

**NGÀNH: THÉP**
**Ngày 17 tháng 11 năm 2017**
**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)**
**Nguyễn Xuân Hùng**

Chuyên viên phân tích

 Email: [hungnx@fpts.com.vn](mailto:hungnx@fpts.com.vn)

Tel: 028 6290 8686 - Ext : 7596

**Giá thị trường (17/11/2017)** 23.600

**Khuyến nghị**
**Giá trị nội tại của cổ phiếu** 28.500

**MUA**
**Chênh lệch** +20,7%

**Biến động giá cổ phiếu HSG và VNINDEX**


Thông tin giao dịch	17/11/2017
Giá hiện tại (đ/cp)	23.600
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	33.300
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	21.100
Số lượng CP niêm yết (cp)	349.996.683
Số lượng CP lưu hành (cp)	349.996.683
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	2.200.000
% sở hữu nước ngoài hiện tại	25,6%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.499
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.435

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Tập đoàn Hoa Sen
Địa chỉ	Số 5 Công Trường Mê Linh, P.Bến Nghé, Q1, TpHCM
Doanh thu chính	Tôn mạ, ống thép, ống nhựa
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu đầu vào
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu, mạng lưới bán lẻ độc quyền
Rủi ro chính	Biến động giá HRC

DS cổ đông lớn (30/05/2017)	Tỷ lệ sở hữu
Cty Đầu tư Hoa Sen	25%
Ông Lê Phước Vũ	13%
Cty MTV Tâm Thiện Tâm	7%
Acadian Frontier Markets Equity Fund	3%
Khác	52%

**“MUA TẬN GỐC, BÁN TẬN NGON” – CHIẾN LƯỢC**
**TẠO SỰ KHÁC BIỆT CHO TẬP ĐOÀN HOA SEN**

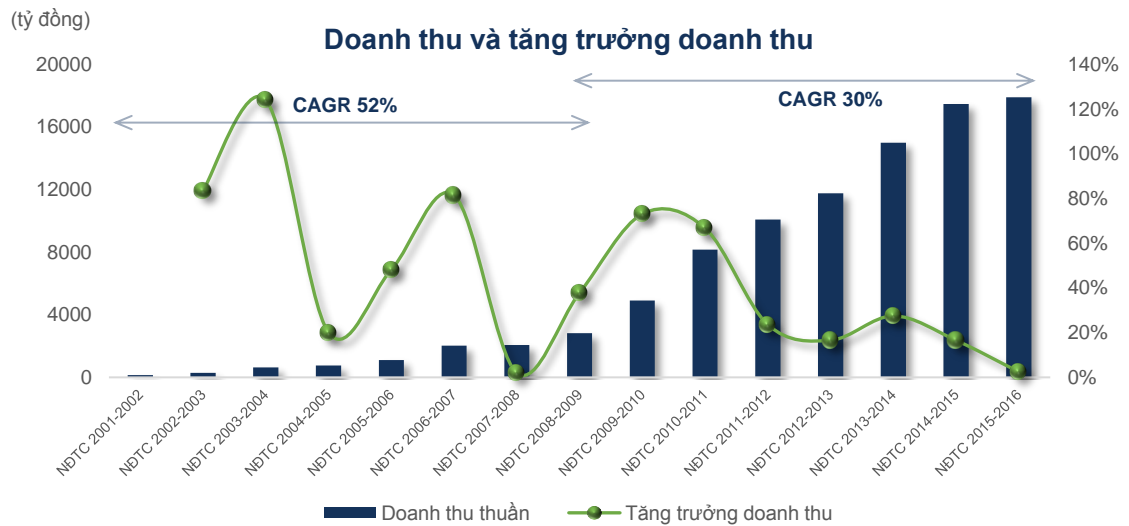
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất tôn mạ, ống thép và ống nhựa từ nguyên liệu thép cuộn cán nóng (HRC) và thép cuộn cán nguội (CRC). Các thành phẩm HSG đang kinh doanh hiện nay là tôn mạ kẽm, tôn mạ nhôm kẽm (tôn lạnh), tôn mạ màu, ống thép và ống nhựa.

Sau hơn 15 năm thành lập và phát triển, HSG đã có những bước tiến rõ nét khi đã leo lên vị trí đứng đầu trong nhóm ngành tôn mạ nội địa hiện nay. Khởi đầu như một nhà bán lẻ tôn mạ với vốn điều lệ 30 tỷ đồng, 22 nhân viên, 03 chi nhánh và 01 nhà máy sản xuất tôn kẽm công suất 45 ngàn tấn/năm, nhưng sau chặng đường 15 năm HSG đã mở rộng quy mô hoạt động rất nhanh chóng với tổng công suất mạ khoảng 2 triệu tấn/năm.

Với những thay đổi lớn về năng lực sản xuất gần đây và hoạt động tái cơ cấu mô hình tập đoàn, chúng tôi đánh giá HSG vẫn đang ở giai đoạn tăng trưởng nhanh.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HSG dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư sau:

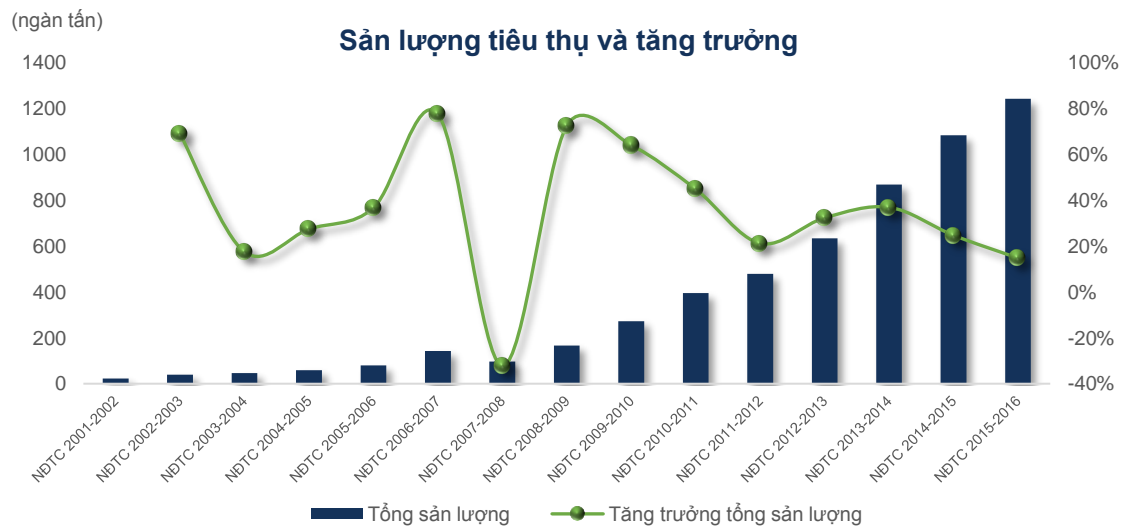
- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Đánh giá Ban lãnh đạo**
- **Định giá**

**ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG**


Nguồn: HSG, FPTs Research

**Chất lượng tăng trưởng doanh thu của Hoa Sen rất lành mạnh, chủ yếu đến từ hoạt động tăng công suất và mở rộng thị trường.** Giai đoạn trước năm 2010, tổng công suất của HSG khá khiêm tốn, chỉ khoảng 100 – 200 ngàn tấn/năm. Nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của ngành tôn mạ, HSG đã mạnh dạn liên tục đầu tư tăng công suất sản xuất và hệ thống phân phối. Tổng công suất cuối năm 2017 của Tập đoàn Hoa Sen ước tính là trên 02 triệu tấn/năm. Nhìn chung, giai đoạn 2002 – 2016, doanh thu của HSG tăng mạnh rõ rệt, tăng từ 152 tỷ đồng trong niên độ tài chính (sau đây gọi tắt là “NĐTC”) 2001-2002 lên đến gần 18.000 tỷ đồng NĐTC 2015-2016, tỉ lệ tăng trưởng kép hàng năm (sau đây gọi tắt là “CAGR”) đạt khoảng +40%.

**Tăng trưởng doanh thu được dẫn dắt bởi mức tăng CAGR +33,4% của sản lượng bán hàng trong cùng giai đoạn.** Hoạt động đầu tư tăng công suất của HSG đã giúp tăng sản lượng bán hàng và doanh thu cho doanh nghiệp.



Nguồn: HSG, FPTs Research

Theo nghiên cứu của chúng tôi, ngành thép nước ta còn khá non trẻ và đang ở giai đoạn tăng trưởng nhanh, còn nhiều tiềm năng để phát triển. Vì vậy, với vị thế là một trong hai doanh nghiệp đầu ngành thép trong nước (đứng sau thép Hòa Phát) nên HSG cũng không đứng ngoài xu hướng đó. Đây là tiền đề để HSG có dư địa tăng trưởng tốt trong tương lai.

**Hoạt động xuất khẩu là một phần quan trọng trong sự tăng trưởng của Hoa Sen.** Nhận thấy tiềm năng khổng lồ của thị trường khu vực lân cận và thế giới, từ năm 2008, HSG đã dần chuyển dịch cơ cấu đầu ra của doanh nghiệp sang kênh xuất khẩu. Việc này giúp đa dạng hóa thị trường đầu ra, tránh rủi ro tập trung quá lớn vào thị trường trong nước.

		NĐTC 2011- 2012	NĐTC 2012- 2013	NĐTC 2013- 2014	NĐTC 2014- 2015	NĐTC 2015- 2016	NĐTC 2016- 2017
<b>Kênh Xuất khẩu</b>	Sản lượng (tấn)	179.945	278.504	336.197	407.284	478.289	590.593
	Tỷ trọng	38%	44%	39%	38%	36%	39%
	Doanh thu (tỷ)	3.756	5.300	5.978	6.879	6.263	-
	Tỷ trọng	37%	45%	40%	39%	35%	-
<b>Kênh Nội địa</b>	Sản lượng (tấn)	299.256	355.624	532.059	675.483	838.812	932.624
	Tỷ trọng	62%	56%	61%	62%	64%	61%
	Doanh thu (tỷ)	6.332	6.460	9.012	10.589	11.631	-
	Tỷ trọng	63%	55%	60%	61%	65%	-

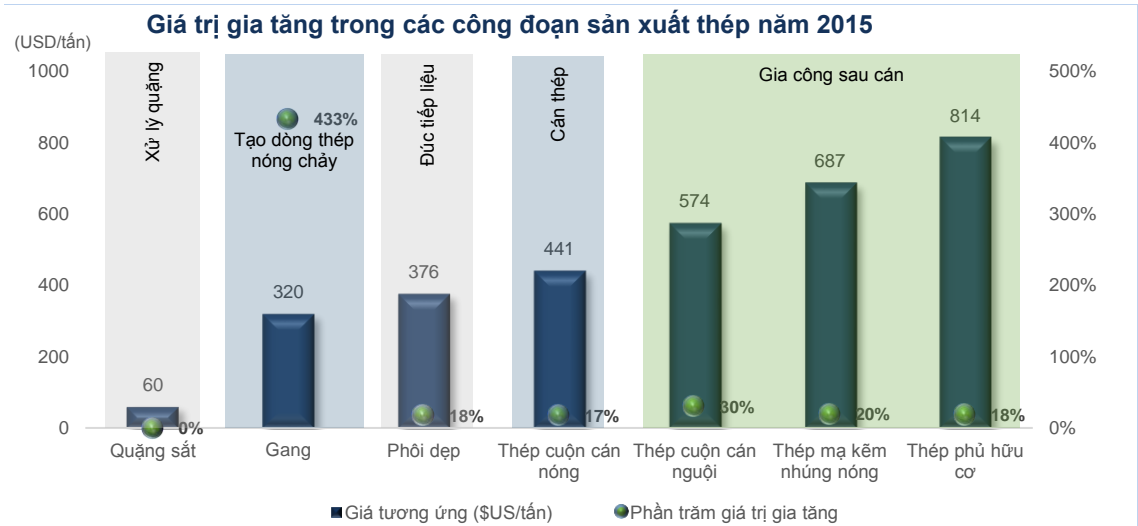
*Nguồn: HSG, VSA, FPTs Research*

Thị trường xuất khẩu chính của doanh nghiệp là các quốc gia tại Đông Nam Á. Theo ước tính của chúng tôi, khu vực này chiếm khoảng 50 – 70% cơ cấu xuất khẩu của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, HSG cũng như các doanh nghiệp tôn mạ trong nước khác đang hướng việc xuất khẩu đến những thị trường khó tính hơn nhưng có biên lợi nhuận tốt hơn như Châu Âu và Bắc Mỹ.

**Thị trường tôn mạ trong nước dù cạnh tranh rất gay gắt nhưng vẫn là kênh bán hàng chủ lực của HSG.** Với lợi thế mạng lưới bán lẻ độc quyền dày đặc, HSG thật sự có lợi thế cạnh tranh mà các đối thủ không có được tại kênh bán hàng trong nước. Trong giai đoạn 2008 – 2017, khối lượng hàng bán ra trong nước của HSG tăng mạnh mỗi năm, với mức CAGR +29%. Thị phần tôn mạ của HSG theo thống kê của Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) từ năm 2010 đến 9T2017 khá ổn định, duy trì ở mức 33 – 34% của mảng tôn mạ nội địa. Mặc dù khoảng thời gian này các doanh nghiệp đối thủ gia tăng công suất rất mạnh mẽ như Thép Nam Kim, Tôn Đông Á, Tôn Phương Nam... nhưng HSG vẫn có thể duy trì vững vàng thị phần của mình.

## KHẢ NĂNG SINH LỜI

**Tỷ suất sinh lời của mảng tôn mạ tại Việt Nam thấp hơn so với mảng thép dài sản xuất bằng lò cao trong nước (cụ thể là thép Hòa Phát) và so với các doanh nghiệp thép dẹt tại các cường quốc thép khác** do thiếu công đoạn luyện gang và luyện thép. So với mảng thép dài đã có các lò luyện gang và luyện thép từ nhiều năm nay, các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam bắt đầu hoạt động gia công từ khâu nhập khẩu bán thành phẩm – thép cuộn. Theo một nghiên cứu, giá trị tăng thêm rất lớn của công đoạn luyện gang (hơn 400%) và luyện thép (gần 20%) đã bị các doanh nghiệp tôn mạ tại Việt Nam bỏ lỡ.



Nguồn: HSG, FPTS Research

Một ví dụ thực tế tại thị trường Việt Nam, Thép Hòa Phát (HSX: HPG) hoạt động đầy đủ từ mảng luyện gang và luyện thép nên đạt tỷ suất lợi nhuận ròng vượt trội 20% trong năm 2016, cao hơn gần 2,4 lần so với HSG – hoạt động bắt đầu từ gia công thép HRC, chỉ đạt 8,4%. Đây cũng là cơ hội cho HSG mở rộng sản xuất về hướng thượng nguồn chuỗi giá trị nhằm cải thiện biên lợi nhuận trong tương lai. Thực tế, tập đoàn HSG cũng đã lên kế hoạch để đầu tư dự án Khu liên hợp luyện cán thép tại Cà Ná – Ninh Thuận. Tuy nhiên, dự án này đã bị Thủ tướng yêu cầu dừng lại để xem xét thêm và chưa rõ khả năng tái khởi động lại.

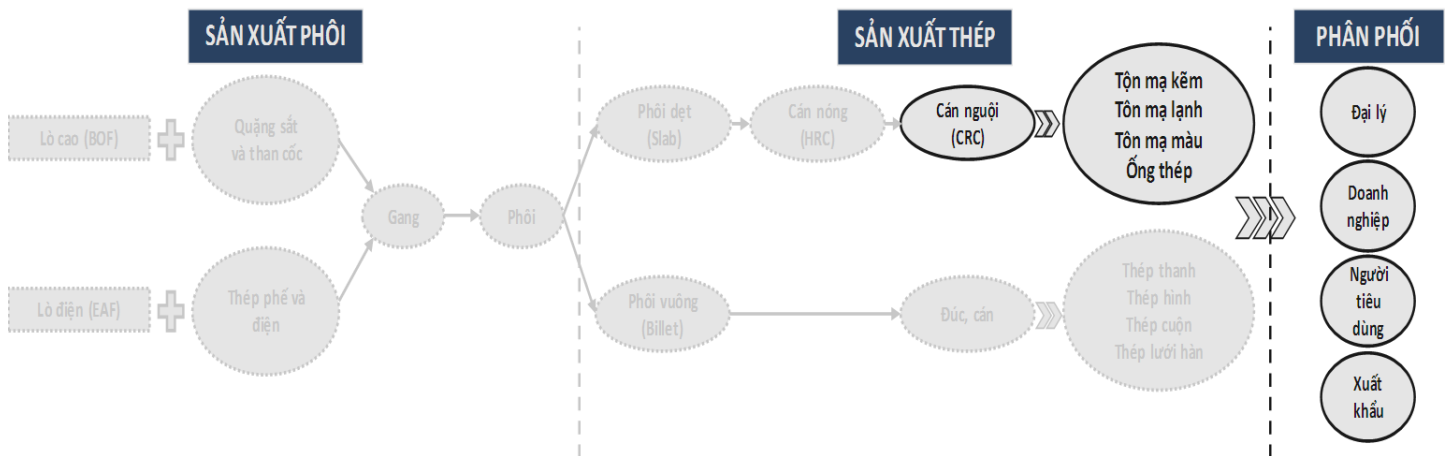
*Bảng thể hiện tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp đầu ngành thép ở từng mảng hoạt động*

Doanh nghiệp	Mảng hoạt động	Gross margin (2016)	Net margin (2016)
Thép Hòa Phát	Thép dài	26,3%	20%
Tôn Hoa Sen	Thép dẹt	23,4%	8,4%
Thép Nam Kim	Thép dẹt	11,3%	5,8%

Nguồn: FPTS Research

**Phải nhập khẩu bán thành phẩm sau đó gia công cũng làm giá bán tôn mạ tại Việt Nam cao hơn.** Như các doanh nghiệp tôn mạ khác trong nước, Hoa Sen nhập khẩu thép cuộn sau đó gia công thành các sản phẩm như tôn mạ và ống thép. Do đó, HSG cũng không được hưởng phần giá trị tăng thêm của các công đoạn bị bỏ qua. Các cường quốc thép như Trung Quốc và Hàn Quốc có ngành thép với đầy đủ chuỗi giá trị nên giá bán tôn mạ tại các quốc gia này thấp hơn Việt Nam. Theo một khảo sát của Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), thời điểm giữa năm 2016, tôn mạ Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam có giá thành rẻ hơn 31% so với tôn mạ sản xuất trong nước. Từ đầu năm 2017, nhờ có thuế chống bán phá giá của Bộ Công Thương nên phần lớn lượng tôn mạ nhập khẩu đã bị hạn chế lại, dành ra dư địa thị trường cho các doanh nghiệp tôn mạ nội địa. Có thuế chống bán phá giá cho tôn mạ nhập khẩu, sản phẩm của Hoa Sen sẽ có giá cả cạnh tranh tốt hơn tại thị trường trong nước.

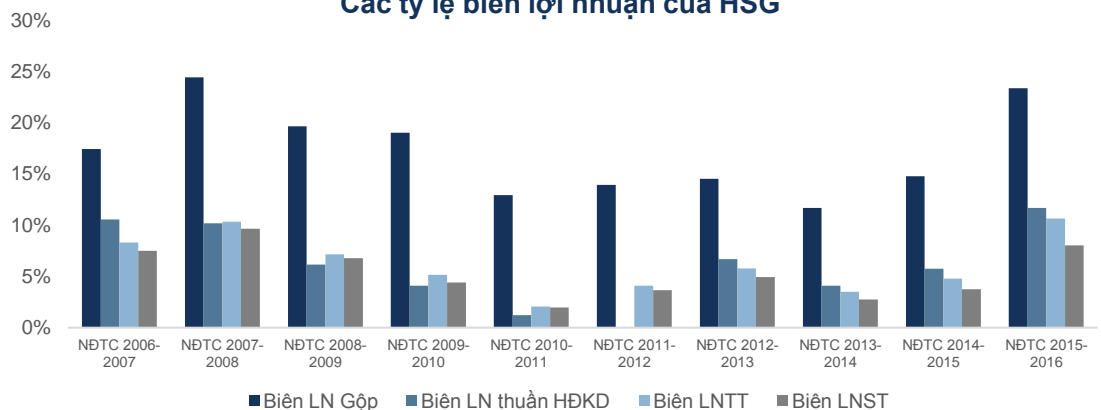
Biểu đồ thể hiện chuỗi hoạt động kinh doanh của HSG từ sản xuất đến phân phối:



Nguồn: FPTs Research

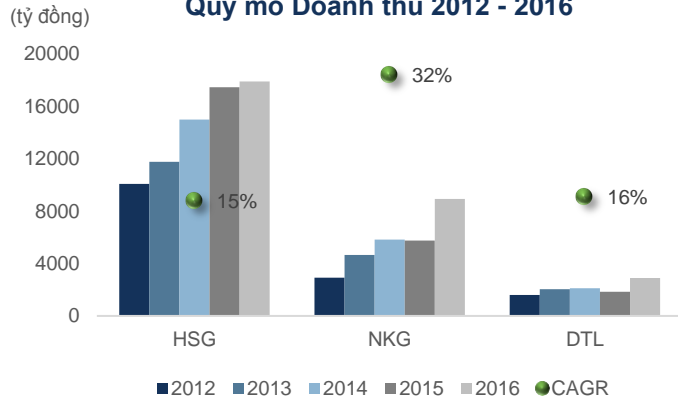
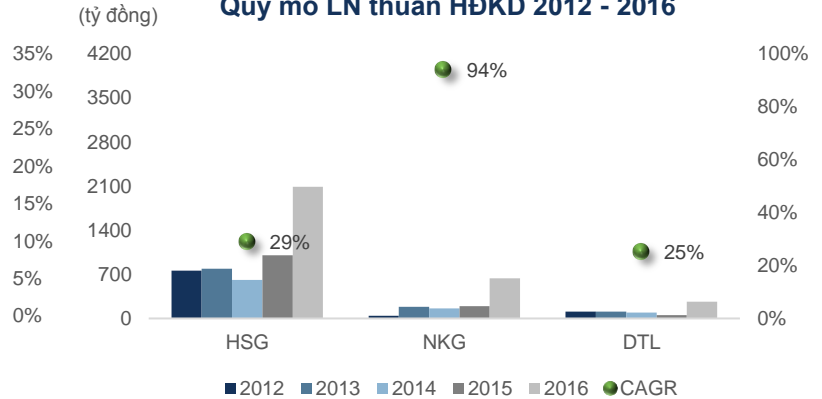
**Việc mở rộng chuỗi sản xuất kinh doanh cũng giúp HSG có biên lợi nhuận tốt hơn các đối thủ trong ngành.** Là doanh nghiệp tiên phong trong việc khép kín chuỗi sản xuất, HSG đã có hệ thống cán nguội đủ đáp ứng nhu cầu mạ đầu ra của doanh nghiệp. Điều này khiến biên lợi nhuận của HSG lớn hơn so với các đối thủ trong mảng tôn mạ mà chưa khép kín chuỗi sản xuất. Hơn thế nữa, việc tự phân phối đến tay người tiêu dùng cũng giúp HSG tiết kiệm được khoản chiết khấu cho các đại lý trung gian mà những doanh nghiệp tôn mạ khác phải trả. Chiến thuật “bán tận ngọn” cũng là điểm chính giúp HSG nổi bật hơn các doanh nghiệp khác trong ngành thép Việt Nam.

