

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG – HSX)

LẤY ĐẦU TƯ LÀM ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY14/15	Q3-FY14/15	+/- qoq	Q4-FY13/14	+/- yoy
Doanh thu thuần	4.054,8	4.830,1	-16%	4.024,3	1%
Lợi nhuận sau thuế	167,5	241,3	-31%	128,7	30%
EBIT	232,5	363,3	-36%	201,6	15%
Tỷ suất EBIT	5,7%	7,5%	-179bps	5,0%	73bps

Nguồn: HSG

- NĐTTC 2014-2015: kinh doanh khởi sắc
- Chiến lược đầu tư từng bước chiếm lĩnh thị trường vật liệu xây dựng
- Cơ hội thị trường tại xuất khẩu và nội địa
- Triển vọng kinh doanh NĐTTC 2015-2016: biên lợi nhuận gộp có thể giảm

Quan điểm và Định giá: NĐTTC 2014-2015 có thể nói là một năm kinh doanh khởi sắc của CTCP Tập Đoàn Hoa Sen nhờ sản lượng tiêu thụ vượt kế hoạch và biên lợi nhuận phục hồi ấn tượng trong nửa cuối năm. Hiện tại, Công ty đang trong giai đoạn đầu tư mạnh với hai nhà máy tôn ở Nghệ An và một nhà máy ống thép tại Bình Định với tham vọng chiếm lĩnh thị trường vật liệu xây dựng trong nước đồng thời khai phá tiếp tiềm năng của thị trường xuất khẩu. Theo đánh giá của RongViet Research, quyết định đầu tư mở rộng của HSG khá tương đồng với giai đoạn 2009-2010, chi phí đầu tư xây dựng cơ bản hợp lý và nguồn vốn hiện có sẽ giúp công ty triển khai nhanh và mạnh các dự án đầu tư. Cùng với đó, ưu đãi tại địa điểm đặt nhà máy cũng là một lợi thế đáng kể mà không phải doanh nghiệp trong ngành nào cũng có được. Tuy nhiên, xét ở khía cạnh thị trường, chúng tôi quan ngại tiềm năng tăng trưởng của thị trường tôn mạ trong nước trong 5 năm tới có thể sẽ không cao bằng giai đoạn 2010-2015. Để đảm bảo đầu ra cho sản phẩm, Công ty đang phát triển mạng lưới chi nhánh ở khu vực miền Bắc và miền Trung. Đối với thị trường xuất khẩu, sau một thời gian tăng trưởng mạnh mẽ trong sản lượng bán hàng, HSG đang đối mặt với khó khăn liên quan đến nhiều vụ kiện chống bán phá giá tại các thị trường chính trong khu vực Đông Nam Á. Trước khó khăn này, chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu tại các nước phát triển, đặc biệt ở Mỹ, sẽ là cơ hội để Công ty giải quyết đầu ra cho sản phẩm, dù vậy, lộ trình chinh phục nhà nhập khẩu tại thị trường Mỹ sẽ cần ít nhất một vài năm. Trong niên độ kế tiếp, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của công ty tiếp tục tăng trưởng nhờ các dây chuyền tại các nhà máy mới, doanh thu ước tính đạt 20.109 tỷ đồng (+14% so với cùng kỳ), LNST dự kiến đạt 762 tỷ đồng (+18% so với cùng kỳ), tương đương EPS dự phóng là 5.800 đồng. Với triển vọng kinh doanh tăng trưởng nhờ các dự án đầu tư mới, giá trị hợp lý của cổ phiếu HSG được xác định vào khoảng **52.500 đồng/cp**, cao hơn 14% so với mức giá đóng cửa ngày 28/10/2015. Dựa trên kết quả này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu HSG.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY12/13	FY13/14	FY14/15E	FY15/16F
Doanh thu thuần	11.759,9	14.990,4	17.654,7	20.108,7
% tăng trưởng	16,6%	27,5%	17,8%	13,9%
Lợi nhuận sau thuế	580,8	410,3	647,6	762,0
% tăng trưởng	57,8%	-29,4%	57,8%	17,7%
Tỷ suất LNST (%)	4,9%	2,7%	3,7%	3,8%
ROA (%)	9,3%	4,7%	6,4%	6,8%
ROE (%)	27,5%	17,9%	24,4%	21,8%
EPS (VND)	5.941	4.261	6.425	5.816
EPS đ/chính (VND)	3.465	4.261	6.425	5.816
Giá trị sổ sách (VND)	21.931	23.605	29.043	31.125
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.500	2.500		
P/E (x)	2,9	9,3	7,2*	7,9*
P/BV (x)	0,8	1,7	1,6*	1,5*

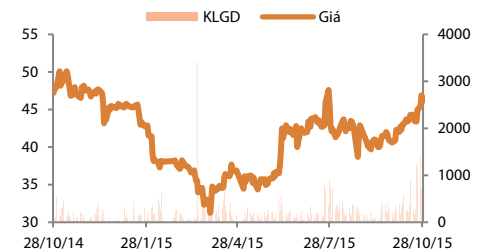
Nguồn: Báo cáo tài chính HSG, Rong Viet tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 28/10/2015

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	46.100
Giá mục tiêu (VND)	52.500
Thời gian đầu tư	Dài hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.255
SLCPDLH	100.790.790
Beta	0,91
Free Float (%)	32
Giá cao nhất 52 tuần	50.100
Giá thấp nhất 52 tuần	31.242
KLGD bình quân 20 phiên	43.198



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
HSG	7,2	-4,1	211,1
VLXD	-4,6	-6,6	NA
VN30 Index	-5,6	-2,1	34,0
HSX Index	-3,7	1,8	54,9

Cổ đông lớn (%)

Lê Phước Vũ	15,79
Công ty TNHH MTV Tam Hỷ	13,14
Red River Holdings	12,14
Gới hạn sở hữu NĐTNN (%)	17,23

