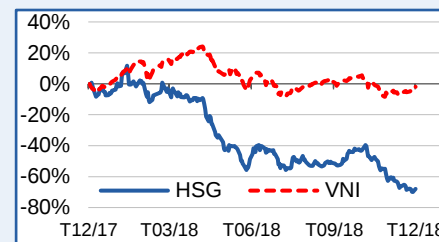


Ngành:	Thép					
Ngày báo cáo:	05/12/2018					
Giá hiện tại:	7.160VND	Tăng trưởng DT	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Giá mục tiêu:	6.000VND	Tăng trưởng EPS	-69,2%	-21,8%	22,8%	20,1%
Giá mục tiêu trước đây:	9.200VND	Biên LN gộp	11,5%	10,9%	10,7%	10,6%
TL tăng:	-16,2%	Biên LN ròng	1,2%	0,9%	1,0%	1,1%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	EV/EBITDA	8,0x	7,7x	7,5x	7,3x
Tổng mức sinh lời:	-16,2%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	7,1x	2,1x	3,4x	3,1x
		P/E	7,0x	8,9x	7,3x	6,1x



GT vốn hóa:	119,8tr USD		HSG	Peers*	VNI
Room KN:	39,6tr USD	P/E (trượt)	7,0x	10,6x	16,7x
GTGD/ngày (30n):	1,1tr USD	P/B (hiện tại)	0,5x	1,0x	2,6x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	2,7x	0,4x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	384,9tr	ROE	7,9%	6,6%	14,9%
Pha loãng	384,9tr	ROA	1,9%	3,1%	2,4%

* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài với hệ số điều chỉnh
Lưu ý: Năm tài chính của HSG kết thúc ngày 30/09.

Tổng quan về công ty

Thành lập năm 2001, CTCP Tập đoàn Hoa Sen là nhà sản xuất hàng đầu các sản phẩm tôn mạ (công suất 2,2 triệu tấn/năm và thị phần trong nước 34%), ống thép (công suất 660.000 tấn/năm và thị phần 18%, ống nhựa sử dụng trong xây dựng nhà ở, công nghiệp, và dân dụng. HSG sở hữu mạng lưới bán lẻ riêng với 470 chi nhánh.

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên Cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Sản lượng tăng mạnh nhưng không hỗ trợ được lợi nhuận

- Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) từ BÁN lên KÉM KHẢ QUAN vì trong 3 tháng qua, giá cổ phiếu đã giảm mạnh 41%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 35% xuống 6.000VND/cổ phiếu do KQLN Quý 4 kém trong khi triển vọng tăng trưởng còn chưa rõ ràng trong bối cảnh cạnh tranh tại thị trường trong nước gay gắt cũng như rủi ro chiến tranh thương mại ngày càng cao.
- Công ty khép lại năm tài chính 2018 với doanh thu đạt 34,4 nghìn tỷ đồng, tăng 32% so với năm tài chính 2017 trong khi LNST sau lợi ích CĐTS đạt 410 tỷ đồng, giảm mạnh 69% do biên lợi nhuận gộp giảm, chi phí lãi vay tăng và lỗ tỷ giá tăng dù sản lượng bán ra tăng trưởng cao.
- Chúng tôi dự báo các thách thức trên đối với ngành tôn mạ sẽ kéo dài sang năm 2019. Vì vậy, chúng tôi dự báo doanh thu tăng 8% nhờ sản lượng bán ra tăng nhưng lợi nhuận vẫn giảm 22%.
- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có tín hiệu cải thiện nhưng tỷ lệ đòn bẩy cao sẽ cần nhiều thời gian hơn để giải quyết trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng lợi nhuận kém.
- Chúng tôi tiếp tục giả định công ty sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt trong tương lai để trả nợ và bổ sung vốn lưu động.
- P/E 2019 tại mức 8,9 lần là kém hấp dẫn với tình hình ngành tôn mạ khó khăn.

Tăng trưởng sản lượng bán trong nước ổn định là yếu tố hỗ trợ. Tăng trưởng công suất nhanh chóng trong 3 năm qua đến từ các công ty trong ngành, bao gồm HSG (+1,25 triệu tấn, +104% so với cuối năm 2015), NKG (+800.000 tấn, +190% so với cuối năm 2015) và sự tham gia của đối thủ mới HPG (400.000 tấn) đã dẫn đến cạnh tranh gay gắt trong thị trường tôn mạ trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy dấu hiệu tích cực rằng tăng trưởng sản lượng bán của HSG trong năm 2018 (11% YoY) chủ yếu được dẫn dắt bởi thị trường trong nước (18% YoY so với mức chung của ngành 10%). Trong bối cảnh cạnh tranh trong nước gay gắt và thị trường xuất khẩu đầy thách thức, việc có thể chuyển hướng doanh số bán sang thị trường trong nước không chỉ thể hiện vị thế thống trị của HSG nhưng cũng khiến chúng tôi trở nên tự tin hơn về khả năng bán hàng của HSG.

