

CTCP Tập đoàn Hoa Sen

[Việt Nam / Thép]

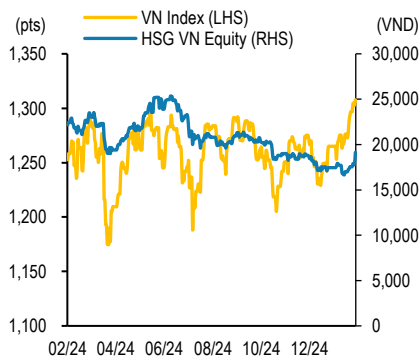
Bloomberg Code (HSG VN) | Reuters Code (HSG.HM)

MUA

Báo cáo cập nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **22,800 VND**
Giá hiện tại (27/02/2025) **19,150 VND**
Suất sinh lời (%) **19%**

VNINDEX	1,308
HNINDEX	239
Vốn hóa (tỷ VND)	11,892
SLCP lưu hành (triệu CP)	621
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	472
52-tuần cao/thấp (VND)	26,100/16,600
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.86
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	79
Công ty TNHH Đầu tư và Du	
Cổ đông lớn (%)	1987%
Lê Phước Vũ	
1702%	
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	1.3 -7.9 -16.2
So với VN-Index (%)	-4.0 -10.1 -21.9



Nguồn: Bloomberg

Lê Thiên Hương

(84-28) 6299-8004
 huong.lt1@shinhan.com

Lý Búi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029
 ly.btt@shinhan.com



Ảnh hưởng trái chiều từ chính sách

Cập nhật định giá với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 22,800 đồng

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam (chiếm 29% thị phần trong nước và 35% thị phần xuất khẩu toàn ngành). Các sản phẩm chủ lực bao gồm: tôn mạ, ống thép, ống nhựa và bán lẻ vật liệu xây dựng. Bằng phương pháp định giá DCF và PE, chúng tôi định giá cập nhật đối với cổ phiếu HSG ở mức giá 22,800 đồng tương ứng với mức sinh lời 19%. Với lợi thế từ mạng lưới phân phối Hoa Sen Homes, chúng tôi cho rằng Hoa Sen sẽ duy trì vị thế dẫn đầu tôn mạ trên bối cảnh phục hồi chung của toàn ngành.

Cập nhật KQKD quý 1/niên độ 2024-2025:

Trong Q1/niên độ 2024-2025, HSG ghi nhận doanh thu thuần đạt 10,221 tỷ đồng (+13% YoY, +1% QoQ), LNST đạt 166 tỷ đồng (+60% YoY, quý trước lỗ 186 tỷ đồng). Thực tế, doanh thu duy trì tích cực nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt tại cả kênh nội địa và xuất khẩu. Cụ thể, tổng sản lượng bán hàng ống thép và tôn mạ đã đạt 499,500 tấn (+11% YoY). Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy các khoản chi phí của Hoa Sen có xu hướng tăng lên: chi phí tài chính tăng 51.3% YoY do HSG tăng cường vay ngắn hạn (+36.8 % YoY) để tài trợ hàng tồn kho (+ 23.6% YoY); chi phí bán hàng tăng và 18.1% YoY do cước phí vận tải biển gia tăng. Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đạt 11.8%, vẫn cải thiện đáng kể so với mức 10.5% cùng kỳ nhờ giá thép HRC đầu vào giảm và giá tôn mạ đầu ra ổn định.

Chính sách bảo hộ ngành tôn mạ được gia hạn trong bối cảnh nhu cầu nội địa hồi phục

Vào ngày 24/10/2024, Bộ Công Thương đã chính thức ra quyết định áp thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (mức thuế suất từ 2.56-34.27%). Đây là động lực giúp các doanh nghiệp gia tăng sản lượng nội địa trong bối cảnh ngành thép nói chung đang trên tiến trình hồi phục. Song, HSG có thể phải đối mặt với rủi ro sụt giảm sản lượng xuất khẩu do các cuộc điều tra CBPG đối với tôn mạ Việt Nam đang diễn ra tại Mỹ và rủi ro tăng giá NVL do thuế CBPG của Việt Nam áp dụng cho HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.

Giá thép kỳ vọng bắt đầu chu kỳ đi lên nhờ (1) nhu cầu thép tại Trung Quốc cải thiện và xu hướng hạ lãi suất tại các quốc gia đối tác chủ lực như Mỹ, EU, ASEAN giúp kích thích thị trường nhà ở, (2) ngành BĐS dân dụng trong nước hồi phục đặc biệt tại thị trường miền Bắc và HSG đã bắt đầu mở rộng bán hàng sang thị trường này khi thành lập tổng kho Hà Nam trong năm 2024.

Dự phóng kết quả kinh doanh niên độ tài chính 2024-2025

Chúng tôi dự phòng doanh thu và LNST của doanh nghiệp đạt lần lượt 45,933 tỷ đồng (+17% YoY) và 1,031 tỷ đồng (+102% YoY) trong niên độ tài chính 2024-2025.

