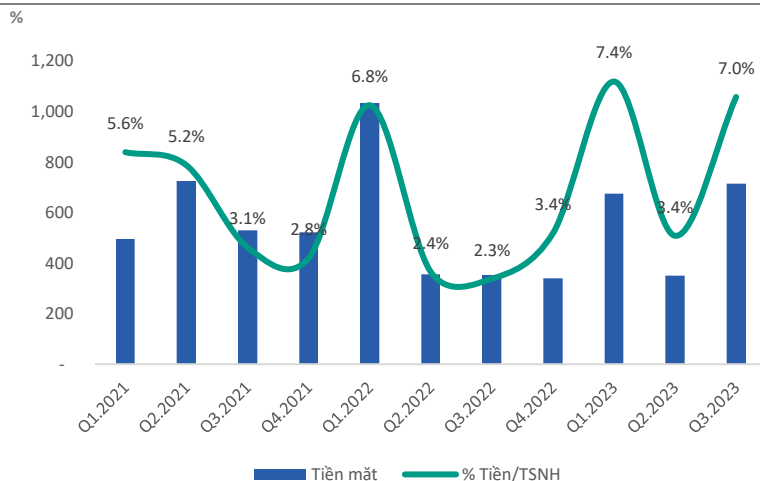
3. Cơ cấu tài chính an toàn và chiến lược quản trị hàng tồn kho thận trọng

Tính đến cuối Tháng 6.2023, cơ cấu tài chính của HSG an toàn với tỷ lệ nợ vay ngắn hạn/VCSH đạt 63%, và 713 tỷ VNĐ lượng tiền mặt – chiếm 7% tài sản ngắn hạn. So sánh với lịch sử quản trị của HSG, cũng như một số doanh nghiệp thép cùng ngành, BSC đánh giá HSG đang sở hữu cơ cấu đòn bẩy ở mức thấp, thanh khoản tốt. Bên cạnh đó, HSG cũng duy trì chiến lược quản trị hàng tồn kho rất thận trọng. Đây là yếu tố giúp tình hình tài chính Công ty vẫn ổn định trong 2H.2023 – 2024.

Hình 8: Tỷ lệ nợ vay/VCSH của HSG trong giai đoạn 2021 - 2023 (Theo NGTC của HSG)



Hình 9: Lượng tiền mặt của HSG trong giai đoạn 2021 – 2023 (Theo NGTC của HSG)



