

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HOSE: HSG)

Khuyến nghị
TRUNG LẬP

Giá đóng cửa 11/12/2024	₫18,850
Giá mục tiêu 12T	₫21,800
Lợi nhuận kỳ vọng	15,6%

THÔNG TIN GIAO DỊCH:

Mã giao dịch	HOSE: HSG
KLGD TB 52W (CP)	9.773.072
Khối lượng lưu hành (triệu CP)	620.982.309
Tỷ lệ free-float	85%
Vốn hóa doanh nghiệp	11.706 tỷ VNĐ
Beta	1.0

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG:

BLĐ và người liên quan	17,89%
Sở hữu nước ngoài	9,18%
Còn lại	72,93%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH:

- HSG ghi nhận doanh thu quý 4 năm tài chính 2024 đạt 10.109 tỷ (+24,7% YoY) và mức lợi nhuận thuần lỗ -186 tỷ. Tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý 4 đạt 8,4%, giảm mạnh so với mức 12,3% trong quý 3/2024 chủ yếu do công ty phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho.
- Sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong quý 4 đạt 399.578 tấn, tăng 27% svck 2023 chủ yếu nhờ vào hoạt động xuất khẩu tiếp tục duy trì trạng thái tích cực. Cụ thể, sản lượng tôn mạ xuất khẩu quý 4 năm tài chính 2024 đạt 231.397 tấn (+31% YoY) trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 168.181 tấn (+22% YoY).

TRIỂN VỌNG KINH DOANH:

- Sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG được dự phóng không thay đổi svck vào 2025 và tăng trưởng 12% svck trong 2026 trong bối cảnh doanh nghiệp sẽ phải tập trung hơn vào thị trường nội địa khi hoạt động xuất khẩu chịu ảnh hưởng từ rủi ro Mỹ đánh thuế lên mặt hàng tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam
- Giá thép được kỳ vọng đang giao dịch trong vùng đáy với dự báo áp lực giảm giá từ thép Trung Quốc sẽ yếu dần trong thời gian tới.
- HSG hiện đang có chiến lược phát triển thêm các nhãn hiệu vật liệu xây dựng mới với chuỗi Hoa Sen Home, tạo cơ hội cải thiện lợi nhuận.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ:

Sử dụng phương pháp FCFF và FCFE với tỷ trọng 50/50, chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho HSG vào mức 21.800 VNĐ/cp, tương ứng với mức P/E forward 2025 vào khoảng 22 lần và P/B forward 2025 1,2 lần. HSG đang được giao dịch ở mức chiết khấu 15,6% so với mức giá mục tiêu. Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với HSG.

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN:

Tỷ VNĐ	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	31.651	39.272	41.527	46.242
- Tăng trưởng DT	-36,3%	24,1%	5,7%	11,4%
Lợi nhuận gộp	3.061	4.253	4.784	5.318
- Tỷ suất LNG	9,7%	10,8%	11,5%	11,5%
LNTT	146	541	767	1.000
- Tỷ suất LNTT	0,5%	1,4%	1,8%	2,2%
Tài sản ngắn hạn	11.275	14.165	15.518	17.421
Tài sản dài hạn	6.090	5.397	5.024	4.917
Tổng tài sản	17.365	19.562	20.542	22.338
Nợ phải trả	6.585	8.649	9.041	10.069
Vốn chủ sở hữu	10.780	10.912	11.501	12.269
- Nợ vay/VCSH	0,3	0,5	0,5	0,5

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Dương Tuấn Minh minhnhd@vpbanks.com.vn

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH:

HSG công bố doanh thu Q4 năm tài chính 2024 đạt 10.109 tỷ đồng (+24,7% YoY) trong khi ghi nhận lỗ thuần là 186 tỷ đồng (so với lãi 440 tỷ đồng trong Q4.2023). Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q4.2024 đạt mức 8,4%, giảm mạnh so với mức 12,3% trong cùng kỳ năm 2023 và thấp hơn 3,9% so với biên gộp trong Q3/2024. Biên lợi nhuận gộp quý 4 của HSG giảm mạnh hơn các công ty khác trong ngành do công ty đã tích trữ 1 lượng lớn tồn kho HRC tại thời điểm quý 3 năm tài chính 2024 và phải trích lập giảm giá hàng tồn kho trong bối cảnh giá HRC tiếp tục sụt giảm.

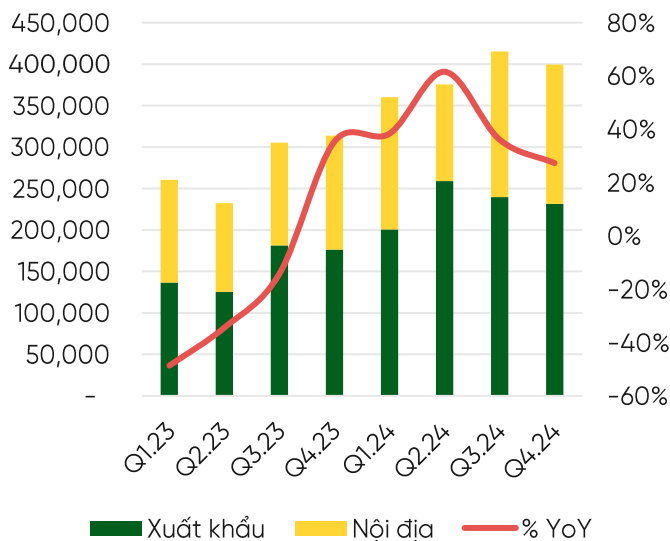
Trong Q4.2024, HSG đã tiêu thụ 399.578 tấn tôn mạ, tăng 27,3% so với cùng kỳ năm 2023. Mức tăng trưởng vẫn được đóng góp nhiều hơn bởi hoạt động xuất khẩu do hoạt động xây dựng tại thị trường nội địa chịu ảnh hưởng từ mưa bão. Cụ thể, sản lượng tôn mạ tiêu thụ nội địa quý 4 đạt 168.181 tấn (+22,3% YoY) trong khi sản lượng xuất khẩu quý 4 đạt 231.397 tấn (+31,2% YoY). Đối với mặt hàng thép ống, HSG đã tiêu thụ 99.603 tấn (+30,4% YoY), thị trường tiêu thụ chủ yếu vẫn là nội địa. Tỷ lệ nợ vay/VCSH hiện vẫn ở mức 0,5, không thay đổi so với thời điểm quý 3.

Kết quả kinh doanh Quý 4 năm tài chính 2024:

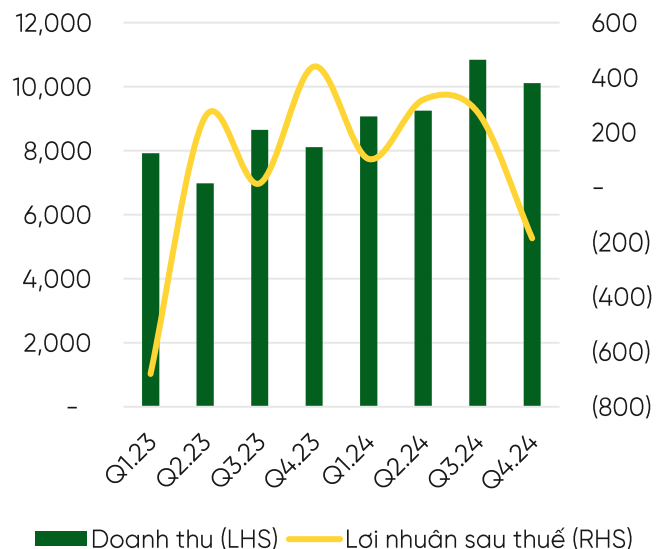
Đơn vị: Tấn	Q4.2024	%YoY	%QoQ	2024	%YoY
Sản lượng tôn mạ tiêu thụ	399.578	27,3%	-3,8%	1.550.483	39,5%
- Nội địa	168.181	22,3%	-4,3%	620.133	26,3%
- Xuất khẩu	231.397	31,2%	-3,4%	930.350	50,1%
Thép ống	99.603	30,4%	-0,29%	359.130	25,17%
Đơn vị: Tỷ đồng	Q4.2024	%YoY	%QoQ	2024	%YoY
Doanh thu thuần	10.109	24,7%	-6,75%	39.272	24%
Lãi gộp	849	-21%	-36,5%	4.253	39%
Doanh thu tài chính	129	11,7%	320,1%	342	46,3%
Chi phí tài chính	(98)	59,2%	51,6%	(254)	-19%
Chi phí bán hàng & Quản lý doanh nghiệp	(1.058)	66,3%	2,7%	(3.840)	33,2%
Lợi nhuận/(lỗ) trước thuế	(176)	N/A	N/A	541	x3,7
Lợi nhuận/(lỗ) sau thuế	(186)	N/A	N/A	510	x17

Tổng kết cả năm 2024, công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 39.272 tỷ đồng (+24% svck 2023) và lợi nhuận sau thuế đạt 510 tỷ đồng (gấp 17 lần so với 2023). Kết quả này hoàn thành lần lượt 109% kế hoạch doanh thu và 170% kế hoạch lợi nhuận sau thuế năm 2024 của HSG, cho thấy tình hình kinh doanh của công ty đã cải thiện hơn rất nhiều khi so sánh với % hoàn thành kế hoạch trong cùng kỳ năm 2023.

Sản lượng tôn mạ tiêu thụ của HSG (tấn)



Doanh thu và lợi nhuận thuần HSG (tỷ đồng)

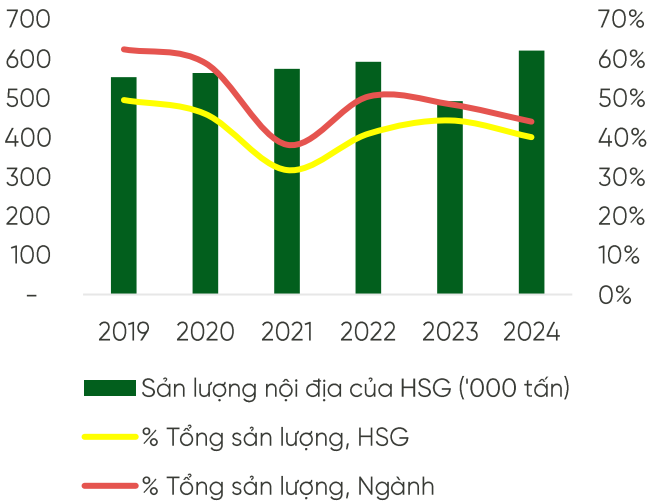


TRIỂN VỌNG KINH DOANH:

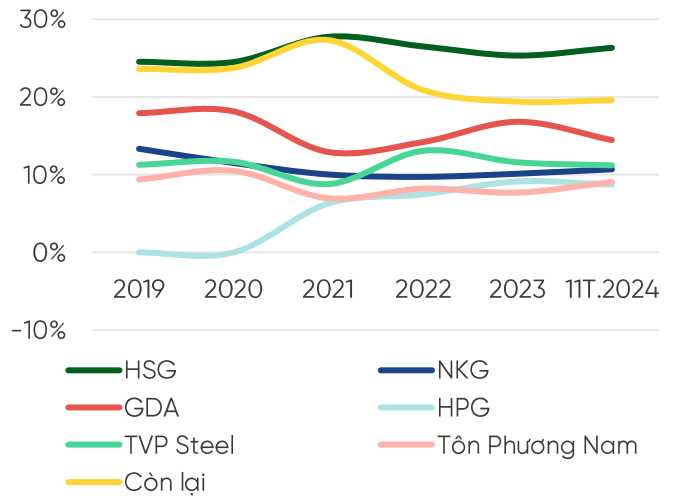
Vị thế số 1 thị phần nội địa sẽ giúp doanh nghiệp hạn chế tác động tiêu cực từ thị trường xuất khẩu

Trong năm tài chính 2024, HSG đã xuất khẩu được 930.350 tấn tôn mạ, tăng 40% svck năm 2023 và chiếm 60% tổng sản lượng tôn mạ năm 2024 mà công ty tiêu thụ. Các thị trường EU, Đông Nam Á và Mỹ tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn khi sản lượng xuất sang 3 khu vực này chiếm đến gần 70% tổng sản lượng tôn mạ xuất khẩu của Hoa Sen. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng HSG vẫn rất chú trọng tiêu thụ sản phẩm tại thị trường nội địa với lợi thế sở hữu hệ thống phân phối gồm cả đại lý và hơn 400 showroom Hoa Sen Home trải dài từ Bắc vào Nam. Khác với NKG, doanh nghiệp đã luôn duy trì tỷ trọng nội địa ở khoảng 42% trong giai đoạn 2019 - 2024. Điều này khiến chúng tôi tin rằng HSG sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất trong trường hợp Việt Nam kết luận có hành vi bán phá giá và áp dụng thuế CBPG đối với mặt hàng tôn mạ tới từ Trung Quốc.

Hoa Sen luôn giữ tỷ trọng tiêu thụ nội địa ở khoảng 42% tổng sản lượng

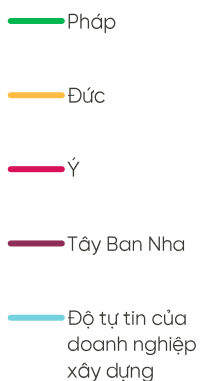


Hoa Sen luôn giữ vững thị phần số 1 về sản lượng tôn mạ nội địa

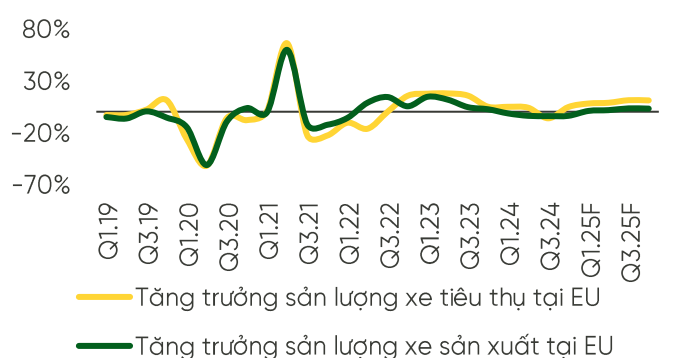


Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu tôn mạ tại 2 thị trường xuất khẩu bao gồm Mỹ và EU yếu đi do chịu ảnh hưởng bởi: (1) Đối với thị trường Mỹ, chúng tôi nhận thấy khả năng cao tôn mạ Việt Nam sẽ bị áp thuế khi xuất khẩu sang thị trường này sau khi Tổng thống Trump nhậm chức. Chúng tôi lưu ý lại rằng Bộ Thương mại Hoa Kỳ hiện đang trong quá trình điều tra CBPG/chống trợ cấp tôn mạ nhập khẩu vào thị trường Mỹ và việc bảo hộ nội địa ngành thép đang được ông Trump rất quan tâm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các nhà nhập khẩu tại Mỹ đã tích cực nhập trước một lượng lớn tôn mạ giá rẻ từ các quốc gia trong danh sách điều tra xét tới việc sản lượng xuất khẩu vẫn tăng trưởng rất tốt trong những tháng cuối năm mặc dù nhu cầu tiêu thụ thép tấm tại các ngành lớn tại Mỹ như công nghiệp ô tô, xây dựng hiện đang có dấu hiệu suy yếu; (2) Đối với thị trường EU, chúng tôi cũng nhận thấy hoạt động tích trữ trước nguồn tôn mạ giá rẻ trong bối cảnh đơn hàng xuất khẩu sang thị trường này tiếp tục tăng trong bối cảnh cả ngành công nghiệp sản xuất ô tô và ngành xây dựng của EU hiện vẫn đang gặp nhiều thách thức. Chúng tôi lưu ý tới khả năng sản phẩm tôn mạ Việt Nam sau khi xuất sang EU được xuất tiếp sang thị trường Mỹ khi EU cũng là khu vực xuất khẩu lượng lớn tôn mạ sang Mỹ. Vì vậy, với kỳ vọng ngành công nghiệp sản xuất ô tô cùng backlog ngành xây dựng sẽ chỉ tăng trưởng rất yếu từ mức thấp trong năm 2025 khi ECB tiếp tục hạ lãi suất, chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu tôn mạ của EU khả năng cao sẽ suy yếu.

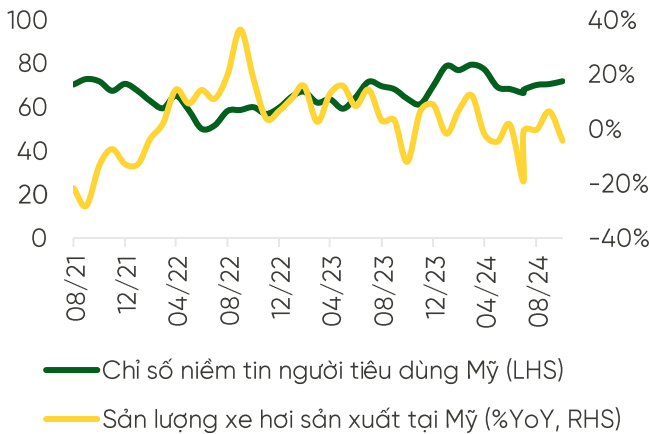
Backlog xây dựng tại EU chưa có dấu hiệu cải thiện



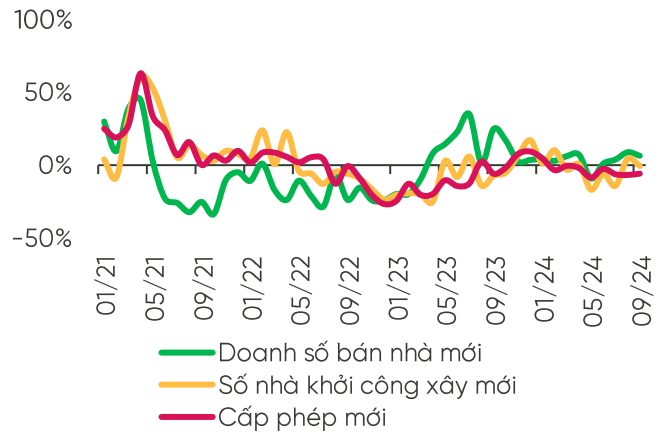
Sản lượng xe EU sản xuất dự báo chỉ phục hồi nhẹ từ đầu năm 2025



Sản lượng xe con do Mỹ sản xuất kỳ vọng tăng nhẹ cùng niềm tin người tiêu dùng

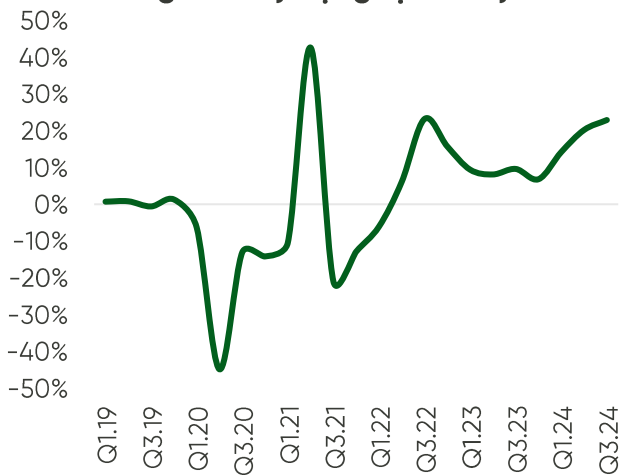


Tăng trưởng số nhà khởi công xây mới tại Mỹ kỳ vọng cải thiện nhẹ

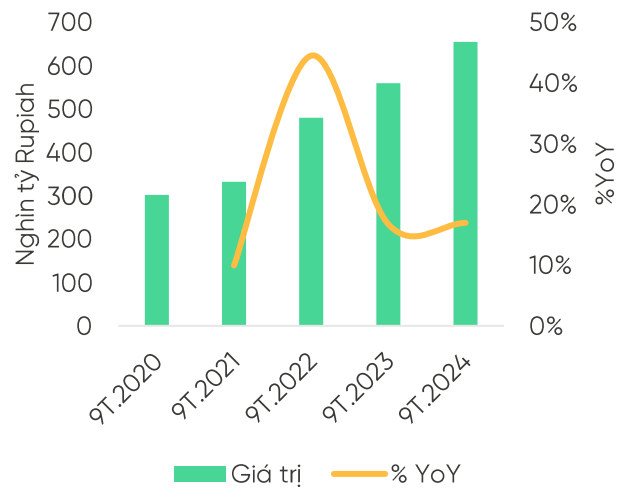


Trong bối cảnh 2 thị trường xuất khẩu chính gặp nhiều thách thức trong 2025, chúng tôi kỳ vọng HSG sẽ chủ động chuyển hướng đơn hàng xuất khẩu sang khu vực Đông Nam Á. Chúng tôi lưu ý thị trường Đông Nam Á hiện là thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của HSG. Trong năm 2025, nhu cầu tiêu thụ tôn mạ phục vụ ngành xây dựng tại các nước khu vực Đông Nam Á như Malaysia, Thái Lan, Indonesia được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao do: (1) Theo Thứ trưởng Bộ Công trình Malaysia, ngành xây dựng tại Malaysia được dự phóng sẽ tiếp tục cải thiện rõ rệt trong năm 2025 nhờ vào việc phân bổ nguồn ngân sách 180 tỷ RM từ cả khu vực chính phủ và tư nhân cho ngành xây dựng nhằm phát triển các dự án trường học, nhà ở, bệnh viện, hạ tầng, cảng; (2) Ngành xây dựng tại Thái Lan cũng được kỳ vọng sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu xây dựng dân dụng sau khi Bộ Tài chính Thái Lan gần đây đã công bố các biện pháp kích thích nền kinh tế thông qua lĩnh vực bất động sản và (3) Indonesia hiện cũng đang đẩy mạnh việc thu hút vốn FDI, hỗ trợ cho nhu cầu tôn mạ xây nhà xưởng. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng động lực từ thị trường mới sẽ chỉ làm giảm bớt tác động từ sự suy yếu nhu cầu tiêu thụ tôn mạ tại EU và Mỹ. Hiện tại, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng xuất khẩu HSG đạt -12%/10% trong lần lượt 2025F/2026F.

Tăng trưởng sản lượng ngành xây dựng tại Malaysia



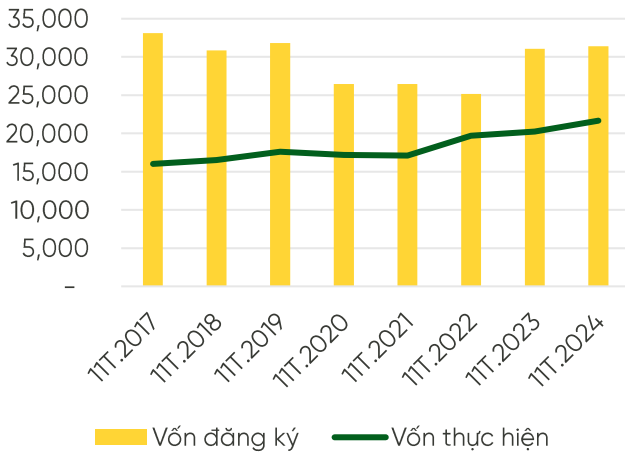
Vốn FDI vào Indonesia



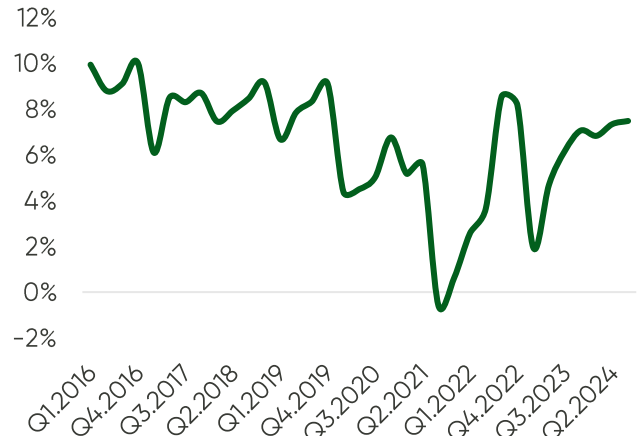
Đối với thị trường nội địa, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ áp thuế chống bán phá giá lên tôn mạ Trung Quốc, Hàn Quốc (vụ việc AD19) nhằm bảo vệ tôn mạ nội địa trước tình trạng Trung Quốc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thép sang Việt Nam. Trong kịch bản này, chúng tôi cho rằng hoạt động tiêu thụ thép ở thị trường nội địa của HSG sẽ được hưởng lợi từ: (1) Nhu cầu xây nhà xưởng tiếp tục ở mức cao với lượng vốn FDI giải ngân tại Việt Nam tiếp tục tăng; (2) Nhu cầu xây dựng tiếp tục tăng đối với phân khúc nhà ở thương mại trong bối cảnh các vướng mắc về thủ tục pháp lý dần được tháo gỡ nhờ vào 3 bộ luật bao gồm Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 và Luật đất đai 2024 và (3) Hoạt động sản xuất công nghiệp tại Việt Nam tiếp tục duy trì ở trạng thái tích cực tạo động lực thúc đẩy nhu cầu thép tấm cho lĩnh vực sản xuất máy móc thiết bị. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý mức tăng trưởng sản lượng tôn mạ tiêu thụ nội địa trong 2025 sẽ bị ảnh hưởng do hầu hết doanh nghiệp sẽ tích cực nhập trước lượng lớn nguồn tôn mạ giá rẻ từ Trung Quốc trước khi thuế chống bán phá giá được ban hành. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa của HSG sẽ tăng trưởng 18%/15% trong lần lượt 2025F/2026F.

Vốn FDI giải ngân tiếp tục tăng

Đơn vị: Triệu USD



Tăng trưởng GDP xây dựng dẫn về mức trước dịch

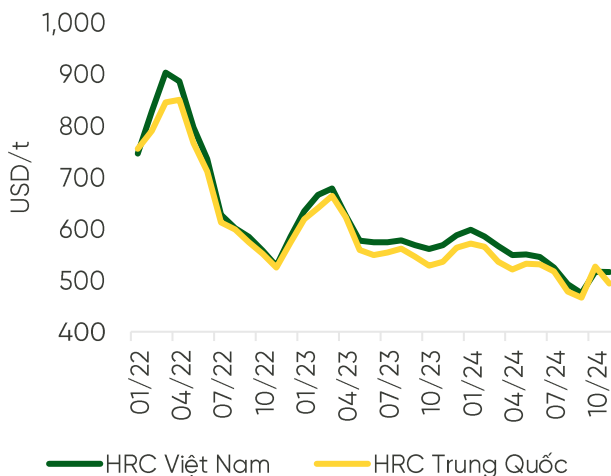


Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Hoa Sen sẽ tăng trưởng lần lượt 0%/12% trong lần lượt 2025F/2026F sau khi mức tăng mạnh 39,5% YoY trong 2024. Với lợi thế về kênh phân phối ở thị trường nội địa, chúng tôi kỳ vọng Hoa Sen sẽ giữ được tăng trưởng sản lượng tiêu thụ tôn mạ ở mức dương ngay cả khi thị trường xuất khẩu gặp nhiều thách thức trong năm 2025.

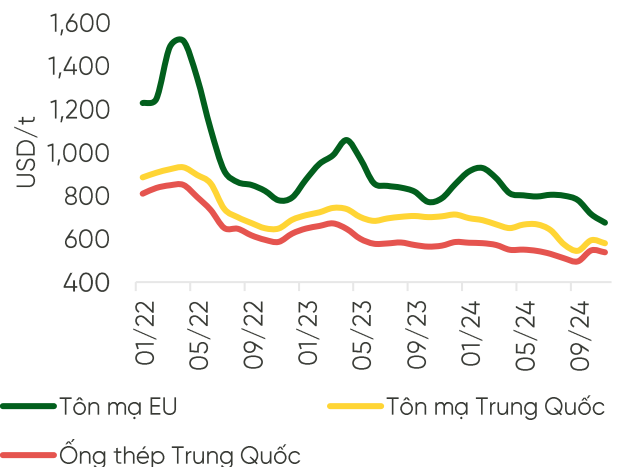
Giá thép: Kỳ vọng đã trong vùng đáy

Tính từ đầu năm 2024, giá tôn mạ tại EU đã giảm gần 26% trong khi giá tôn mạ tại thị trường nội địa giảm gần 17% do áp lực giảm giá từ các sản phẩm thép Trung Quốc. Giá HRC Việt Nam và Trung Quốc cũng ghi nhận mức điều chỉnh giảm gần 14% tính từ thời điểm đầu năm do nhu cầu tiêu thụ yếu. Diễn biến giá thép và nguyên vật liệu đầu vào đã khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của phần lớn các doanh nghiệp trong ngành thu hẹp trong Q3/2024. Hoa Sen cũng đã phải trích lập 122 tỷ dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong quý 4 năm tài chính 2024 của doanh nghiệp. Trong năm tài chính 2025, chúng tôi kỳ vọng khoản trích lập này có thể được hoàn nhập với dự báo giá thép hiện đã giao dịch trong vùng đáy.

Biến động giá HRC đầu vào

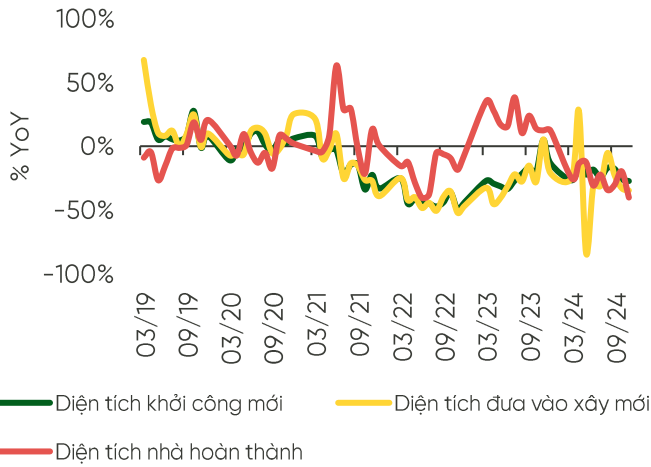


Biến động giá tôn mạ và ống thép

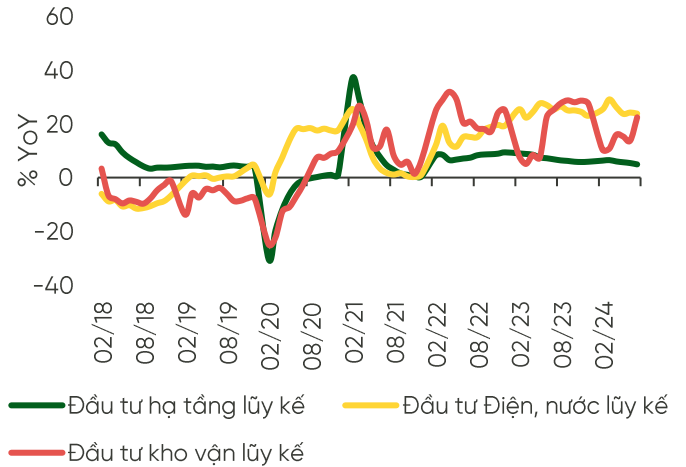


Đối với triển vọng giá thép, chúng tôi kỳ vọng áp lực giảm giá từ thép Trung Quốc sẽ yếu dần trong thời gian tới. Tuy nhu cầu tiêu thụ thép trong lĩnh vực xây dựng dân dụng tại Trung Quốc chưa có dấu hiệu hồi phục, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ tới từ các lĩnh vực: xây dựng công trình hạ tầng kỹ thuật, sản xuất máy móc thiết bị cùng sản xuất ô tô. Chúng tôi lưu ý hiện lĩnh vực xây dựng dân dụng chiếm khoảng 32% nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc. Điều này khiến chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh đầu tư vào hệ thống công trình hạ tầng kỹ thuật và duy trì tăng trưởng hoạt động sản xuất máy móc thiết bị, sản xuất ô tô sẽ hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép trong bối cảnh ngành xây dựng dân dụng vẫn chưa phục hồi.

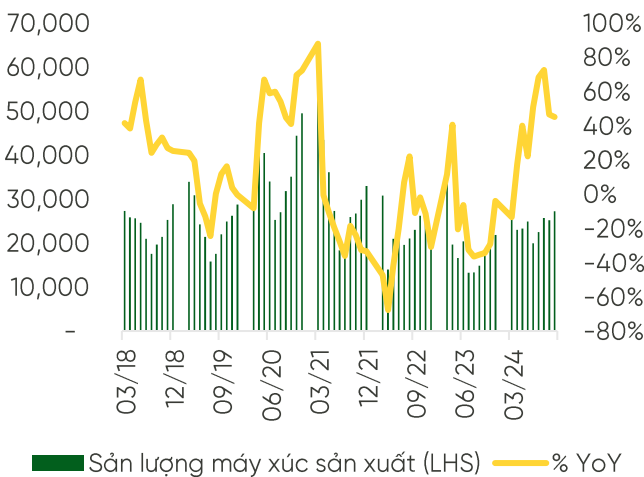
Bất động sản Trung Quốc chưa có dấu hiệu cải thiện



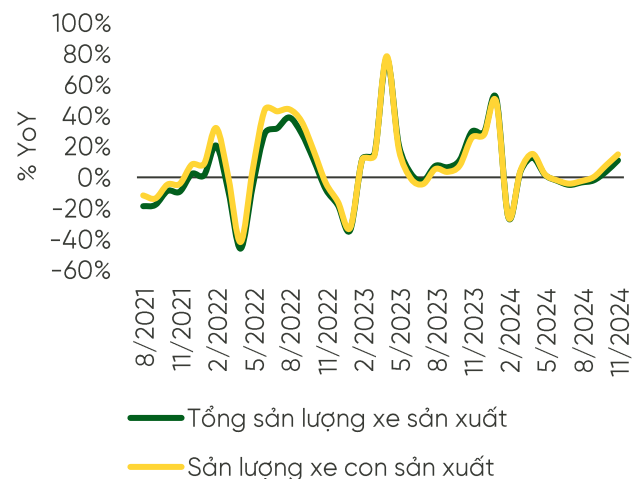
Nhưng nhu cầu xây dựng công trình hạ tầng kỹ thuật sẽ cải thiện nhờ vốn đầu tư liên tục tăng



Nhu cầu thép phục vụ sản xuất máy móc thiết bị duy trì tăng trưởng

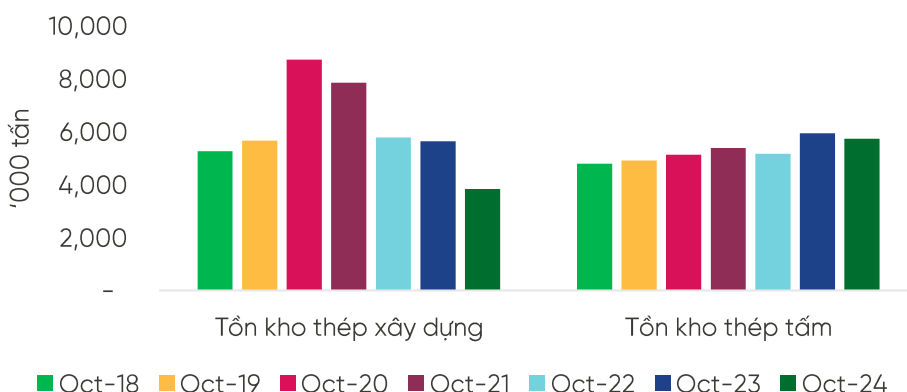


Sản lượng xe con Trung Quốc sản xuất tiếp tục tăng trưởng nhờ vào thị trường xuất khẩu



Cùng với những động lực hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép đến từ xây dựng hạ tầng và sản xuất công nghiệp, chúng tôi cũng nhận thấy tồn kho thép xây dựng tại Trung Quốc hiện đã ở mức thấp sau khi các công ty sản xuất và thương mại thép cố gắng bán tháo lượng thép xây dựng tồn kho chưa đáp ứng tiêu chuẩn mới bắt buộc áp dụng từ ngày 25/09. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng Trung Quốc hiện đã giao dịch tại vùng đáy trong biên độ 5%. Đối với HRC, chúng tôi cho rằng giá HRC có thể sẽ tiếp tục giảm do lượng tồn kho thép tấm hiện tại ở Trung Quốc đang ở mức cao, tuy nhiên mức giảm sẽ không quá mạnh, thấp hơn 5% từ mức giá HRC đang giao dịch hiện tại.

Tồn kho thép tại Trung Quốc



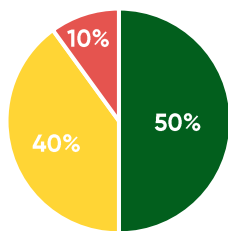
Mở rộng sang mảng vật liệu xây dựng tạo cơ hội cải thiện lợi nhuận

Sau khi HSG triển khai showroom Hoa Sen Home (HSH) đầu tiên vào năm 2021 với mục tiêu là cửa hàng “một điểm đến” cho các khách hàng muốn mua VLXD để xây nhà, HSG đã tiếp tục đẩy mạnh việc nhân rộng các cửa hàng này. Tính đến thời điểm hiện tại, HSG đã có 120 HSH showroom, chủ yếu đặt ở miền Nam. Tính thêm 280 showroom truyền thống bán các sản phẩm truyền thống (tôn mạ, ống thép/nhựa), HSG hiện có khoảng 400 showroom trong mạng lưới phân phối của tập đoàn. Chuỗi HSH ngoài kinh doanh các mặt hàng truyền thống còn kinh doanh thêm các sản phẩm VLXD khác như tấm gạch lát sàn, sơn.

Tháng trước, Hoa Sen Home đã có một bước tiến quan trọng khi chính thức ra mắt Luswell, thương hiệu vật liệu xây dựng mới của mình, sau nhiều năm nghiên cứu và phát triển. Tiếp nối thành công từ các dòng sản phẩm độc quyền, Luswell cung cấp một danh mục sản phẩm đa dạng (hơn 52 mã sản phẩm) bao gồm hệ thống năng lượng mặt trời, bồn nước, tấm lợp và nhiều sản phẩm khác. Việc ra mắt thương hiệu mới thể hiện cam kết của HSH trong việc mang đến cho người tiêu dùng Việt Nam các sản phẩm vật liệu xây dựng sáng tạo và sở hữu chất lượng cao. Trong thời gian tới, công ty còn dự kiến mở rộng danh mục sản phẩm với các sản phẩm dụng cụ cầm tay, sản phẩm chống thấm và các loại vật liệu xây dựng khác, khẳng định vị thế là cửa hàng “một điểm đến” đối với các sản phẩm vật liệu xây dựng.

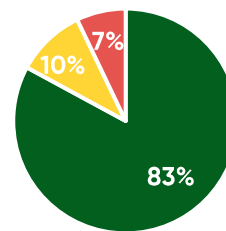
Động thái chiến lược ra mắt các sản phẩm mang nhãn hiệu riêng của HSG (được sản xuất bởi các bên thứ ba - bao gồm cả doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp FDI tùy thuộc vào đặc thù từng loại sản phẩm) là một cơ hội lớn để cải thiện lợi nhuận. Bằng cách tận dụng thương hiệu mạnh và mạng lưới phân phối sẵn có, HSG có thể chiếm lĩnh thị phần lớn hơn và thúc đẩy tăng trưởng bền vững. Bên cạnh đó, chiến lược này cũng giúp HSG giảm rủi ro tập trung vào sản phẩm thép và giảm sự phụ thuộc vào các thị trường xuất khẩu.

Doanh thu của HSG theo kênh phân phối



- Xuất khẩu
- Bán lẻ qua showroom
- Bán qua đại lý

Doanh thu của HSG theo loại sản phẩm



- Tôn mạ, ống thép/nhựa
- Thương mại thép
- Thương mại VLXD khác

TỔNG HỢP CÁC GIẢ ĐỊNH CHÍNH CHO HOA SEN:

Giả định sản lượng thép tiêu thụ:

Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ tôn mạ sẽ không thay đổi svck trong năm 2025 và tăng trưởng 12% svck trong 2026. Trong khi đó, sản lượng ống thép tiêu thụ được dự phóng tăng trưởng 5%/5% svck trong lần lượt 2025F/2026F. Đối với sản phẩm tôn mạ, sau khi sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh vào năm 2024, chúng tôi cho rằng khả năng cao những động lực hỗ trợ tại thị trường nội địa sẽ chỉ có thể làm giảm bớt một phần những tác động tiêu cực từ thị trường xuất khẩu trong năm 2025.

Giả định giá thép:

Chúng tôi giả định giá tôn mạ trung bình năm 2025 của HSG tăng 5% svck và giá thép ống trung bình 2025 tăng 4,8% svck. Tại năm 2026, chúng tôi giả định giá bán tôn mạ trung bình sẽ tăng lần lượt 0,7% svck trong khi giá thép ống sẽ tăng 1,4% svck.

Tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ	1.111.713	1.550.483	1.550.465	1.742.099
Ống thép	286.915	359.130	377.087	395.941

Triệu VND/tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ	18.89	19.27	20.26	20.4
Ống thép	14.52	13.68	14.33	14.53

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ:

Dự phóng Kết quả kinh doanh:

Trong 2 năm 2025F/2026F, chúng tôi dự phóng doanh thu của Hoa Sen sẽ tăng trưởng 5,7%/11,4% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện so với 2024 và đạt 11,5%. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng lợi nhuận Hoa Sen sẽ tăng trưởng lần lượt 20%/30% và đạt 613/800 tỷ trong 2025F/2026F.

Tỷ VND	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	49.711	31.651	39.272	41.527	46.242
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,9%	9,7%	10,8%	11,5%	11,5%
Lợi nhuận từ HĐKD	584	177	413	880	1.157
LNST	251	30	510	613	800
- %YoY LNST	-94%	-88%	x17	20%	30%

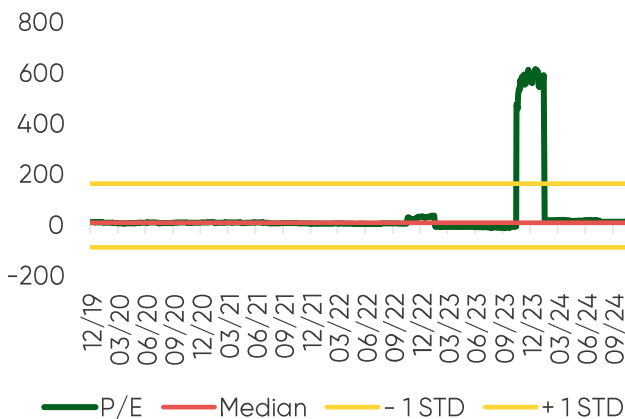
Định giá:

Chi phí VCSH	17%
Chi phí nợ	6,7%
WACC	13,3%
G – tăng trưởng dài hạn	2,5%

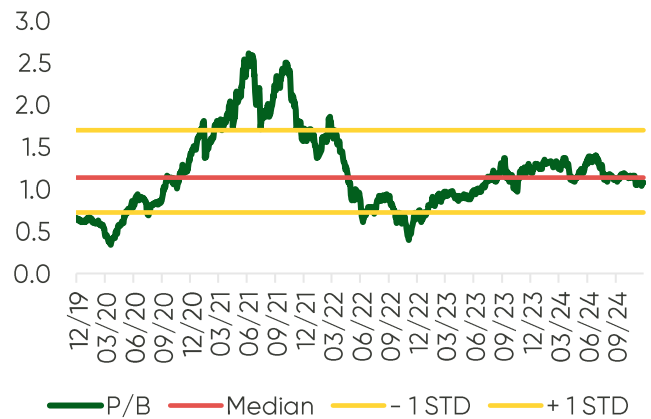
Phương pháp định giá	Kết quả định giá	Tỷ trọng
FCFF	22.472	50%
FCFE	21.074	50%
Tổng hợp kết quả định giá (VND/cp)	21.773	

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFF và FCFE với tỷ trọng 50/50, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HSG ở mức 21.800 VND/cp (cao hơn 15,6% so với giá đóng cửa tại ngày 11/12/2024). Tại mức định giá 21.800 VND/cp, HSG được giao dịch ở mức P/E 2025 forward 22 lần và mức P/B 2025 forward 1,2 lần.

HSG được giao dịch quanh mức P/E trung vị 6,8 lần



HSG được giao dịch quanh mức P/B trung vị 1,1 lần



Khuyến nghị:

Với kết quả định giá và luận điểm như đã trình bày trong các phần trên, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với HSG. Mức giá mục tiêu là 21.800 VND/cp với tiềm năng tăng giá 15,6% tính từ mức giá đóng cửa ngày 11/12/2024.

RỦI RO ĐẦU TƯ:

- Mỹ khởi xướng điều tra CBPG và chống trợ cấp đối với thép mạ từ Việt Nam: Chúng tôi cho rằng điều này ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng tôn mạ xuất khẩu của HSG và đã phản ánh rủi ro này trong dự báo.
- Việt Nam áp thuế CBPG lên HRC Trung Quốc: HSG hiện sử dụng nguồn HRC đầu vào từ Trung Quốc nhiều hơn NKG. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này sẽ tác động không đáng kể đến biên lợi nhuận của HSG khi doanh nghiệp đã lên kế hoạch đa dạng hóa nguồn HRC đầu vào.

PHỤ LỤC 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)

BÁO CÁO KQKD				
Năm	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	49,711	31,651	39,272	41,527
Giá vốn	44,772	28,590	35,018	36,744
LN gộp	4,939	3,061	4,253	4,784
CP Bán hàng & Quản lý	4,355	2,884	3,840	3,904
EBIT	584	177	413	880
DT Tài chính	267	233	342	227
CP Tài chính	521	314	254	384
<i> Cp Lãi vay</i>	260	195	133	228
Lãi lỗ CTLK	0	0	0	0
LN khác	51	50	41	43
LNTT	381	146	541	767
Thuế TNDN	130	116	31	153
LNST	251	30	510	613
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Khen thưởng phúc lợi	10	1	0	25
LNST CĐ Cty mẹ	251	30	510	613

TĂNG TRƯỞNG & BIÊN LN				
	2022	2023	2024F	2025F
-				
Tăng trưởng doanh thu	2.0%	-36.3%	24.1%	5.7%
Tăng trưởng EBIT	-88.6%	-69.7%	133.7%	113.0%
Tăng trưởng EBITDA	-72.3%	-25.0%	7.3%	27.0%
Tăng trưởng LNST CĐ Cty mẹ	-94.2%	-88.1%	1599.8%	20.2%
Biên LNG	9.9%	9.7%	10.8%	11.5%
Biên EBIT	1.2%	0.6%	1.1%	2.1%
Biên EBITDA	3.5%	4.1%	3.6%	4.3%
Biên LNST CĐ Cty mẹ	0.5%	0.1%	1.3%	1.5%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
LNST	251	30	510	613
Khấu hao	1,160	1,131	990	902
Điều chỉnh khác	-238	95	408	-116
Thay đổi vốn lưu động	1,655	610	-3,326	874
Phải thu thương mại	3,090	-647	-949	340
Tồn kho	4,954	-233	-2,074	840
Tài sản khác	607	-203	60	-563
Phải trả thương mại	-3,330	1,796	-500	142
Phải trả khác	-3,665	-102	137	116
CFO	2,828	1,866	-1,418	2,273
Capex	-419	-351	-718	-443
Đầu tư khác	19	-1	-4	0
Thu nhập đầu tư	8	3	2	92
CFI	-392	-350	-721	-351
Thay đổi vốn	-2,699	-1,251	2,428	135
Vay ròng	49	0	22	0
Cổ tức	0	0	-308	0
CFF	-2,651	-1,251	2,142	135
LCTT Thuần	-215	265	4	2,057
Tiền đầu kỳ	493	330	597	602
Điều chỉnh	52	2	0	0
Tiền cuối kỳ	330	597	600	2,659
FCFF	2,580	1,555	-2,011	2,013
FCFE	-291	264	291	1,965

BẢNG CĐKT				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	9,835	11,275	14,165	15,518
Tiền & ĐTNH	339	623	633	2,690
Phải thu thương mại	1,303	1,950	2,899	2,559
Tồn kho ròng	7,395	7,629	9,702	8,862
TSNH khác	798	1,073	931	1,408
Tài sản dài hạn	7,190	6,090	5,397	5,024
TSCĐ hữu hình	5,755	4,833	3,915	3,444
TSCĐ khác	204	187	196	208
XDCBDD	604	530	664	664
Đầu tư tài chính	17	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	611	539	622	708
TỔNG TÀI SẢN	17,025	17,365	19,562	20,542
NỢ PHẢI TRẢ	6,142	6,585	8,649	9,041
Nợ ngắn hạn	6,009	6,569	8,633	9,028
Phải trả thương mại	1,232	3,028	2,527	2,669
Vay ngắn hạn	4,070	2,936	5,364	5,499
Phải trả khác	707	605	741	860
Nợ dài hạn	133	16	16	13
Vay dài hạn	117	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	16	16	16	13
VCSH	10,884	10,780	10,912	11,501
Vốn góp chủ sở hữu	6,138	6,317	6,317	6,317
Lợi nhuận giữ lại	4,542	4,369	4,528	5,117
Vốn khác	187	78	51	51
Lợi ích CĐTS	16	16	16	16
TỔNG NGUỒN VỐN	17,025	17,365	19,562	20,542

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
	2022	2023	2024F	2025F
-				
Chỉ số định giá				
P/E	409.3	2,178.6	22.9	19.9
P/B	9.1	5.8	1.1	1.0
P/FCFE	(339.8)	238.1	40.2	6.0
EV/EBITDA	58.9	49.8	11.7	8.1
EV/Sales	2.1	2.1	0.4	0.3
EV/FCFF	39.8	41.9	(8.2)	7.2
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	2.3%	0.3%	4.7%	5.5%
ROA%	1.2%	0.2%	2.8%	3.1%
ROIC%	2.6%	0.3%	2.4%	4.1%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.6	1.7	1.6	1.7
Vay nợ/Vốn chủ sở hữu	0.4	0.3	0.5	0.5
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	1.7	1.9	2.3	2.7
Đòn bẩy tài chính	1.6	1.6	1.8	1.8
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	21 days	19 days	23 days	24 days
Số ngày tồn kho	80 days	96 days	90 days	92 days
Số ngày phải trả	24 days	27 days	29 days	26 days
Vòng quay tiền	78 days	87 days	84 days	90 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%
CPTC/DTT	1.0%	1.0%	0.6%	0.9%
SG&A/DTT	8.8%	9.1%	9.8%	9.4%

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Dương Tuấn Minh

Vật liệu xây dựng & Tài nguyên cơ bản

Email: minhndt@vpbanks.com.vn