Trần Thị Hà My

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1309

my.tth@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY14/15 và Lũy kế 9T - FY14/15

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14/15	Q2-FY14/15	+/- (qoq)	Q3-FY13/14	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	4.830,1	4.355,1	10,9%	4.325,4	11,7%	13.600,0	24,0%
Lợi nhuận gộp	755,4	556,2	35,8%	453,8	66,4%	1.801,5	44,7%
Chi phí bán hàng và quản lý	372,0	322,7	15,3%	284,9	30,6%	977,4	26,1%
Thu nhập HĐKD	313,5	143,3	118,7%	126,0	148,8%	614,0	90,5%
EBITDA	494,5	321,8	53,7%	275,9	79,2%	1.137,4	49,9%
EBIT	363,3	203,7	78,4%	183,4	98,1%	775,8	53,7%
Chi phí tài chính	76,2	103,4	-26,3%	53,4	42,7%	230,0	32,7%
- Chi phí lãi vay	43,2	54,7	-21,0%	39,5	9,5%	143,2	4,3%
Khấu hao	-131,1	-118,0	11,1%	-92,5	41,8%	-361,7	42,5%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)	6,6	5,7	16,2%	17,9	-63,0%		
Lợi nhuận trước thuế	320,1	149,0	114,8%	143,9	122,4%	632,6	72,1%
Lợi nhuận sau thuế	241,3	115,5	108,9%	110,9	117,6%	482,0	71,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	236,3	111,1	112,7%	97,1	143,4%	482,0	

Nguồn: HSG, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY14/15

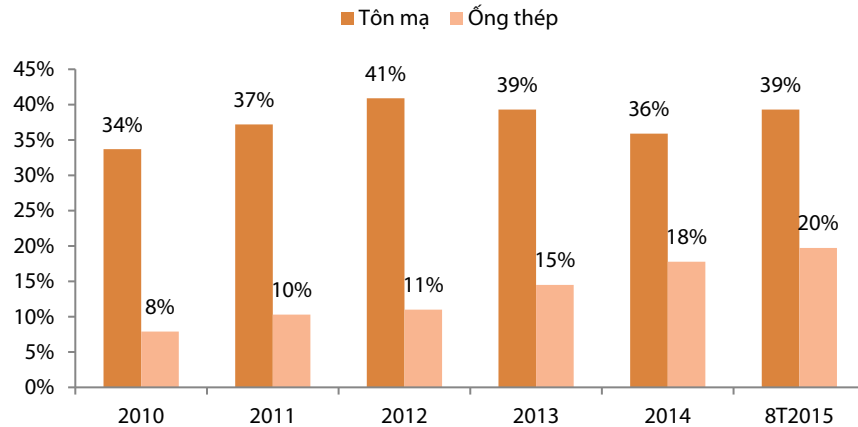
Chỉ tiêu	Q3-FY14/15	Q4-FY14/15	+/- (qoq)	Q3-FY13/14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	15,6%	12,8%	287bps	10,5%	515bps
EBITDA/Doanh thu	10,2%	7,4%	285bps	6,4%	386bps
EBIT /Doanh thu	7,5%	4,7%	284bps	4,2%	328bps
TS lợi nhuận ròng	5,0%	2,7%	234bps	2,6%	243bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	4,9%	2,6%	234bps	2,2%	265bps
Vòng quay vốn lưu động* (x)					
-Hàng tồn kho	4,8	4,0	0,8	4,8	0,0
-Khoản phải thu	27,7	24,8	2,9	20,6	7,1
-Khoản phải trả	19,6	20,7	-1,1	12,7	7,0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	2,1	3,0	-0,9	2,4	-0,3

Nguồn: HSG, RongViet Securities (*) thường niên hóa

NĐTC 2014-2015: kinh doanh khởi sắc

NĐTC 2014-2015 là một năm kinh doanh thành công của Công ty với sản lượng bán hàng ước đạt hơn 1 triệu tấn, vượt 11% kế hoạch và tăng trưởng 23% so với cùng kỳ. Trong đó, sản lượng của hai mặt hàng chính là tôn mạ và ống thép tăng trưởng lần lượt 21% và 30%. Trong ngành tôn mạ, HSG giữ vững vị trí đầu ngành với thị phần đạt hơn 39,3%, tăng thêm 3,4% so với cuối năm 2014 và vượt xa so với các doanh nghiệp trong ngành. Đối với mảng kinh doanh ống thép, sản lượng bán hàng của Công ty liên tục mở rộng qua từng năm và hiện tại đang theo sát đối thủ là Hòa Phát với thị phần đạt gần 20%.

Hình 1: Thị phần tôn mạ và ống thép của HSG theo năm

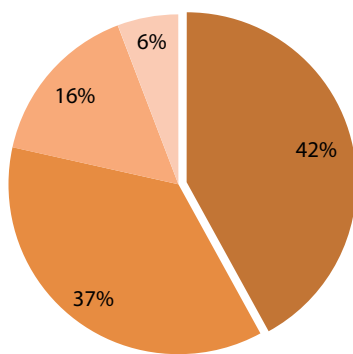


Nguồn: VSA

Theo ước tính của RongViet Research, doanh thu trong NĐTTC 2014-2015 của HSG đạt khoảng 17.700 tỷ đồng (+18% so với cùng kỳ) trong khi LNST ước đạt 650 tỷ đồng (+59% so với cùng kỳ). Kết quả tăng trưởng ấn tượng của Công ty về mặt lợi nhuận đến từ mức tăng khá của biên lợi nhuận gộp, đặc biệt là trong nửa cuối năm. Biên lãi gộp đạt xấp xỉ 13,7%, tăng 2% so với cùng kỳ. Trong niên độ này, tốc độ giảm của giá bán chậm hơn mức giảm của giá nguyên liệu đầu vào cùng với hai dây chuyền cán nguội mới hoạt động hết công suất đã giúp cho HSG hoàn thành kế hoạch trên mong đợi (vượt 45% mục tiêu về lợi nhuận). Theo chia sẻ của doanh nghiệp, giá bán giảm chậm hơn so với giá nguyên vật liệu là do HSG sở hữu hệ thống chi nhánh mạnh và thương hiệu tốt trên thị trường. Ngoài ra, sự sôi động trong hoạt động kinh tế, đặc biệt là lĩnh vực xây dựng cũng góp phần kìm hãm đà giảm của giá đầu ra. Với kết quả trên, EPS của niên độ này ước đạt 6.500 đồng/cp.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu 9T NĐTTC 2014-2015 theo thị trường

