Ngành: Thép - Tôn mạ| BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ MUA

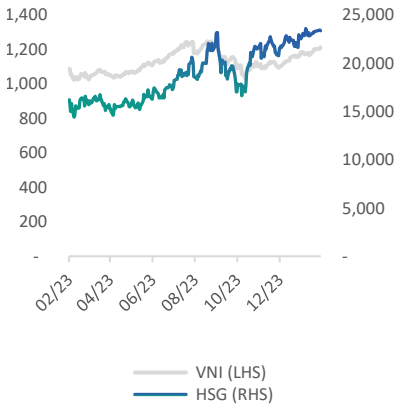
CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)
ĐỊNH GIÁ VÙNG ĐÁY

Giá hiện tại:	**19,950**	Ngày viết báo cáo:	13/11/2024	**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**	
Giá mục tiêu trước:	**28,350**	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	598	LE PHUOC VU	17%
Giá mục tiêu mới:	**23,700**	Vốn hóa (tỷ VND)	12,450	TRAN NGOC CHU	0.3%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	13,844,590	TRAN QUOC TRI	0.2%
Tiềm năng tăng giá	**19%**	Sỡ hữu nước ngoài	20%	EATON VANCE CORP	0.2%

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpq@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **HSG** với giá trị hợp lý cho năm 2025 là **23,700** VND/CP (tương đương Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 13/11/2024), với P/B FWD =1.2x.

Giá cổ phiếu đã chiết khấu và đã phản ánh KQKD Quý 4 NĐTC 2024 kém – hiện tại đang ở mức hấp dẫn. Sau đợt giảm giá vào Quý 4 NĐTC 2024, giá cổ phiếu của HSG đã giảm về mức 20,000 VNĐ/CP tương đương với mức định giá P/B FWD 2024 = 1.1x, P/B FWD 2025 = 1.03x – thấp hơn so với P/B Trung bình của HSG trong 1 chu kỳ (P/B Trung bình = 1.1 -1.2x). BSC giữ nguyên luận điểm đây là thời điểm thích hợp để mua HSG do:

1) Kết quả kinh doanh của HSG sẽ phục hồi về giai đoạn bình thường vào năm 2025 nhờ thị trường Bất động sản nội địa phục hồi.
2) HSG sở hữu thị phần nội địa lớn nhất trong ngành tôn mạ (chiếm 20-30%), đi kèm đa dạng hóa các thị trường xuất khẩu.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. **BSC kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ của HSG + 10% yoy trong năm 2025** nhờ (1) Thị trường Bất động sản Nội địa phục hồi, (2) Bộ Công thương sẽ áp dụng thuế chống bán phá tạm thời tôn lạnh từ Trung Quốc vào đầu Quý 1.2025, và chính thức vào Quý 3.2025.
2. **Định giá đang được chiết khấu về P/B 2024 = 1.1, P/B FWD 2025 = 1.03x.**

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025

Trong năm 2025, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 43,570 tỷ VND (+11% yoy), NPATMI = 826 tỷ VND (+62% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 1,382 VND/CP, P/E FWD 2025 = 14.7, P/B FWD 2024 = 1.03x.

- Sản lượng = 2.1 triệu tấn (+10% yoy) do nhu cầu phục hồi,
- Giá bán bình quân +3% YoY
- Biên lợi nhuận gộp = 11.5%, tăng 0.7 điểm % do giá bán và sản lượng tăng.

Chỉ số	2022	2023	2024	2025F
PE (x)	30.2	550.2	23.8	14.7
PB (x)	0.7	1.2	1.1	1.0
PS (x)	0.2	0.4	0.3	0.3
ROE (%)	2.3%	0.2%	4.7%	7.0%
ROA (%)	1.5%	0.1%	2.6%	3.7%

KQKD	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	49,711	31,651	39,270	43,570
Lợi nhuận gộp	4,939	3,028	4,252	5,027
NPATMI	251	23	510	826
EPS	420	38	852	1,381
Tăng trưởng EPS	-95.2%	-90.9%	2129%	62%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4 NĐTC 2024