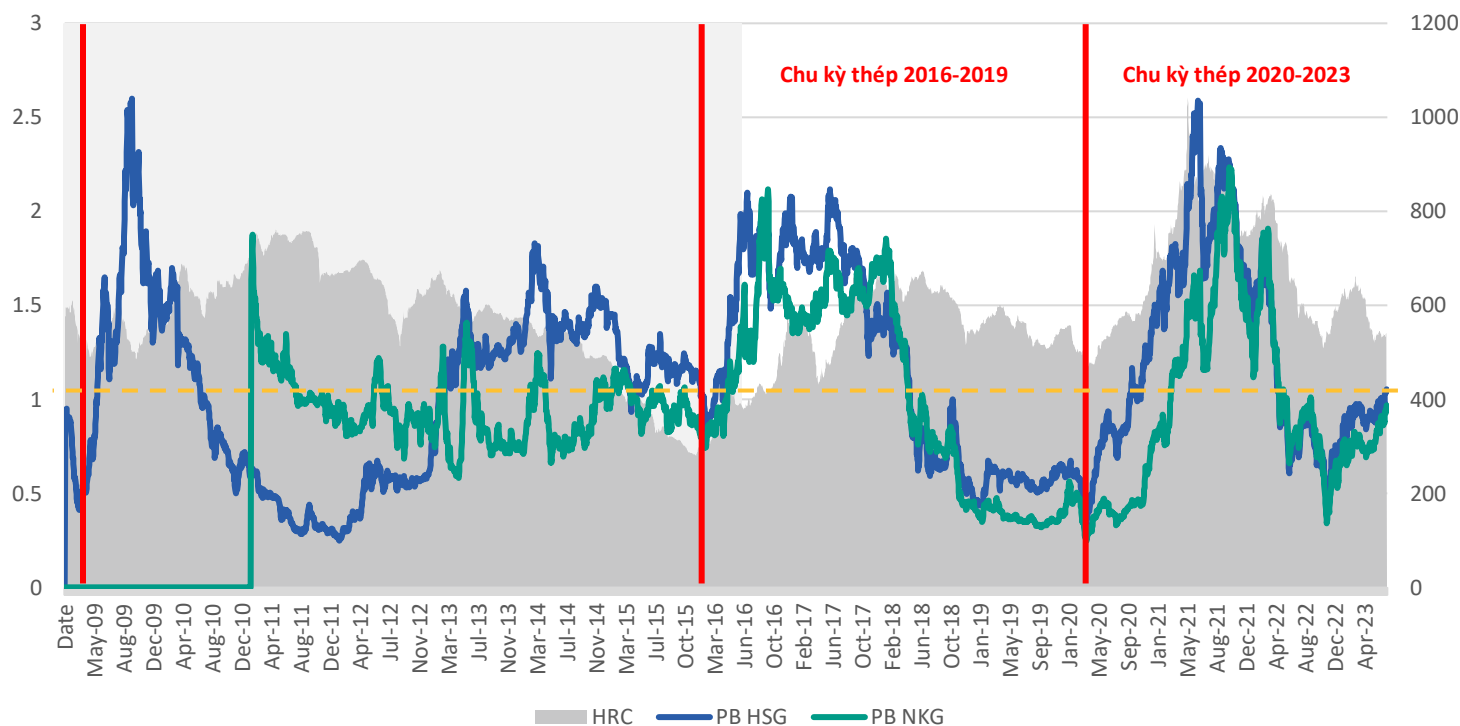
Nguồn: Báo cáo tài chính HSG

4. Định giá phù hợp để tích lũy trong dài hạn: P/B FWD 2023 = 1.1x, P/B FWD 2024 = 1.0x

HSG hiện đang giao dịch với mức P/B FWD 2023 = 1.1x, P/B FWD 2024x = 1.0x, thuộc vùng định giá đáy của nhóm tôn mạ. Với (1) cơ cấu tài chính an toàn, chiến lược hàng tồn kho thận trọng, (2) thời điểm xấu nhất đối với ngành thép đã qua, (3) vị thế đầu ngành của HSG, BSC cho rằng vùng định giá hiện tại phù hợp để tích lũy trong dài hạn.

Hình 10: So sánh định giá P/B của HSG, NKG trong chu kỳ thép

Cột trái: P/B (lần), cột phải: HRC (USD/tấn)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Nhìn về 1 chu kỳ thép, BSC cho rằng HSG có thể duy trì mức lợi nhuận trung bình 1,200 – 1,500 tỷ VNĐ/năm, tương đương P/E = 8-9x – tương đương với P/E trung bình ngành của HSG. Chi tiết giả định sau:

Hình 11: Ước tính lợi nhuận trung bình của HSG trong 1 chu kỳ ngành thép

	Chỉ tiêu trung bình	Giả định
Sản lượng (tấn)	1,810,240	
Nội địa	1,150,240	BSC ước tính tổng sản lượng tôn mạ và ống thép nội địa toàn ngành = 4.4 triệu tấn (tương đương với năm 2019), thị phần = 26%. BSC cho rằng HSG có thể duy trì mức thị phần này nhờ (1) hệ thống đại lý lớn, (2) HSG Sản lượng xuất khẩu trung bình = 55,000 tấn/tháng
Xuất khẩu	660,000	
Giá bán trung bình (VNĐ/kg)		
Nội địa	23,400	
Xuất khẩu	23,000	
Biên lợi nhuận gộp trung bình	15%	
Doanh thu thuần	42,096	
Lợi nhuận gộp	6,211	
Chi phí QLDN & BH	(3,789)	Chiếm 9% doanh thu
Chi phí lãi vay	(631)	Chiếm 1.5% doanh thu
LNTT	1,791	
LNST	1,433	
LNST -CĐTS	1,433	Thuế suất = 20%
EPS	2,396	