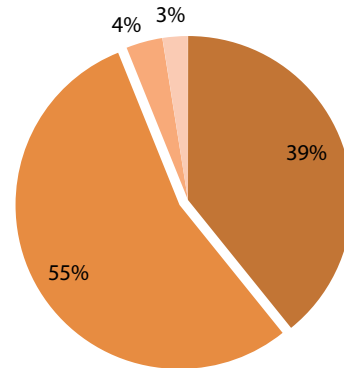
■ DT xuất khẩu
■ Hệ thống phân phối
■ Kinh doanh nội địa
■ Công ty con - nội địa



Nguồn: HSG

Hình 3: Cơ cấu doanh thu 9T NĐTTC 2014-2015 theo sản phẩm

■ Thép
■ Tôn
■ Khác
■ Nhựa



Nguồn: HSG

Chiến lược đầu tư từng bước chiếm lĩnh thị trường vật liệu xây dựng

Hiện tại, HSG đang tiến hành đầu tư một dự án lớn là Nhà máy Tôn Hoa Sen Nghệ An tại KCN Đông Hải với vốn cố định ~4.500 tỷ đồng. Theo quan điểm của RongViet Research, bối cảnh đầu tư dự án mới khá tương đồng với giai đoạn trước khi HSG tiến hành đầu tư Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ. Trong giai đoạn 2009-2010, lãnh đạo Công ty đã tận dụng cơ hội trong khủng hoảng để triển khai dự án với chi phí

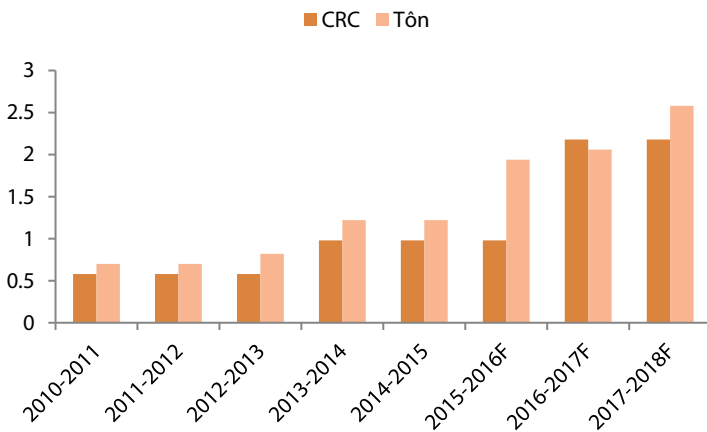
đầu tư máy móc thiết bị và chi phí thi công thấp hơn so với điều kiện bình thường. Ngoài ra, HSG cũng giảm được chi phí đầu tư nhờ nhận gói hỗ trợ lãi suất 4%/năm từ chính sách kích cầu của Chính phủ.

Trong năm nay, kinh tế trong nước đang phục hồi song ngành thép thế giới lại khủng hoảng do thừa cung tại Trung Quốc, nhờ đó mà chi phí đầu tư các dây chuyền, thiết bị ở mức hợp lý. Đồng thời, điều kiện vay vốn cũng khá tốt đối với Công ty do mặt bằng lãi suất đang thấp. Dựa trên BCTC giữa niên độ, chi phí vay dài hạn của Công ty tương đối thấp so với các công ty trong ngành, lãi suất bình quân bằng USD ~3,4%/năm và bằng VND ~8,5%/năm. Một điểm quan trọng khác là dự án của HSG nằm trong khu kinh tế Đông Nam thuộc tỉnh Nghệ An nên được hưởng nhiều ưu đãi:

- (1) Doanh nghiệp được miễn thuế TNDN trong 4 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% thuế TNDN phải nộp cho 9 năm tiếp theo, thuế suất áp dụng là 10% trong vòng 15 năm.
- (2) Miễn thuế nhập khẩu đối với máy móc thiết bị để tạo tài sản cố định của dự án.
- (3) Miễn tiền thuê đất 15 năm đối với dự án.

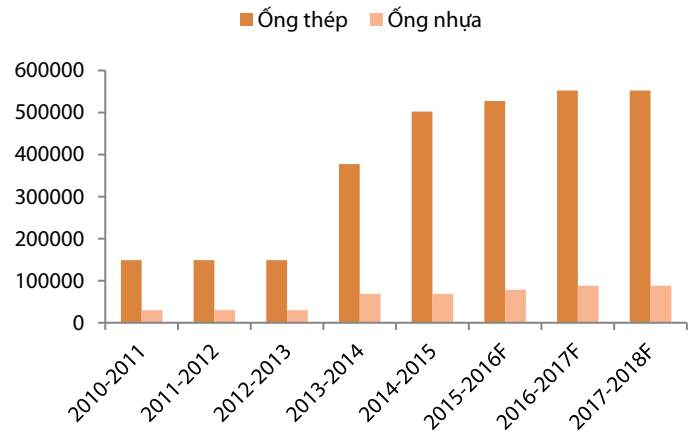
Nhìn chung, những thuận lợi về chi phí và ưu đãi khi đầu tư có thể giúp Công ty triển khai thành công dự án với thời gian đầu tư nhanh (~2 năm). Theo kế hoạch, Công ty sẽ đầu tư vào dây chuyền mạ kẽm và một số dây chuyền phụ trong NĐTTC 2015-2016 trước khi hoàn thành dây chuyền cán nguội trong NĐTTC 2016-2017, các dây chuyền mạ màu sẽ được đầu tư sau cùng. Dự án trên sẽ giúp công suất cán nguội của HSG tăng 122% (~2,2 triệu tấn/năm) và công suất tổng hợp các sản phẩm tôn tăng 69% (~2,6 triệu tấn/năm).

