

# TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG)

Ngày 12 tháng 6 năm 2015

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại	12/6/2015	(đồng)	42.200
Giá mục tiêu		(đồng)	45.000
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn			Bán
Ngưỡng kháng cự		(đồng)	42.500
Ngưỡng hỗ trợ		(đồng)	38.500
Mã Bloomberg: HSG VN		Sàn niêm yết: HSX	
Ngành:			Thép
Beta			1,3
Giá cao nhất 52 tuần	11/10/2014		53.500
Giá thấp nhất 52 tuần	4/1/2015		31.700
Khối lượng lưu hành		(triệu cp)	96
Vốn hóa		(tỷ đồng)	4.064
Tỷ lệ free-float		(triệu cp)	30
KLGDĐQ 6 tháng		(cp/ngày)	220.640
Sở hữu nước ngoài			45,58%

	Tỷ suất cổ tức	EPS (đồng)*
2016 VPBS dự phóng	2,4%	4.664
2015 VPBS dự phóng	2,4%	4.139
NDTC 2014	5,9%	4.261
NDTC 2013	7,1%	5.941
NDTC 2012	2,4%	3.761

	2011-14 CAGR	NDTC 2015 E (tỷ đồng)	2014-19 CAGR
Doanh thu	22,4%	18.371	15,6%
EBITDA	10,7%	1.416	16,3%
Lãi ròng	36,8%	518	19,1%

	HSG	Cùng ngành	VN-Index
P/E	8,5	8,7	12,8
P/B	1,6	0,6	1,8
EV/EBITDA	8,3	8,9	8,9
ROA	4,7%	3,2%	2,6%
ROE	17,9%	8,3%	14,7%

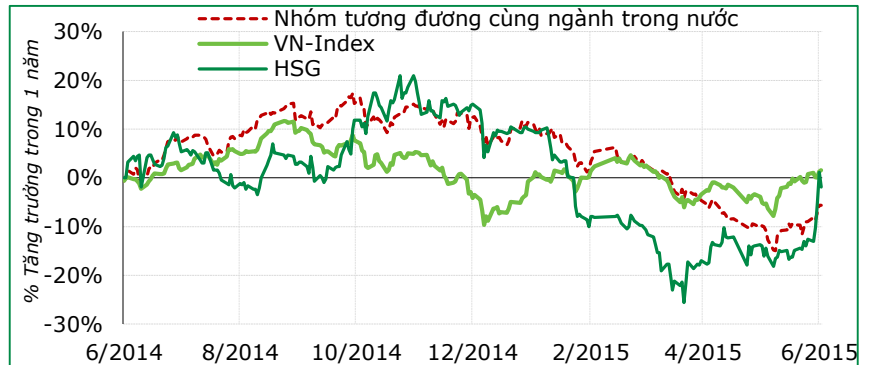
(\*) EPS của NDTC 2015/16 đã được điều chỉnh cho việc chi trả 30% cổ tức bằng cổ phiếu.

### Giới thiệu công ty:

Thành lập vào năm 2001, Tập đoàn Hoa Sen (HSG) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất tôn mạ, ống thép và các vật liệu xây dựng khác để phục vụ sản xuất công nghiệp và xây dựng dân dụng. Tại ngày 31/3/2015, HSG có 162 chi nhánh bán lẻ khắp cả nước.

Công suất thiết kế hiện tại: cán nguội: 980.000 tấn/năm, tôn mạ: 1,22 triệu tấn/năm, ống thép: 502.400 tấn/năm

Kết quả kinh doanh 6 tháng NDTC 2015 (đã soát xét): doanh thu thuần: 8.685 tỷ đồng, lãi ròng: 243 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu: 2.547 tỷ đồng.



Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn và điều chỉnh giảm mức giá mục tiêu của cổ phiếu Tập đoàn Hoa Sen (HSG).

- ❖ **Trên đà hoàn thành kế hoạch lợi nhuận:** Lãi ròng 6 tháng đầu niên độ tài chính 2015 (NDTC 2015) tăng 43% so với cùng kỳ và hoàn thành 54% kế hoạch. Chúng tôi tin rằng HSG sẽ hoàn thành kế hoạch năm nay nhờ vào việc duy trì được mức bán hàng cao trong những tháng cao điểm tiếp theo.
- ❖ **Sản lượng bán và thị phần tiếp tục gia tăng:** HSG tiếp tục dẫn đầu thị trường tôn mạ (5T2015: 40,8% thị phần; năm 2014: 37,1%) và đứng thứ hai về mảng ống thép (5T2015: 19,4% thị phần; năm 2014: 17,8%).
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp cải thiện sẽ giúp lợi nhuận NDTC 2015 tăng trở lại:** Như đã được trình bày trong báo cáo trước, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện nhờ vào hai dây chuyền cán nguội mới (công suất 200 nghìn tấn/năm mỗi dây chuyền) đi vào hoạt động; theo đó, lợi nhuận ròng NDTC 2015 sẽ tăng trưởng 26% so với mức giảm 29% trong NDTC 2014.
- ❖ **Rủi ro trong dài hạn:** Chúng tôi điều chỉnh giảm mức dự phóng trong dài hạn do cân nhắc việc USD mạnh hơn và sự khó khăn chung của thị trường thép trong nước. Lãi ròng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) trong giai đoạn từ NDTC 2015 đến NDTC 2019 là 17%, giảm so với mức 23% mà chúng tôi dự báo trước đó.
- ❖ **Rủi ro giá trong ngắn hạn:** Cổ phiếu HSG tăng giá mạnh vào tuần trước mà không có sự hỗ trợ từ thông tin cơ bản bất ngờ nào của công ty. Từ đầu tháng 4 đến 12/6/2015 (trước ngày giao dịch không hưởng quyền cho việc trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 10%), giá cổ phiếu HSG đã tăng 32% so với mức tăng 8% của chỉ số VN-Index.