**Các tỷ lệ biên lợi nhuận của HSG**



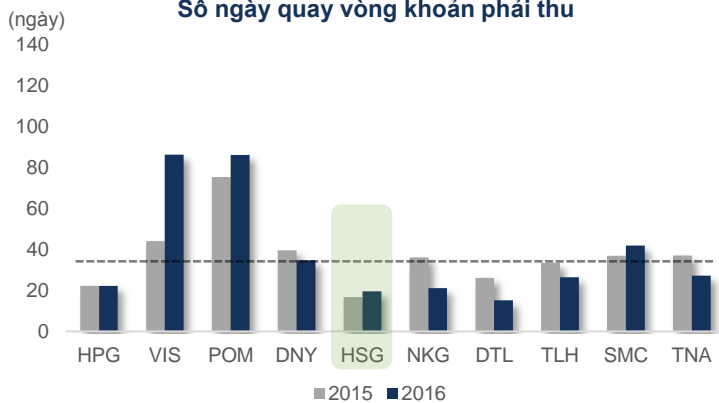
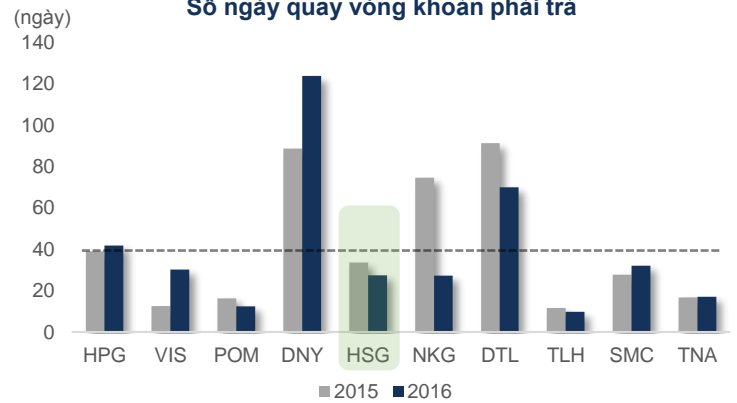
Nguồn: HSG, FPTs Research

Với lợi thế của doanh nghiệp đầu ngành nên các tỷ lệ biên lợi nhuận của HSG đều cao hơn so với các doanh nghiệp cùng mảng tôn mạ. Từ năm 2008 trở về trước, HSG chỉ phân phối lẻ sản phẩm của mình trong nước nên các tỷ lệ biên lợi nhuận rất cao. Sau chính sách đẩy mạnh xuất khẩu để mở rộng thị trường vào năm 2008, thì từ năm 2009 các tỷ lệ biên lợi nhuận của HSG đã giảm dần so với trước, nhưng vẫn cao nhất trong mảng tôn mạ Việt Nam. Với hệ thống bán lẻ độc nhất, vẫn đang được mở rộng từng ngày của doanh nghiệp và chuỗi sản xuất khép kín, HSG vẫn được kỳ vọng sẽ có các tỷ lệ biên lợi nhuận cao nhất trong mảng tôn mạ thời gian sắp tới.

**Vị thế doanh nghiệp đứng đầu trong mảng tôn mạ Việt Nam.**
**Quy mô Doanh thu 2012 - 2016**

**Quy mô LN thuần HĐKD 2012 - 2016**


Nguồn: HSG, FPTs Research

Với vị trí dẫn đầu thị phần tôn mạ trong nước, doanh thu và lợi nhuận thuần HĐKD của HSG cách biệt so với các đối thủ khác, gấp 02 lần so với doanh nghiệp ở vị trí thứ hai là Tôn Nam Kim (HSX: NKG). Lợi thế là doanh nghiệp đầu ngành cũng như việc đặt trọng tâm bán lẻ trong nước, sức mạnh của HSG đối với thị trường tôn mạ nội địa rất đáng kể, đặc biệt hơn từ khi chính phủ áp thuế chống bán phá giá cho tôn mạ nhập khẩu vào Việt Nam.

**Số ngày quay vòng khoản phải thu**

**Số ngày quay vòng khoản phải trả**


Nguồn: HSG, FPTs Research

Là một doanh nghiệp quy mô lớn, nên HSG cũng có vị thế đáng kể đối với các khách hàng và nhà cung cấp:

- **Từ phía nhà cung cấp.** Do các nhà cung cấp của HSG là các đối tác làm ăn lâu năm, truyền thống nên doanh nghiệp có thể duy trì thời gian chiếm dụng vốn trong những năm ngành thép kinh doanh khó khăn như năm 2015. Sang năm 2016, ngành thép trong nước hoạt động thuận lợi, HSG đạt lãi lớn trong năm nên đã thanh toán mạnh cho nhà cung cấp như một lời cam kết của doanh nghiệp để có thể thiết lập được mối quan hệ kinh doanh tương hỗ và bền vững.
- **Từ phía khách hàng.** Chính sách phải thu của HSG thắt chặt rõ rệt so với các doanh nghiệp cùng ngành. Số ngày phải thu bình quân ngành khoảng 37 ngày, nhưng của HSG chỉ khoảng 20 ngày. Nguyên nhân do, khách hàng mục tiêu của HSG đa phần là người tiêu dùng mua lẻ và trả tiền ngay nên thời gian thu tiền của HSG rất ngắn so với các doanh nghiệp đối thủ phải bán hàng qua các đại lý.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro về nguyên vật liệu đầu vào.** Nguyên vật liệu là rủi ro đặc thù của Hoa Sen nói riêng và ngành thép nói chung. Hoạt động sản xuất của HSG, cũng như các doanh nghiệp tôn mạ khác phụ thuộc nhiều vào việc nhập khẩu thép HRC và CRC. Vì vậy giá tôn mạ trong nước chịu tác động mạnh từ biến động giá thép thế giới. Mặt khác, khi nguồn cung cấp nguyên liệu không ổn định sẽ khiến cho việc dự báo giá cả, nhu cầu sản xuất bán hàng của HSG trở nên khó khăn.

**Rủi ro chính sách.** Ngành tôn mạ Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng khá tiêu cực khi thuế tự vệ tôn mạ hết hiệu lực từ năm 2022. Thuế tự vệ tôn mạ chính thức được ban hành vào nửa đầu năm 2017, có hiệu lực 5 năm. Đối tượng chủ yếu của đợt áp thuế là Trung Quốc và Hàn Quốc, hai quốc gia xuất khẩu tôn mạ vào Việt Nam nhiều nhất. Từ năm 2022, tôn mạ Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ lại được tự do giao dịch tại Việt Nam mà không phải chịu thuế chống bán phá giá. Điều này sẽ làm cho các doanh nghiệp tôn mạ nội địa hoạt động khó khăn hơn, trong đó có Hoa Sen.

**Rủi ro lãi suất:** HSG đang tài trợ các hoạt động mở rộng sản xuất của mình chủ yếu bằng nợ vay ngân hàng, điều này đặt ra rủi ro khi mặt bằng lãi suất có thể tăng cao trong các năm tới làm gia tăng chi phí lãi vay cũng như rủi ro thanh toán đối với các khoản nợ vay đến hạn hoặc trái phiếu đáo hạn.

**Rủi ro tỷ giá** rất quan trọng đối với Hoa Sen ở thời điểm hiện tại. Doanh nghiệp đang có nhu cầu ngoại tệ rất lớn vì toàn bộ máy móc thiết bị cho các nhà máy mới cũng như nguyên vật liệu đều phải nhập khẩu từ nước ngoài. Tuy nhiên, từ Quý 1/2018, khi các dự án đầu tư hiện tại của HSG dự kiến hoàn thành thì việc nhập khẩu máy móc thiết bị từ nước ngoài sẽ tạm ngưng. Từ sau thời điểm đó, HSG sẽ chỉ còn phải nhập khẩu nguyên vật liệu để sản xuất, nên rủi ro tỷ giá sẽ được phòng ngừa một phần nhờ dòng doanh thu ngoại tệ bán hàng thông qua kênh xuất khẩu.

## ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ BAN LÃNH ĐẠO

**Kinh nghiệm và quá trình hoạt động.** Chủ tịch HĐQT – kiêm nhà sáng lập của Tập đoàn Hoa Sen hiện nay là ông Lê Phước Vũ – người đã có hơn 20 năm hoạt động trong ngành tôn mạ Việt Nam. Bên cạnh đó, ông Trần Ngọc Chu – nguyên Tổng giám đốc cũng gắn bó với HSG ngay từ những ngày đầu thành lập. Tính đến thời điểm hiện tại, cả hai vị lãnh đạo đều có khoảng 20 năm kinh nghiệm ở mảng tôn mạ Việt Nam. Với kinh nghiệm dày dặn cũng như bộ óc kinh doanh sắc bén, ban lãnh đạo HSG đã liên tục dẫn dắt Tập đoàn phát triển một cách vượt bậc trong nền kinh tế đầy biến động tại Việt Nam trong gần hai thập kỷ qua.

**Khả năng định hướng và chuyển dịch thị trường mục tiêu.** HSG đã khởi đầu vào những năm 2000 với thị trường trong nước là mục tiêu, đặc biệt khu vực miền Tây và Đông Nam Bộ. Tuy nhiên, nhận thấy triển vọng của thị trường miền Trung và miền Bắc nên ban lãnh đạo HSG cũng lần lượt thành lập các tổng kho và chi nhánh để vươn tới các khu vực này. Chưa dừng ở đó, HSG thậm chí còn chuyển dịch mạnh cơ cấu đầu ra sang thị trường xuất khẩu nhằm đa dạng hóa và giảm rủi ro phụ thuộc vào nguồn nhu cầu trong nước.

**Hoạt động đầu tư.** Nhận thấy cơ hội phát triển chuỗi kinh doanh khép kín nên ban lãnh đạo Tập đoàn đã đẩy mạnh đầu tư từ ngày đầu thành lập. Vì tập đoàn Hoa Sen ngày nay khởi đầu từ các cửa hàng bán lẻ tôn mạ của ông Lê Phước Vũ nên vị lãnh đạo này hiểu rõ tầm quan trọng của hệ thống bán lẻ độc quyền. Song song đó, ông cũng thấy được lợi ích thiết yếu của việc khép kín chuỗi sản xuất từ thép cán nguội đến các thành phẩm cuối cùng như

tôn mạ màu và ống thép. Các chi nhánh bán lẻ cũng như nhà máy tôn mạ và ống các loại của HSG liên tục mọc lên nhanh chóng khắp ba miền đất nước trong 5 – 7 năm gần đây. Chúng tôi đánh giá các quyết định đầu tư của ban lãnh đạo doanh nghiệp trong thời gian qua là đúng đắn. Trong tình hình ngành thép ngày càng cạnh tranh gay gắt, việc tăng công suất để đạt lợi thế kinh tế về quy mô là một điều cần thiết để phát triển và phù hợp với định hướng của chính phủ Việt Nam dành cho ngành thép trong nước.

## CÁC GIẢ ĐỊNH VÀ KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp – FCFF. Do Tập đoàn Hoa Sen đang trong giai đoạn đầu tư nhà xưởng – máy móc mạnh mẽ với cơ cấu vốn thay đổi liên tục từng năm nên phương pháp FCFF sẽ phù hợp để định giá doanh nghiệp trong giai đoạn này.

THAM SỐ ĐỊNH GIÁ			
Giai đoạn tăng trưởng nhanh		Giai đoạn tăng trưởng ổn định	
Lãi suất phi rủi ro	6,50%	D/E mục tiêu	50%
Beta (U) <sup>1</sup>	0,56	<b>k<sub>e</sub> mục tiêu</b>	<b>14,5%</b>
Phần bù rủi ro thị trường (ERP)	8,62%	Chi phí lãi vay dài hạn	7,5%
		Thuế suất năm cuối dự phóng	20%
SLCP hiện tại (triệu cp)	349,9	<b>WACC mục tiêu</b>	<b>11,7%</b>
SLCP pha loãng tối đa (triệu cp)	349,9	<b>Tốc độ tăng trưởng dài hạn</b>	<b>2,0%</b>

- **Lãi suất phi rủi ro:** chúng tôi lựa chọn lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10-15 năm theo thống kê giao dịch thị trường trái phiếu trong tháng 10/2017.
- **D/E mục tiêu:** sử dụng nhiều Nợ để tài trợ cho các hoạt động đầu tư mở rộng, chúng tôi giả định HSG sẽ sử dụng mức đòn bẩy tài chính D/E = 0,5 trong dài hạn, tương đương mức bình quân của các doanh nghiệp thép trưởng thành trên thế giới hiện nay.
- **Tốc độ tăng trưởng dài hạn:** Tốc độ tăng trưởng ngành thép toàn cầu khoảng 2,0%/năm. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của HSG cũng ở mức 2,0%/năm từ sau giai đoạn dự phóng chi tiết 2018 – 2026.
- **Phần dự phóng trong mô hình được chia làm hai giai đoạn:** giai đoạn tăng trưởng nhanh kéo dài 5 năm và sau đó là giai đoạn tăng trưởng bền vững.

<sup>1</sup> Beta (U) là beta đã được gỡ đòn bẩy với cơ cấu vốn trung bình tương ứng với thời gian dùng để tính Beta (L) – 5 năm với dữ liệu theo tuần. Sau đó, trong từng năm dự phóng, Beta (L) sẽ được tính dựa vào Beta (U) và cơ cấu vốn trong năm dự phóng đó.

<b>TỔNG HỢP KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>Đơn vị</b>	<b>Giá trị</b>
Thời gian định giá cho giai đoạn tăng trưởng nhanh	năm	05
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do giai đoạn tăng trưởng nhanh (33%)	tỷ	5.059
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do giai đoạn ổn định (67%)	tỷ	10.403
Tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền tự do	tỷ	15.462
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	tỷ	564
- Nợ	tỷ	6.054
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>tỷ</b>	<b>9.972</b>
Số lượng cổ phiếu pha loãng tối đa	triệu	349.9
<b>Giá trị nội tại</b>	<b>VND/cp</b>	<b>28.500</b>

*Thay đổi giá cổ phiếu theo Tốc độ tăng trưởng dài hạn và Chi phí sử dụng vốn bình quân*

		<b>Tốc độ tăng trưởng dài hạn</b>				
		<b>0,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>
<b>WACC</b>	<b>6,8%</b>	37.028	43.979	53.828	68.866	94.658
	<b>8,8%</b>	28.169	32.237	37.501	44.582	54.616
	<b>10,8%</b>	22.517	25.203	<b>28.500</b>	32.642	38.004
	<b>12,8%</b>	18.579	20.495	22.766	25.500	28.857
	<b>14,8%</b>	15.667	17.109	18.776	20.726	23.037

*Thay đổi giá cổ phiếu theo tỷ lệ D/E mục tiêu và Phần bù rủi ro thị trường - ERP*

		<b>Tỷ lệ D/E mục tiêu</b>				
		<b>30,0%</b>	<b>40,0%</b>	<b>50,0%</b>	<b>60,0%</b>	<b>70,0%</b>
<b>ERP</b>	<b>6,6%</b>	34.983	34.877	34.772	34.667	34.563
	<b>7,6%</b>	31.655	31.544	31.435	31.325	31.216
	<b>8,6%</b>	28.727	28.613	<b>28.500</b>	28.387	28.275
	<b>9,6%</b>	26.131	26.016	25.900	25.785	25.671
	<b>10,6%</b>	23.816	23.699	23.582	23.466	23.351

*(Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh và tài chính của Tập đoàn Hoa Sen, vui lòng tham khảo phần PHỤ LỤC phía dưới.)*

### 1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

#### 1.1 Sơ lược về doanh nghiệp



Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen được thành lập vào ngày 08/08/2001. Đến năm 2008, doanh nghiệp được niêm yết lần đầu tại Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Sau hơn 15 năm phát triển, HSG trở thành doanh nghiệp tôn mạ đứng đầu tại Việt Nam.

Hoa Sen là nhà sản xuất và phân phối các loại thép cuộn cán nguội (CRC), tôn mạ kẽm (GI), tôn lạnh (tôn mạ hợp kim nhôm kẽm 55% - GL), tôn mạ màu (PPGI/PPGL), ống thép, ống nhựa và một số loại sản phẩm công nghiệp khác. Sản phẩm thép Hoa Sen phục vụ cho các công trình xây dựng công nghiệp – dân dụng, các ngành thủ công mỹ nghệ, trang trí nội ngoại thất, chế tạo điện cơ, cơ khí chính xác và các sản phẩm dập tạo hình. Thị trường tiêu thụ chính của HSG là kênh bán hàng trong nước. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng xuất khẩu khá nhiều, khoảng 1/3 lượng sản phẩm đầu ra.

Năm 2016 kết quả kinh doanh của HSG tăng vượt bậc với hơn 1,3 triệu tấn thành phẩm (+22% yoy) và đạt 1.500 tỷ đồng lợi nhuận (+130% yoy). Hoạt động kinh doanh phát triển mạnh mẽ tạo điều kiện cho HSG tiếp tục đầu tư mở rộng các dây chuyền máy móc. Các dự án mở rộng hoặc xây mới của HSG gần đây như Nhà máy Hoa Sen Phú Mỹ, Hoa Sen Nhơn Hội Bình Định, Hoa Sen Nghệ An, Hoa Sen Hà Nam, VLXD Hoa Sen Yên Bái lần lượt được triển khai để phục vụ các sản phẩm tôn mạ cao cấp hơn.

#### 1.2 Quá trình phát triển của doanh nghiệp

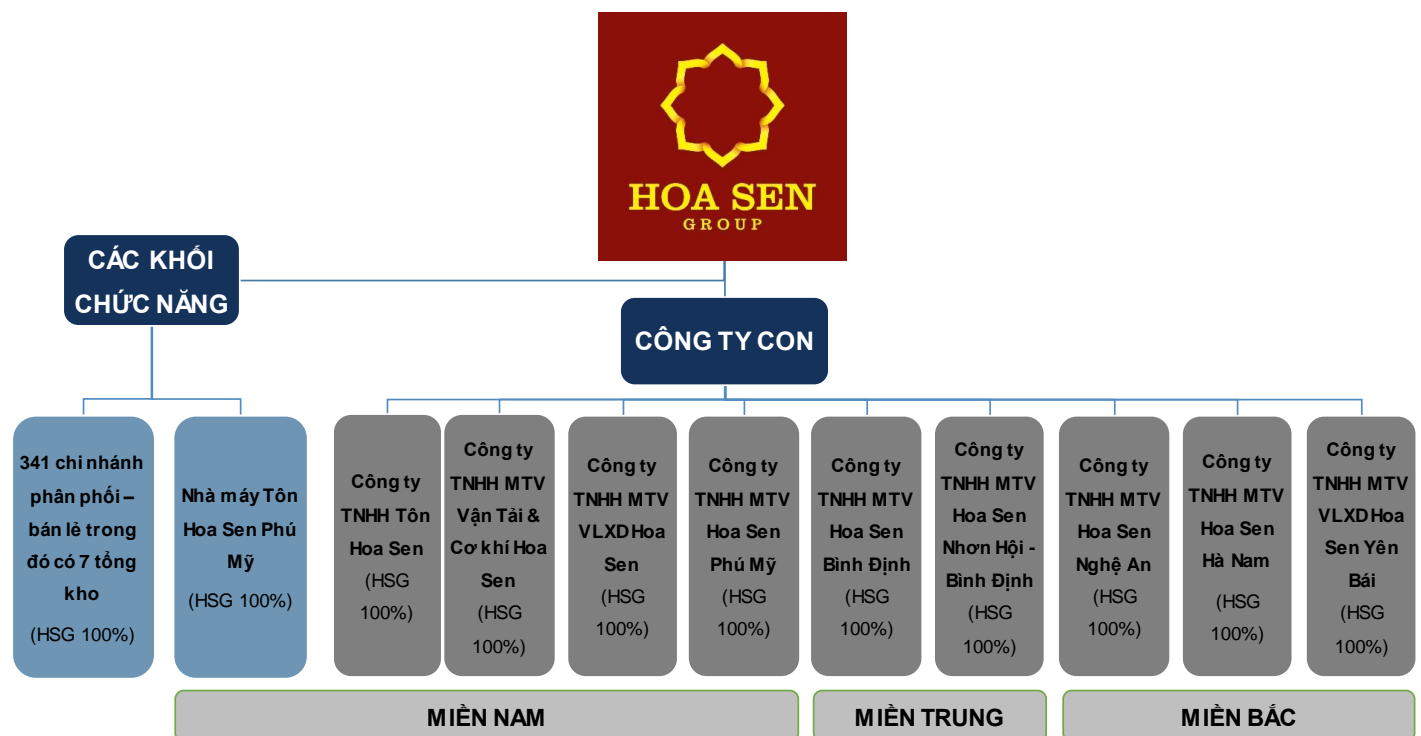
<b>NĐTC 2001</b>	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen được thành lập với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ đồng. Thời điểm này, HSG hoạt động chủ yếu trên các lĩnh vực: nhập khẩu, sản xuất, phân phối các sản phẩm tấm lợp kim loại, xà gồ thép, tấm trần nhựa. Sản lượng trong năm của Tập đoàn còn khá khiêm tốn, chỉ khoảng 30 ngàn tấn.
<b>NĐTC 2007</b>	HSG tăng vốn điều lệ lên 400 tỷ đồng. Sản lượng sản xuất của Tập đoàn lần đầu đạt 100 ngàn tấn.
<b>NĐTC 2008</b>	Năm tài chính của Tập đoàn Hoa Sen điều chỉnh từ 01/01-31/12 sang 01/10-30/09. Đồng thời, Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen chính thức được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TpHCM vào ngày 05/11/2008 với khối lượng 57 triệu cổ phiếu.
<b>NĐTC 2009-2010</b>	Phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư lớn và cán bộ nhân viên nhằm tăng vốn điều lệ lên 700 tỷ đồng. Trong cùng năm, công ty cũng hoàn thành giai đoạn 01 của nhà máy Hoa Sen Phú Mỹ. Thời điểm này, số lượng chi nhánh bán lẻ của Tập đoàn cũng đạt mốc 100 chi nhánh.
<b>NĐTC 2013-2014</b>	Hoàn thành giai đoạn 02 của nhà máy Hoa Sen – Phú Mỹ và đầu tư thêm nhà máy ống thép Hoa Sen – Bình Định và nhà máy tôn Hoa Sen Nam Cẩm – Nghệ An. Sản lượng sản xuất trong giai đoạn này cũng tăng mạnh lên hơn 800 ngàn tấn/năm do các nhà máy mới được đưa vào hoạt động.
<b>NĐTC 2014-2015</b>	HSG đã đưa vào hoạt động giai đoạn 01 Hoa Sen – Bình Định và Hoa Sen Nam Cẩm – Nghệ An. Đồng thời, nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của thị trường, HSG tiếp tục khởi công Hoa Sen Đồng Hới – Nghệ An. Sản lượng sản xuất trong năm đã đạt hơn 01 triệu tấn, tăng mạnh 25% so với cùng kỳ.
<b>NĐTC 2015-2016</b>	HSG đã tăng vốn điều lệ lên 1.965 tỷ đồng trong năm. Bên cạnh đó, số lượng chi nhánh bán lẻ cũng được đầu tư mạnh, chạm mốc 250 chi nhánh trong năm. Đồng thời, để tăng công suất mảng nhựa thì HSG cũng đã khởi công nhà máy ống nhựa Hoa Sen – Hà Nam. Sản lượng sản xuất của Tập đoàn tiếp tục tăng vượt mốc 1,2 triệu tấn, +15% yoy.
<b>NĐTC 2016-2017</b>	Kết thúc năm tài chính, số lượng chi nhánh bán lẻ của HSG đạt 341 chi nhánh. Đồng thời các nhà máy mới cũng đã lần lượt đưa vào hoạt động như nhà máy ống nhựa Hà Nam và nhà máy Đồng Hới – Nghệ An. Nhờ vào công suất tăng thêm, sản lượng sản xuất đã chạm đỉnh cao nhất chưa từng có của Tập đoàn, hơn 1,5 triệu tấn thành phẩm, tăng mạnh 23% so với cùng kỳ.