Hình 4: Công suất sản phẩm CRC và tôn



Nguồn: HSG, RongViet Research

Hình 5: Công suất sản phẩm ống thép và ống nhựa



Nguồn: HSG, RongViet Research

Bên cạnh sản phẩm chính là tôn mạ, HSG đang đầu tư mạnh vào mảng ống nhựa và ống thép, hai sản phẩm vốn có tiềm năng mở rộng thị trường cao. Trong 9 tháng đầu năm 2015, sản lượng tiêu thụ ống nhựa của các công ty đầu ngành (Nhựa Bình Minh (BMP-HSX), Nhựa Tiền Phong (NTP-HSX)) tăng trưởng từ 17-21%, trong khi sản lượng tiêu thụ ống thép của các thành viên trong Hiệp hội thép Việt Nam (VSA) đã tăng 29,2% so với cùng kỳ.

Hiện tại, Công ty đang đầu tư các dây chuyền mới tại Nhà máy ống thép Hoa Sen Bình Định và Nhà máy tôn Hoa Sen Nghệ An tại KCN Nam Cẩm. Theo kế hoạch đầu tư, công suất ống nhựa của HSG sẽ tăng lên 88.100 tấn/năm (+28% so với hiện tại), đối với ống thép là 552.400 tấn/năm (+46% so với hiện tại). Sau khi mở rộng, mảng ống nhựa của HSG sẽ có công suất tương đương BMP và chỉ thấp hơn NTP khoảng 10.000 tấn/năm. Tuy nhiên, do mới xâm nhập thị trường, chúng tôi đánh giá mặt hàng ống nhựa vẫn chưa phải là mảng kinh doanh trọng yếu. Nổi bật hơn là mặt hàng ống thép, HSG đang là đối thủ trực

tiếp của thép Hòa Phát (HPG-HSX) với thị phần đứng thứ hai và có xu hướng tăng dần qua các năm. Theo ước tính của chúng tôi, sau khi đầu tư, công suất ống thép của HSG sẽ vượt HPG khoảng 38%.

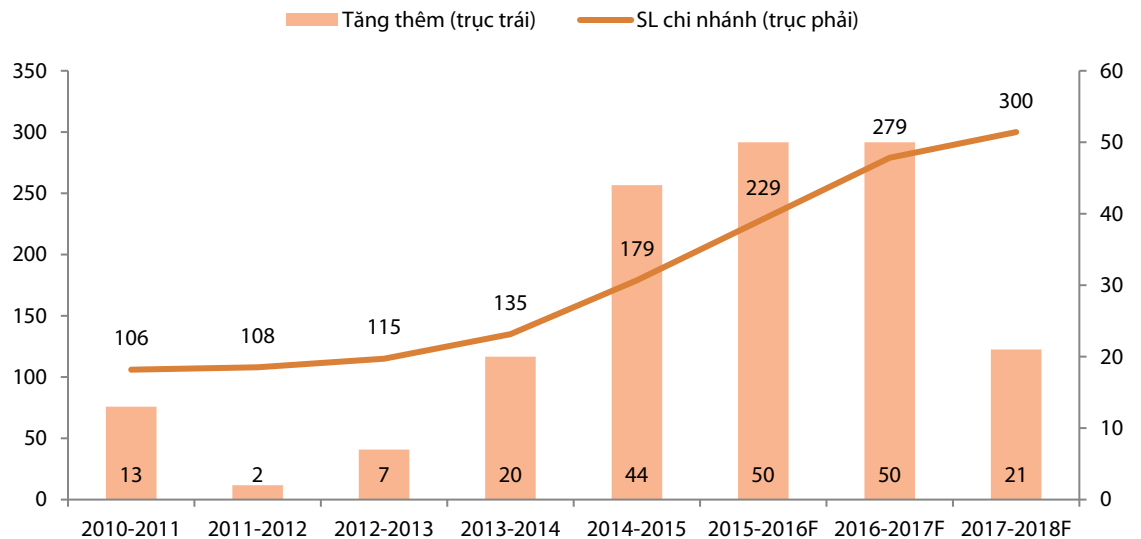
Như vậy, với định hướng đầu tư trong thời gian tới, có thể thấy Công ty vẫn tập trung chính ở mảng thép mạnh là tôn mạ, đi cùng với đó là tham vọng chiếm lĩnh vị trí dẫn đầu đối với mặt hàng ống thép. Ngoài ra, việc tham gia nhiều hơn vào thị trường ống nhựa sẽ khiến cho HSG trở thành một đối thủ mạnh của hai công ty đầu ngành là BMP và NTP.

