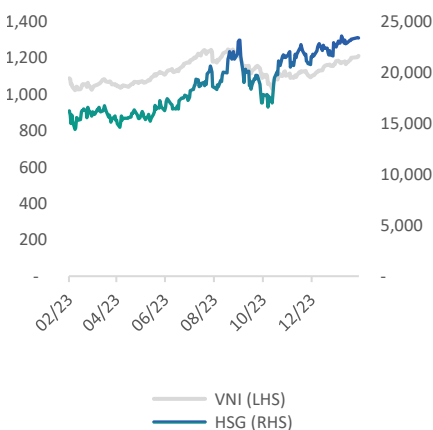


KHUYẾN NGHỊ		CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG) HỀ VỀ SEN NỞ			
Giá hiện tại:	<b>20,400</b>	Ngày viết báo cáo:	11/05/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	<b>28,350</b>	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	598	LE PHUOC VU	17%
Giá mục tiêu mới:	<b>28,350</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	12,556	TRAN NGOC CHU	0.3%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	13,844,590	TRAN QUOC TRI	0.2%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>38%</b>	Sở hữu nước ngoài	20%	EATON VANCE CORP	0.2%

**Bộ phận Research:**

Phạm Quang Minh  
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)  
[minhpg@bsc.com.vn](mailto:minhpg@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 cuối năm 2024 – đầu năm 2025 là **28,350 VND/CP** (tương đương Upside +38% so với giá tham chiếu ngày 11/05/2024), với P/B FWD cho giai đoạn bình thường = 1.3x. So với Báo cáo trước đó, BSC giữ nguyên giá mục tiêu và luận điểm đầu tư đối với HSG.

Sau đợt thị trường giảm vào cuối Tháng 3, giá cổ phiếu HSG đã chiết khấu về mức 19,200 – 20,500 VND/CP, tương đương P/B FWD 2024 = 1.05x, thấp hơn 12% so với P/B trung bình của HSG trong một chu kỳ thép. BSC cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua HSG khi: (1) thời điểm xấu nhất của ngành thép đã qua, (2) HSG sở hữu chiến lược quản trị hàng tồn kho tốt, và thị phần lớn nhất ngành tôn mạ.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- Kết quả kinh doanh cốt lõi của HSG sẽ phục hồi dần về mức bình thường 1,400 – 1,500 tỷ VNĐ/năm trong năm 2025** nhờ sản lượng thép nội địa tăng và diễn biến giá HRC khá quan hơn. (Chi tiết tại [Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024](#)). Có các tín hiệu thị trường thép hồi phục trong Tháng 4: (1) sản lượng thép +30-35% MoM trong T4.2024, (2) biên độ giảm giá tương đối hẹp và giữ ở mức cao hơn vùng đáy Tháng 10.2023, cho thấy sức mua đang quay trở lại.
- Định giá đang được chiết khấu về P/B FWD 2024 = 1.05x.**

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

So với [Báo cáo tại Tháng 3.2024](#), BSC gần như giữ nguyên dự báo NPATMI năm 2024 của HSG. BSC điều chỉnh tăng +23% dự báo doanh thu tài chính do lãi chênh lệch tỷ giá trong Q2 NĐTC 2024 cao hơn so với kỳ vọng, tuy nhiên, giảm 0.2 điểm % dự báo biên lợi nhuận gộp do kết quả Q2 NĐTC 2024 thấp hơn so với kỳ vọng.

**Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 33,334 tỷ VND (+5% yoy), NPATMI = 756 tỷ VND (+3,192% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 1,265 VND/CP, P/E FWD 2024 = 16.2, P/B FWD 2024 = 1.0x..**

- Sản lượng = 1.55 triệu tấn (+10% yoy) do nhu cầu phục hồi;
- Giá bán bình quân = 21,820 VNĐ/kg (-3% yoy, +8% so với giá bán trung bình Q1 NĐTC 2024).
- Biên lợi nhuận gộp = 12.1%, tăng 2.5 điểm % do giá bán và sản lượng tăng.

