

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

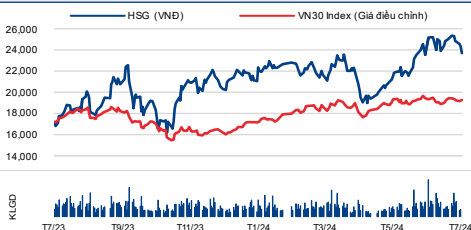
Giá mục tiêu: VNĐ24,600 (từ VNĐ25,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/7/2024)	23,700
Mã Bloomberg	HSG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,175-25,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,183
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,599
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	576
Slg CP lưu hành (tr.đv)	616
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	302
Slg CP NN được mua (tr.đv)	181
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.6%
Tỷ lệ freefloat	51.6%
Cổ đông lớn	HSIT (19.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.77)	21.6	37.8
So với chỉ số	(5.45)	12.8	22.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,326	1,322	0.3
2025F	1,737	1,764	(1.5)
2026F	2,449	2,283	7.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HSG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành thép Việt Nam với hệ thống phân phối rộng khắp. Các sản phẩm chính của HSG bao gồm tôn thép, ống thép và ống nhựa.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Giá đã sát giá trị hợp lý sau khi tăng mạnh gần đây

- HSC hạ khuyến nghị đối với HSG xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 3% giá mục tiêu xuống 24.600đ sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) do giá bán bình quân thấp hơn dự kiến. Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng 29,3 lần trong năm nay và tăng trưởng lần lượt 31% và 41% trong năm 2025-2026, tương đương tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 278%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 3 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần, sát với bình quân trước dịch COVID ở mức 15 lần – HSC cho rằng đây là mức định giá hợp lý mặc dù HSG có triển vọng tăng trưởng tốt và bảng CĐKT lành mạnh.

Sự kiện: Cập nhật sản lượng tiêu thụ, ước tính KQKD Q3/NĐTC 2023-2024

Hiệp hội Thép Việt Nam vừa công bố báo cáo tháng 6. Trong quý kết thúc vào tháng 6 (Q3/NĐTC 2023-2024 đối với HSG, năm tài chính kết thúc vào tháng 9), HSG đạt sản lượng tiêu thụ 515.287 tấn, tăng 37,8% svck và 15,5% so với quý trước. Tính chung 9 tháng đầu NĐTC 2023-2024, sản lượng tiêu thụ đạt 1,41 triệu tấn, tăng 39,8% svck, nhờ nhu cầu phục hồi ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu.

Trong khi đó, HSC ước tính lợi nhuận thuần Q3/NĐTC 2023-2024 của HSG là 259 tỷ đồng, tăng 17,3 lần so với 14 tỷ đồng trong cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ tốt hơn nhiều và tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh. So với quý trước, lợi nhuận thuần quý này giảm 19%, do không ghi nhận lãi tỷ giá trong kỳ (so với 124 tỷ đồng trong quý trước) và giá bán bình quân giảm 3% so với quý trước. Nếu HSG đạt được kết quả này, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu NĐTC 2023-2024 sẽ đạt 682 tỷ đồng, từ mức lỗ 410 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

Nếu không tính đến các khoản lợi nhuận không thường xuyên trong tất cả các kỳ, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi trong Q3/NĐTC 2023-2024 dự báo đạt 204 tỷ đồng, tăng 542% so với cùng kỳ nhưng giảm 29% so với quý trước.

Tác động: Giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Vì hoạt động kinh doanh của thị trường HRC gần đây kém tích cực do hoạt động bán phá giá từ các sản phẩm Trung Quốc cùng với mùa mưa ở thị trường trong nước, nên giá bán bình quân của các sản phẩm tôn mạ/ống thép đang phải đối mặt với áp lực giảm giá. Để phản ánh điều này, HSC giảm 3% giá định giá bán bình quân và giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần NĐTC 2023-2024 tăng 29,3 lần đạt 878 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 31% đạt 1.151 tỷ đồng trong NĐTC 2024-2025 và tăng trưởng 41% đạt 1.622 tỷ đồng trong NĐTC 2025-2026. Dự báo mới của chúng tôi –cao hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 278%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 13% so với VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần, sát với bình quân trước dịch COVID ở mức 15 lần. HSC hạ khuyến nghị đối với HSG xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây và giảm 3% giá mục tiêu xuống 24.600đ (tiềm năng tăng giá 4%) do giảm dự báo lợi nhuận. HSC cho rằng giá cổ phiếu đã sát giá trị hợp lý dù HSG có triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ và bảng CĐKT lành mạnh.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/7.