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 4 NĐTC 2024

BC KQKD	Q3.2024	Q4.2023	Q4.2024	% QoQ	% YoY	2023	2024	% YoY
Doanh thu	**10,986**	**8,235**	**10,223**	**-7%**	**24%**	**32,084**	**39,941**	**24%**
Giảm trừ	(146)	(129)	(115)	-21%	-11%	(434)	(670)	55%
Doanh thu thuần	**10,840**	**8,107**	**10,109**	**-7%**	**25%**	**31,651**	**39,270**	**24%**
Giá vốn	(9,503)	(7,035)	(9,260)	-3%	32%	(28,623)	(35,018)	22%
Lãi gộp	**1,337**	**1,072**	**849**	**-37%**	**-21%**	**3,028**	**4,252**	**40%**
DTTC	31	115	129	320%	12%	233	342	47%
CPTC	(65)	(61)	(98)	52%	59%	(314)	(254)	-19%
Trong đó: Lãi vay	(39)	(36)	(40)	1%	10%	(195)	(133)	-32%
Lãi từ CTLK	-	-	-			-	-	
Chi phí bán hàng	(901)	(552)	(909)	1%	65%	(2,477)	(3,345)	35%
CP Quản lý doanh nghiệp	(129)	(75)	(149)	15%	98%	(390)	(496)	27%
Lãi từ HĐKD	**273**	**498**	**(178)**	**-165%**	**-136%**	**80**	**499**	**522%**
Thu nhập khác, ròng	14	5	2	-83%	-56%	66	26	-61%
EBT	287	504	(176)	-161%	-135%	146	540	269%
Thuế TNDN	(14)	(65)	(10)	-28%	-85%	(123)	(30)	-76%
NPAT	**273**	**438**	**(186)**	**-168%**	**-142%**	**23**	**510**	**2124%**
Lợi ích CĐTS	0	0	-	-100%	-100%	0	0	-34%
NPATMI	**273**	**438**	**(186)**	**-168%**	**-142%**	**23**	**510**	**2129%**
Sản lượng (tấn)	**515,267**	**385,702**	**499,181**	**-3%**	**29%**	**1,406,939**	**1,909,613**	**36%**
Nội địa	271,118	219,133	262,434	-3%	20%	775,490	958,863	24%
Xuất khẩu	244,149	166,569	236,747	-3%	42%	631,449	950,750	51%
Giá bán (VND/kg)	**21,321**	**21,351**	**20,480**	**-4%**	**-4%**	**22,804**	**20,916**	**-8%**
Giá nội địa ước tính	18,691	18,489	17,748	-5%	-4%	23,123	17,148	-26%
Giá xuất khẩu ước tính	23,645	24,345	23,025	-3%	-5%	21,727	24,011	11%
Lãi gộp trên 1kg - Bỏ khấu hao	2,604	2,961	341	-87%	-88%	1,381	2,254	63%
Tỷ lệ chiết khấu cho đại lý	1.3%	1.6%	1.1%	0%	0%	**0.0%**	**0.0%**	0.0%
Biên lợi nhuận gộp	12%	13.2%	8.4%	-3.9%	-5%	10%	10.8%	1.3%
Biên lợi nhuận ròng	2.5%	5.3%	-1.8%	-4%	-7%	0.1%	1.3%	1.2%

Nguồn: Báo cáo tài chính

Nhận xét kết quả kinh doanh:

Kết thúc Q4 NĐTC 2023-24, HSG ghi nhận Doanh thu thuần = 10,223 tỷ VNĐ (+24% yoy), LNST – CĐTS = -186 tỷ VNĐ so với cùng kỳ ghi nhận 438 tỷ VNĐ. Trong đó:

1. Sản lượng +29% yoy. Trong đó nội địa +20% yoy do thị trường thép nội địa phục hồi. Xuất khẩu +42% yoy
2. Giá bán -4% yoy do diễn biến giá thép TQ giảm.
3. Biên lợi nhuận gộp -5 điểm % do (1) HSG ghi nhận trích lập dự phòng 122 tỷ trong Quý 4, (2) HSG ghi nhận hàng tồn kho giá cao vào Tháng 4.
4. Chi phí tài chính +98% yoy và chi phí bán hàng +65% yoy do HSG đẩy mạnh kênh xuất khẩu.
5. Chi phí QLDN đạt 149 tỷ VNĐ (+98% yoy) do tăng chi phí nhân viên.

Theo đó, So với cùng kỳ, KQKD sụt giảm chủ yếu đến từ việc (1) HSG ghi nhận thêm trích lập dự phòng, đi kèm biên lợi nhuận gộp giảm, (2) chi phí bán hàng tăng.

So với quý trước đó, LNST-CĐTS HSG trong Q4 NĐTC 2023 sụt giảm mạnh đến từ 3 yếu tố sau:

1. Sản lượng -3% QoQ do yếu tố mùa vụ

2. Giá bán - 4% QoQ do diễn biến giá thép Trung Quốc giảm.
3. Chi phí Quản lý doanh nghiệp +15% QoQ**.**

Đánh giá của BSC:

1. **LNST – CĐTS NĐTC 2023 – 2024 đạt 510 tỷ VNĐ, hoàn thành 68% dự báo của BSC**. Nguyên nhân chủ yếu đến từ (1) giá thép giảm mạnh hơn, và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh hơn so với kỳ vọng của BSC trong Q4 NĐTC 2024.
2. **KQKD Quý 1 NĐTC 2025 kỳ vọng sẽ cải thiện so với quý trước đó nhờ** (1) giá thép đã tạo đáy.
3. BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với HSG nhờ (1) Giá thép đã tạo đáy, định giá đã được chiết khấu về mức hấp dẫn, (2) KQKD năm 2025 kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ sản lượng tôn mạ phục hồi. BSC cho rằng việc giá cổ phiếu giảm mạnh trong thời gian vừa qua đã phán ánh tương đối KQKD Quý 4 NĐTC 2024 kém.

