



# CTCP Tập đoàn Hoa Sen

[ Việt Nam / Thép ]

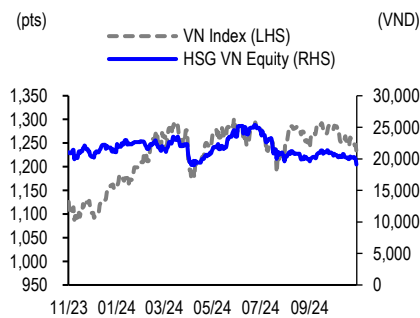
Bloomberg Code (HSG VN) | Reuters Code (HSG.HM)

## MUA

Báo cáo cập nhật

**Giá mục tiêu (12 tháng)** **23,100 VND**  
 Giá hiện tại (28/11/2024) **19,000 VND**  
**Suất sinh lời (%)** **21.5**

VNINDEX	1,242
HNXINDEX	224
Vốn hóa (tỷ VND)	11,799
SLCP lưu hành (triệu CP)	620
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	472
52-tuần cao/thấp (VND)	26,100/18,150
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	900
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	171
Công ty TNHH Đầu tư và Du	
Cổ đông lớn (%)	1987%
Lê Phước Vũ	
Lên Phước Vũ	1702%
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	-9.1 -13.8 -10.8
So với VN-Index (%)	-6.0 -10.7 -24.2



Nguồn: Bloomberg

### Lê Thiên Hương

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

### Lý Bùi – Giám đốc Phân tích

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



## Hưởng lợi từ chính sách

### Cập nhật định giá với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 23,100 đồng

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam (chiếm 20% 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 23,100 đồng tương ứng với mức sinh lời 21.5%, với những luận điểm chính: (1) Chính sách bảo hộ ngành tôn mạ chính thức được gia hạn giúp gia tăng sản lượng; (2) Giá thép gia tăng nhờ nhu cầu hồi phục; (3) Biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện.

### Cập nhật KQKD quý 4/niên độ 2023-2024:

Trong Q4/niên độ 2023-2024, HSG ghi nhận doanh thu đạt 10,109 tỷ đồng (+25% YoY, +24% QoQ), LNST đạt 152 tỷ đồng (-65% YoY, -10% QoQ). Thực tế, doanh thu duy trì tích cực nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt. Cụ thể, sản lượng ống thép và tôn mạ đạt 499,200 tấn (+28% YoY) trong Q4/niên độ 2023-2024 và 1.9 triệu tấn (+41% YoY) cả niên độ 2023-2024. Song, lợi nhuận tăng trưởng âm là do: (1) Giá thép đầu ra giảm (-7% YoY) gây áp lực lên biên lợi nhuận, (2) Giá NVL đầu vào (HRC) tích trữ lớn với giá cao từ Q1 và Q2/2024, (3) Chi phí bán hàng và quản lý tăng mạnh (+69% YoY), chủ yếu do giá cước vận tải biển tăng cao. Như vậy, lũy kế cả niên độ, Hoa Sen đạt doanh thu thuần 39,272 tỷ đồng (+24% YoY), LNST đạt 510 tỷ đồng (gấp 16 lần cùng kỳ), và vượt 2% mục tiêu đặt ra.

### 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 trong bối cảnh ngành thép nói chung đang trên tiến trình hồi phục.

**Giá thép kỳ vọng đã tạo đáy và bắt đầu chu kỳ đi lên nhờ (1)** nhu cầu nội địa hồi phục khi ngành Bất động sản dần dựng đang có tín hiệu mở rộng nguồn cung tích cực trong năm; **(2)** Xu hướng hạ lãi suất ở các quốc gia đối tác chủ lực như Mỹ, EU, ASEAN giúp kích thích thị trường nhà ở; **(3)** Nhu cầu thép tại Trung Quốc có nhiều động lực phục hồi sau biện pháp kích thích mạnh tay của chính phủ. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của HSG sẽ cải thiện nhờ tận dụng chênh lệch giá đầu vào và đầu ra.

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

Trong niên độ 2024-2025 chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của HSG sẽ đạt 2.1 triệu tấn (+10% YoY) trong đó sản lượng tôn mạ tăng 14% và ống thép tăng 4% so với cùng kỳ. Chúng tôi giả định giá thép trung bình tăng 6% YoY. Từ đó, doanh thu và LNST của doanh nghiệp đạt lần lượt 45,933 tỷ đồng (+17% YoY) và 1,213 tỷ đồng (+138% YoY).

**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

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>49,711</b>	<b>31,651</b>	<b>39,272</b>	<b>45,933</b>	<b>53,612</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	584	177	413	1,526	1,895
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>251</b>	<b>22</b>	<b>510</b>	<b>1,213</b>	<b>1,457</b>
EPS (đồng)	420	49	828	1,970	2,151
BPS (đồng)	18,171	17,475	17,689	18,958	20,006
OPM (%)	1.2	0.6	1.1	3.3	3.5
NPM (%)	0.5	0.1	1.3	2.6	2.7
<b>ROE (%)</b>	<b>2.3</b>	<b>0.2</b>	<b>4.67</b>	<b>9.4</b>	<b>9.8</b>
PER (x)	11.0	23.8	24.5	10.3	9.4
PBR (x)	1.1	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	7.8	11.9	11.5	4.5	3.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

\*Niên độ tài chính của HSG: từ ngày 1/10 đến ngày 30/09 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 kết quả kinh doanh năm 2024 và dự phóng 2025

Khoản mục	Lũy kế 2024 (Tỷ đồng)	%YoY	2025F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>39,272</b>	<b>+24%</b>	<b>45,933</b>	<b>17%</b>	Doanh thu tăng trưởng tốt chủ yếu nhờ sự phục hồi của sản lượng, đặc biệt tại thị trường nội địa (đạt 985 nghìn tấn, +25% YoY).
<b>Sản lượng (ngàn tấn)</b>					
<i>Tôn mạ</i>	1,549	40%	1,759	14%	Chúng tôi dự báo sản lượng bán mặt tôn mạ sẽ đạt 1.7 triệu tấn (+14% YoY) nhờ chính sách CBPG đi vào thực thi (đóng góp thêm 10% sản lượng so với mức hiện tại).
<i>Ống thép</i>	359	25%	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).
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4,253</b>	<b>39%</b>	<b>5,515</b>	<b>35%</b>	Chúng tôi dự báo BLNG của HSG tăng nhẹ lên mức 12% trong năm 2025 nhờ giảm áp lực trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho và giá thép thành phẩm phục hồi.
Biên lợi nhuận gộp	11%		12%		
Chi phí bán hàng và quản lý	3,840	33%	3,990	4%	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.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>413</b>	<b>133%</b>	<b>1,526</b>	<b>269%</b>	
LNTT	541	138%	1,650	205%	
<b>LNST</b>	<b>510</b>	<b>2218%</b>	<b>1,213</b>	<b>137%</b>	

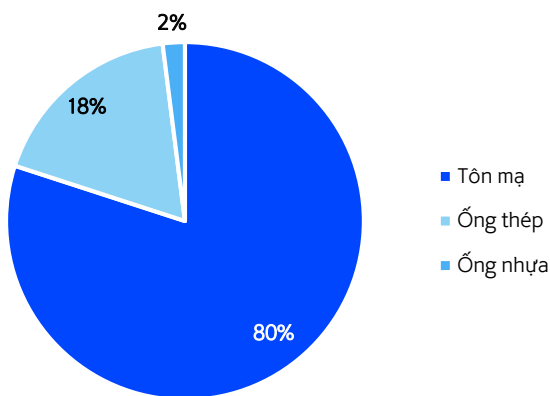
## Tổng quan doanh nghiệp

### Lịch sử hình thành doanh nghiệp

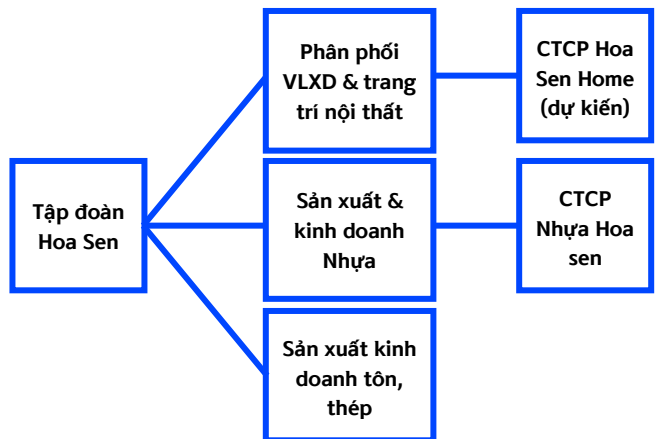
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (Tập đoàn Hoa Sen) được thành lập ngày 08/8/2001. Năm 2008, Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu HSG. Trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển, Tập đoàn Hoa Sen đã trở thành doanh nghiệp số một trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam ở cả thị trường 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 2023



Mô hình kinh doanh của Hoa Sen

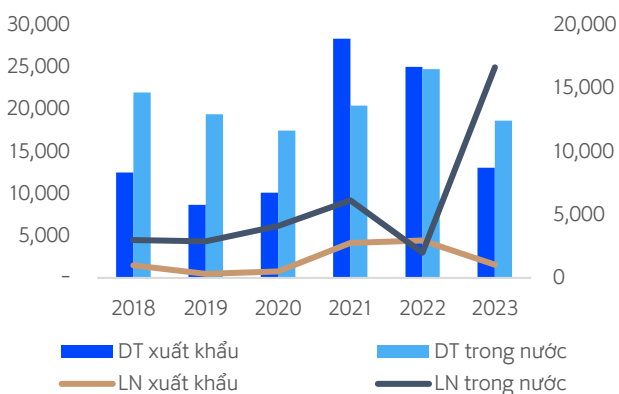


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

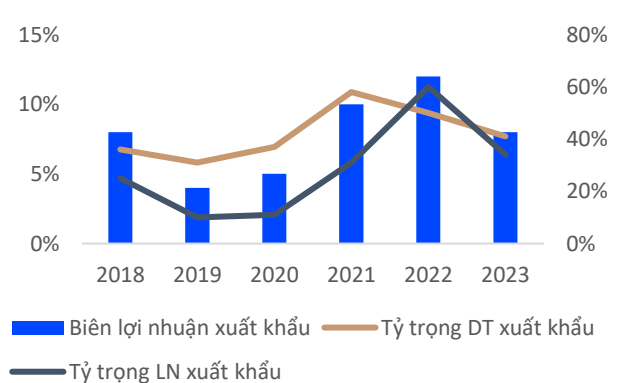
Tập đoàn Hoa Sen có ba mảng kinh doanh chính bao gồm: Mảng sản xuất kinh doanh tôn, thép; mảng phân phối VLXD và trang trí nội thất và mảng sản xuất kinh doanh nhựa. Trong đó mảng kinh doanh nhựa do CTCP Nhựa Hoa Sen phụ trách. Tập đoàn Hoa Sen cũng dự kiến thành lập CTCP Hoa Sen Home, qua đó tách riêng 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 – 2023 (tỷ đồng)



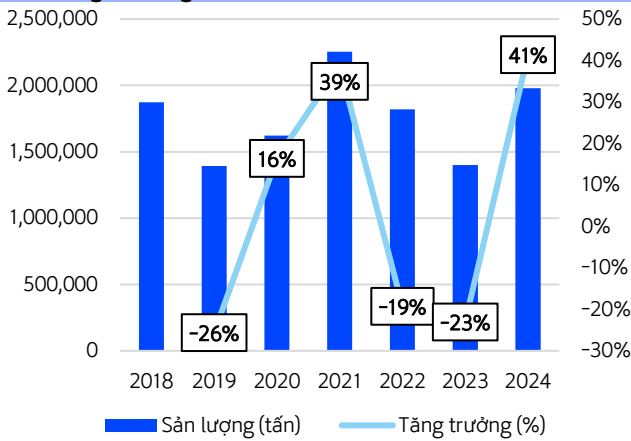
Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu 2018 - 2023



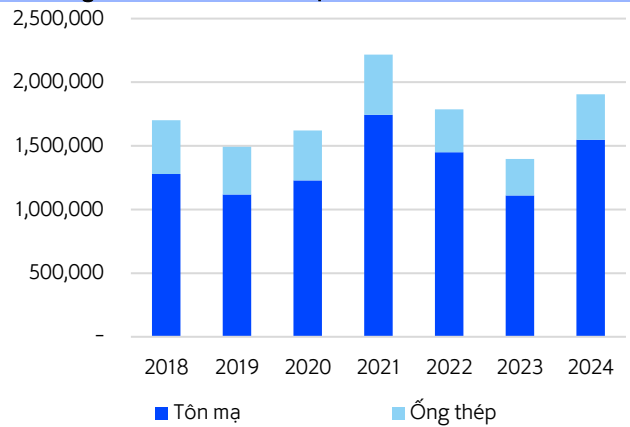
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

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					
<b>Tổng</b>	<b>148</b>	<b>852,640</b>	<b>85,000</b>	<b>2,030,000</b>	<b>2,530,000</b>	<b>810,000</b>	<b>129,691</b>

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

## Định giá và Khuyến nghị

### Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 23,100 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 23,100 đồng, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng 21.5%. 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 chính thức được gia hạn giúp gia tăng sản lượng
- 2) Giá thép gia tăng nhờ nhu cầu 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%	20,700
FCFF	50%	25,500
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>23,100</b>
Giá hiện tại (28/11/2024)		19,000
<b>Tỷ suất sinh lời (%)</b>		<b>21.5</b>

### Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

#### Mô hình định giá FCF của HSG

Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	1,213	1,457	2,016	2,237	2,534
Cộng: Lãi vay sau thuế	238	217	200	172	172
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	405	-28	206	204	205
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>2,009</b>	<b>2,447</b>	<b>2,244</b>	<b>2,665</b>	<b>3,002</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,773	1,905	1,541	1,615	1,604
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	12,023				
Giá trị doanh nghiệp	20,461				
Nợ	5,364				
Tiền và tương đương tiền	602				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.62				
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>25,500</b>				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biến	Giá trị
D/E	0.42
Beta	1.54
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Chi phí sử dụng vốn	16.7%
Chi phí nợ	6.7%
WACC	13.3%

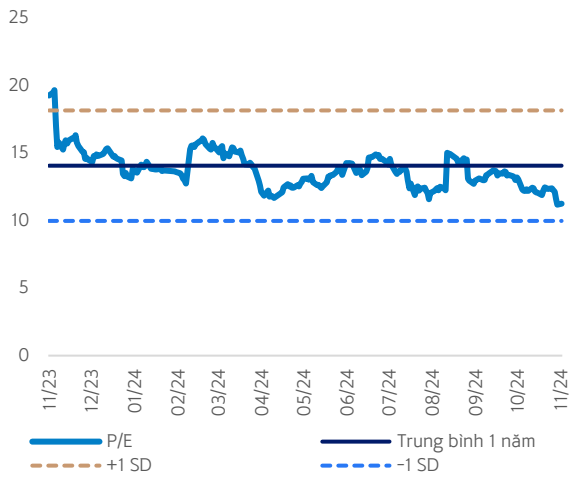
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 2.9% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HSG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của HSG được định giá ở mức 25,500 đồng.

**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 10.5x. Kết hợp cùng EPS 2025 dự phóng ở mức 1,970 đồng, giá mục tiêu của HSG được định giá ở mức **20,684** đồng.

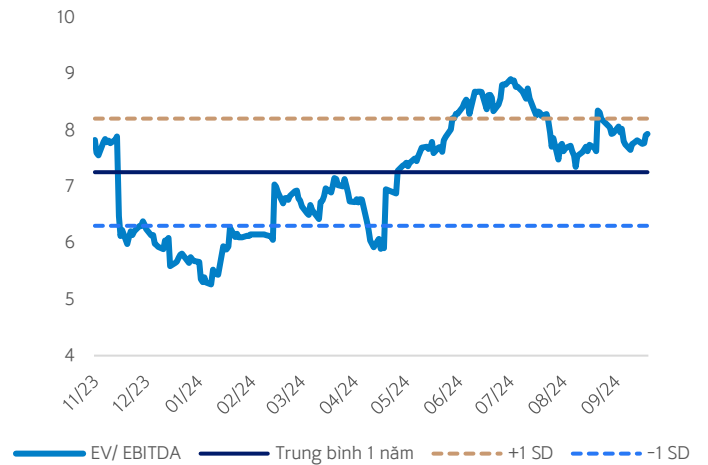
Mã CP	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ USD)	Biên lợi nhuận gộp (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E
HPG	TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT	6.6	13.3	11.53	5.83	11.6
NKG	CTCP THÉP NAM KIM	0.2	9.04	8.03	3.49	11.5
ZEUS	Olympic Steel, Inc	0.4	22.83	4.73	2.64	17.7
TUB SM	Tubacex SA	0.4	50.6	9.54	1.89	16.6
ATMI OM	Complete Al Jazeera Steel Products	0.1	15.01	10.87	5.08	6.6
2031	Hsin Kuang Steel Company	19.7	4.75	6.04	3.13	8.4
300881	Shengtak NewMaterial Co	2.7	8.91	2.00	0.38	9.5
Trung bình						11.6
Trung vị						11.5
P/E trung bình 5 năm						10.0
P/E mục tiêu						10.5x
EPS Forward (VND)						1,970
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>						<b>20,684</b>

**P/E 1 năm qua**

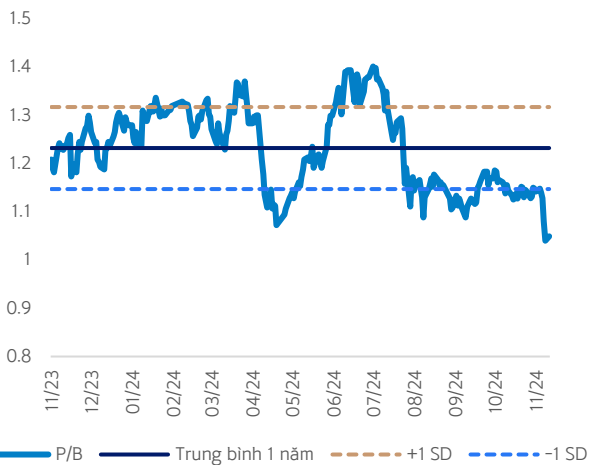


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**EV/EBITDA 1 năm qua**

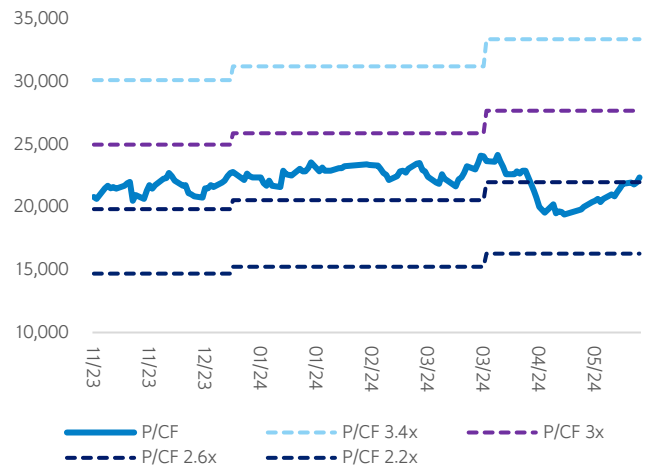


**P/B 1 năm qua**

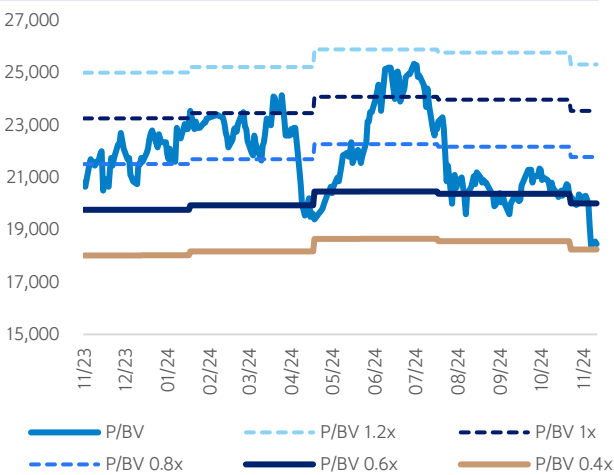


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Giá với các mức P/S**

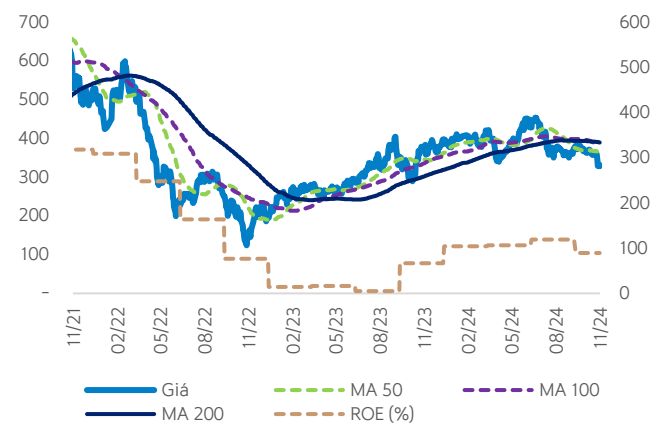


**Giá với các mức P/B**



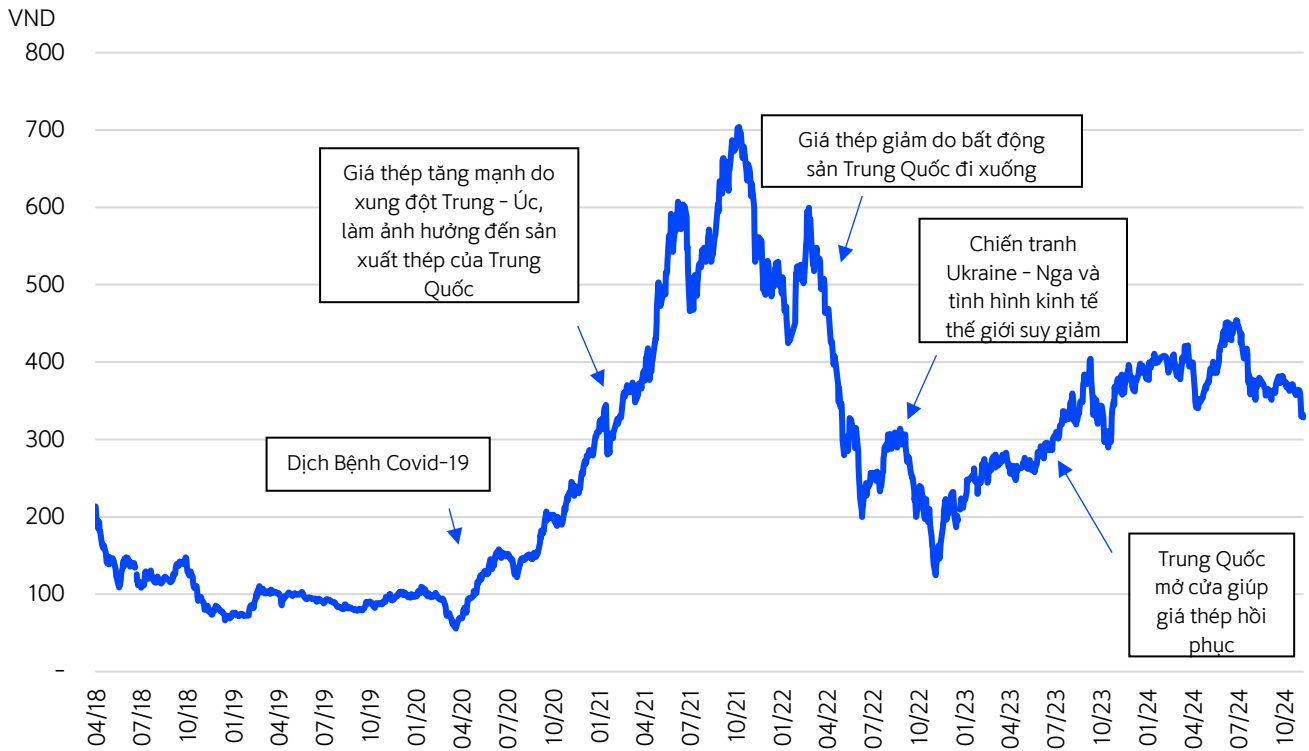
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**ROE và đường trung bình 1 năm qua**





Những sự kiện quan trọng của HSG

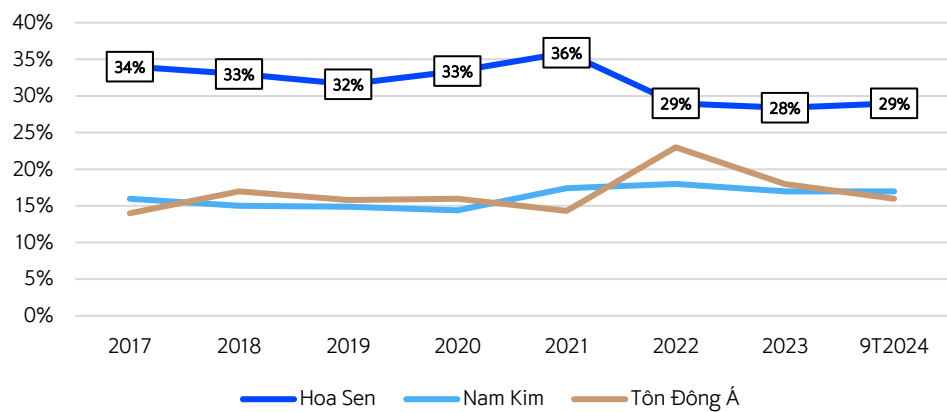


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## 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)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17,025</b>	<b>17,365</b>	<b>19,562</b>	<b>20,974</b>	<b>23,133</b>
Tài sản ngắn hạn	9,835	11,275	14,165	16,780	20,115
Tiền và tương đương tiền	330	597	602	3,002	4,663
Đầu tư TC ngắn hạn	9	26	31	17	20
Các khoản phải thu	1,452	2,322	2,986	3,021	2,870
Hàng tồn kho	7,395	7,629	9,702	10,739	12,561
Tài sản dài hạn	7,190	6,090	5,397	4,194	3,018
Tài sản cố định	5,755	4,833	3,915	3,016	2,239
Lợi thế thương mại	17	1	1	1	1
Tài sản khác	440	396	407	407	407
<b>Tổng nợ</b>	<b>6,142</b>	<b>6,585</b>	<b>8,649</b>	<b>8,112</b>	<b>8,205</b>
Nợ ngắn hạn	6,009	6,569	8,633	8,021	8,062
Khoản phải trả	1,939	3,633	3,269	3,221	3,824
Vay và nợ thuê tài chính	4,070	2,936	5,364	4,800	4,239
Khác	899	747	940	1,162	1,405
Nợ dài hạn	133	16	16	91	143
Vay và nợ thuê tài chính	117	0	0	75	126
Khác	16	16	16	16	16
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10,884</b>	<b>10,780</b>	<b>10,912</b>	<b>12,862</b>	<b>14,927</b>
Vốn góp chủ sở hữu	5,981	6,160	6,160	6,776	7,453
Thặng dư vốn	157	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	4,730	4,447	4,579	5,913	7,300
Vốn khác	4,542	4,369	4,528	5,835	7,222
Lợi ích CB không kiểm soát	16	16	16	16	16
*Tổng nợ	4,187	2,936	5,364	4,874	4,365
*Nợ ròng (tiền)	3,848	2,313	4,731	1,855	382

### Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>2,845</b>	<b>1,866</b>	<b>(1,418)</b>	<b>2,575</b>	<b>1,537</b>
Lợi nhuận ròng	251	22	510	1,213	1,457
Khấu hao TSCĐ	1,103	1,063	874	1,411	1,148
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(26)	(10)	(23)	399	(664)
Thay đổi vốn lưu động	1,656	523	(3,305)	(448)	(403)
Thay đổi khác	(139)	267	525	-	-
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(408)</b>	<b>(350)</b>	<b>(721)</b>	<b>(391)</b>	<b>27</b>
Chi dùng vốn	(415)	(141)	(18)	(511)	(370)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	-	-	(4)	13	(3)
Thay đổi khác	7	(209)	(698)	107	400
<b>Tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>(2,651)</b>	<b>(1,251)</b>	<b>2,142</b>	<b>219</b>	<b>99</b>
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	616	678
Tiền đi vay/(trả) nợ	(2,651)	(1,251)	2,493	(490)	(509)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	-	(351)	93	(70)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>(215)</b>	<b>265</b>	<b>4</b>	<b>2,404</b>	<b>1,663</b>
Tổng tiền đầu năm	493	330	597	600	3,002
Thay đổi trong kỳ giá	52	2	2	2	2
Tổng tiền cuối năm	330	597	600	3,002	4,663