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 12: So sánh định giá P/E trung bình của HSG trong chu kỳ thép (Cột Phải: P/B)



Nguồn: Bloomberg

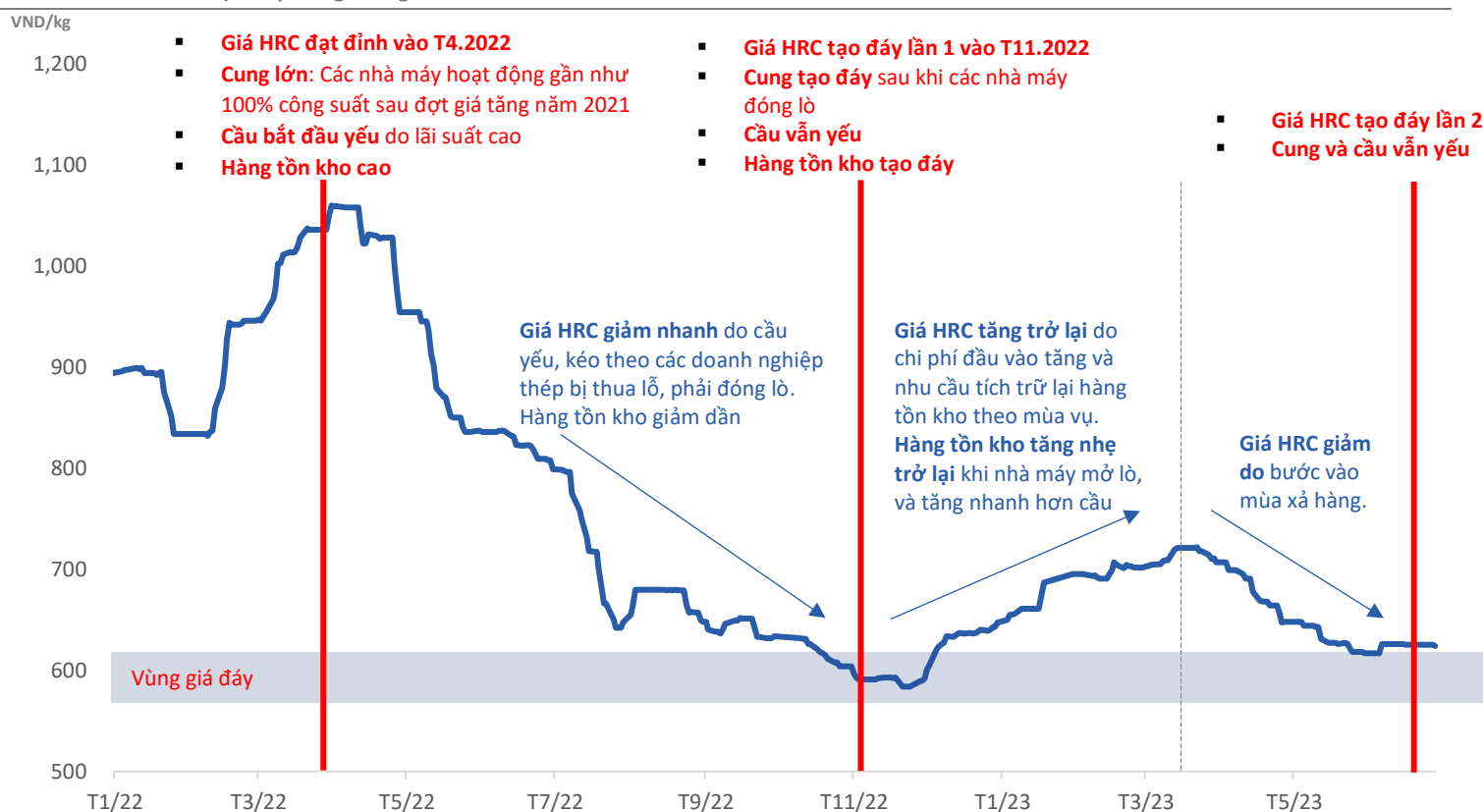
III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH QUÝ 3 – TƯƠNG ĐƯƠNG Q4 NĐTC 2022 – 23