II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

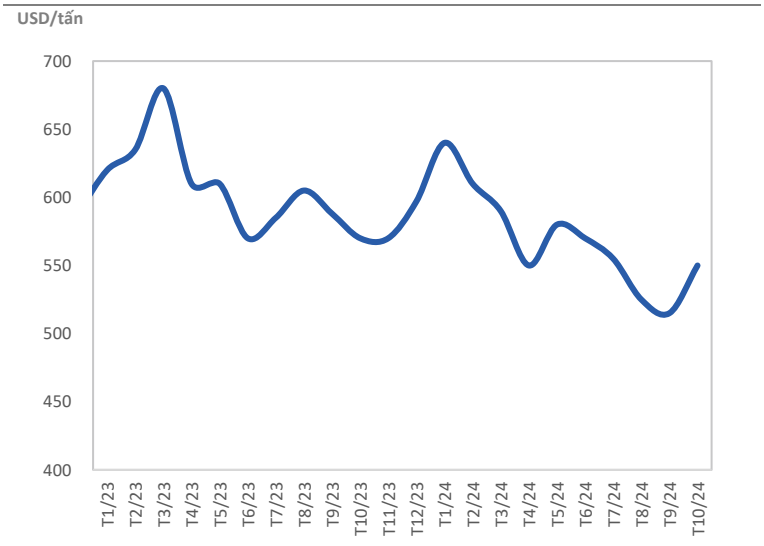
So với Báo cáo trước đó tại cuối Quý 2.2024, BSC lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với HSG.

Luận điểm 1: Định giá đang được chiết khấu về P/B 2024 = 1.1x. BSC duy trì quan điểm đây là thời điểm thích hợp để đầu tư HSG – doanh nghiệp có thị phần nội địa lớn tại đáy chu kỳ.

Giá thép biến động tại cuối chu kỳ ngành thép, đã tạo đáy trong ngắn và trung hạn (3-6 tháng tới). Trong tháng 6, Chính phủ Trung Quốc đưa ra các tiêu chuẩn chất lượng mới cho thép thanh, (2) Một số quốc gia khởi xướng điều tra chống bán phá giá đối với thép Trung Quốc. Điều này đã tạo ra một đợt xả hàng tồn kho từ đại lý, tạo áp lực giảm giá. BSC đánh giá đợt điều chỉnh này chủ yếu đến từ áp lực hàng tồn kho trong xã hội (không phải ở nhà máy), do đó mang tính điều chỉnh ngắn hạn (1 quý). Với việc giá thép đã tạo đáy, BSC cho rằng kết quả kinh doanh của HSG sẽ dần cải thiện trong các Quý tới nhờ biên lợi nhuận gộp phục hồi trong môi trường giá thép và giá nguyên vật liệu ổn định hơn.

Hình 2: Giá thép HRC từ Trung Quốc

Hình 3: Giá thép HRC từ HPG



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Giá cổ phiếu đã chiết khấu và đã phản ánh KQKD Quý 4 NĐTC 2024 kém – hiện tại đang ở mức hấp dẫn. Sau đợt giảm giá vào Quý 4 NĐTC 2024, giá cổ phiếu của HSG đã giảm 20% từ đỉnh Tháng 6 – Tháng 7, về mức 20,000 VNĐ/CP tương đương với mức định giá P/B FWD 2024 = 1.1x, P/B FWD 2025 = 1.03x – thấp hơn so với P/B Trung bình của HSG trong 1 chu kỳ (P/B Trung bình = 1.1 -1.2x). **BSC giữ nguyên luận điểm đây là thời điểm thích hợp để mua HSG do:**

1) Kết quả kinh doanh của HSG sẽ phục hồi về giai đoạn bình thường vào năm 2025 nhờ thị trường Bất động sản nội địa phục hồi.

2) HSG sở hữu thị phần nội địa lớn nhất trong ngành tôn mạ (chiếm 20-30%), đi kèm đa dạng hóa các thị trường xuất khẩu.

