Ngành : Vật liệu xây dựng (Báo cáo gần nhất: Link)

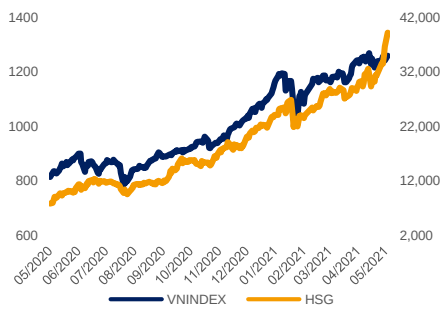
Khuyến nghị	THEO DÕI	CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG) MÙA SEN ĐẸP NHẤT			
Giá hiện tại:	37,400	Ngày viết báo cáo:	14/05/2021	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước đây	32,220	Cổ phiếu lưu hành (CP)	444,697,013	Lê Phước Vũ	16.7%
Giá mục tiêu mới:	47,800	Vốn hóa (tỷ đồng)	16,787	CTTNHH ĐT&DL Hoa Sen	9.7%
Tỷ suất cổ tức	0%	KLGDBQ 10 phiên (nghìn CP)	15,407	CTTNHH TĐĐT Hoa Sen	3.6%
Tiềm năng tăng giá	**27.8%**	Sỡ hữu nước ngoài	8.41%	KIMC	2.1%

Chuyên viên phân tích ngành:
Nguyễn Thị Kiều Hạnh
(Vật liệu xây dựng, Bất động sản)
hanhntk@bsc.com.vn

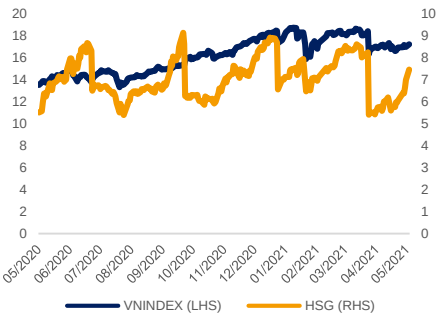
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	40,500
Giá cắt lỗ	32,800

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



ĐỊNH GIÁ

BSC **nâng giá mục tiêu với HSG lên 47,800 đồng/CP** do **(1) tăng 86% dự báo LNST** niên độ 2020/21 sau khi phản ánh đà tăng và triển vọng giá HRC, tuy nhiên **(2) hạ P/E mục tiêu từ 9 lần về mức bình quân 10 năm là 7 lần** để phản ánh dự báo của chúng tôi về sự suy giảm lợi nhuận trong Q4 niên độ 2020/21 và niên độ 2021/22 khi giá HRC điều chỉnh sau thời gian tăng nóng.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH *(Chi tiết tham khảo trang 4)*

BSC nâng dự báo doanh thu thuần 2020/21F của HSG lên 43,668 tỷ (+58.6% YoY) và LNST 3,129 tỷ (+171% YoY), tăng lần lượt 29% và 86% so với dự báo trong Báo cáo gần nhất. EPS niên độ 2020/21 ước đạt 6,828 đồng/CP, P/E fw =5.5 lần.

Niên độ 2021/22, chúng tôi dự báo doanh thu hoạt động kinh doanh sản phẩm thép truyền thống của HSG đạt 38,812 tỷ đồng (-11.1% YoY), LNST 2,563 tỷ đồng (-18.1% YoY), tương đương với EPS = 5,483 đồng/CP.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(1) Tái cấu trúc thành công giúp HSG vững vàng bước vào chu kỳ tăng mới
(2) Giải quyết bài toán tăng trưởng bằng việc tận dụng thế mạnh của hệ thống bán lẻ

CATALYST

Giá HRC tăng mạnh +25-40% YTD, hàng tồn kho tại cuối Q1/2021 tăng tương ứng để đáp ứng nhu cầu sản xuất cho mùa cao điểm

RỦI RO

(1) Biến động giá nguyên vật liệu, đặc biệt khi HRC đã tăng phi mã trong thời gian qua.
(2) Rủi ro gia tăng các biện pháp phòng vệ thương mại của các nước

