

## CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG) KỶ VỌNG GIÁ THÉP TĂNG TRONG NĂM 2024 KHI TRUNG QUỐC CẮT GIẢM SẢN LƯỢNG THÉP

Giá hiện tại:	<b>21,750</b>	Ngày viết báo cáo:	30/11/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	<b>25,000</b>	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	598	LE PHUOC VU	17%
Giá mục tiêu mới:	<b>25,300</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	9,479	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>16%</b>	Sở hữu nước ngoài	8.9%	EATON VANCE CORP	0.2%

**Bộ phận Research:**

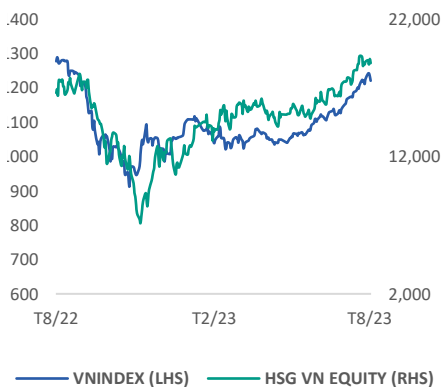
Phạm Quang Minh  
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)  
[minhpq@bsc.com.vn](mailto:minhpq@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

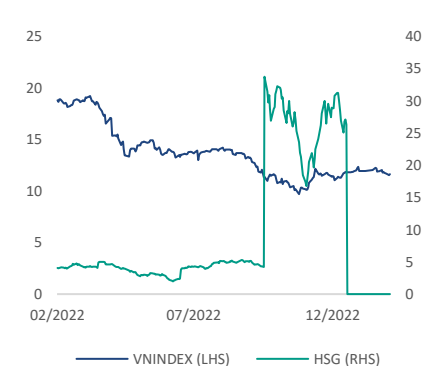
So với **Báo cáo trước đó tại Tháng 8**, Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **HSG** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **25,300 VND/CP** (tương đương Upside +16% so với giá đóng cửa ngày 29/11/2023).

Trong giai đoạn bình thường, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp của HSG có thể từ 13.2% - 15.7%, tương đương với LNST từ 900 – 1,750 tỷ VNĐ. Theo quan điểm thận trọng, BSC dự báo mức lợi nhuận trong giai đoạn bình thường của HSG là 1,500 tỷ VNĐ, P/E FWD 8x, dựa trên giả định biên lợi nhuận gộp = 15%, sản lượng nội địa = 1.15 triệu tấn/năm, sản lượng xuất khẩu = 0.66 triệu tấn/năm (Chi tiết tại **Báo cáo trước đó tại Tháng 8**). Với (1) cơ cấu tài chính an toàn, chiến lược hàng tồn kho thận trọng, (2) sản lượng và biên lợi nhuận gộp của HSG đã tạo đáy trong năm 2023, và đang phục hồi về giai đoạn bình thường vào cuối năm 2024, BSC cho rằng vùng định giá hiện tại phù hợp để mua (P/E FWD giai đoạn bình thường = 8x, giá mục tiêu = 25,300 VNĐ/CP).

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**Bảng so sánh P/E và VN index**



**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- Giá bán tôn mạ của HSG sẽ + 6% yoy trong năm 2024** trong bối cảnh Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép trở lại;
- BSC kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi chậm kể từ 2024** và HSG sẽ là doanh nghiệp tôn mạ phục hồi đầu tiên nhờ sở hữu hệ thống đại lý lớn, có thị phần đứng đầu cả nước.
- Định giá phù hợp để mua trong dài hạn: P/B FWD 2024 = 1.1x.**

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

**Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 34,620 tỷ VND (+11% yoy), NPATMI = 955 tỷ VND (+4,056% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 1,596 VND/CP, P/E FWD 2024 = 13.6, P/B FWD 2024 = 1.1x.**

So với **Báo cáo trước đó tại Tháng 8**, BSC nâng dự báo năm 2024F +21% chủ yếu đến từ nâng % tăng giá bán tôn mạ.

