

# CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

## Bông sen vàng



05/10/2023

 Chuyên viên phân tích NghiêM Sỹ Tiến  
 tienns@kbsec.com.vn

HSG ghi nhận doanh thu Quý 3 Niên độ tài chính 2022-2023 giảm 29% so với cùng kỳ

Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa phục hồi, kênh xuất khẩu hỗ trợ doanh thu kể từ cuối năm 2023 - đầu năm 2024

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá HRC đầu vào đang duy trì ở mức nền thấp

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 24,700 VND/cổ phiếu

Trong quý 3 NĐTC 2022-2023 HSG ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,645 tỷ đồng (-29% YoY), lợi nhuận gộp đạt 892 tỷ đồng (-44% YoY). Sau khi trừ hết tất cả chi phí, lợi nhuận ròng còn lại chỉ khoảng 14 tỷ đồng (-95% YoY) và (-95% QoQ). Biên lợi nhuận gộp theo đó cũng chỉ còn 10.1% (giảm 2.8 điểm % so với quý trước) do giá bán nội địa và xuất khẩu đều giảm.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa của HSG sẽ có sự phục hồi đáng kể từ cuối năm 2023 và đầu năm 2024 với các nỗ lực đẩy mạnh hoạt động sản xuất và xây dựng trong nước. Bên cạnh đó kênh xuất khẩu có thể duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định nhờ tập khách hàng rộng khắp và giá bán cạnh tranh hơn so với giá bán của thị trường Mỹ và EU.

Với việc giá HRC liên duy trì mức nền thấp liên tục trong thời gian dài từ giữa năm 2022 sẽ là cơ hội tốt cho các doanh nghiệp sản xuất thép gia tăng nhập nguyên vật liệu ở mức giá thấp, giúp cải thiện Biên lợi nhuận gộp khi giá bán các sản phẩm thép và tôn mạ tăng trở lại.

Dựa trên những triển vọng về hoạt động kinh doanh cũng như giả định về sản lượng tiêu thụ, của HSG, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho HSG là 24,700 VND/cổ phiếu, tương đương upside 34.9% so với mức giá đóng cửa ngày 05/10/2023

## MUA

Giá mục tiêu **24,700 VND/cp**

Tăng/giảm (%)	35%
Giá hiện tại (05/10/2023)	18,350
Vốn hoá (tỷ VNĐ)	13,490

### Dữ liệu giao dịch

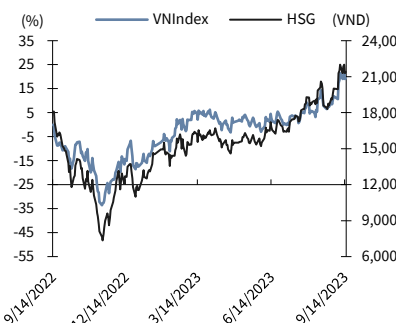
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	85%
GTGD TB 3 tháng (Tỷ VNĐ)	5.98
Sở hữu nước ngoài (%)	20.48%
Cổ đông lớn	Lê Phước Vũ (17.02%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7	26	34	18
Tương đối	7	18	16	19

### Dự phóng KQKD & định giá

	2022	2023	2024	2025
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	56,561	40,695	32,694	38,252
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	5,074	-806	899	1,324
LN của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	4,379	-1,068	680	1,038
EPS (VNĐ)	6,974	-1,701	1,082	1,503
Tăng trưởng EPS (%)	184%	-124%	-164%	39%
P/E (x)	4.55	-8.06	26.80	19.30
P/B (x)	1.74	1.77	1.54	1.40
ROE (%)	48%	-10%	6%	9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Tổng quan về doanh nghiệp

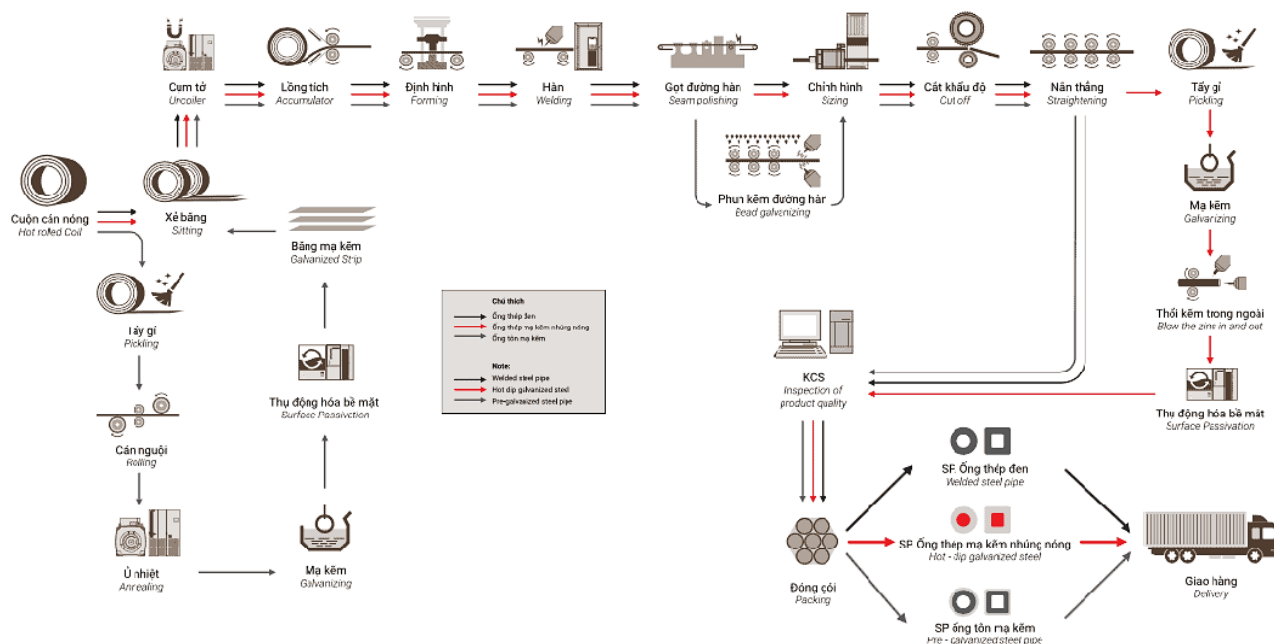
### Lịch sử hình thành

CTCP Tập đoàn Hoa Sen được thành lập vào ngày 08/08/2001 với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng với 3 chi nhánh phân phối – bán lẻ trực thuộc. Đến năm 2008 doanh nghiệp được niêm yết lần đầu tại Sở giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Tính đến thời điểm hiện tại, HSG vẫn giữ vững được vị thế là doanh nghiệp tôn mạ hàng đầu tại Việt Nam, nắm giữ hơn 30% thị phần tôn và gần 20% thị phần ống thép trên cả nước. Bên cạnh đó còn chiếm từ 30-50% sản lượng xuất khẩu tôn mạ của toàn ngành với kênh xuất khẩu rộng khắp đến hơn 87 quốc gia, chủ yếu là các thị trường Mỹ, EU, ASEAN.