BSC kỳ vọng KQKD Quý 4 NĐTC 2022-23 của HSG tiếp tục sẽ cải thiện mạnh so với Quý 3 nhờ:

- Sản lượng xuất khẩu vẫn sẽ duy trì khả quan (+3% QoQ), trong khi sản lượng nội địa kỳ vọng đi ngang.
- Giá bán trung bình kỳ vọng sẽ giảm -5% QoQ do giá xuất khẩu giảm.
- Tuy nhiên, BSC cho rằng giá nguyên liệu đầu vào sẽ giảm nhanh hơn giá bán đầu ra. Như phân tích kể trên, (1) bản thân các đại lý, trong đó có Việt Nam, cũng đang ưu tiên sử dụng hàng nhập khẩu từ Trung Quốc – cập nhật sát theo diễn biến quốc tế, (2) Hàng tồn kho đại lý ở cuối T3 ở mức rất thấp, (3) HSG đang theo đuổi chính sách quản trị rất thận trọng, do đó, chúng tôi cho rằng HSG sẽ ít bị ảnh hưởng bởi xu hướng giá HRC giảm từ T4 đến T6. Ngược lại, **BSC cho rằng giá HRC đã tạo đáy trong Tháng 6 – là cơ sở giúp HSG ghi nhận giá trị hàng tồn kho thấp hơn trong Quý 4**. BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HSG trong Quý 4 NĐTC 2022 -23 sẽ cải thiện 2-3 điểm % so với Quý trước đó.

[Chi tiết xem tại [Báo cáo cập nhật gần nhất](#) và [Báo cáo triển vọng ngành](#)]

Hình 13: Giá HRC đã tạo đáy trong Tháng 6.2023



Nguồn: Bloomberg

IV. CẬP NHẬT KQKD & DỰ BÁO CỦA NHÓM TÔN MẠ

Trong năm 2023, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 33,107 tỷ VND (-33% yoy), NPATMI = 28 tỷ VND (-89% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 48 VND/CP, P/E FWD 2023 = 416x, P/B FWD 2023 = 1.1x. BSC lưu ý dự báo KQKD năm 2023 của HSG đã bao gồm BSC kỳ vọng hoàn nhập giảm giá hàng tồn kho 200 tỷ VNĐ.

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 38,189 tỷ VND (+15% yoy), NPATMI = 789 tỷ VND (+2,676% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,320 VND/CP, P/E FWD 2023 = 15x, P/B FWD 2023 = 1.0x.

- Sản lượng = 1.6 triệu tấn (+12% yoy) do nhu cầu phục hồi;
- Giá bán bình quân +3% yoy.
- Biên lợi nhuận gộp = 12%, tăng 1.7 điểm % do sức mua quay trở lại.

So với Báo cáo trước đó, BSC giảm nhẹ dự báo KQKD năm 2023 – 2024 do tăng chi phí SG&A.

