

Khuyến nghị: THEO DÕI

Trần Hồng Quân (PTCB)

quanth@bsc.com.vn

| | |
|--------------|-----|
| Giá mục tiêu | N/A |
| Giá đóng cửa | N/A |
| Upside | N/A |

Lê Quốc Trung (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

| | |
|--------------|-----|
| Giá mục tiêu | N/A |
| Giá cut loss | N/A |

Dữ liệu thị trường

| | |
|--------------------------|-----------|
| Số lượng cp | 423 triệu |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 3,310 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 13,650 |
| KLGD T bình 10 ngày (cp) | 1.9 triệu |
| Sở hữu NĐTNN | 32.04% |

Cổ đông lớn

| | |
|---------------------|-------|
| Cty TNHH HSGI | 24.3% |
| Tundra Vietnam Fund | 3.1% |
| VEIL | 2.3% |
| Norges Bank | 1.8% |

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

CTCP Tập đoàn Hoa Sen hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh tôn mạ, ống thép và ống nhựa. Với tổng công suất tôn mạ lên tới 2 triệu tấn/năm, HSG hiện là doanh nghiệp đứng đầu về thị phần tôn mạ cả nước.

Các báo cáo khác

LỢI NHUẬN TRỞ LẠI TRONG NGẮN HẠN

Quan điểm đầu tư

BSC đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HSG. HSG hiện đang giao dịch tại giá 7,700 VNĐ/cp, tương đương với mức trailing PE và trailing PB lần lượt là 33.7 và 0.62 lần. Theo quan điểm của BSC, mức PB hiện tại đã phản ánh những khó khăn trong thời gian trước của HSG. Trong năm 2019, BSC dự báo hoạt động kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn Hoa Sen sẽ được cải thiện đáng kể so với niên độ tài chính 2017 - 2018.

Catalyst

- Giá nguyên vật liệu HRC tháng 2, tháng 3 tương đối thấp giúp cho HSG có cơ hội cải thiện về biên lợi nhuận gộp trong quý III niên độ tài chính 2018 - 2019 (tức Q2 2019).

- Công ty đang đẩy mạnh các phương án tái cấu trúc nhằm tăng dòng tiền, cắt giảm chi phí. Với các phương án tái cấu trúc lại hệ thống kênh phân phối, HSG tiết kiệm được khoảng 212 tỷ đồng LNTT cho nửa đầu niên độ tài chính 2018 - 2019.

- Lợi nhuận đến từ việc thanh lý BĐS đem lại khoảng 234 tỷ đồng LNTT trong Q1 và Q2 hỗ trợ kết quả kinh doanh cả năm 2019

Cập nhật doanh nghiệp

(1) KQKD 2018: năm 2018, Doanh thu HSG đạt 34.1 nghìn tỷ đồng (+20.1% yoy), lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi 773 tỷ đồng (-63.5% yoy), lợi nhuận thuần đạt 136 tỷ đồng (-88.9%).

(2) KH SXKD 2019: sản lượng tiêu thụ 2tr tấn, doanh thu 31.5 nghìn tỷ đồng (-9% TH2018), LNST 500 tỷ đồng (+22% TH 2018).

(3) KQKD 1H 2019: Doanh thu 14.4 nghìn tỷ đồng (-7.5% yoy) và bằng 45.7% KH cả năm, lợi nhuận từ HĐ kinh doanh cốt lõi là -89 tỷ so với cùng kì là 506 tỷ, lợi nhuận thuần 148 tỷ (-72% yoy)

Rủi ro đầu tư

Sản lượng bán trong quý III có thể giảm mạnh khiến cho cải thiện về biên lợi nhuận gộp không bù đắp được chi phí bán hàng và chi phí quản lý.