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F
PE (x)	6.1	30.2	550.2	16.2
PB (x)	1.9	0.7	1.2	1.1
PS (x)	0.1	0.2	0.4	0.4
ROE (%)	39.8%	2.3%	0.2%	6.5%
ROA (%)	16.2%	1.5%	0.1%	4.5%

KQKD	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	48,727	49,711	31,651	33,334
Lợi nhuận gộp	8,873	4,939	3,028	4,028
NPATMI	4,313	251	23	756
EPS	8,741	420	38	1,265
Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-91%	3192%

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2 NĐTC 2024

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 2 NĐTC 2024

BC KQKD	Q2.2023	Q2.2024	% QoQ	% YoY	1H.2023	1H.2024	% YoY	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>7,082</b>	<b>9,481</b>	<b>3%</b>	<b>34%</b>	<b>15,024</b>	<b>18,731</b>	<b>25%</b>	<b>Kết thúc Q2 NĐTC 2023-24, HSG ghi nhận Doanh thu = 9,481 tỷ VNĐ (+34% yoy), NPATMI = 319 tỷ VNĐ (+27% yoy).</b> <b>1. Sản lượng +51% yoy. Trong đó nội địa +8% yoy</b> do phục hồi từ mức nền thấp. Xuất khẩu +109% yoy do HSG đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường ngách tại ASEAN như Malaysia, ... kể từ T3.2023. <b>2. Giá bán -12% yoy</b> <b>3. Biên lợi nhuận gộp -1 điểm %.</b> Nếu loại bỏ đi các yếu tố hoàn nhập dự phòng 466 tỷ VNĐ tại cùng kỳ, thì biên lợi nhuận gộp + 5 điểm %. <b>4. Chi phí tài chính -43% yoy,</b> trong đó lãi vay -50% yoy do mặt bằng lãi suất giảm. <b>5. Doanh thu tài chính + 89% yoy</b> do ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá 134 tỷ VNĐ <b>Theo đó, KQKD +27% yoy</b> nhờ (1) sản lượng tăng chủ yếu từ kênh xuất khẩu, kéo theo biên lợi nhuận gộp tăng, (2) ghi nhận chênh lệch tỷ giá 134 tỷ (svck 19 tỷ VNĐ), (3) tiết giảm lãi vay - 50% yoy. <b>So với quý trước đó, KQKD HSG trong Q2 NĐTC 2023 - 2024 +209% QoQ chủ yếu do:</b> (1) Biên lợi nhuận gộp + 2 điểm % nhờ tích trữ hàng tồn kho HRC giá tốt vào, và giá bán + 3% QoQ, đặc biệt là giá xuất khẩu. (2) Ghi nhận doanh thu tài chính +217% QoQ.
Giảm trừ	(101)	(233)	32%	131%	(125)	(410)	226%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6,981</b>	<b>9,248</b>	<b>2%</b>	<b>32%</b>	<b>14,898</b>	<b>18,321</b>	<b>23%</b>	
Giá vốn	(6,077)	(8,131)	0%	34%	(13,835)	(16,255)	17%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>904</b>	<b>1,117</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>	<b>1,064</b>	<b>2,067</b>	<b>94%</b>	
DTTC	73	139	217%	89%	105	182	73%	
CPTC	(75)	(43)	-14%	-43%	(188)	(92)	-51%	
Trong đó: Lãi vay	(57)	(29)	14%	-50%	(105)	(54)	-48%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(536)	(800)	9%	49%	(1,204)	(1,535)	27%	
CP QLDN	(100)	(113)	9%	13%	(199)	(218)	9%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>267</b>	<b>300</b>	<b>186%</b>	<b>12%</b>	<b>(423)</b>	<b>404</b>	<b>-196%</b>	
Thu nhập khác, ròng	31	(1)	-110%	-104%	53	9	-82%	
EBT	298	313	172%	5%	(370)	428	-216%	
Thuế TNDN	(47)	32	-369%	-168%	(60)	20	-134%	
<b>NPAT</b>	<b>251</b>	<b>319</b>	<b>209%</b>	<b>27%</b>	<b>(430)</b>	<b>422</b>	<b>-198%</b>	
Lợi ích CĐTS	0	0	56%	8%	0	0	18%	
<b>NPATMI</b>	<b>251</b>	<b>319</b>	<b>209%</b>	<b>27%</b>	<b>(430)</b>	<b>422</b>	<b>-198%</b>	
Sản lượng (tấn)	294,511	446,085	-0.7%	51%	634,482	895,165	41%	
SL Nội địa	166,859	179,734	-2.7%	8%	367,907	425,311	16%	
SL Xuất khẩu	127,652	266,351	31%	109%	266,575	469,854	76%	
Giá bán (VNĐ/kg)	24,046	21,255	3%	-12%	23,679	20,925	-12%	
Giá nội địa ước tính	26,089	24,046	4%	-8%	26,060	23,508	-10%	
Giá xuất khẩu ước tính	20,585	18,495	11%	-10%	19,922	17,715	-11%	
Lãi gộp trên 1kg*	1,486	3,342	23%	125%	884	3,029	243%	
Tỷ lệ chiết khấu cho đại lý	1.4%	2.5%	1%	1%	0.0%	0.0%	0.0%	
Biên lợi nhuận gộp	12.9%	12.1%	1.6%	-1%	7%	11.3%	4.1%	
Biên lợi nhuận ròng	3.5%	3.4%	2%	0%	-2.9%	2.3%	5.1%	