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

(1) Kết quả thực hiện nửa đầu niên độ 2020/21 hoàn thành 107% kế hoạch lợi nhuận năm. Lũy kế nửa đầu niên độ 2020/21, doanh thu thuần HSG đạt 19,946 tỷ (+61% YoY), LNST 1,607 tỷ (gấp 4.2 lần cùng kỳ).
(2) HSG đã triển khai 02 siêu thị nội thất và VLXD Hoa Sen Home tại Thốt Nốt và Cái Răng, Cần Thơ.
(3) HSG trình kế hoạch mua lại 22 triệu CP (5% số CP lưu hành) làm cổ phiếu quỹ từ nay đến T1/2022.

	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	9.3	5.5	9.1	16.9
PB (x)	1.5	1.8	0.7	2.2
PS (x)	0.3	0.4	0.2	1.7
ROE (%)	19.1%	38.6%	13.6%	12.9%
ROA (%)	6.6%	15.7%	4.5%	2.2%
EV/ EBITDA (x)	5.5	4.6	5.0	15.6

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21F
Doanh thu	34,441	28,035	27,531	43,668
Lợi nhuận gộp	3,977	3,199	4,627	6,987
LN sau thuế	408	361	1,153	3,129
Tăng trưởng LNST	-69.4%	-11.5%	219.5%	171.3%
EPS	925	819	2,492	6,828
Nợ vay/ VCSH	2.8	1.8	1.2	0.9

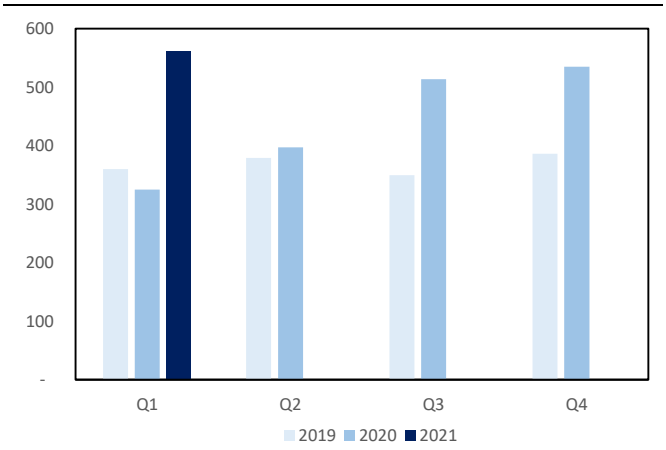
CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết quả thực hiện nửa đầu niên độ 2020/21 hoàn thành 107% kế hoạch lợi nhuận năm. Lũy kế nửa đầu niên độ 2020/21, doanh thu thuần HSG đạt 19,946 tỷ (+61% YoY), LNST 1,607 tỷ (gấp 4.2 lần cùng kỳ). Kết quả kinh doanh tăng mạnh nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng 54%, (2) giá bán bình quân +5% YoY và biên lợi nhuận mở rộng từ 16.4% lên 17% theo xu hướng tăng của giá HRC và (3) hiệu quả quản lý cải thiện (CP QLDN -33% YoY)

Tiêu thụ tích cực (+54.2% YoY), đặc biệt là thị trường xuất khẩu. Tổng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của HSG đạt 1.1 triệu tấn (+54.2% YoY), trong đó nội địa 520.7 nghìn tấn (+22.9% YoY) và xuất khẩu tăng gấp đôi lên 576 nghìn tấn. Tỷ trọng xuất khẩu tăng từ 42.8% trong niên độ 2019/20 lên 52.5% trong nửa đầu niên độ 2020/21. Nhu cầu tiêu thụ thép tăng cao trên phạm vi toàn cầu do (1) chính phủ các nước đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng để thúc đẩy hồi phục kinh tế và (2) quá trình khôi phục sản xuất tại nhiều nước sau khi cơ bản kiểm soát được dịch bệnh.