### Hoạt động sản xuất kinh doanh

Tập đoàn Hoa Sen sở hữu quy trình sản xuất kinh doanh khép kín quy mô số 1 tại Việt Nam với hệ thống 10 nhà máy sản xuất gia công, cho ra thị trường các sản phẩm tôn mạ nhôm, kẽm, tôn màu, các loại ống thép, ống nhựa và các phụ kiện PVC-U, HDPE. Sản lượng tối đa HSG có thể cung cấp cho thị trường lên tới 2.6 triệu tấn tôn mạ/năm, 0.9 triệu tấn ống thép/năm và 0.13 triệu tấn ống nhựa/năm, trong đó Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ đang sở hữu dây chuyền sản xuất tôn lớn nhất của Hoa Sen với sản lượng lên tới 1.2 triệu tấn/năm. HSG còn nắm giữ chuỗi phân phối Hoa Sen Home với hơn 500 cửa hàng và chi nhánh bán lẻ trải dài từ Bắc vào Nam, việc tự phân phối đến tay người tiêu dùng giúp cho HSG tiết kiệm được các khoản chiết khấu cho các đại lý trung gian. Chiến lược “bán tận ngọn” cũng đóng vai trò lợi thế cạnh tranh quan trọng so với các doanh nghiệp sản xuất Thép khác tại Việt Nam khi giá bán và chính sách bán hàng của HSG cũng được cập nhật nhanh chóng theo các biến động từ giá Nguyên vật liệu đầu vào và cung/cầu trong nước.

Biểu đồ 1. Dây chuyền sản xuất tôn mạ



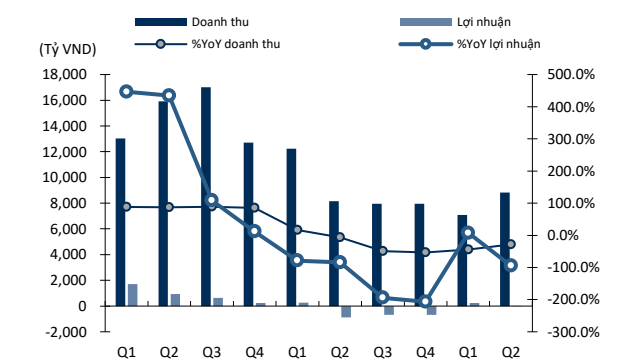
Nguồn: KBSV Research tổng hợp

## Cập nhật Kết quả kinh doanh

Kết thúc Quý 2/2023 (Quý 3 Niên độ tài chính 2022-2023) doanh thu thuần của HSG đạt 8,825 tỷ VND, giảm 28% so với cùng kỳ. Lợi nhuận ròng đạt 14 tỷ VND, giảm mạnh 95% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ cũng như giá bán trung bình giảm mạnh so với mức nền cao của năm ngoái, lần lượt là -8% và -20.6%.

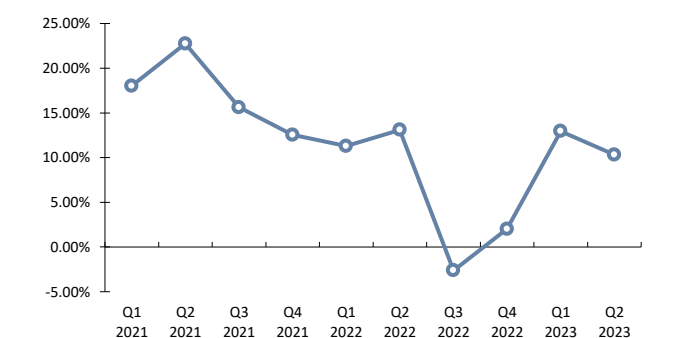
So với Quý 1/2023 (Quý 2 Niên độ tài chính 2022-2023) doanh thu thuần thể hiện kết quả khả quan hơn với mức tăng 25% nhờ sản lượng xuất khẩu tăng trưởng tích cực (+45% QoQ), đến từ việc các nhà máy sản xuất bên EU cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm 2.63 điểm % do giá bán nội địa và xuất khẩu liên tục chịu áp lực giảm từ giữa năm 2022. Lợi nhuận ròng theo đó cũng giảm mạnh so với mức nền cao của Quý 1 (chủ yếu đến từ khoản hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho 200 tỷ). Chi phí bán hàng +35% QoQ do HSG đẩy mạnh kênh xuất khẩu trong nửa đầu năm.

**Biểu đồ 2. Doanh thu và lợi nhuận HSG theo quý**



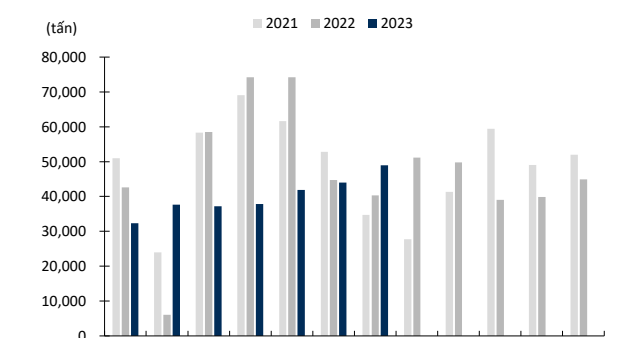
Nguồn: HSG, KBSV Research tổng hợp

**Biểu đồ 3. Biên lợi nhuận gộp của HSG**



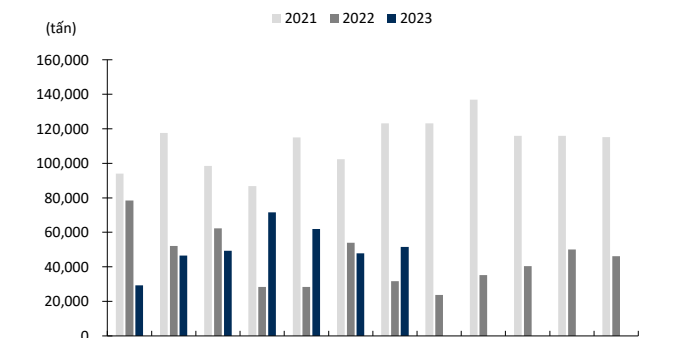
Nguồn: HSG, KBSV Research tổng hợp

**Biểu đồ 4. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa**



Nguồn: Fiinpro

**Biểu đồ 5. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ xuất khẩu**



Nguồn: Fiinpro

## Luận điểm đầu tư

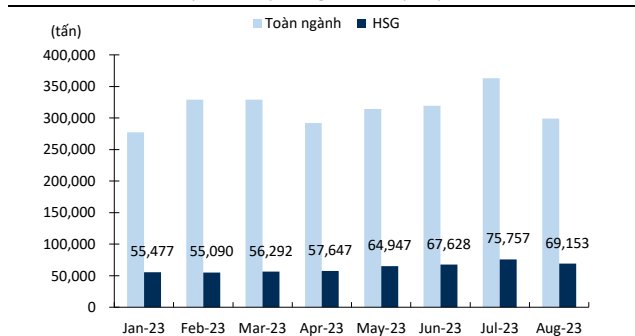
### 1. Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa hồi phục, kênh xuất khẩu hỗ trợ doanh thu

Kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ, ống thép nội địa của HSG tăng trở lại mức 71,000 tấn/tháng từ Q4/2023 trong bối cảnh tiêu thụ nội địa phần nào cho thấy các tín hiệu phục hồi tích cực

Tính chung toàn ngành, tổng sản lượng các sản phẩm thép tiêu thụ trong tháng 8 đạt 1,243,640 tấn (-6.3% MoM). Trong đó, sản lượng tôn mạ đạt 164,264 tấn (-7.7% MoM). Nếu không tính chu kỳ tiêu thụ chậm của ngành thép nói chung trong mùa mưa bắt đầu từ tháng 8, diễn biến thị trường thép nội địa đang dần cho thấy những tín hiệu khả quan hơn khi sản lượng tiêu thụ thép đã tăng trưởng trở lại kể từ tháng 4/2023, sau khi trải qua những diễn biến ảm đạm kể từ giữa năm 2022, các nhà máy cạnh tranh điều chỉnh giá thép liên tục giảm trong nhiều tháng nhưng mức tiêu thụ của toàn ngành vẫn ở mức thấp.

Chúng tôi kỳ vọng rằng tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ, ống thép nội địa của HSG có thể quay trở lại mức 69,000 tấn/tháng từ Q3/2023 và duy trì trung bình ở mức 71,000 tấn/tháng trong 3 tháng cuối năm 2023 từ triển vọng: **(1)** hoạt động kinh doanh, sản xuất công nghiệp ở thị trường trong nước hồi phục dưới sự hỗ trợ từ mặt bằng lãi suất tương đối thấp; **(2)** sản lượng tiêu thụ đã bắt đầu tạo đáy từ giữa năm 2022 và mức nền thấp giá thép, tôn mạ có thể hỗ trợ kích thích nhu cầu tiêu thụ trong nước; **(3)** các chính sách tháo gỡ khó khăn cho thị trường Bất động sản **(4)** Trung Quốc giảm sản lượng sản xuất thép thô, giảm áp lực đẩy sản phẩm thép nhập khẩu vào Việt Nam

Biểu đồ 6. Tiêu thụ tôn mạ, ống thép nội địa



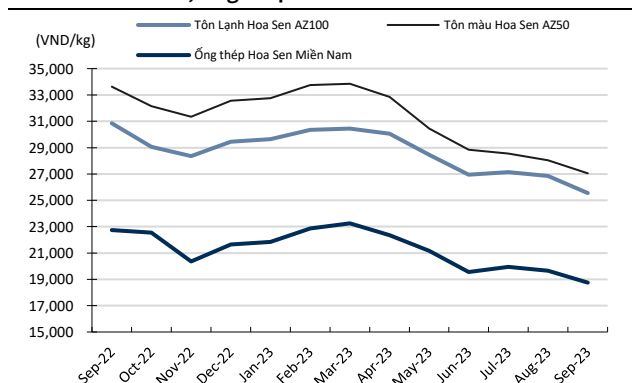
Nguồn: Fiinpro

Biểu đồ 7. Chỉ số PMI và IIP



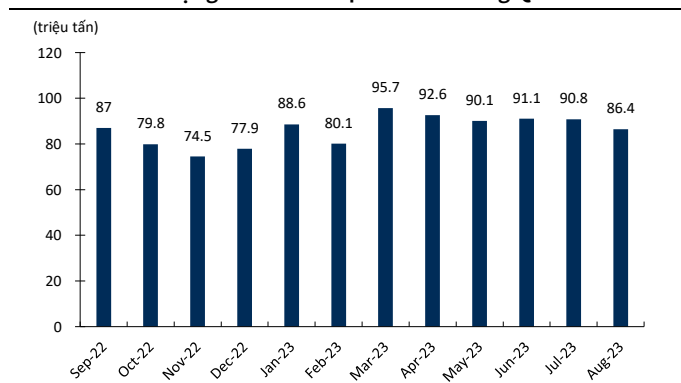
Nguồn: GSO

Biểu đồ 8. Giá tôn, ống thép Hoa Sen



Nguồn: Giathepton, KBSV Research tổng hợp

Biểu đồ 9. Sản lượng sản xuất thép thô của Trung Quốc



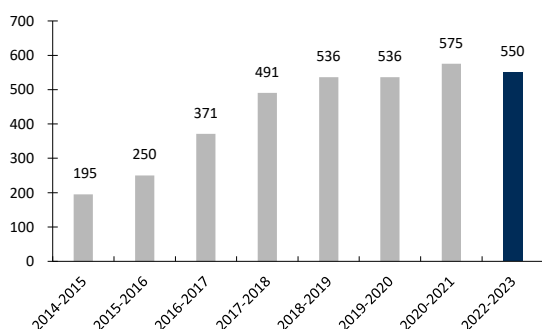
Nguồn: WSA

## Hệ thống phân phối rộng khắp tạo ưu thế trong việc bán hàng

Tính đến thời điểm hiện tại, Tập đoàn Hoa Sen sở hữu hơn 500 chi nhánh, cửa hàng và Hoa Sen Home trên toàn quốc, trải dài từ Bắc vào Nam. Với hệ thống phân phối rộng khắp như vậy, HSG có lợi thế về mặt tiếp cận trực tiếp với người tiêu dùng, kiểm soát chặt chẽ chất lượng sản phẩm và có thể nhanh chóng đưa các sản phẩm ra ngoài thị trường. Trong giai đoạn thị trường có nhiều biến động, hệ thống chi nhánh phân phối – bán lẻ có thể phát huy vai trò linh hoạt trong việc thay đổi giá bán và các chính sách bán hàng một cách nhanh chóng, phù hợp với cung cầu của thị trường.

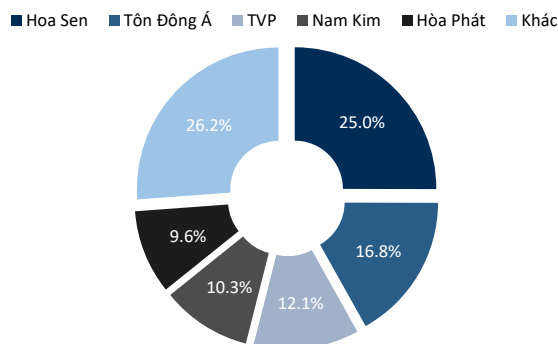
Ngoài ra, HSG cũng sẽ có khả năng hồi phục nhanh hơn so với các đối thủ khác trong thị trường tôn mạ, ổng thép nhờ nắm giữ thị phần đứng đầu cả nước và các nhà sản xuất, phân phối khác phải thường xuyên theo dõi các động thái từ HSG để điều chỉnh các chính sách, giá bán cho phù hợp.