(NĐTC: Niên độ tài chính)

Theo chúng tôi, HSG hiện đang ở giai đoạn phát triển trong vòng đời của doanh nghiệp. Để đến với nhận định như vậy, chúng tôi thực hiện xem xét từ tổng quan vòng đời của toàn ngành thép Việt Nam đến khả năng và triển vọng tăng trưởng của riêng HSG. Cụ thể như sau:

- Theo nghiên cứu của chúng tôi, ngành thép Việt Nam hiện nay đang ở giai đoạn phát triển, với tốc độ tăng trưởng bình quân sản lượng thép giai đoạn 2012 – 2016 đạt 17,5%/năm. Nhu cầu tiêu thụ thép/người chỉ mới khoảng 240kg trong năm 2016, thấp hơn so với mức trung bình của châu Á, ước tính 267kg/người. Riêng mảng thép dẹt – tôn mạ, dư địa tăng trưởng cho các doanh nghiệp nội địa thậm chí còn lớn hơn vì mảng này vẫn chưa được đầu tư đầy đủ và nhu cầu sử dụng sản phẩm thép dẹt trong nước còn thấp do ngành công nghiệp ô tô, đồ điện gia dụng và đồ hộp vẫn còn yếu kém.
- Công suất sản xuất thép của HSG vẫn tiếp tục tăng trong các năm tới. Các nhà máy của HSG vẫn đang trong quá trình đầu tư xây dựng. Hơn thế nữa, doanh thu và sản lượng sản xuất tăng mạnh trong giai đoạn 10 năm gần đây (xem chi tiết tại mục 2.1 Doanh thu).

### 1.3 Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

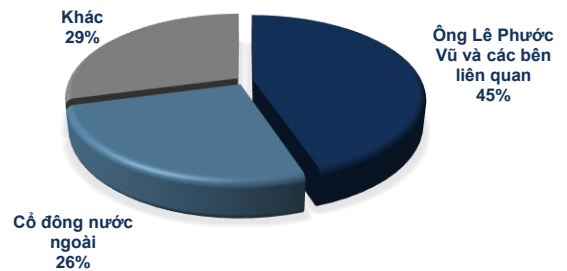


Nguồn: HSG, FPTs Research

Quy mô doanh nghiệp lớn với bộ máy các công ty con khá cồng kềnh so với các đối thủ trong ngành. Bên cạnh đó, số lượng chi nhánh bán lẻ không ngừng tăng lên cũng khiến cho việc quản lý ngày càng trở nên phức tạp hơn. Do chính sách đẩy mạnh bán hàng trong nước nên Hoa Sen không ngừng mở rộng mạng lưới chi nhánh ra khắp 03 miền đất nước. Các công ty con sản xuất và chi nhánh bán lẻ ở từng miền cũng lần lượt thành lập nhằm hỗ trợ hoạt động phân phối và quản lý của Tập đoàn.

## 1.4 Cơ cấu cổ đông

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG NĂM 2008**

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG THÁNG 05/2017**


Nguồn: HSG, FPTIS Research

Theo thống kê của chúng tôi, HSG có cơ cấu cổ đông tập trung cao, cụ thể ông Lê Phước Vũ và các bên liên quan đang nắm giữ gần 50% lượng cổ phiếu đang lưu hành. Thời điểm tháng 05/2017, các bên liên quan với ông Lê Phước Vũ là Công ty TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen (nắm giữ khoảng 25%) và Công ty TNHH MTV Tâm Thiện Tâm (nắm giữ khoảng 7%). Các báo cáo tài chính gần đây của HSG cho thấy, tập đoàn có một số giao dịch mua bán hàng hóa với Công ty TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen. Độ lớn các giao dịch giữa hai pháp nhân này và các khoản phải thu liên quan cũng tăng lên qua các kỳ gần đây. Theo tìm hiểu của chúng tôi, Công ty TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen có thể là một phần trong chuỗi giá trị của tập đoàn Hoa Sen.

Việc tập trung quyền sở hữu tại các công ty pháp nhân do ông Lê Phước Vũ thành lập giúp tập trung hóa quyền kiểm soát, có thể tránh được những hoạt động thao túng riêng lẻ, trong bối cảnh tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa của HSG là 51%. Rủi ro Ban lãnh đạo mất quyền kiểm soát và điều hành công ty là có thể xảy ra khi khối ngoại gia tăng tỷ lệ mua chi phối đối với cổ phiếu HSG. Đối với các quyết định của HĐQT, hiện tại chưa có cổ đông tổ chức hay nhóm cổ đông lớn nào có tác động đáng kể tới các quyết sách do BLĐ đưa ra. Việc tập trung quyền quyết định trong tay BLĐ có thể giúp thuận lợi hơn trong các quyết sách điều hành của mình. Tuy nhiên cũng có rủi ro đối với các cổ đông phổ thông khác trong trường hợp các quyết sách của BLĐ không mang lại lợi ích cho đại đa số các cổ đông của công ty.

Dù cơ cấu cổ đông tập trung nhưng tỷ lệ giao dịch tự do của cổ phiếu HSG cũng rất cao, khoảng 52% trên tổng lượng cổ phiếu niêm yết (Bloomberg Terminal, 10/2017). Khối lượng giao dịch trung bình 30 ngày và 01 năm gần nhất đạt lần lượt 2,2 triệu và 2,8 triệu cổ phiếu mỗi ngày. Đây là mức thanh khoản rất lớn so với mức thanh khoản trung bình 01 năm gần nhất của sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX), khoảng 500 ngàn cổ phiếu/ngày.

### Quá trình tăng vốn chủ sở hữu:



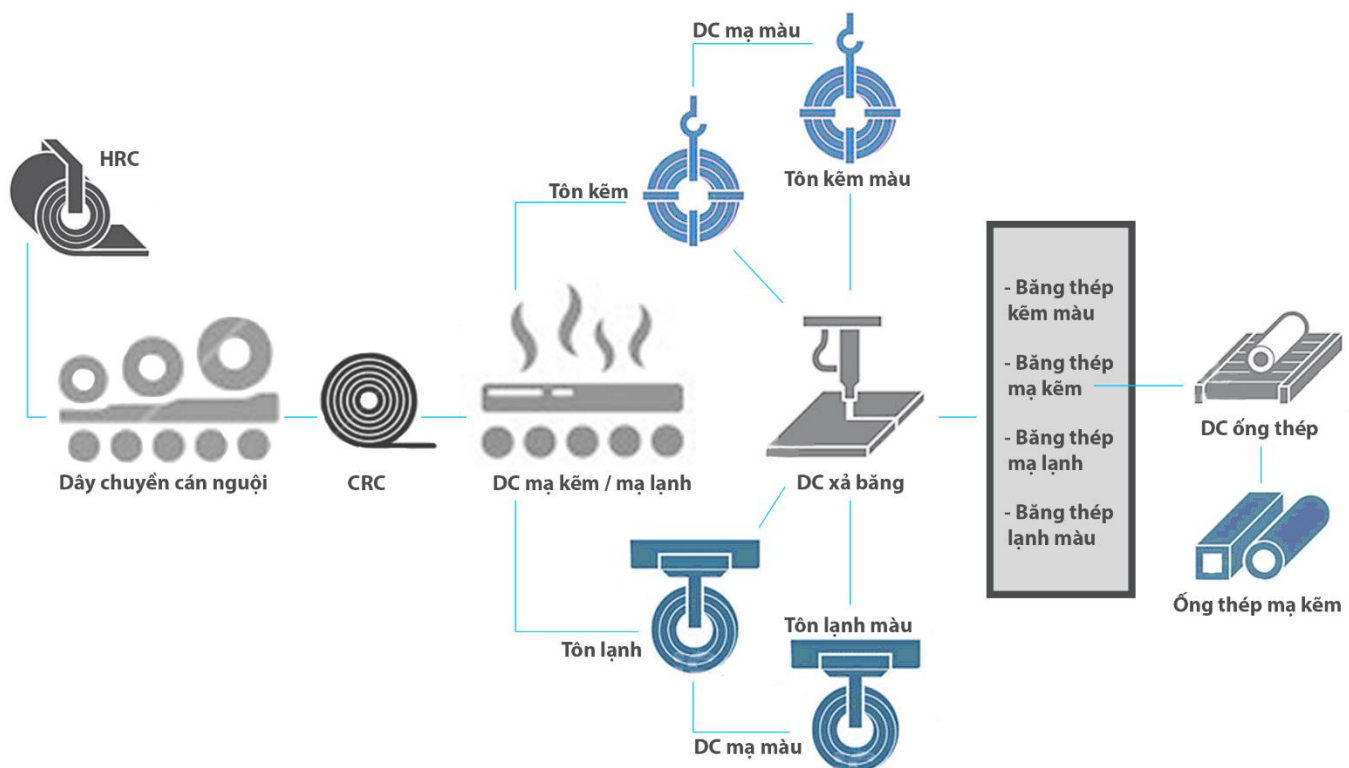
Nguồn: HSG, FPTIS Research

Từ sau khi lên sàn vào năm 2009 đến năm 2015, vốn điều lệ của HSG ổn định và duy trì khoảng 1.000 tỷ đồng. Phần lợi nhuận chưa phân phối có xu hướng tăng liên tục làm cho vốn chủ sở hữu tăng qua các năm. Trong NĐTC 2015-2016, HSG dùng phần Lợi nhuận chưa phân phối của NĐTC 2014-2015 để chia cổ tức bằng cổ phiếu nên đã làm cho Vốn điều lệ tăng mạnh trong năm. Bên cạnh đó, tình hình kinh doanh trong ngành thép rất tốt nên phần Lợi nhuận chưa phân phối cũng tăng mạnh trong NĐTC 2015-2016. Kết quả là phần Vốn chủ sở hữu NĐTC 2015-2016 đạt khoảng 4.130 tỷ đồng, tăng mạnh 42% so với NĐTC 2014-2015.

**Từ lúc lên sàn, HSG chỉ phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho các cổ đông lớn hiện hữu 01 lần vào năm 2009** nhằm huy động vốn để bổ sung xây dựng nhà máy Hoa Sen – Phú Mỹ. Và trong 08 năm gần đây dù đang đầu tư liên tục, mạnh mẽ vào các nhà máy mới để tăng công suất và mở rộng mạng lưới chi nhánh rộng khắp nhưng HSG vẫn không phát hành cổ phiếu riêng lẻ để tăng vốn. Vì vậy rủi ro pha loãng khi đầu tư vào cổ phiếu HSG trong những năm qua là rất thấp. Doanh nghiệp có đủ tiềm lực tài chính và uy tín để tự xây dựng nhà máy mở rộng quy mô mà không cần phải phát hành thêm cổ phiếu. Đây là một điểm tích cực cho các nhà đầu tư sợ rủi ro pha loãng khi đầu tư vào HSG so với nếu phải bỏ tiền vào các doanh nghiệp có xu hướng thích tăng vốn bằng việc phát hành thêm cổ phiếu riêng lẻ.

## 1.5 Chuỗi giá trị kinh doanh của doanh nghiệp

### 1.5.1 Màng tôn mạ và ống thép



Nguồn: FPTs Research

Thép HRC (nhập khẩu và mua ngoài 100%) sẽ được tẩy rỉ sét và phủ dầu thông qua dây chuyền PO. Sau đó, cuộn HRC (đã qua PO) sẽ được đưa vào dây chuyền cán nguội – CRC, để có được độ dày theo đúng yêu cầu sử dụng. Công đoạn tiếp theo là mạ với phương pháp mạ nhúng nóng liên tục. Thép CRC được cho qua lò ủ để làm tăng độ bám dính rồi sẽ được chạy qua bể chứa kẽm hoặc hợp kim nhôm-kẽm ở thể lỏng. Thành phẩm sẽ là tôn mạ kẽm (bể kẽm) hoặc tôn lạnh (bể hợp kim nhôm kẽm). Các công đoạn còn lại như phủ màu (tôn màu) hoặc cuộn ống (ống thép) có thể được thực hiện thêm nhằm phục vụ các yêu cầu khác.

Giống các doanh nghiệp tôn mạ khác trong nước, HSG bắt đầu gia công từ khâu nhập khẩu bán thành phẩm là thép cuộn. Những ngày đầu thành lập, HSG chỉ bắt đầu ở công đoạn nhập khẩu thép CRC sau đó mạ thành tôn

kẽm rồi bán. Đến nay, HSG là một trong số ít doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam có chuỗi sản xuất khép kín từ thép HRC cho đến thành phẩm cuối là tôn màu và ống thép. Nhiều doanh nghiệp tôn mạ khác trong nước, vì không có các yếu tố trọng yếu như vốn đầu tư hoặc khả năng quản lý mà chỉ làm một vài công đoạn trong chuỗi sản xuất trên. Ví dụ như thực trạng của đa số các doanh nghiệp mới bước vào ngành hoặc quy mô nhỏ thì sẽ nhập khẩu thép CRC sau đó gia công thành tôn kẽm, bỏ qua một khâu quan trọng là cán nguội – CRC.

*Giá trị tăng thêm giữa các công đoạn sản xuất trong mảng tôn mạ*

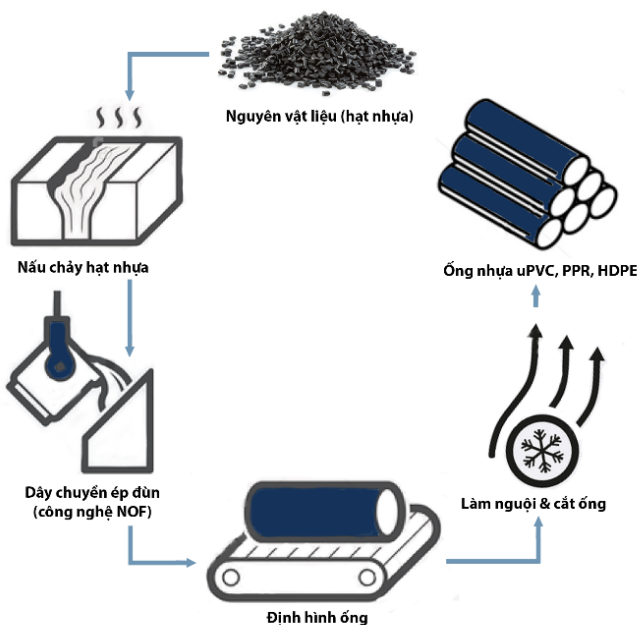


*Nguồn: SteelOnTheNet, FPTs Research*

**Khâu cán nguội – CRC là giai đoạn đặc biệt quan trọng giúp một doanh nghiệp tôn mạ lớn trở nên khác biệt so với các đối thủ mới vào ngành.** Thông thường giá bán của thép CRC cao hơn khoảng 30% so với thép HRC. Theo khảo sát của chúng tôi, nếu doanh nghiệp tự sản xuất thép CRC sẽ tiết kiệm được khoảng \$50/tấn thay vì nhập khẩu hoặc mua ngoài loại vật liệu này. Theo đó, biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ cải thiện thêm 5 – 7% so với khi chưa có dây chuyền cán nguội. Vì vậy, với doanh nghiệp như HSG có thể tự đáp ứng được nguồn CRC đầu vào để sản xuất thì biên lợi nhuận đã cao hơn so với các doanh nghiệp phải nhập khẩu loại nguyên liệu này.

**Nhận thức những lợi ích đáng kể của việc mở rộng chuỗi sản xuất sang hai đầu, HSG đã liên tục đầu tư** và có kết quả khả quan như ngày hôm nay. Mở rộng về hướng thượng nguồn – HSG đã đầu tư các dây chuyền cán nguội để có thể sản xuất trực tiếp từ thép HRC thay vì đơn thuần nhập khẩu thép CRC về gia công. Về hướng hạ nguồn của chuỗi sản xuất, HSG lần lượt đầu tư thêm các Dây chuyền mạ màu và ống thép – các sản phẩm có giá bán cao hơn. Sự đúng đắn của chiến lược đầu tư này thể hiện rõ ràng qua sự cải thiện biên lợi nhuận gộp trong 05 năm gần nhất (xem thêm bên dưới phần 2.2 Lợi nhuận gộp).

### 1.5.2 Màng ống nhựa và phụ kiện



Nguyên vật liệu đầu vào chính trong quy trình sản xuất ống nhựa là hạt nhựa. Đầu tiên, hạt nhựa kết hợp với những chất phụ gia được đưa qua công đoạn nấu chảy. Sau đó, dung dịch nấu chảy sẽ được trộn lẫn vào nhau – hay còn gọi là giai đoạn ép đùn với tỷ lệ phối trộn sẽ khác nhau tùy vào loại sản phẩm là ống nhựa uPVC, PPR hay HDPE. Hỗn hợp nóng chảy tiếp tục được định hình thành dạng ống có tiết diện tròn, vuông hoặc elip tùy nhu cầu sử dụng. Sản phẩm lúc này có nhiệt độ cao nên cần làm nguội, trước khi cắt thành các ống nhựa thành phẩm có độ dài thỏa mãn yêu cầu khách hàng.

Màng ống nhựa được HSG đưa vào vận hành từ năm 2009. Tuy chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu, chỉ khoảng 5% nhưng HSG đặt rất nhiều kỳ vọng vào mảng này trong thời gian sắp tới. Sản phẩm nhựa của HSG cạnh tranh tốt với các sản phẩm của các công ty lớn trong ngành như Nhựa Bình Minh (HSX: BMP) và Nhựa Tiền Phong (HNX: NTP).

## 1.6 Vị thế doanh nghiệp trong ngành

**HSG là doanh nghiệp có quy mô doanh thu lớn thứ hai trong ngành thép Việt Nam nói chung và đứng nhất mảng tôn mạ nói riêng, chiếm khoảng 32% thị phần tôn trong nước.** Đồng thời, HSG có khả năng sinh lời cao nhất so với các doanh nghiệp tôn mạ đối thủ dù ngành thép trong nước có đặc trưng là rất biến động và có tính chu kỳ. Đi tiên phong trong mở rộng công suất và sở hữu hệ thống bán lẻ độc quyền là các lợi thế cạnh tranh giúp củng cố vị thế dẫn đầu của HSG. Bên cạnh đó, ống thép cũng là mảng hoạt động mạnh của Tập đoàn, với thị phần tăng liên tục qua các năm và đạt hơn 20% vào năm 2016.

*Bảng tóm tắt các chỉ số về 3 doanh nghiệp mảng tôn mạ lớn đang niêm yết*

	<b>NKG</b>	<b>HSG</b>	<b>DTL</b>
Công suất mạ (tấn/năm)	720.000	1.200.000	400.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.189	11.200	1.426
Doanh thu (tỷ đồng)	8.941	19.853	2.886
LNST (tỷ đồng)	517	1.753	159
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6.390	13.956	2.487
VCSH (tỷ đồng)	1.736	4.684	1.000
Thị phần mảng tôn 2016	15%	32%	3%

*Nguồn: Báo cáo thường niên các doanh nghiệp, FPTs Research*

**Trong mảng nhựa, dù là người đi sau nhưng với tiềm lực tài chính mạnh mẽ và hệ thống bán lẻ độc quyền nên HSG vẫn là một tay chơi lớn trong ngành.** Với chính sách chiết khấu mạnh của người mới tham gia vào ngành nhằm tranh giành thị phần, HSG đang là một đối thủ trực tiếp của BMP và NTP.

*Bảng tóm tắt các chỉ số về 3 doanh nghiệp mảng nhựa lớn đang niêm yết*

	<b>BMP</b>	<b>HSG</b>	<b>NTP</b>
Công suất (tấn/năm)	130.000	110.000	120.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.107	11.200	6.559
Doanh thu mảng nhựa (tỷ đồng)	3.678	na	4.365
LNST mảng nhựa (tỷ đồng)	627	na	398
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2.891	13.956	3.420
VCSH (tỷ đồng)	2.297	4.684	1.833

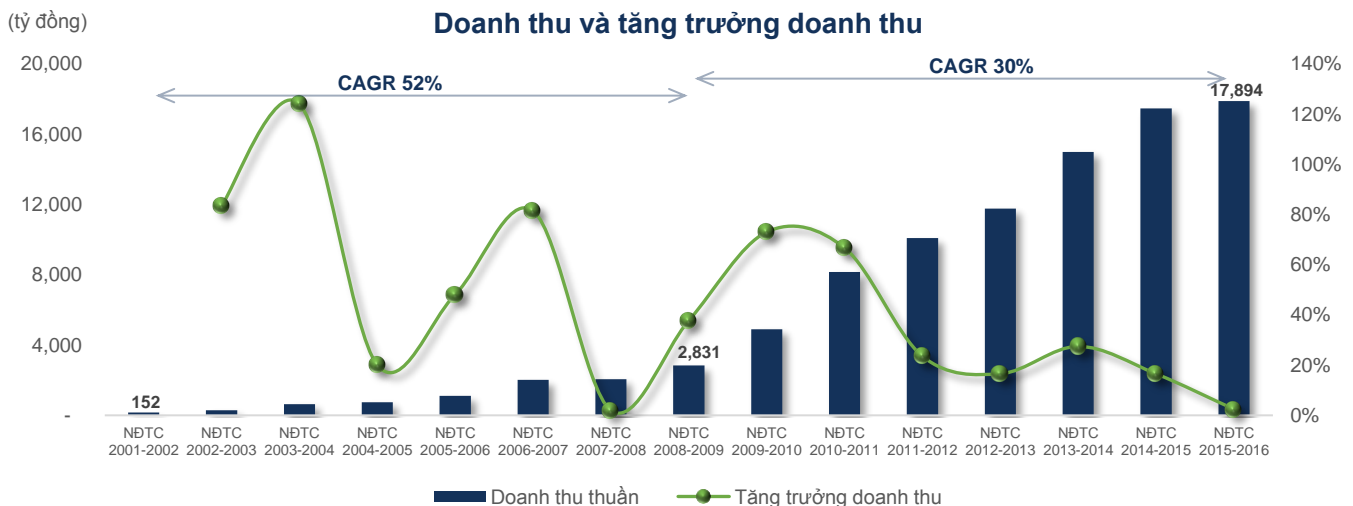
*Nguồn: Báo cáo thường niên các doanh nghiệp, FPTs Research*

Trong nước, HSG bán hàng mạnh nhất ở khu vực phía Nam. Bên cạnh kênh tiêu thụ nội địa, HSG cũng rất chú trọng đến thị trường xuất khẩu nhằm đa dạng hóa đầu ra của doanh nghiệp. Tỷ trọng kênh xuất khẩu chiếm 35% trong sản lượng tiêu thụ của HSG năm 2016. Với tỷ lệ xuất khẩu cao như vậy, HSG cũng đồng thời là doanh nghiệp xuất khẩu nhiều nhất về lượng và giá trị trong ngành thép Việt Nam.

## 2. TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

### 2.1 Doanh thu

#### 2.1.1 Tình hình chung của doanh thu trong những năm qua



Nguồn: HSG, FPT'S Research

Nhìn chung, cả giai đoạn 2002 – 2016, doanh thu của HSG qua các năm cho thấy một xu hướng tăng rõ rệt. Doanh thu đi từ 152 tỷ đồng NĐTC 2001-2002 lên đến gần 18.000 tỷ đồng NĐTC 2015-2016, đạt mức CAGR +40%. Doanh thu tăng mạnh được dẫn dắt bởi mức tăng CAGR 33% của sản lượng bán hàng trong cùng giai đoạn.