Cuối năm: Tháng 9	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,744	1,308	1,942	2,426	2,924 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	251	30.0	878	1,151	1,622 ▼
EPS ĐC (đồng)	391	45.3	1,326	1,737	2,449 ▼
DPS (đồng)	0	500	500 ▼	1,000 ▼	1,000 ▼
BVPS (đồng)	18,171	17,475	17,303	18,040	19,489 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	13.0	8.97	7.16	5.76
P/E ĐC (lần)	60.6	523	17.9	13.6	9.68
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.11	2.11	4.22	4.22
P/B (lần)	1.30	1.36	1.37	1.31	1.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	(88.4)	2,827	31.0	41.0
ROAE (%)	2.32	0.28	8.20	10.6	14.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng dài hạn tươi sáng nhưng giá đã sát giá trị hợp lý

HSC giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do hạ giả định giá bán bình quân sau khi giá thép trên toàn cầu giảm gần đây. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm rất mạnh là 278% (tuy nhiên, đây là do so với mức nền rất thấp của năm 2023). Trong khi đó, lợi nhuận thuần Q3/NĐTC 2023-2024 dự báo giảm 19% so với quý trước, mặc dù có sự chuyển biến rất mạnh so với cùng kỳ (so với 14 tỷ đồng của Q3/NĐTC 2022-2023). HSC hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 3% giá mục tiêu xuống 24.600đ (tiềm năng tăng giá 4%); giá cổ phiếu dường như đã sát giá trị hợp lý.

Ước tính KQKD Q3/NĐTC 2023-2024

Cập nhật sản lượng tiêu thụ

Các sản phẩm chính của HSG bao gồm tôn mạ, ống thép và ống nhựa. Trong đó, sản phẩm thép chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 97-98% tổng sản lượng tiêu thụ trong khi sản lượng tiêu thụ ống nhựa chỉ chiếm 2-3%.

Màng thép: Hiệp hội Thép Việt Nam gần đây đã công bố báo cáo tháng 6. Theo đó, HSG đã bán được tổng cộng 515.287 tấn sản phẩm thép (tăng 37,8% so với cùng kỳ và 15,5% so với quý trước), được hỗ trợ bởi nhu cầu ổn định từ cả thị trường trong nước lẫn xuất khẩu.

Theo đó, sản lượng tiêu thụ trong nước tăng mạnh 43% so với cùng kỳ và 51% so với quý trước đạt 271.138 tấn. Điều này chủ yếu là nhờ hoạt động kinh doanh ở thị trường Việt Nam sôi động dần lên vì tháng Tư và tháng Năm trong năm thường là mùa cao điểm tiêu thụ đối với sản phẩm thép. Sản lượng tiêu thụ trong nước hiện chiếm 52,6% sản lượng thép tiêu thụ của HSG trong Q3/NĐTC 2023-2024 so với 50,9% trong cùng kỳ và 40,3% trong quý trước.

Về hoạt động xuất khẩu, sản lượng tiêu thụ tăng 33% so với cùng kỳ nhưng giảm 8% so với quý trước, do nhu cầu chậm lại từ các thị trường trọng điểm của HSG bao gồm Mỹ, EU và các nước ASEAN. Tỷ trọng xuất khẩu hiện giảm xuống chỉ còn 47,4% trong Q3/NĐTC 2023-2024 so với 49,1% trong cùng kỳ và 50,6% trong quý trước.

Bảng 1: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9), HSG

Sản lượng tiêu thụ Q3/2024 tăng mạnh 38% so với cùng kỳ và tăng 16% so với quý trước nhờ thị trường trong nước và xuất khẩu đều phục hồi