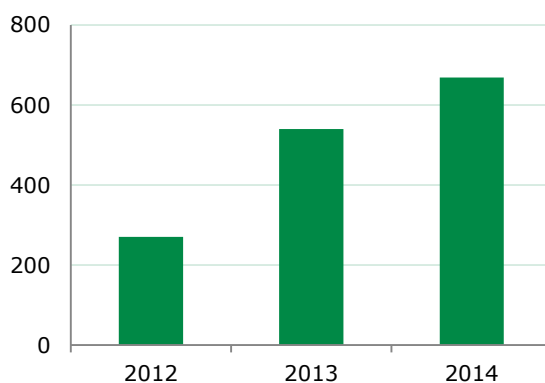
Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

## SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ CỦA NGÀNH TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG

Tôn mạ Việt Nam được tiêu thụ tốt. Các số liệu thống kê từ Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) ghi nhận sản lượng bán tăng trưởng 32% vào năm 2014 và 27% trong 5T2015. Xuất khẩu đóng góp phần lớn trong tổng sản lượng tiêu thụ, khoảng 44% trong 5T2015.

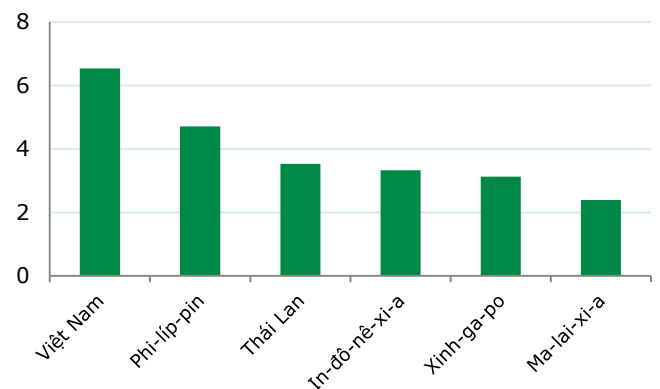
Do chính sách ưu đãi giảm thuế suất đối với một số mặt hàng tôn thép nhập khẩu từ Trung Quốc, Đài Loan, nên rất có khả năng sản phẩm này nhập khẩu vào nước ta sẽ tiếp tục gia tăng trong những năm tới. Gần đây, thị trường trong nước đang chứng kiến một lượng lớn tôn mạ màu nhập khẩu từ Trung Quốc.

Sản lượng nhập khẩu tôn mạ từ Trung Quốc vào Việt Nam (nghìn tấn)



Nguồn: VSA

Việt Nam là nước nhập thép từ Trung Quốc lớn nhất trong ASEAN (triệu tấn)



Nguồn: VSA

### Gặp khó khăn từ việc áp dụng thuế chống bán phá giá

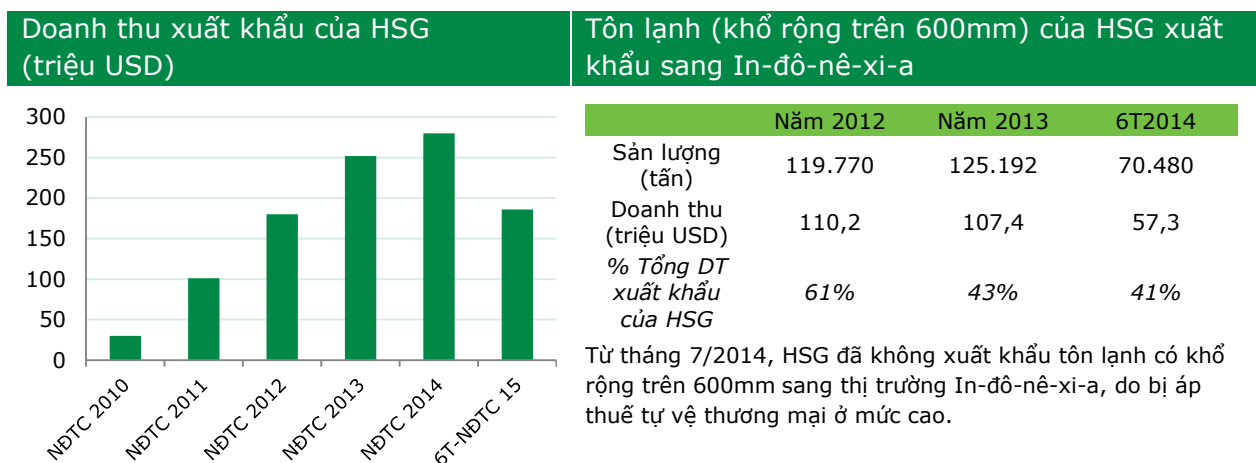
Vào tháng 7 năm 2014, Chính phủ In-đô-nê-xi-a đã áp dụng thuế tự vệ thương mại ở mức cao đối với mặt hàng tôn lạnh có khổ rộng trên 600mm của Việt Nam trong 3 năm, và có thể tiếp tục được gia hạn. Theo đó, mức thuế là 430 USD/tấn trong năm 2014 (tương đương 50% giá xuất khẩu của HSG), 371 USD/tấn năm 2015 (~46%), và 312 USD/tấn vào năm 2016.

Nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực trên, HSG đã chuyển hướng sang xuất khẩu sản phẩm tương tự là tôn lạnh xẻ bằng (tôn lạnh có khổ rộng dưới 600mm) để có thể duy trì được thị trường xuất khẩu chính này. Tổng sản lượng xuất khẩu của HSG trong nửa cuối năm 2014 vẫn tăng trưởng 11% so với 6T2014.

In-đô-nê-xi-a đã tự ban hành văn bản quyết định này mà không qua tham vấn trước với Chính phủ Việt Nam, điều này là không phù hợp với thông lệ quốc tế về các biện pháp tự vệ thương mại do Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) quy định.

Gần đây, Việt Nam chính thức thông báo đến Ban thư ký của WTO vào ngày 1/6/2015 về việc khởi xướng vấn đề tranh chấp mới với In-đô-nê-xi-a liên quan đến việc quốc gia này đã áp đặt biện pháp tự vệ thương mại trên. Việt Nam hy vọng hai bên sẽ đạt được thỏa thuận về một giải pháp thỏa đáng mà không cần phải tiến xa hơn đến các vụ kiện.

Tuy nhiên, chúng tôi cần nhắc khả năng In-đô-nê-xi-a sẽ tiếp tục áp dụng biện pháp phòng vệ thương mại đối với sản phẩm tôn lạnh xả bằng để bảo hộ ngành công nghiệp nội địa. Điều này có thể sẽ ảnh hưởng đáng kể đến mảng xuất khẩu cũng như doanh thu của HSG, và sẽ là một nguy cơ cho HSG trong dài hạn và chúng tôi đang theo dõi sát thông tin cập nhật vấn đề này.



Nguồn: HSG

Nguồn: VSA, HSG

## HSG TRÊN ĐÀ HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM

Kết quả kinh doanh trong 6 tháng của niên độ tài chính 2015 (NĐTC 2015 của HSG từ ngày 1/10/2014 đến ngày 30/9/2015) ghi nhận doanh thu thuần đạt 8.685 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng bán tăng trưởng mạnh. Lợi nhuận sau thuế đạt 243 tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ, hoàn thành 54% kế hoạch của công ty và 47% dự phóng của chúng tôi cho NĐTC 2015.

### Tóm tắt kết quả kinh doanh 6 tháng đầu NĐTC 2015

(tỷ đồng)	Q1/ NĐTC 2015	% tăng so với cùng kỳ	Q2/ NĐTC 2015	% tăng so với cùng kỳ	6T/ NĐTC 2015 *	% tăng so với cùng kỳ	Kế hoạch NĐTC 2015	% kế hoạch	VPBS dự bảo NĐTC 2015	% dự bảo
Sản lượng tiêu thụ thành phẩm (tấn)	243.004	36,2%	240.709	33,7%	483.713	34,9%	900.000	53,7%		
Doanh thu thuần	4.415	33,8%	4.355	30,3%	8.685	30,8%	16.500	52,6%	18.371	47,3%
Lợi nhuận gộp	490	20,7%	556	43,8%	1.049	32,3%			2.291	45,8%
% biên lợi nhuận gộp	11,1%		12,8%		12,1%				12,5%	
Doanh thu tài chính	0	-92,4%	13	35,7%	14	-13,5%			33	40,7%
Chi phí tài chính	50	-14,3%	103	69,0%	154	28,2%			374	41,2%
Chi phí bán hàng & QLDN	283	25,9%	323	21,4%	605	23,5%			1.306	46,3%
% doanh thu	6,4%		7,4%		7,0%				7,1%	
Thu nhập (chi phí) khác	6		6		12				20	
Lợi nhuận trước thuế	163	14,3%	149	80,8%	315	39,8%			664	47,4%
Lợi nhuận sau thuế	125	21,6%	116	70,4%	243	42,7%	450	54,1%	518	47,0%
% biên lãi ròng	2,8%		2,7%		2,8%				2,8%	
EPS (đồng)	1.299		1.200		2.527				5.381	

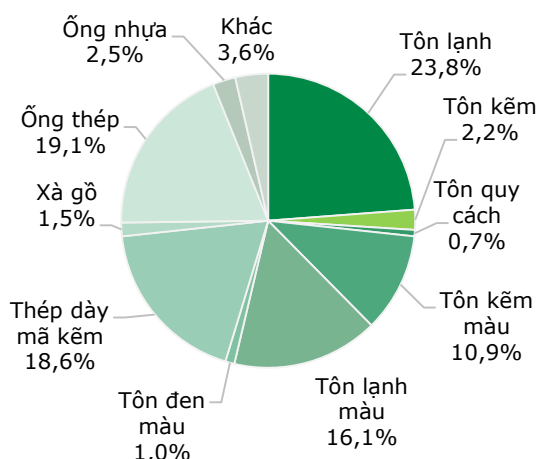
\* theo báo cáo soát xét. Nguồn: HSG, VPBS

Theo số liệu của Hiệp hội Thép Việt Nam, trong 8 tháng đầu của NĐTC 2015, sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG tăng 33% so với cùng kỳ của niên độ trước và đạt 508 nghìn tấn, trong đó, xuất khẩu chiếm 53% và tăng trưởng 34% so với cùng kỳ. HSG cũng bán được 157 nghìn tấn ống thép, tăng 37% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng HSG sẽ duy trì được mức bán hàng cao trong những

tháng cuối NĐTC 2015, nhờ mùa cao điểm của HSG thường từ tháng 3 đến tháng 7.