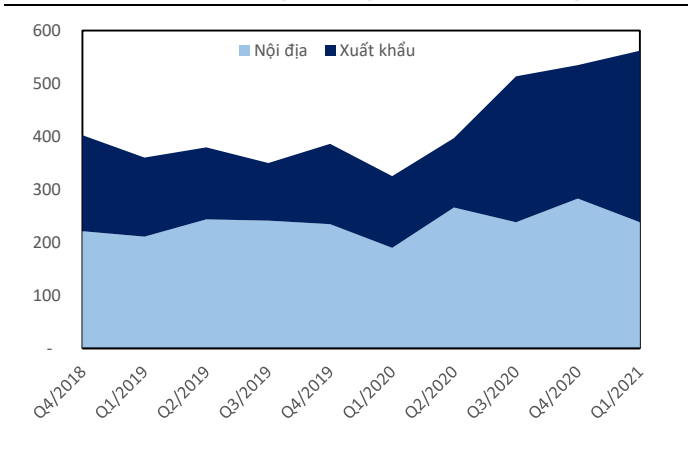
BSC đánh giá sản lượng tiêu thụ của HSG trong Q2 sẽ duy trì ở mức cao nhờ (1) thị trường nội địa vào mua tiêu thụ và (2) nhu cầu từ thị trường xuất khẩu khả quan

Sản lượng tiêu thụ trong Q1/2021 cao hơn 64% so với mức bình quân trong Q1, +5% QoQ



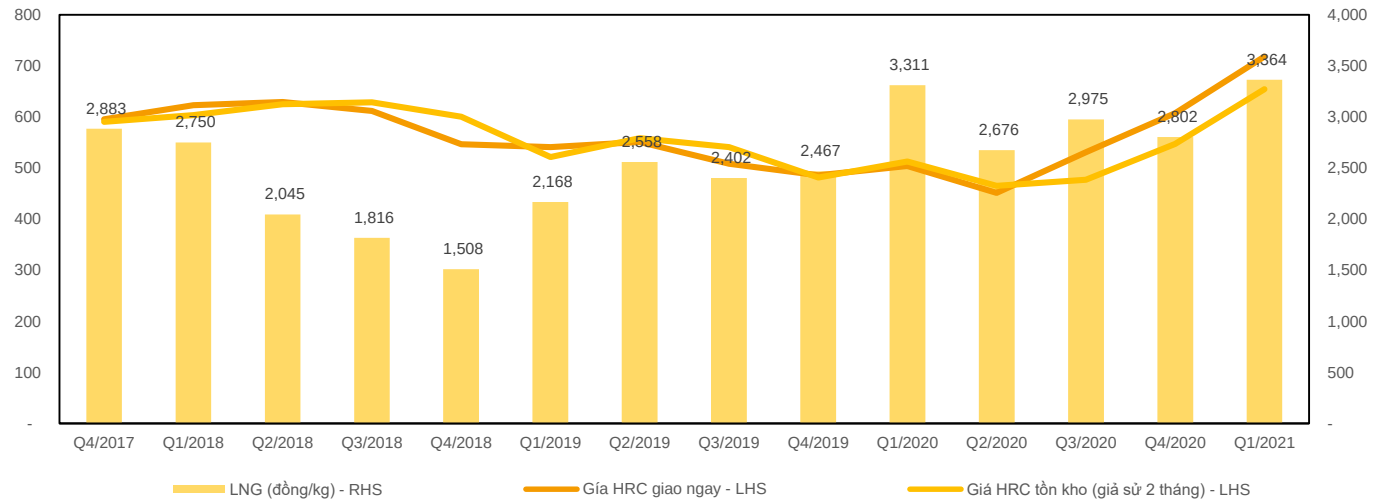
Nguồn: VSA, BSC Research

Xuất khẩu Q1/2021 tiếp tục tăng mạnh (+29% QoQ, +139% YoY), tương đương 58% tổng sản lượng



Nguồn: VSA, BSC Research

Lợi nhuận gộp/tấn sản phẩm tăng lên mức 3.3 triệu/tấn, cao nhất trong 5 năm trở lại đây. BSC đánh giá khả năng tăng giá bán trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ tốt đã giúp HSG có thể chuyển tăng giá nguyên vật liệu đầu vào (HRC) sang giá bán đồng thời hưởng lợi từ tồn kho giá thấp, làm tăng mức lợi nhuận.