**Giai đoạn trước năm 2009**, đây là thời gian đầu hoạt động nên quy mô doanh nghiệp còn khá khiêm tốn so với hiện tại. Tổng công suất thiết kế của HSG khoảng 100 ngàn tấn/năm – chưa được 10% so với công suất hiện tại. Từ NĐTC 2001-2002 đến NĐTC 2008-2009, doanh thu tăng mạnh từ 152 tỷ đồng lên 2.800 tỷ đồng, đạt mức CAGR 52%. Là doanh nghiệp tiên phong trong mảng tôn mạ Việt Nam sản xuất ở quy mô lớn nên HSG đã đạt được lợi thế của người đi đầu trong việc thiết lập mối quan hệ với thị trường, khách hàng và nhà cung cấp. Dẫn đến doanh thu tăng tốt qua các năm, đồng thời lợi nhuận cũng tăng trưởng mạnh song song đó.

**Từ năm 2009 đến nay**, HSG đã có những bước nhảy vọt đáng kể trong tăng trưởng. Doanh thu tăng mạnh từ 2.800 tỷ đồng NĐTC 2008-2009 lên gần 18.000 tỷ đồng NĐTC 2015-2016, đạt mức CAGR 30%. NĐTC 2009-2010 là thời điểm nhà máy Hoa Sen – Phú Mỹ đi vào hoạt động, làm công suất sản xuất của Tập đoàn tăng mạnh, tạo tiền đề cho bứt phá tăng trưởng. Từ đó, các nhà máy mới khác và các dây chuyền hiện đại hơn lần lượt được đầu tư và đi vào hoạt động. Bên cạnh đó, hoạt động bán hàng cũng được chú trọng hơn. Doanh nghiệp đã đẩy mạnh hiệu quả hoạt động ở các đại lý bằng cách tăng cường công tác quảng bá sản phẩm và mở rộng thêm hệ thống mạng lưới các chi nhánh bán lẻ.

NĐTC 2015-2016 là “năm vàng” của ngành thép Việt Nam nói chung và cũng là một năm bứt phá của HSG nói riêng. Doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh đạt lần lượt khoảng 17.800 tỷ (+2,6% yoy) và 1.400 tỷ đồng (+196% yoy). Doanh thu tăng mạnh đến từ xu hướng tăng trưởng chung của toàn ngành do giá thép tăng trong suốt năm 2016. Bên cạnh đó sự tăng trưởng cũng bắt nguồn từ nội tại của doanh nghiệp như gia tăng công suất sản xuất nhờ đưa các dây chuyền ở nhà máy Hoa Sen – Bình Định và Hoa Sen – Hà Nam. Tính đến cuối năm 2016, tổng công suất tôn mạ toàn doanh nghiệp là khoảng 1.320 ngàn tấn/năm.

### 2.1.1 Doanh thu phân loại theo sản phẩm



Thép cán nguội – CRC



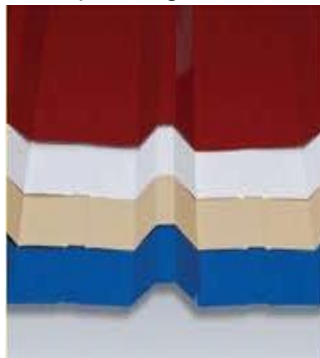
Tôn kẽm



Tôn lạnh



Thép dày mạ kẽm



Tôn kẽm màu



Tôn lạnh màu

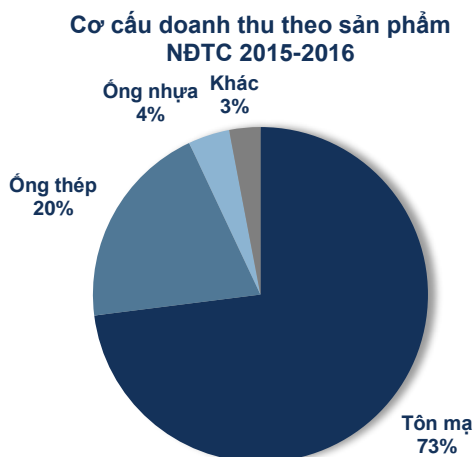


Ống thép



Ống nhựa và phụ kiện

Nguồn: HSG



Nguồn: HSG, FPTS Research

HSG chuyên sản xuất tôn mạ các loại, ống thép và ống nhựa. Chi tiết về cơ cấu sản phẩm NĐTC 2015-2016 theo doanh thu như sau:

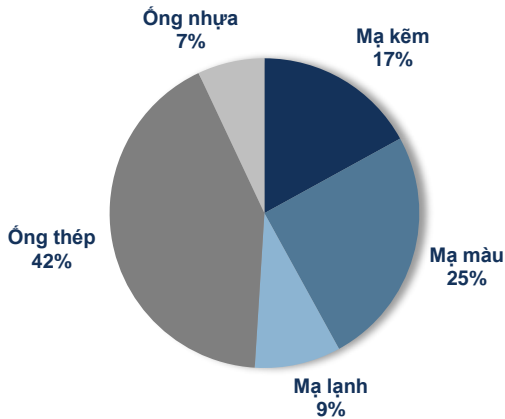
- Tôn mạ (73%) dùng trong xây dựng như lợp mái, nhà thép tiền chế, sản xuất ống thép... ngoài ra còn có thể dùng trong sản xuất công nghiệp như ô tô, điện công nghiệp và gia dụng...
- Ống thép (20%) chủ yếu dùng trong hệ thống ống dẫn và xây dựng công trình.
- Ống nhựa (4%) phục vụ chủ yếu cho hoạt động cấp thoát nước, ngoài ra còn dùng để luồn dây điện, cáp quang, bơm cát, tưới tiêu nông nghiệp...

Tôn mạ các loại là sản phẩm trọng yếu chiếm hơn 70% cơ cấu đầu ra, phần còn lại là ống thép và ống nhựa.

Ống nhựa, phụ kiện nhựa chiếm 4% và các sản phẩm khác đóng góp 3% vào tổng doanh thu của HSG. Được tung ra thị trường cùng lúc với các sản phẩm ống thép vào năm 2009, ống nhựa của HSG cạnh tranh tốt với sản phẩm của các công ty lớn trong ngành như Nhựa Bình Minh và Nhựa Tiền Phong, đạt tăng trưởng kép hàng năm khoảng 23% trong giai đoạn 2011-2015. Tận dụng hệ thống hơn 340 chi nhánh bán lẻ sẵn có đã được xây dựng trong liên tục hơn 15 năm gần đây, HSG đơn giản đưa các sản phẩm ống nhựa của Tập đoàn vào bán trong mạng lưới chi nhánh của mình. Đồng thời, HSG thực hiện chính sách chiết khấu rất mạnh tay và còn tặng kèm nhiều quà tặng khác cho các đại lý. Với chiến lược cạnh tranh mạnh mẽ, sự hiện diện của HSG trong ngành nhựa đang tăng lên rất nhanh chóng. Tuy nhiên, chính sách chiết khấu mạnh tay là một chiến lược không bền vững và chỉ sử dụng trong ngắn hạn nhằm tăng sự chú ý, thu hút khách hàng và tăng thị phần.

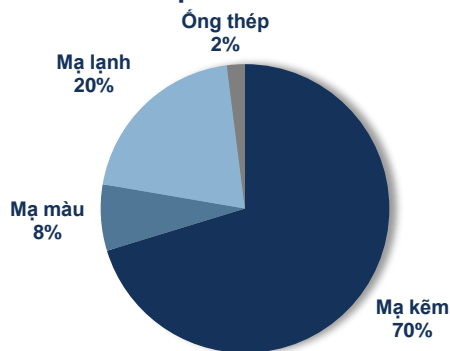
Tôn kẽm và tôn lạnh là hai sản phẩm nòng cốt nhất của HSG. Các loại sản phẩm khác trong mảng tôn mạ chỉ là đầu ra của tôn kẽm và tôn lạnh. Do tính đặc thù của ngành tôn mạ, một dây chuyền mạ có thể sản xuất cả tôn kẽm và tôn lạnh. Tất cả việc cần làm chỉ là đổi chảo mạ, thay loại dung dịch mạ kẽm thành dung dịch mạ lạnh. Vì vậy cơ cấu sản phẩm của HSG mỗi năm cũng không cố định chặt chẽ.

**Cơ cấu sản phẩm nội địa 2016**



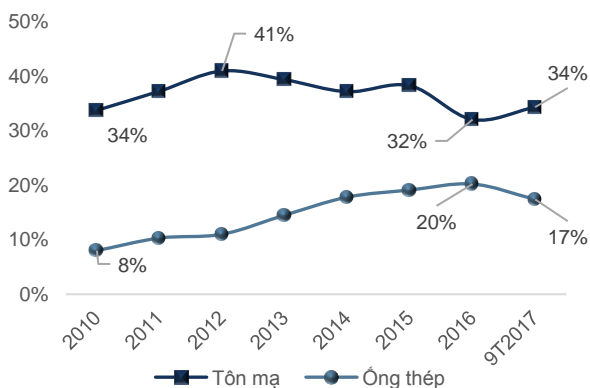
Nguồn: FPTs Research

**Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu 2016**



Nguồn: HSG, FPTs Research

**Thị phần trong nước 2010 - 2016**



Nguồn: HSG, FPTs Research

**Ở thị trường trong nước**, tỷ trọng tiêu thụ ở mảng tôn mạ và ống thép khá cân bằng. Đáng chú ý, vì nhu cầu trong nước lớn và gặp hạn chế về chất lượng nên gần như toàn bộ sản phẩm ống HSG sản xuất ra đều được tiêu thụ trong nước, do đó tỷ trọng ống thép và ống nhựa trong cơ cấu bán hàng nội địa chiếm khoảng 50%. Ngược lại, mặt hàng tôn mạ dù có tỷ trọng 73% trong tổng cơ cấu bán hàng nhưng lại chiếm tỷ trọng khiêm tốn hơn trong thị trường nội địa, chỉ khoảng 50%. Nguyên nhân do một lượng lớn tôn mạ được Tập đoàn xuất khẩu hàng năm nhằm mục tiêu đa dạng hóa nguồn đầu ra và mở rộng thị trường.

**Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu** lại đối lập hoàn toàn với kênh trong nước. Nếu như tại thị trường nội địa các sản phẩm tôn mạ chỉ chiếm khoảng 50% trong cơ cấu đầu ra thì tại kênh xuất khẩu các sản phẩm tôn mạ vươn lên và chiếm gần như toàn bộ cơ cấu, khoảng 98%. Tôn kẽm và tôn lạnh là 02 mặt hàng chủ lực xuất khẩu của HSG trong những năm qua, chiếm tỷ trọng lần lượt 70% và 20% trong cơ cấu xuất khẩu. Lợi thế cạnh tranh của sản phẩm xuất khẩu HSG nằm ở chất lượng cao, không bán phá giá và không phụ thuộc lớn vào một thị trường xuất khẩu riêng biệt nào.

Thị phần mảng tôn mạ và ống thép của HSG tăng trưởng liên tục và giữ vị thế rất cao trong giai đoạn 2010 – 2016. Theo số liệu thống kê từ Hiệp hội Thép Việt Nam, cụ thể:

- **Ở mảng tôn mạ.** HSG chiếm giữ thị phần cao nhất trong nước nhiều năm qua, khoảng 1/3 cả nước.
- **Ở mảng ống thép.** HSG tăng liên tục thị phần nội địa của mình, từ 8% năm 2010 lên 20% năm 2016.

Dự kiến trong thời gian tới khi các dự án đang triển khai xây mới và mở rộng của HSG đi vào hoạt động 100%, Hoa Sen sẽ tăng mạnh lượng thành phẩm bán ra. Cơ cấu thị phần mảng tôn mạ và ống thép Việt Nam dự kiến sẽ có biến động.

## 2.1.2 Doanh thu phân loại theo thị trường

Đặt trọng tâm lấy thị trường nội địa làm gốc nhưng HSG vẫn duy trì một tỷ lệ xuất khẩu khá lớn trong cơ cấu đầu ra nhằm mục đích đa dạng hóa. Trước năm 2008, HSG chủ yếu phân phối sản phẩm trong nước với thị trường miền Nam là đích ngắm chủ lực, chiếm khoảng 90% cơ cấu đầu ra. Do nhận thấy tiềm năng to lớn của thị trường nước ngoài nên ban lãnh đạo HSG đã đưa ra quyết định đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu. Trong NĐTC 2008-2009, tỷ trọng doanh thu xuất khẩu chỉ 3% thì sang NĐTC 2011-2012 đã nhảy vọt lên 38%, tăng gấp 12 lần.

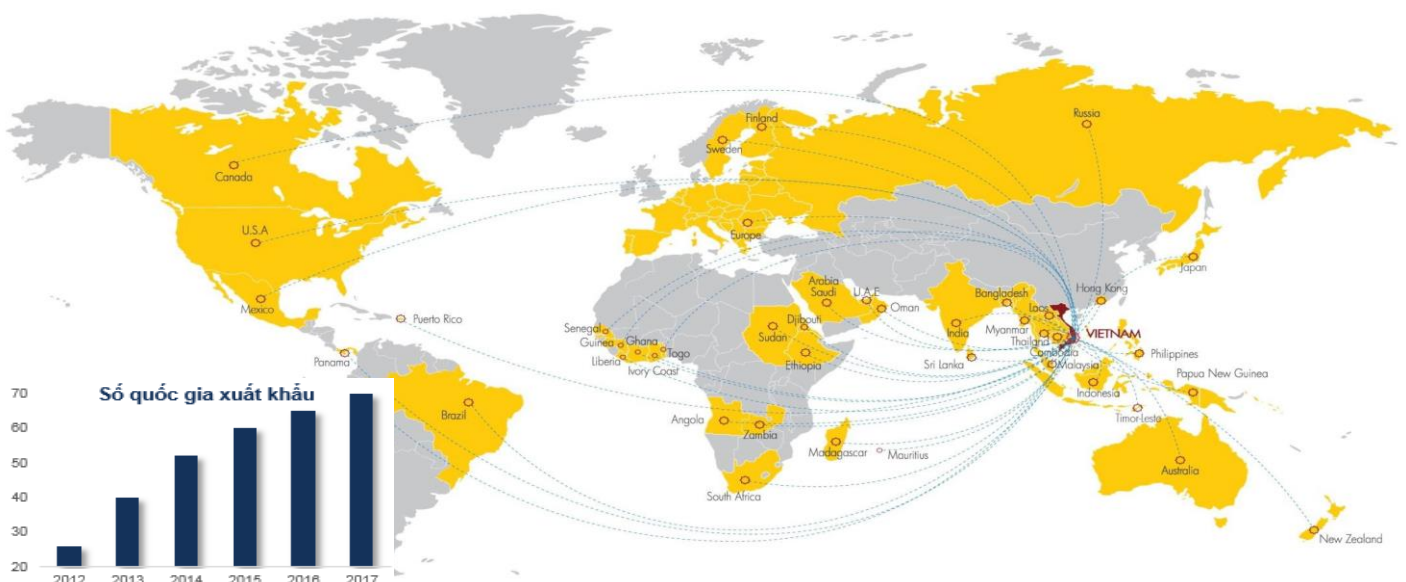
		NĐTC 2011-2012	NĐTC 2012-2013	NĐTC 2013-2014	NĐTC 2014-2015	NĐTC 2015-2016	NĐTC 2016-2017
<b>Kênh Xuất khẩu</b>	Sản lượng (tấn)	179.945	278.504	336.197	407.284	478.289	590.593
	Tỷ trọng	38%	44%	39%	38%	36%	39%
	Doanh thu (tỷ)	3.756	5.300	5.978	6.879	6.263	-
	Tỷ trọng	37%	45%	40%	39%	35%	-
<b>Kênh Nội địa</b>	Sản lượng (tấn)	299.256	355.624	532.059	675.483	838.812	932.624
	Tỷ trọng	62%	56%	61%	62%	64%	61%
	Doanh thu (tỷ)	6.332	6.460	9.012	10.589	11.631	-
	Tỷ trọng	63%	55%	60%	61%	65%	-

*Nguồn: Thống kê trong các báo cáo tài chính của HSG, VSA, FPT Research*

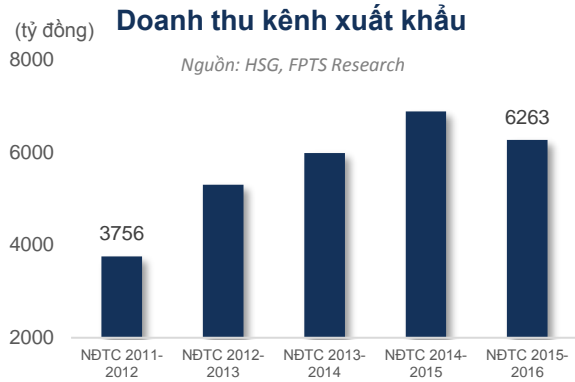
Quan sát giai đoạn 2012 – 2017, tỷ trọng xuất khẩu theo sản lượng của HSG khá ổn định và xoay quanh mốc 35% - 40% mỗi năm. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, trong tương lai, HSG vẫn đặt mục tiêu duy trì một tỷ trọng nhất định giữa hai thị trường đầu ra xuất khẩu và nội địa nhằm tránh sự phụ thuộc quá cao vào bất cứ bên nào.

### ❖ Kênh xuất khẩu

HSG bắt đầu quyết định đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu kể từ năm 2008. Kết quả là sản phẩm của HSG ngày càng được vận chuyển đến nhiều quốc gia. Số quốc gia xuất khẩu của HSG đã tăng mạnh từ 26 quốc gia năm 2012 lên hơn 70 quốc gia vào năm 2017. Ngoài các thị trường truyền thống như các nước ASEAN, Tập đoàn cũng đã mở rộng hoạt động xuất khẩu tại các thị trường tiềm năng như Trung Đông, Nam Á, Úc, Mỹ, Châu Âu và Châu Phi. Dù đóng góp doanh thu từ các thị trường mới này vẫn còn khá khiêm tốn so với thị trường ASEAN, việc các sản phẩm của HSG được đón nhận ở những thị trường này nói lên được chất lượng đảm bảo của hàng tôn mạ Hoa Sen. Sản phẩm của HSG đáp ứng được nhiều tiêu chuẩn chất lượng quốc tế như Nhật (JIS), Mỹ (ASTM), Malaysia (SIRIM), Anh (BSI/UKAS) và Indonesia (SNI).



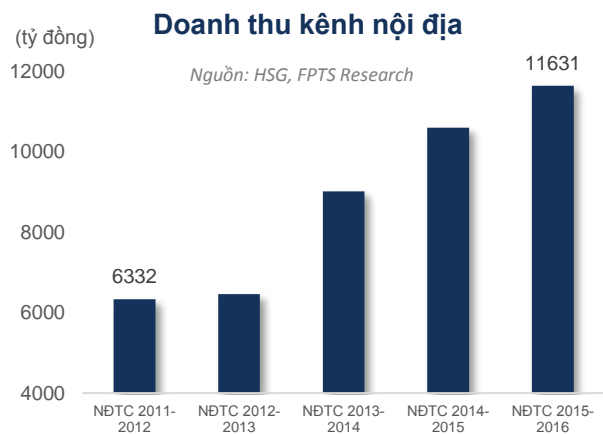
*Nguồn: HSG, FPT Research*



Nguồn: HSG, FPT Research

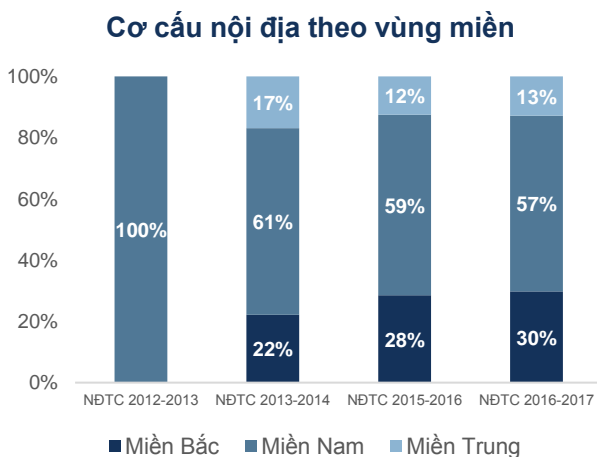
Trong giai đoạn 2010-2015, sản lượng xuất khẩu đạt mức tăng trưởng CAGR 69,6%, và doanh thu xuất khẩu tăng từ mức 1-2% lên 40%. Lượng đóng góp mới từ xuất khẩu đã giúp bù đắp cho mức tăng trưởng chậm của doanh số trong nước do sự trì trệ của thị trường BĐS trong giai đoạn 2010-2012. Giờ đây khi hoạt động xuất khẩu đã đạt đà tăng ổn định và doanh số trong nước đang tăng trưởng mạnh trở lại do sự ấm lên của ngành bất động sản – xây dựng trong vòng vài năm trở lại đây, chúng tôi cho rằng HSG sẽ tiếp tục giữ tỷ trọng này ở mức ổn định trong những năm tới khi công ty ưu tiên khai thác tiềm năng của thị trường trong nước.

### ❖ Kênh nội địa



Nguồn: HSG, FPT Research

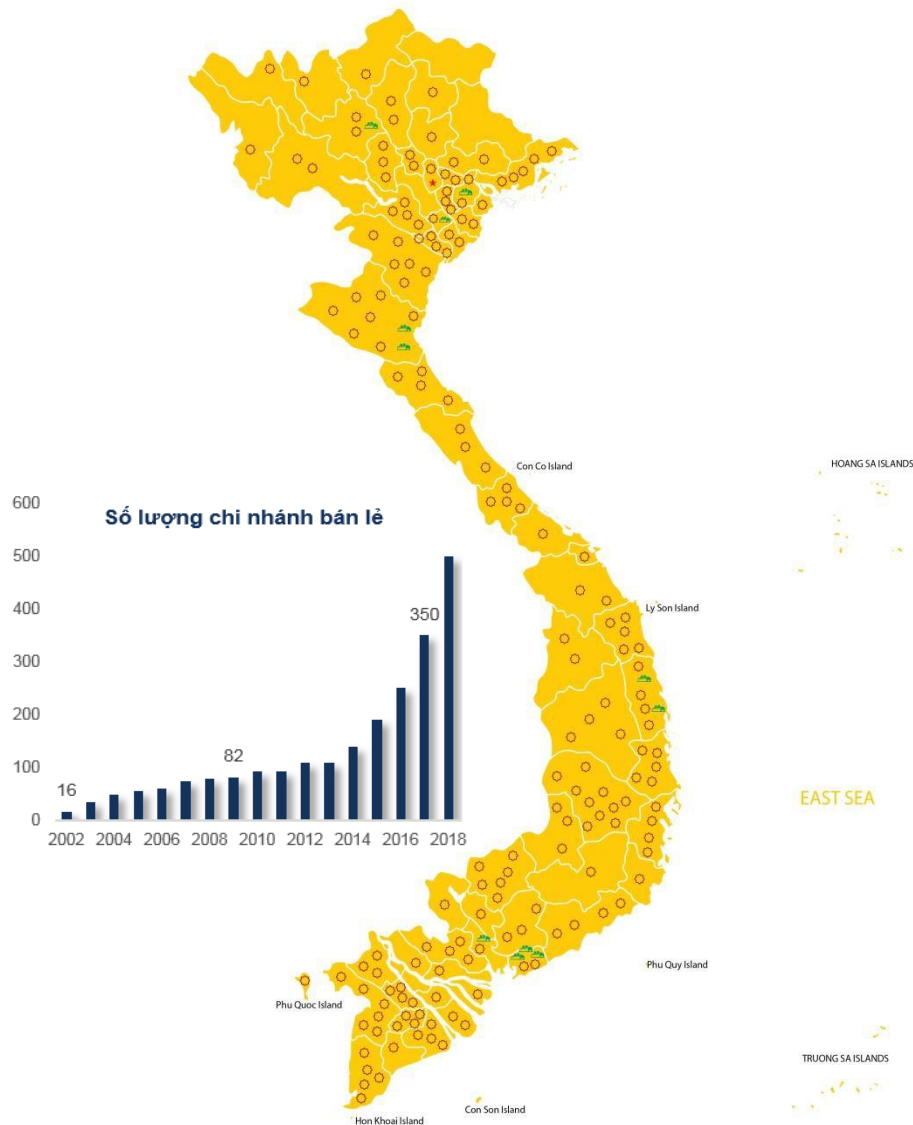
**Tỷ trọng kênh nội địa trong cơ cấu đầu ra không thay đổi nhiều trong giai đoạn 2012 – 2016, khoảng hơn 60%.** Tuy nhiên, doanh thu kênh bán hàng nội địa lại tăng liên tục vì: 1) tỷ trọng ống thép (sản phẩm có giá bán cao hơn) đã tăng mạnh, 2) nhu cầu tôn mạ trong nước phục hồi vì ngành bất động sản – xây dựng hồi phục. Bên cạnh đó, với thế mạnh riêng biệt về hệ thống bán lẻ trong nước, sản phẩm của HSG có giá bán cạnh tranh hơn và chất lượng cũng như bảo hành cũng đảm bảo hơn. Điều này tạo lợi thế cạnh tranh để HSG có thể liên tục gia tăng doanh thu kênh nội địa của mình.