Chú thích \*BSC loại bỏ chi phí khấu hao

Nguồn: Báo cáo tài chính

### Đánh giá của BSC:

- **KQKD Q2 NĐTC 2024** cao hơn so với kỳ vọng của BSC chủ yếu đến từ HSG ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá lớn (134 tỷ VNĐ).
- **Xu hướng cải thiện biên lợi nhuận gộp** đúng như dự báo của BSC trong [Báo cáo tại Tháng 3.2024](#). Tuy nhiên, mức độ cải thiện về biên lợi nhuận gộp thấp hơn 0.3 - 0.4 điểm % so với BSC kỳ vọng. Do đó, BSC gần như giữ nguyên dự báo về LNST – CĐTS của HSG trong năm 2024.
- **Triển vọng KQKD Quý 3 NĐTC 2024** kỳ vọng sẽ tiếp tục khả quan ở mức 150-180 tỷ VNĐ nhờ sản lượng thép + 10-12% QoQ do thép nội địa phục hồi, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ 0.4 – 0.5 điểm % do giá vốn hàng tồn kho HRC cao hơn.

## II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TÍN HIỆU PHỤC HỒI TỪ THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA

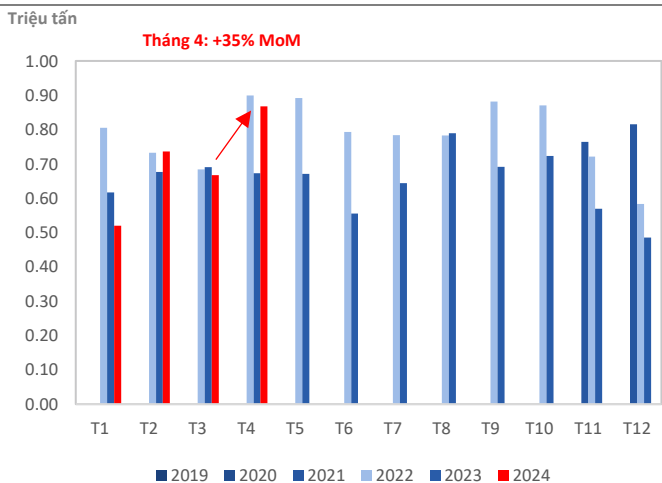
So với Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024, BSC duy trì khuyến nghị MUA đối với HSG và giữ các quan điểm chính sau:

1. BSC tiếp tục duy trì quan điểm: Kết quả kinh doanh cốt lõi của HSG sẽ phục hồi dần về mức bình thường 1,433 tỷ VNĐ/năm trong năm 2025 nhờ sản lượng thép nội địa tăng và diễn biến giá HRC khả quan hơn.

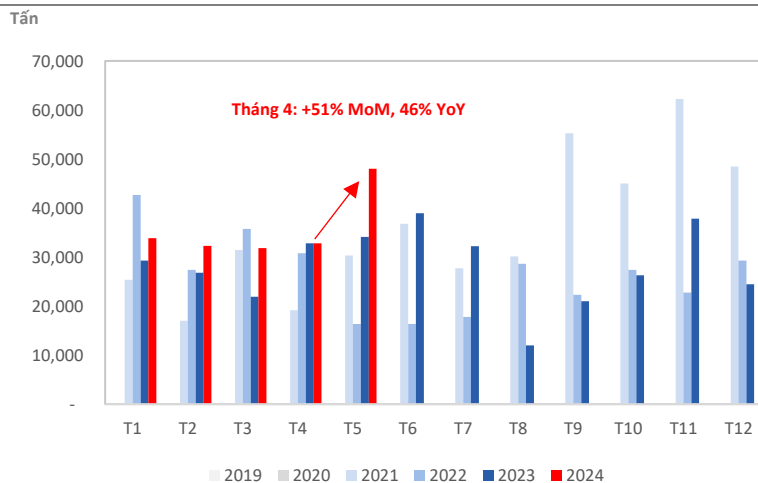
BSC lập lại quan điểm sản lượng thép sẽ phục hồi trong 2H.2024 – 2025 nhờ thị trường Bất động sản quay trở lại. Tại tháng 4.2024, ngành thép đã có các tín hiệu phục hồi:

- Thứ nhất, sản lượng thép nội địa Tháng 4 khả quan, và các đại lý đang tích lũy trái vụ trong bối cảnh Quý 2 thường là mùa xả hàng. Cụ thể, BSC ước tính sản lượng thép nội địa miền Bắc trong Tháng 4 + 30%-35% MoM, và +>40% YoY, tương đương với cùng kỳ năm 2021 – giai đoạn trước khi ngành Bất động sản bị siết chặt.

Hình 2: Sản lượng thép xây dựng nội địa tại miền Bắc trong Tháng 4.2024 + 35% MoM

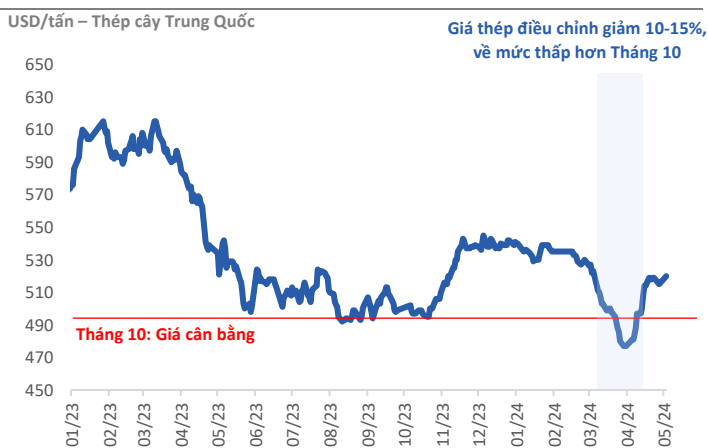


Hình 3: Sản lượng tôn mạ, ống thép trong Tháng 4. 2024 + 51% MoM, 46% YoY

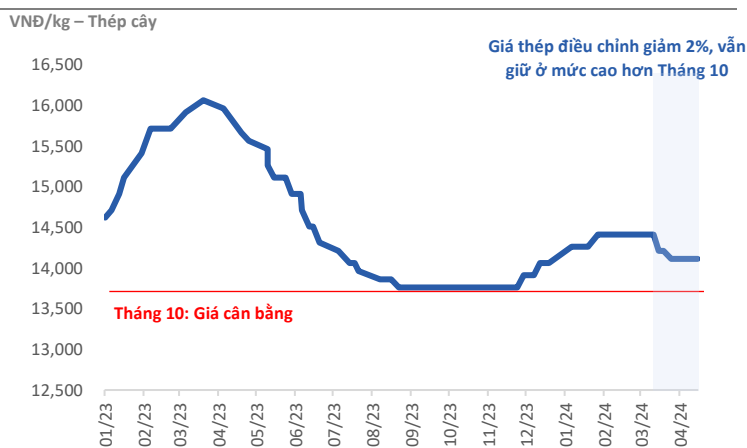


- Thứ hai, biên độ giảm giá thép Việt Nam kể từ T2-T4 tương đối hẹp và vẫn giữ ở mức cao hơn vùng đáy của T10.2023, cho thấy sức mua đại lý đang quay trở lại. Do ngành thép Việt Nam nhập khẩu nguyên vật liệu để sản xuất, nên, giá thép nội địa thường biến động tương đương hoặc mạnh hơn giá thép thế giới, đặc biệt là Trung Quốc. Tuy nhiên, trong giai đoạn từ Tháng 2 – Tháng 4, BSC nhận thấy giá thép nội địa chỉ giảm 2% và vẫn giữ ở mức cao hơn vùng giá cân bằng – Tháng 10.2023, Tháng 10.2022. Bên cạnh đó, các đợt giảm giá diễn ra tương đối nhỏ lẻ (từ 100 – 200 VNĐ/kg/lần giảm). BSC cho rằng (1) biên độ giảm giá hẹp, đi kèm (2) sản lượng tăng mạnh, phần nào cho thấy sức mua đang quay trở lại.