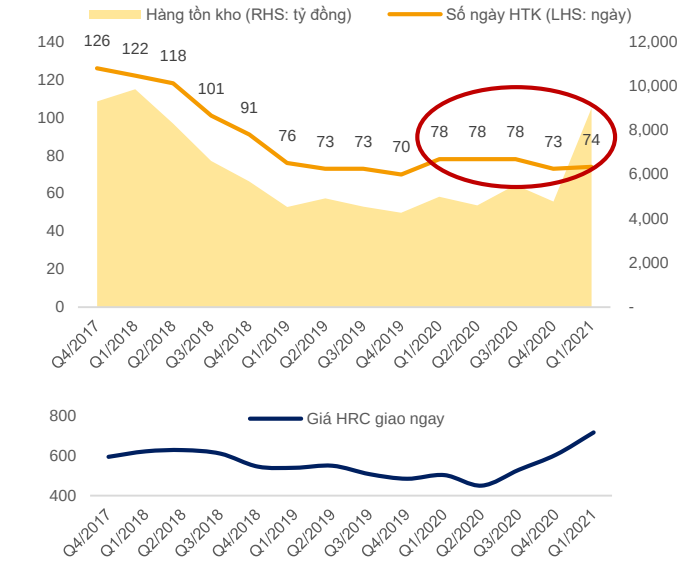


Nguồn: Bloomberg, BCTC công ty, BSC Research

BSC nhận thấy mức lợi nhuận gộp đơn vị của HSG ít biến động hơn kể từ sau khi tái cấu trúc, dao động từ 2.2 đến 2.7 triệu/tấn sản phẩm nhờ quản lý tốt và hạn chế đầu cơ nguyên vật liệu. Trong giai đoạn HRC tăng giá và nhu cầu tốt, HSG có thể cải thiện mức lợi nhuận trên (giai đoạn Q3/2020-Q1/2021).

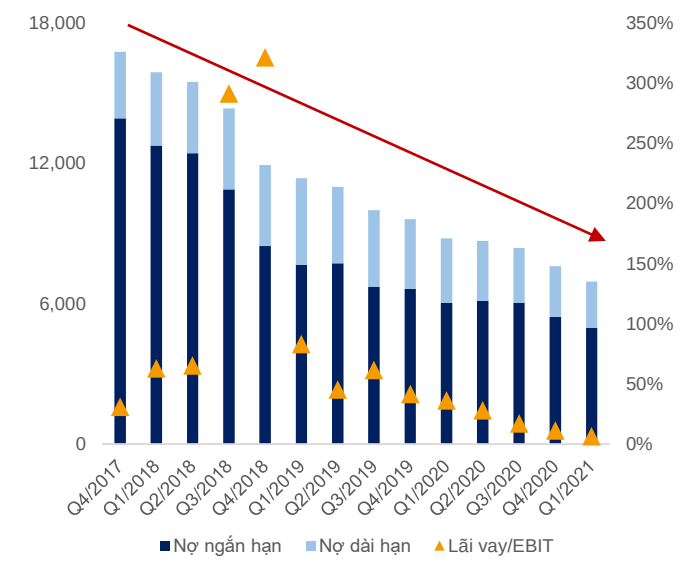
Hiệu quả quản trị hàng tồn kho tiếp tục được cải thiện trong bối cảnh giá HRC tăng mạnh. Tồn kho tại thời điểm cuối Q2 niên độ 2020/21 là 9,002 tỷ (tăng gần 3,500 tỷ so với đầu kỳ, tương đương +63% YTD và +80% YoY). Hàng tồn kho tăng mạnh do (i) giá HRC tăng (+20% QoQ) và (ii) tăng tồn kho nguyên liệu phục vụ sản xuất trong mùa cao điểm. Mặc dù hàng tồn kho tăng mạnh, số ngày vòng quay tồn kho không tăng, giữ ở mức khoảng 2.5 tháng sản xuất theo chính sách chung của HSG.