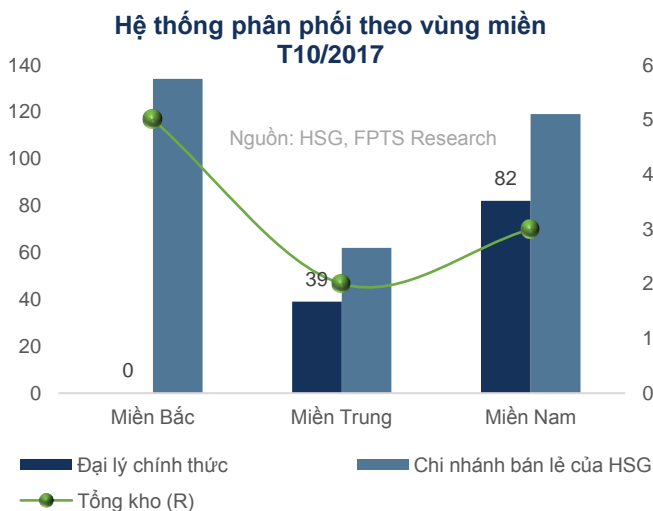
Nguồn: HSG, FPT Research

**Thị trường chiến lược của HSG trong nước là khu vực miền Nam.** Trước năm 2013, doanh nghiệp gần như bán toàn bộ sản phẩm ở khu vực phía Nam. Tuy nhiên, nhận thấy tiềm năng của thị trường phía Bắc, Hoa Sen đã mở rộng mạng lưới phân phối của mình ra khắp khu vực miền bắc và miền trung. Hiệu quả của chiến lược thể hiện qua sự tăng tỷ trọng liên tục trong cơ cấu nội địa tại miền Bắc và miền Trung trong giai đoạn 2014 – 2017.

Năm 2013, HSG vẫn còn chưa phân phối sản phẩm ra thị trường miền Bắc, nhưng đến năm 2017 miền Bắc đã chiếm 30% cơ cấu đầu ra nội địa của doanh nghiệp. Đây cũng là nguyên nhân chính để HSG cơ cấu hoạt động theo mô hình Tập đoàn với các công ty con tại từng miền. Hoạt động này cũng giúp HSG có thể đẩy mạnh hơn việc bán hàng tại các vùng miền khác bên cạnh thị trường miền Nam, mà vẫn có thể quản lý hiệu quả được bộ máy đồ sộ của Tập đoàn.



Nguồn: HSG, FPTs Research



Với chiến lược mở rộng phát triển theo chiều ngang, HSG liên tục mở rộng số lượng chi nhánh bán lẻ để tiếp cận nhiều hơn với khách hàng trên khắp cả nước. Tập đoàn hiện đang phát triển thị trường rất mạnh, cụ thể năm 2009 chỉ có 82 chi nhánh, năm 2014 đã có 138 chi nhánh và đến hiện tại tháng 11/2017 HSG đã có 341 chi nhánh bán lẻ trên cả nước. Thống kê lại, hiện nay, HSG có 7 tổng kho, hơn 340 chi nhánh bán lẻ của riêng doanh nghiệp và hơn 120 đại lý đại diện chính thức trên khắp cả nước. Hoa Sen cũng đồng thời là doanh nghiệp thép duy nhất của Việt Nam có hệ thống bán lẻ với quy mô lớn như vậy. Theo kế hoạch của doanh nghiệp, đến hết năm 2018 số lượng chi nhánh bán lẻ của riêng Tập đoàn sẽ tăng lên 500, có độ phủ dày đặc khắp ba miền đất nước.



Hình một chi nhánh bán hàng tiêu biểu của Tập đoàn Hoa Sen với đầy đủ trang thiết bị và đội xe vận chuyển. Nguồn: HSG

Nhờ mạng lưới bán lẻ độc quyền của Tập đoàn mà HSG có thể duy trì tăng trưởng và biên LN vượt trội so với các đối thủ, ngay cả trong điều kiện thị trường không thuận lợi. Cụ thể:

- Khả năng bán hàng của HSG bỏ xa các đối thủ vì nhờ có hệ thống phân phối và bán lẻ tới tận tay người tiêu dùng. Thương hiệu thân thiện với người tiêu dùng và việc nhận diện thương hiệu được Tập đoàn đẩy mạnh, trở nên dễ dàng hơn nhờ mạng lưới chi nhánh. Các doanh nghiệp sản xuất thép khác trong nước đều bán sản phẩm thông qua các đại lý bán buôn và các cửa hàng bán lẻ độc lập, còn riêng HSG đã đầu tư xây dựng các cửa hàng mang thương hiệu của riêng mình và chỉ bán sản phẩm của HSG.



- Hệ thống quản lý cửa hàng được đồng bộ theo chính sách chung của Tập đoàn giúp linh hoạt trong việc điều chỉnh chính sách bán hàng dựa theo nhu cầu thị trường. Điều này cho phép HSG ổn định được mức doanh thu bán hàng. Hệ thống này cũng là công cụ hiệu quả để HSG kiểm soát chất lượng sản phẩm cũng như cung cấp dịch vụ vượt trội, bao gồm các chương trình bán hàng và hậu mãi.

Xét về triển vọng bán hàng theo kênh tiêu thụ, trong khi các thị trường xuất khẩu truyền thống của HSG ngày càng dựng nhiều rào cản hơn thì triển vọng bán hàng nội địa của doanh nghiệp sẽ lạc quan hơn. Ngành tôn mạ trong nước được hưởng thuế tự vệ chống bán phá giá cho tôn mạ các loại từ đầu năm 2017. Cụ thể:

- Từ 03/2017, tôn mạ nhập khẩu từ Hàn Quốc và Trung Quốc chịu thuế lên đến 38,34% trong vòng 5 năm.
- Từ 06/2017, tôn màu nhập khẩu chịu thuế 19% nếu vượt hạn mức nhập khẩu cho phép trong vòng 5 năm.

Lượng tôn mạ nhập khẩu vào Việt Nam chắc chắn sẽ bị giảm xuống, dư địa thị trường sẽ mở rộng cho các doanh nghiệp nội địa. Vì vậy, với vị thế là doanh nghiệp đứng thứ hai trong mảng tôn mạ, từ năm 2017 HSG sẽ hưởng lợi nhiều từ việc áp thuế này.

### 2.1.4 Triển vọng tăng trưởng đến từ mở rộng công suất

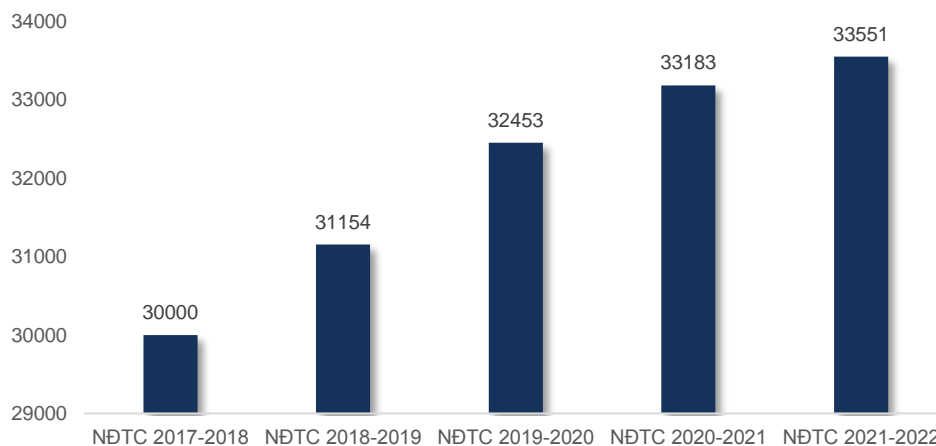
Do ngành thép Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng nhanh nên HSG cũng không đứng ngoài xu hướng đó. Đây là tiền đề để HSG – doanh nghiệp đứng đầu của ngành tôn sẽ tăng trưởng trong tương lai.

Tăng trưởng doanh thu của HSG trong những năm qua và thời gian sắp tới đến từ việc gia tăng sản xuất – tăng số lượng thành phẩm bán ra, và mở rộng thị trường. Tập đoàn hiện đang tập trung toàn lực để hoàn thành các dự án đang được triển khai. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng sản xuất của HSG hoàn chỉnh vào cuối năm 2017 sẽ là 2,2 triệu tấn tôn mạ (+20% yoy), 1,2 triệu tấn ống thép (+50% yoy) và hơn 150 ngàn tấn ống nhựa và phụ kiện (+80% yoy). Các dây chuyền mới khi đưa vào hoạt động ban đầu sẽ chạy với công suất 50%, sau đó sẽ tăng dần công suất lên vào các năm sau.

Dự kiến trong năm 2018, các dây chuyền mới hoàn thành có thể vận hành với công suất tối đa. Đây sẽ là bàn đạp tốt cho HSG tăng trưởng vào các NĐTC 2017-2018 và NĐTC 2018-2019. Riêng nhà máy Hoa Sen – Yên Bái được khởi công vào giữa năm 2017 với 03 giai đoạn sẽ là động lực phát triển cho 3 – 5 năm tiếp theo cho Tập đoàn. Dự án các nhà máy ống thép tại Yên Bái và Nghệ An là những bước đi đúng đắn của Tập đoàn Hoa Sen trên con đường chinh phục thị trường phía Bắc.

Nhà máy	Loại sản phẩm	Số lượng dây chuyền	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Năm hoàn thành
<b>CTCP Tập đoàn Hoa Sen &amp; NM Tôn Hoa Sen Phú Mỹ &amp; NM Ống thép Hoa Sen Phú Mỹ</b>	Tôn kẽm/lạnh	05	1.220.000	2010-2014
	Tôn màu	04	420.000	
	Ống thép	06	120.000	12/2017
<b>Cty TNHH MTV Tôn Hoa Sen &amp; NM Thép cán nguội Phú Mỹ</b>	CRC	05	980.000	2007-2012
	Tẩy rỉ	02	1.100.000	
<b>Cty TNHH MTV VLXD Hoa Sen &amp; NM Thép Hải Dương</b>	Ống thép	28	411.800	2007-2015
	Truss, Hollow, Batten	03	28.400	
	Ống nhựa	19	67.000	2015-2016
	Phụ kiện ống nhựa	20	2.160	
<b>KCN Nhơn Hòa – Bình Định</b>	Ống thép	09	108.000	2014-2016
	Ống nhựa	06	12.000	
<b>Cty TNHH MTV Hoa Sen Nghệ An &amp; NM Hoa Sen Nam Cấn – Nghệ An</b>	Ống thép	09	118.800	2015-2016
	Tôn kẽm/lạnh	01	1.000.000	
	Tôn màu	01	360.000	
	CRC	02	1.200.000	
<b>NM Hoa Sen Nhơn Hội – Bình Định</b>	Tôn kẽm/lạnh	01	180.000	04/2017
	Tôn màu	01	90.000	04/2017
	Xẻ băng	01	120.000	04/2017
	CRC	01	200.000	04/2017
<b>NM Hoa Sen Hà Nam</b>	Ống thép	06	500.000	02/2017
	Ống nhựa	08	78.000	02/2017
	Phụ kiện ống nhựa	10	5.000	02/2017
<b>NM Hoa Sen Yên Bái</b>	Ống thép	22	220.000	2018 – 2021
	Tôn cách nhiệt	03	12.000	2018 – 2021

Nguồn: HSG, FPTs Research

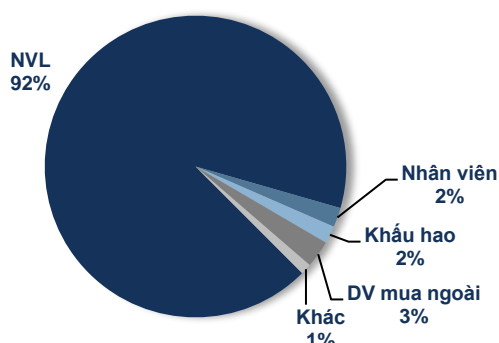
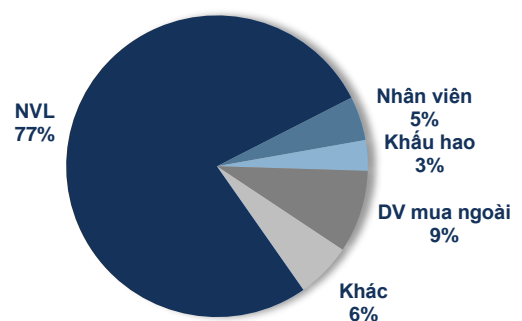
**Doanh thu dự phóng giai đoạn 2018 - 2022**


Nguồn: FPTs Research

Với tiến độ đưa các nhà máy mới vào hoạt động trong năm 2017, chúng tôi ước tính mức độ tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi năm khoảng 2% trong giai đoạn 2018 – 2022. Nguyên nhân tăng trưởng doanh thu được dự phóng thấp là do NĐTC 2015-2016 và NĐTC 2016-2017 nhu cầu tôn mạ của thị trường trong nước tăng cao, dẫn đến giá bán cũng tăng theo. Từ NĐTC 2017-2018, chu kỳ bất động sản được dự báo sẽ bắt đầu suy giảm, giá bán tôn mạ cũng sẽ kỳ vọng đi ngang và giảm nhẹ nên dù sản lượng sản xuất có tăng mạnh thì doanh thu cũng khó có thể tăng theo cùng tốc độ. Mức tăng trưởng dài hạn của HSG được kỳ vọng duy trì thận trọng ở mức 2,0%/năm từ sau năm 2022 dựa vào nền tảng là ngành thép thế giới cũng tăng trưởng bình quân 2,0%/năm.

## 2.2 Lợi nhuận gộp

### 2.2.1 Cơ cấu chi phí đầu vào

**Cơ cấu chi phí theo yếu tố 2010**

**Cơ cấu chi phí theo yếu tố 6T2017**


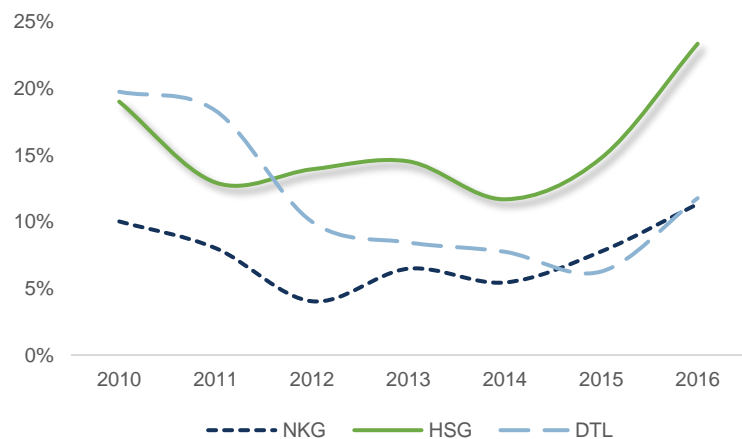
Nguồn: HSG, FPTs Research

Cơ cấu chi phí đầu vào theo yếu tố của HSG chứa phần lớn là nguyên vật liệu, khoảng 80%. Trong nguyên vật liệu, nguyên liệu trọng yếu nhất là thép cuộn nhập khẩu chiếm gần như toàn bộ cơ cấu, phần nhỏ còn lại là hóa chất, axit, dung dịch sơn... Thép HRC và CRC là bán thành phẩm vì vậy giá của chúng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ biến động giá nguyên liệu đầu vào của ngành thép là quặng sắt và than cốc. Xu hướng giá quặng sắt và than cốc có thể sẽ giảm nhẹ trong thời gian tới vì vậy giá thép HRC cũng được kỳ vọng sẽ điều chỉnh nhẹ so với mức hiện tại. (xem thêm phân tích chi tiết về biến động giá quặng và than ở [Báo cáo Ngành Thép FPTs Tháng 04/2017](#))

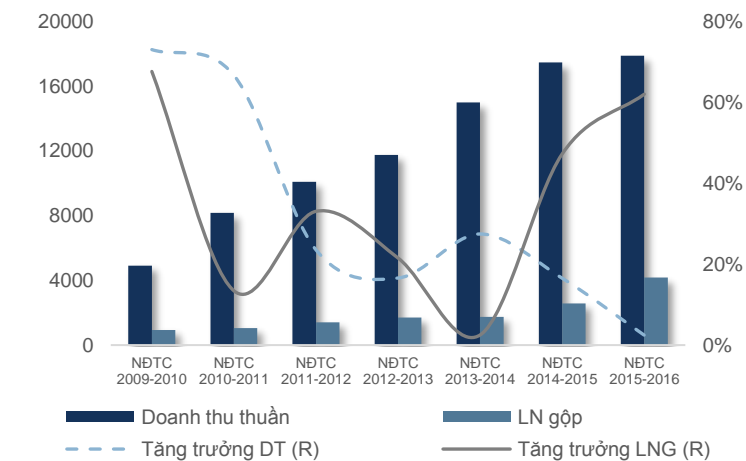
Từ năm 2010 về trước, chi phí nguyên vật liệu từng chiếm hơn 90% trong cơ cấu chi phí theo yếu tố. Tuy nhiên, đến thời điểm gần đây thì tỷ trọng của chi phí nguyên vật liệu đã giảm xuống chỉ còn khoảng 77%. Nguyên nhân là do tỷ trọng các loại chi phí khác trong cơ cấu chi phí theo yếu tố tăng quá mạnh. Vì từ sau năm 2010 các dự án mới làm chi phí khấu hao vệt tăng qua các năm. Bên cạnh đó, việc theo đuổi hệ thống bán lẻ toàn quốc của HSG cũng làm chi phí nhân viên và chi phí khác nhảy vọt. Đồng thời, do việc đầu tư dây chuyền tôn mạ và ống quá nhanh dẫn đến có nhiều dây chuyền liên quan chưa được đầu tư đã làm cho chi phí mua ngoài tăng mạnh. Cụ thể, tỷ trọng chi phí nhân viên tăng hơn 2 lần, chi phí dịch vụ mua ngoài tăng 3 lần và chi phí khác tăng gấp 6 lần giữa thời điểm năm 2010 và 6T2017.

### 2.2.2 Tỷ suất lợi nhuận gộp cao vượt trội so với các đối thủ

**Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp tôn mạ**



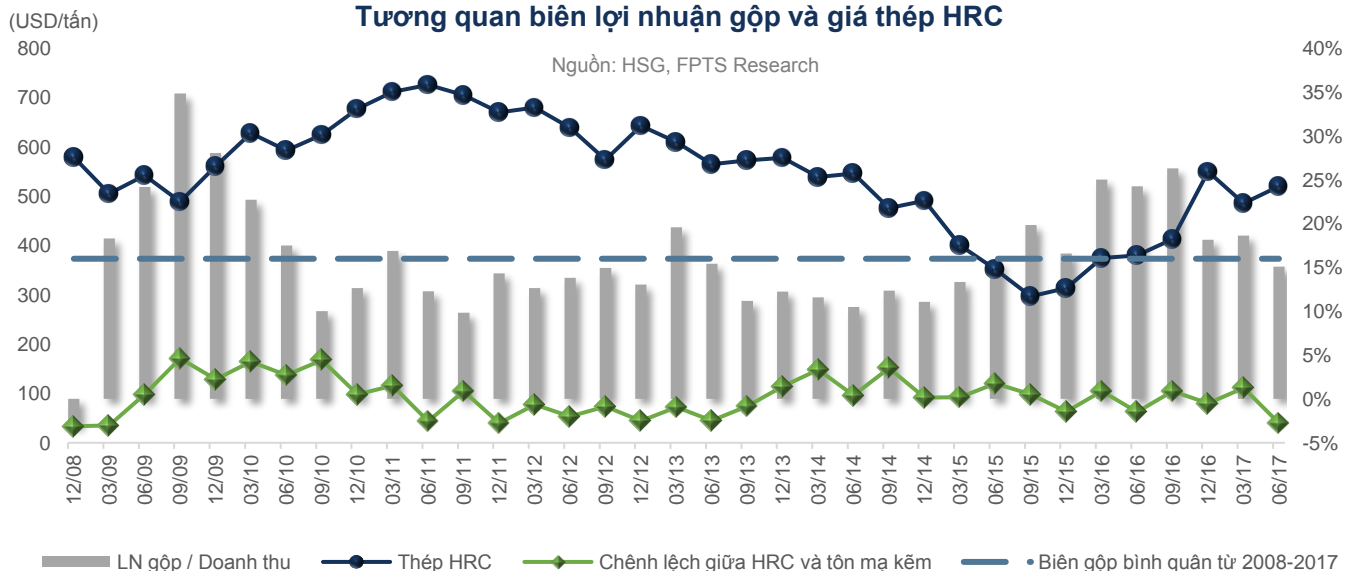
**Tương quan Doanh thu và Lợi nhuận gộp**



Nguồn: HSG, FPTs Research

Nhìn chung, tình hình lãi gộp của HSG biến động khá mạnh trong giai đoạn 2010 – 2016 nhưng vẫn cao hơn so với mặt bằng chung của mảng tôn mạ. Mô hình kinh doanh “mua tận gốc, bán tận ngọn” của HSG là yếu tố giúp tách biệt doanh nghiệp ra khỏi mức trung bình của mảng tôn mạ Việt Nam và đem về biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các nhà bán buôn tôn mạ truyền thống khác. Trong NĐTC 2015-2016, biên lợi nhuận tăng đột biến nhờ nhu cầu tôn mạ trong nước tăng mạnh bởi ngành bất động sản xây dựng phục hồi. Biên lợi nhuận gộp của HSG trong NĐTC 2015-2016 đã tăng mạnh lên 23% bỏ xa đối thủ NKG và DTL chỉ khoảng 12%. Do HSG nhập khẩu thép HRC – chiếm khoảng 80% giá vốn hàng bán, và xuất khẩu gần một nửa sản lượng sản phẩm nên biến động giá HRC và tôn mạ trên thị trường quốc tế có tác động lớn đến biên LN gộp của Tập đoàn. Ngoài ra, HSG thường sử dụng chiến lược mua tăng tồn kho khi giá HRC giảm sâu nhưng chiến lược này không phải luôn thành công.