Rủi ro: (1) Rủi ro sụt giảm thị phần; (2) Rủi ro biến động giá thép HRC; (3) Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn; (4) Rủi ro xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Châu Âu.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	49,711	31,651	39,272	45,933	53,612
LN từ HĐKD (tỷ VND)	310	96	500	1,317	1,644
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	251	22	510	1,031	1,264
EPS (đồng)	420	49	828	1,674	1,865
BPS (đồng)	18,171	17,475	17,689	18,690	19,541
OPM (%)	0.6	0.3	1.3	2.9	3.1
NPM (%)	0.5	0.1	1.3	2.2	2.4
ROE (%)	2.3	0.2	4.7	8.1	8.7
PER (x)	11.0	23.8	21.4	10.6	9.5
PBR (x)	1.1	1.6	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	7.8	11.9	10.4	4.3	3.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

*Niên độ tài chính của HSG từ ngày 1/10 đến ngày 30/9 năm sau

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và tác động đến Hoa Sen

Cập nhật thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc

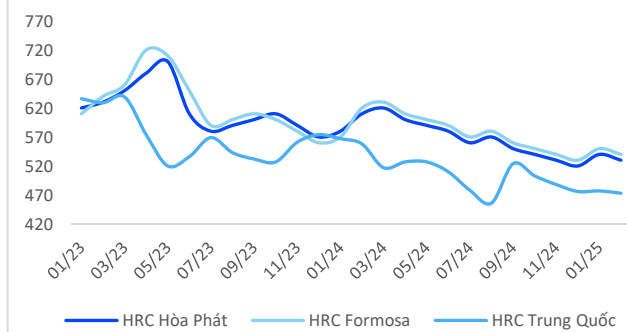
Ngày 21 tháng 2 năm 2025, Bộ Công Thương Việt Nam đã ban hành Quyết định số 460/QĐ-BCT về việc áp dụng **thuế chống bán phá giá (CBPG) tạm thời đối với một số sản phẩm thép cán nóng (HRC) nhập khẩu từ Trung Quốc**. Mức thuế áp dụng dao động từ **19.38% đến 27.83%**, có hiệu lực sau 15 ngày kể từ ngày ban hành và kéo dài trong 120 ngày.

Tác động đến Hoa Sen

Mục đích lớn nhất của chính sách thuế mới này là nhằm **bảo vệ ngành sản xuất thép HRC trong nước**, giảm rủi ro thép HRC Trung Quốc ồ ạt tràn sang Việt Nam gây cạnh tranh bất bình đẳng. Đặc biệt là khi chính sách Trump 2.0 kiểm soát nghiêm ngặt thép nhập khẩu từ Trung Quốc có thể khiến quốc gia này tăng cường tìm kiếm thị trường thay thế, trong đó có Việt Nam. Mức thuế này được áp dụng sẽ hỗ trợ tăng sản lượng bán hàng cho các doanh nghiệp sản xuất HRC trong nước (HPG, Formosa), và có thể khiến giá bán HRC tăng trong trung hạn.

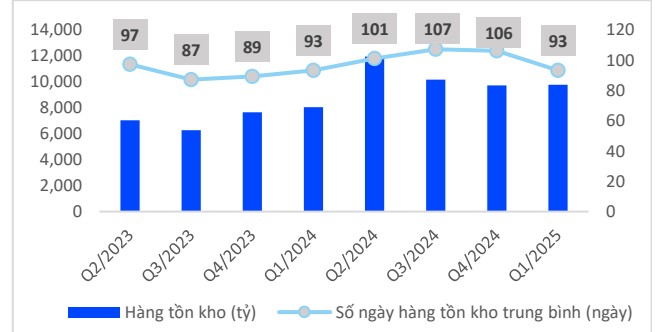
Tuy nhiên, các doanh nghiệp tôn mạ trong nước (HSG, NKG, GDA) đang sử dụng HRC chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc làm nguyên liệu chính cho sản xuất tôn mạ và ống thép do giá cả cạnh tranh hơn. Vì vậy, việc áp thuế này có thể sẽ **làm tăng giá nguyên vật liệu, gây áp lực lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp**. Chúng tôi đánh giá mức độ ảnh hưởng của thuế CBPG này lên HSG thấp hơn NKG và GDA nhờ lợi thế dẫn đầu về thị phần trong nước và cơ cấu phụ thuộc xuất khẩu thấp hơn. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ cách tối ưu hóa chi phí, đa dạng hóa nguồn cung HRC và điều chỉnh chiến lược giá bán linh hoạt để duy trì biên lợi nhuận trong thời gian tới.

Diễn biến giá HRC của Hòa Phát, Formosa và Trung Quốc (USD/ton)



Nguồn: Bloomberg, Bigmint, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Giá trị hàng tồn kho và số ngày quay hàng tồn kho của HSG