Số ngày tồn kho được duy trì 70-80 ngày, mặc dù giá HRC tăng cao



Nguồn: Bloomberg, BCTC công ty, BSC Research

Nợ vay ngắn hạn liên tục giảm nhờ gia tăng hiệu quả quản trị vốn lưu động



Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

Quản trị vốn lưu động tốt, chu kỳ tiền mặt được rút ngắn về quanh 70 ngày, giúp HSG tiếp tục giảm được dư nợ vay ngắn hạn và cùng với đó là chi phí lãi vay. Chi phí lãi vay trong Q1/2021 giảm 16% QoQ và 49% YoY nhờ dư nợ vay ngắn hạn giảm 1,060 tỷ và nợ dài hạn giảm 373 tỷ so với đầu kỳ.

HSG đã triển khai 02 siêu thị nội thất và VLXD Hoa Sen Home tại Thốt Nốt và Cái Răng, Cần Thơ. Công ty cho biết tình hình tiêu thụ sản phẩm tương đối tốt do vào mua xây dựng. Tuy nhiên tình hình triển khai đang chậm hơn so với kế hoạch do công ty cần cân đối với chi phí tăng.

HSG trình kế hoạch mua lại 22 triệu CP (5% số CP lưu hành) làm cổ phiếu quỹ từ nay đến T1/2022. Trước đó, công ty đã bán ra 327 nghìn CP quỹ theo quy định để có thể thực hiện việc mua lại CP quỹ lần này.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả của quá trình tái cấu trúc cùng với đà tăng mạnh của giá HRC đã giúp cho HSG ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong thời gian qua.

BSC nâng dự báo doanh thu thuần 2020/21F của HSG lên 43,668 tỷ (+58.6% YoY) và LNST 3,129 tỷ (+171% YoY), tăng lần lượt 29% và 86% so với dự báo trong Báo cáo gần nhất. Trong báo cáo lần này, chúng tôi điều chỉnh các giả định của mình nhằm phản ánh xu hướng giá và sản lượng tiêu thụ như sau:

- Tăng giả định về sản lượng tiêu thụ lên 2.17 triệu tấn (+29% YoY, +20% so với dự báo trước),
- Giá bán +23% YoY nhằm phản ánh mức tăng giá bán sản phẩm của HSG theo diễn biến giá HRC
- Lợi nhuận gộp/tấn sản phẩm là 3.2 triệu đồng (+17% YoY) do sức cầu với sản phẩm tôn mạ tốt và HRC trong xu hướng tăng
- Các chi phí được tiết giảm, trong đó có chi phí quản lý và chi phí lãi vay nhờ cải thiện hiệu quả quản trị vốn lưu động giúp giảm dư nợ vay ngắn hạn trong bối cảnh giá nguyên liệu tăng

BSC đánh giá việc tăng giá sản phẩm tôn mạ trong T4/2021 với mức tăng 2.6 triệu/tấn đã giúp HSG bù đắp được tăng giá hàng tồn kho nguyên liệu tháng 4 (ước tính 80-100 USD/tấn), nên HSG có khả năng duy trì mức lợi nhuận sau thuế cao như T3/2021 khoảng 3.2 triệu/tấn. Với xu hướng tăng giá của HRC đến thời điểm hiện tại và động thái tăng giá của HSG kể từ đầu Q2 đến nay, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận khả quan trong Q3 của niên độ 2020/21. KQKD Q4 của niên độ nhiều khả năng sẽ kém khả quan hơn 2 quý bởi chúng tôi cho rằng giá HRC sẽ điều chỉnh sau thời gian tăng nóng và cung cầu dần cân bằng hơn.