**Tương quan biên lợi nhuận gộp và giá thép HRC**



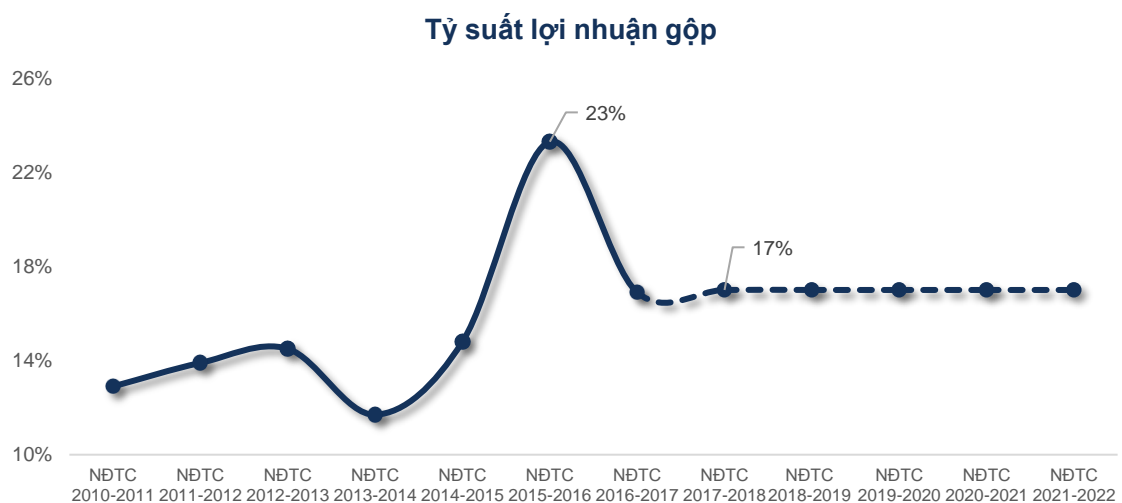


Thép cán nóng – HRC. Nguồn: HSG

Sự tương quan giữa biên lợi nhuận gộp của HSG và giá thép HRC là không rõ nét. Giá thép HRC tăng trong hầu hết giai đoạn trong quá khứ đều làm cho biên gộp của HSG cải thiện, vượt trên mức bình quân 09 năm là 16%, ví dụ như giai đoạn Quý 1/2009 – Quý 1/2010 và Quý 1/2016 – Quý 1/2017. Nguyên nhân là do khi giá thép HRC đầu vào đang trong xu hướng tăng, HSG đã có kế hoạch tăng tích trữ hàng tồn kho từ trước dẫn đến doanh nghiệp đã có sẵn một lượng hàng giá rẻ trong kho và trên đường về để hiện thực hóa lợi nhuận. Tuy nhiên trong những giai đoạn giá thép HRC giảm, thì câu chuyện sẽ xảy ra một cách đối lập. Như trong giai đoạn từ khoảng Quý 2/2010 đến Quý 4/2015, giá thép có xu hướng giảm nên biên lợi nhuận gộp của HSG khá thấp, nhỏ hơn mức lợi nhuận trung bình 09 năm của doanh nghiệp dù HSG đã chủ động giảm lượng hàng tồn kho bình quân trong giai đoạn này xuống để phòng rủi ro giảm giá.

Tăng trưởng lợi nhuận gộp của HSG khá tương quan với tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2010 – 2016; tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng bình quân của lợi nhuận gộp có phần cao hơn tăng trưởng doanh thu, lần lượt là +28% và +24% yoy. Nguyên nhân do trong giai đoạn đang xét, HSG đã tăng dần tỷ lệ thép CRC doanh nghiệp tự sản xuất, thay vì phải nhập khẩu như trước đây. Chính giá trị tăng thêm trong công đoạn cán nguội đã giúp cho xu hướng biên lợi nhuận của HSG tăng và đạt mức cao hơn so với các doanh nghiệp tôn mạ khác không đầu tư dây chuyền cán nguội. Đặc biệt trong NĐTC 2015-2016 biên lợi nhuận gộp của HSG cao đột biến. Nguyên nhân là do thời điểm thị trường thép tăng giá, doanh nghiệp bán sản phẩm ra ngoài với giá cao nhưng nguồn nguyên liệu đầu vào lại được nhập với giá thấp hơn do HSG đã có kế hoạch nhập hàng từ trước.

Với những cải tiến trong biên lợi nhuận gộp đến từ hoạt động tăng tỷ trọng các sản phẩm có biên gộp tốt hơn và tình hình ngành xây bắt động sản – xây dựng sắp tới, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của HSG giai đoạn 2018 – 2022 như sau:

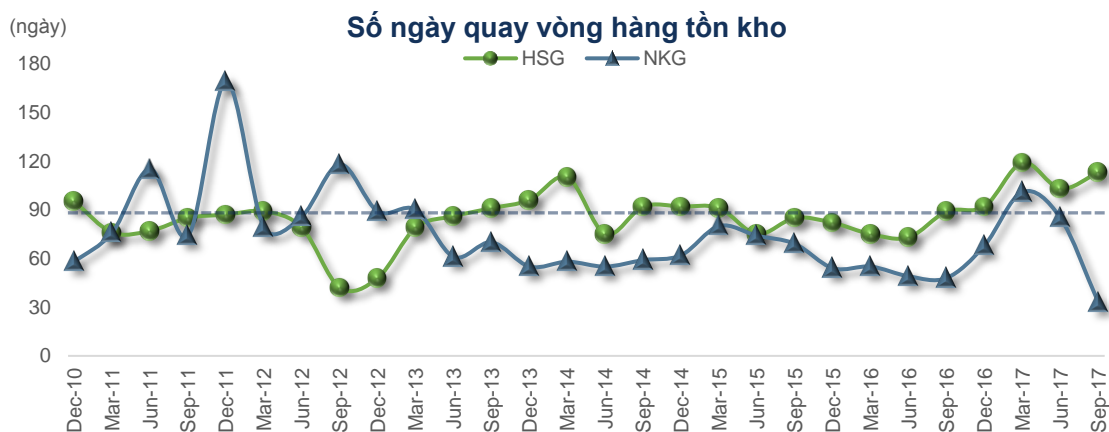


Nguồn: HSG, FPTs Research

Dự kiến tỷ suất lợi nhuận gộp của Tập đoàn trong NĐTC 2017-2018 và các năm sau đó sẽ trở về mức bình quân 09 năm của doanh nghiệp là khoảng 17%. Giai đoạn từ sau NĐTC 2017-2018 sẽ có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của HSG nhưng theo chúng tôi các yếu tố này sẽ tự điều chỉnh cho nhau và làm biên lợi nhuận gộp của Tập đoàn không thay đổi nhiều:

- Tích cực: các dây chuyền cán nguội, ống thép, ống nhựa, tôn màu – các sản phẩm có giá trị gia tăng lớn hơn sẽ đưa vào hoạt động từ đầu năm 2018. Yếu tố này sẽ giúp biên gộp của HSG cải thiện.
- Tiêu cực: ngành bất động sản – xây dựng dự kiến sẽ chững lại và giảm dần từ năm 2018 nên chúng tôi kỳ vọng giá bán của doanh nghiệp có thể sẽ giảm để kích cầu tiêu dùng. Bên cạnh đó, từ năm 2022, thuế chống bán phá giá dành đối với tôn mạ nhập khẩu sẽ hết hiệu lực, tạo điều kiện tốt cho tôn mạ giá rẻ từ Trung Quốc và Hàn Quốc hoạt động mạnh lại tại thị trường Việt Nam. Hai nguyên nhân này có thể sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của HSG giai đoạn tới.

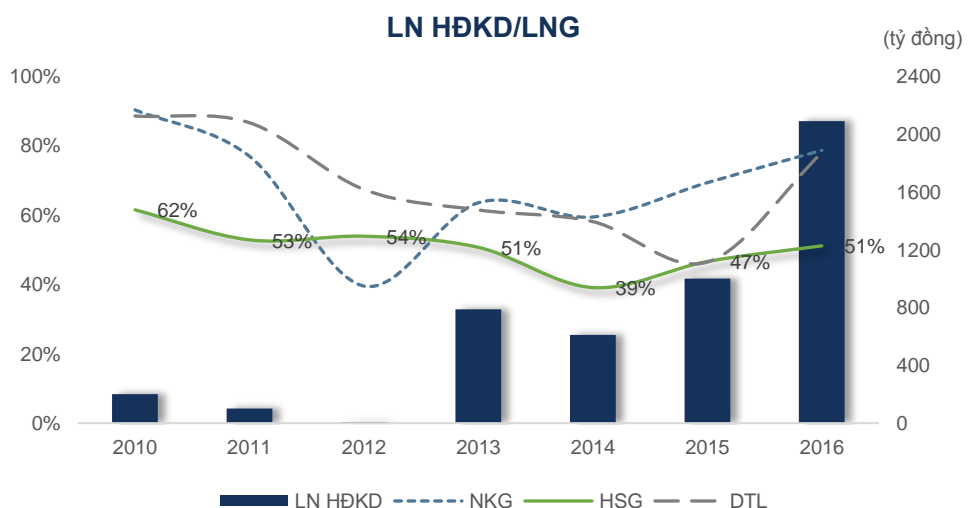
### 2.2.3 Tình hình quản trị NVL đầu vào



Nguồn: HSG, FPTs Research

Chính sách nhập hàng tồn kho thường ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất tôn thép. Bằng việc tăng giảm lượng hàng tồn kho tại từng thời điểm, một doanh nghiệp tôn mạ có thể làm biến động biên lợi nhuận gộp đáng kể, việc thua lỗ nặng hoặc lãi lớn cũng có thể bắt nguồn từ đây. Mặc dù khối lượng mua nguyên vật liệu nhập về tăng liên tục từ năm 2012 đến nay (do công suất sản xuất tăng nhanh) nhưng HSG duy trì một lượng hàng tồn kho đủ cho 3,5 – 4 tháng kinh doanh, cao hơn tương đối với mặt bằng chung của mảng tôn mạ. Chiếm tỷ trọng chủ yếu trong hàng tồn kho là nguyên vật liệu và thành phẩm lần lượt là khoảng 45% và 40%, một tỷ lệ khá biến động trong 05 năm gần đây.

### 2.3 Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (LN HĐKD)

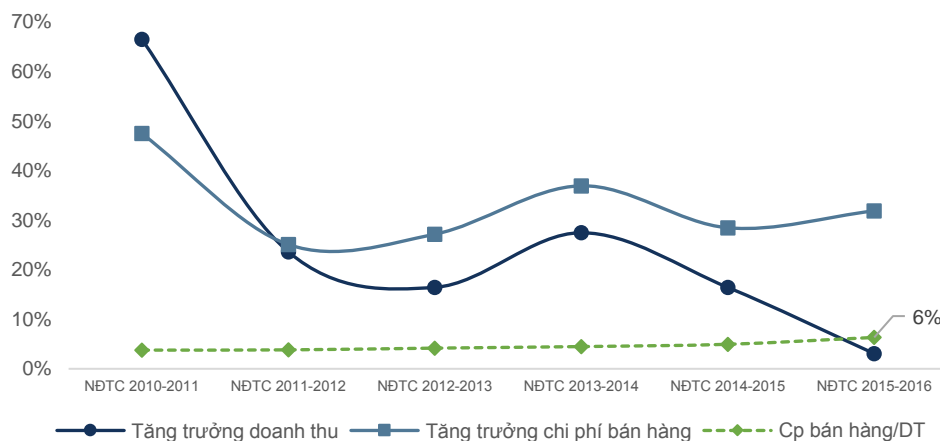


Nguồn: HSG, FPTs Research

Nhìn chung, tỷ lệ LN HĐKD trên Lợi nhuận gộp của HSG thấp nhất mảng tôn mạ vì phải gánh nhiều chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp hơn. Tuy HSG có hệ thống chi nhánh bán lẻ khổng lồ - điều mà các đối thủ không có, nhưng để duy trì hệ thống ấy HSG phải chi trả mức phí vận hành cố định rất cao so với các đối thủ. Đây là một điểm tiêu cực trong chính sách “mua tận gốc, bán tận ngọn” của tập đoàn. Giả định trường hợp khi thị trường thép biến chuyển xấu đi, chính hệ thống chi nhánh bán lẻ của Tập đoàn sẽ là một gánh nặng chi phí cố định mà các doanh nghiệp tôn thép khác không phải chịu. Phần lợi nhuận gộp vượt trội của HSG như phân tích ở trên bị ăn mòn bởi chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Nhưng đến cuối cùng, thì tỷ suất lợi nhuận ròng của HSG vẫn vượt mặt các đối thủ tôn mạ khác trong những năm gần đây.

### 2.3.1 Chi phí bán hàng

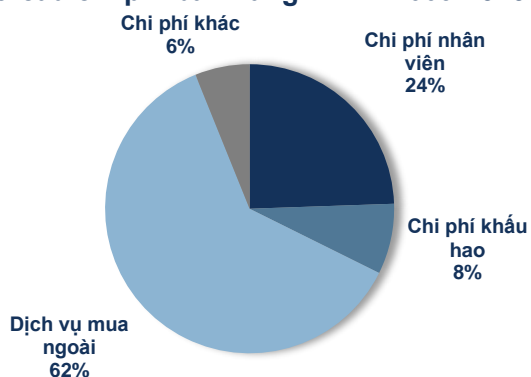
**Tương quan doanh thu và chi phí bán hàng**



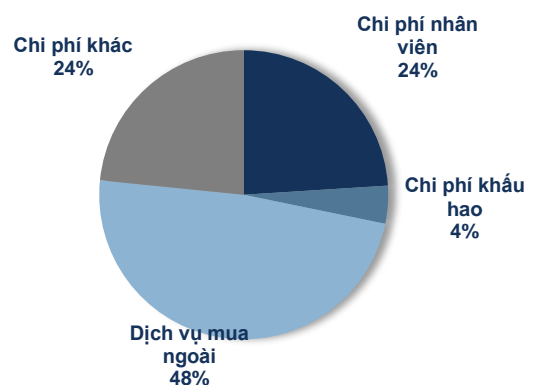
Nguồn: HSG, FPTs Research

Tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu của HSG khá ổn định trong giai đoạn 2011 – 2014, nhưng đang có xu hướng tăng nhẹ trong 3 năm gần đây. Nguyên nhân chủ yếu do hệ thống bán lẻ đồ sộ của doanh nghiệp ngày càng tăng. Tốc độ tăng trưởng của doanh thu đang dần không bắt kịp tốc độ tăng trưởng của chi phí bán hàng. Điều này thể hiện rõ rệt trong NĐTC 2015-2016 khi tăng trưởng chi phí bán hàng tiếp tục đi lên nhưng tăng trưởng doanh thu đã chững lại so với tăng trưởng các năm trước đó.

**Cơ cấu chi phí bán hàng NĐTC 2009-2010**



**Cơ cấu chi phí bán hàng NĐTC 2015-2016**



Nguồn: HSG, FPTs Research

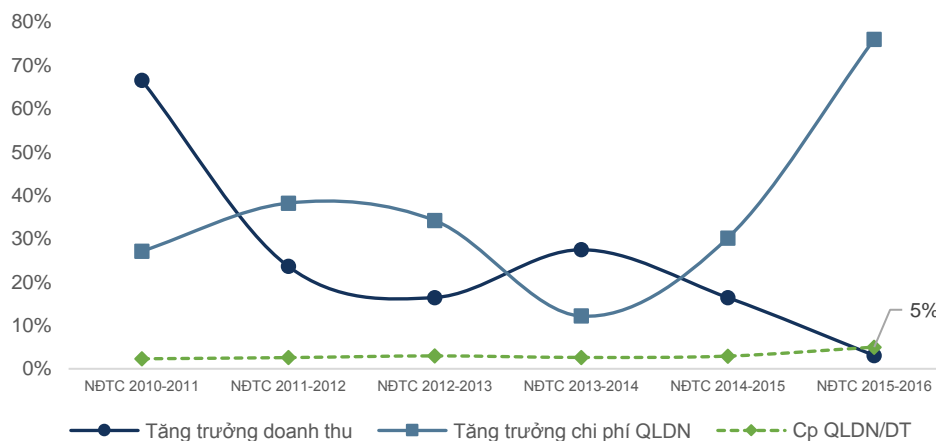
Cơ cấu chi phí bán hàng có thay đổi rõ rệt giữa NĐTC 2009-2010 và năm gần đây nhất NĐTC 2015-2016. Chi phí dịch vụ mua ngoài trong chi phí bán hàng giảm từ 62% xuống 48% do HSG đã có thể tự thực hiện được nhiều công đoạn bán hàng mà trước đây doanh nghiệp từng phải thuê ngoài. Đáng lưu ý, tỷ trọng chi phí bán hàng khác của HSG tăng mạnh từ 6% NĐTC 2009-2010 lên 24% NĐTC 2015-2016, tăng gấp 04 lần. Nguyên nhân là do trong giai

đoạn này số lượng hệ thống chi nhánh bán lẻ trên khắp cả nước của HSG cũng tăng lên tương ứng gần 04 lần vì vậy phát sinh nhiều chi phí khác. Bên cạnh đó, trong giai đoạn đang xét, chi phí dành cho nhân viên vẫn duy trì ở mức 24%, trong khi chi phí khấu hao giảm mạnh 50%. Chi phí khấu hao biến động mạnh là do các khoản mục chi phí còn lại tăng mạnh dẫn đến tỷ trọng chi phí khấu hao trong chi phí bán hàng giảm.

Theo dự phóng của chúng tôi, chi phí bán hàng kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng do HSG vẫn đang tiếp tục mở rộng nhanh chóng hệ thống chi nhánh bán lẻ của Tập đoàn. Theo kế hoạch, hết năm 2018, HSG sẽ có 500 chi nhánh bán lẻ, tức là tăng thêm 150 chi nhánh nữa so với thời điểm cuối năm 2017. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng sẽ tăng theo doanh thu và giữ mức xấp xỉ 6%/năm như 02 NĐTC gần đây nhất – thời điểm HSG bắt đầu đẩy mạnh phát triển mạng lưới bán lẻ của mình.

### 2.3.2 Chi phí quản lý doanh nghiệp (CP QLDN)

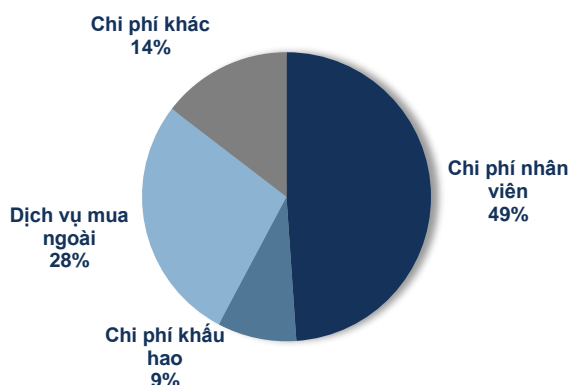
**Tăng trưởng doanh thu và chi phí QLDN**



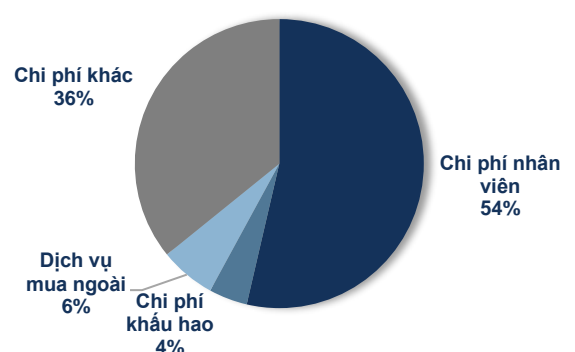
Nguồn: HSG, FPTs Research

Chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu khá ổn định trong giai đoạn 2011 – 2015. Tuy nhiên tỷ trọng này lại tăng mạnh vào NĐTC 2015-2016 vì chi phí khác và chi phí cho nhân viên quản lý tăng mạnh trong năm. Trong hai NĐTC gần đây, tăng trưởng chi phí QLDN đã tăng mạnh từ 12% lên 76%, trong khi tăng trưởng doanh thu đang giảm dần. Đây có thể là một trong các dấu hiệu cảnh báo cho thấy việc Tập đoàn đang mở rộng quá nhanh dẫn đến chi phí QLDN tăng mạnh trong khi đó doanh thu không thể tăng theo với cùng tốc độ.

**CƠ CẤU CP QLDN NĐTC 2009-2010**



**CƠ CẤU CP QLDN NĐTC 2015-2016**

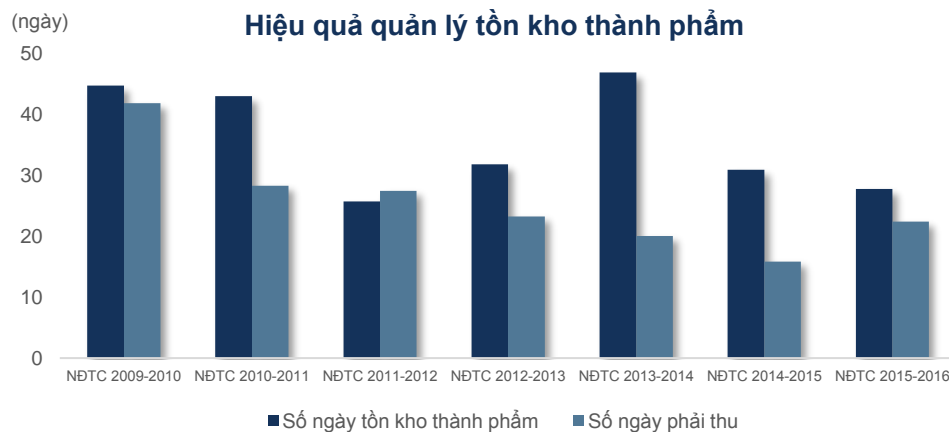


Nguồn: HSG, FPTs Research

Biến động trong cấu thành của chi phí quản lý doanh nghiệp khá tương đồng với của chi phí bán hàng. Chi phí cho nhân viên quản lý khá ổn định và tăng nhẹ trong NĐTC 2015-2016 vì HSG trích thưởng thêm cho ban lãnh đạo khi kết quả kinh doanh vượt kế hoạch đặt ra. Đây là một loại chi phí tích cực thúc đẩy ban lãnh đạo phấn đấu để đạt

kế hoạch doanh nghiệp đặt ra. Tương tự, chi phí dịch vụ mua ngoài giảm mạnh do HSG có thể tự thực hiện được nhiều công đoạn. Bên cạnh đó, chi phí khác cũng tăng mạnh cũng có thể liên quan đến số lượng chi nhánh tăng thêm của HSG.

Nếu trừ khoản thưởng bất thường cho BLĐ vào NĐTC 2015-2016 do kinh doanh tốt và vượt kế hoạch đề ra thì chi phí QLDN của HSG sẽ quay về mức thông thường, khoảng 3,2%/năm trong giai đoạn dự phóng. Bên cạnh đó, hệ thống ERP đang được HSG triển khai trong vài năm gần đây, dù chưa có thông tin chính thức về thời gian hoạt động nhưng khi hoàn thành sẽ là một sự cải thiện lành mạnh trong việc quản lý chi phí nói chung của Tập đoàn trong tương lai.