Biểu đồ 9. Số lượng cửa hàng, chi nhánh và Hoa Sen Home



Nguồn: HSG, KBSV Research tổng hợp

Biểu đồ 10. Thị phần tôn mạ trên cả nước 7 tháng 2023



Nguồn: VSA

## Sản lượng xuất khẩu tôn mạ của HSG kỳ vọng duy trì tăng trưởng ổn định trong các tháng cuối năm (trung bình đạt 52,500 tấn/tháng), bất chấp xu hướng tăng trưởng chậm lại chung của ngành do sự thu hẹp ở thị trường EU

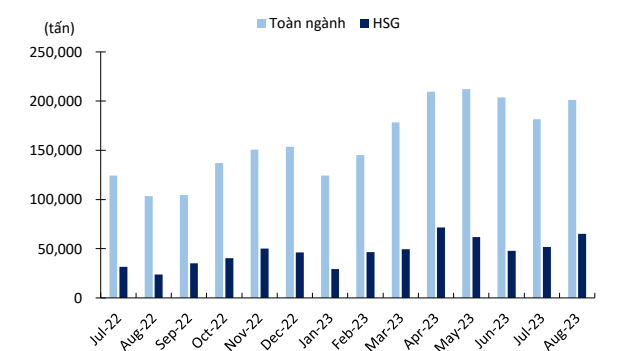
Theo báo cáo của VSA, sản lượng xuất khẩu các mặt hàng tôn mạ của Việt Nam và HSG tăng trưởng tốt trong 7 tháng đầu năm 2023 với tổng cộng lần lượt là 1,254,354 tấn và 358,251 tấn (+6.8% YoY). Ngoài ra, xuất khẩu toàn ngành thép nói chung cũng thể hiện số liệu tích cực với tổng sản lượng xuất khẩu tháng 6 đạt 1,006,491 tấn (+17.03% YoY) và lũy kế 6 tháng đạt 5,386,412 tấn (+11.5% YoY); tuy nhiên giá trị lại giảm 15.12% so với cùng kỳ, đạt khoảng 4.25 tỷ USD. Thị trường xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2023 là ASEAN (31.56%), EU (25.2%), Hoa Kỳ (8.81%), Ấn Độ (5.25%). Trong đó đặc biệt tại thị trường EU có sự gia tăng về thị phần xuất khẩu, luôn dẫn đầu về sản lượng xuất khẩu thép và tôn mạ của Việt Nam trong những tháng gần đây (>25%). Nguyên nhân được cho là đến từ sự thiếu hụt nguồn cung khi các nhà máy sản xuất thép tại EU quyết định cắt giảm sản xuất dưới những lo ngại về lạm phát và chi phí năng lượng, nguyên vật liệu gia tăng, trong khi đó nhu cầu thực sự tại khu vực này không hoàn toàn suy yếu đi. Theo ước tính của Fastmarkets, các doanh nghiệp thép tại EU đã cắt giảm khoảng 15 triệu tấn thép trong năm 2022 và GMK Center nhận định rằng tình trạng trên vẫn có thể tiếp diễn cho đến Quý 4/2023. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định tình trạng mất cân bằng cung-cầu tại thị trường EU chỉ diễn biến trong ngắn hạn khi tình hình lạm phát được cải thiện và các nhà sản xuất nhận thấy cơ hội cải thiện kết quả kinh doanh khi các đại lý tại đây bắt đầu gia tăng hàng tồn kho trở

lại. Bên cạnh đó, theo báo cáo của Deutsche Bank, ở hầu hết các sản phẩm thép đã vượt qua mức hạn ngạch nhập khẩu quý 2/2023 của EU, đặc biệt là HRC và tôn mạ. Do đó, đây có thể là tín hiệu cho thấy EU sẽ hạn chế nhập khẩu các mặt hàng trên từ nay đến cuối năm và các nhà máy trong khu vực sẽ gia tăng công suất trở lại.

### Động thái hạn chế sản lượng sản xuất của Trung Quốc sẽ giảm bớt áp lực lên thị trường xuất khẩu

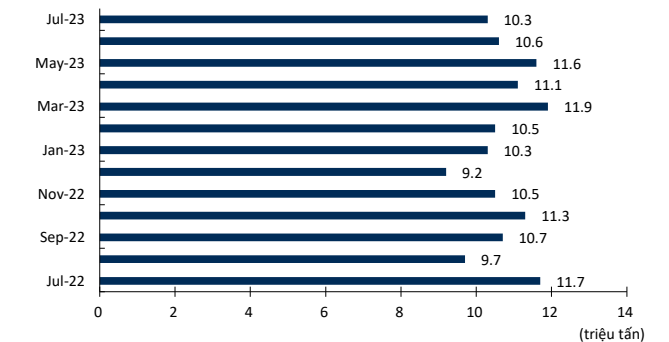
Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của HSG vẫn có thể đạt mức 315,333 tấn trong nửa cuối năm 2023 (+12.1% YoY), trung bình khoảng 53,000 tấn/tháng do HSG sở hữu tập khách hàng vốn có nhiều và trải dài trên nhiều quốc gia. Trung Quốc đang những động thái cắt giảm sản lượng sản xuất thép thô với những lo ngại ảnh hưởng tới môi trường, điều này sẽ giảm áp lực lên thị trường xuất khẩu và phần nào có thể cải thiện giá bán HRC trên thế giới. Ngoài ra, mức giá HRC đến từ thị trường Việt Nam vẫn cạnh tranh hơn so với Mỹ và EU, do đó HSG có thể đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường nhỏ nhờ mức giá bán thấp hơn.