Tấn	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Tôn mạ	305,136	415,398	36.1%	10.7%	797,824	1,150,945	44.3%
Trong nước	123,702	175,793	42.1%	50.8%	354,621	451,992	27.5%
Xuất khẩu	181,434	239,605	32.1%	-7.4%	443,203	698,953	57.7%
Ống thép	68,751	99,889	45.3%	41.3%	211,030	259,527	23.0%
Trong nước	66,520	95,345	43.3%	50.9%	204,375	244,477	19.6%
Xuất khẩu	2,231	4,544	103.7%	-39.8%	6,655	15,050	126.1%
Tổng sản lượng tiêu thụ	373,887	515,287	37.8%	15.5%	1,008,854	1,410,472	39.8%
Tổng trong nước	190,222	271,138	42.5%	50.9%	558,996	696,469	24.6%
Tổng xuất khẩu	183,665	244,149	32.9%	-8.3%	449,858	714,003	58.7%
Tỷ trọng trên doanh thu							
Trong nước	50.9%	52.6%			55.4%	49.4%	
Xuất khẩu	49.1%	47.4%			44.6%	50.6%	

Nguồn: VSA, HSC

Màng ống nhựa: Mặc dù màng này đóng góp nhỏ vào tổng sản lượng tiêu thụ của HSG, nhưng HSC nhận thấy sản lượng tiêu thụ của màng ống nhựa đang có mức tăng trưởng ấn tượng. Sản lượng ống nhựa tiêu thụ bình quân hằng tháng trong Q3/NĐTC 2023-2024 ước tính đạt khoảng 4.000 tấn so với dưới 3.000 tấn của Q3/NĐTC 2022-2023. Điều này được hỗ trợ bởi chương trình khuyến mãi linh hoạt của HSG và những lợi ích từ mạng lưới phân phối rộng khắp của Hoa Sen Home.

Theo đó, HSC ước tính sản lượng tiêu thụ ống nhựa trong Q3/NĐTC 2023-2024 đạt khoảng 12.000 tấn, tăng 46% so với cùng kỳ. Mức độ tăng trưởng này cao hơn so với

mức độ tăng trưởng của ngành là 11% so với cùng kỳ. Thị phần của HSG ước tính đạt 14,4% trong 6 tháng đầu năm 2024 (năm dương lịch) so với 10,7% của năm 2023 (năm dương lịch).

Nhìn chung, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ Q3/NĐTC 2023-2024 của HSG là 527.287 tấn, tăng 38% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước. Theo đó, sản lượng tiêu thụ 9 tháng đầu NĐTC 2023-2024 dự báo đạt 1,44 triệu tấn, tăng 40% so với cùng kỳ.

Ước tính lợi nhuận Q3/NĐTC 2023-2024

Trong Q3/NĐTC 2023-2024, HSC cũng ước tính giá bán bình quân giảm 3% so với quý trước và 13% so với cùng kỳ xuống 19,6 triệu đồng/tấn. Kết hợp với dữ liệu sản lượng tiêu thụ, HSC hiện ước tính lợi nhuận thuần Q3/NĐTC 2023-2024 của HSG sẽ đạt 259 tỷ đồng, tăng mạnh so với 14 tỷ đồng trong cùng kỳ nhưng giảm 19% so với quý trước, trên doanh thu thuần 10,3 nghìn tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với quý trước).

Mức tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ có thể được giải thích là nhờ sự gia tăng mạnh mẽ về sản lượng tiêu thụ (tăng 38%) cùng với việc quản lý giá nguyên liệu đầu vào hiệu quả hơn. Tuy nhiên, so với quý trước, lợi nhuận dự báo sẽ giảm do lãi tỷ giá và giá bán bình quân thấp hơn. Trên thực tế, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi trong Q3/NĐTC 2023-2024 ước tính đạt 204 tỷ đồng, tăng 542% so với cùng kỳ nhưng giảm 29% so với quý trước.

Nếu HSG đạt được kết quả này, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu NĐTC 2023-2024 sẽ đạt khoảng 682 tỷ đồng và đạt 78% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2024 của chúng tôi ở mức 878 tỷ đồng (tăng trưởng 29,3 lần).

Bảng 2: Ước tính lợi nhuận Q3/2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9), HSG

Lợi nhuận thuần Q3/2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) được dự báo sẽ đạt 259 tỷ đồng trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi được ước tính đạt 204 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q3/2023	Q2/2024	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	381,887	458,085	527,287	38%	15%	1,033,104	1,441,972	39.6%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	22.6	20.2	19.6	-13%	-3%	22.8	19.9	-12.8%
Doanh thu	8,646	9,250	10,327	19%	12%	23,544	28,650	21.7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp cốt lõi	10.6%	13.3%	13.0%	22%	-2%	0	0	
Lợi nhuận thuần – báo cáo	14	319	259	1732%	-19%	(410)	682	Đảo chiều
Lợi nhuận HĐKD cốt lõi	32	288	204	542%	-29%	(920)	569	Đảo chiều