Cơ hội thị trường: xuất khẩu và nội địa

Thị trường nội địa: vẫn còn tiềm năng nhưng tăng trưởng có khả năng chậm lại

Chủ tịch Công ty từng chia sẻ “Người nắm được đầu ra của sản phẩm sẽ chiếm lĩnh thị trường”. Hiện tại, HSG đang hoạch định chính sách bán hàng khá cân đối giữa thị trường trong nước và xuất khẩu. Đánh giá chiến lược phân phối từ trước đến nay, chúng tôi cho rằng Công ty đã thành công trong chiếm lĩnh thị trường nội địa với tốc độ tăng bình quân sản lượng ~18%, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng của ngành (~15%). Tại nội địa, với kênh phân phối trực tiếp qua chi nhánh, Công ty tiết kiệm đáng kể chi phí hoa hồng cho đại lý và kiểm soát việc bán hàng khá chặt chẽ. Trong niên độ này, Công ty đã mở thêm 44 chi nhánh nâng số chi nhánh đang hoạt động lên 179. Đa số những chi nhánh mới chưa có đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh của NĐTTC 2014-2015, tuy nhiên, đây là bước chuẩn bị về đầu ra cho các nhà máy mới trong năm sau. Trong 2 năm tới, HSG có kế hoạch nâng số lượng chi nhánh lên 300.

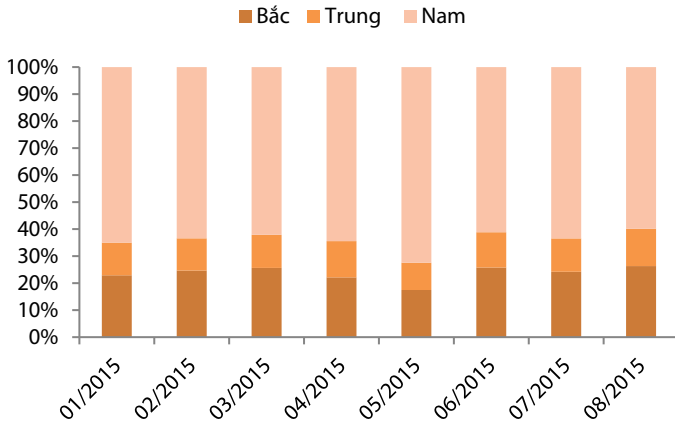
Hình 6: Số lượng chi nhánh mở thêm qua các năm



Nguồn: HSG, RongViet Research

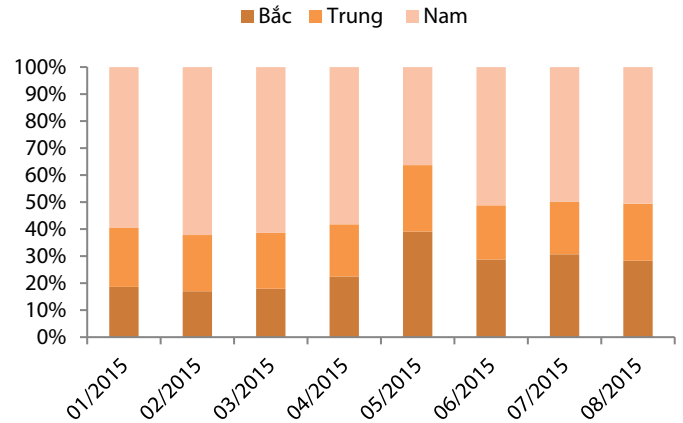
Đối với tiềm năng tiêu thụ các mặt hàng tôn mạ trong nước, theo dự báo của Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng tôn mạ có khả năng tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2015-2020. 9 tháng đầu năm 2015, sản lượng bán hàng tôn mạ của các thành viên trong VSA chỉ tăng ~13%, thấp hơn mức tăng trưởng của năm 2014 (~18%). Chiến lược hiện nay của Công ty đang tập trung chiếm lĩnh thị phần ở khu vực miền Bắc và miền Trung, điều này sẽ giúp giải quyết được một phần đầu ra, tuy nhiên, với công suất tăng thêm trong 2-3 năm tới, việc đẩy mạnh thị trường xuất khẩu theo chúng tôi là cần thiết.

Hình 7: Sản lượng tiêu thụ tôn theo miền



Nguồn: HSG, RongViet Research

Hình 8: Sản lượng tiêu thụ ống thép theo miền



Nguồn: HSG, RongViet Research

Thị trường xuất khẩu: cơ hội tại các thị trường phát triển

Từ khi tham gia vào xuất khẩu tôn mạ (năm 2010), Công ty đạt được mức tăng cao về sản lượng (bình quân ~42%/năm). Trong NĐTCC 2014-2015, tăng trưởng sản lượng xuất khẩu cũng vượt trội so với nội địa, đạt 425.089 tấn, tăng 26,4% so với cùng kỳ. Tuy vậy, thị trường xuất khẩu không phải là một thị trường dễ dàng, ngoài cạnh tranh với tôn rẻ của Trung Quốc, ngày càng nhiều các vụ kiện chống bán phá giá (CBPG) nhắm vào sản phẩm tôn mạ của Việt Nam.

Hiện tại, các nước Đông Nam Á vẫn là thị trường xuất khẩu chính của các nhà sản xuất tôn mạ Việt Nam. Trong 6 nước tiêu thụ nhiều nhất, sản phẩm tôn của Việt Nam không cạnh tranh được với hàng Trung Quốc tại Philippines, lượng hàng xuất khẩu sang nước này bắt đầu giảm từ năm 2014 và giảm rất mạnh trong 9 tháng đầu năm 2015. Còn lại có đến 3 nước đang kiện chống bán phá giá tôn Việt Nam, trong đó, Thái Lan là nước có mức áp thuế CBPG cao nhất.