(* HSG có niên độ tài chính kết thúc sớm 1 quý so với niên độ thông thường. Niên độ tài chính 2019 của HSG bắt đầu từ Q4 2018

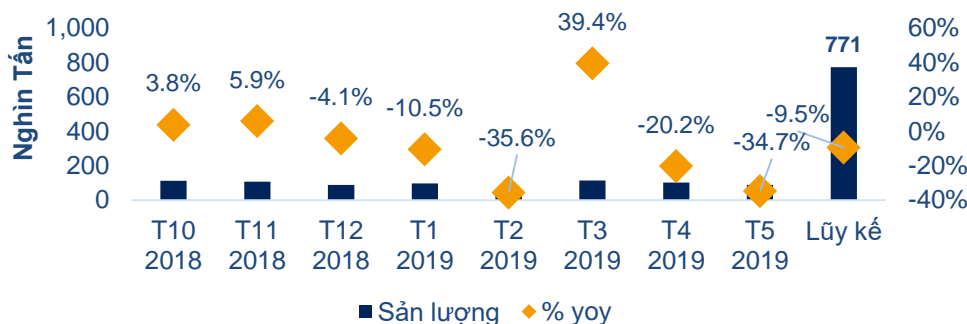
Kết quả kinh doanh của quý IV niên độ tài chính 2018 và Q1 niên độ 2019 gặp khó khăn do (1) Hàng tồn kho giá cao, (2) Cạnh tranh gay gắt. Trong giai đoạn Q4/2018, HSG phải nhập hàng tồn kho ở mức giá cao trong điều kiện giá bán khó có thể tăng do (1) thị trường tôn mạ nội địa phải cạnh tranh với sản phẩm nhập từ Trung Quốc và tổng công suất dư thừa của các đối thủ trên thị trường vẫn còn khá nhiều (2) thị trường xuất khẩu bị áp thuế chống bán phá giá ở nhiều quốc gia. Lũy kế cho nửa đầu năm tài chính 2019, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của lần lượt đạt 14.4 nghìn tỷ đồng (- 7% YoY) và 116 tỷ đồng (- 72 % YoY) chủ yếu do biên lợi nhuận gộp giảm mạnh (từ mức từ mức 14% cùng kỳ xuống còn mức 9.5%% 6T2019) và gánh nặng từ chi phí tài chính và các chi phí quản lý bán hàng

Giá bán tăng tuy nhiên không bù đắp được sản lượng tiêu thụ sụt giảm mạnh kéo theo kết quả kinh doanh không mấy khả quan trong các quý vừa qua.

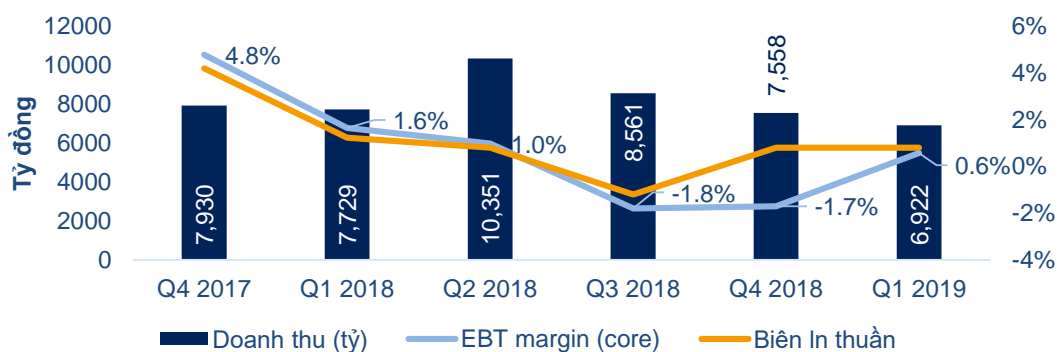
• **Sản lượng HSG sụt giảm mạnh hơn so với ngành.** Tính theo niên độ tài chính của HSG, sản lượng tiêu thụ tôn mạ toàn ngành giảm nhẹ -0.39% YoY, trong đó tiêu thụ nội địa đạt 1.4 triệu tấn (+11% YoY), sản lượng xuất khẩu ở mức 1.04 triệu tấn (-12.6% YoY). Tổng sản lượng tiêu thụ lũy kế của HSG giảm 9.49% YoY, do sản lượng nội địa giảm 19% và sản lượng xuất khẩu gần như không đổi khi chỉ tăng 0.5%. Sản lượng tiêu thụ thép ống của HSG cũng ghi nhận mức giảm 10%, trong đó thị trường xuất khẩu giảm 73% và thị trường nội địa giảm 4%.

Trong khi đó khả năng tăng giá bán bị hạn chế: trong Q4 niên độ 2018 và Q1 niên độ 2019, HSG đã phải giảm giá bán để giải phóng hàng tồn kho và giảm áp lực về dòng tiền cũng như chi phí vay nợ. Trong năm 2019, công ty đã tăng lại giá tôn mạ 2 lần với mức tăng khoảng 3%.