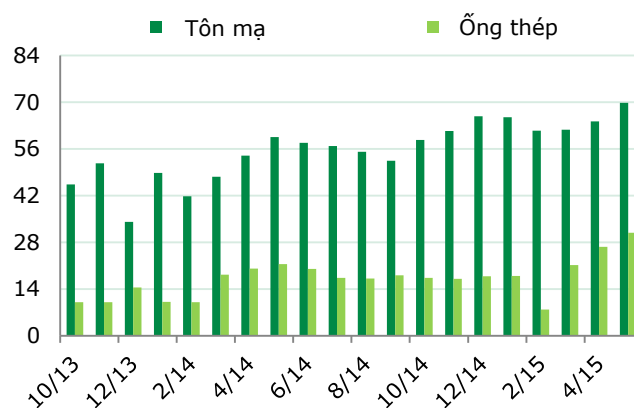
HSG tiếp tục dẫn đầu thị trường tôn mạ (5T2015: 40,8% thị phần; năm 2014: 38,0%) và đứng thứ hai về mảng ống thép (5T2015: 19,4% thị phần; năm 2014: 17,8%).

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm NĐTC 2014**



Nguồn: HSG

**Sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép hàng tháng của HSG (nghìn tấn)**



Nguồn: VSA

## KHUYẾN NGHỊ DÀI HẠN: NẮM GIỮ

Chúng tôi duy trì giả định về biên lợi nhuận gộp (không bao gồm khấu hao) trong NĐTC 2015, nhưng thận trọng điều chỉnh giảm mức giả định từ NĐTC 2016 xuống còn 14,0%, so với mức dự phóng trước đó là 14,5%, do cân nhắc những yếu tố sau:

- Công ty có nguồn doanh thu đáng kể từ hoạt động xuất khẩu để giảm thiểu rủi ro giá nguyên liệu tăng do biến động tỷ giá, nhưng HSG chủ yếu xuất khẩu sang các nước ASEAN không phải Mỹ. Các khách hàng ở thị trường nước ngoài của HSG có thể nhạy cảm hơn khi USD mạnh lên.
- Một số mặt hàng tôn thép nhập khẩu từ Trung Quốc, Đài Loan rất có khả năng sẽ tiếp tục gia tăng trong những năm tới.

Như đã trình bày trong phần phân tích độ nhạy trong Báo cáo lần đầu của chúng tôi, mức biến động nhẹ của biên lợi nhuận gộp có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận ròng của HSG. Chúng tôi cập nhật giá mục tiêu dài hạn mới là 45.000 đồng/cổ phiếu, giảm so với mức 53.300 đồng/cổ phiếu trong báo cáo phát hành vào ngày 23/12/2014. Mức giá mới này cao hơn 7% so với giá đóng cửa 42.200 đồng/cổ phiếu tại ngày 12/6/2015, do đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** dài hạn đối với cổ phiếu HSG.

Tỷ lệ cổ tức NĐTC 2014 được thông qua ở mức 40% trên mệnh giá, trong đó chi trả tối đa 30% mệnh giá bằng cổ phiếu. Sau khi phát hành cổ phiếu để chi trả cổ tức, tổng số lượng cổ phiếu lưu hành của HSG sẽ tăng lên mức 125 triệu cổ phiếu; giá mục tiêu của chúng tôi đối với HSG sẽ điều chỉnh xuống còn 34.615

đồng/cổ phiếu, trong khi giá thị trường sẽ điều chỉnh xuống mức 32.462 đồng/cổ phiếu dựa trên giá đóng cửa ngày 12/6/2015.

Ngoài ra, ngày 15/6/2015 là ngày giao dịch không hưởng quyền cho việc trả cổ tức đợt 1 của NĐTTC 2014 bằng tiền mặt với tỷ lệ 10% trên mệnh giá (1.000 đồng/cổ phiếu), tương đương tỷ lệ cổ tức tiền mặt trên giá cổ phiếu là 2,4%.

Mô hình định giá	Giá hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cổ phiếu)
DCF	39.112	50%	19.600
P/E	46.998	40%	18.800
TEV/EBIDTA	65.869	10%	6.600
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>45.000</b>

## Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF)

Mô hình DCF của chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 39.112 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 17% so với báo cáo cập nhật trước đó của chúng tôi là 47.362 đồng/cổ phiếu. WACC giảm từ 11,4% trong báo cáo trước đó xuống còn 10,4% chủ yếu do lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro thị trường giảm.

Các yếu tố đầu vào của chúng tôi cho mô hình DCF bao gồm:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 6,2%.
- *Phần bù rủi ro thị trường* dự kiến ở mức 8,46%.
- *Beta* được ước tính ở mức 1,3.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 17,0% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 10,4%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* là 3,0%.