Hình 4: Định giá của HSG đã chiết khấu về P/B 2024 = 1.1x, P/B FWD 2025 = 1.03x

Nguồn: BSC Research dự báo

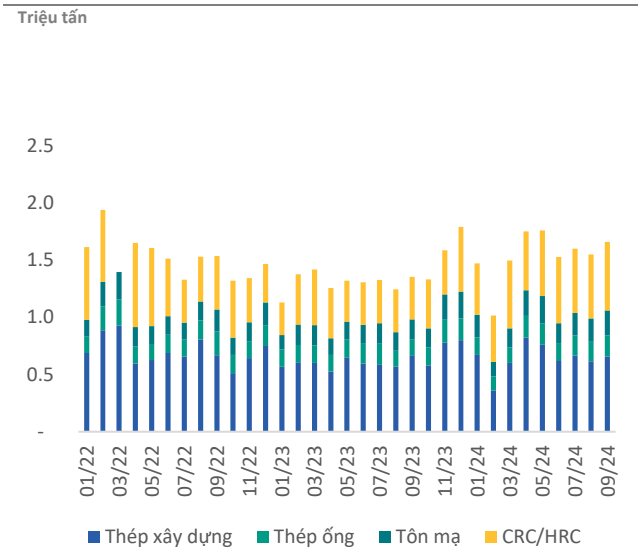
Quan điểm về định giá vùng đáy đã được BSC đề cập qua các Báo cáo trước đây:

- 10/05/2024: HSG_MUA MẠNH_TP 28,350 VND_Upside 38%_Hè về sen nở_BSC Company Update
- 05/03/2024: HSG_MUA_TP 28,350 VND_Upside 20%_Đầu tư doanh nghiệp tôn mạ ở đáy chu kỳ_BSC Company Update
- 30/11/2023: HSG_MUA_TP 25,300 VND_Upside 16%_Kỳ vọng giá thép tăng khi Trung Quốc tiếp tục cắt giảm công suất_BSC Company Update
- 14/08/2023: HSG_MUA_TP 25,000 VND_Upside 24%_Sen nở trái mùa_BSC Company Update
- 17/07/2023: NKG_MUA_TP 24,700 VND_Upside 28%_HSG_MUA_TP 20,000 VND_Upside 13%_Giá HRC tạo đáy, kỳ vọng phục hồi trong 2H.2023 - 2024_BSC Company Update
- 03/03/2023: HSG_MUA_TP 18,500 VND_Upside 17%_Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp cải thiện trong Quý 2_BSC Company Update

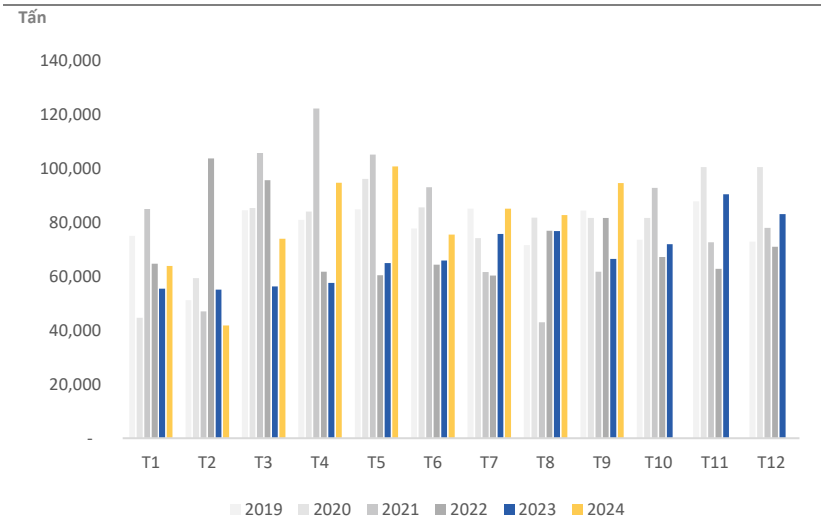
Luận điểm 2: BSC kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ của HSG + 10% yoy trong năm 2025. Theo đó KQKD năm 2025 phục hồi, tương ứng lợi nhuận sau thuế đạt 826 tỷ VNĐ (+26% YoY) nhờ:

- **Thứ nhất, thị trường Bất động sản nội địa phục hồi.** Trong Quý 4 NĐTC 2024, sản lượng nội địa toàn ngành +4.8 triệu tấn (+22.5% yoy). Trong đó, sản lượng nội địa của HSG đạt 262,000 tấn (+20% yoy). Xu hướng thị trường thép phục hồi đã được BSC đề cập trong các Báo cáo trước đó. Với việc các dự án Bất động sản đang được gỡ khó và tái khởi động trở lại trong giai đoạn vừa qua, BSC giữ quan điểm ngành thép sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025.