Biểu đồ 11. Xuất khẩu tôn mạ



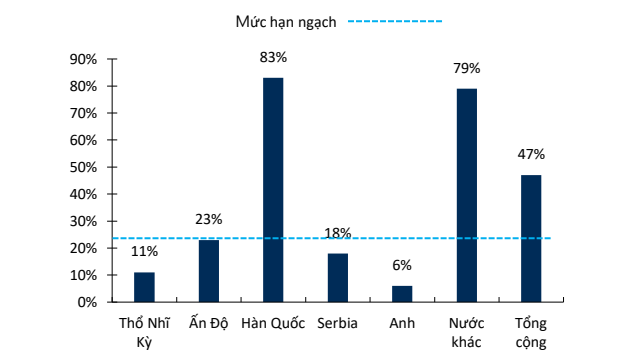
Nguồn: Fiinpro

Biểu đồ 12. Sản lượng thép sản xuất của EU



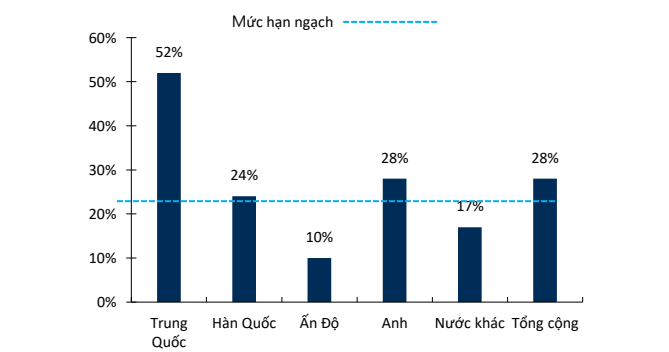
Nguồn: Worldsteel

Biểu đồ 13. Hạn ngạch nhập khẩu HRC vào EU quý 2/2023



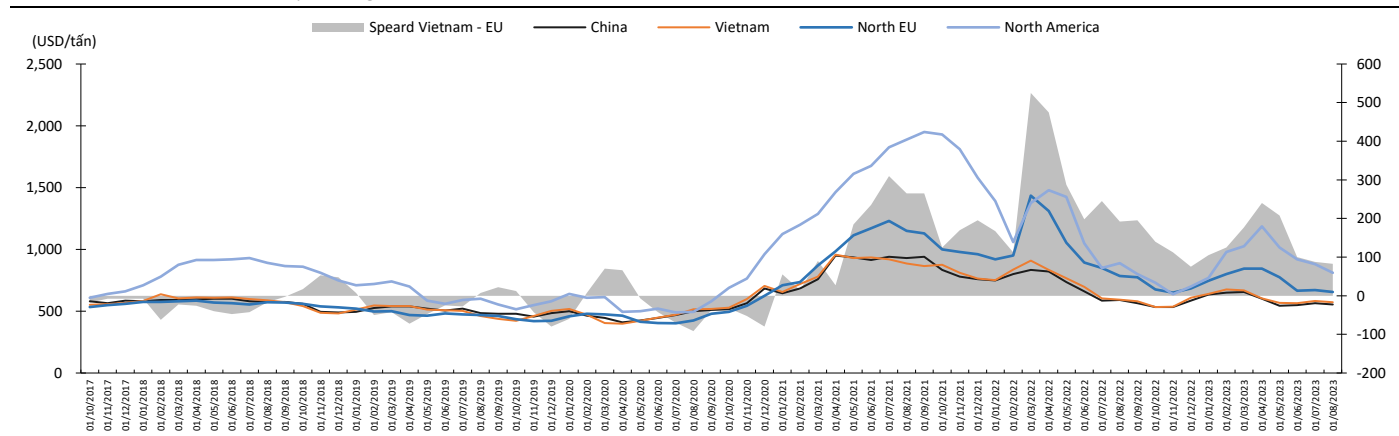
Nguồn: Deutsche Bank

Biểu đồ 14. Hạn ngạch nhập khẩu tôn vào EU quý 2/2023



Nguồn: Deutsche Bank

Biểu đồ 15. Giá HRC ở các thị trường chính



Nguồn: Bloomberg, KBSV Research tổng hợp

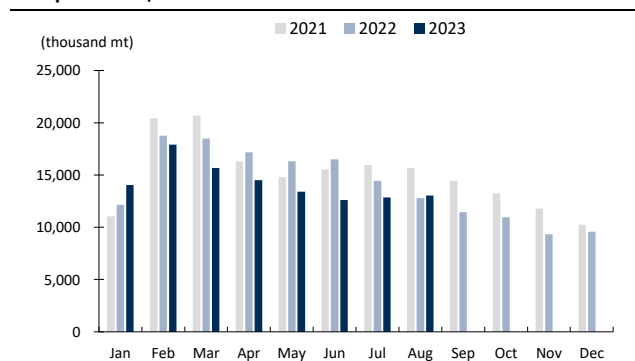
## 2. Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá HRC đang ở mức nền thấp

**Chúng tôi kỳ vọng giá HRC tiếp tục duy trì ở mức nền thấp hiện tại và khó có thể giảm sâu thêm**

Kể từ mức đỉnh thiết lập vào T3/2022 với gần 1,050 USD/tấn, giá HRC Việt Nam (CFR) đã liên tục chứng kiến các mức giảm liên tục cho đến thời điểm hiện tại, có thời điểm rơi xuống chỉ còn khoảng 500 USD/tấn. Nhu cầu tiêu thụ yếu, cùng với các yếu tố về lạm phát, thị trường xây dựng bất động sản tại Trung Quốc đóng băng liên tục tạo sức ép điều chỉnh lên giá HRC. Kể từ đó, Trung Quốc liên tục giảm mức hàng tồn kho thép hàng tháng (bao gồm cả HRC xuống mức thấp nhất trong 2 năm trở lại đây.

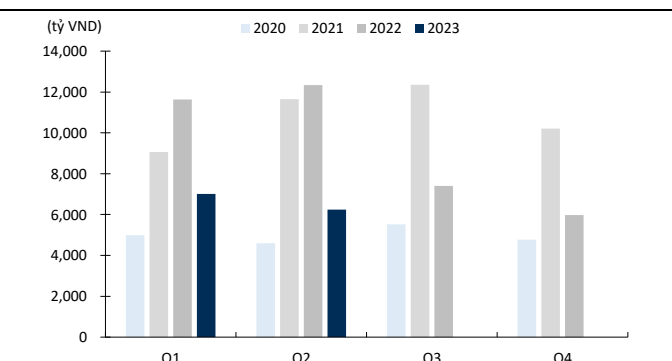
Mặc dù nhu cầu tiêu thụ trong nước ảm đạm và nguồn cung vẫn đủ đáp ứng tiêu thụ, các sản phẩm thép của Trung Quốc vẫn ồ ạt tràn vào Việt Nam. Tính chung 6 tháng đầu năm 2023, sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 3,067,542 tấn (+3.7% YoY). Tuy vậy, chúng tôi cho rằng giá HRC trong nước và từ Trung Quốc đã có thể tạo đáy và khó có thể giảm sâu hơn. Bên cạnh việc hàng tồn kho của các doanh nghiệp thép Việt Nam đã tiệm cận với mức thấp nhất kể từ cuối năm 2020, 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 của Trung Quốc cũng đã tiệm cận mức đáy và nước này cũng đã có những động thái cắt giảm sản lượng thép thô kể từ đầu Quý 2/2023.

Biểu đồ 15. Tồn kho Thép của Trung Quốc (Long products và Flat products)



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 16. Tồn kho của HSG



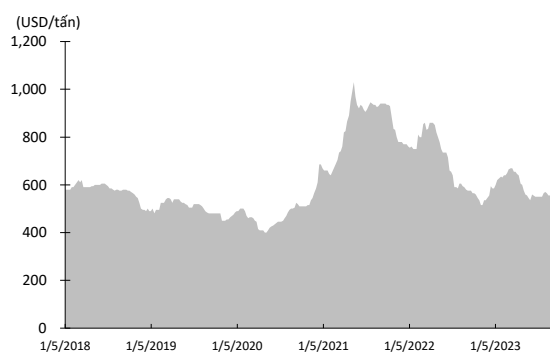
Nguồn: HSG

**Kỳ vọng BLNG nội địa của HSG có thể được hưởng lợi nhờ mức nền giá HRC thấp, cải thiện trên mức 15% kể từ quý 3/2023 (Quý 4 NĐTC 2022-2023)**

Mặc dù thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam tăng về sản lượng, nhưng lại không tăng về giá trị, chỉ đạt 2.29 tỷ USD (-23.8% YoY). Do đó, chúng tôi nhận định với lượng thép giá thấp (bao gồm cả HRC) thâm nhập vào thị trường như vậy, các doanh nghiệp tôn mạ có thể hưởng lợi từ giá HRC đầu vào ở mức nền thấp, giúp cải thiện hỗ trợ biên lợi nhuận gộp, mặc dù bị cạnh tranh gắt gao về sản lượng.