## Phương pháp so sánh

Chúng tôi kỳ vọng chỉ số P/E và EV/EBITDA dự phóng NĐTTC 2015 của HSG sẽ đạt mức trung vị của nhóm tương đương cùng ngành trong nước:

Nhóm tương đương cùng ngành trong nước		VPBS dự phóng kết quả NĐTTC 2015 của HSG		Giá mục tiêu của HSG (đồng/cp)
P/E	8,73 lần	Lãi ròng (tỷ đồng)	518	46.998
EV/EBITDA	8,90 lần	EBITDA (tỷ đồng)	1.416	65.869

## Nhóm tương đương cùng ngành trong nước

Tên công ty	Vốn hóa	Quý 1 năm 2015								NDTC 2014		Chỉ số trượt		
		Doanh thu thuần		Lợi nhuận gộp		Lãi ròng			Nợ vay/VCSH	ROA	ROE	P/E	P/B	EV/EBITDA
	tỷ đồng	tỷ đồng	% so với cùng kỳ	tỷ đồng	% biến LN	tỷ đồng	% so với cùng kỳ	% biến LN						
HPG Tập đoàn Hòa Phát	20.962	5.838	-10%	1.016	17,4%	648,9	-25%	11,1%	53%	14,4%	29,5%	7,17	1,70	5,08
NKG CTCP Thép Nam Kim	563	1.177	-20%	70	5,9%	20,5	102%	1,7%	254%	2,9%	18,3%	6,47	1,07	6,62
TLH Tập đoàn Thép Tiến Lên	533	828	12%	32	3,9%	3,0	-90%	0,4%	98%	3,6%	7,2%	10,74	0,52	10,84
VIS CTCP Thép Việt Ý	374	722	-4%	12	1,6%	-39,6	NM	NM	212%	0,9%	3,5%	NM	0,61	9,12
TNA CTCP TM XNK Thiên Nam	272	445	45%	36	8,1%	13,7	80%	3,1%	241%	4,3%	14,1%	6,20	1,06	8,90
SMC CTCP Đầu tư Thương mại SMC	260	1.733	26%	33	1,9%	16,3	4%	0,9%	295%	0,6%	3,5%	12,69	0,47	NM
HMC CTCP Kim khí TP HCM	189	445	-9%	16	3,6%	0,8	-84%	0,2%	164%	2,1%	6,7%	10,30	0,57	16,92
VGS CTCP Ống thép Việt Đức	209	775	67%	23	3,0%	1,0	-85%	0,1%	110%	1,7%	4,3%	13,45	0,42	11,74
KKC CTCP SX và KD Kim khí	57	112	-25%	2	2,2%	-2,1	NM	NM	144%	5,1%	14,2%	NM	0,76	6,81
SSM CTCP Chế tạo Kết cấu Thép	50	28	19%	4	13,8%	1,7	23%	6,0%	54%	4,6%	9,4%	6,15	0,59	8,65
Trung bình			10%		6,1%		-9%	2,9%	162%	4,0%	11,1%	9,15	0,78	9,41
Trung vị			4%		3,7%		-11%	1,3%	154%	3,2%	8,3%	8,73	0,60	8,90
HSG Tập đoàn Hoa Sen	4.064	4.355	30%	556	12,8%	115,5	70%	2,7%	252%	4,7%	17,9%	8,46	1,60	8,29

Dữ liệu tại ngày 12/6/2015. Nguồn: Bloomberg, Báo cáo tài chính của công ty

## Nhóm tương đương cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Sàn giao dịch	Vốn hóa (triệu USD)	Biên LN gộp	Biên LN ròng	Nợ vay/VCSH	NDTC 2014		Chỉ số trượt			Chỉ số tương đối		
						ROA	ROE	P/E	P/B	EV/EBITDA	P/E	P/B	EV/EBITDA
Maharashtra Seamless Ltd	Natl India	195,6	NA	8,8%	26%	3,1%	3,6%	10,80	0,43	15,83	0,51	0,15	1,32
Welspun Corp Ltd	Natl India	306,3	NA	0,9%	104%	0,6%	1,7%	28,37	0,68	4,89	1,35	0,24	0,41
Ratnamani Metals & Tubes	Natl India	385,2	NA	10,8%	3%	NA	NA	14,23	2,72	8,00	0,68	0,95	0,67
Jai Corp Ltd	Natl India	136,4	NA	7,5%	1%	4,2%	4,4%	16,67	0,39	9,75	0,79	0,14	0,81
Uttam Galva Steels Ltd	Natl India	88,8	NA	0,2%	183%	0,4%	2,4%	28,23	0,29	7,57	1,34	0,10	0,63
Thai-German Products Public	Bangkok	82,1	15,8%	1,6%	21%	1,2%	1,9%	NM	1,90	NM	NM	0,92	NM
Tong Herr Resources Bhd	Bursa Malays	67,8	14,0%	5,4%	57%	4,8%	9,1%	8,79	0,77	5,77	0,52	0,40	0,60
Gandhi Special Tubes Ltd	Natl India	53,9	NA	18,2%	0%	10,3%	11,2%	21,86	2,16	14,48	1,04	0,76	1,21
2S Metal PCL	Bangkok	31,8	5,6%	1,0%	68%	NA	NA	23,87	1,30	13,84	1,19	0,63	1,14
Trung bình			11,8%	6,0%	52%	3,5%	4,9%	19,10	1,18	10,02	0,93	0,48	0,85
Trung vị			14,0%	5,4%	26%	3,1%	3,6%	19,26	0,77	8,88	0,91	0,40	0,74
Tập đoàn Hoa Sen	HSX	186,4	11,8%	2,8%	252%	4,7%	17,9%	8,46	1,60	8,29	0,66	0,90	0,93