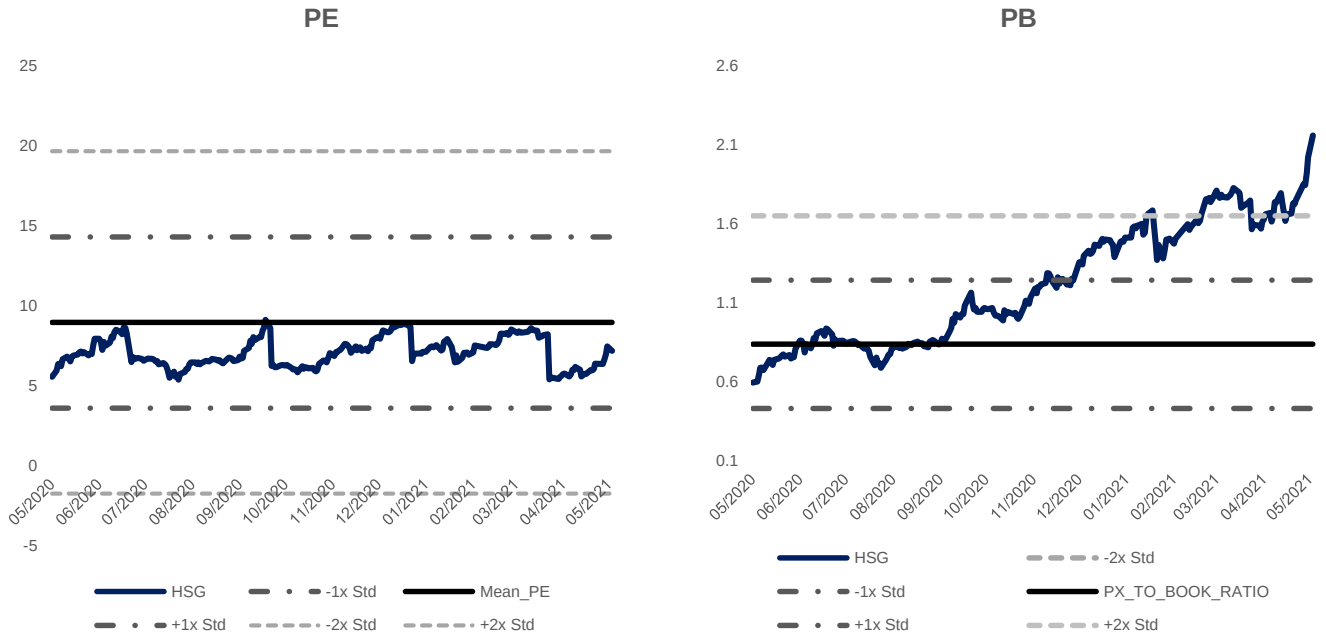
Niên độ 2021/22, chúng tôi dự báo doanh thu của HSG đạt 38,812 tỷ đồng (-11.1% YoY), LNST 2,563 tỷ đồng (-18.1% YoY), tương đương với EPS = 5,483 đồng/CP. Dự báo của chúng tôi chỉ bao gồm lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh tôn mạ và ống thép truyền thống, chưa bao gồm lợi nhuận từ mảng phân phối vật liệu xây dựng qua kênh Hoa Sen Home.