Hình 5: Sản lượng nội địa toàn ngành trong Quý 4 NĐTC 2024 +23% YoY



Hình 6: Sản lượng nội địa của HSG trong Quý 4 NĐTC 2024 +20% YoY.



Nguồn: BSC Research tổng hợp

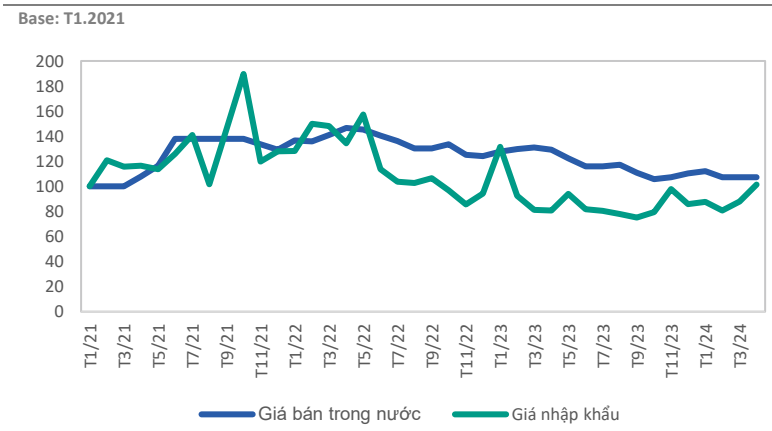
- **Thứ hai, BSC tin rằng Bộ Công thương sẽ áp dụng thuế chống bán phá tạm thời tôn lạnh từ Trung Quốc vào đầu 1H.2025, và chính thức vào Quý 3.2025** dựa trên 3 cơ sở sau: (Chi tiết tham khảo tại Báo cáo Áp thuế Chống bán phá giá).

i) *BSC nhận thấy có hiện tướng bán phá giá đối với sản phẩm thép mạ*. Trong giai đoạn thời gian điều tra (POI) và POI-1, tốc độ giảm giá thép nhập khẩu từ Trung Quốc có xu hướng nhanh hơn so với giá bán trước nước. Cụ thể, giá bán trong nước -17% yoy, trong khi, giá nhập khẩu -28% yoy.

Hình 7: Thống kê giá bán

Năm	2021	2022	POI
Giá bán trong nước – *Tôn Hoa Sen AZ100, 0.35 mm, VAT (VNĐ/kg)*	28,550	31,417	26,215
Giá nhập khẩu - *HS Code: 7212.30.13, VAT từ Trung Quốc, VAT (VNĐ/kg)*	27,935	25,995	18,758
Giá bán trong nước	100	110	92
% YoY		10%	-17%
Giá nhập khẩu	100	93	67
% YoY		-7%	-28%

Hình 8: So sánh giá bán trong nước và giá nhập khẩu (Index = 100)



Chú thích: POI = 1/4/2023 – 31/3/2024. BSC sử dụng mã HS Code 7212.30.13 do có giá trị nhập khẩu lớn thứ 2 trong các mã HS Code bị điều tra, và có đầy đủ dữ liệu qua các tháng

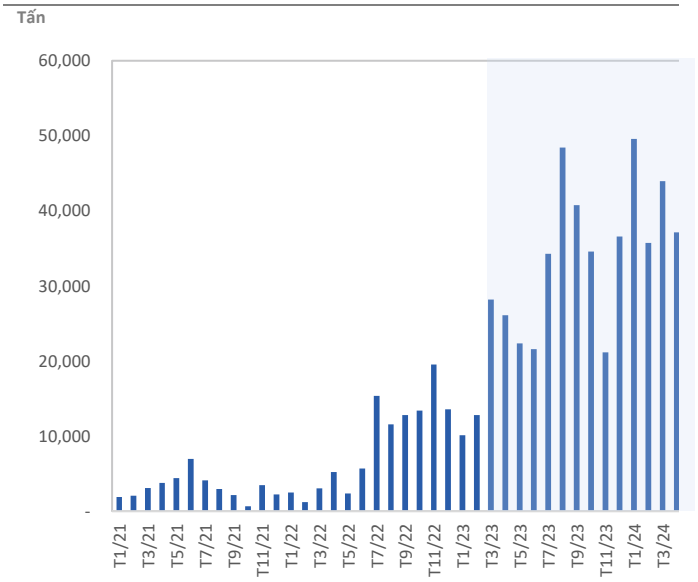
Nguồn: BSC Research tổng hợp

ii) *BSC nhận thấy sản lượng thép mạ từ Trung Quốc tăng trưởng nhanh hơn rất nhiều so với sản lượng thép nội địa.* Theo tổng hợp của BSC, sản lượng sản phẩm bị điều tra từ Trung Quốc + 519% yoy, trong khi sản lượng nội địa + 33% yoy trong giai đoạn POI. BSC cho rằng điều này ảnh hưởng mạnh tới ngành sản xuất thép mạ trong nước.