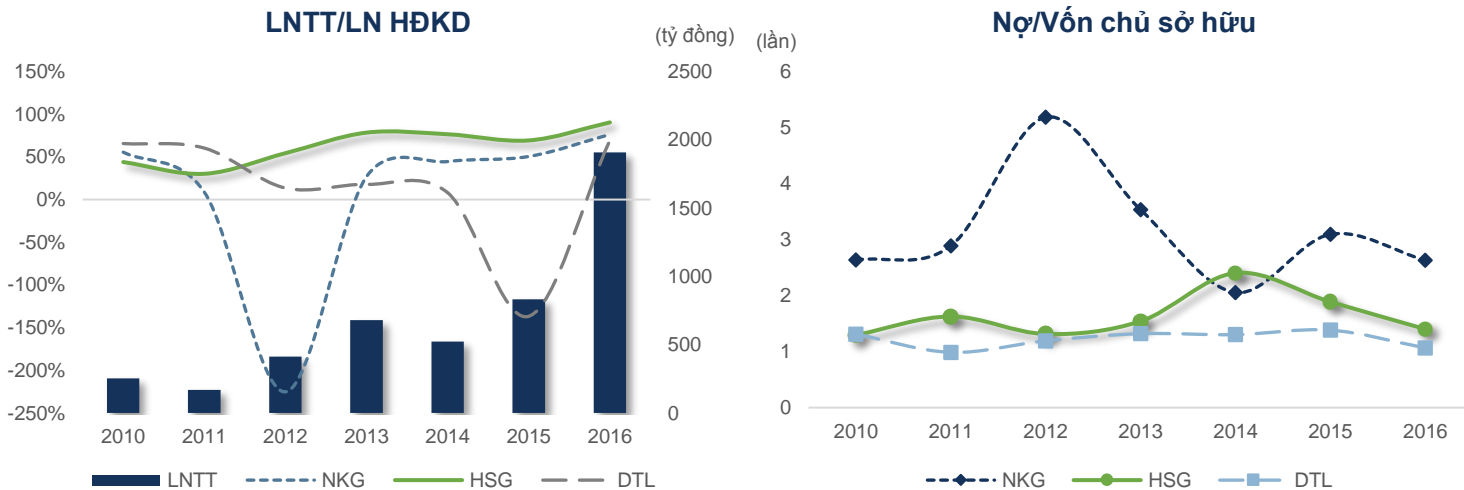
*Nguồn: HSG, FPTs Research*

**Về quản trị khoản phải thu.** Chính sách phải thu của HSG có xu hướng thắt chặt hơn trong giai đoạn đang xét, với số ngày quay vòng khoản phải thu thấp nhất trong ngành thép Việt Nam. Với việc ngày càng tăng tỷ trọng kênh bán lẻ nội địa, các khách hàng của HSG thường phải thanh toán ngay trước khi nhận hàng. Điều này làm cho số ngày phải thu của HSG có xu hướng ngày càng giảm. Thông thường, các khách hàng của HSG phải đặt cọc tối thiểu 20% giá trị đơn hàng khi đặt hàng hoặc khi ký hợp đồng. Sau đó, các khách hàng phải thanh toán 100% khi có thông báo giao hàng hoặc trước khi nhận hàng. Tuy nhiên, cũng có những trường hợp khách hàng được nợ lâu hơn như các khách hàng có thư bảo lãnh của ngân hàng được nợ lên đến 60 ngày và không có thư bảo lãnh được nợ lên đến 30 ngày. Do đặc thù doanh nghiệp với một lượng rất lớn khách hàng mua lẻ và phải thanh toán tiền trước khi nhận hàng nên số ngày phải thu bình quân của doanh nghiệp cũng giảm dần xuống, khoảng 20 ngày trong 04 năm gần đây. Chúng tôi kỳ vọng HSG vẫn sẽ giữ nguyên chính sách phải thu này trong giai đoạn sắp tới.

**Về quản trị hàng tồn kho,** nhìn chung, trong 05 năm gần đây, HSG vẫn thường để số ngày tồn kho thành phẩm khoảng 30 ngày và hàng tồn kho nói chung khoảng 95-120 ngày. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi giả định HSG sẽ giữ nguyên chính sách tồn kho này.

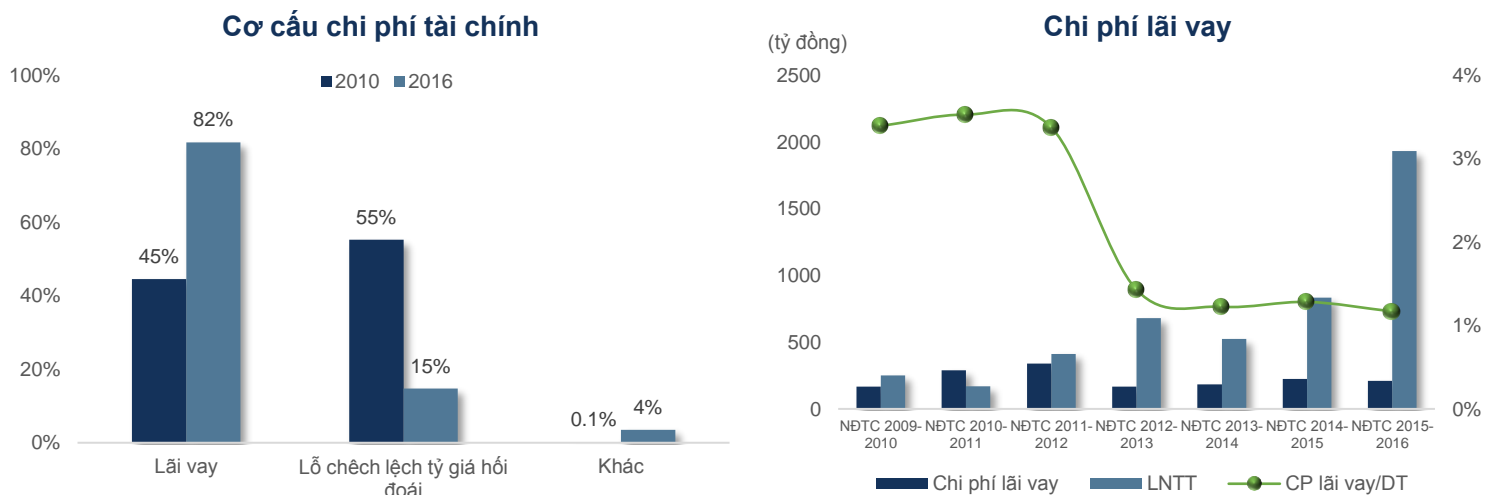
**Về quản trị khoản phải trả.** Số ngày phải trả của HSG cho nhà cung cấp bằng với mức trung bình của ngành thép Việt Nam, xoay quanh mức khoảng gần 45 ngày từ năm 2009 đến nay. Vì thế, trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi cũng giả định số ngày phải trả của HSG vẫn duy trì ổn định, vào khoảng 45 ngày.

## 2.4 Lợi nhuận trước thuế (LNTT)



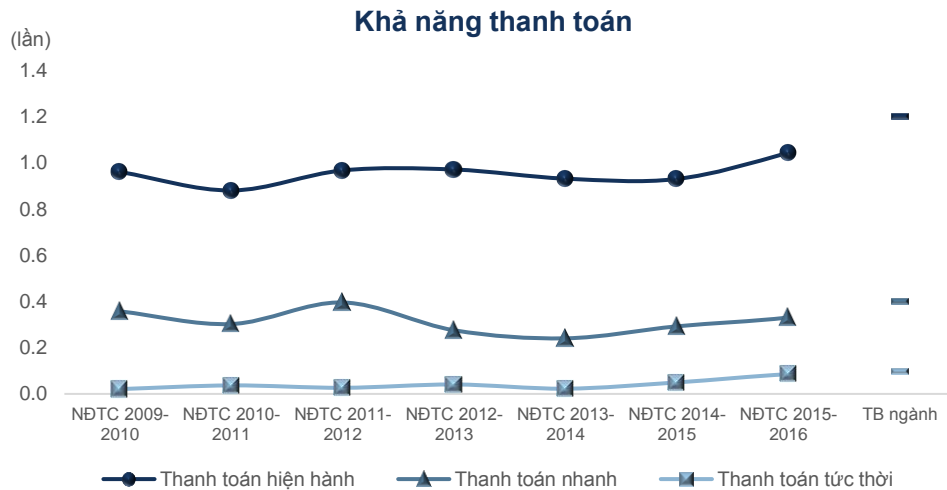
Nguồn: HSG, FPTTS Research

Tình hình LNTT/LN HĐKD của HSG có xu hướng tăng nhẹ từ năm 2011 trở lại đây. Nguyên nhân là do chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá đã giảm mạnh kể từ đỉnh điểm năm 2011 nên tỷ trọng LNTT/LN HĐKD có xu hướng cải thiện dần. Chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá thường chiếm tỷ trọng lớn so với doanh thu, làm tăng chi phí tài chính và làm giảm biên LNTT. Tuy nhiên, không những lãi suất trong nước giảm trong những năm qua đã làm chi phí lãi vay có xu hướng giảm nhẹ, mà độ lớn doanh thu còn tăng mạnh dẫn đến tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu giảm sâu. Cùng đó là doanh thu xuất khẩu tăng cao đã giúp HSG có khả năng phòng hộ tự nhiên tốt hơn đối với biến động tỷ giá từ đó đã giúp Tập đoàn giảm đáng kể lỗ tỷ giá.



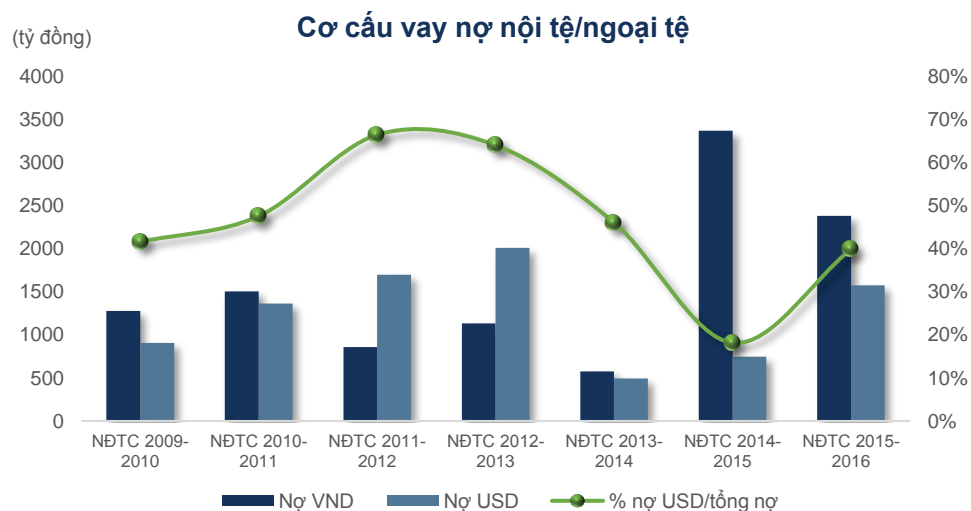
Nguồn: HSG, FPTTS Research

Cơ cấu chi phí tài chính có sự biến động lớn, tỷ trọng của chi phí lãi vay tăng và lỗ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh chỉ còn chưa đến 1/3 trong NĐTC 2015-2016 so với NĐTC 2009-2010. Trong NĐTC 2015-2016, bằng chính sách mua hàng hợp lý mà HSG đã giảm mạnh khoản lỗ tỷ giá hối đoái của doanh nghiệp nên chi phí tài chính cũng thấp hơn so với NĐTC 2009-2010. Chính vì vậy, với độ lớn của chi phí lãi vay không mấy khác biệt và tổng chi phí tài chính lại giảm nên tỷ trọng chi phí lãi vay trong cơ cấu tài chính tăng mạnh trong NĐTC 2015-2016.



Nguồn: HSG, FPTs Research

Hiện tại, các hệ số thanh toán của HSG đều ở mức ổn định và xấp xỉ với mức trung bình của ngành thép Việt Nam, dù doanh nghiệp đang đầu tư nhà xưởng máy móc rất mạnh trong các năm gần đây. Kết hợp với dòng tiền HĐKD (sẽ phân tích bên dưới) thì có thể nói HSG là một trong số ít doanh nghiệp ngành thép hiện tại có ít rủi ro về khả năng thanh toán.

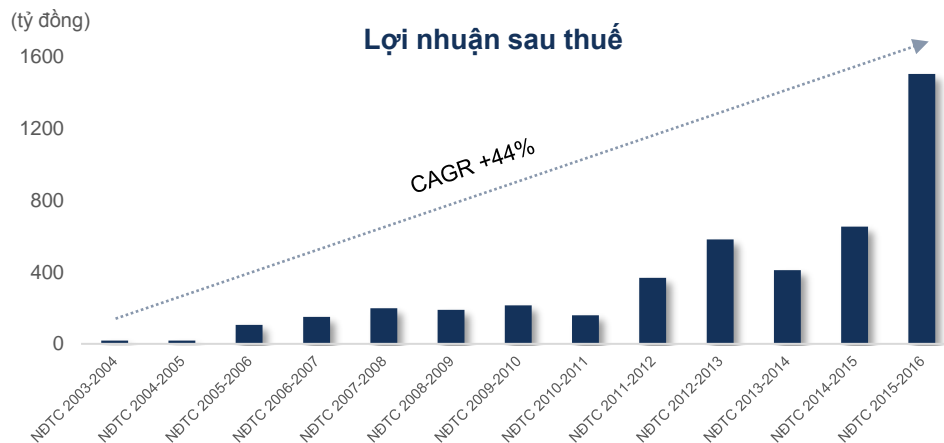


Nguồn: HSG, FPTs Research

Hoạt động kinh doanh của HSG liên quan nhiều đến việc sử dụng ngoại tệ. Bên cạnh việc nhập khẩu 100% máy móc cho nhà máy mới, cũng như cả đầu vào và đầu ra của HSG liên quan nhiều đến xuất nhập khẩu nên việc dùng nhiều nợ vay bằng ngoại tệ là một việc không tránh khỏi. HSG phải nhập khẩu thép HRC từ các nước như Hàn Quốc, Trung Quốc và Ấn Độ. Sau khi sản xuất, một phần ba lượng hàng hóa của HSG lại đem đi xuất khẩu đến nhiều quốc gia trên thế giới. Chính vì lý do đó mà bình quân khoảng 40 – 50% trong lượng nợ của doanh nghiệp là nợ USD. Vì vậy rủi ro tỷ giá sẽ tác động mạnh tới chi phí nguyên vật liệu đầu vào cũng như doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp.

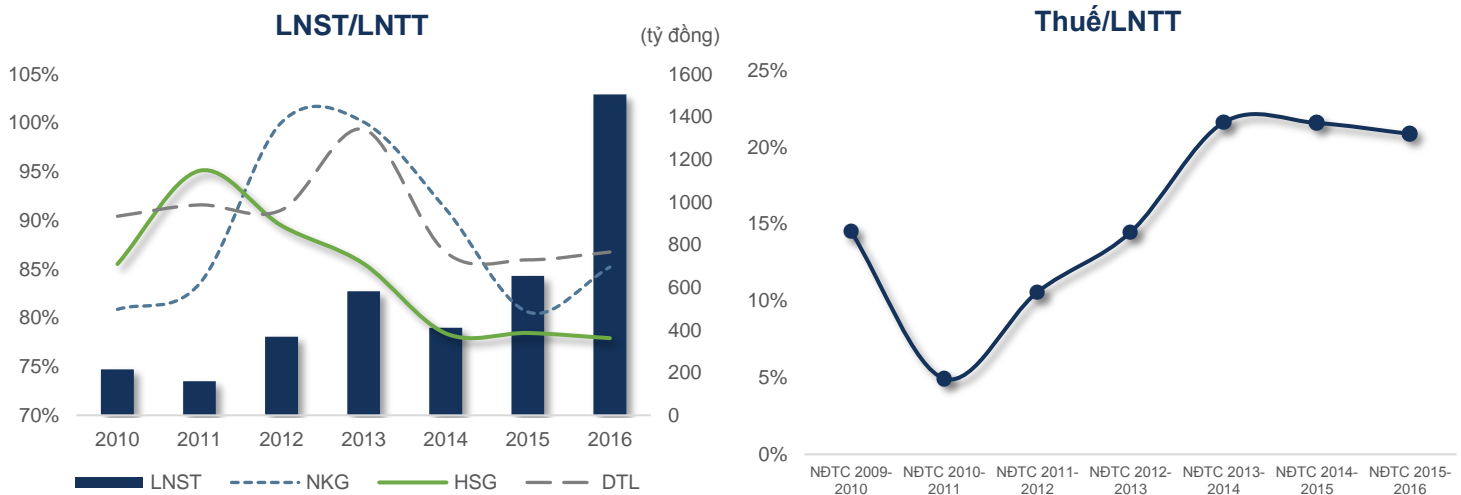
Rủi ro biến động tỷ giá đã được HSG giảm thiểu nhờ chính sách đẩy mạnh xuất khẩu thành phẩm. Cụ thể, theo ước tính của chúng tôi, HSG nhập khẩu thép HRC với L/C thanh toán mở trước khoảng 02 tháng. Đồng thời, các hợp đồng xuất khẩu tôn mạ thành phẩm cũng được chốt trước 02 tháng nên rủi ro tỷ giá của doanh nghiệp phần nào được hạn chế.

## 2.5 Lợi nhuận sau thuế (LNST)



Nguồn: HSG, FPTs Research

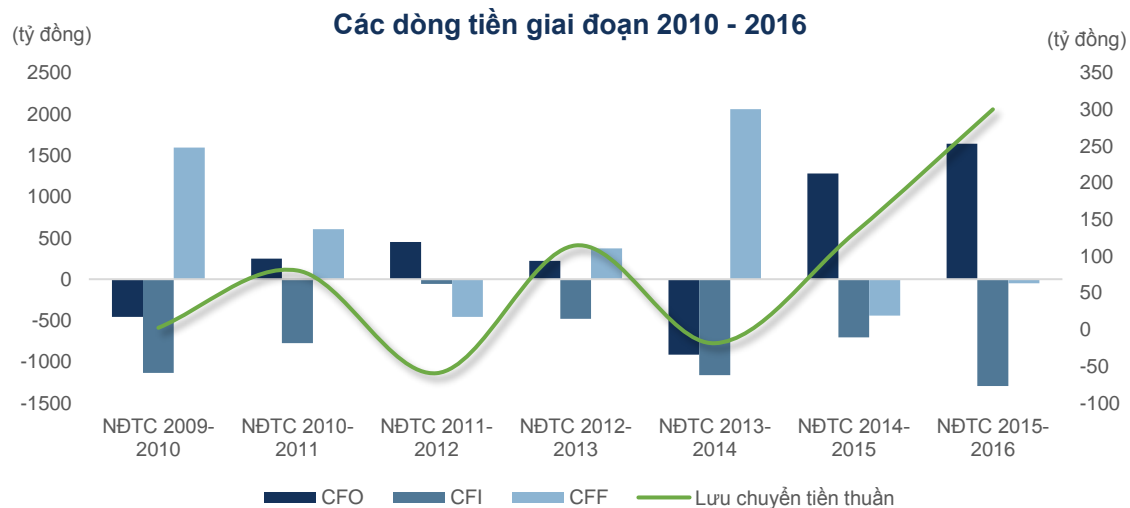
Giai đoạn 2012 – 2016, LNST của HSG thể hiện một xu hướng tăng trưởng rõ ràng. LNST chỉ khoảng 18 tỷ đồng NĐTC 2003-2004 đã tăng lên hơn 1.500 tỷ đồng NĐTC 2015-2016, CAGR +44%. HSG có lợi thế kinh tế đủ mạnh để cho phép dành chi phí để tăng thị phần thông qua việc quảng cáo và mở rộng sản xuất.



Nguồn: HSG, FPTs Research

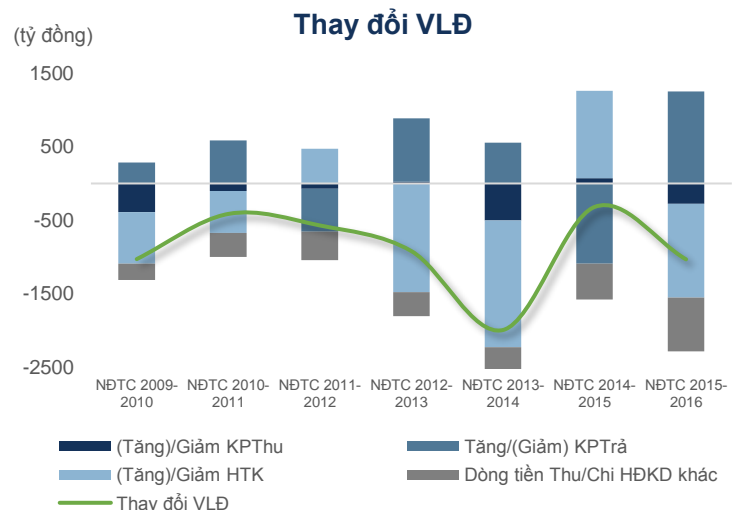
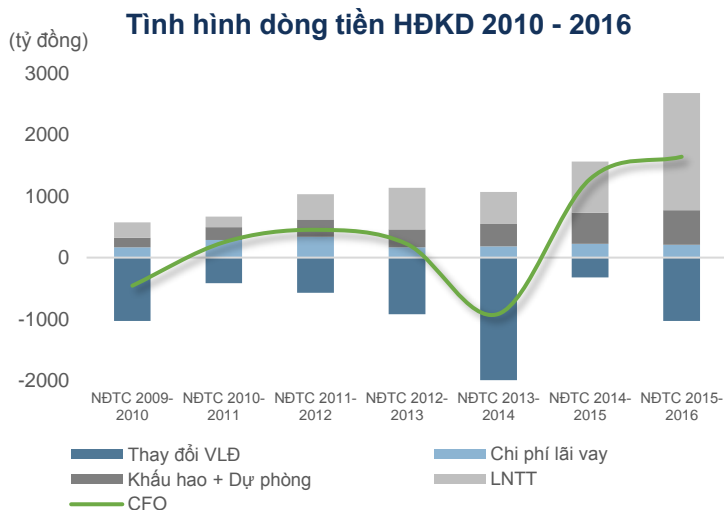
Tỷ lệ LNST trên LNTT của HSG có xu hướng giảm dần từ NĐTC 2010-2011 đến nay vì thuế thu nhập doanh nghiệp phải đóng tăng lên. Cụ thể trong NĐTC 2010-2011, HSG chỉ phải đóng 5% thuế thu nhập, nhưng đến NĐTC 2013-2014 thì doanh nghiệp đã phải quay lại mức thuế thông thường là 22%. Đến NĐTC 2015-2016, thuế thu nhập HSG phải đóng giảm xuống còn 20% do luật thuế mới của chính phủ ban hành. Từ NĐTC 2017-2018, thuế thu nhập doanh nghiệp bình quân phải đóng của HSG có thể sẽ giảm xuống. Nguyên nhân là do một loạt các nhà máy tại Nghệ An, Bình Định, Hà Nam và Yên Bái dự kiến đi vào hoạt động vào thời điểm các tháng cuối cùng của năm 2017. Mỗi nhà máy mới sẽ được miễn thuế TNDN 02 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và chỉ phải đóng 50% số thuế TNDN phải nộp trong 04 năm tiếp theo. Dự kiến trong các năm tới, mức thuế thu nhập doanh nghiệp phải đóng sẽ xoay quanh mức 18-19%. Từ năm 2022, HSG sẽ phải đóng lại mức thuế TNDN phổ thông của các doanh nghiệp Việt Nam là 20%/năm.