Sản lượng tôn mạ và tốc độ tăng trưởng HSG

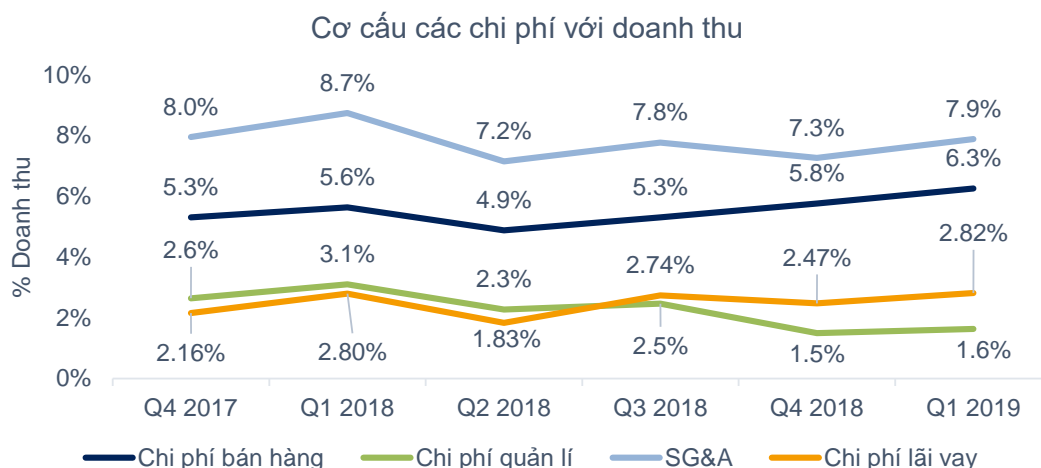


Doanh thu và biên lợi nhuận của HSG

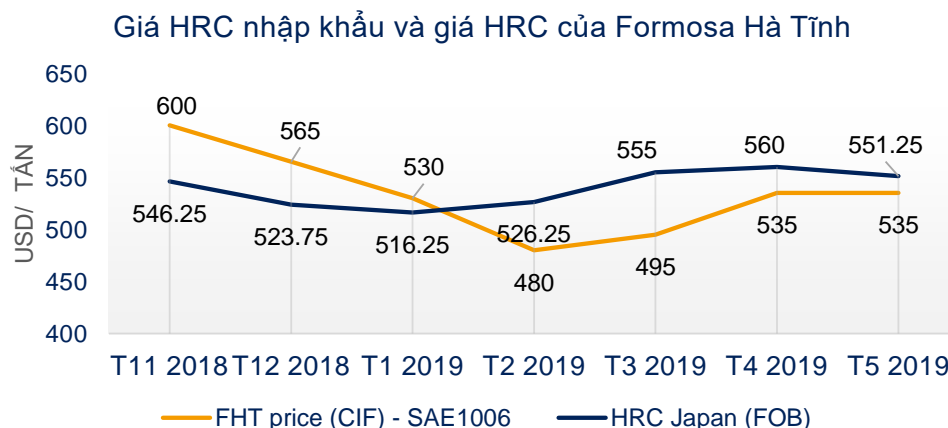


Nguồn: Fiinpro, BSC tổng hợp

Chi phí tài chính và SG&A vẫn tiếp tục là gánh nặng cho HSG Chi phí tài chính là gánh nặng của HSG khi thị trường trong giai đoạn khó khăn và thường chiếm khoảng 20% - 30% lợi nhuận gộp của công ty. Tỷ lệ SG&A/DTT 1H2019 khoảng 7.56% giảm so với mức 8.43% của cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do chi phí SG&A giảm mạnh hơn tốc độ giảm của doanh thu. Đặc biệt, chi phí quản lý nửa đầu năm là 225 tỷ đồng (-49% YoY). Chi phí quản lý giảm đến từ cắt giảm chi phí nhân công quản lý khi HSG giảm số đại lý trực thuộc tổng công ty. Tuy nhiên tỷ lệ chi phí bán hàng tăng khiến cho tỷ trọng của những chi phí này tăng nhẹ so với những quý gần đây. Công ty cũng chia sẻ trong tương lai những chi phí này có thể sẽ còn giảm được nữa tuy nhiên không nhiều do hiện tại công ty vẫn đang phải chịu những khoản trợ cấp và các chi phí khi cho nhân viên nghỉ việc.