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2025 và dự phóng 2025

Khoản mục	Q1/2025 (Tỷ đồng)	%YoY	2025F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	10,221	+13%	45,933	17%	Doanh thu tăng trưởng tốt chủ yếu nhờ sự phục hồi của sản lượng (đạt 499 nghìn tấn, +11% YoY), đặc biệt tại thị trường nội địa (đạt 282 nghìn tấn, +15% YoY).
Sản lượng (ngàn tấn)					
<i>Tôn mạ</i>	394	9%	1,759	14%	Chúng tôi dự báo sản lượng bán hàng tôn mạ sẽ đạt 1.7 triệu tấn (+14% YoY) nhờ chính sách CBPG với tôn mạ nhập khẩu đi vào thực thi (đóng góp thêm 10% sản lượng so với năm trước).
<i>Ống thép</i>	105	18%	374	4%	Sản lượng ống thép phụ thuộc chủ yếu vào thị trường nội địa. Chúng tôi dự báo sản lượng ống thép năm 2025 sẽ đạt 374 ngàn tấn (+4% YoY) nhờ sự hồi phục của hoạt động xây dựng trong nước.
Lợi nhuận gộp	1,205	32%	5,515	35%	Chúng tôi dự báo BLNG của HSG sẽ cải thiện từ mức 10.8% năm 2024 lên mức 12% trong năm 2025 nhờ chính sách đa dạng hóa nguồn cung HRC và điều chỉnh giá bán đầu ra linh hoạt.
Biên lợi nhuận gộp	12%		12%		
Chi phí bán hàng và quản lý	991	18.1%	4,172	9%	Năm 2024, giá cước vận chuyển tăng gấp đôi khiến chi phí bán hàng của HSG tăng đột biến. Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển sẽ quay lại mức ổn định trong năm 2025.
Lợi nhuận từ HĐKD	182	75%	1,317	163%	
LNTT	189	64%	1,416	162%	
LNST	166	60%	1,031	102%	

Định giá và Khuyến nghị

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 22,800 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật với CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 22,800 đồng, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng 19%. Đối với tầm nhìn đầu tư trong 12 tháng tới, HSG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Chính sách bảo hộ ngành tôn mạ được gia hạn trong bối cảnh nhu cầu nội địa hồi phục;
- 2) Giá thép tiến vào chu kỳ hồi phục;
- 3) Biên lợi nhuận cải thiện.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (FCFF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG).

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
P/E	50%	20,300
FCFF	50%	25,200
Giá mục tiêu		22,800
Giá hiện tại (27/02/2025)		19,150
Tỷ suất sinh lời		19%

Source: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.59
Beta	1.68
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Chi phí sử dụng vốn	17.15%
Chi phí nợ	6.97%
WACC	12.75%

Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.1% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HPG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của HSG được định giá ở mức 25,200 đồng.

Mô hình định giá FCFF					
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	1,031	1,264	1,832	2,051	2,344
Cộng: Lãi vay sau thuế	305	276	252	216	216
Cộng: Khấu hao	1,411	1,148	597	395	400
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	448	403	363	-66	-100
Trừ: Vốn đầu tư	362	-28	206	204	205
Dòng tiền tự do (FCFF)	1,937	2,312	2,112	2,523	2,855
Tỷ lệ chiết khấu	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,718	1,819	1,473	1,561	1,567
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	12,282				
Giá trị doanh nghiệp	20,419				
Trừ: Nợ vay	6,410				
Cộng: Số dư tiền	1,529				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ cp)	0.620				
Giá mục tiêu (VND) (làm tròn)	25,200				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phương pháp P/E

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các công thép trong và ngoài nước. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của HSG ở 12.1x. Kết hợp cùng EPS 2025 dự phóng ở mức 1,674 đồng, giá mục tiêu của HPG được định giá ở mức 20,294 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Quốc gia	PE	Vốn hóa (tỷ USD)	Tăng trưởng doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS TTM (%)	ROA (%)	ROE (%)
Hoa Phát	Việt Nam	14.18	6.689	16.73	85.06	5.50	11.10
Nam Kim	Việt Nam	10.08	0.254	10.83	312.70	4.05	8.71
Arabian Pipes Co	Ấn Độ	10.00	0.524	74.66	19.62	11.55	66.43
Hsin Kuang Steel Co Ltd	Đài Loan	8.40	0.606	(0.58)	93.86	6.3	15.9
Shengtal NewMaterial Co Lt	Trung Quốc	15.30	0.396	64.13	65.08	5.44	13.67
Olympic Steel Inc	Mỹ	16.80	0.365	(10.03)	(48.83)	3.47	4.73
Tubacex SA	Tây Ban Nha	18.70	0.490	19.26	79.56	3.70	16.63
Al Jazeera Steel Product Co	Oman	5.07	0.094	3.01	72.73	4.03	8.10
Trung bình			12.1x				
Trung vị			12.4x				
P/E mục tiêu			12.1x				
EPS mục tiêu			1,674				
Giá mục tiêu			20,294				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

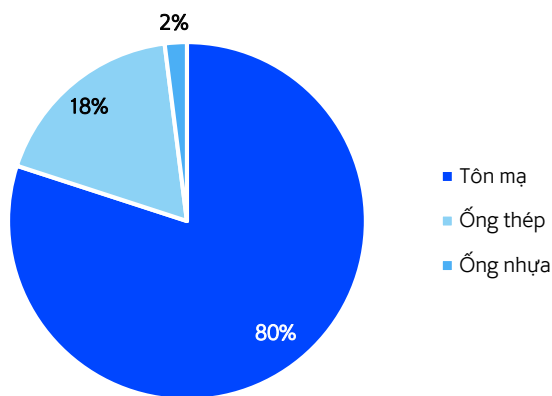
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