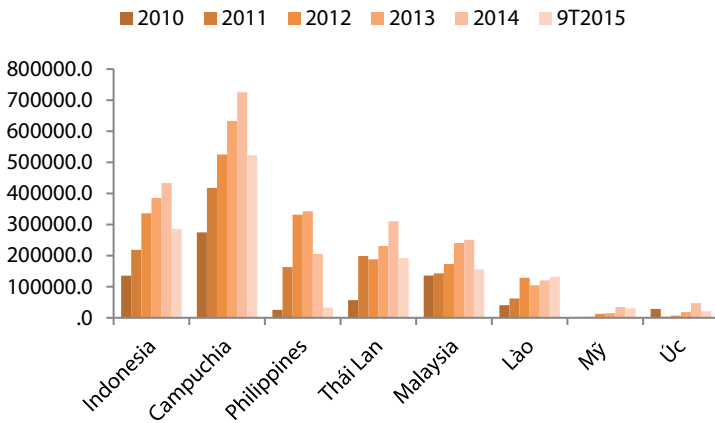
Bảng 3: Mức thuế CBPG tại các nước Đông Nam Á

Quốc gia	Mức thuế CBPG	Thời gian bắt đầu điều tra
Thái Lan	86,04-89,58%	11/09/2015
Indonesia	12,3-27,8%	08/09/2015
Malaysia	5,68-16,45%	17/09/2015

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đối với Hoa Sen, tại thị trường Indonesia, nhờ thay đổi quy cách sản phẩm và đáp ứng được yêu cầu chất lượng với khách hàng nên đơn hàng xuất khẩu vẫn tăng trưởng. Trong khi đó, tại thị trường Malaysia, trong lần kiện mới nhất, do không đáp ứng được đủ yêu cầu trong bảng điều tra, tôn Hoa Sen bị áp thuế suất cao nhất ~16,45%, hơn nữa, việc đồng tiền ringgit của Malaysia mất giá mạnh cũng ảnh hưởng đến triển vọng xuất khẩu sang quốc gia này. Thị trường Thái Lan là một thị trường tiềm năng nhưng tốc độ tăng trưởng có xu hướng giảm dần qua các năm, mức thuế CBPG mới sẽ là rào cản lớn cho Công ty. Tựu chung lại, triển vọng đối với các thị trường xuất khẩu chính của HSG khá khó khăn.

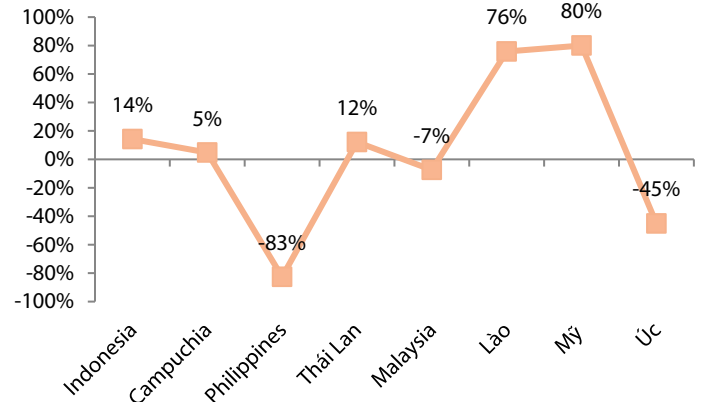
Hình 9: Tình hình xuất khẩu thép qua các năm



Nguồn: Customs, RongViet Research

Lưu ý: do mặt hàng xuất khẩu thép của Việt Nam chủ yếu là hai sản phẩm tôn mạ và ống thép nên chúng tôi giả định tiềm năng của thị trường xuất khẩu dựa trên số liệu tổng hợp từ TCHQ.

Hình 10: Tăng trưởng xuất khẩu thép 9 tháng năm 2015



Nguồn: Customs, RongViet Research

Nhìn ra ngoài khu vực, chúng tôi cho rằng tiềm năng phát triển thị trường xuất khẩu có thể đến từ các nước phát triển như Mỹ và Úc. Cuối tháng 7/2015, Úc đã thông báo việc chấm dứt điều tra CBPG đối với sản phẩm tôn mạ kẽm từ Việt Nam, trong đó, biên độ phá giá đối với Hoa Sen là -3,5%. Kết luận sau điều tra, sản phẩm tôn của Việt Nam không bị áp thuế CBPG tại Úc, dù vậy xuất khẩu thép sang Úc thời gian qua không mấy khả quan. Trong khi đó, thị trường Mỹ đang là thị trường tiềm năng đối với các nhà sản xuất tôn mạ tại Việt Nam với mức tăng trưởng cao trong 9 tháng đầu năm 2015. Hiện tại, Mỹ đã nhận đơn chống bán phá giá mặt hàng tôn mạ 5 quốc gia (Trung Quốc, Đài Loan, Ấn Độ, Ý, Hàn Quốc) với biên chống bán phá giá từ 80-120%. Đây là một lợi thế đối với Hoa Sen trong việc mở rộng thị trường, đồng thời, Mỹ cũng là đối tác trong khối TPP, do đó có cơ hội giảm được thuế suất tại thị trường Mỹ khoảng 10% khi TPP bắt đầu có hiệu lực. Theo tìm hiểu của chúng tôi, Công ty chỉ mới bắt đầu hình thành thị trường và đang thực hiện thâm nhập từ từ để tránh rủi ro bị kiện chống bán phá giá tại thị trường Mỹ.

Bảng 4: Mức thuế CBPG tại thị trường Malaysia

Maruichi	16,45%
Nam Kim	5,68%
NS Bluescope Vietnam	10,83%
Hoa Sen & công ty khác	16,45%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng 5: Biên độ phá giá sau điều tra tại thị trường Úc

Nam Kim	7,8%
Hoa Sen	-3,5%
Công ty khác	7,8%

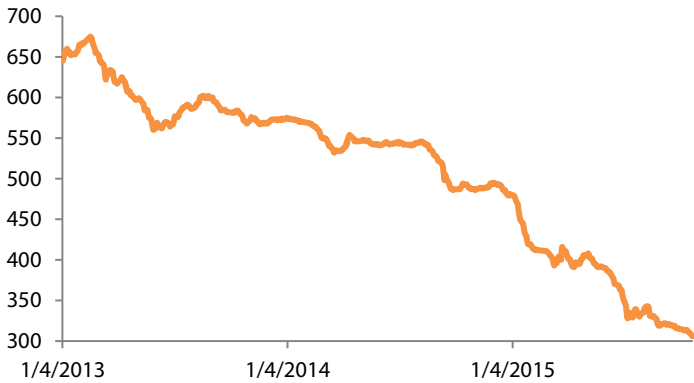
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Triển vọng NĐTĐ 2015-2016: biên lợi nhuận có thể giảm nhẹ