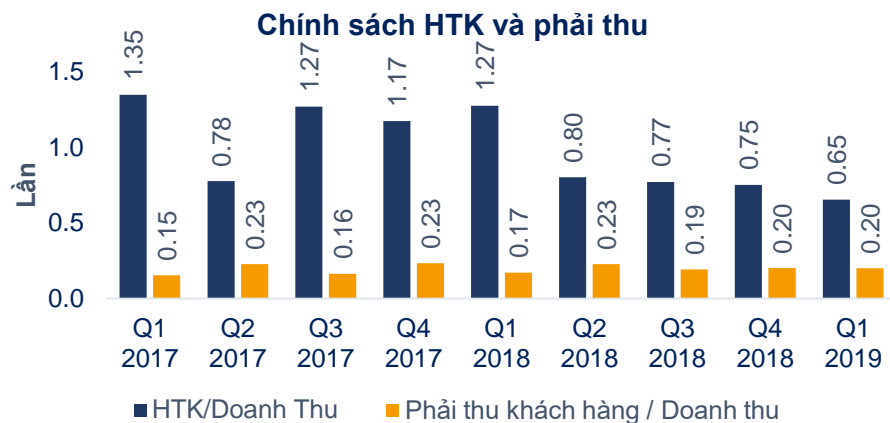


Tuy nhiên kết quả kinh doanh trong Q3 2019 sẽ được hưởng lợi nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào thấp: Giá HRC của Formosa Hà Tĩnh sụt giảm khá mạnh từ T11/2018 và tạo mức đáy trong T2-T3/2019, ghi nhận mức USD 480 – USD 495 / tấn/ Do đó chúng tôi cho rằng điều này có thể giúp cho HSG cải thiện biên lợi nhuận gộp Q3/2019. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng hiệu ứng này có thể sẽ không kéo dài sang đến quý IV khi mà giá HRC đã có xu hướng tăng trở lại trong tháng 5, tháng 6.

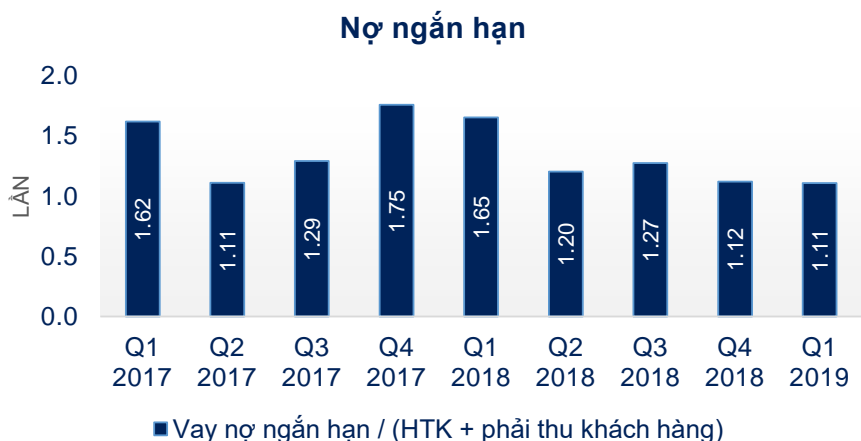


Nguồn: Bloomberg, Metabulletin

Phương án tái cấu trúc giúp cắt giảm chi phí quản lý và gánh nặng về dòng tiền:
 Công ty đã thực hiện một số biện pháp để giảm áp lực về dòng tiền và chi phí. Vòng quay hàng tồn kho tăng từ 3.3 lên 4.7. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính là do HSG tập trung thanh lý các NVL đầu vào giá vốn cao và HSG đang có sự dịch chuyển về quản lý hàng tồn kho để giảm tính đầu cơ nguyên vật liệu. Cùng với đó, nợ ngắn hạn ở mức khoảng 1.1 lần hàng tồn kho và phải thu của khách hàng là khá cao, tuy nhiên cũng đã có những dấu hiệu cải thiện so với thời gian trước.