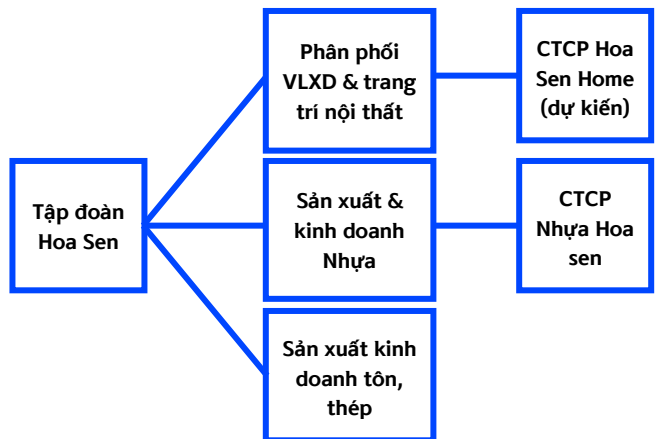
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (Tập đoàn Hoa Sen) được thành lập ngày 08/8/2001. Năm 2008, Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu HSG. Trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển, Tập đoàn Hoa Sen đã trở thành doanh nghiệp số một trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu, chiếm 29% thị phần trong nước và 35% thị phần xuất khẩu của toàn ngành.

Tập đoàn Hoa Sen sở hữu hệ thống hơn 600 chi nhánh và cửa hàng phân phối bán lẻ trên cả nước. Bên cạnh việc giữ vững thị trường nội địa, Tập đoàn Hoa Sen cũng không ngừng đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu tại các thị trường truyền thống và mở rộng thị phần sang các thị trường giàu tiềm năng ở Trung Đông, Nam Á, Châu Phi, Châu Úc, Châu Âu và Châu Mỹ. Hiện tại sản phẩm của Tập đoàn Hoa Sen có mặt tại hơn 87 quốc gia và vùng lãnh thổ.

Cơ cấu sản lượng Hoa Sen năm 2024



Mô hình kinh doanh của Hoa Sen

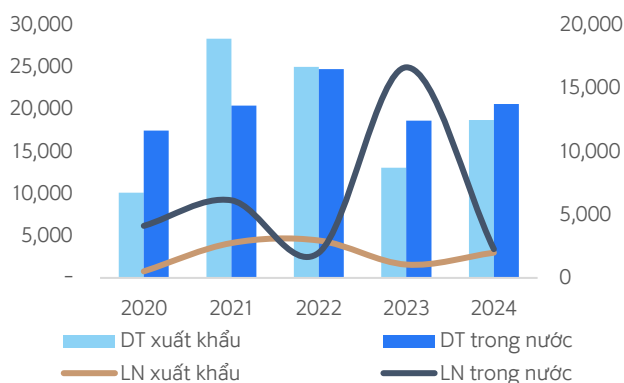


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

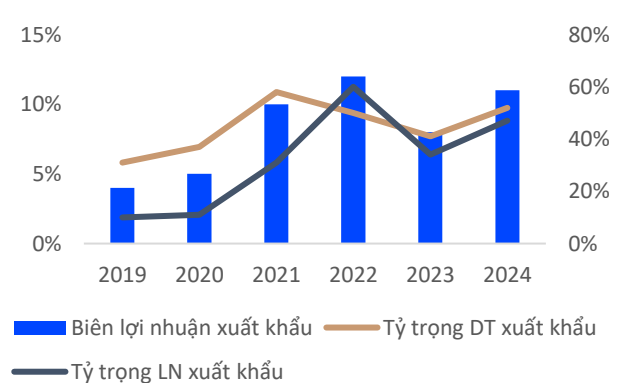
Tập đoàn Hoa Sen có ba mảng kinh doanh chính bao gồm: Mảng sản xuất kinh doanh tôn, thép; mảng phân phối VLXD và trang trí nội thất và mảng sản xuất kinh doanh nhựa. Trong đó mảng kinh doanh nhựa do CTCP Nhựa Hoa Sen phụ trách. Tập đoàn Hoa Sen cũng dự kiến thành lập CTCP Hoa Sen Home, qua đó tách riêng mảng phân phối và mảng VLXD & nội thất cho Hoa Sen Home phụ trách.

Sản phẩm chính của Hoa Sen bao gồm các loại tôn mạ, ống thép, ống nhựa. Trong đó mảng tôn mạ chiếm hơn 80% cơ cấu sản phẩm của Hoa Sen.

Cơ cấu doanh thu trong nước và xuất khẩu 2018 – 2024 (tỷ đồng)



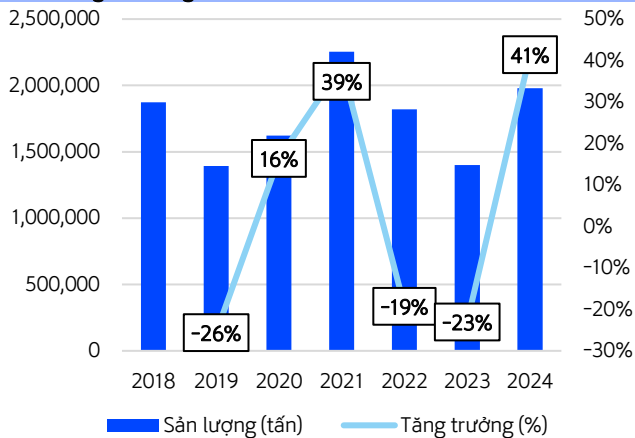
Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu 2018 – 2023