## 2.6 Các dòng tiền doanh nghiệp



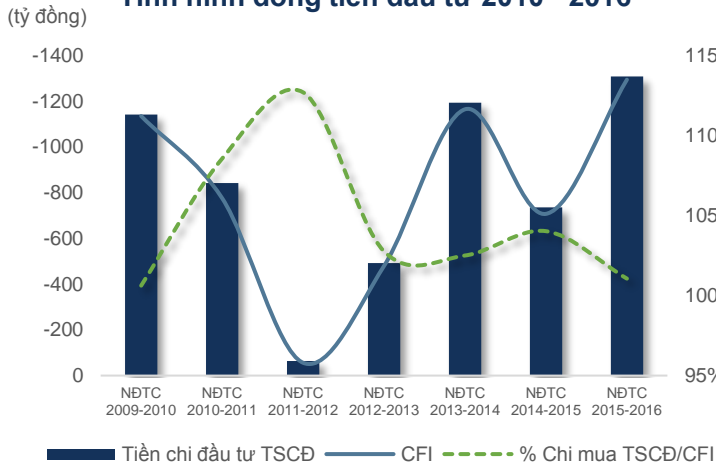
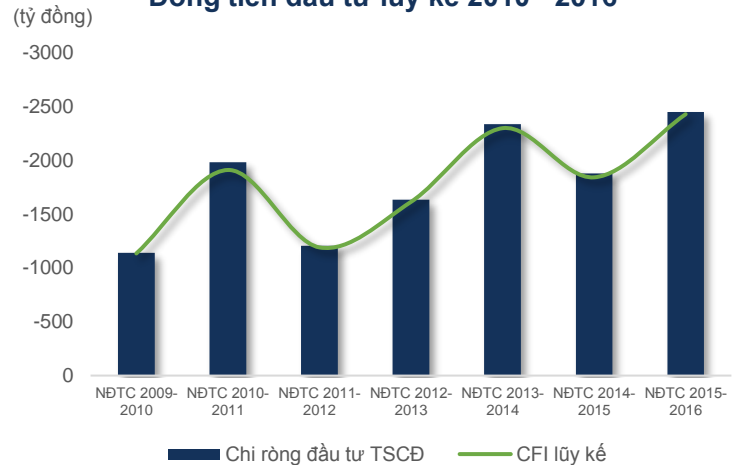
Nguồn: HSG, FPTs Research

Dù HSG đang trong giai đoạn đầu tư mạnh nhưng nhìn chung dòng tiền ròng của doanh nghiệp vẫn dương trong hầu hết các năm đang xét. Cấu thành chính làm cho dòng tiền ròng dương đến từ dòng tiền hoạt động kinh doanh – CFO của doanh nghiệp. Đây là một dấu hiệu tốt cho thấy dòng tiền của doanh nghiệp được tạo ra chủ yếu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi chứ không phải từ việc vay nợ hay phát hành cổ phiếu để thu tiền.



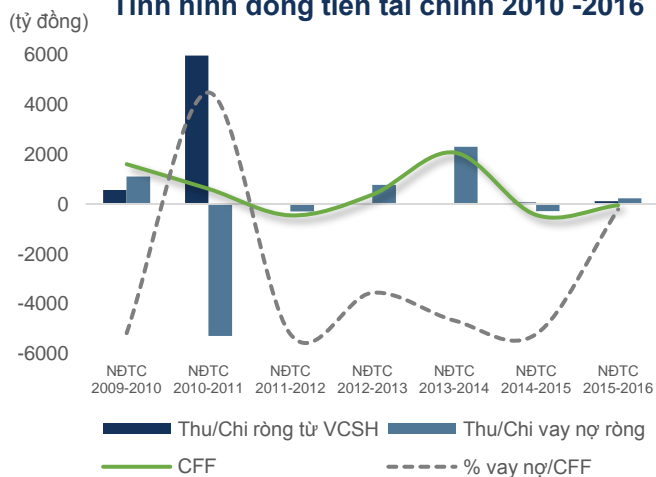
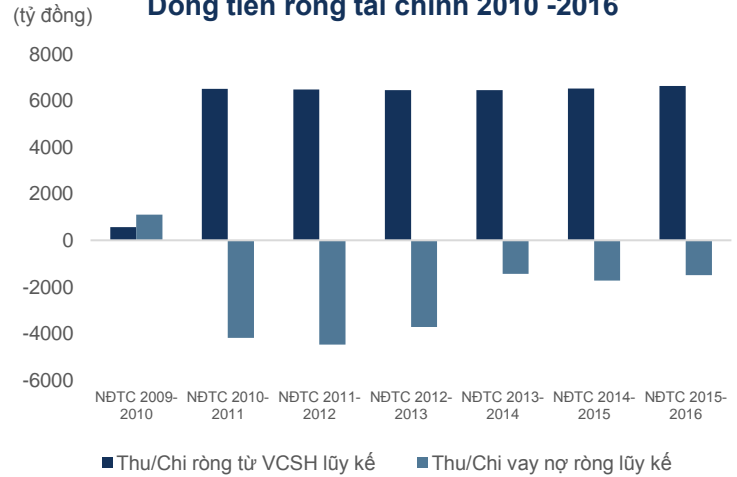
Nguồn: HSG, FPTs Research

Dòng tiền CFO của HSG biến động khá mạnh qua giai đoạn đang xét. Trong hai NĐTC 2009-2010 và 2013-2014, dòng tiền CFO của HSG bị âm với nguyên nhân lần lượt do doanh nghiệp tăng mạnh lượng hàng tồn kho và lợi nhuận trước thuế bị giảm nhiều so với năm liền trước. Tuy nhiên trong các năm còn lại thì dòng tiền CFO của HSG mang dấu dương và đặc biệt lớn vào NĐTC 2014-2015 và 2015-2016 với nguyên nhân lần lượt do HSG giảm bớt lượng HTK và tăng khoản phải trả lên.

**Tình hình dòng tiền đầu tư 2010 - 2016**

**Dòng tiền đầu tư lũy kế 2010 - 2016**


Nguồn: HSG, FPTs Research

Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư (CFI) của HSG âm liên tục trong giai đoạn đang xét. Nguyên nhân là do doanh nghiệp đã liên tục đầu tư nhà xưởng máy móc. Độ lớn dòng tiền đầu tư khá cân bằng với độ lớn Capex chi ra mỗi năm cho thấy HSG chủ yếu chi tiền cho việc xây dựng nhà xưởng máy móc và trang thiết bị. HSG vẫn đang trong giai đoạn đầu tư nhà xưởng máy móc nên dòng tiền CFI của doanh nghiệp trong những năm tới vẫn kỳ vọng sẽ tiếp tục âm.

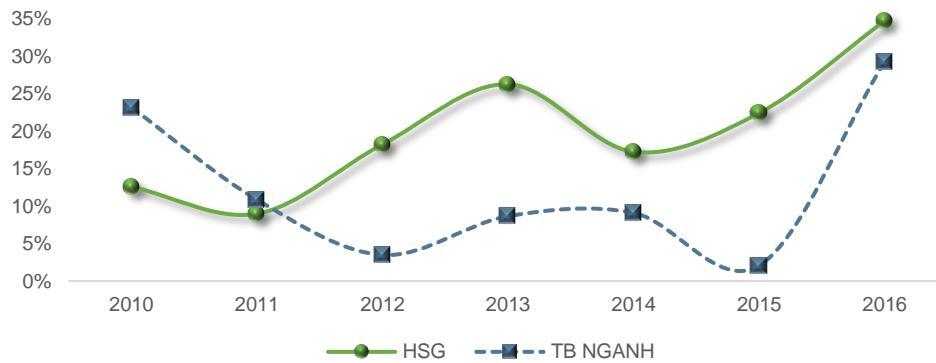
**Tình hình dòng tiền tài chính 2010 - 2016**

**Dòng tiền ròng tài chính 2010 - 2016**


Nguồn: HSG, FPTs Research

Dòng tiền tài chính (CFF) của HSG biến động nhẹ qua giai đoạn 2010 – 2016. Những NĐTC 2010-2011, 2011-2012 và 2014-2015, doanh nghiệp đẩy mạnh trả nợ nên dòng tiền CFF trong những năm này hầu hết đều âm (trừ NĐTC 2010-2011 do phát hành tăng vốn chủ sở hữu đã làm dòng CFF dương nhẹ). Theo đánh giá của chúng tôi, HSG là một doanh nghiệp có dòng tiền mạnh vì vậy đã chủ động giảm việc sử dụng nợ từ năm 2011 – 2013 và tiếp tục giảm mạnh đợt hai vào giai đoạn 2014 – 2016. Với chính sách chủ động giảm sử dụng nợ, cùng với dòng tiền CFO mạnh và các hệ số về khả năng thanh toán đều ở mức tốt (như phân tích ở trên) thì rủi ro thanh toán và vỡ nợ của HSG là thấp.

## 2.7 Hiệu quả hoạt động vốn cổ đông

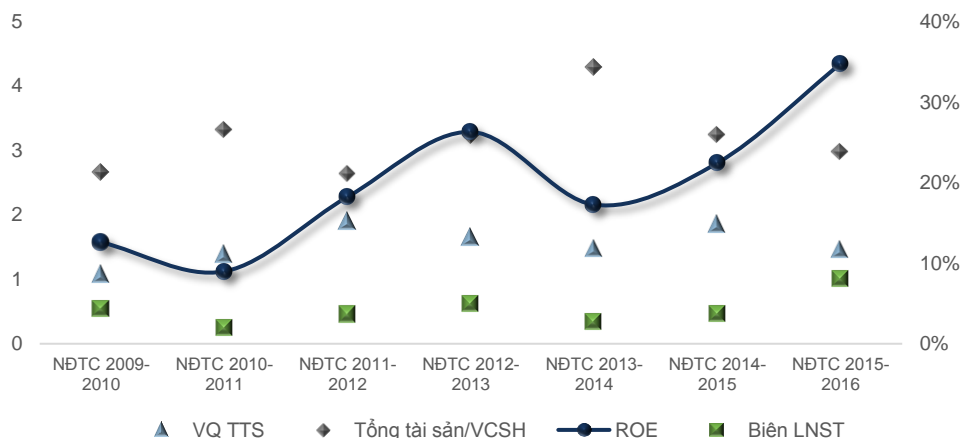
**Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu**



Nguồn: HSG, FPTs Research

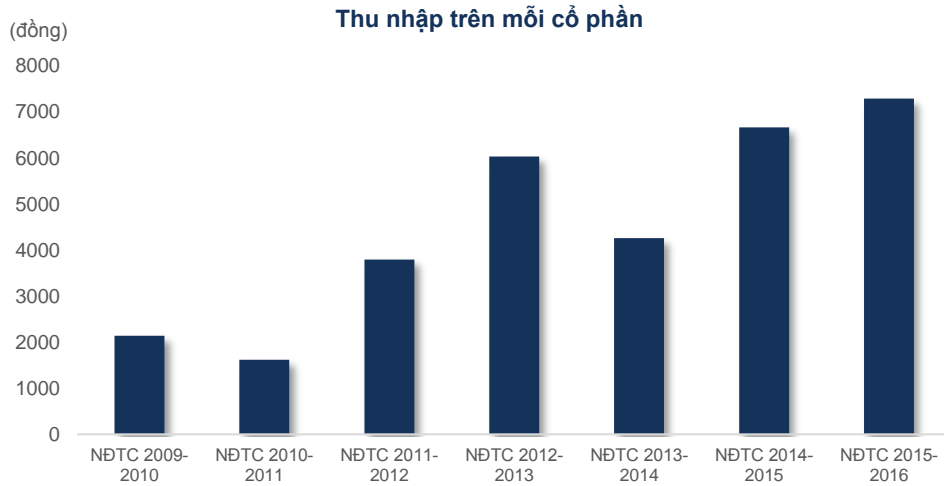
Trong mảng tôn mạ, HSG là doanh nghiệp chung cuộc có hiệu quả hoạt động trên vốn cổ đông cao nhất. Từ năm 2012 đến nay, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của HSG luôn vượt mặt trung bình mảng tôn mạ. Trong những năm mà ngành đặc biệt khó khăn như năm 2015, HSG vẫn cho thấy sự vượt trội của doanh nghiệp đầu ngành và có lợi thế cạnh tranh bền vững bằng tỷ suất ROE vượt trội 22%.

**Phân tích ROE qua mô hình Dupont**



Nguồn: HSG, FPTs Research

Thông qua mô hình Dupont, có thể giải thích được xu hướng tăng giảm ROE của HSG chủ yếu bị ảnh hưởng bởi tỷ suất lợi nhuận sau thuế. Hai đường ROE và biên LNST từ năm 2010 đến năm 2016 biến động gần như giống nhau hoàn toàn. Cụ thể, NĐTC 2010-2011 biên LNST giảm mạnh thì ROE của HSG cũng giảm mạnh tương ứng. Và từ sau NĐTC 2013-2014, biên LNST của HSG tăng mạnh trở lại thì ROE cũng tăng cùng độ lớn. Hiệu quả sử dụng tài sản và đòn bẩy tài chính của HSG cũng không ổn định trong giai đoạn đang xét là do hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có nhiều biến động bởi việc liên tục xây dựng và đưa vào vận hành nhà máy mới.



Nguồn: HSG, FPTs Research

Từ 2012 đến 2016, có thể nhìn thấy xu hướng tăng trưởng EPS của HSG khá rõ ràng, với CAGR +35%. Trong NĐTC 2013-2014, EPS của HSG giảm mạnh xuống còn 4.200 đồng/cổ phiếu, -30% yoy. Nguyên nhân là do chi phí giá vốn hàng bán đặc biệt tăng mạnh trong năm làm lợi nhuận của HSG sụt giảm mạnh. Ngược lại, trong NĐTC 2015-2016 do tình hình kinh doanh tăng trưởng tốt đột biến nên EPS cũng tăng lên mức hơn 7.300 đồng/cổ phiếu, +9,4% yoy. Trong mảng tôn mạ, HSG là doanh nghiệp có EPS cao nhất trong giai đoạn những năm gần đây. Tăng trưởng EPS trong các năm qua của HSG cho thấy doanh nghiệp đang có lợi thế cạnh tranh dài hạn bền vững và kinh doanh trong lĩnh vực nông cốt quen thuộc của mình.

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG**

Báo cáo kết quả HĐKD	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>17.447</b>	<b>17.894</b>	<b>26.148</b>	<b>30.910</b>	<b>30.154</b>	<b>32.453</b>	<b>33.183</b>	<b>33.551</b>
Giá vốn hàng bán	14.869	13.717	21.721	25.501	24.877	26.774	27.376	27.847
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.578</b>	<b>4.176</b>	<b>4.427</b>	<b>5.409</b>	<b>5.277</b>	<b>5.679</b>	<b>5.807</b>	<b>5.704</b>
Chi phí bán hàng	864	1.140	1.516	1.790	1.777	1.944	1.988	2.010
Chi phí quản lý DN	512	901	804	998	974	1.048	1.071	1.083
Chi phí hoạt động khác	201	47	107	126	123	133	136	137
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.001</b>	<b>2.089</b>	<b>1.999</b>	<b>2.495</b>	<b>2.404</b>	<b>2.554</b>	<b>2.612</b>	<b>2.473</b>
(Lỗ)/lãi HĐTC	41	24	5	5	5	5	5	5
Lợi nhuận khác	96	51	133	140	47	47	47	47
Chi phí lãi vay	224	209	482	699	535	499	455	391
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>832</b>	<b>1.907</b>	<b>1.645</b>	<b>1.931</b>	<b>1.911</b>	<b>2.098</b>	<b>2.199</b>	<b>2.124</b>
Thuế TNDN	179	473	314	348	344	399	418	425
LNST	653	1.434	1.331	1.583	1.567	1.699	1.781	1.699
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	<b>653</b>	<b>1.434</b>	<b>1.331</b>	<b>1.583</b>	<b>1.567</b>	<b>1.699</b>	<b>1.781</b>	<b>1.699</b>
<i>Đvt: tỷ đồng</i>								

Bảng cân đối kế toán	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>TÀI SẢN</b>								
+ Tiền và tương đương	277	577	292	464	452	487	498	503
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	755	1.098	1.825	1.811	1.767	1.901	1.944	1.966
+ Hàng tồn kho	3.544	4.822	8.983	8.270	8.068	8.683	8.878	9.031
+ Tài sản ngắn hạn khác	593	562	1.783	2.108	2.056	2.213	2.263	2.288
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.169</b>	<b>7.057</b>	<b>12.883</b>	<b>12.653</b>	<b>12.343</b>	<b>13.284</b>	<b>13.583</b>	<b>13.788</b>
+ Tài sản cố định	3.740	4.591	7.805	8.438	8.781	9.325	9.826	10.121
+ Đầu tư tài chính dài hạn	38	26	91	52	52	52	52	52
+ Tài sản cố định vô hình	295	293	284	280	277	273	269	266
+ Tài sản dài hạn khác	199	342	478	478	478	478	478	478
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>9.441</b>	<b>12.310</b>	<b>21.541</b>	<b>21.902</b>	<b>21.931</b>	<b>23.413</b>	<b>24.208</b>	<b>24.705</b>
<b>NỢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>								
+ Phải trả ngắn hạn	626	1.620	3.585	3.201	3.123	3.361	3.437	3.496
+ Vay và nợ ngắn hạn	4.521	4.366	0	10.139	8.901	8.181	7.099	6.427
+ Nợ ngắn hạn khác	407	771	932	832	812	874	893	903
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>5.555</b>	<b>6.757</b>	<b>13.532</b>	<b>14.172</b>	<b>12.836</b>	<b>12.416</b>	<b>11.429</b>	<b>10.826</b>
+ Vay và nợ dài hạn	970	1.419	2.836	1.000	800	1.000	1.000	400
+ Phải trả dài hạn	5	4	5	5	5	5	5	5
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>975</b>	<b>1.423</b>	<b>2.841</b>	<b>1.005</b>	<b>805</b>	<b>1.005</b>	<b>1.005</b>	<b>405</b>
<b>TỔNG NỢ</b>	<b>6.530</b>	<b>8.180</b>	<b>16.373</b>	<b>15.177</b>	<b>13.641</b>	<b>13.421</b>	<b>12.434</b>	<b>11.231</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	1.495	2.517	3.652	3.652	3.652	3.652	3.652	3.652
+ LN chưa phân phối	1.453	1.603	1.445	3.029	4.596	6.295	8.076	9.775
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	3	37	3	3	3	3	3
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>2.911</b>	<b>4.127</b>	<b>5.132</b>	<b>6.721</b>	<b>8.287</b>	<b>9.989</b>	<b>11.771</b>	<b>13.471</b>
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>9.441</b>	<b>12.310</b>	<b>21.541</b>	<b>21.902</b>	<b>21.931</b>	<b>23.413</b>	<b>24.208</b>	<b>24.705</b>

Đvt: tỷ đồng

Bảng lưu chuyển tiền tệ	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>277</b>	<b>577</b>	<b>292</b>	<b>464</b>	<b>452</b>	<b>487</b>	<b>498</b>	<b>503</b>
<b>Profit before tax</b>	<b>653</b>	<b>1.434</b>	<b>1.331</b>	<b>1.583</b>	<b>1.567</b>	<b>1.699</b>	<b>1.781</b>	<b>1.699</b>
+ Khấu hao	444	480	680	367	411	455	500	544
+ Thay đổi vốn lưu động	153	-531	-3.700	-253	211	-641	-203	-136
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>1.095</b>	<b>1.230</b>	<b>-1.899</b>	<b>1.561</b>	<b>2.145</b>	<b>1.470</b>	<b>2.034</b>	<b>2.063</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	65	12	79	140	47	47	47	47
+ Chi mua sắm TSCĐ	-735	-1.307	-3.916	-1.000	-754	-1.000	-1.000	-839
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	8	12	-65	39	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>-755</b>	<b>-1.309</b>	<b>-3.875</b>	<b>-821</b>	<b>-707</b>	<b>-953</b>	<b>-953</b>	<b>-791</b>
+ Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	36	1.022	1.135	0	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-235	-155	4.649	-9.015	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	16	449	1.417	-1.836	-200	200	0	-600
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>-340</b>	<b>79</b>	<b>5.774</b>	<b>-10.879</b>	<b>-201</b>	<b>203</b>	<b>1</b>	<b>-600</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-10.139</b>	<b>1.238</b>	<b>720</b>	<b>1.082</b>	<b>672</b>

Đvt: tỷ đồng

Các chỉ số quan trọng	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EPS (đồng/cp)	6.668	7.294	3.803	4.525	4.478	4.856	5.091	4.856
EBITDA	1.448	2.573	2.683	2.865	2.818	3.013	3.115	3.020
Khấu hao	447	484	684	371	415	459	503	547
Tăng trưởng doanh thu	16,4%	2,6%	46,1%	18,2%	-2,4%	7,6%	2,2%	1,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	53,0%	77,7%	4,3%	6,8%	-1,6%	6,9%	3,4%	-3,0%
Tăng trưởng EBIT	63,7%	108,8%	-4,3%	24,8%	-3,7%	6,3%	2,2%	-5,3%
Tăng trưởng EPS	56,5%	9,4%	-47,9%	19,0%	-1,0%	8,4%	4,8%	-4,6%

Chỉ số khả năng sinh lợi	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,8%	23,3%	16,9%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,0%
Tỷ suất LNST	3,7%	8,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,4%	5,1%
ROE DuPont	22,4%	34,7%	25,9%	23,6%	18,9%	17,0%	15,1%	12,6%
ROA DuPont	6,9%	11,6%	6,2%	7,2%	7,1%	7,3%	7,4%	6,9%
* Tỷ suất EBIT	5,7%	11,7%	7,6%	8,1%	8,0%	7,9%	7,9%	7,4%
* LNTT / LNST	127,5%	133,0%	123,6%	122,0%	122,0%	123,5%	123,5%	125,0%
* LNTT / EBIT	83,2%	91,3%	82,3%	77,4%	79,5%	82,1%	84,2%	85,9%
* Vòng quay tổng tài sản	1,85	1,45	1,21	1,41	1,37	1,39	1,37	1,36
* Đòn bẩy tài chính	3,24	2,98	4,20	3,26	2,65	2,34	2,06	1,83
ROIC	7,8%	14,5%	7,8%	8,9%	8,7%	8,9%	9,0%	8,4%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	15,8	22,4	25,5	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4
Số ngày tồn kho	87,0	128,3	150,9	118,4	118,4	118,4	118,4	118,4
Số ngày phải trả	15,4	43,1	60,2	45,8	45,8	45,8	45,8	45,8
Thời gian luân chuyển tiền	87,4	107,6	116,2	93,9	93,9	93,9	93,9	93,9

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
CS thanh toán hiện hành	0,93	1,04	0,95	0,89	0,96	1,07	1,19	1,27
CS thanh toán nhanh	0,29	0,33	0,29	0,31	0,33	0,37	0,41	0,44
CS thanh toán tiền mặt	0,05	0,09	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05
Nợ / Tài sản	58,2%	47,0%	55,0%	50,9%	44,2%	39,2%	33,5%	27,6%
Nợ / Vốn sử dụng	65,4%	58,3%	69,6%	62,4%	53,9%	47,9%	40,8%	33,6%
Khả năng TT lãi vay	4,47	10,00	4,14	3,57	4,49	5,12	5,74	6,32

Đvt: tỷ đồng

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 127 cổ phiếu HSG và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT.

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Trụ sở chính

Số 52 đường Lạc Long Quân,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: 024 3773 7070 / 271 7171  
Fax: 024 3773 9058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3 – Bến Thành Tower,  
136–138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1,  
Tp.HCM, Việt Nam  
ĐT: 028 6290 8686  
Fax: 028 6291 0607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh Đà Nẵng

100 Quang Trung, Quận Hải Châu, Tp. Đà  
Nẵng, Việt Nam  
ĐT: 0236 3553 666  
Fax: 0236 3553 888