Trong niên độ tiếp theo, chúng tôi ước tính công suất tôn mạ của HSG sẽ tăng lên ~1,5 triệu tấn sau khi hai dây chuyền mạ kẽm và một dây chuyền mạ màu đi vào hoạt động. Sản lượng tiêu thụ dự kiến ~1,2 triệu tấn (+21% so với NĐTĐ 2014-2015). Theo dự báo của IMF, giá quặng tiếp tục giảm thêm khoảng 20% trong năm sau và ổn định trong ba năm tiếp theo. Do đó, xu hướng giảm của giá nguyên liệu đầu vào có khả năng tác động tiếp lên giá bán trong niên độ 2015-2016. Theo quan sát của chúng tôi, đà giảm của giá HRC đang có xu hướng chững lại về mức 300-330\$/tấn, giá trị hàng tồn kho nguyên liệu của Công ty tại thời điểm cuối NĐTĐ 2014-2015 chỉ khoảng 670 tỷ đồng. Với diễn biến tồn kho và giá cả

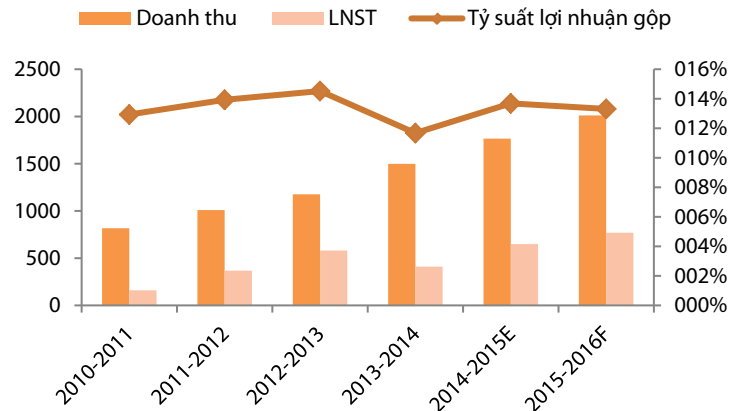
như trên, có thể kỳ vọng biên lợi nhuận của HSG chỉ giảm nhẹ trong kỳ kinh doanh tiếp theo. Chúng tôi ước tính doanh thu khoảng 20.109 tỷ đồng (+14% yoy) và LNST ước đạt 762 tỷ đồng (+18% yoy). HSG sẽ thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu 30% trong tháng 11/2015, do đó, EPS tương ứng của NĐTĐTC 2015-2016 sẽ vào khoảng 5.800 đồng, giảm so với niên độ trước. Theo đánh giá của chúng tôi, việc ổn định biên lợi nhuận là một yếu tố cực kỳ quan trọng đối với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của HSG trong niên độ mới.

Hình 11: Xu hướng giảm của giá nguyên vật liệu HRC



Nguồn: Bloomberg

Hình 12: Diễn biến lợi nhuận gộp & kết quả kinh doanh theo năm



Nguồn: HSG, RongViet Research

Quan điểm và Định giá

NĐTĐTC 2014-2015 có thể nói là một năm kinh doanh khởi sắc của CTCP Tập Đoàn Hoa Sen nhờ sản lượng tiêu thụ vượt kế hoạch và biên lợi nhuận phục hồi ấn tượng trong nửa cuối năm. Hiện tại, Công ty đang trong giai đoạn đầu tư mạnh với hai nhà máy tôn ở Nghệ An và một nhà máy ống thép tại Bình Định với tham vọng chiếm lĩnh thị trường vật liệu xây dựng trong nước đồng thời khai phá tiềm năng của thị trường xuất khẩu.

Theo đánh giá của RongViet Research, quyết định đầu tư mở rộng của HSG khá tương đồng với giai đoạn 2009-2010, chi phí đầu tư xây dựng cơ bản hợp lý và nguồn vốn hiện có sẽ giúp công ty triển khai nhanh và mạnh các dự án đầu tư. Cùng với đó, ưu đãi tại địa điểm đặt nhà máy cũng là một lợi thế đáng kể mà không phải doanh nghiệp trong ngành nào cũng có được. Tuy nhiên, xét ở khía cạnh thị trường, chúng tôi quan ngại tiềm năng tăng trưởng của thị trường tôn mạ trong nước trong 5 năm tới có thể sẽ không cao bằng giai đoạn 2010-2015. Để đảm bảo đầu ra cho sản phẩm, Công ty đang phát triển mạng lưới chi nhánh ở khu vực miền Bắc và miền Trung. Đối với thị trường xuất khẩu, sau một thời gian tăng trưởng mạnh mẽ trong sản lượng bán hàng, HSG đang đối mặt với khó khăn liên quan đến nhiều vụ kiện chống bán phá giá tại các thị trường chính trong khu vực Đông Nam Á. Trước khó khăn này, chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu tại các nước phát triển, đặc biệt ở Mỹ, sẽ là cơ hội để Công ty giải quyết đầu ra cho sản phẩm, dù vậy, lộ trình chinh phục nhà nhập khẩu tại thị trường Mỹ sẽ cần ít nhất một vài năm.