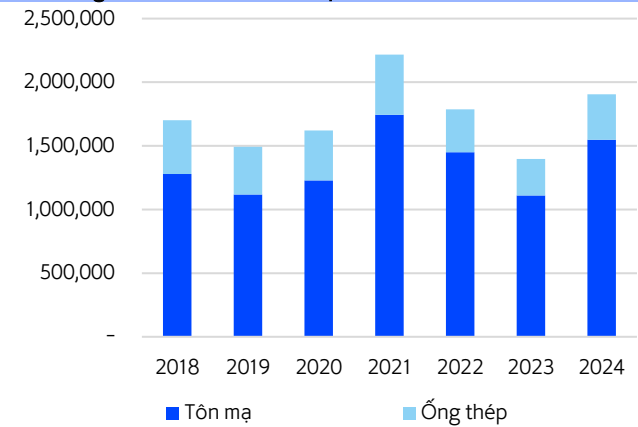
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hoa Sen đang duy trì tỷ lệ trung bình doanh thu xuất khẩu và trong nước khoảng 50%.

Sản lượng bán hàng Hoa Sen 2018 – 2024 (tấn)



Sản lượng tiêu thụ theo cơ cấu sản phẩm (tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hoa Sen sở hữu tổng cộng 10 nhà máy trên cả nước với tổng công suất sản xuất tôn mạ đạt 2.5 triệu tấn, công suất sản xuất ống thép đạt khoảng 850 nghìn tấn và công suất sản xuất ống nhựa đạt khoảng 130 nghìn tấn.

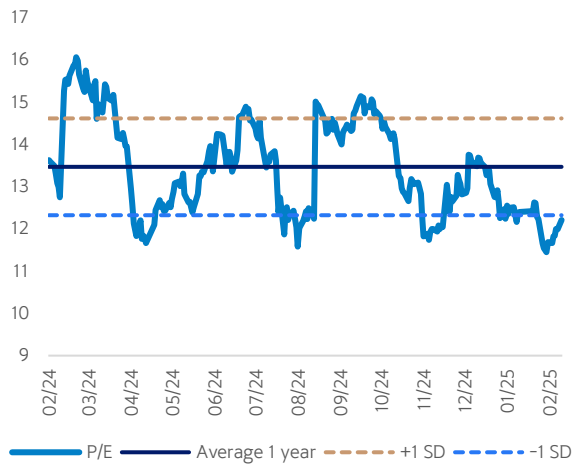
Bảng: Các nhà máy của Hoa Sen

Đơn vị: Tấn

Tên nhà máy	Diện tích (ha)	Ống thép	Ống Thép mạ kẽm nhúng nóng	Cán nguội	Sản xuất tôn (NOF)	Phủ màu	Ống nhựa
Ống Kẽm Hoa Sen Yên Bái	8.70	82,800					
Hoa Sen Nghệ An	35.00			700,000	800,000	240,000	
Hoa Sen Nam Cấm	9.40	120,000					
Ống Kẽm - Ống Nhựa Hoa Sen Bình Định	13.80	100,000					
Tôn Hoa Sen - Bình Dương	2.40			980,000	150,000	45,000	
Tôn Hoa Sen Phú Mỹ	16.60				1,150,000	330,000	
Ống Thép Mạ Kẽm Hoa Sen Phú Mỹ	9.30	332,040	85,000				
Nhà Máy Nhựa Hoa Sen	10.80						129,691
Hoa Sen Nhơn Hội - Bình Định	21.80			350,000	430,000	195,000	
Hoa Sen Hà Nam	20.50	217,800					
Tổng	148	852,640	85,000	2,030,000	2,530,000	810,000	129,691

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

P/E 1 năm qua



EV/EBITDA 1 năm qua



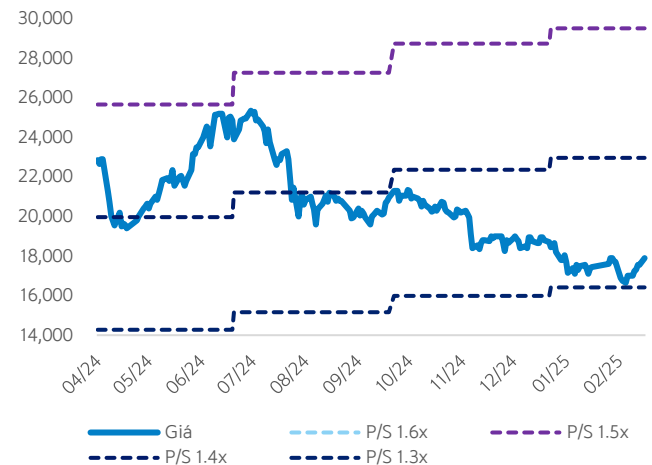
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua

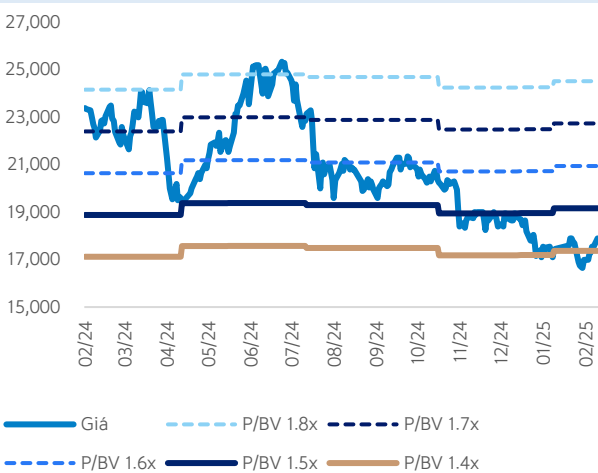


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/S

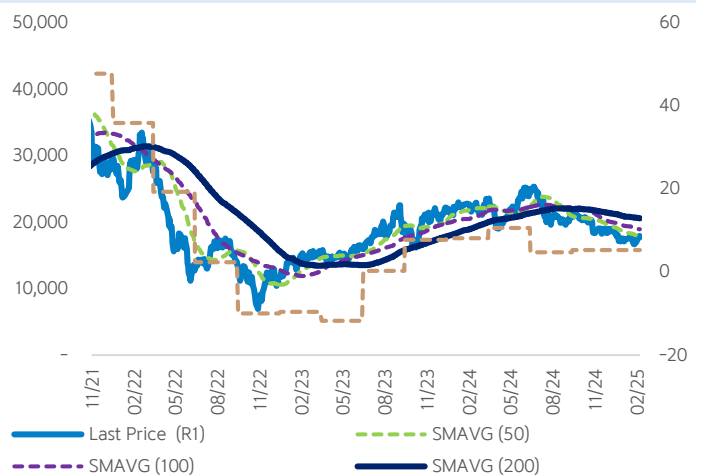


Giá với các mức P/B

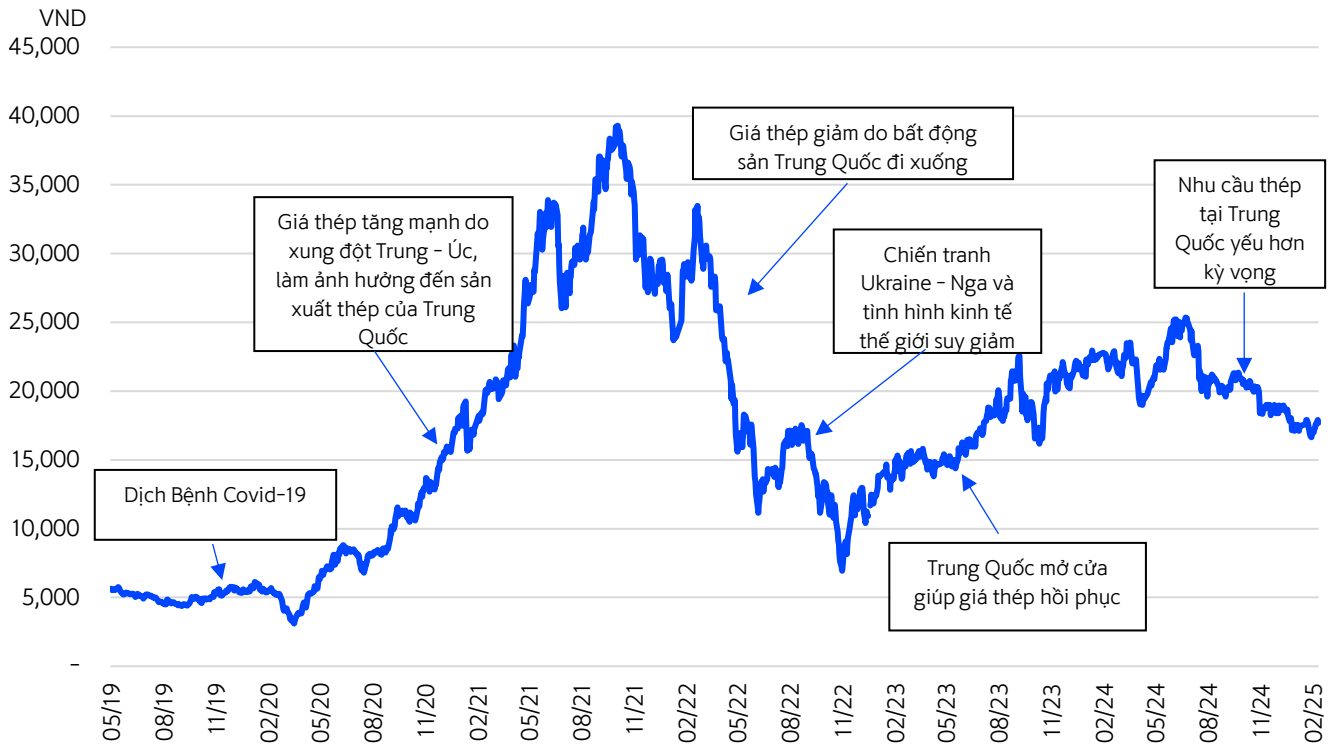


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE và đường trung bình 1 năm qua