Hình 14: Cập nhật dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

	2021	2022	2023F	2024F	%YoY 2023	% YoY 2024
Giả định						
Sản lượng	2,286,861	1,787,694	1,430,155	1,601,774		
% YoY	41%	-22%	-20%	12%		
Giá bán	21,298	27,797	23,349	24,050		
% YoY	26%	31%	-16%	3%		
Lợi nhuận gộp/kg sp	10,843	7,126	8,402	8,223		
% YoY	10%	-34%	18%	-2%		
Biên lợi nhuận gộp	18.2%	9.9%	10.3%	12.0%		
Doanh thu thuần	48,727	49,711	33,107	38,189	-33%	15%
Giá vốn	(39,853)	(44,772)	(29,704)	(33,600)	-34%	13%
Lợi nhuận gộp	8,873	4,939	3,403	4,589	-31%	35%
CP BH	(3,344)	(3,833)	(2,483)	(2,711)	-35%	9%
CP QLDN	(426)	(522)	(574)	(574)	10%	0%
Lãi từ HĐKD	5,103	584	346	1,303	-41%	277%
Doanh thu tài chính	366	267	177	239	-34%	35%
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(485)	(555)	-7%	15%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(355)	(260)	(243)	(278)	-7%	15%
Lợi nhuận từ CTLK	-	-	-	-		
Lãi/lỗ khác	(2)	51	(2)	-	-104%	-100%
LNTT	4,915	381	36	987	-91%	2674%
Thuế TNDN	(602)	(130)	(7)	(197)	-95%	2674%
NPAT	4,313	251	28	789	-89%	2674%
CĐTS	(0)	(0)	(0)	(0)	0%	0%
NPATMI	4,313	251	28	789	-89%	2676%

Nguồn: BSC Research dự báo

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HSG với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **25,000 VND/CP** (tương đương Upside +24% so với giá đóng cửa ngày 14/8/2023). So với Báo cáo trước đó, BSC nâng P/B mục tiêu cũ = 1.1x (tương đương với mức định giá trung bình trong một chu kỳ ngành thép) lên P/B mục tiêu mới = 1.2x-1.3x do **(1)** môi trường lãi suất giảm, **(2)** vị thế đầu ngành của HSG, **(3)** HSG sẽ làm tốt kênh xuất khẩu hơn so với toàn ngành trong 2H.2023, mặc dù xu hướng ngành có thể giảm dần sản lượng về cuối năm do nhu cầu từ Mỹ và EU vẫn yếu.

Định giá phù hợp để tích lũy trong dài hạn. HSG hiện đang giao dịch với mức P/B FWD 2023 = 1.1x, P/B FWD 2024x = 1.0x, thuộc vùng định giá đáy của nhóm tôn mạ. Nhìn về 1 chu kỳ thép, BSC cho rằng HSG có thể duy trì mức lợi nhuận trung bình 1,200 – 1,500 tỷ VNĐ/năm, P/E FWD= 8-9x. Với cơ cấu tài chính an toàn, chiến lược hàng tồn kho thận trọng, (3) thời điểm xấu nhất đối với ngành thép đã qua, BSC cho rằng vùng định giá hiện tại phù hợp để tích lũy trong dài hạn.

Hình 15: Định giá cổ phiếu HSG

Phương pháp	
Phương pháp PB – Giá trị hợp lý	
BVPS FW 2024	19,527
P/B mục tiêu	1.3x
Giá trị cổ phiếu của HSG (VNĐ/cổ phiếu)	25,000

Nguồn: BSC Research

Hình 16: Định giá cổ phiếu HSG, NKG trong các chu kỳ thép

	HSG	NKG
Chu kỳ thép 2008 -2015	1.0	-
Chu kỳ thép 2016-2019	1.1	1.0
Chu kỳ thép 2020-2023	1.1	0.9