Hình 9: Thống kê sản lượng

Năm	2021	2022	POI
Sản lượng nội địa (tấn)	2,036,481	1,744,435	2,313,952
Sản lượng sản phẩm bị điều tra nhập khẩu (tấn)	37,715	73,039	452,219
Sản lượng nội địa (tấn) (Index = 100)	100	86	114
% YoY		-14%	33%
Sản lượng sản phẩm bị điều tra nhập khẩu (tấn) (Index = 100)	100	194	1,199
% YoY		94%	519%

Hình 10: Sản lượng tôn mạ từ Trung Quốc bị điều tra nhập khẩu vào Việt Nam (tấn)



Chú thích: POI = 1/4/2023 – 31/3/2024. BSC lưu ý BSC chỉ tổng hợp sản lượng các sản phẩm tôn mạ bị điều tra trong vụ việc AD19.

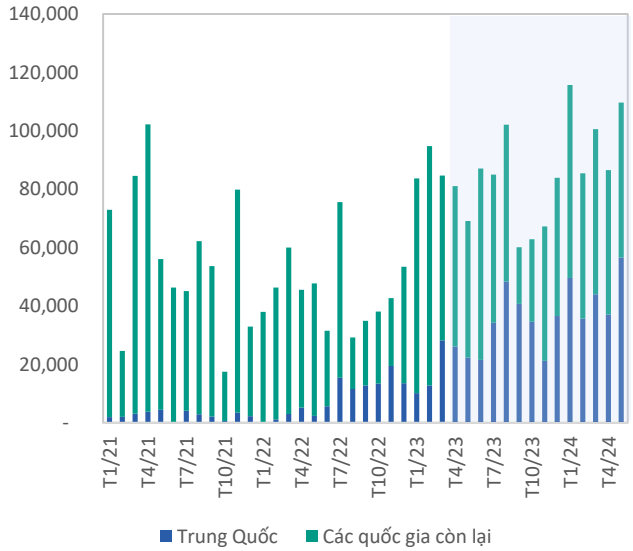
Nguồn: BSC Research tổng hợp

iii) *BSC nhận thấy việc nhập khẩu từ các quốc gia khác không ảnh hưởng lớn tới ngành sản xuất nội địa*. Trong giai đoạn 2021- POI, tỷ trọng nhập khẩu từ các quốc gia khác liên tục giảm từ 94% xuống 60%. Trong khi đó, **tỷ trọng nhập khẩu từ Trung Quốc tăng từ 6% lên 40%.** Trong giai đoạn POI, Sản lượng nhập khẩu từ các quốc gia khác chỉ +6% so với năm 2021. Do vậy, BSC cho rằng nhập khẩu từ các nước khác không phải nguyên nhân gây thiệt hại cho ngành sản xuất trong nước.

Hình 11: Thống kê sản lượng

Năm	2021	2022	POI
Nội địa			
Sản lượng nội địa (tấn)	2,036,481	1,744,435	2,313,952
% YoY		-14%	33%
Nhập khẩu			
Sản phẩm bị điều tra nhập khẩu từ Trung Quốc (tấn)	37,715	73,039	452,219
% YoY		94%	519%
Sản phẩm nhập khẩu từ quốc gia khác	647,200	439,245	687,342
% YoY		-32%	+56%

Hình 12: Sản lượng tôn mạ từ Trung Quốc bị điều tra nhập khẩu vào Việt Nam (tấn)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 13: Thống kê tỷ trọng nhập khẩu từ 2021 - POI

Năm	2021	2022	POI
Nhập khẩu			
Sản phẩm bị điều tra nhập khẩu từ Trung Quốc	6%	14%	40%
Sản phẩm nhập khẩu từ quốc gia khác	94%	86%	60%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Trên cơ sở đó, BSC dự báo sản lượng tiêu thụ của HSG +10% YoY dựa trên giả định sau:

Hình 14: Dự báo sản lượng của HSG năm 2025

Năm	2023	2024	2025F
Tổng sản lượng	1,406,939	1,889,213	2,069,748
% YoY	-21.3%	34.3%	9.6%
▪ Nội địa	769,597	958,863	1,185,551
% YoY	*-15.7%*	*24.6%*	*23.6%*
▪ Xuất khẩu	637,342	950,750	884,198
% YoY	*-27.1%*	*49.2%*	*-7.0%*

Nguồn: BSC Research dự báo

Với việc (1) giá thép đã tạo đáy, (2) nền kinh tế Trung Quốc dần phục hồi, BSC cho rằng môi trường giá thép và giá nguyên vật liệu trong năm 2025 sẽ ổn định hơn năm 2024. Theo đó, kết quả kinh doanh của HSG sẽ dần cải thiện trong năm 2025.