Hình 4: Diễn biến giá thép Trung Quốc trong Tháng 4.2024



Hình 5: Diễn biến giá thép Việt Nam trong Tháng 4.2024

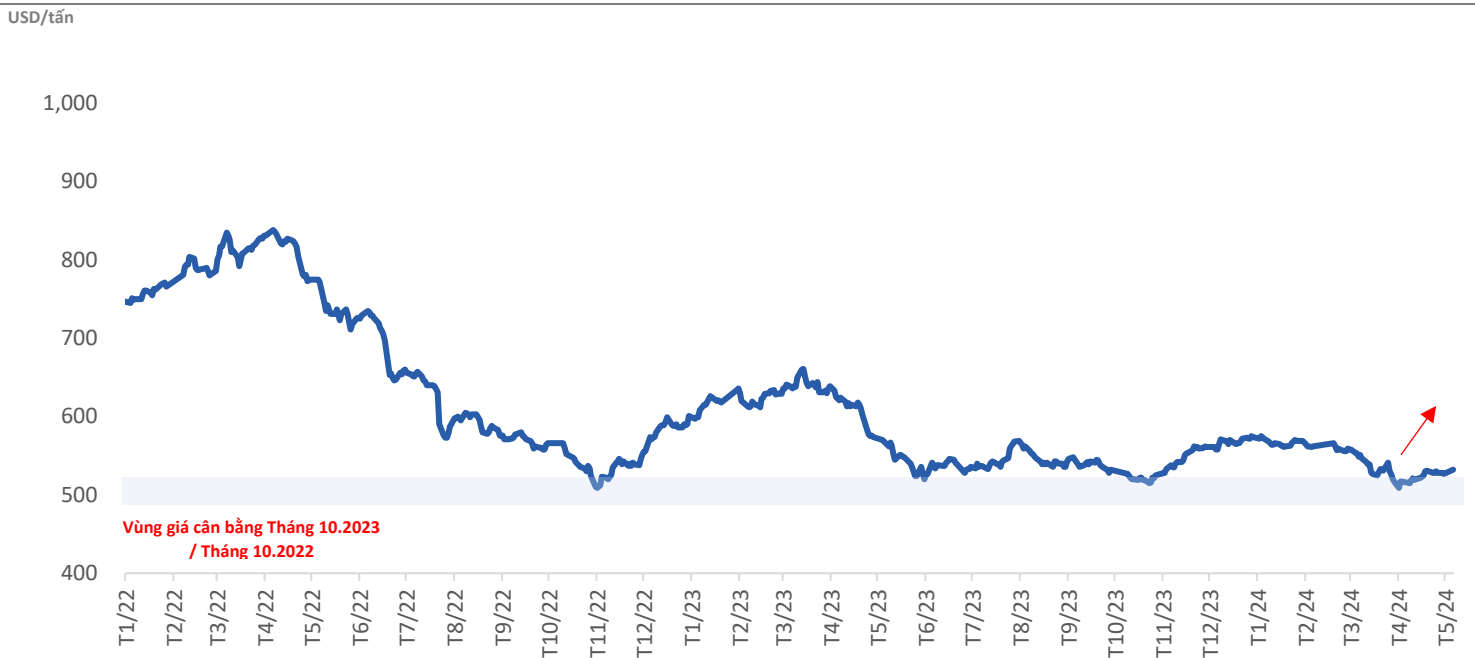


Nguồn: BSC Research tổng hợp

⇒ Do vậy, **BSC duy trì quan điểm ngành thép sẽ phục hồi mạnh mẽ trong 2H.2024 – 2025**. BSC giữ nguyên các dự báo sản lượng thép của HSG + 10% yoy trong năm 2024 chủ yếu đến từ sản lượng nội địa +22% yoy.

**BSC lập lại quan điểm diễn biến giá thép sẽ tích cực và trong xu hướng đi lên trong 2H.2024 – 2025**. Tính đến đầu Tháng 4, giá thép chạm lại vùng giá đáy của Tháng 10.2023 và Tháng 11.2022. Trong các báo cáo trước đây, BSC đã đề cập việc vùng giá HRC từ 530-560 USD/tấn là vùng cân bằng về cung – cầu. Do vậy, BSC cho rằng khó có khả năng giá thép tiếp tục giảm thêm. BSC kỳ vọng giá thép sẽ xu hướng đi lên trong 2H.2024 nhờ thị trường thép nội địa và Trung Quốc hồi phục.

Hình 6: Diễn biến giá HRC Trung Quốc



Nguồn: BSC Research tổng hợp

**Quan điểm về vùng giá thép cân bằng đã được BSC đề cập qua các Báo cáo trước đây:**

- [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](#)

**BSC giữ nguyên quan điểm biên lợi nhuận gộp sẽ dần phục hồi về giai đoạn về giai đoạn bình thường trong thời gian tới** nhờ (1) tăng tỷ trọng đóng góp của mảng nội địa vốn có biên lợi nhuận gộp cao hơn, (2) xu hướng giá thép đi lên. Với biên lợi nhuận gộp thép nội địa (18% - 20%), trong khi thép xuất khẩu (8-9%), BSC cho rằng trong giai đoạn bình thường, HSG có thể duy trì biên lợi nhuận gộp từ 13.2% - 15.7%.

Do vậy, với việc (1) sản lượng thép sẽ phục hồi, (2) diễn biến giá thép sẽ đi lên trong 2H.2024 – 2025, BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh cốt lõi của HSG sẽ phục hồi dần về mức bình thường 1,400 – 1,500 tỷ VNĐ/năm trong năm 2025. (Chi tiết tại **Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024**)

## ĐỊNH GIÁ ĐANG ĐƯỢC CHIẾT KHẤU P/B FWD 2024 = 1.0x

2. Định giá đang được chiết khấu về P/B FWD 2024 = 1.05x sau đợt giảm Tháng 3.2024. BSC duy trì quan điểm đây là thời điểm thích hợp để đầu tư các doanh nghiệp có thị phần nội địa lớn tại đáy chu kỳ.

Sau đợt giảm vào Tháng 3.2024, giá cổ phiếu của HSG đã giảm về mức 19,000 – 20,500 VNĐ/CP tương đương với mức định giá P/B FWD 2024 = 1.05x – thấp hơn 11% so với P/B Trung bình của HSG trong 1 chu kỳ. BSC giữ nguyên luận điểm đây là thời điểm thích hợp để mua HSG do:

- 1) Thời điểm xấu nhất đã qua trong năm 2023, kết quả kinh doanh của HSG sẽ phục hồi về giai đoạn bình thường vào năm 2025.
- 2) HSG sở hữu chiến lược quản trị hàng tồn kho rất tốt. Điều này đã được minh chứng trong giai đoạn 2022 - 2023. Thứ nhất, HSG là một trong các doanh nghiệp đầu tiên cắt giảm hàng tồn kho giá cao và giảm vốn lưu động trong 2H.2022. Thứ hai, Tại Quý 2 NĐTC 2024, BSC ước tính giá vốn hàng tồn kho của HSG ở mức 565-575 USD/tấn – tương đương với vùng giá thấp kể từ Tháng 10 – Tháng 12.2023.
- 3) HSG sở hữu thị phần nội địa lớn nhất trong ngành tôn mạ - chiếm 20-30%.

Hình 7: Định giá của HSG đã chiết khấu về P/B FWD =1.05x



Nguồn: BSC Research dự báo

### III. CẬP NHẬT DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với Báo cáo tại Tháng 3.2024, BSC tăng 5% dự báo NPATMI năm 2024 của HSG. do lãi chênh lệch tỷ giá trong Q2 NĐTC 2024 cao hơn so với kỳ vọng.

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 33,334 tỷ VND (+5% yoy), NPATMI = 756 tỷ VND (+3,192% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 1,265 VND/CP, P/E FWD 2024 = 16.5, P/B FWD 2024 = 1.0x.

- Sản lượng = 1.55 triệu tấn (+10% yoy) do nhu cầu phục hồi;
- Giá bán bình quân = 21,820 VNĐ/kg (-3% yoy, +8% so với giá bán trung bình Q1 NĐTC 2024).
- Biên lợi nhuận gộp = 12.1%, tăng 2.5 điểm % do giá bán và sản lượng tăng.

Hình 8: Cập nhật dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024

	2021	2022	2023	2024F	%YoY 2023	% YoY 2024	2024F	% Thay đổi dự báo
<b>Giá định</b>								
Sản lượng	2,286,861	1,787,694	1,406,939	1,547,633			1,547,633	0%
% YoY	41%	-22%	-21%	10%			10%	
- Nội địa	1,007,627	913,100	769,597	942,158			942,158	
% YoY	9%	-9%	-16%	22%			22%	
- Xuất khẩu	1,279,234	874,594	637,342	605,475			605,475	
% YoY	84%	-32%	-27%	-5%			-5%	
Giá bán	21,307	27,807	22,496	21,821			21,821	0%
% YoY	26%	31%	-19%	-3%			-3%	
Biên lợi nhuận gộp	18.2%	9.9%	9.6%	12.1%			12.1%	0%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>48,727</b>	<b>49,711</b>	<b>31,651</b>	<b>33,334</b>	<b>-36%</b>	<b>5%</b>	<b>33,334</b>	<b>0%</b>
Giá vốn	(39,853)	(44,772)	(28,623)	(29,306)	-36%	2%	(29,294)	0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>8,873</b>	<b>4,939</b>	<b>3,028</b>	<b>4,028</b>	<b>-39%</b>	<b>33%</b>	<b>4,040</b>	<b>0%</b>
CP BH	(3,344)	(3,833)	(2,477)	(2,500)	-35%	1%	(2,500)	0%
CP QLDN	(426)	(522)	(390)	(440)	-25%	13%	(440)	0%
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>5,103</b>	<b>584</b>	<b>161</b>	<b>1,088</b>	<b>-72%</b>	<b>576%</b>	<b>1,100</b>	<b>-1%</b>
Doanh thu tài chính	366	267	233	292	-13%	25%	238	23%
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(314)	(502)	-40%	60%	(502)	0%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(355)	(260)	(195)	(251)	-25%	28%	(251)	0%
Lợi nhuận từ CTLK	-	-	-	-			-	
Lãi/lỗ khác	(2)	51	66	72	28%	9%	72	
<b>LNTT</b>	<b>4,915</b>	<b>381</b>	<b>146</b>	<b>950</b>	<b>-62%</b>	<b>550%</b>	<b>908</b>	<b>5%</b>
Thuế TNDN	(602)	(130)	(123)	(194)	-5%	57%	(185)	5%
<b>NPAT</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>756</b>	<b>-91%</b>	<b>3200%</b>	<b>723</b>	<b>5%</b>
CĐTS	(0)	(0)	0	0	-357%	0%	0	
<b>NPATMI</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>756</b>	<b>-91%</b>	<b>3192%</b>	<b>723</b>	<b>5%</b>

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 cuối năm 2024 – đầu năm 2025 là **28,350 VND/CP** (tương đương Upside +38% so với giá tham chiếu ngày 11/05/2024), với P/B FWD cho giai đoạn bình thường = 1.3x. So với Báo cáo trước đó, BSC giữ nguyên giá mục tiêu và luận điểm đầu tư đối với HSG:

- Kết quả kinh doanh cốt lõi của HSG sẽ phục hồi dần về mức bình thường 1,433 tỷ VNĐ/năm trong năm 2025 nhờ sản lượng thép nội địa tăng và diễn biến giá HRC khả quan hơn. Theo đó, KQKD năm 2025 sẽ đạt LNST = 1,400 – 1,500 tỷ VNĐ (Chi tiết tại [Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024](#)).
- Định giá đang được chiết khấu về P/B FWD 2024 = 1.05x sau đợt giảm Tháng 3.2024. BSC duy trì quan điểm đây là thời điểm thích hợp để đầu tư các doanh nghiệp có thị phần nội địa lớn tại đáy chu kỳ.

Hình 9: Định giá cổ phiếu HSG

Phương pháp	
<b>Phương pháp PB – Trong giai đoạn bình thường – BSC kỳ vọng năm 2025</b>	
Lợi nhuận trong giai đoạn bình thường	1,400-1,500
BVPS FW 2024	19,413
BVPS FW 2025	21,809
P/B mục tiêu	1.3x
Giá trị cổ phiếu của HSG (VNĐ/cổ phiếu) trong giai đoạn bình thường – 2025	28,350