Nguồn: HSC

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, HSG

HSC giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9)

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	38,272	45,604	51,975	38,884	43,583	49,353	1.6%	-4.4%	-5.0%	22.9%	12.1%	13.2%
Lợi nhuận thuần	924	1,204	1,735	878	1,151	1,622	-5.0%	-4.4%	-6.5%	2826.7%	31.0%	41.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	811	1,204	1,735	756	1,151	1,622	-6.9%	-4.4%	-6.5%	Đảo chiều	52.3%	41.0%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới giai đoạn 2024-2026

Do giá bán bình quân giảm nhẹ gần đây vì chịu tác động kết hợp của các hoạt động bán phá giá HRC kéo dài từ Trung Quốc vào Việt Nam cũng như mùa mưa đang diễn ra tại thị trường trong nước, HSC giảm 3% giả định giá bán bình quân cho giai đoạn 2024-2026. Điều này dẫn đến mức giảm 5% trong dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 (Bảng 3).

Các giả định chính của HSC như sau:

- Giả định sản lượng tiêu thụ trong năm nay sẽ tăng trưởng 32% và tiếp tục tăng trưởng lần lượt 9,8% và 10,6% trong năm 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9).

- Giá định giá bán bình quân sẽ giảm khoảng 6% trong năm nay (do chi phí đầu vào thấp hơn) nhưng sẽ tiếp tục tăng dần 2% trong hai năm tới. Nghĩa là HSC giảm 3% giá định giá bán bình quân cho NĐTC 2023-2024.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo sẽ phục hồi tốt theo thời gian trong giai đoạn 2024-2026, nhờ chi phí được quản lý hiệu quả hơn. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu hiện tại cũng được dự báo sẽ tăng lên lần lượt 9,3% trong năm nay, 9,5% trong NĐTC 2024-2025 và 9,7% trong NĐTC 2025-2026, tăng nhẹ so với dự báo trước đó của chúng tôi do chi phí vận chuyển của hoạt động xuất khẩu tăng lên trong bối cảnh khủng hoảng Biển Đỏ và tình trạng tắc nghẽn tại các cảng của Singapore gần đây.

Bảng 4: Các giả định doanh thu chủ chốt, HSG

HSC giảm 3% giả định giá bán bình quân trong giai đoạn 2024-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9)

	2023	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ (tấn)	1,111,713	1,506,225	1,685,915	1,886,481
Tăng trưởng	-23.3%	35.5%	11.9%	11.9%
Ống thép (tấn)	287,400	338,795	342,559	359,687
Tăng trưởng	-15.2%	17.9%	1.1%	5.0%
Ống nhựa (tấn)	35,000	42,000	44,100	46,305
Tăng trưởng	12.9%	20.0%	5.0%	5.0%
Giá bán bình quân sản phẩm tự sản xuất (triệu đồng/tấn)	20.6	19.4	19.8	20.1
Tăng trưởng	-21.2%	-5.8%	1.8%	1.9%
Doanh thu sản phẩm tự sản xuất (tỷ đồng)	29,547	36,626	40,970	46,177
Tăng trưởng	-37.9%	24.0%	11.9%	12.7%
Doanh thu thương mại (tỷ đồng)	2,537	2,791	3,210	3,852
Tăng trưởng	0.9%	10.0%	15.0%	20.0%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	31,651	38,884	43,583	49,353
Tăng trưởng	-36.3%	22.9%	12.1%	13.2%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HSG

HSC giữ nguyên phần lớn giả định tỷ suất lợi nhuận cho năm 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) nhưng hạ giả định tỷ suất lợi nhuận năm 2024 sau khi tăng nhẹ giả định chi phí bán hàng và quản lý

	2023	2024F	2025F	2026F
Chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.7%	11.5%	12.6%	14.0%
Tỷ suất LNTT	0.5%	2.6%	3.3%	4.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%	2.3%	2.6%	3.3%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 24.600đ (tiềm năng tăng giá 4%) do giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 để phản ánh giá bán bình quân thấp hơn dự kiến. Chúng tôi giữ nguyên các yếu tố định giá bao gồm lãi suất phi rủi ro (4%), phần bù rủi ro vốn CSH (8,5%) và hệ số beta (1,3 lần) – theo đó giả định WACC không đổi là 12,2% – và tốc độ tăng trưởng dài hạn (2%).