Nguồn: BCTC HSG, BSC tổng hợp



Nguồn: BCTC HSG, BSC tổng hợp

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| | Q1 2018 | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 | Q1 2019 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 7,664 | 10,325 | 8,566 | 7,545 | 6,911 |
| LN gộp | 1,019 | 1,031 | 746 | 607 | 781 |
| DT tài chính | 14 | 18 | 134 | 24 | 8 |
| CP tài chính | (216) | (217) | (351) | (198) | (206) |
| Lãi vay | (216) | (190) | (235) | (187) | (195) |
| CP bán hàng | (436) | (505) | (454) | (436) | (433) |
| CP QLDN | (240) | (235) | (211) | (113) | (113) |
| Lãi/lỗ HĐKD | 141 | 92 | (136) | (116) | 37 |
| TNhap khác (ròng) | 0 | 5 | 26 | 218 | 10 |
| LN trước thuế | 142 | 96 | (110) | 101 | 47 |
| LN sau thuế | 96 | 83 | (103) | 61 | 56 |
| LN CĐ thiếu số | (0) | (0) | (0) | (0) | 0 |
| LN Cty mẹ | 96 | 83 | (103) | 61 | 56 |
| EPS | | | | | |
| TS ngắn hạn | 14,035 | 13,545 | 10,800 | 9,435 | 8,079 |
| Tiền và ĐT ngắn hạn | 232 | 336 | 492 | 424 | 371 |
| Phải thu ngắn hạn | 2,058 | 3,121 | 2,119 | 1,938 | 1,761 |
| Tồn kho | 9,853 | 8,306 | 6,607 | 5,686 | 4,527 |
| TS ngắn hạn khác | 1,892 | 1,782 | 1,582 | 1,388 | 1,420 |
| TS dài hạn | 9,713 | 10,099 | 10,455 | 10,399 | 10,286 |
| Phải thu dài hạn | 1 | - | 202 | 202 | 160 |
| TSCĐ | 7,967 | 8,245 | 8,125 | 8,039 | 7,823 |
| TS dở dang dài hạn | 1,093 | 1,168 | 1,513 | 1,589 | 1,797 |
| TS dài hạn khác | 502 | 533 | 516 | 506 | 489 |
| Tổng TS | 23,748 | 23,644 | 21,255 | 19,834 | 18,365 |
| Nợ phải trả | 18,214 | 18,385 | 16,103 | 14,652 | 13,139 |
| Nợ ngắn hạn | 15,161 | 14,920 | 12,638 | 10,948 | 9,877 |
| Vay ngắn hạn | 12,747 | 12,420 | 10,880 | 8,458 | 7,653 |
| Nợ dài hạn | 3,053 | 3,465 | 3,466 | 3,704 | 3,262 |
| Vay dài hạn | 3,048 | 3,460 | 3,462 | 3,700 | 3,258 |
| Vốn chủ sở hữu | 5,533 | 5,259 | 5,152 | 5,182 | 5,226 |
| Vốn góp | 3,500 | 3,850 | 3,850 | 3,850 | 3,850 |
| LN chưa phân phối | 1,775 | 1,158 | 1,055 | 1,116 | 1,161 |
| Tổng nguồn vốn | 23,748 | 23,644 | 21,255 | 19,834 | 18,365 |
| % yoy DT | 23% | 43% | 23% | -4% | -10% |
| Biên ln gộp | 13.3% | 10.0% | 8.7% | 8.0% | 11.3% |
| Lãi vay/DTT | 2.8% | 1.8% | 2.7% | 2.5% | 2.8% |
| CP bán hàng/DTT | 5.7% | 4.9% | 5.3% | 5.8% | 6.3% |
| CP QLDN/DTT | 3.1% | 2.3% | 2.5% | 1.5% | 1.6% |
| Biên ln thuần | 1.2% | 0.8% | -1.2% | 0.8% | 0.8% |

Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm khoảng 50% nhờ việc tái cơ cấu bộ máy tổ chức.

Lợi nhuận khác đến từ việc bán đất tại Quận 2, Quận 9 và một số mảnh đất tại các đại lí.

Các khoản phải thu đang giảm dần, tuy nhiên công ty vẫn đang duy trì tỷ lệ phải thu của khách hàng / doanh thu không đổi.

