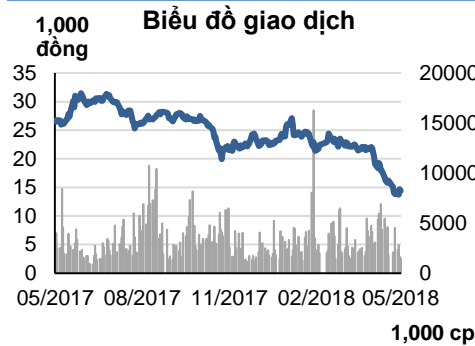


HSG (HOSE) CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN

Đánh giá TRUNG LẬP

Vật liệu xây dựng	
Giá thị trường (VND):	15,150
Giá mục tiêu (VND) :	16,570
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	9%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	7%
Suất sinh lợi bình quân năm:	16%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-37%	-31%	-32%	-46%
Tương đối	-44%	-21%	-36%	-94%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thông kê 11/05/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	13.7k-31.5k
SL lưu hành (triệu cp)	350
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,074
Vốn hóa (triệu USD)	223
% khối ngoại sở hữu	25%
SL cp tự do (triệu cp)	190
KLGD TB 3 tháng (cp)	2,486,133
VND/USD	22,769
Index: VNIndex / HNX	1,029/121

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 11/05/2018

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	42.97%
Vietnam Enterprise Investment Ltd & người liên quan	3.83%
Deutsche Bank AG & người liên quan	2.53%
Norges Bank	1.83%

Nguồn: Stoxplus

Trần Nguyên Dương

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

duong.tn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Với sản lượng tiêu thụ sản phẩm tăng trưởng bình quân 27%/năm, Hoa Sen mục tiêu tăng công suất tối đa lên đến 2.5 triệu tấn/năm tôn mạ, 660 nghìn tấn tôn màu, 834 nghìn tấn thép ống và 128 nghìn tấn nhựa vào cuối năm nay.
- Trong năm 2018, HSG sẽ được hạch toán khoản lãi trước thuế ước tính 120 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng cổ phần tại Công ty Cảng quốc tế Hoa Sen Gemadept (Chúng tôi đã phản ánh vào trong mô hình tài chính)
- HSG đã ký kết mua thép cuộn cán nóng (HRC) với Formas Hà Tĩnh (FHS) giúp tạm thời giảm áp lực nhập khẩu một phần và giữ thị trường nội địa ổn định;
- Doanh thu 2017 đạt 26,149 tỷ đồng (+46.1% n/n), LNST đạt 1,332 tỷ đồng (-11.5% n/n). Doanh thu 2018 ước đạt 30,717 tỷ đồng (+17.5% n/n), LNST sau khi ước tính lại có thể đạt 952 tỷ đồng (-28% n/n) thay cho ước tính 1,554 tỷ đồng (17% n/n) trước đây của chúng tôi.

Rủi ro:

- Chi phí nguyên vật liệu chính là thép cuộn cán nóng (HRC) dự báo sẽ có nhiều biến động trong năm 2018 và rủi ro chênh lệch tỷ giá khi nguồn HRC của HSG 100% nhập khẩu.
- Nợ vay tăng đột biến cuối kỳ 2016-2017 lên 11,850 tỷ đồng gây áp lực lớn cho việc trả lãi vay của HSG trong 2018. Chi phí lãi vay đến cuối quý 2/2018 xấp xỉ 400 tỷ đồng (+100% n/n)
- Hàng tồn kho cuối kỳ 2016-2017 tăng gấp đôi cùng kỳ lên gần 9 nghìn tỷ đồng, số ngày tồn kho tương ứng 110 ngày. Tại thời điểm cuối quý 2/2018, giá trị tồn kho của HSG lên đến gần 10,000 tỷ đồng.

Định giá:

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST của HSG trong 2018 có thể đạt mức 30,717 tỷ (+17.5% n/n) và 952 tỷ đồng (-28% n/n). Tổng mức sinh lợi kỳ vọng trong 1 năm: 16%. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	17,447	17,894	26,149	30,717	36,785
<i>Tăng trưởng (%)</i>	16%	3%	46%	17%	20%
LN hoạt động (tỷ đồng)	1,202	2,136	2,104	1,889	2,263
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	7%	12%	8%	6%	6%
LNST (tỷ đồng)	653	1,504	1,332	952	1,043
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	4.0%	8.0%	5.0%	3.10%	2.84%
SLCP lưu hành (triệu cp)	101	197	350	350	350
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,865	4,126	3,653	2,550	2,809
<i>Tăng trưởng (%)</i>	59%	121%	-11%	-30%	10%
ROE (%)	25%	43%	29%	18%	17%
Nợ ròng/VCSH (%)	179%	126%	224%	289%	357%
PE (x)	12.7	5.7	6.5	5.7	5.2
PB (x)	0.8	1.1	1.6	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	8.0	5.0	6.9	7.7	8.3
Cổ tức (VND)	1,500	2,500	2,000	1,000	1,000
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	2%	6%	8%	7%	7%

1. KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2018 KHÔNG ĐẠT KỶ VỌNG

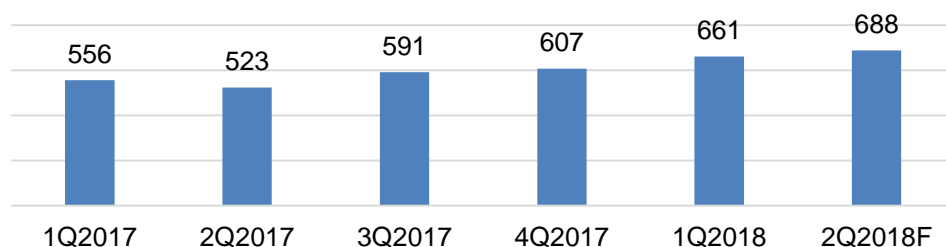
Đơn vị: tỷ đồng	Q2/2018	Q2/2017	+/-%	Từ 01/10/17-31/03/18	Từ 1/10/16-31/03/17	+/-%
Doanh thu thuần	7,663	6,212	23%	15,549	11,979	30%
Giá vốn	6,625	5,056	31%	13,330	9,776	36%
Lãi gộp	1,038	1,156	-10%	2,219	2,203	1%
Chi phí lãi vay	216	127	70%	387	194	100%
Chi phí bán hàng	435	322	35%	856	643	33%
Chi phí quản lý DN	249	131	90%	459	323	42%
Lợi nhuận trước thuế	116	541	-79%	518	1,054	-51%
Lợi nhuận sau thuế	87	415	-79%	420	856	-51%

Lợi nhuận sau thuế vào cuối quý 2/2018 của HSG giảm mạnh chỉ đạt 87 tỷ đồng (giảm 79% so với quý 2/2017). Lãi ròng sáu tháng đầu 2018 dẫn đến sụt giảm xuống mức 420 tỷ đồng (giảm 50% n/n) và chỉ đạt 30% kế hoạch.

Lãi gộp trong quý 2/2018 chỉ đạt 14% (trong quý 2/2017, HSG đạt mức 18.6%). Nguyên nhân cho sự sụt giảm này chủ yếu đến từ giá trung bình HRC trong quý 2/2018 tăng mạnh lên đến 660 USD/tấn (trong 2017, giá HRC trung bình là 570 USD/tấn).

Giá HRC 2017-2018

Đơn vị: USD

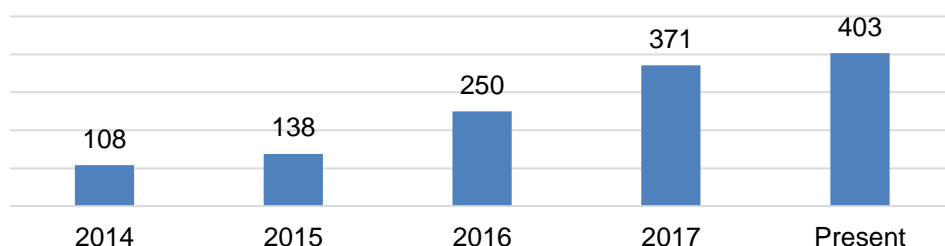


Nguồn: Bloomberg

Vào cuối quý 2/2018, tồn kho của HSG tăng mạnh lên 9,862 tỷ đồng (+5.6% so với quý 1/2018) dẫn đến các khoản vay ngân hàng tăng lên mức 15,795 tỷ đồng và lãi vay ngân hàng vào cuối quý 2/2018 tăng tương ứng lên 216 tỷ đồng (+70% n/n).

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong quý 2/2018 tăng mạnh từ chiến lược tập trung vào thị trường nội địa thông qua các chi nhánh của Công ty. Hiện tại HSG đã mở 403 chi nhánh với 5 kho hàng lớn đặt dọc Bắc – Trung – Nam. HSG kế hoạch mở 500 chi nhánh vào cuối năm nay và sẽ đạt mốc 800 chi nhánh trong thời gian sớm nhất.

Số lượng chi nhánh từ 2014 - 2018



2. KẾ HOẠCH LỢI NHUẬN 2018 CÓ KHẢ QUAN?

Tổng công suất ống nhựa của HSG hiện nay là 128,000 tấn/năm nhưng sản lượng tiêu thụ chỉ đạt một nửa công suất do cạnh tranh rất khốc liệt với hai ông lớn chiếm phần lớn thị phần là Nhựa Bình Minh (BMP) và Nhựa Tiền Phong (NTP).

Kết quả hoạt động kinh doanh kém khả quan trong quý 2/2018 dẫn đến lợi nhuận thuần trong 6 tháng đầu năm 2017-2018 chỉ đạt 420 tỷ đồng (-51% n/n) và chỉ đạt 30% kế hoạch lợi nhuận sau thuế 2017-2018.

Lợi nhuận trong hai quý còn lại 2017-2018 sẽ được cải thiện nhờ việc HSG sẽ ghi nhận khoản lãi trước thuế 120 tỷ từ việc chuyển nhượng cảng biển quốc tế Hoa Sen Gemadept.

Từ số liệu kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2017-2018 chúng tôi tin tưởng HSG sẽ tiêu thụ hơn 1,9 triệu tấn tôn mạ các loại và doanh thu thuần có thể đạt được 30,717 tỷ. Tuy nhiên, nếu HSG không thể cải thiện được biên lợi nhuận và chi phí lãi vay thì HSG khó có thể đạt được kế hoạch lợi nhuận 1,350 tỷ đồng sau thuế của HSG.

Cập nhật tổng công suất dây chuyền sản xuất của Hoa Sen		
Dây chuyền sản xuất	Số lượng	Tổng công suất (tấn/năm)
CRC	7	1,800,000
Tôn mạ (NOF)	9	2,500,000
Tôn màu	6	660,000
Ống thép	60	834,000
Ống nhựa	43	128,000

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 5,302 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F	
Doanh thu thuần	17,894	26,149	30,717	36,785	
Tăng trưởng (%)	3%	46%	17%	20%	
GVHB	13,717	21,731	26,110	31,267	
Biên LN gộp (%)	23%	17%	15%	15%	
Chi phí BH & QLDN	2,040	2,314	2,718	3,255	
EBITDA	2,686	2,888	2,825	3,351	
Biên lợi nhuận (%)	15%	11%	9%	9%	
Khấu hao	550	783	936	1,089	
Lợi nhuận từ HĐKD	2,136	2,104	1,889	2,263	
Biên LN HĐKD (%)	12%	8%	6%	6%	
Chi phí lãi vay ròng	206	482	819	959	
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	4%	6%	6%	5%	
Khả năng trả lãi vay(x)	10.4	4.4	2.3	2.4	
Lãi/lỗ khác	-24	20	120	0	
Thuế	403	311	238	261	
Thuế suất hiệu dụng (%)	21%	19%	20%	20%	
Lợi nhuận ròng	1,504	1,332	952	1,043	
Biên lợi nhuận (%)	8%	5%	3%	3%	
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	
LN cho công ty mẹ	1,504	1,332	952	1,043	
Số lượng CP (triệu)	197	350	350	350	
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,126	3,653	2,550	2,809	
Tăng EPS (%)	121%	-11%	-30%	10%	
Cổ tức (VND)	2,500	2,000	1,000	1,000	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	34%	55%	39%	36%	

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Vòng quay phải thu (x)	19.3	17.9	18.7	18.5
Vòng quay HTK (x)	3.2	3.0	3.1	3.1
Vòng quay phải trả (x)	8.0	6.4	7.2	7.0
Thay đổi vốn lưu động	210	3,941	-1,671	1,963
Capex	1,307	4,017	2,876	3,061
Dòng tiền khác	431	375	380	383
Dòng tiền tự do	107	-6,217	816	-2,332
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	100	133	350	350
Thay đổi nợ ròng	-7	6,350	-466	2,682
Nợ ròng cuối năm	5,208	11,558	11,093	13,775
Giá trị doanh nghiệp (EV)	13,489	19,873	19,407	22,089
Tổng VCSH	4,130	5,170	6,314	8,134
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.0	37	37	37
VCSH	4,127	5,133	6,277	8,097
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,996	14,665	17,934	23,134
Nợ ròng / VCSH (%)	126%	224%	176%	169%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.9	4.0	3.2	3.2
Tổng tài sản	19.3	17.9	18.7	18.5

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	43%	29%	27%	31%
ROA (%)	12%	6%	7%	8%
ROIC (%)	19%	13%	12%	14%
WACC (%)	8%	8%	8%	8%
PER (x)	5.7	6.5	5.5	3.8
PBR (x)	1.1	1.6	1.3	1.0
PSR (x)	0.5	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	5.0	6.9	5.6	5.2
EV/sales (x)	0.8	0.8	0.6	0.5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	6%	8%	4%	4%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Trần Nguyên Dương

Chuyên viên Phân tích cao cấp – Chuyên viên Phân tích –
Vật liệu xây dựng & ICT
(+84 28) 3914 8585 (x1462)
duong.tn@kisvn.vn

Nguyễn Phong Danh

Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích –
Logistics, Hàng Không, Xe hơi
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Trần Thị Ngọc Mai

Chuyên viên Phân tích –
Bất Động Sản & Xây dựng
(+84 28) 3914 8585 (x1461)
mai.tt@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích –
Dược và F&B
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.