Trong niên độ kế tiếp, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của công ty tiếp tục tăng trưởng nhờ các dây chuyền tại các nhà máy mới, doanh thu ước tính đạt 20.109 tỷ đồng (+14% so với cùng kỳ), LNST dự kiến đạt 762 tỷ đồng (+18% so với cùng kỳ), tương đương EPS dự phóng là 5.800 đồng. Với triển vọng kinh doanh tăng trưởng nhờ các dự án đầu tư mới, giá trị hợp lý của cổ phiếu HSG được xác định vào khoảng 52.500 đồng/cp, cao hơn 14% so với mức giá đóng cửa ngày 28/10/2015. Dựa trên kết quả này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu HSG.

Bảng 6: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	57.900	50%	28.900
P/E	47.100	50%	23.600
Giá bình quân		100%	52.500

Bảng 7: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY14/15E	FY15/16F
Tăng trưởng doanh thu (%)	18	14
Tăng trưởng sản lượng (%)	18	14
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	13,7	13,3
Tỷ suất EBIT (%)	7,7	5,6
Giá bán bình quân (tr.đồng/tấn)	17,9	16,9

Nguồn: RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY12/13	FY13/14	FY14/15E	FY15/16F
Doanh thu thuần	11,760	14,990	17,655	20,109
Giá vốn	10,052	13,240	15,239	17,431
Lãi gộp	1,708	1,750	2,416	2,677
Chi phí bán hàng	491	673	810	925
Chi phí quản lý	351	393	500	603
Thu nhập từ HĐTC	40	30	30	30
Chi phí tài chính	247	256	313	284
Lợi nhuận khác	20	65	25	26
Lợi nhuận trước thuế	679	523	848	921
Thuế TNDN	98	113	201	159
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	581	410	648	762
EBIT	847	707	1,008	1,135
EBITDA	1,137	1,061	1,404	1,659

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY12/13	FY13/14	FY14/15E	FY15/16F
Tăng trưởng				
Doanh thu	16,6%	27,5%	17,8%	13,9%
Lợi nhuận HKKD	14,3%	-20,9%	61,6%	3,9%
EBITDA	10,9%	-6,7%	32,4%	18,1%
EBIT	12,6%	-16,5%	42,6%	12,6%
Lợi nhuận sau thuế	57,8%	-29,4%	57,8%	17,7%
Tổng tài sản	34,2%	42,9%	-1,8%	23,2%
Vốn chủ sở hữu	9,5%	7,6%	23,0%	39,3%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	15,6%	6,9%	20,6%	18,0%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,5%	11,7%	13,7%	13,3%
LN HKKD / Doanh thu	7,4%	4,6%	6,3%	5,7%
EBITDA/ Doanh thu	9,7%	7,1%	8,0%	8,3%
EBIT/ Doanh thu	7,2%	4,7%	5,7%	5,6%
LNST/ Doanh thu	4,9%	2,7%	3,7%	3,8%
ROA	9,3%	4,7%	6,4%	6,8%
ROIC or RONA	31,1%	23,0%	28,0%	24,1%
ROE	27,5%	17,9%	24,4%	21,8%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	15,6	19,1	20,4	21,2
Vòng quay hàng tồn kho	4,4	3,4	3,7	4,8
Vòng quay khoản phải trả	9,3	7,3	6,6	6,6
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,0	0,9	0,9	0,9
Nhanh	0,3	0,2	0,3	0,3
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	222,9%	329,0%	242,3%	202,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	127,3%	199,9%	125,7%	97,3%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	26,6%	40,1%	31,9%	35,8%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY12/13	FY13/14	FY14/15E	FY15/16F
Tiền	177	156	118	136
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	748	823	905	996
Tồn kho	3,020	4,747	3,483	3,775
Tài sản ngắn hạn khác	270	674	1,075	1,182
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	4,215	6,400	5,582	6,090
Tài sản cố định hữu hình	2,236	3,189	3,527	4,278
Tài sản cố định vô hình	234	233	230	227
Xây dựng cơ bản dở dang	197	66	373	1,457
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	59	46	43	43
Tài sản dài hạn khác	201	271	264	247
TSCĐ và đầu tư dài hạn	2,927	3,806	4,437	6,253
TỔNG TÀI SẢN	7,142	10,206	10,018	12,342
Tiền hàng phải trả & ứng trước	1,391	1,947	2,286	2,615
Khoản phải trả ngắn hạn khác	129	164	187	213
Vay và nợ ngắn hạn	2,814	4,756	3,678	3,970
Vay và nợ dài hạn	588	954	934	1,460
Khoản phải trả dài hạn khác	5	6	6	6
Tổng nợ	4,927	7,826	7,091	8,264
Vốn chủ sở hữu	2,210	2,379	2,927	4,078
Vốn đầu tư của CSH	1,008	1,008	1,008	1,310
Lợi nhuận giữ lại	821	979	1,526	2,157
Các quỹ	11	22	23	23
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	2,210	2,379	2,927	4,078
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	7,138	10,206	10,018	12,342
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY12/13	FY13/14	FY14/15E	FY15/16F
LNTT	679	523	848	921
Khấu hao	291	354	396	524
<i>Các điều chỉnh</i>	172	202	200	200
Thay đổi vốn lưu động	-920	-1,994	941	-294
Tiền thuần từ HĐKD	221	-915	2,186	1,151
Thay đổi TSCĐ	-485	-1,172	-1,018	-2,340
Thay đổi các khoản đầu tư khác	0	6	-8	0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	6	2	0	0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-479	-1,164	-1,027	-2,340
Nhận/trả lại vốn góp	-24	0	0	520
Vay mới/trả nợ vay	735	2,253	-1,097	818
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-338	-192	-100	-131
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	373	2,060	-1,197	1,207
Tiền thuần trong kỳ	115	-19	-38	18
Tiền đầu năm	67	177	156	118
Ảnh hưởng của tỷ giá	-5	-3	0	0
Tiền cuối kỳ	177	156	118	136

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**