Bảng 6: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HSG

HSC dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp sẽ dần cải thiện theo thời gian khi lợi nhuận thuần tăng lên

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	878	1,151	1,622	1,949	2,153
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	99	122	126	127	126
+ Khấu hao	1,073	1,074	790	793	796
- Thay đổi vốn lưu động	(1,308)	(1,370)	(1,012)	(1,783)	(914)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(78)	(87)	(99)	(110)	(122)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	665	889	1,428	976	2,039

Nguồn: HSC

Bảng 7: Giả định và tính toán định giá, HSG

HSC duy trì giả định chi phí vốn CSH là 15,1%

CAPM	Tỷ lệ
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%
Beta	1.3
Chi phí vốn CSH	15.1%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	5.5%
Thuế suất	15.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.7%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Tính toán WACC, HSG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 12,2% (không đổi)

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	72.6%
Nợ / Tổng nguồn vốn	27.4%
WACC	12.2%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Định giá DCF, HSG

HSC giảm 3% giá mục tiêu mới xuống còn 24.600đ (tiềm năng tăng giá: 4%)

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	665	889	1,428	976	2,039
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)					2.0%
Giá trị dài hạn					20,375
Dòng tiền tương lai	665	889	1,428	976	22,414
Giá trị hiện tại	665	889	1,272	775	15,866
Giá trị của doanh nghiệp	18,802				
- Tổng nợ	(4,190)				
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	1,449				
Giá trị của vốn CSH	16,061				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	616				
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2025			26,100		
Giá mục tiêu giữa năm 2025		24,600			

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 13% so với VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần, thấp hơn so với bình quân từ tháng 10/2017 ở mức 19,3 lần. Chúng tôi lưu ý rằng dữ liệu P/E trong năm 2022-2023 cao bất thường do lợi nhuận trong giai đoạn này thấp; do đó, HSC sử dụng dữ liệu trước dịch COVID để so sánh rõ hơn trong trường hợp này. Theo tính toán của chúng tôi, P/E bình quân trước dịch COVID là 15 lần. Trên cơ sở này, HSG dường như đã được định giá khá hợp lý.

Về định giá P/B, HSG đang có P/B dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 1,37 lần và 1,31 lần, cao hơn bình quân 8 năm ở mức 1,2 lần. Tuy nhiên, bảng CĐKT và hoạt động kinh doanh của HSG đã trở nên ổn định và vững chắc hơn trong thời gian gần đây. Do đó, mức thặng dư nhẹ giữa định giá P/B so với bình quân quá khứ là hợp lý.

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, HSG

HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HSG

...thấp hơn khoảng 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 19,3 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
Doanh thu	49,711	31,651	38,884	43,583	49,353
Lợi nhuận gộp	4,939	3,061	4,485	5,492	6,921
Chi phí BH&QL	(4,355)	(2,884)	(3,616)	(4,140)	(4,787)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	584	177	869	1,352	2,134
Lãi vay thuần	(254)	(80.7)	93.2	13.8	9.68
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	51.4	49.9	57.0	85.2	96.5
LNTT	381	146	1,019	1,451	2,240
Chi phí thuế TNDN	(130)	(116)	(141)	(300)	(618)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.02	(0.05)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	251	30.0	878	1,151	1,622
Lợi nhuận thuần ĐC	234	27.9	817	1,070	1,509
EBITDA ĐC	1,744	1,308	1,942	2,426	2,924
EPS (đồng)	420	48.7	1,426	1,868	2,633
EPS ĐC (đồng)	391	45.3	1,326	1,737	2,449
DPS (đồng)	0	500	500	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	598	616	616	616	616
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	598	616	616	616	616
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	598	616	616	616	616