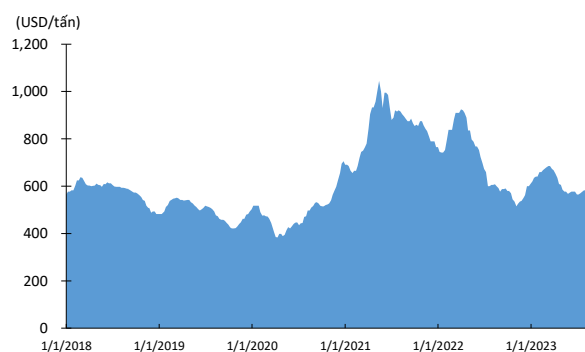
Không chỉ có sự hỗ trợ từ lượng HRC giá rẻ từ Trung Quốc, BLNG các doanh nghiệp tôn mạ đặc biệt là HSG còn được hưởng lợi từ mức nền thấp của HRC Việt Nam. Theo Kallanish Commodities, Hòa Phát đã giảm giá HRC nội địa cho các đơn hàng tháng 10 và tháng 11, xấp xỉ 14,190 VND/kg (~588 USD/tấn) (CFR) để hỗ trợ thị trường và các khách hàng trong nước. Do đó chúng tôi kỳ vọng BLNG mảng tôn mạ và ống thép nội địa có thể đạt trên mức 15% kể từ Quý 3/2023 hay Quý 4 NĐTC 2022-2023 của HSG.

**Biểu đồ 17. Giá HRC Trung Quốc (CFR Export Shanghai)**



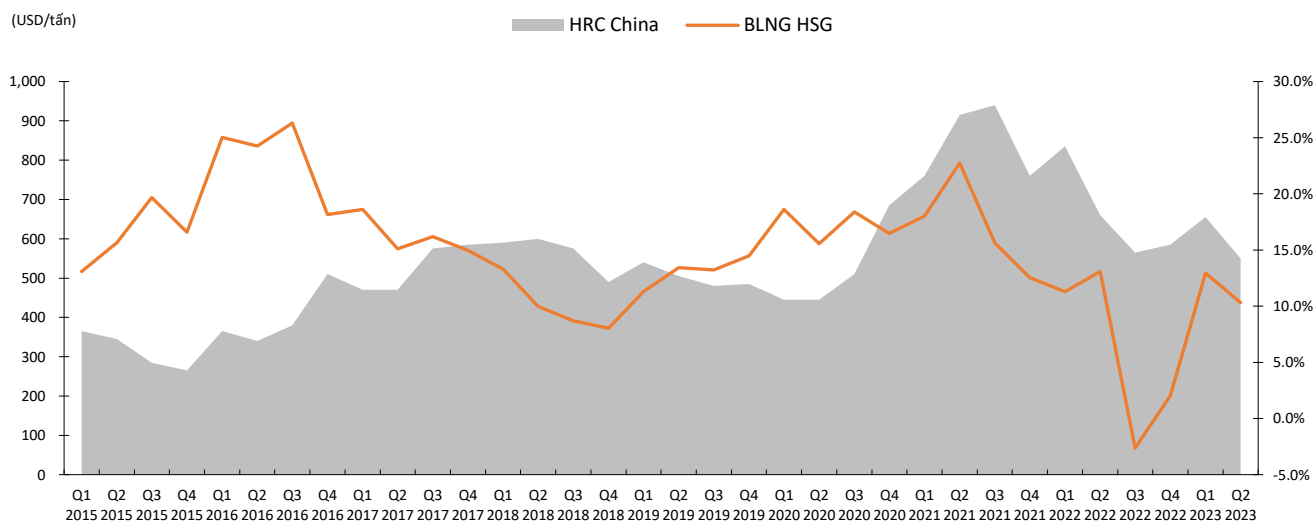
Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 18. Giá HRC Việt Nam (CFR)**



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 19. Tương quan HRC Trung Quốc và Biên lợi nhuận gộp của Hoa Sen**



Nguồn: Bloomberg, KBSV Research tổng hợp



### 3. Cơ cấu tài chính an toàn, chiến lược Hàng tồn kho thận trọng

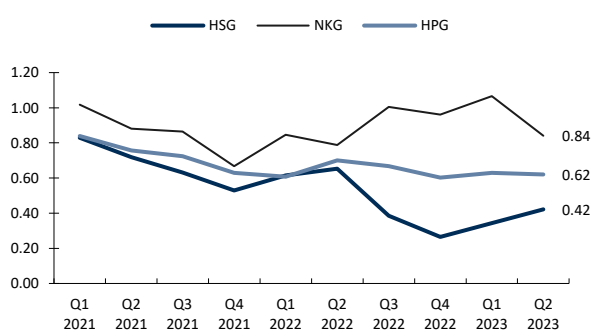
#### Cơ cấu tài chính an toàn

Tính đến hết Quý 2/2023 (Quý 3 NĐTC 2022-2023), tỷ lệ nợ vay trên VCSH của HSG đang ở mức 0.42, mức thấp nhất từ đầu năm 2021 cho đến nay. Trong đó, cơ cấu nợ vay ngắn hạn là chủ yếu và nợ vay dài hạn đã tất toán hết. So với các đối thủ cùng ngành khác như HPG và NKG thì HSG được đánh giá là sử dụng đòn bẩy ở mức thấp, cơ cấu tài chính an toàn và lượng tiền mặt tương đối ổn định.

#### Chiến lược hàng tồn kho thận trọng

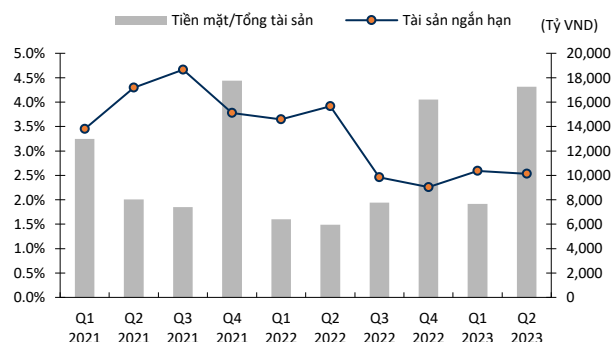
So với các đối thủ cùng ngành, chúng tôi đánh giá HSG sử dụng chiến lược hàng tồn kho rất thận trọng so với các đối thủ cùng ngành khác như HPG và NKG. Với vòng quay HTK cao, HSG có thể sẽ tránh được áp lực phải trích lập dự phòng lớn trong trường hợp giá HRC giảm sâu, diễn hình như trong giai đoạn 2022-2023 vừa qua và có thể đẩy được hàng tồn kho giá cao nhanh chóng, tận dụng thời điểm giá HRC tạo đáy để gia tăng trở lại hàng tồn kho giá thấp, giúp Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhanh chóng.