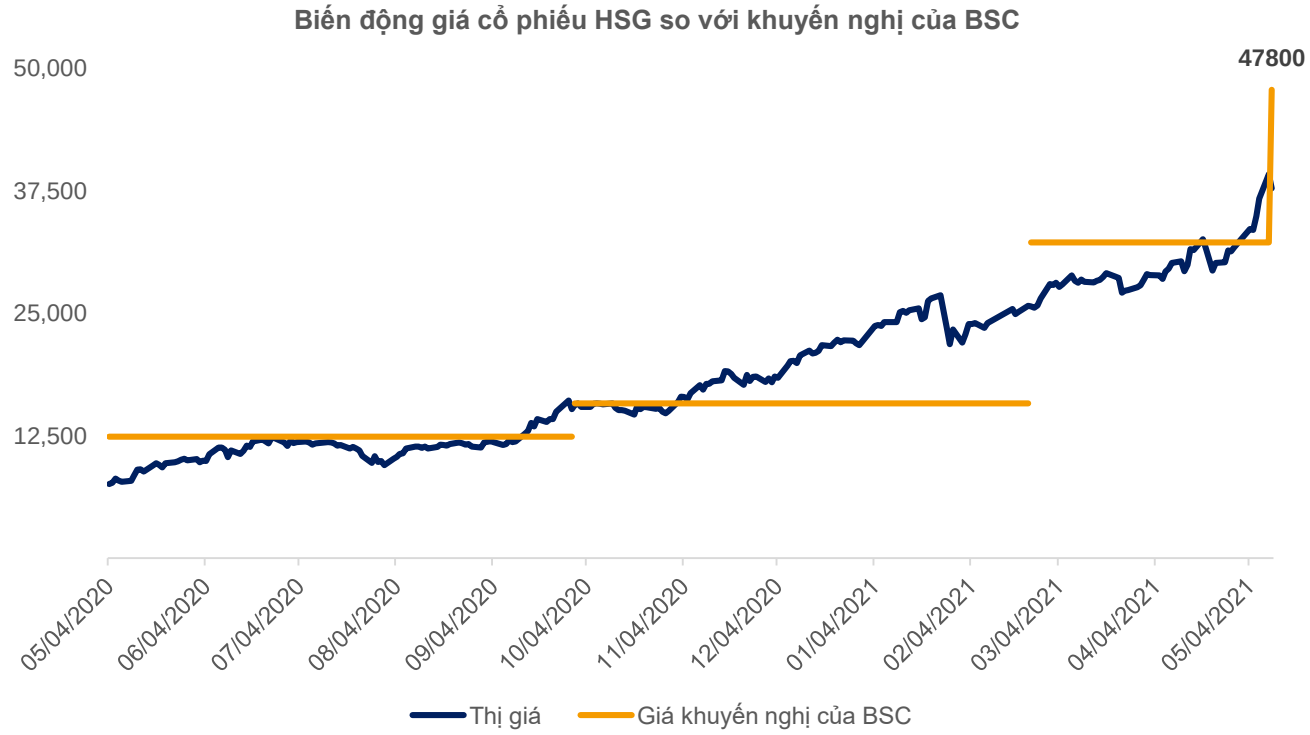
ĐỊNH GIÁ

BSC **nâng giá mục tiêu với HSG lên 47,800 đồng/CP** do **(1) tăng 86% dự báo LNST** niên độ 2020/21 sau khi phản ánh đà tăng và triển vọng giá HRC, tuy nhiên **(2) hạ P/E mục tiêu từ 9 lần về mức bình quân 10 năm là 7 lần** để phản ánh dự báo của chúng tôi về sự suy giảm lợi nhuận trong Q4 niên độ 2020/21 và niên độ 2021/22 khi giá HRC điều chỉnh sau thời gian tăng nóng.

		Giá trị một cổ phần (đồng/CP)				
		EPS 2020/21 (nghìn đồng/CP)				
	47,794	6.162	6.486	6.828	7.169	7.528
P/E	5.0	30,810	32,432	34,138	35,845	37,638
	6.0	36,972	38,918	40,966	43,014	45,165
	7.0	43,134	45,404	47,794	50,184	52,693
	8.0	49,296	51,891	54,622	57,353	60,220
	9.0	55,458	58,377	61,449	64,522	67,748
	10.0	61,620	64,863	68,277	71,691	75,275

Nguồn: BSC Research





Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷđồng)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Doanh thu thuần	28,035	27,531	43,668	38,812
Giá vốn hàng bán	24,836	22,903	36,681	32,327
Lợi nhuận gộp	3,199	4,627	6,987	6,158
Chi phí bán hàng	1,749	2,221	2,620	2,523
Chi phí QLDN	471	460	437	388
Lãi/lỗ HĐKD	979	1,946	3,930	3,247
Doanh thu tài chính	63	78	17	58
Chi phí tài chính	803	645	471	392
Chi phí lãi vay	746	560	471	392
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	223	(3)	-	-
Lợi nhuận trước thuế	462	1,376	3,476	2,913
Thuế thu nhập DN	101	223	348	350
LN sau thuế	361	1,153	3,129	2,563
CĐTS	0	0	0	0
LNST - CĐTS	361	1,153	3,129	2,563
EBITDA	2,166	3,176	5,193	4,572
EPS	820	2,492	6,828	5,483