Những sự kiện quan trọng của HSG

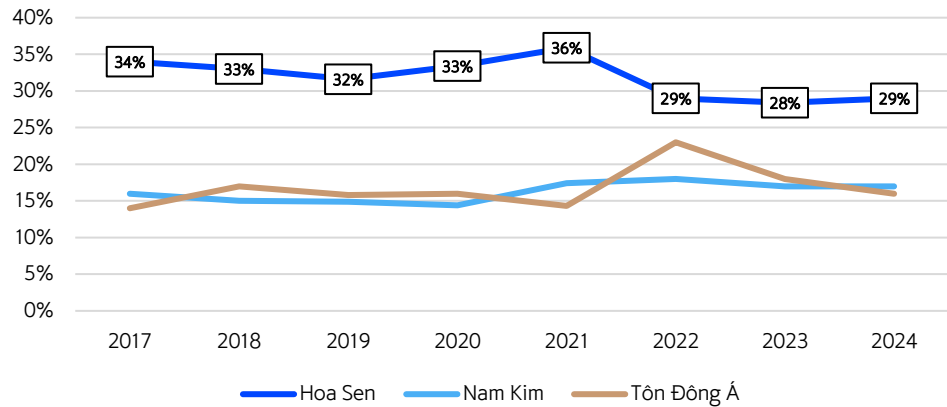


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro sụt giảm thị phần

Thị phần Hoa Sen và đối thủ từ năm 2017 – 2018 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Thị phần tôn mạ của Hoa Sen có sự sụt giảm từ mức 36% xuống còn 29% trong năm 2022. Trong khi đó, các đối thủ như Nam Kim và Tôn Đông Á vẫn giữ vững và mở rộng được thị phần. Việc suy giảm thị phần xảy ra trong năm 2022 do Hoa Sen tập trung mở rộng mảng bán lẻ với hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home trong khi đó Tôn Đông Á chủ động giảm giá bán cho doanh nghiệp bất động sản nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp vượt qua khó khăn.

Với chiến lược tập trung mảng phân phối bán lẻ vật liệu xây dựng và nội thất, mảng kinh doanh của Hoa Sen sẽ bớt phụ thuộc vào mảng tôn mạ hơn từ đó ít phải cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ.

Rủi ro biến động giá thép HRC

Biến động giá thép HRC có tác động to lớn đến giá bán của Hoa Sen do thép HRC là nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất tôn mạ của Hoa Sen và giá bán tôn mạ của Hoa Sen được tính % chênh lệch với giá thép HRC. Với tỉ lệ doanh thu xuất khẩu trung bình chiếm hơn 50% tổng doanh thu, giá bán thép của Hoa Sen chịu ảnh hưởng bởi cả diễn biến giá thép trong nước và thế giới.

Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn

Thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến lượng tôn mạ và ống thép tiêu thụ của Hoa Sen. Lượng thép tiêu thụ của trong lĩnh vực bất động sản chiếm hơn 35% sản lượng tiêu thụ thép trong nước. Những diễn biến bất ổn của tình hình bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép và Hoa Sen.

Rủi ro kinh tế thế giới suy giảm

Tình hình kinh tế thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu tiêu thụ thép của các quốc gia trên thế giới. Kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu đầu tư và xây dựng của các nước qua đó tác động tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ và giá HRC trên thế giới. Với tỷ trọng xuất khẩu chiếm trung bình 50% trong cơ cấu doanh thu của Hoa Sen, tình hình kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của Hoa Sen.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tổng tài sản	17,365	19,562	20,792	22,787	25,221
Tài sản ngắn hạn	11,275	14,165	16,641	19,812	22,637
Tiền và tương đương tiền	597	602	2,864	4,360	5,848
Đầu tư TC ngắn hạn	26	31	17	20	23
Các khoản phải thu	2,322	2,986	3,021	2,870	3,200
Hàng tồn kho	7,629	9,702	10,739	12,561	13,566
Tài sản dài hạn	6,090	5,397	4,151	2,975	2,584
Tài sản cố định	4,833	3,915	2,972	2,196	1,778
Lợi thế thương mại	1	1	1	1	1
Tài sản khác	396	407	407	407	407
Tổng nợ	6,585	8,649	8,112	8,205	8,187
Nợ ngắn hạn	6,569	8,633	8,021	8,062	8,011
Khoản phải trả	3,633	3,269	3,221	3,824	4,212
Vay và nợ thuê tài chính	2,936	5,364	4,800	4,239	3,799
Khác	747	940	1,162	1,405	1,521
Nợ dài hạn	16	16	91	143	176
Vay và nợ thuê tài chính	0	0	75	126	160
Khác	16	16	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	10,780	10,912	12,680	14,581	17,034
Vốn góp chủ sở hữu	6,160	6,160	6,776	7,453	8,199
Thặng dư vốn	157	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	4,447	4,579	5,731	6,954	8,662
Vốn khác	4,369	4,528	5,680	6,903	8,611
Lợi ích CB không kiểm soát	16	16	16	16	16
*Tổng nợ	2,936	5,364	4,874	4,365	3,959
*Nợ ròng (tiền)	2,313	4,731	1,993	685	(1,212)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	1,866	(1,418)	2,393	1,344	1,483
Lợi nhuận ròng	22	510	1,031	1,264	1,832
Khấu hao TSCĐ	1,063	874	1,411	1,148	597
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(10)	(23)	399	(664)	(583)
Thay đổi vốn lưu động	523	(3,305)	(448)	(403)	(363)
Thay đổi khác	267	525	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(350)	(721)	(347)	27	(208)
Chi dùng vốn	(141)	44	(467)	(370)	(177)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	-	(4)	13	(3)	(3)
Thay đổi khác	(209)	(760)	107	400	(28)
Tiền từ HĐ tài chính	(1,251)	2,142	247	128	214
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	616	678	745
Tiền đi vay/(trả) nợ	(1,251)	2,493	(490)	(509)	(406)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	(351)	120	(41)	(125)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	265	4	2,292	1,499	1,489
Tổng tiền đầu năm	330	597	600	2,891	4,387
Thay đổi trong tỷ giá	2	2	2	2	3
Tổng tiền cuối năm	597	600	2,891	4,387	5,875