Biểu đồ 20. Tỷ lệ nợ vay/VCSH các doanh nghiệp thép



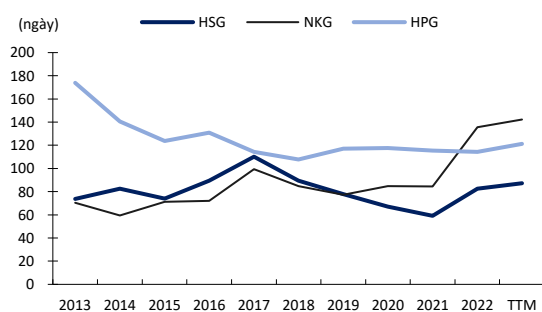
Nguồn: KBSV Research tổng hợp

Biểu đồ 21. Tỷ lệ tiền mặt/Tổng tài sản của HSG



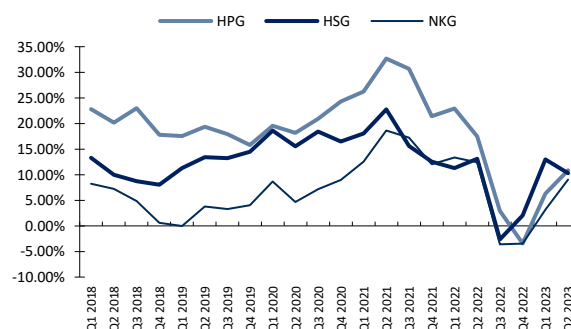
Nguồn: KBSV Research tổng hợp

Biểu đồ 22. Số ngày tồn kho các doanh nghiệp thép



Nguồn: KBSV Research tổng hợp

Biểu đồ 23. Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép



Nguồn: KBSV Research tổng hợp

## Dự báo kết quả kinh doanh

Bảng 1. Dự Phóng KQKD

	Đơn vị	2022	2023F	2024F	%YoY 2023	%YoY 2024	Chú thích
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>	<b>Tấn</b>	<b>1,425,808</b>	<b>1,403,014</b>	<b>1,539,837</b>	<b>-1.6%</b>	<b>9.8%</b>	- Sản lượng tiêu thụ sụt giảm trong năm 2023 chủ yếu đến từ nhu cầu tiêu thụ nội địa yếu, tuy nhiên chúng tôi vẫn dự phóng sản lượng xuất khẩu 2023 tăng 15% YoY nhờ tập khách hàng đa dạng, rộng khắp.
Nội địa	Tấn	877,397	770,413	842,173	-12.2%	9.3%	
Xuất khẩu	Tấn	548,411	632,601	697,664	15.4%	10.3%	
<b>Giá bán nội địa</b>							- Giá bán các sản phẩm thép bắt đầu xu hướng giảm mạnh cùng với giá HRC kể từ giữa năm 2022 khi các nền kinh tế bắt đầu rơi vào suy thoái, lạm phát tăng khiến cho nhu cầu tiêu thụ và sản xuất công nghiệp giảm mạnh. - Chúng tôi kỳ vọng mức nền giá bán thấp của tôn mạ và ống thép đã tạo đáy vào năm 2023 và tăng trưởng trở lại vào năm 2024 khi nhu cầu tiêu thụ bắt đầu ấm dần trở lại.
Tôn mạ	VND/kg	33,728	27,902	28,969	-17.3%	3.8%	
Ống thép	VND/kg	24,866	20,357	21,022	-18.1%	3.3%	
<b>Giá bán xuất khẩu</b>							- Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh +532 bps YoY nhờ HSG đã giải phóng lượng HTK giá cao từ năm 2022 và bắt đầu gia tăng trở lại lượng HRC ở mức nền thấp, giúp cải thiện biên lợi nhuận cho các đơn hàng sau.
Tôn mạ	USD/tấn	1,065	878	947	-17.6%	7.9%	
Ống thép	USD/tấn	1,021	854	921	-16.4%	7.9%	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>%</b>	<b>7.26%</b>	<b>12.59%</b>	<b>12.67%</b>	<b>+532.56 bps</b>	<b>+8.75 bps</b>	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>40,695</b>	<b>32,694</b>	<b>38,252</b>	<b>-19.7%</b>	<b>17.0%</b>	- Doanh thu bắt đầu hồi phục trở lại từ năm 2024 với đóng góp chính vẫn đến từ mảng nội địa.
Giá vốn	Tỷ VND	37,741	28,579	33,404	-24.3%	16.9%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>2,954</b>	<b>4,115</b>	<b>4,848</b>	<b>39.3%</b>	<b>17.8%</b>	- Lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ lượng HTK giá thấp gia tăng khi HRC đang ở vùng đáy. - Chi phí Bán hàng dự kiến không quá thay đổi do lo ngại chi phí logistics tăng trở lại những tháng cuối năm.
Chi phí bán hàng	Tỷ VND	3,272	2,785	3,047	-14.9%	9.4%	
Chi phí QLDN	Tỷ VND	488	430	477	-11.8%	10.8%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>(806)</b>	<b>899</b>	<b>1,324</b>		<b>47.2%</b>	
Lãi lỗ CTLK	Tỷ VND	-	-	-			
Doanh thu tài chính	Tỷ VND	252	200	243	-20.5%	21.5%	
Chi phí tài chính	Tỷ VND	572	316	365	-44.6%	15.5%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>Tỷ VND</i>	<i>233</i>	<i>136</i>	<i>154</i>	<i>-41.4%</i>	<i>12.9%</i>	- Chi phí lãi vay giảm mạnh nhờ cơ cấu nợ đã tắt toán hết những khoản vay dài hạn.
Lãi/lỗ khác	Tỷ VND	65	16	19	-74.8%	17.0%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>(1,061)</b>	<b>799</b>	<b>1,221</b>		<b>52.7%</b>	
Thuế TNDN	Tỷ VND	(40)	120	183			
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	(1,068)	680	1,038			
Lợi ích CĐTS	Tỷ VND	(0)	(0)	(0)			
<b>Lợi nhuận sau thuế Cty mẹ</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>(1,068)</b>	<b>680</b>	<b>1,038</b>		<b>52.7%</b>	

Nguồn: KBSV Research tổng hợp

## Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với HSG, giá mục tiêu là 24,700 VND/cp

Dựa trên phương pháp định giá DCF và dự phóng P/B, cùng với các triển vọng về sản lượng tiêu thụ nội địa, xuất khẩu cũng như là giá bán, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2023 là 24,700 VND/cp. Trong đó, mức P/B fwd là 1.35-1.4 (mức P/B đang giao dịch hiện tại là 1.27) do HSG có thể đã đi qua đáy của chu kỳ ngành thép và mức P/B fwd trên chúng tôi đánh giá phù hợp với HSG khi đang trong giai đoạn hồi phục. Với vùng định giá hiện tại, HSG hoàn toàn có thể phù hợp để đầu tư tích lũy trong dài hạn

**Bảng 2. Phương pháp định giá**

<b>FCFF</b>	<b>VND/cp</b>	<b>28,100</b>
Giá trị công ty	Tỷ VND	18,394
Điều chỉnh cho:		
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VND	2,254
(+) Giá trị ĐTTC	Tỷ VND	1
(-) Vay nợ	Tỷ VND	2,984
(-) Lợi ích CĐTS	Tỷ VND	16
Giá trị còn lại	Tỷ VND	17,649
<b>FCFE</b>	<b>VND/cp</b>	<b>24,200</b>
Giá trị vốn cổ phần	Tỷ VND	15,182
<b>P/B</b>	<b>VND/cp</b>	<b>23,300</b>
P/B Target		1.35
BVPS	VND/cp	17,267
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND/cp</b>	<b>24,700</b>
FCFF	25%	
FCFE	25%	
P/B	50%	

Nguồn: KBSV Research tổng hợp

**Biểu đồ 8. Diễn biến P/B lịch sử của HSG**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

## PHỤ LỤC

## HSG – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021A – 2024F

<b>Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Doanh thu thuần	56,561	40,695	32,694	38,252
Giá vốn hàng bán	47,056	37,741	28,579	33,404
Lãi gộp	9,505	2,954	4,115	4,848
Doanh thu tài chính	503	252	200	243
Chi phí tài chính	-598	-572	-316	-365
Gồm: Chi phí lãi vay	-339	-233	-136	-154
Lãi/(lỗ) liên doanh	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-3,976	-3,272	-2,785	-3,047
Chi phí quản lý DN	-455	-488	-430	-477
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	5,074	-806	899	1,324
Thu nhập khác	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) khác	1	65	16	19
Lãi/(lỗ) trước thuế	4,980	-1,061	799	1,221
Thuế doanh nghiệp	-717	40	-120	-183
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	4,379	-1,068	680	1,038
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau CĐTS	4,379	-1,068	680	1,038
EPS	6,974	-1,701	1,082	1,503

<b>Chỉ số hoạt động (%)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Tăng trưởng doanh thu	88.20%	-28.05%	-19.66%	17.00%
Tăng trưởng EBIT	114%	-116%	212%	47%
Tăng trưởng EBITDA	74%	-94%	442%	24%
Tăng trưởng LN sau CĐTS	184%	-124%	164%	53%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17%	7%	13%	13%
Tỷ suất EBITDA	11%	1%	6%	6%
Tỷ suất EBIT	9%	-2%	3%	3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9%	-3%	2%	3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	8%	-3%	2%	3%

<b>Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Lãi trước thuế	4,980	-1,061	799	1,221
Khấu hao TSCĐ	1,177	1,160	1,019	131
Thay đổi vốn lưu động	-3,033	3,189	-398	-501
Điều chỉnh khác HĐKD	-1,110	-970	194	0
Chi phí thuế thu nhập DN	-717	40	-120	-183
Lưu chuyển tiền HĐKD	2,107	3,197	1,495	1,589
Đầu tư tài sản cố định	-390	-356	-178	-279
Đầu tư tài chính ròng	-3	3	0	0
Chi quỹ ĐTPT	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	-202	-345	-178	-279
Dòng tiền từ phát hành	0	0	0	0
Tiền trả cổ tức	0	0	0	0
Vay nợ dài hạn ròng	0	0	18	44
Vay nợ ngắn hạn ròng	0	0	272	566
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	-1,400	-3,275	290	610
Lưu chuyển tiền trong kỳ	505	-423	1,607	1,920
Tiền đầu kỳ	491	1,018	647	2,254
Ảnh hưởng chênh lệch tỷ giá	23	52	0	0
Tiền cuối kỳ	1,018	647	2,254	4,174

Nguồn: KBSV tổng hợp

<b>Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>22,932</b>	<b>15,964</b>	<b>16,616</b>	<b>18,684</b>
Tài sản ngắn hạn	15,114	9,037	10,723	13,565
Tiền & tương đương tiền	1,018	647	2,254	4,174
Đầu tư ngắn hạn	13	26	26	26
Khoản phải thu	2,678	1,655	1,635	1,530
Hàng tồn kho	10,212	5,981	6,081	7,107
Tài sản ngắn hạn khác	1,193	728	728	728
Tài sản dài hạn	7,818	6,927	5,892	5,119
Tài sản cố định	6,192	5,516	4,865	4,212
BDS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	742	599	423	318
Đầu tư dài hạn	17	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	473	444	250	250
<b>Nợ phải trả</b>	<b>11,643</b>	<b>5,793</b>	<b>5,772</b>	<b>6,814</b>
Nợ ngắn hạn	10,617	5,777	5,738	6,736
Phải trả người bán	3,260	1,759	1,416	1,655
KH trả tiền trước	218	182	178	208
Vay ngắn hạn	4,956	2,694	2,966	3,532
Nợ ngắn hạn khác	1,938	945	989	1,156
Nợ dài hạn	1,026	16	34	78
Khoản phải trả dài hạn	1,012	0	0	0
Vay dài hạn	0	0	18	62
Nợ dài hạn khác	15	16	16	16
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11,289</b>	<b>10,170</b>	<b>10,843</b>	<b>11,871</b>
Vốn góp	4,935	5,981	6,280	6,908
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	(142)	(770)
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	5,926	3,862	4,528	5,545
Vốn và quỹ khác	255	155	161	172
Lợi ích cổ đông thiểu số	16	16	16	16
<b>Tổng nợ &amp; vốn</b>	<b>22,932</b>	<b>15,964</b>	<b>16,616</b>	<b>18,684</b>

<b>Chỉ số chính (x, %, VND)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	4.6	(8.1)	26.8	19.3
P/B	1.7	1.8	1.5	1.4
P/S	0.4	0.2	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.00	30.12	10.57	8.53
Lãi cơ bản/cp (EPS)	6,974	(1,701)	1,082	1,503
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
ROE	48%	-10%	6%	9%
ROA	22%	-5%	4%	6%
ROIC	29%	-6%	5%	7%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	1.0	0.6	0.5	0.6
TS thanh toán hiện thời	1.4	1.6	1.9	2.0
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số vòng quay tài sản	2.8	2.1	2.0	2.2
Số ngày phải thu	15	16	18	15
Số ngày HTK	59.1	82.5	77.0	72.1
Số ngày phải trả	16.7	24.3	20.2	16.3

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyennd1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannnd@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.