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
Tiền & tương đương tiền	330	597	1,305	1,402	1,972
Đầu tư ngắn hạn	8.70	26.2	36.6	47.6	61.9
Phải thu khách hàng	1,452	2,322	2,722	3,487	3,701
Hàng tồn kho	7,395	7,629	9,332	10,024	10,858
Các tài sản ngắn hạn khác	649	701	972	1,090	1,234
Tổng tài sản ngắn hạn	9,835	11,275	14,368	16,049	17,827
TSCĐ hữu hình	5,755	4,833	3,754	2,710	1,962
TSCĐ vô hình	204	187	196	206	216
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	621	531	558	558	558
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	611	539	644	719	808
Tổng tài sản dài hạn	7,190	6,090	5,152	4,193	3,545
Tổng cộng tài sản	17,025	17,365	19,520	20,243	21,372
Nợ ngắn hạn	4,070	2,936	4,128	4,190	4,243
Phải trả người bán	1,040	2,885	3,888	3,922	3,948
Nợ ngắn hạn khác	625	433	429	555	658
Tổng nợ ngắn hạn	6,009	6,569	8,827	9,093	9,327
Nợ dài hạn	117	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.71	0.71	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	117	0.71	0	0	0
Tổng nợ phải trả	6,142	6,585	8,846	9,114	9,351
Vốn chủ sở hữu	10,868	10,764	10,658	11,112	12,005
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.0	16.1	16.1	16.1	16.1
Tổng vốn chủ sở hữu	10,884	10,780	10,674	11,128	12,021
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,025	17,365	19,520	20,243	21,372
BVPS (đ)	18,171	17,475	17,303	18,040	19,489
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,857	2,339	2,823	2,788	2,271

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
EBIT	584	177	869	1,352	2,134
Khấu hao	(1,160)	(1,131)	(1,073)	(1,074)	(790)
Lãi vay thuần	(254)	(80.7)	93.2	13.8	9.68
Thuế TNDN đã nộp	(385)	(54.1)	(102)	(218)	(448)
Thay đổi vốn lưu động	1,068	1,238	(674)	(1,441)	(1,557)
Khác	274	(629)	32.7	99.0	106
LCT thuần từ HKKD	2,845	1,866	1,038	891	1,038
Đầu tư TS dài hạn	(463)	(374)	(78.2)	(87.2)	(98.7)
Góp vốn & đầu tư	8.08	(17.6)	4.72	11.0	15.2
Thanh lý	47.0	41.6	62.4	62.4	62.5
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(408)	(350)	(11.0)	(13.9)	(21.0)
Cổ tức trả cho CSH	(0.39)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	49.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(2,699)	(1,251)	(288)	(757)	(431)
Khác	0.15	(0.01)	(30.7)	(23.5)	(16.3)
LCT thuần từ HĐTC	(2,651)	(1,251)	(318)	(781)	(447)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	493	330	597	1,305	1,402
LCT thuần trong kỳ	(215)	265	708	96.6	570
Ảnh hưởng của tỷ giá	51.8	1.54	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	330	597	1,305	1,402	1,972
Dòng tiền tự do	2,381	1,492	959	804	940

Các chỉ số tài chính	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.93	9.67	11.5	12.6	14.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.51	4.13	4.99	5.57	5.92
Tỷ suất LNT (%)	0.51	0.09	2.26	2.64	3.29
Thuế TNDN hiện hành (%)	34.1	79.4	13.8	20.7	27.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.02	(36.3)	22.9	12.1	13.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(72.3)	(25.0)	48.5	24.9	20.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(94.2)	(88.1)	2,827	31.0	41.0
Tăng trưởng EPS (%)	(95.2)	(88.4)	2,827	31.0	41.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	(88.4)	2,827	31.0	41.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	0	100	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	1,026	35.1	53.5	38.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.32	0.28	8.20	10.6	14.0
ROACE (%)	5.02	1.62	8.08	12.4	18.4
Vòng quay tài sản (lần)	2.28	1.84	2.11	2.19	2.37
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	4.87	10.6	1.19	0.66	0.49
Số ngày tồn kho	60.3	97.4	99.0	96.1	93.4
Số ngày phải thu	11.8	29.6	28.9	33.4	31.8
Số ngày phải trả	8.48	36.8	41.3	37.6	34.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	37.3	23.1	28.1	26.9	20.8
Nợ/tài sản (%)	25.7	17.7	22.0	21.7	20.9
EBIT/lãi vay (lần)	2.30	2.19	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.51	2.35	2.22	1.81	1.53
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.64	1.72	1.63	1.77	1.91
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.36	0.54	0.45	0.40	0.34
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	13.0	8.97	7.16	5.76
P/E (lần)	56.4	486	16.6	12.7	9.00
P/E ĐC (lần)	60.6	523	17.9	13.6	9.68
P/B (lần)	1.30	1.36	1.37	1.31	1.22
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.11	2.11	4.22	4.22

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn