

# Báo cáo lần đầu

**CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HOSE: HSG)**



# MỤC LỤC

## Phần I: Tổng quan về doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển
2. Cơ cấu tổ chức và cơ cấu cổ đông
3. Lĩnh vực hoạt động
4. Chuỗi giá trị hoạt động sản xuất tôn mạ và ống thép của Hoa Sen
5. Khả năng cạnh tranh và quy mô sản xuất

## Phần II: Tổng quan về hoạt động sản xuất và kinh doanh tôn mạ, ống thép

## Phần III: Tình hình tài chính của doanh nghiệp

## Phần IV: Luận điểm đầu tư

## Phần V: Dự phóng kết quả kinh doanh & định giá

## Phần VI: Phụ lục

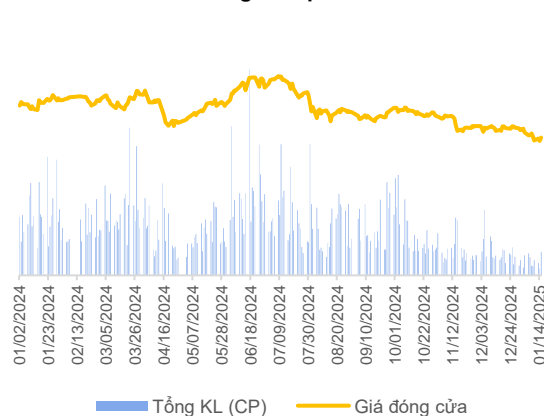
Giá hiện tại: 16,650 VND

Giá kỳ vọng: 17,990 VND (+8.0%)

**Khuyến nghị: KHẢ QUAN**

Mã cổ phiếu	HSG
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	25,400
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	16,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,339.36
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	9,548,225
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	621
Beta điều chỉnh	1.61
P/E	17.92
P/B	0.94

Diễn biến giá cổ phiếu HSG



## HSG – PHỤC HỒI TỐT NHỜ CẦU TỪ THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (Tập đoàn Hoa Sen) có tiền thân là Công ty Cổ phần Hoa Sen, được thành lập ngày 08/08/2001. Trải qua 17 năm hình thành và phát triển, từ một công ty cổ phần tư nhân nhỏ với số vốn điều lệ ban đầu 30 tỷ đồng, Tập đoàn Hoa Sen đã vươn lên trở thành doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh tôn, thép số 1 Việt Nam và là nhà xuất khẩu tôn, thép hàng đầu khu vực Đông Nam Á.

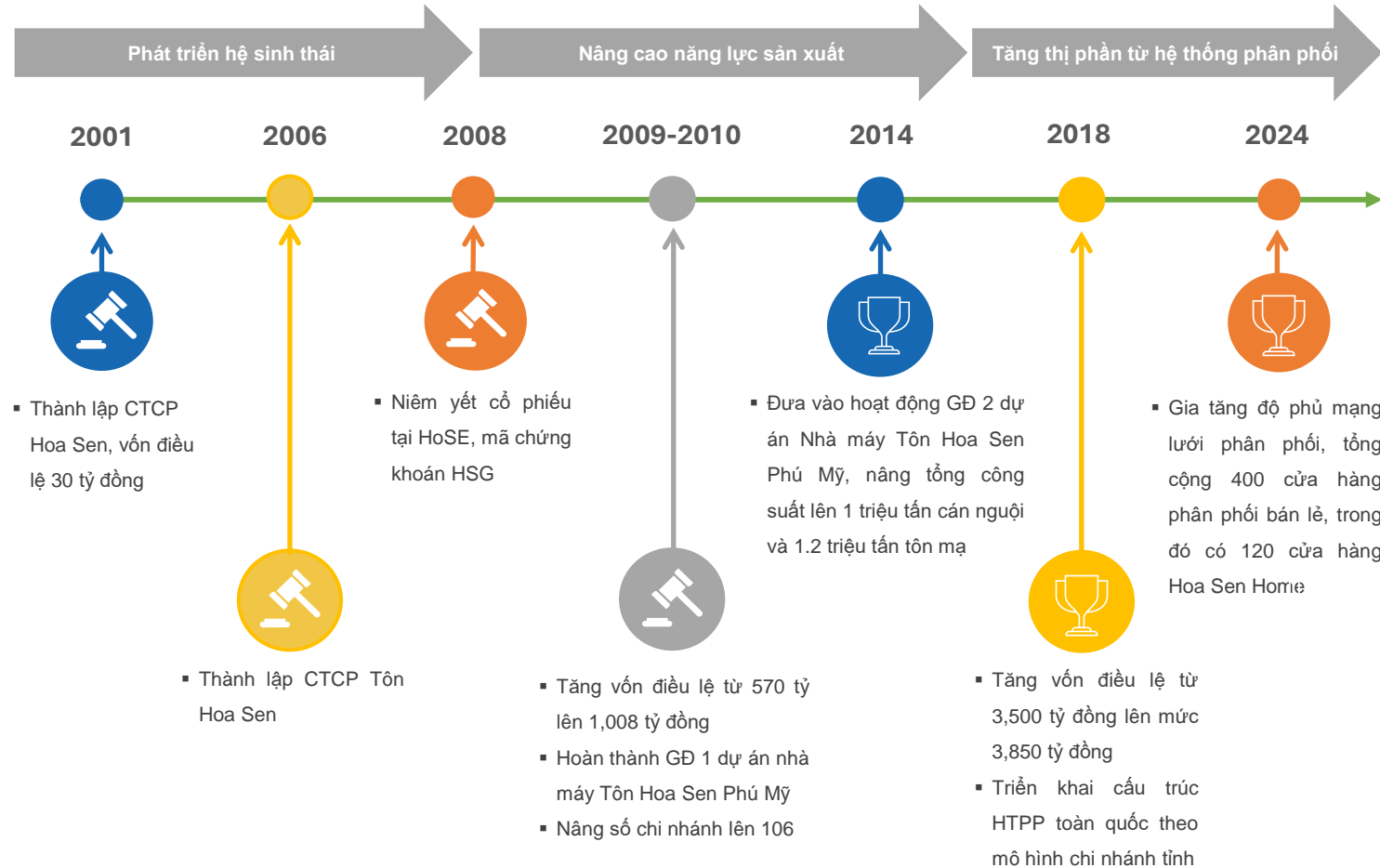
### Luận điểm đầu tư:

- **Nhu cầu sử dụng tôn mạ dự kiến tăng tốt từ thị trường nội địa.** Chúng tôi cho rằng sản lượng bán hàng của HSG trong năm 2025 sẽ tăng tích cực nhờ các yếu tố sau: (1) nhu cầu tôn mạ dự kiến tăng tốt khi thị trường bất động sản tiếp tục đà phục hồi, đặc biệt tại Hà Nội và các vùng lân cận, (2) doanh nghiệp đã bắt đầu mở rộng hoạt động bán hàng sang thị trường miền Bắc qua việc thành lập tổng kho Hà Nam và tăng vốn điều lệ Công ty TNHH MTV Hoa Sen Hà Nam lên mức 300 tỷ đồng.
- **Trung bình giá thép HRC dự kiến phục hồi nhẹ khoảng 5-8% yoy trong năm 2025** nhờ kỳ vọng từ các chính sách hỗ trợ kinh tế của Chính phủ Trung Quốc dần có hiệu quả. Từ đó, giá tôn mạ cũng sẽ tăng theo, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp thép và tôn mạ. Ngoài ra, việc tích trữ lượng lớn nguyên vật liệu giá rẻ từ nửa sau 2024 đến nay cũng là yếu tố quyết định, hỗ trợ tăng biên lợi nhuận của HSG trong năm 2025.

### Yếu tố cần theo dõi:

- **Kết quả điều tra chống bán phá giá thép cuộn cán nóng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ.** Trong trường hợp Bộ Công Thương áp thuế 22.3% - 27.8% đối với thép HRC nhập khẩu, giá nguyên liệu đầu vào sẽ tăng lên, ảnh hưởng tiêu cực tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp tôn mạ như HSG trong trung và dài hạn.
- **Thuế nhập khẩu vào Mỹ:** Hiện mức thuế 25% không ảnh hưởng nhiều đến doanh nghiệp, nhưng trong trường hợp Mỹ tiếp tục tăng thuế, sức cạnh tranh và sản lượng bán hàng của HSG sẽ bị tác động đáng kể.
- **Diễn biến giá thép HRC, giá tôn mạ và sản lượng nhập khẩu sắt thép từ Trung Quốc**

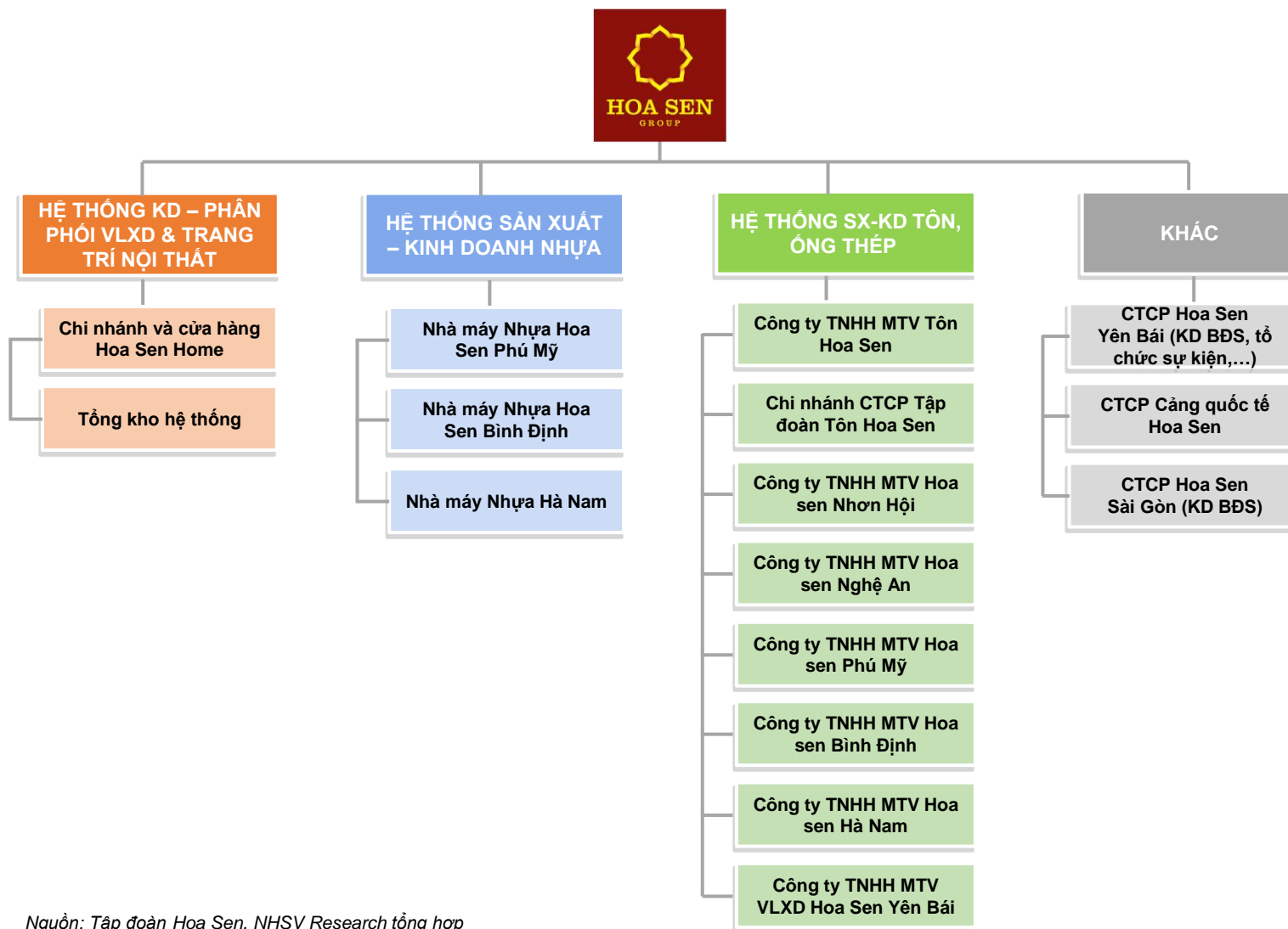
## Lịch sử hình thành và phát triển của doanh nghiệp



Nguồn: Tập đoàn Hoa Sen, NHSV Research tổng hợp

# I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

## Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp



Nguồn: Tập đoàn Hoa Sen, NHSV Research tổng hợp

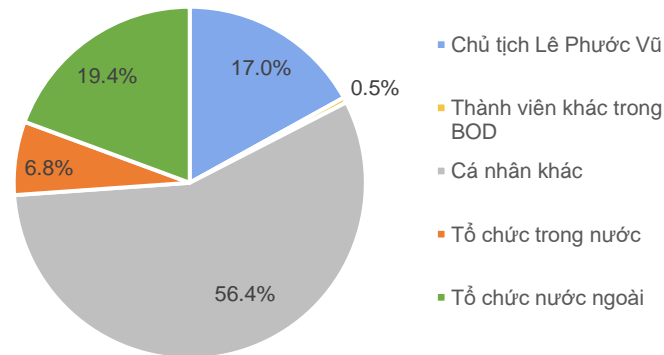
# I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

## Cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp

Khối lượng cổ phiếu HSG hiện lưu hành là khoảng 621 triệu cổ phiếu. Trong đó, cổ đông lớn duy nhất là Chủ tịch Lê Phước Vũ với 16.96% tổng vốn cổ phần, tỷ trọng cổ phần các thành viên khác trong Ban lãnh đạo cấp cao chỉ chiếm 0.5%. Các tổ chức trong và ngoài nước chiếm 26.3% tổng vốn cổ phần, còn lại là nhà đầu tư cá nhân.

# I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông Tập đoàn Hoa Sen



Nguồn: Tập đoàn Hoa Sen, NHSV Research tổng hợp

STT	Họ tên	Chức danh	Tỷ lệ sở hữu
1	Lê Phước Vũ	Chủ tịch HĐQT	16.96%
2	Trần Ngọc Chu	Phó Chủ tịch HĐQT Thường trực – Điều hành	0.10%
3	Trần Quốc Trí	Thành viên HĐQT Không điều hành	0.21%
4	Nguyễn Văn Luân	Thành viên HĐQT độc lập	0.03%
5	Đình Viết Duy	Thành viên HĐQT độc lập	0.01%
6	Lý Văn Xuân	Thành viên HĐQT Không điều hành	0.14%

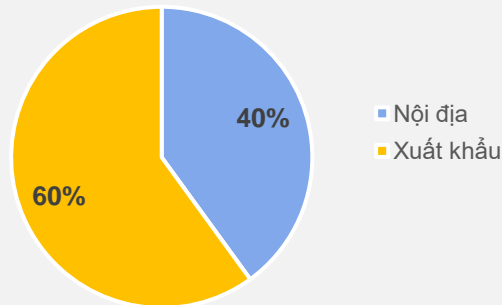
## Lĩnh vực hoạt động trọng tâm và các dòng sản phẩm chính

Lĩnh vực hoạt động trọng tâm của HSG là sản xuất và kinh doanh tôn mạ và ống thép.

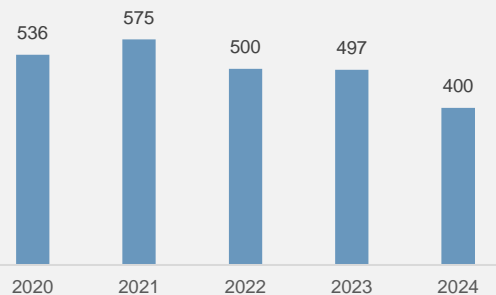
- Thị trường nội địa: Hoa Sen chủ yếu phân phối sản phẩm tôn, ống thép, xà gồ và ống nhựa,... qua mạng lưới cửa hàng trải khắp đất nước.
- Xuất khẩu: sản phẩm xuất khẩu trọng yếu của HSG là tôn mạ nhôm kẽm, tôn mạ kẽm, tôn màu, ống thép, ống nhúng nóng và ống nhựa... với tỷ trọng doanh thu từ xuất khẩu chiếm khoảng 60% tổng doanh thu của Tập đoàn, trong đó thị trường trọng điểm bao gồm châu Mỹ, châu Âu và một vài quốc gia châu Á.

# I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu doanh thu trung bình theo thị trường



Số lượng cửa hàng/ chi nhánh của Hoa Sen



SƠ ĐỒ KÊNH PHÂN PHỐI ĐẾN CÁC NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI



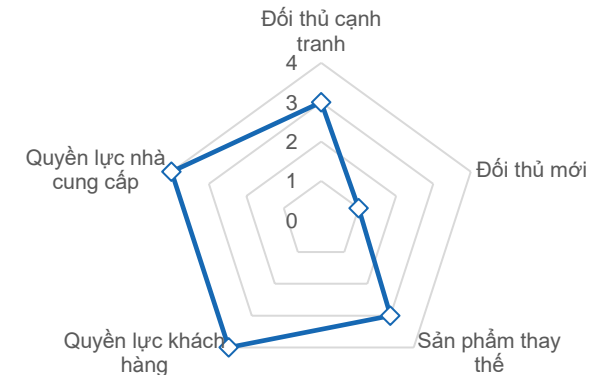
## Chuỗi giá trị sản xuất tôn mạ và ống thép của Hoa Sen

Đối với các doanh nghiệp sản xuất thành phẩm tôn mạ và ống thép, nguyên liệu đầu vào là thép cuộn cán nóng HRC. Hiện nay, HSG chưa thể tự chủ được nguyên liệu đầu vào, doanh nghiệp chủ yếu mua thép HRC từ các doanh nghiệp trung gian nhập khẩu thép HRC Trung Quốc, và từ một vài doanh nghiệp trong nước khác như HPG hay Formosa Hà Tĩnh.

Xét về áp lực cạnh tranh của HSG, chúng tôi cho rằng quyền lực nhà cung cấp và quyền lực khách hàng là hai yếu tố trọng yếu do:

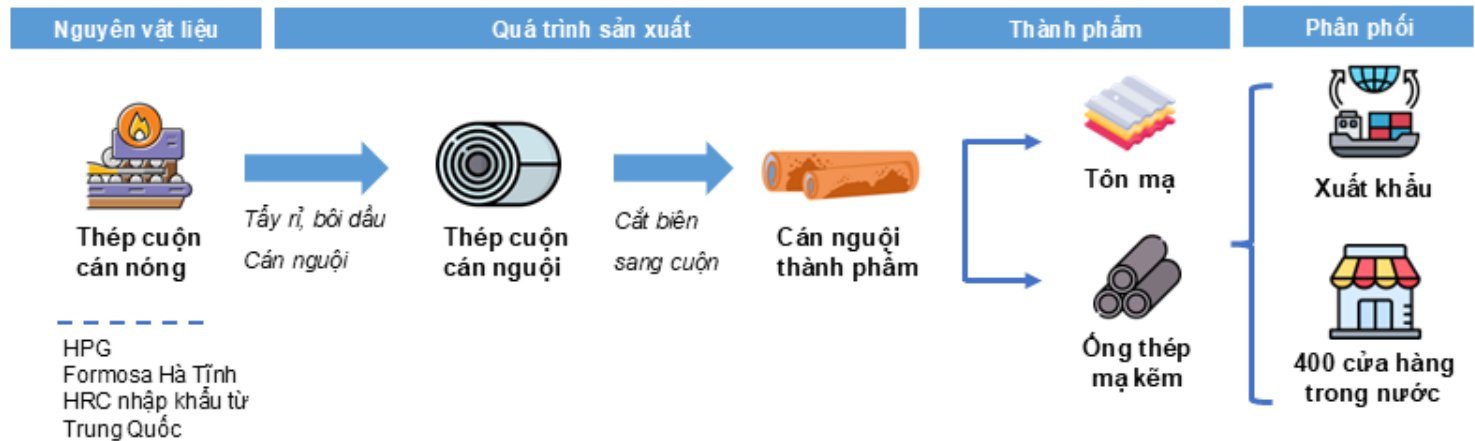
- Về quyền lực khách hàng: nhu cầu tiêu thụ là yếu tố quyết định sản lượng đầu ra của các doanh nghiệp sản xuất
- Về quyền lực nhà cung cấp: Do HSG hiện phụ thuộc nhiều vào thép HRC nhập khẩu, các tác động tới giá HRC và sản lượng nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Áp lực cạnh tranh của HSG theo mô hình 5 forces



# I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Chuỗi giá trị sản xuất của Hoa Sen



HSG



## Tổng công suất sản xuất tôn mạ và ống thép của Hoa Sen

STT	Nhà máy	Địa điểm	Công năng	Công suất (tấn/năm)
1	Nhà máy VLXD Hoa Sen Yên Bái	Yên Bái	Cán ống thép	60,000
			Tôn xốp	4,000
2	Nhà máy Hoa Sen Hà Nam	Hà Nam	Ống thép mạ kẽm	500,000
3	Nhà máy Hoa Sen Nghệ An	Nghệ An	Cán nguội	1,000,000
			Mạ kẽm NOF	1,000,000
4	Nhà máy Hoa Sen Nam Cẩm	Nghệ An	Mạ màu	240,000
			Ống thép mạ kẽm	75,000
5	Nhà máy Ống thép Hoa Sen Bình Định	Bình Định	Tôn xốp	3,000
			Ống thép	200,000
6	Nhà máy Hoa Sen Nhơn Hội	Bình Định	Tôn xốp	10,000
			Cán nguội	350,000
7	Nhà máy nhựa Hoa Sen	BR-VT	Sản xuất tôn NOF	430,000
			Sản xuất sản phẩm nhựa	175,500
8	Nhà máy Ống thép Hoa Sen Phú Mỹ	BR-VT	Mạ màu	195,000
			Ống thép mạ kẽm nhúng nóng	120,000
9	Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ	BR-VT	Ống thép	200,000
			Mạ kẽm	685,000
10	Nhà máy Tôn Hoa Sen Bình Dương	Bình Dương	Mạ màu	165,000
			Cán nguội	120,000

Công suất sản xuất ước tính:

**Tôn xốp**  
17,000

**Ống thép các loại**  
1,155,000

**Tôn mạ các loại**  
2,715,000

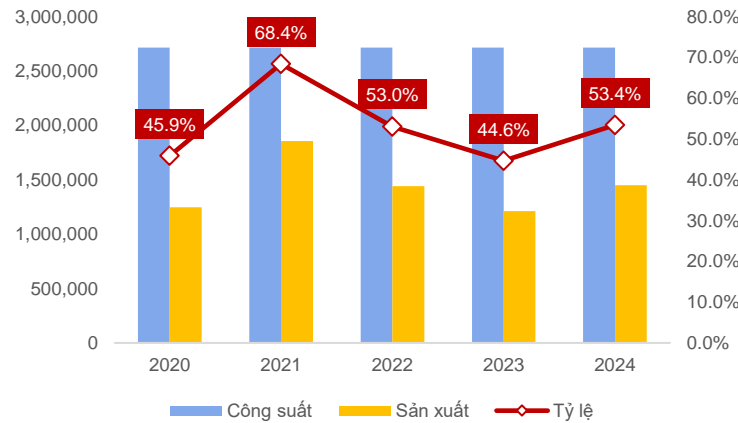
**Sản phẩm nhựa**  
175,500

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

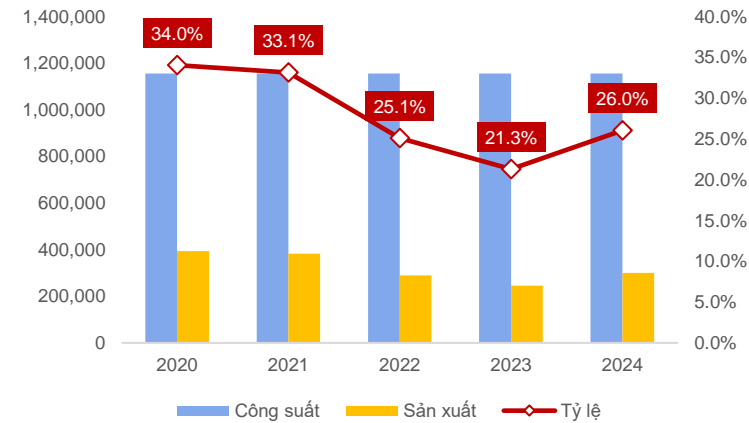
## Ước tính hiệu quả vận hành và bán hàng tôn mạ và ống thép HSG

# I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

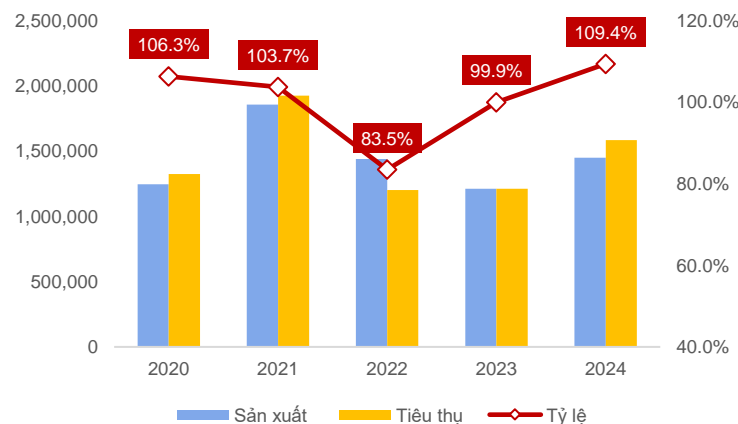
Đánh giá hiệu năng sản xuất của nhà máy tôn



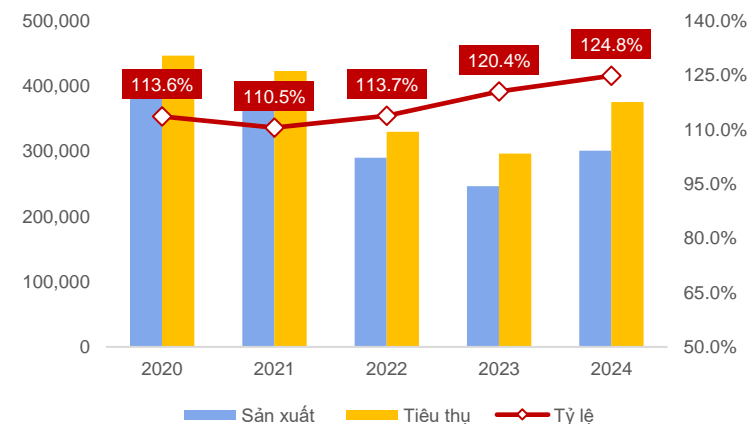
Đánh giá hiệu năng nhà máy sản xuất ống thép



Đánh giá năng suất sản xuất tôn mạ



Đánh giá năng suất sản xuất ống thép

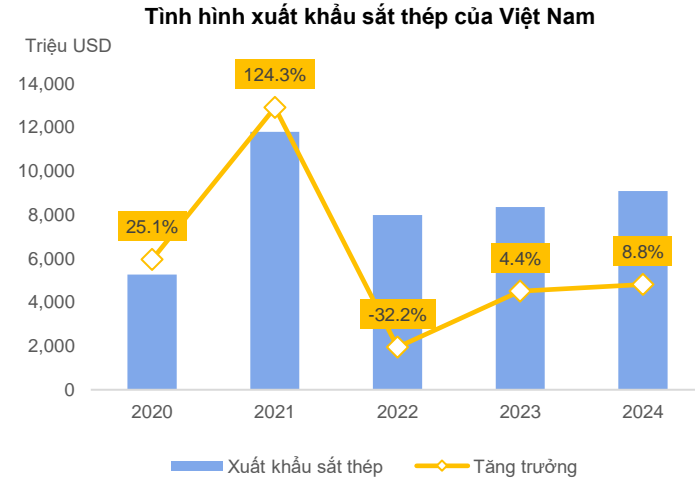


Nguồn: Tập đoàn Hòa Sen, Finpro, NHSV Research tổng hợp

## Thị trường xuất khẩu tôn mạ và ống thép: sản lượng xuất khẩu của HSG tăng mạnh trong 2024

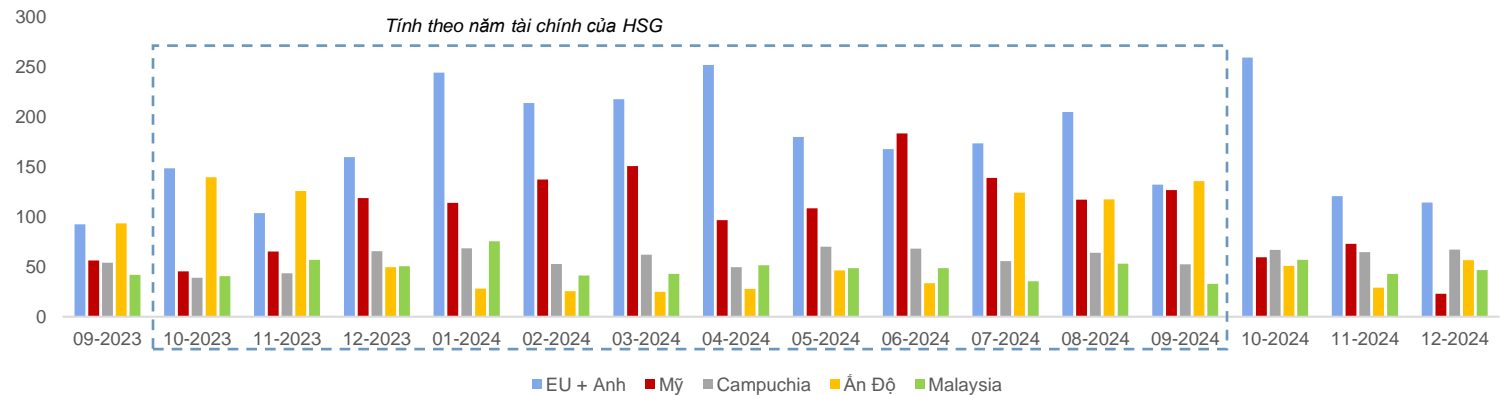
Nhìn chung, trong năm 2024, xuất khẩu sắt thép các loại phục hồi nhẹ 8.8% svck, đạt mức khoảng 9.1 tỷ USD. Bên cạnh sự phục hồi tại khu vực châu Âu (+9.1% svck), thị trường Mỹ là điểm nhấn trong của lĩnh vực xuất khẩu sắt thép trong năm nay với giá trị xuất khẩu đạt hơn 1.3 tỷ USD, tăng 54.8% svck.

Với vị thế doanh nghiệp đầu ngành sản xuất tôn mạ, sản lượng xuất khẩu tôn mạ của HSG cải thiện đáng kể trong năm 2024, tăng 50.15% svck, đạt mức 0.93 triệu tấn. Sản lượng xuất khẩu ống thép tương tự tăng 116.74% svck. Chúng tôi cho rằng trong năm tới, sản lượng xuất khẩu sắt thép sẽ giảm nhẹ do (1) nguy cơ về giảm tốc đầu tư và tiêu dùng khi lãi suất cao kéo dài tại Mỹ và (2) nhu cầu giảm nhẹ tại thị trường châu Âu.



## II. TỔNG QUAN KINH DOANH & SẢN XUẤT TÔN MẠ, ỐNG THÉP

### Thị trường xuất khẩu sắt thép trọng điểm



Nguồn: GSO, NHSV Research tổng hợp

## Thị trường tôn mạ trong nước: Cầu tiêu thụ phục hồi nhờ diễn biến tích cực từ thị trường bất động sản

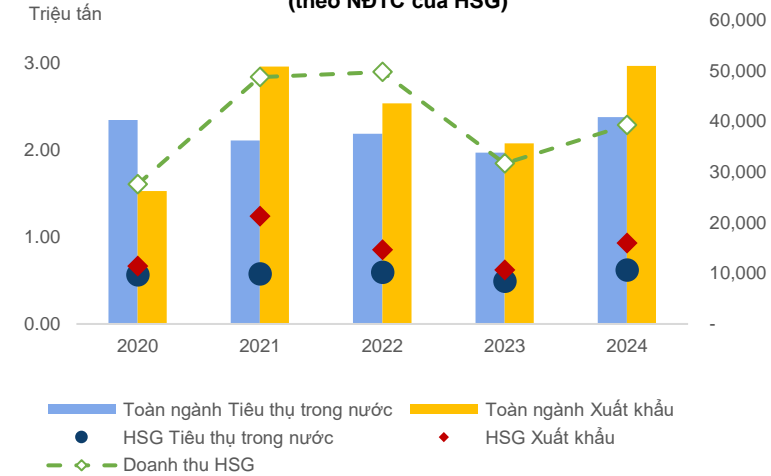
Bên cạnh sự tăng trưởng tích cực về sản lượng xuất khẩu, doanh thu sản xuất và kinh doanh tôn mạ của HSG cũng được hỗ trợ nhờ nhu cầu tiêu thụ tôn mạ trong nước tăng khả quan 20.8% svck trong bối cảnh thị trường bất động sản nội địa có nhiều tín hiệu tích cực về nguồn cung và lượng giao dịch.

Đặc biệt, trong năm 2024 ghi nhận sự chuyển dịch nhẹ về hoạt động bán hàng tại thị trường nội địa khi gia tăng đáng kể sản lượng bán tại thị trường miền Bắc – nơi có sản lượng tiêu thụ tăng cao 28%, lớn hơn mức tăng tại thị trường miền Nam 17.3%, nhờ sự phục hồi rõ rệt hơn của thị trường bất động sản. Việc mở rộng tại thị trường nội địa, theo chúng tôi đánh giá, là hợp lý trong bối cảnh tổng giá trị nhập khẩu sắt thép từ Trung Quốc trong năm 2024 tăng mạnh 32.2% svck.

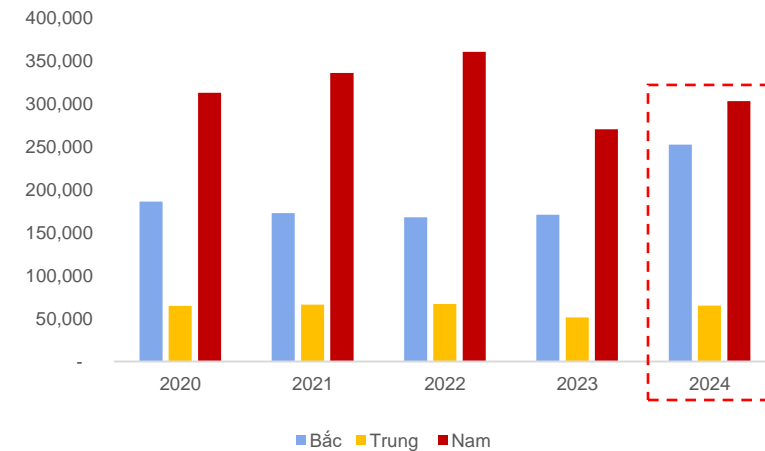
Tính trong Q1/2025 NĐTC, tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG đạt gần 395 nghìn tấn, tăng 9.5% svck, với tỷ trọng phân phối 3 miền Bắc – Trung – Nam lần lượt là 48% - 9.9% - 42.1%, sản lượng xuất khẩu tôn mạ tăng nhẹ 4.3% svck.

Nguồn: Fiinpro, NHSV Research tổng hợp

Sản lượng xuất khẩu – tiêu thụ tôn mạ của HSG (theo NĐTC của HSG)



Sản lượng bán hàng tôn mạ trong nước theo vùng miền



## II. TỔNG QUAN KINH DOANH & SẢN XUẤT TÔN MẠ, ỐNG THÉP

## Giá nguyên liệu đầu vào HRC giảm khoảng 20.5% tính từ đầu năm 2024, hỗ trợ tăng nhẹ biên lợi nhuận gộp

Giá thép HRC Trung Quốc giảm khoảng 20.5% tính từ đầu năm 2024 chủ yếu do (1) cung vượt cầu, đặc biệt khi các nhà sản xuất gia tăng xả hàng trước các thông tin về phòng vệ thương mại đối với thép Trung Quốc, (2) hiệu quả của các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ Trung Quốc chưa thực sự rõ rệt. Về đầu ra, giá tôn tính từ đầu năm 2024 giảm song với mức ít hơn, khoảng 7.2%.

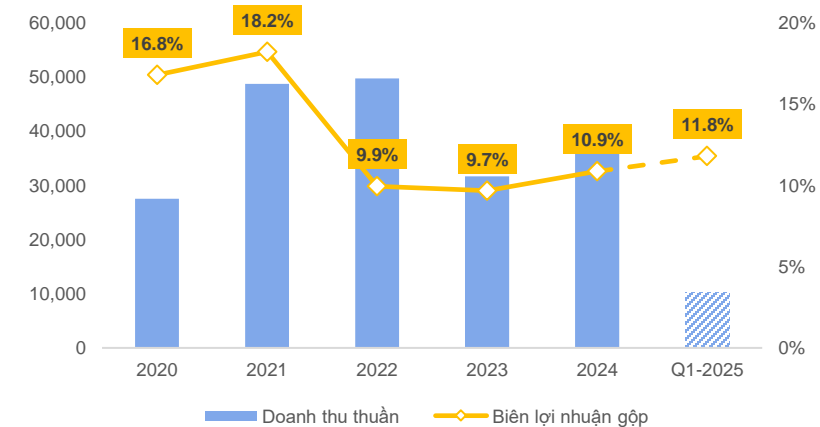
Giá thép HRC giảm, hỗ trợ tăng biên lợi nhuận gộp của HSG, tuy nhiên, biên lãi gộp HSG trong 2024 chỉ tăng khoảng 1.2% so với cùng kỳ, bất chấp sự chênh lệch giá và gia tăng về sản lượng tiêu thụ, còn do ảnh hưởng từ lượng hàng tồn kho của doanh nghiệp, điều mà chúng tôi sẽ phân tích kỹ hơn ở mục *Tình hình tài chính*.

Dù chúng tôi cho rằng giá HRC sẽ hồi phục nhẹ trong năm 2025 nhờ ảnh hưởng tích cực từ các gói hỗ trợ của Chính phủ Trung Quốc, việc tăng giá này sẽ không ảnh hưởng nhiều tới hoạt động kinh doanh của HSG do giá tôn mạ thường được điều chỉnh tăng theo nhịp tăng của giá HRC và cầu tiêu thụ tôn mạ vẫn được đảm bảo.

Mức tương quan giữa giá HRC Trung Quốc và giá tôn Hoa Sen



Doanh thu là biên lãi gộp của HSG



Nguồn: Tập đoàn Hoa Sen, Wichart, NHSV Research tổng hợp

## II. TỔNG QUAN KINH DOANH & SẢN XUẤT TÔN MẠ, ỐNG THÉP

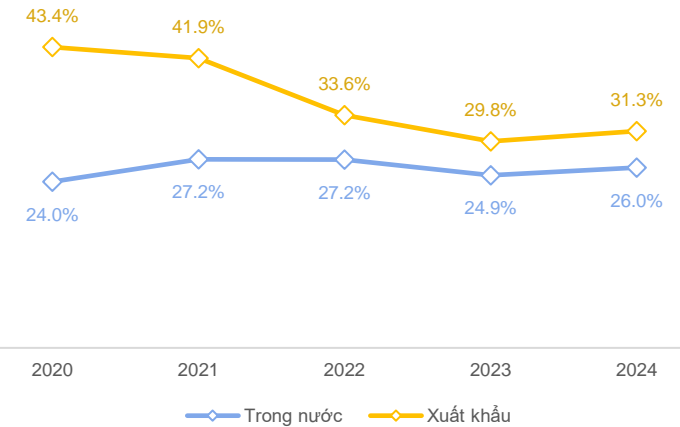
## Thị phần tôn mạ và ống thép tăng nhẹ trong năm 2024 nhờ chiến lược mở rộng thị trường bán hàng hiệu quả

Nhờ chiến lược liên tục gia tăng số lượng cửa hàng nhằm mở rộng độ phủ tại thị trường nội địa trong thời kỳ trước, HSG nhanh chóng nắm giữ thị phần số 1 ngành tôn mạ và thứ 2 ngành sản xuất ống thép. Dù số lượng cửa hàng đã được HSG giảm đáng kể từ năm 2022 (575 trong năm 2021 xuống còn 400 cửa hàng năm 2024) nhằm tối ưu chi phí, thị phần trong nước của HSG vẫn ở mức khá ổn định.

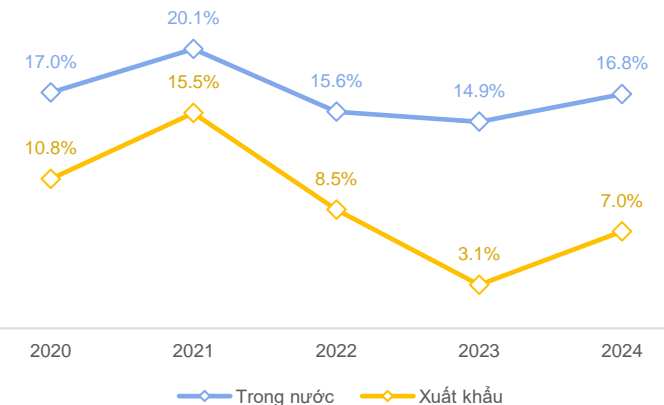
Thậm chí, thị phần tiêu thụ tôn mạ và ống thép của HSG đều có xu hướng tích cực hơn trong năm 2024, đạt lần lượt tại mức 26% và 16.8% khi doanh nghiệp bắt đầu trở mình sang thị trường miền Bắc thay vì chỉ tập trung vào thị trường miền Nam.

*Nguồn: Tập đoàn Hoa Sen, Fiinpro, NHSV Research tổng hợp*

Thị phần tôn mạ của HSG (theo NĐTC HSG)



Thị phần ống thép của HSG (theo NĐTC HSG)

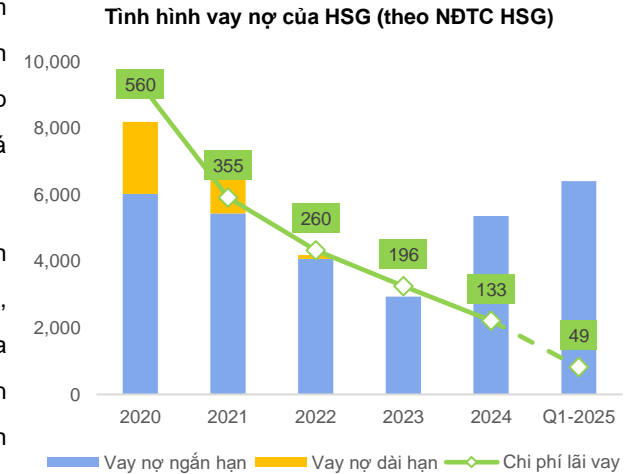


## II. TỔNG QUAN KINH DOANH & SẢN XUẤT TÔN MẠ, ỐNG THÉP

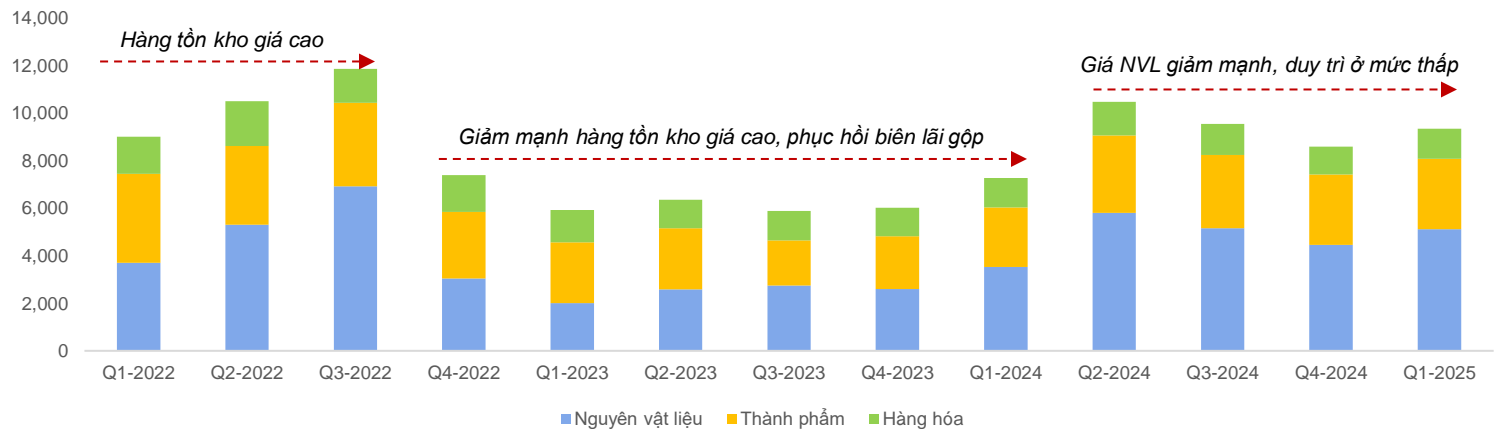
## Tỷ lệ nợ vay giảm mạnh do tắt toán hết khoản vay dài hạn, chiến lược quản trị hàng tồn kho hiệu quả

**Chi phí lãi vay giảm mạnh nhờ xử lý được khoản nợ vay dài hạn.** Từ năm 2022, HSG đã tắt toán được khoản nợ vay dài hạn nhằm tối ưu chi phí. Dự kiến trong năm 2025, chi phí lãi vay của HSG tăng nhẹ chủ yếu do doanh nghiệp đang có xu hướng tăng nhẹ nợ vay ngắn hạn nhằm tích trữ nguyên vật liệu giá rẻ.

**Chiến lược quản lý hàng tồn kho hiệu quả.** Cũng như các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ khác, HSG có xu hướng đầu cơ và tích trữ HRC trong 2-3 tháng, chính vì vậy, giá trị hàng tồn kho ảnh hưởng nhiều đến biên lãi gộp theo quý của HSG. Về khía cạnh này, chúng tôi đánh giá HSG là một trong những doanh nghiệp quản trị hàng tồn kho khá tốt - điều đã được chứng minh trong giai đoạn năm tài chính 2022, khi doanh nghiệp nỗ lực xử lý nhanh thành phẩm và nguyên vật liệu có giá vốn cao bằng cách gia tăng bán chiết khấu thương mại và giảm giá hàng bán nhằm phục hồi lại biên lãi gộp.



**Các khoản mục chính trong hàng tồn kho HSG (theo NĐTC HSG)**



Nguồn: Tập đoàn Hoa Sen, NHSV Research tổng hợp

### III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

## Quản trị hàng tồn kho ảnh hưởng trực tiếp vào kết quả kinh doanh của HSG

Chính bởi đặc thù hoạt động kinh doanh tích trữ HRC, dù chênh lệch giữa giá bán tồn mạ và giá nguyên liệu trung bình ở mức cao, biên lợi nhuận của HSG Q4/2024 theo năm tài chính 2024 giảm mạnh so với quý trước, xuống mức 8.5% do (1) ghi nhận giá vốn cao từ lượng hàng tồn kho tích trữ từ tháng 4-5, và (2) gia tăng trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho vào giá vốn.

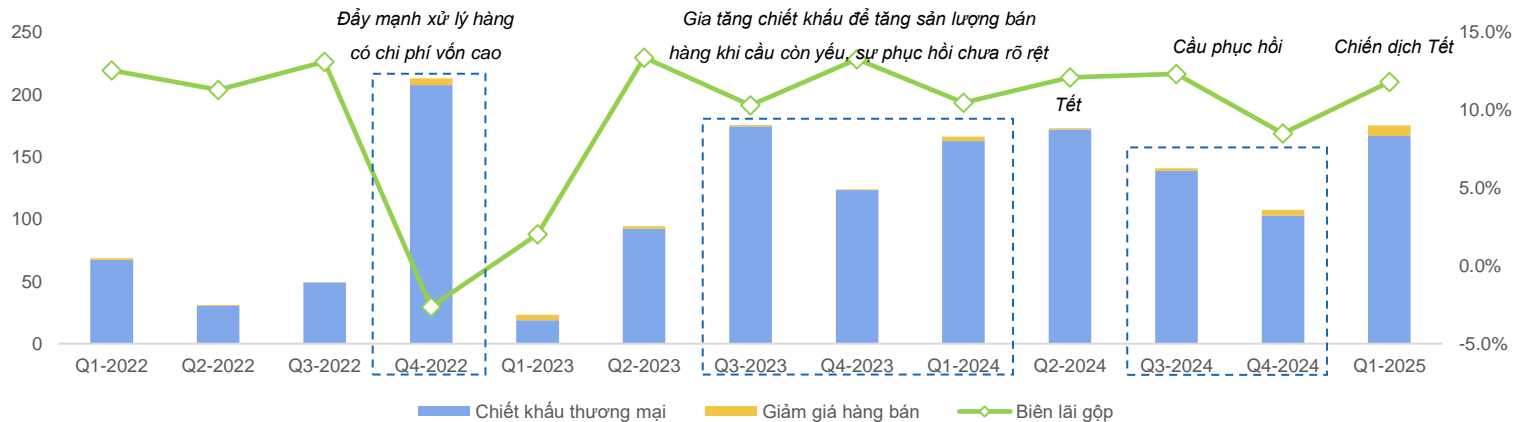
Dự kiến trong năm tài chính 2025, biên lãi gộp của HSG sẽ cải thiện lên mức trung bình 11-12% nhờ (1) tích trữ hàng tồn kho giá vốn thấp (tổng giá trị nguyên vật liệu Q1/2025 tăng 14.7% svqt), (2) mức chênh lệch giá mua-bán vẫn tiếp tục hỗ trợ tăng biên lợi nhuận, và (3) doanh nghiệp hoàn nhập một phần giá trị hàng tồn kho do kỳ vọng giá bán thành phẩm sẽ tăng nhẹ từ nền thấp trong năm 2025.

Diễn biến giá HRC đầu vào (CNY/tấn)



### III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Chiến lược bán hàng của HSG (theo NDTC HSG)



Nguồn: Tập đoàn Hoa Sen, TradingEconomics, NHSV Research tổng hợp



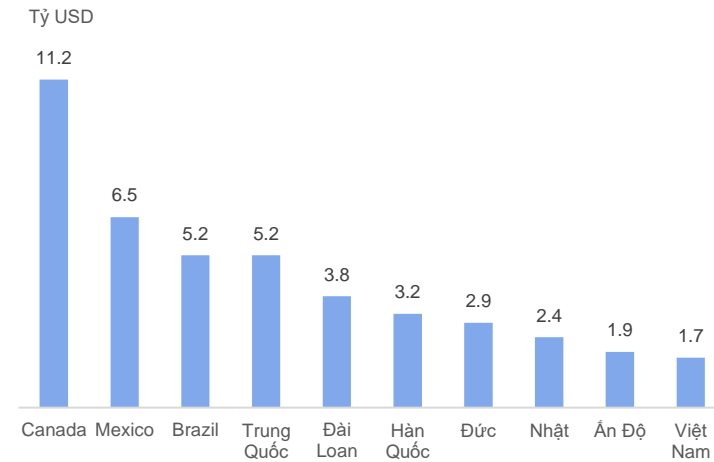
## Tổng thống Trump áp thuế 25% lên thép và nhôm nhập khẩu, HSG bị ảnh hưởng như thế nào?

Trong năm 2024, sản lượng xuất khẩu thép của HSG sang thị trường Mỹ tăng mạnh 172.5% svck, tương đương khoảng 15.1% tổng kim ngạch xuất khẩu của doanh nghiệp, rầy lên mối lo ngại về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp khi vào ngày 10/2 vừa qua, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố sẽ áp thuế 25% lên toàn bộ thép và nhôm nhập khẩu vào Mỹ kể từ ngày 4/3.

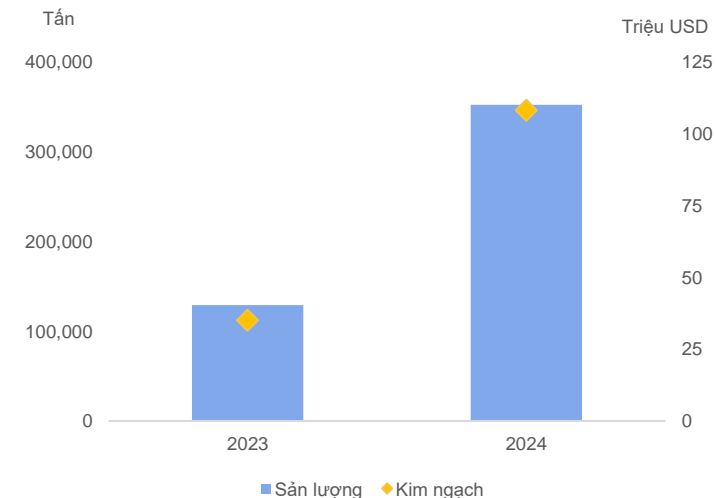
Tuy nhiên, do trước đó từ năm 2018, Chính quyền Tổng thống Trump đã sử dụng mục 232 của Đạo luật Mở rộng Thương mại năm 1962 để áp thuế với thép và nhôm nhập khẩu vào Mỹ, bao gồm cả Việt Nam (HSG – 22% với sản phẩm tôn mạ), song miễn trừ đối với một vài quốc gia như Canada, Brazil, Mexico, Hàn Quốc, Argentina – các quốc gia đứng đầu về sản lượng xuất khẩu thép sang Mỹ - do thỏa thuận song phương. Từ đó, chúng tôi cho rằng, với vị thế xuất khẩu sang Mỹ thuộc top 5 sản lượng và top 10 kim ngạch của Việt Nam hiện nay, việc áp thuế đồng loạt 25% lên thép nhập khẩu vào Mỹ không có ngoại lệ lần này có thể sẽ ảnh hưởng nhẹ tới HSG trong ngắn hạn, song là một cơ hội tốt về trung và dài hạn đối với nhà xuất khẩu thép khi gia tăng lợi thế cạnh tranh trên thị trường Mỹ trong trường hợp Chính quyền Tổng thống Trump không tiếp tục “chồng thuế”.

*Nguồn: Cục điều tra dân số Hoa Kỳ, Tổng cục Hải quan, NHSV Research tổng hợp*

**Top các quốc gia xuất khẩu thép sang Mỹ 2024**



**Sản lượng xuất khẩu thành phẩm sang Mỹ của HSG**



### III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

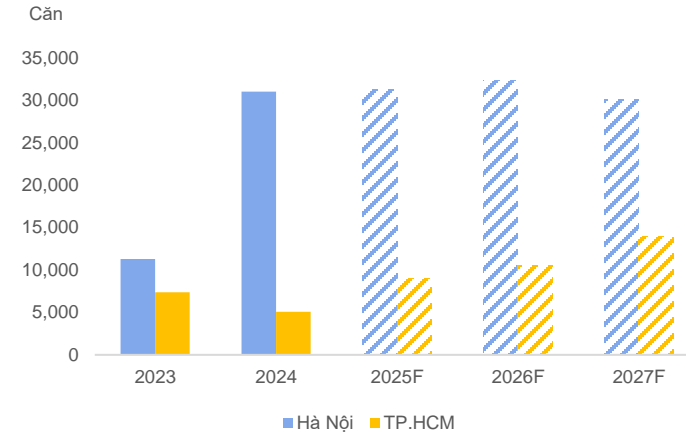
## Triển vọng về sản xuất, kinh doanh tôn mạ & ống thép: cầu trong nước phục hồi

Trong năm 2024, nguồn cung bất động sản chung cư và bất động sản gắn liền với đất tăng lần lượt khoảng 300% và 135% svck. Thị trường bất động sản nội địa trong năm 2025 được dự phóng duy trì tích cực về nguồn cung và giá bán nhờ

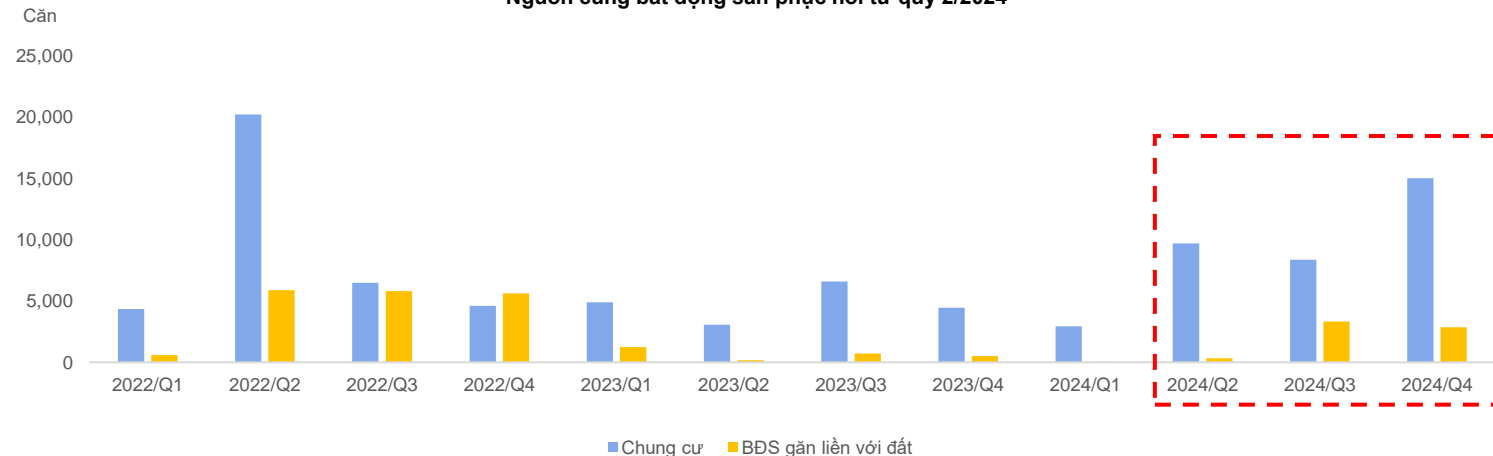
- (1) Tăng cường đẩy mạnh tín dụng, hỗ trợ hoạt động cả vay xây dựng dự án và cả hoạt động vay mua nhà
- (2) Ảnh hưởng tích cực từ Luật Đất đai sửa đổi
- (3) Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh vốn đầu tư công nhằm gia tăng sức cạnh tranh, thu hút vốn FDI chảy từ Trung Quốc.

Từ đó, nhu cầu sử dụng tôn mạ và ống thép trong năm 2025 dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì tích cực.

Dự phóng nguồn cung căn hộ chung cư



Nguồn cung bất động sản phục hồi từ quý 2/2024



Nguồn: CBRE, NHSV Research tổng hợp

# IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

## Tổng hợp các biện pháp phòng vệ thương mại của Việt Nam có ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của HSG



Mã vụ việc	Quốc gia bị áp thuế	Thời gian áp thuế	Mức ảnh hưởng
Tôn mạ màu (AD.04)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hàn Quốc: 4.95% - 19.25%</li> <li>Trung Quốc: 2.56% - 34.27%</li> </ul>	24/10/2024- 23/10/2029	Mức độ ảnh hưởng trung bình, do Bộ Công Thương đã áp thuế lên tôn mạ màu nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc từ năm 2017.
Tôn mạ kẽm, mạ lạnh (AD.02)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hàn Quốc: 7.02% - 19%</li> <li>Trung Quốc: 3.17% - 38.34%</li> </ul>	Đang điều tra gia hạn	
Thép cuộn cán nóng (AD.20)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ấn Độ</li> <li>Trung Quốc</li> </ul>	Đang gia hạn thời gian thực hiện câu hỏi điều tra	Trong trường hợp Bộ Công Thương áp thuế lên thép HRC nhập khẩu từ Ấn Độ và Trung Quốc trong quý 2/2025, biên lợi nhuận của HSG có thể sẽ không bị ảnh hưởng nhiều trong ngắn hạn nhờ cầu tăng cao khiến giá được đẩy lên mức phù hợp, song sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nhiều trong trung và dài hạn.
Tôn mạ (AD.19)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hàn Quốc</li> <li>Trung Quốc</li> </ul>	Đang điều tra	Mức độ ảnh hưởng cao do tôn mạ nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc làm gia tăng áp lực cạnh tranh lên các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ nội địa.

Chỉ tiêu	2023	2024	2025 F	2026 F	Ghi chú
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>31,651</b>	<b>39,272</b>	<b>43,203</b>	<b>49,877</b>	<i>Doanh thu thuần được kỳ vọng tăng khoảng 10% yoy nhờ cầu trong nước tích cực trong bối cảnh thị trường bất động sản nội địa hồi phục tốt, giá bán hàng dự kiến tăng nhẹ</i>
Giá vốn hàng bán	(28,590)	(35,008)	(38,223)	(44,869)	<i>Giá vốn hàng bán năm 2025 dự kiến vẫn duy trì ở mức thấp do giá nguyên liệu đầu vào HRC được dự phóng chỉ tăng nhẹ ở mức nền thấp năm 2024, kết hợp với lượng hàng tồn kho nguyên vật liệu tích trữ gia tăng, hỗ trợ tăng biên lợi nhuận trong năm 2025</i>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,061</b>	<b>4,264</b>	<b>4,980</b>	<b>5,007</b>	
Chi phí bán hàng	(2,477)	(3,345)	(3,456)	(3,641)	<i>Chi phí bán hàng ổn định do nhu cầu thị trường tương đối khả quan</i>
Chi phí QLDN	(407)	(496)	(518)	(549)	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>30</b>	<b>515</b>	<b>892</b>	<b>651</b>	
Tổng tài sản	17,365	19,565	20,380	21,822	
Tổng nợ	6,585	8,649	8,521	9,312	
Vốn chủ sở hữu	10,780	10,917	11,859	12,510	
EPS (VND/CP)	49	836	1,443	1,048	
EBITDA	1,308	1,413	1,849	1,739	
Tăng trưởng doanh thu	-36.3%	24.1%	10.0%	15.4%	
Biên lợi nhuận gộp	9.7%	10.9%	11.5%	10.0%	<i>Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2026 sẽ giảm đáng kể do (1) sức tăng giá tôn mạ bắt đầu chững lại, và (2) giả định Bộ Công Thương sẽ áp thuế lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ có hiệu lực vào đầu năm 2026 khiến giá HRC nội địa tăng cao hơn</i>
Biên lợi nhuận	0.1%	1.3%	2.1%	1.3%	
ROE	0.3%	4.7%	7.5%	5.2%	
ROA	0.2%	2.6%	4.4%	3.0%	

## V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

## Giá mục tiêu của HSG là 17,990 đồng/cp, upside +8.0% từ mức 16,650 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu của Tập đoàn Hoa Sen (HSG) với giá mục tiêu là khoảng **17,990 đồng/cổ phiếu** (+8.0% từ mức giá 16,650 đồng/cổ phiếu ngày 13/02/2025) bằng việc sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và P/E với tỷ trọng 50-50.

STT	Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá
1	P/E	50%	18,040
2	FCFF	50%	17,890
<b>Trung bình giá</b>			<b>17,990</b>

Chiết khấu FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	8.5%
Ước tính tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	5%
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	15,843
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)	633
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	(5,364)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ VNĐ)	-
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	11,112
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	621
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)</b>	<b>~17,890</b>

V. DỰ PHÓNG  
KẾT QUẢ KINH  
DOANH &  
ĐỊNH GIÁ

## Dự phóng báo cáo tài chính Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

### BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2024	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	39,272	43,203	49,877
Giá vốn bán hàng	(35,008)	(38,223)	(44,869)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	4,264	4,980	5,007
Chi phí bán hàng	(3,345)	(3,456)	(3,641)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(496)	(518)	(549)
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	423	1,005	818
Thu nhập tài chính	342	281	285
Chi phí tài chính	(255)	(219)	(334)
<b>Thu nhập khác</b>	47	52	50
<b>Chi phí khác</b>	(7)	(4)	(5)
<b>Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết</b>	-	-	-
<b>Thu nhập trước thuế</b>	515	892	651
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(37)	(223)	(163)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	515	892	631
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-
<b>Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ</b>	515	876	631

### CHỈ SỐ CHÍNH VỀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

	2024	2025F	2026F
Biên lợi nhuận gộp	10.9%	11.5%	10.0%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	1.1%	2.3%	1.6%
Biên lợi nhuận sau thuế	1.3%	2.1%	1.3%
YoY doanh thu thuần	24.1%	10.0%	15.4%
YoY lợi nhuận sau thuế	1,615.7%	73.4%	(27.1%)
Vòng quay hàng tồn kho	-3.6 x	-3.6 x	-3.8 x
Nợ vay dài hạn/tổng tài sản	0.0%	0.0%	0.0%
Tổng nợ vay/ tổng tài sản	27.4%	27.4%	25.5%
ROA	2.63%	4.38%	3.0%
ROE	4.71%	7.52%	5.20%
EPS	<b>836</b>	<b>1,417</b>	<b>1,017</b>
BVPS	<b>17,723</b>	<b>19,098</b>	<b>20,145</b>

### BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2024	2025F	2026F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>19,565</b>	<b>20,380</b>	<b>21,822</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>14,174</b>	<b>14,832</b>	<b>15,996</b>
Tiền, tương đương tiền và ĐTNH	633	648	748
Các khoản phải thu	2,985	2,722	2,596
Hàng tồn kho	9,712	10,618	11,808
Tài sản lưu động khác	844	844	844
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>5,391</b>	<b>5,548</b>	<b>5,826</b>
Các khoản phải thu dài hạn	215	215	215
Tài sản cố định	4,111	4,268	4,546
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	664	664	664
Đầu tư tài chính dài hạn	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	401	401	401
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>19,566</b>	<b>20,380</b>	<b>21,822</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>8,632</b>	<b>8,504</b>	<b>9,296</b>
Phải trả người bán	2,328	2,144	2,902
Chi phí phải trả ngắn hạn	351	287	351
Vay ngắn hạn	5,364	5,590	5,559
Nợ ngắn hạn khác	589	484	484
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
Vay dài hạn	-	-	-
Nợ dài hạn khác	16	16	16
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10,917</b>	<b>11,859</b>	<b>12,510</b>
Vốn cổ phần	6,160	6,210	6,210
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157
Quỹ đầu tư phát triển	51	51	51
Lãi chưa phân phối	4,533	5,425	6,076
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	16	16	16

## VI. PHỤ LỤC



#### **Trụ sở chính**

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

#### **Chi nhánh Hà Nội**

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

#### **Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

## **TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH**

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.