Dữ liệu tại ngày 12/6/2015. Nguồn: Bloomberg

## Phân tích độ nhạy

### Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	1,0%	40.100	36.800	33.800	31.100	28.700
	2,0%	46.600	42.400	38.700	35.500	32.600
	3,0%	55.000	49.600	45.000	40.900	37.300
	4,0%	66.600	59.300	53.200	47.900	43.400
	5,0%	83.400	72.900	64.400	57.300	51.400

### Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với % thay đổi so với giả định về biên lợi nhuận gộp (không gồm khấu hao) và giá bán sản phẩm NĐTC 2015

		% thay đổi giả định của biên lợi nhuận gộp				
		-0,6%	-0,3%	0,0%	0,3%	0,6%
% thay đổi giả định của giá bán bình quân	-10%	32.900	34.900	37.000	39.100	41.300
	-5%	36.600	38.800	41.000	43.300	45.400
	0%	40.400	42.600	45.000	47.300	49.500
	5%	44.000	46.500	48.900	51.300	53.800
	10%	47.800	50.200	52.900	55.400	57.900

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

HSG đang nằm trong xu hướng tăng trung hạn sau khi tạo đáy tại 31.700 đồng/cổ phiếu. Giá HSG đã tăng gần 40% so với mức đáy và vừa chạm kháng cự 42.500 của đường MA200 ngày trong thời gian gần đây.

Trong ngắn hạn, với giá đóng cửa phía dưới MA200, HSG có thể sẽ có một nhịp điều chỉnh giảm, nhất là khi đường RSI đang dốc xuống từ vùng quá mua. HSG có ngưỡng hỗ trợ mạnh tại 38.500 của đường MA100 ngày. Trước đó, vùng 41.000 của đường MA5 có thể sẽ là ngưỡng hỗ trợ đầu tiên.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị chiến lược BÁN ngắn hạn với giá mục tiêu 38.500 đồng/cổ phiếu.

Tại ngày 12/6/2015	HSG (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	43.800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	31.700
Đường MA 50 ngày	37.000
Đường MA 100 ngày	38.500
Kháng cự trung hạn	42.500
Hỗ trợ trung hạn	38.500
<b>Khuyến nghị</b>	<b>BÁN</b>





## Phụ lục 1 – VPBS dự phóng

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	NĐTC 2011 A	NĐTC 2012 A	NĐTC 2013 A	NĐTC 2014 A	NĐTC 2015 E	NĐTC 2016 F	NĐTC 2017 F	NĐTC 2018 F	NĐTC 2019 F
<b>Doanh thu</b>	<b>8.166</b>	<b>10.088</b>	<b>11.760</b>	<b>14.990</b>	<b>18.371</b>	<b>22.419</b>	<b>25.476</b>	<b>28.010</b>	<b>30.929</b>
% tăng trưởng	66,7%	23,5%	16,6%	27,5%	22,6%	22,0%	13,6%	9,9%	10,4%
Giá vốn hàng bán	7.110	8.683	10.052	13.240	16.080	19.712	22.386	24.609	27.116
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.056</b>	<b>1.405</b>	<b>1.708</b>	<b>1.750</b>	<b>2.291</b>	<b>2.706</b>	<b>3.090</b>	<b>3.401</b>	<b>3.813</b>
% tăng trưởng	13,4%	33,1%	21,5%	2,5%	30,9%	18,1%	14,2%	10,1%	12,1%
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	498	648	842	1.066	1.306	1.594	1.812	1.992	2.199
<b>EBIT</b>	<b>558</b>	<b>758</b>	<b>866</b>	<b>684</b>	<b>985</b>	<b>1.112</b>	<b>1.278</b>	<b>1.409</b>	<b>1.614</b>
% tăng trưởng	-2,6%	35,8%	14,3%	-20,9%	43,9%	13,0%	14,9%	10,3%	14,5%
Khấu hao	208	274	291	354	431	500	551	601	598
<b>EBITDA</b>	<b>766</b>	<b>1.031</b>	<b>1.156</b>	<b>1.038</b>	<b>1.416</b>	<b>1.612</b>	<b>1.829</b>	<b>2.011</b>	<b>2.211</b>
Doanh thu tài chính	49	49	40	30	33	47	52	55	60
Chi phí tài chính	458	409	247	256	374	444	477	498	462
Lợi nhuận (chi phí) khác	19	15	20	65	20	20	20	20	20
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>168</b>	<b>412</b>	<b>679</b>	<b>523</b>	<b>664</b>	<b>735</b>	<b>873</b>	<b>986</b>	<b>1.231</b>
% tăng trưởng	-33,1%	144,3%	65,0%	-22,9%	26,9%	10,6%	18,8%	12,9%	24,9%
Chi phí thuế	8	43	98	113	146	151	175	197	246
Thuế suất hiệu dụng	4,9%	10,6%	14,5%	21,6%	22,0%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>160</b>	<b>368</b>	<b>581</b>	<b>410</b>	<b>518</b>	<b>584</b>	<b>698</b>	<b>789</b>	<b>985</b>
% tăng trưởng	-25,6%	129,8%	57,8%	-29,4%	26,3%	12,7%	19,6%	12,9%	24,9%
% biên LN	2,0%	3,6%	4,9%	2,7%	2,8%	2,6%	2,7%	2,8%	3,2%
Số lượng cổ phiếu bình quân (triệu)	99	97	96	96	125	125	125	125	125
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.622	3.761	5.941	4.261	4.139	4.664	5.577	6.299	7.866
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng/cp)	500	1.000	3.000	2.500	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000