Trong năm 2025, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 43,570 tỷ VND (+11% yoy), NPATMI = 826 tỷ VND (+62% yoy), dựa trên giả định:

- Sản lượng = 2.1 triệu tấn (+10% yoy) do nhu cầu phục hồi,
- Giá bán bình quân +3% YoY
- Biên lợi nhuận gộp = 11.5%, tăng 0.7 điểm % do giá bán và sản lượng tăng.

III. CẬP NHẬT DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025

Trong năm 2025, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 43,570 tỷ VND (+11% yoy), NPATMI = 826 tỷ VND (+62% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 1,382 VND/CP, P/E FWD 2025 = 14.7, P/B FWD 2024 = 1.03x.

- Sản lượng = 2.1 triệu tấn (+10% yoy) do nhu cầu phục hồi,
- Giá bán bình quân +3% YoY
- Biên lợi nhuận gộp = 11.5%, tăng 0.7 điểm % do giá bán và sản lượng tăng.

Hình 15: Cập nhật dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024

	2022	2023	2024	2025	%YoY 2024	% YoY 2025
Giả định						
Sản lượng	1,787,694	1,406,939	1,889,213	2,069,748		
% YoY	-22%	-21%	34%	10%		
- Nội địa	913,100	769,597	958,863	1,185,551		
% YoY	-9%	-16%	25%	24%		
- Xuất khẩu	874,594	637,342	950,750	884,198		
% YoY	-32%	-27%	49%	-7%		
Giá bán (VNĐ/CP)	27,807	22,496	20,787	21,410		
% YoY	31%	-19%	-8%	3%		
Biên lợi nhuận gộp	9.9%	9.6%	10.8%	11.5%		
Doanh số thuần	**49,711**	**31,651**	**39,270**	**43,570**	**24%**	**11%**
Giá vốn hàng bán	(44,772)	(28,623)	(35,018)	(38,543)	22%	10%
Lãi gộp	**4,939**	**3,028**	**4,252**	**5,027**	**40%**	**18%**
Thu nhập tài chính	267	233	342	261	47%	-24%
Chi phí tài chính	(521)	(314)	(254)	(324)	-19%	27%
Trong đó: Chi phí lãi vay	**(260)**	**(195)**	**(133)**	**(168)**	**-32%**	**27%**
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-	-	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	(3,833)	(2,477)	(3,345)	(3,560)	35%	6%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(522)	(390)	(496)	(577)	27%	16%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	330	80	499	827	522%	66%
Thu nhập khác, ròng	51	66	26	48	-61%	83%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	**381**	**146**	**540**	**875**	269%	62%
Thuế TNDN	**(130)**	**(123)**	**(30)**	**(49)**	**-76%**	**62%**
LNST	251	23	510	826	2124%	62%
CĐTS	(0)	0	0	0	-34%	0%
LNST-CĐTS	**251**	**23**	**510**	**826**	**2129%**	**62%**
EPS	420	38	852	1,381	2129%	62%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **HSG** với giá trị hợp lý cho năm 2025 là **23,700** VND/CP (tương đương Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 13/11/2024), với P/B mục tiêu năm 2025 =1.2x.

Giá cổ phiếu đã chiết khấu và đã phản ánh KQKD Quý 4 NĐTC 2024 kém – hiện tại đang ở mức hấp dẫn. Sau đợt giảm giá vào Quý 4 NĐTC 2024, giá cổ phiếu của HSG đã giảm 20% từ đỉnh Tháng 6 – Tháng 7, về mức 20,000 VNĐ/CP tương đương với mức định giá P/B FWD 2024 = 1.1x, P/B FWD 2025 = 1.03x– thấp hơn so với P/B Trung bình của HSG trong 1 chu kỳ (P/B Trung bình = 1.1 -1.2x). BSC giữ nguyên luận điểm đây là thời điểm thích hợp để mua HSG do:

1) Kết quả kinh doanh của HSG sẽ phục hồi về giai đoạn bình thường vào năm 2025 nhờ thị trường Bất động sản nội địa phục hồi.

2) HSG sở hữu thị phần nội địa lớn nhất trong ngành tôn mạ (chiếm 20-30%), đi kèm đa dạng hóa các thị trường xuất khẩu.