Nợ ngắn hạn giảm do giảm lượng hàng tồn kho. Việc giảm nợ ngắn hạn đồng thời giúp giảm áp lực về lãi vay lên kết quả kinh doanh.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm trong Q1 2019 và công ty tăng giá bán khoảng 3%

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán Q2 2018 Q3 2018 Q4 2018 Q1 2019 Q2 2019

| | | | | | |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| Hsố TT ngắn hạn | 0.93 | 0.91 | 0.85 | 0.86 | 0.82 |
| Hsố TT nhanh | 0.15 | 0.23 | 0.21 | 0.22 | 0.22 |

2. Cơ cấu vốn

| | | | | | |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| TSNH/ TTS | 0.59 | 0.57 | 0.51 | 0.48 | 0.44 |
| TSDH/ TTS | 0.41 | 0.43 | 0.49 | 0.52 | 0.56 |
| Hsố Nợ/ TTS | 0.77 | 0.78 | 0.76 | 0.74 | 0.72 |
| Hsố Nợ/ VCSH | 3.29 | 3.50 | 3.13 | 2.83 | 2.51 |
| Nợ ngắn hạn / TTS | 0.64 | 0.63 | 0.59 | 0.55 | 0.54 |
| Nợ DH / TTS | 0.13 | 0.15 | 0.16 | 0.19 | 0.18 |

3. Năng lực hoạt động

| | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|------|------|
| Vquay hàng tồn kho | 3.3 | 3.3 | 3.8 | 4.0 | 4.7 |
| Vquay phải thu | 20.1 | 18.8 | 19.7 | 24.1 | 17.9 |
| Vquay phải trả | 23.7 | 13.2 | 28.2 | 17.7 | 19.2 |
| Số ngày HTK | 111.8 | 110.1 | 95.3 | 92.4 | 77.6 |
| Số ngày phải thu | 18.2 | 19.4 | 18.5 | 15.2 | 20.4 |
| Số ngày phải trả | 15.4 | 27.8 | 12.9 | 20.7 | 19.0 |
| CCC | 114.7 | 101.8 | 100.9 | 86.9 | 79.0 |

4. Khả năng sinh lời

| | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------|
| LNST/DTT (%) | 1.2% | 0.8% | -1.2% | 0.8% | 0.8% |
| LNST/VCSH (%) | 17.7% | 14.0% | 7.9% | 2.6% | 1.8% |
| LNST/TTS | 4.4% | 3.2% | 1.8% | 0.6% | 0.5% |
| LN từ HĐKD/DTT | 1.8% | 0.9% | -1.6% | -1.5% | 0.5% |

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

| | | | | | |
|---------------|------|------|------|------|------|
| TTS/VCSH | 4.17 | 4.01 | 4.14 | 4.11 | 3.91 |
| DT/TTS | 1.44 | 1.46 | 1.52 | 1.56 | 1.59 |
| EBIT/DT | 0.06 | 0.05 | 0.04 | 0.03 | 0.03 |
| EBT/EBIT | 0.63 | 0.55 | 0.39 | 0.22 | 0.14 |
| lãi ròng/LNTT | 0.80 | 0.80 | 0.77 | 0.60 | 0.72 |

6. Định giá

| | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PE | 5.0 | 5.0 | 6.3 | 22.6 | 36.7 |
| PB | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.7 | 0.7 |
| EPS | 2,351 | 1,861 | 1,063 | 355 | 222 |
| BVPS | 15,704 | 13,569 | 13,293 | 12,223 | 12,323 |

7. Tăng trưởng YoY (%)

| | | | | | |
|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| TTS | 26% | 36% | -1% | -18% | -23% |
| Nợ | 18.1% | 5.7% | -0.4% | -5.8% | -5.6% |
| DTT | 23.4% | 42.8% | 23.4% | -4.3% | -9.8% |
| LN gộp | -11.9% | -5.6% | -33.6% | -48.6% | -23.4% |
| LNST | -77.0% | -69.5% | -150.3% | -81.8% | -41.8% |
| EPS | | | | | |

HSG có niên độ tài chính lệch một quý so với cả năm. Niên độ 2018 - 2019 của HSG sẽ bắt đầu từ Q4 2018 và kết thúc vào Q3 2019.

Thời gian được ghi ở đây tính theo niên độ tài chính của HSG.

Vòng quay hàng tồn kho tăng chủ yếu đến từ việc cắt giảm tỷ lệ hàng tồn kho dự trữ.

Biên lợi nhuận thuần tăng dần trở lại tuy nhiên do chi phí SG&A quá lớn so với lợi nhuận gộp nên biên lợi nhuận thuần của HSG vẫn ở mức 0.8 - 1.2%.