Nguồn: BSC Research

Hình 17: Biến động giá cổ phiếu và giá khuyến nghị của BSC



Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC – CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	48,727	49,711	33,107	38,189
Giá vốn hàng bán	(39,853)	(44,772)	(29,704)	(33,600)
Lợi nhuận gộp	8,873	4,939	3,403	4,589
Thu nhập tài chính	(3,344)	(3,833)	(2,483)	(2,711)
Chi phí tài chính	(426)	(522)	(574)	(574)
Trong đó: Chi phí lãi vay	5,103	584	346	1,303
Lãi/(lỗ) từ CTLK	366	267	177	239
Chi phí BH	(552)	(521)	(485)	(555)
Chi phí QLDN	(355)	(260)	(243)	(278)
Lãi từ HĐKD	-	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	(2)	51	(2)	-
LNTT	4,915	381	36	987
Thuế TNDN	(602)	(130)	(7)	(197)
LNST	4,313	251	28	789
Lợi ích CĐKKS	(0)	(0)	(0)	(0)
LNST Công ty mẹ	4,313	251	28	789
EPS	8,741	420	48	1,320

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và DTTC	516	339	447	1,595
Phải thu ngắn hạn	4,535	1,452	2,008	2,032
Tồn kho	12,356	7,395	6,039	7,845
TS ngắn hạn khác	1,250	649	649	649
Tài sản ngắn hạn	18,658	9,835	9,143	12,121
TSCĐ hữu hình	6,443	5,755	5,063	4,419
TSCĐ vô hình	219	204	190	175
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	660	604	569	564
ĐT dài hạn	21	17	17	17
TS dài hạn khác	619	611	620	629
Tài sản dài hạn	7,963	7,190	6,458	5,803
Tổng tài sản	26,620	17,025	15,601	17,925
Phải trả ngắn hạn	4,294	1,040	1,465	2,485
Vay ngắn hạn	5,437	4,070	2,249	2,789
Nợ ngắn hạn khác	4,644	899	912	926
Tổng Nợ ngắn hạn	14,374	6,009	4,626	6,200
Vay dài hạn	1,399	117	47	-
Nợ dài hạn khác	15	16	16	16
Tổng Nợ dài hạn	1,414	133	63	16
Nợ phải trả	15,788	6,142	4,689	6,216
Vốn góp	4,935	5,981	5,981	5,981
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
LN chưa phân phối	5,633	4,542	4,571	5,360
Vốn chủ khác	91	187	187	187
Cổ đông thiểu số	17	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	10,832	10,884	10,912	11,702
Tổng nguồn vốn	26,620	17,025	15,601	17,918
SLCP (triệu)	493	598	598	598

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	4,915	381	36	987
Khấu hao và phân bổ	1,582	1,897	1,654	1,613
Thay đổi vốn lưu động	(5,001)	567	980	(1,271)
LCTT từ HĐKD	1,496	2,845	2,669	1,329
Tiền chi mua TSCĐ	(477)	(463)	(670)	(674)
Đầu tư khác	181	55	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(296)	(408)	(670)	(674)
Tiền chi trả cổ tức	(0)	(0)	-	-
Tiền từ vay ròng	(1,291)	(2,699)	(1,891)	493
Tiền thu khác	7	49	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(1,285)	(2,651)	(1,891)	493
Dòng tiền đầu kỳ	575	493	330	438
Tiền trong kì	(84)	(215)	108	1,148
Tiền cuối kỳ	491	278	438	1,586

Chỉ số	2021	2022F	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.30	1.64	1.98	1.95
Hố TT nhanh	0.44	0.41	0.67	0.69
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	59%	36%	30%	35%
Hệ số Nợ/VCSH	146%	56%	43%	53%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	83	84	83	93
Số ngày phải thu	23	20	21	18
Số ngày phải trả	26	22	18	27
CCC	80	78	79	79
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	18%	10%	10%	12%
Lợi nhuận LNST	9%	1%	0%	2%
ROE	40%	2%	0%	7%
ROA	16%	1%	0%	4%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	77%	2%	-33%	15%
Tăng trưởng EBIT	162%	-89%	-41%	277%
Tăng trưởng LNTT	257%	-92%	-91%	2674%
Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-89%	2672%
BVPS	21,950	18,198	18,246	19,566

Nguồn: BSC

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>