Hình 16: Định giá cổ phiếu HSG

Phương pháp	Giá trị
Phương pháp PB	
BVPS FW 2025	19,629
P/B mục tiêu	1.2
Giá trị cổ phiếu của HSG (VNĐ/cổ phiếu) trong năm 2025	23,700

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC – CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

KQKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F
Doanh số thuần	**49,711**	**31,651**	**39,270**	**43,570**
Giá vốn hàng bán	(44,772)	(28,623)	(35,018)	(38,543)
Lãi gộp	**4,939**	**3,028**	**4,252**	**5,027**
Thu nhập tài chính	267	233	342	261
Chi phí tài chính	(521)	(314)	(254)	(324)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(260)	(195)	(133)	(168)
Chi phí bán hàng	(3,833)	(2,477)	(3,345)	(3,560)
Chi phí QLDN	(522)	(390)	(496)	(577)
Lãi từ HĐKD	330	80	499	827
Thu nhập khác, ròng	51	66	26	48
LNTT	**381**	**146**	**540**	**875**
Thuế TNDN	(130)	(123)	(30)	(49)
LNST	**251**	**23**	**510**	**826**
CĐTS	(0)	0	0	0
LNST-CĐTS	**251**	**23**	**510**	**826**
EPS	420	38	852	1,381

LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F
(Lỗ)/LNTT	381	146	541	875
Khấu hao và phân bổ	1,897	1,607	1,321	1,166
Thay đổi vốn lưu động	567	1,185	(3,388)	(1,263)
LCTT từ HĐKD	**2,845**	**2,938**	**(1,526)**	**778**
Tiền chi mua TSCĐ	(463)	(670)	(770)	(47)
Đầu tư khác	55	-	50	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	**(408)**	**(670)**	**(721)**	**(47)**
Tiền chi trả cổ tức	(0)	-	(308)	1
Tiền từ vay ròng	(2,699)	(1,891)	2,428	250
Tiền thu khác	49	-	22	-
LCTT từ HĐ Tài chính	**(2,651)**	**(1,891)**	**2,142**	**251**
Dòng tiền đầu kỳ	493	330	926	822
Tiền trong kì	(215)	377	(105)	981
Tiền cuối kỳ	278	707	822	1,803

CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F
Tiền và DTTC	339	715	633	1,834
Phải thu ngắn hạn	1,452	1,927	2,986	3,235
Tồn kho	7,395	5,793	9,702	10,713
TS ngắn hạn khác	649	649	844	900
Tài sản ngắn hạn	**9,835**	**9,084**	**14,165**	**16,681**
TSCĐ hữu hình	5,755	5,063	3,915	3,064
TSCĐ vô hình	204	190	196	192
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	604	569	664	569
ĐT dài hạn	17	17	1	1
TS dài hạn khác	611	620	622	630
Tài sản dài hạn	**7,190**	**6,458**	**5,397**	**4,455**
Tổng tài sản	**17,025**	**15,542**	**19,562**	**21,136**
Phải trả ngắn hạn	1,040	1,412	2,328	2,563
Vay ngắn hạn	4,070	2,249	5,364	5,614
Nợ ngắn hạn khác	899	912	940	984
Tổng Nợ ngắn hạn	**6,009**	**4,572**	**8,633**	**9,161**
Vay dài hạn	117	47	-	-
aNợ dài hạn khác	16	16	16	16
Tổng Nợ dài hạn	**133**	**63**	**16**	**16**
Nợ phải trả	**6,142**	**4,636**	**8,649**	**9,177**
Vốn góp	5,981	5,981	6,160	6,160
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
LN chưa phân phối	4,542	4,565	4,528	5,355
Vốn chủ khác	187	187	51	51
Cổ đông thiểu số	16	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	**10,884**	**10,906**	**10,912**	**11,739**
Tổng nguồn vốn	**17,025**	**15,542**	**19,562**	**20,916**
SLCP (triệu)	598	598	616	616

Chỉ số (%)	2022	2023	2024	2025F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.64	1.99	1.64	1.82
Hsố TT nhanh	0.41	0.72	0.52	0.65
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	36%	30%	44%	43%
Hệ số Nợ/VCSH	56%	43%	79%	78%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	84	83	87	87
Số ngày phải thu	20	21	19	19
Số ngày phải trả	22	18	21	12
CCC	78	79	79	79
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	10%	10%	11%	12%
Lợi nhuận LNST	1%	0%	1%	2%
ROE	2%	0%	5%	7%
ROA	1%	0%	3%	4%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	2%	-36%	24%	11%
Tăng trưởng EBIT	-88%	-47%	97%	55%
Tăng trưởng LNTT	-92%	-62%	269%	62%
Tăng trưởng EPS	-95%	-91%	2129%	62%
BVPS	18,198	18,236	18,246	19,629

Nguồn: BSC

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thaiholdings

210 Trần Quang Khải Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4 &9 Tòa nhà President Place,

93 Đường Nguyễn Du, Bến Nghé, Quận 1,

Thành phố Hồ Chí Minh.

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>