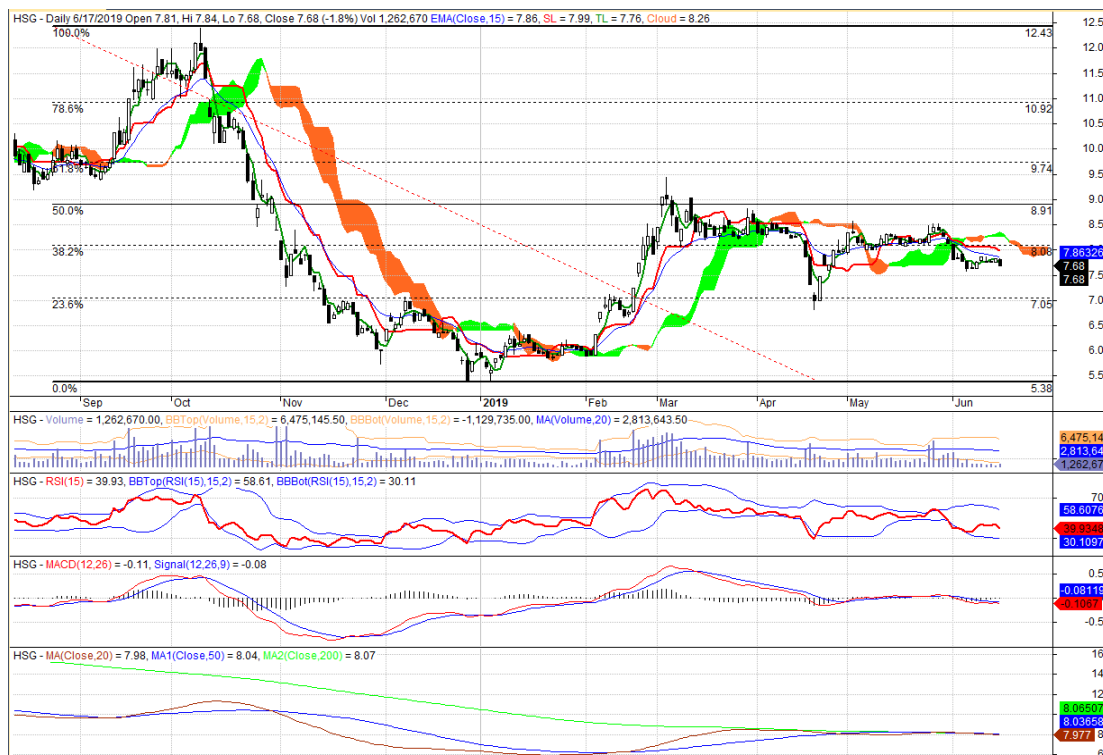
PB ở mức thấp, có thể tạo ra biên an toàn (margin of safety) để đầu tư. Đặc biệt với HSG khi mà cơ cấu tài sản chiếm phần lớn là hàng tồn kho và các khoản phải thu.

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy.
- Chỉ báo xu hướng MACD: Hội tụ âm, MACD đi ngang.
- Chỉ báo RSI: Vùng trung lập, giảm về vùng bán quá.
- Đường MA: 3 đường MA nằm trên mức giá giao dịch và hội tụ tại ngưỡng giá 8.0.

Nhận định: Cổ phiếu HSG đang tạo ngưỡng hỗ trợ tại ngưỡng giá 7.6. Thanh khoản cổ phiếu vẫn đang ở mức thấp và nằm dưới mức giao dịch trung bình 20 phiên, Chỉ báo MACD đang ủng hộ xu hướng tích lũy trong khi chỉ báo RSI vẫn đang nằm trong nhịp điều chỉnh về vùng quá bán. Dải mây Ichimoku tuy vẫn vận động trên đường giá nhưng đang đi ngang cho thấy xu hướng tích lũy đã hình thành khá mạnh tại ngưỡng giá 7.6. Vận động 3 đường MA cũng đang duy trì xu hướng tích lũy. Như vậy, HSG sẽ vận động tích lũy tại ngưỡng giá 7.6 trong các phiên tới trước khi kiểm tra lại ngưỡng giá 8.9.

Khuyến nghị: Vị thế mua ngắn hạn chưa rõ ràng, xu hướng giao dịch vẫn nằm trong trạng thái tích lũy. Các nhà đầu tư trung và dài hạn có thể mở vị thế mua tại ngưỡng giá 7.6 và chốt lãi tại ngưỡng giá 9.0. Cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 7.0



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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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 đồng 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: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