LCTT (Tỷ đồng)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Lợi nhuận sau thuế	361	1,153	3,129	2,563
Khấu hao và phân bổ	1,187	1,230	1,263	1,325
Thay đổi vốn lưu động	3,633	-273	-3,311	3,896
LCTT từ HĐ KD	5,181	2,110	1,080	7,784
Tiền chi mua TSCĐ	-1,058	-398	-587	-776
Đầu tư khác	272	87	0	0
LCTT từ HĐ Đầu tư	-786	-311	-587	-776
Tiền chi trả cổ tức	0	0	0	0
Tiền từ vay ròng	-4,515	-1,448	95	-3,503
Tiền thu khác	-81	-65	0	0
LCTT từ HĐ Tài chính	-4,596	-1,513	95	-3,503
Dư tiền đầu kỳ	492	289	575	1,163
LC tiền trong kỳ	-2	0	0	0
Dư tiền cuối kỳ	289	575	1,163	4,667
Lợi nhuận sau thuế	361	1,153	3,129	2,563

CĐKT (Tỷđồng)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Tiền và ĐTTC ngắn hạn	365	575	1,163	4,667
Phải thu ngắn hạn	1,339	2,024	2,665	2,399
Tồn kho	4,548	5,524	9,149	5,219
TS ngắn hạn khác	1,104	899	1,426	1,267
TS ngắn hạn	**7,356**	**9,022**	**14,402**	**13,552**
TSCĐ hữu hình	8,187	7,262	6,492	5,594
TSCĐ vô hình	241	220	209	198
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	576	576	-	-
Đầu tư dài hạn	17	26	26	26
TS dài hạn khác	408	352	558	496
Tài sản dài hạn	**9,870**	**8,734**	**7,673**	**6,641**
TỔNG TÀI SẢN	**17,225**	**17,756**	**22,075**	**20,194**
Phải trả ngắn hạn	1,379	1,455	2,330	2,054
Vay ngắn hạn	6,706	6,023	6,886	4,044
Nợ ngắn hạn khác	682	1,513	2,211	2,155
Nợ ngắn hạn	8,767	8,991	11,428	8,252
Vay dài hạn	2,986	2,163	1,395	733
Nợ dài hạn khác	4	11	(376)	(858)
Nợ dài hạn	2,990	2,174	1,019	(124)
Nợ phải trả	**11,757**	**11,166**	**12,446**	**8,128**
Vốn góp	4,235	4,446	4,446	4,446
Thặng dư vốn cổ phần	152	152	152	152
LN chưa phân phối	1,021	1,954	4,990	7,428
Vốn chủ khác	61	39	42	42
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	**5,468**	**6,591**	**9,630**	**12,068**
TỔNG NGUỒN VỐN	**17,225**	**17,756**	**22,077**	**20,196**

Chỉ số(%)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	0.8	1.0	1.3	1.6
Hsố TT nhanh	0.2	0.3	0.3	0.9
Cơ cấu vốn				
TSNH/ Tổng TS	42.7%	50.8%	65.2%	67.1%
Nợ phải trả/ Tổng TS	68.3%	62.9%	56.4%	40.3%
Nợ NH/ Tổng TS	50.9%	50.6%	51.8%	40.9%
Nợ vay/ Tổng TS	56.3%	46.1%	37.5%	23.7%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	82	80	73	81
Số ngày phải thu	18	19	19	24
Số ngày phải trả	18	23	19	25
CCC	82	76	73	80
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên LNG	11.4%	16.8%	16.0%	15.9%
Biên EBIT	3.5%	7.1%	9.0%	8.4%
Biên LNST	1.3%	4.2%	7.2%	6.6%
ROE	6.8%	19.1%	38.6%	23.6%
ROA	1.9%	6.6%	15.7%	12.1%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-18.6%	-1.8%	58.6%	-11.1%
Tăng trưởng EBIT	-22.6%	98.8%	101.9%	-17.4%
Tăng trưởng LNST	-11.7%	219.4%	171.3%	-18.1%
Tăng trưởng TTS	-19.0%	3.1%	24.3%	-8.5%
Tăng trưởng VCSH	6.1%	20.5%	46.1%	25.3%

Nguồn:BSC Research.

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 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: +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/BIDVSecuritie

Bloomberg: RESP BSCV <GO>