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

### Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>49,711</b>	<b>31,651</b>	<b>39,272</b>	<b>45,933</b>	<b>53,612</b>
Tăng trưởng (%)	2.0	(36.3)	24.1	17.0	16.7
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(44,772)</b>	<b>(28,590)</b>	<b>(35,018)</b>	<b>(40,418)</b>	<b>(47,060)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4,939</b>	<b>3,061</b>	<b>4,253</b>	<b>5,515</b>	<b>6,552</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	9.9	9.7	10.8	12.0	12.2
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>(4,355)</b>	<b>(2,884)</b>	<b>(3,840)</b>	<b>(3,990)</b>	<b>(4,657)</b>
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>584</b>	<b>177</b>	<b>413</b>	<b>1,526</b>	<b>1,895</b>
Tăng trưởng (%)	(0.9)	(0.7)	4.2	2.2	0.2
Biên LN từ HĐKD (%)	1.2	0.6	1.1	3.3	3.5
<b>LN khác</b>	<b>(204)</b>	<b>50</b>	<b>128</b>	<b>125</b>	<b>120</b>
Thu nhập tài chính	267	233	342	275	253
Chi phí tài chính	(521)	(233)	(254)	(204)	(188)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(260)	(195)	(133)	(199)	(181)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	50	50	41	54	54
<b>LNT</b>	<b>380</b>	<b>227</b>	<b>541</b>	<b>1,650</b>	<b>2,015</b>
Thuế TNDN	(108)	(124)	(31)	(482)	(600)
<b>LNST</b>	<b>251</b>	<b>22</b>	<b>510</b>	<b>1,213</b>	<b>1,457</b>
Tăng trưởng (%)	(94.2)	(91.1)	2,174.3	137.9	20.1
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.5	0.1	1.3	2.6	2.7
LNST cổ đông công ty mẹ	251	30	510	1,213	1,457
Lợi ích CDTS	(0)	(8)	0	0	0
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>620</b>	<b>342</b>	<b>674</b>	<b>1,894</b>	<b>2,238</b>
Tăng trưởng (%)	(88.3)	(44.9)	97.4	181.0	18.2
Biên LN (%)	1.2	1.1	1.7	4.1	4.2
<b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b>	<b>1,723</b>	<b>1,405</b>	<b>1,548</b>	<b>3,305</b>	<b>3,386</b>
Tăng trưởng (%)	(73.2)	(18.5)	10.2	113.5	2.4
Biên LN (%)	3.5	4.4	3.9	7.2	6.3

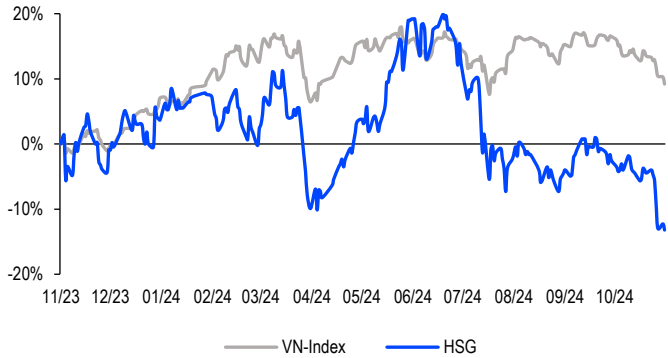
### Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	420	49	828	1,970	2,151
BPS (đồng)	18,171	17,475	17,689	18,958	20,006
PER (x)	11.0	23.8	24.5	10.3	9.4
PBR (x)	1.1	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	7.8	11.9	11.5	4.5	3.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0	0	5	0	0
Lãi cổ tức (%)	0	0	0	0	0
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên EBITDA (%)	3.5	4.4	3.9	7.2	6.3
Biên LN từ HĐKD (%)	1.2	0.6	1.1	3.3	3.5
Biên LNST (%)	0.5	0.1	1.3	2.6	2.7
ROA (%)	1.5	0.1	2.6	5.8	6.3
ROE (%)	2.3	0.2	4.67	9.4	9.8
<b>Khả năng tài chính</b>					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	38.5	27.2	49.2	37.9	29.2
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	223.4	164.7	305.6	56.1	11.3
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	5.6	9.5	7.3	37.6	58.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.4	1.7	5.1	9.5	12.4
<b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	196	226	24.2	17.4	15.2
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	80.5	95.9	90.3	92.3	90.4
Số ngày khoản phải thu (ngày)	22.0	21.8	24.7	23.9	20.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

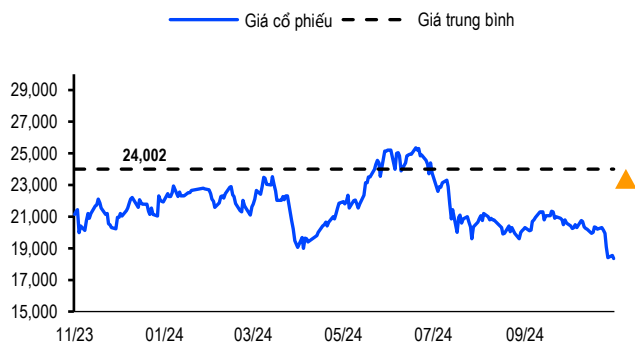
## CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

### Biến động giá cổ phiếu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	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

### Giá mục tiêu (VND)



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

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **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%

#### Ngành

- ♦ **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, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### 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

### 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

### 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

### 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

### 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

### 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