Nguồn: BSC Research

Hình 10: Lịch sử khuyến nghị của BSC



Nguồn: BSC Research

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

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022F	2023	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>48,727</b>	<b>49,711</b>	<b>31,651</b>	<b>33,334</b>
Giá vốn hàng bán	(39,853)	(44,772)	(28,623)	(29,306)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>8,873</b>	<b>4,939</b>	<b>3,028</b>	<b>4,028</b>
Chi phí bán hàng	(3,344)	(3,833)	(2,477)	(2,500)
Chi phí QLDN	(426)	(522)	(390)	(440)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>5,103</b>	<b>584</b>	<b>161</b>	<b>1,088</b>
Doanh thu tài chính	366	267	233	292
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(314)	(502)
Chi phí lãi vay	(355)	(260)	(195)	(251)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(2)	51	66	72
Lợi nhuận trước thuế	4,915	381	146	950
Thuế thu nhập DN	(602)	(130)	(123)	(194)
<b>LN sau thuế</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>756</b>
CĐTS	(0)	(0)	0	0
<b>LNST - CĐTS</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>756</b>
EPS	8,741	420	38	1,265

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023	2024F
Tiền và DTTC	516	339	715	1,468
Phải thu ngắn hạn	4,535	1,452	1,927	2,067
Tồn kho	12,356	7,395	5,793	6,751
TS ngắn hạn khác	1,250	649	649	649
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>18,658</b>	<b>9,835</b>	<b>9,084</b>	<b>10,935</b>
TSCĐ hữu hình	6,443	5,755	5,063	4,419
TSCĐ vô hình	219	204	190	175
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	660	604	569	564
ĐT dài hạn	21	17	17	17
TS dài hạn khác	619	611	620	629
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>7,963</b>	<b>7,190</b>	<b>6,458</b>	<b>5,803</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>26,620</b>	<b>17,025</b>	<b>15,542</b>	<b>16,738</b>
Phải trả ngắn hạn	4,294	1,040	1,412	1,606
Vay ngắn hạn	5,437	4,070	2,249	2,521
Nợ ngắn hạn khác	4,644	899	912	926
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>14,374</b>	<b>6,009</b>	<b>4,572</b>	<b>5,052</b>
Vay dài hạn	1,399	117	47	-
Nợ dài hạn khác	15	16	16	16
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>1,414</b>	<b>133</b>	<b>63</b>	<b>16</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>15,788</b>	<b>6,142</b>	<b>4,636</b>	<b>5,069</b>
Vốn góp	4,935	5,981	5,981	5,981
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
LN chưa phân phối	5,633	4,542	4,565	5,321
Vốn chủ khác	91	187	187	187
Cổ đông thiểu số	17	16	16	16
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10,832</b>	<b>10,884</b>	<b>10,906</b>	<b>11,663</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>26,620</b>	<b>17,025</b>	<b>15,542</b>	<b>16,731</b>
SLCP (triệu)	493	598	598	598

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023	2024F
<b>(Lỗ)/LNTT</b>	<b>4,915</b>	<b>381</b>	<b>146</b>	<b>950</b>
Khấu hao và phân bổ	1,582	1,897	1,607	1,587
Thay đổi vốn lưu động	(5,001)	567	1,185	(1,335)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>1,496</b>	<b>2,845</b>	<b>2,938</b>	<b>1,201</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(477)	(463)	(670)	(674)
Đầu tư khác	181	55	-	-
<b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>	<b>(296)</b>	<b>(408)</b>	<b>(670)</b>	<b>(674)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(0)	(0)	-	-
Tiền từ vay ròng	(1,291)	(2,699)	(1,891)	225
Tiền thu khác	7	49	-	-
<b>LCTT từ HĐ Tài chính</b>	<b>(1,285)</b>	<b>(2,651)</b>	<b>(1,891)</b>	<b>225</b>
Dòng tiền đầu kỳ	575	493	330	707
Tiền trong kỳ	(84)	(215)	377	752
Tiền cuối kỳ	491	278	707	1,459

Chỉ số	2021	2022F	2023	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
H số TT ngắn hạn	1.30	1.64	1.99	2.16
H số TT nhanh	0.44	0.41	0.72	0.83
hs				
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	59%	36%	30%	30%
Hệ số Nợ/VCSH	146%	56%	43%	43%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	83	84	83	93
Số ngày phải thu	23	20	21	21
Số ngày phải trả	26	22	18	20
CCC	80	78	79	79
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	18%	10%	10%	12%
Lợi nhuận LNST	9%	1%	0%	2%
ROE	40%	2%	0%	6%
ROA	16%	1%	0%	5%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	77%	2%	-36%	5%
Tăng trưởng EBIT	162%	-89%	-72%	576%
Tăng trưởng LNNT	257%	-92%	-62%	550%
Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-91%	3207%
BVPS	21,950	18,198	18,236	19,501

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>**