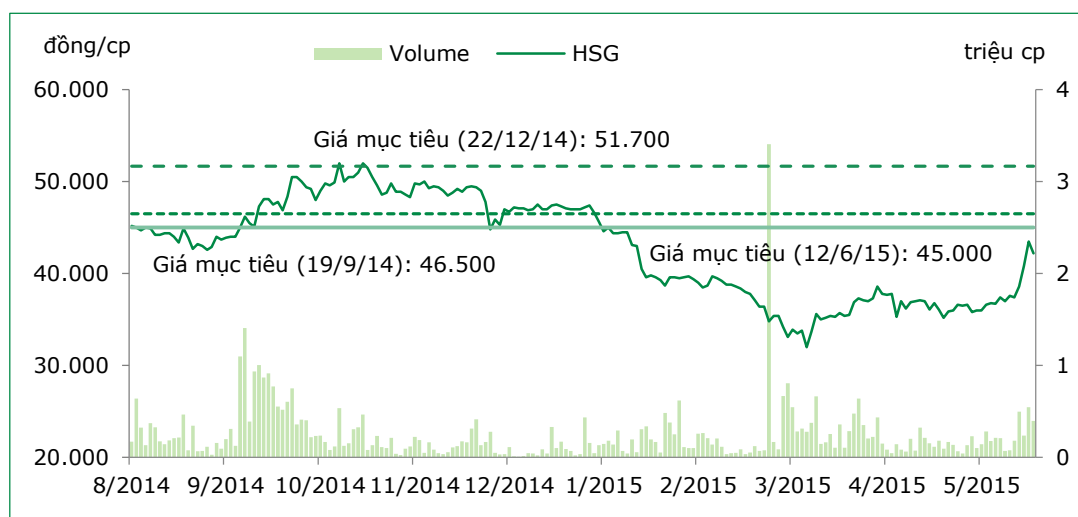
Lưu ý: Lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS) = Lãi ròng / số lượng cổ phiếu bình quân  
 Chúng tôi giả định HSG sẽ tiến hành chi trả cổ tức bằng cổ phiếu (30% trên mệnh giá) trong năm nay.

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	NĐTC 2011 A	NĐTC 2012 A	NĐTC 2013 A	NĐTC 2014 A	NĐTC 2015 E	NĐTC 2016 F	NĐTC 2017 F	NĐTC 2018 F	NĐTC 2019 F
Tiền và các khoản tương đương tiền	128	67	177	156	997	967	869	856	1.087
Các khoản phải thu	464	607	561	654	838	1.023	1.163	1.278	1.411
Hàng tồn kho	2.016	1.540	3.020	4.747	5.298	6.494	7.375	8.108	8.933
Tài sản ngắn hạn khác	462	392	457	843	795	940	1.101	1.223	1.346
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.071</b>	<b>2.606</b>	<b>4.215</b>	<b>6.400</b>	<b>7.928</b>	<b>9.424</b>	<b>10.508</b>	<b>11.465</b>	<b>12.778</b>
Tài sản cố định	2.721	2.585	2.790	3.654	3.652	4.184	4.403	4.557	4.014
Các khoản đầu tư dài hạn	58	59	59	46	46	46	46	46	46
Tài sản dài hạn khác	66	72	78	106	106	122	143	157	169
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.845</b>	<b>2.717</b>	<b>2.927</b>	<b>3.806</b>	<b>3.805</b>	<b>4.352</b>	<b>4.592</b>	<b>4.760</b>	<b>4.229</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.916</b>	<b>5.323</b>	<b>7.142</b>	<b>10.206</b>	<b>11.732</b>	<b>13.776</b>	<b>15.100</b>	<b>16.224</b>	<b>17.006</b>
Các khoản phải trả	1.098	484	1.318	1.886	2.199	2.696	3.062	3.366	3.708
Vay nợ ngắn hạn	2.254	2.040	2.814	4.756	5.113	5.791	6.071	6.115	6.133
Nợ ngắn hạn khác	134	169	207	225	254	295	326	345	365
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3.486</b>	<b>2.693</b>	<b>4.339</b>	<b>6.867</b>	<b>7.566</b>	<b>8.781</b>	<b>9.458</b>	<b>9.825</b>	<b>10.207</b>
Vay nợ dài hạn	645	606	588	954	1.100	1.470	1.543	1.638	1.178
Nợ dài hạn khác	2	5	5	6	6	6	6	6	6
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>647</b>	<b>611</b>	<b>593</b>	<b>959</b>	<b>1.105</b>	<b>1.475</b>	<b>1.549</b>	<b>1.643</b>	<b>1.184</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4.133</b>	<b>3.304</b>	<b>4.932</b>	<b>7.826</b>	<b>8.671</b>	<b>10.256</b>	<b>11.007</b>	<b>11.468</b>	<b>11.390</b>
Vốn đầu tư CSH	1.008	1.008	1.008	1.008	1.297	1.297	1.297	1.297	1.297
Thặng dư vốn cổ phần	452	452	452	452	452	452	452	452	452
Lợi nhuận chưa phân phối	343	605	821	979	1.372	1.831	2.404	3.067	3.927
Vốn khác	(20)	(46)	(71)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.783</b>	<b>2.019</b>	<b>2.210</b>	<b>2.379</b>	<b>3.061</b>	<b>3.520</b>	<b>4.093</b>	<b>4.756</b>	<b>5.616</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5.916</b>	<b>5.323</b>	<b>7.142</b>	<b>10.206</b>	<b>11.732</b>	<b>13.776</b>	<b>15.100</b>	<b>16.224</b>	<b>17.006</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	NĐTC 2011 A	NĐTC 2012 A	NĐTC 2013 A	NĐTC 2014 A	NĐTC 2015 E	NĐTC 2016 F	NĐTC 2017 F	NĐTC 2018 F	NĐTC 2019 F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	249	452	221	(915)	604	94	465	742	865
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(775)	(56)	(479)	(1.164)	(430)	(1.048)	(791)	(769)	(67)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	606	(456)	373	2.060	666	923	228	13	(566)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>81</b>	<b>(59)</b>	<b>115</b>	<b>(19)</b>	<b>841</b>	<b>(30)</b>	<b>(97)</b>	<b>(14)</b>	<b>232</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	50	128	67	177	156	997	967	869	856
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá	(2)	(2)	(5)	(3)	-	-	-	-	-
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>128</b>	<b>67</b>	<b>177</b>	<b>156</b>	<b>997</b>	<b>967</b>	<b>869</b>	<b>856</b>	<b>1.087</b>
Dòng tiền tự do	(255)	697	(121)	(1.943)	370	(700)	(49)	254	1.048

PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	NĐTC 2011 A	NĐTC 2012 A	NĐTC 2013 A	NĐTC 2014 A	NĐTC 2015 E	NĐTC 2016 F	NĐTC 2017 F	NĐTC 2018 F	NĐTC 2019 F
<b>Chỉ số định giá</b>									
Chỉ số P/E			7,0x	9,9x	7,8x	7,0x	5,8x	5,2x	4,1x
Chỉ số PEG			0,1x	(0,3x)	0,3x	0,5x	0,3x	0,4x	0,2x
EV / EBIT			11,9x	15,1x	10,5x	9,3x	8,1x	7,3x	6,4x
EV / EBITDA			8,9x	9,9x	7,3x	6,4x	5,6x	5,1x	4,7x
Chỉ số P/S			0,3x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Chỉ số P/B			1,9x	1,8x	1,8x	1,6x	1,3x	1,2x	1,0x
Lợi suất cổ tức	1,2%	2,4%	7,1%	5,9%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
<b>Chỉ số sinh lời</b>									
Biên LN gộp	12,9%	13,9%	14,5%	11,7%	12,5%	12,1%	12,1%	12,1%	12,3%
Biên LN gộp (không gồm Khấu hao)	15,1%	16,3%	16,7%	13,7%	14,5%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Biên EBITDA	9,4%	10,2%	9,8%	6,9%	7,7%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%
Biên LN hoạt động	6,8%	7,5%	7,4%	4,6%	5,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,2%
Biên LN ròng	2,0%	3,6%	4,9%	2,7%	2,8%	2,6%	2,7%	2,8%	3,2%
Tỷ số LN/ tổng tài sản bình quân	3,1%	6,6%	9,3%	4,7%	4,7%	4,6%	4,8%	5,0%	5,9%
Tỷ số LN/ vốn chủ sở hữu bình quân	9,2%	19,4%	27,5%	17,9%	19,1%	17,7%	18,3%	17,8%	19,0%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>									
Tỷ số thanh toán lãi vay	1,9x	2,2x	5,2x	3,7x	3,9x	3,7x	4,0x	4,2x	5,4x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	0,7x	2,6x	1,8x	0,8x	2,1x	1,2x	1,7x	1,8x	6,3x
Tỷ số nợ vay trên vốn	62%	57%	61%	71%	67%	67%	65%	62%	57%
Tỷ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu	163%	131%	154%	240%	203%	206%	186%	163%	130%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>									
Hệ số vòng quay tài sản	1,4x	1,9x	1,6x	1,5x	1,6x	1,6x	1,7x	1,7x	1,8x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	17,6x	16,6x	21,0x	22,9x	21,9x	21,9x	21,9x	21,9x	21,9x
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	6,5x	17,9x	7,6x	7,0x	7,3x	7,3x	7,3x	7,3x	7,3x
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	3,5x	5,6x	3,3x	2,8x	3,0x	3,0x	3,0x	3,0x	3,0x
Hệ số thanh toán hiện hành	0,9x	1,0x	1,0x	0,9x	1,0x	1,1x	1,1x	1,2x	1,3x
Hệ số thanh toán nhanh	0,3x	0,4x	0,3x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x

## Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu



---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

**Lưu Bích Hồng**

Giám đốc – Phân tích cơ bản

honglb@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Đắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gần với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418