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	31,651	39,272	45,933	53,612	60,880
Tăng trưởng (%)	-36.3	24.1	17.0	16.7	13.6
Giá vốn hàng bán	(28,590)	(35,018)	(40,418)	(47,060)	(52,848)
Lợi nhuận gộp	3,061	4,253	5,515	6,552	8,033
Biên lợi nhuận gộp (%)	9.7	10.8	12.0	12.2	13.2
Chi phí BH & QLDN	(2,884)	(3,840)	(4,172)	(4,869)	(5,529)
LN từ HĐKD	177	413	1,343	1,682	2,503
Tăng trưởng (%)	(0.7)	4.2	1.6	0.2	0.5
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6	1.1	2.9	3.1	4.1
LN khác	50	128	28	16	14
Thu nhập tài chính	233	342	227	193	174
Chi phí tài chính	(233)	(254)	(253)	(231)	(214)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(195)	(133)	(247)	(223)	(204)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	50	41	54	54	54
LNTT	227	541	1,371	1,698	2,517
Thuế TNDN	(124)	(31)	(385)	(477)	(729)
LNST	22	510	1,031	1,264	1,832
Tăng trưởng (%)	(91.1)	2,174.3	102.2	22.6	45.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.1	1.3	2.2	2.4	3.0
LNST cổ đông công ty mẹ	30	510	1,031	1,264	1,832
Lợi ích CBTS	(8)	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	342	674	1,663	1,964	2,765
Tăng trưởng (%)	(44.9)	97.4	146.7	18.1	40.8
Biên LN (%)	1.1	1.7	3.6	3.7	4.5
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,405	1,548	3,074	3,112	3,362
Tăng trưởng (%)	(18.5)	10.2	98.5	1.2	8.0
Biên LN (%)	4.4	3.9	6.7	5.8	5.5

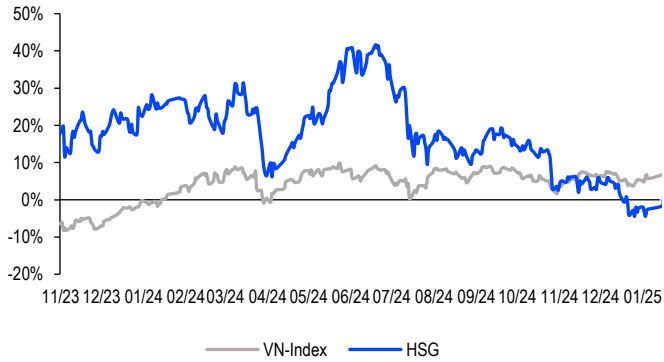
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng)	49	828	1,674	1,865	2,458
BPS (đồng)	17,475	17,689	18,690	19,541	20,756
PER (x)	23.8	21.4	10.6	9.5	7.2
PBR (x)	1.6	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	11.9	10.4	4.3	3.6	2.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0	5	5	5	5
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	4.4	3.9	6.7	5.8	5.5
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6	1.1	2.9	3.1	4.1
Biên LNST (%)	0.1	1.3	2.2	2.4	3.0
ROA (%)	0.1	2.6	5.0	5.5	7.3
ROE (%)	0.2	4.7	8.1	8.7	10.8
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	27.2	49.2	38.4	29.9	23.2
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	164.7	305.6	64.8	22.0	(36.0)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	9.5	7.3	35.9	54.3	73.3
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.7	5.1	6.7	8.8	13.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	22.6	24.2	17.4	15.2	15.3
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	95.9	90.3	92.3	90.4	90.2
Số ngày khoản phải thu (ngày)	21.8	24.7	23.9	20.1	18.2

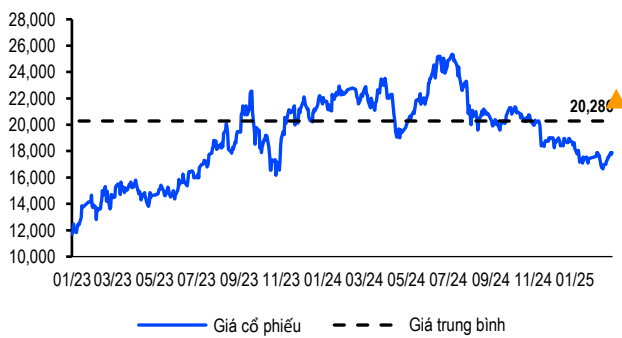
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
14/04/2023 (BC lần đầu)	GIỮ	16,100	-36	-63/134
18/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	23,700	16	-7/30
27/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	22,800	13	-12.6/37.3

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: **Huong Le**

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: **HSG VN**
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ **United States:** This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ **All Other Jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang Street,
Thu Thiem Ward, Thu Duc City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599