Biên LN giảm, chi phí lãi vay cao và lỗ tỷ giá ảnh hưởng đến lợi nhuận. Cạnh tranh khiến các công ty trong ngành không thể chuyển mức chi phí cao hơn sang cho khách hàng thông qua nâng giá bán. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp 2019 sẽ đạt 10,9% so với 11,5% trong năm 2018 và 16,9% trong năm 2017. Công ty hiện đang tích cực cắt giảm chi phí Bán hàng, Hành chính & Quản lý - SG&A (tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu giảm còn 7,8% trong năm 2018 so với 8,8% trong năm 2017). Tuy nhiên, chi phí lãi vay cao do việc huy động vốn vay nhằm tăng công suất trong giai đoạn 2016-2018 và lỗ tỷ giá cũng là các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của HSG.

Dòng tiền hoạt động chuyển sang mức dương nhưng tỷ lệ đòn bẩy cao vẫn là mối lo ngại. Tình hình tài chính của HSG đã cho thấy các dấu hiệu cải thiện khi dòng tiền hoạt động chuyển sang mức dương trong quý 4/2018, lần đầu tiên kể từ đầu năm tài chính 2017. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH của HSG vào cuối năm tài chính 2018 vẫn ở mức cao là 2,7 lần. Chúng tôi dự báo HSG sẽ tập trung thanh toán các khoản nợ dài hạn khi công ty hiện đang hoàn thành chu kỳ XDCB.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	FY18A	FY19F	FY20F
Doanh thu thuần	34.441	37.242	40.002
Giá vốn hàng bán	-30.486	-33.176	-35.707
Lợi nhuận gộp	3.955	4.066	4.294
Chi phí bán hàng	-1.804	-1.862	-2.000
Chi phí quản lí DN	-881	-857	-900
LN thuần HĐKD	1.270	1.347	1.394
Doanh thu tài chính	179	77	83
Chi phí tài chính	971	1.023	985
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>812</i>	<i>833</i>	<i>780</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	54	0	0
LNTT	533	401	493
Thuế TNDN	-123	-80	-99
LNST trước CĐTS	410	321	394
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	410	321	394
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.023	801	983
EPS pha loãng, VND	1.023	801	983

TỶ LỆ	FY18A	FY19F	FY20F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	31,7%	8,1%	7,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	-36,7%	-8,2%	3,1%
Tăng trưởng LNTT	-67,5%	-24,7%	22,8%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-69,2%	-21,8%	22,8%

Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	11,5%	10,9%	10,7%
Biên LN từ HĐ %	3,7%	3,6%	3,5%
Biên EBITDA	6,6%	6,4%	6,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	1,2%	0,9%	1,0%
ROE %	7,9%	6,0%	7,0%
ROA %	1,9%	1,5%	1,8%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	92,4	78,3	81,2
Số ngày phải thu	14,7	15,0	13,5
Số ngày phải trả	29,0	19,6	25,1
TG luân chuyển tiền	78,2	73,7	69,6

Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	0,9	0,9	1,0
CS thanh toán nhanh	0,3	0,3	0,3
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	67,6%	61,6%	58,7%
Nợ/Vốn sử dụng	73,6%	70,7%	68,1%
Nợ/Vốn CSH	269,4%	238,2%	210,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,7	1,5	1,6

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	FY18A	FY19F	FY20F
Tiền và tương đương	459	173	166
Đầu tư TC ngắn hạn	33	33	33
Các khoản phải thu	1.642	1.424	1.534
Hàng tồn kho	6.562	7.674	8.209
TS ngắn hạn khác	2.260	2.443	2.624
Tổng TS ngắn hạn	10.956	11.747	12.567
TS dài hạn (gộp)	13.637	14.065	14.181
- Khấu hao lũy kế	-3.999	-5.046	-6.100
TS dài hạn (ròng)	9.637	9.019	8.082
Đầu tư TC dài hạn	98	98	98
TS dài hạn khác	514	514	514
Tổng TS dài hạn	10.250	9.631	8.694
Tổng Tài sản	21.206	21.378	21.261

Phải trả ngắn hạn	1.203	2.363	2.544
Nợ ngắn hạn	10.880	10.285	10.068
Nợ ngắn hạn khác	504	372	400
Tổng nợ ngắn hạn	12.587	13.021	13.011
Nợ dài hạn	3.462	2.893	2.407
Nợ dài hạn khác	4	4	4
Tổng nợ	16.053	15.918	15.422

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	3.850	3.850	3.850
Thặng dư vốn CP	152	152	152
Lợi nhuận giữ lại	1.056	1.364	1.743
Vốn khác	59	59	59
Lợi ích CĐTS	36	36	36
Vốn chủ sở hữu	5.153	5.461	5.839
Tổng cộng nguồn vốn	21.206	21.378	21.261

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	FY18A	FY19F	FY20F
Tiền đầu năm	292	459	173
Lợi nhuận sau thuế	410	321	394
Khấu hao	1.019	1.047	1.054
Thay đổi vốn lưu động	-698	-50	-619
Điều chỉnh khác	-345	-13	-16
Tiền từ hoạt động KD	386	1.305	813

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.636	-429	-116
Đầu tư	323	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.313	-429	-116

Cổ tức đã trả	-350	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	626	-569	-486
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	1.865	-595	-218
Tiền từ các hoạt động TC khác	-748	0	0
Tiền từ hoạt động TC	2.093	-1.164	-704
Tổng lưu chuyển tiền tệ	167	-287	-7
Tiền cuối năm	459	173	166

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC. Ghi chú: Năm tài chính của HSG từ 01/10 đến 30/09

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.