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F
<b>PE (x)</b>	6.1	30.2	550.2	13.6
<b>PB (x)</b>	1.9	0.7	1.2	1.1
<b>PS (x)</b>	0.1	0.2	0.4	0.4
<b>ROE (%)</b>	39.8%	2.3%	0.2%	8.0%
<b>ROA (%)</b>	16.2%	1.5%	0.1%	5.6%

KQKD	2021	2022	2023	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	48,727	49,711	31,651	35,101
<b>Lợi nhuận gộp</b>	8,873	4,939	3,028	4,490
<b>NPATMI</b>	4,313	251	23	955
<b>EPS</b>	8,741	420	38	1,596
<b>Tăng trưởng EPS</b>	237%	-95%	-91%	4075%

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4 NĐTC 2023

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 4 NĐTC 2023 của HSG

BC KQKD	Q4.2022	Q4.2023	%QoQ	%YoY	2022	2023	%YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>8,152</b>	<b>8,235</b>	<b>-7%</b>	<b>1%</b>	<b>50,094</b>	<b>32,084</b>	<b>-36%</b>	<b>Kết thúc Q4 NĐTC 2023, HSG ghi nhận DT = 8,235 tỷ VNĐ (+1% yoy), LNST-CĐTS = 438 tỷ VNĐ so với cùng kỳ lỗ 887 tỷ VNĐ.</b>  <b>1. Sản lượng +23% yoy.</b> Trong đó nội địa đi ngang do ngành bất động sản vẫn khó, xuất khẩu +76% yoy do HSG đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường ngách tại ASEAN như Malaysia, . . . <b>2. Giá bán -18% yoy.</b> <b>3. Biên lợi nhuận gộp +16 điểm%</b> do mức nền thấp cùng kỳ ghi nhận trích lập dự phòng HTK (600 tỷ VNĐ). Nếu loại bỏ đi khoản trích lập dự phòng thì biên lợi nhuận gộp + 8 điểm % so với cùng kỳ. <b>4. Doanh thu tài chính đạt 115 tỷ VNĐ (+18% yoy)</b> nhờ lãi chênh lệch tỷ giá. <b>5. Tỷ trọng SG&amp;A/doanh thu duy trì ổn định.</b>  Theo đó, KQKD tiếp tục cải thiện mạnh so với cùng kỳ nhờ đẩy mạnh kênh xuất khẩu.
Giảm trừ	(213)	(129)	-28%	-40%	(383)	(434)	13%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,939</b>	<b>8,107</b>	<b>-6%</b>	<b>2%</b>	<b>49,711</b>	<b>31,651</b>	<b>-36%</b>	
Giá vốn	(8,170)	(7,035)	-9%	-14%	(44,793)	(28,623)	-36%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>(231)</b>	<b>1,072</b>	<b>20%</b>	<b>-565%</b>	<b>4,918</b>	<b>3,028</b>	<b>-38%</b>	
DTTC	97	115	807%	18%	373	233	-37%	
CPTC	(111)	(61)	-4%	-45%	(627)	(314)	-50%	
Trong đó: Lãi vay	(74)	(36)	-34%	-51%	(260)	(195)	-25%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(662)	(552)	-23%	-17%	(3,831)	(2,477)	-35%	
CP QLDN	(104)	(75)	-35%	-27%	(522)	(390)	-25%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>(1,011)</b>	<b>498</b>	<b>10542%</b>	<b>-149%</b>	<b>310</b>	<b>80</b>	<b>-74%</b>	
Thu nhập khác, ròng	13	5	-30%	-60%	46	66	43%	
EBT	(997)	504	4027%	-151%	357	146	-59%	
Thuế TNDN	110	(65)	-3442%	-159%	(106)	(123)	16%	
<b>NPAT</b>	<b>(887)</b>	<b>438</b>	<b>2996%</b>	<b>-149%</b>	<b>250</b>	<b>23</b>	<b>-91%</b>	
Lợi ích CĐTS	(0)	0	41%	-182%	(0)	0	-357%	
<b>NPATMI</b>	<b>(887)</b>	<b>438</b>	<b>2999%</b>	<b>-149%</b>	<b>250</b>	<b>23</b>	<b>-91%</b>	
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>313,445</b>	<b>385,702</b>	<b>-0.3%</b>	<b>23%</b>	<b>1,787,694</b>	<b>1,406,939</b>	<b>-21%</b>	
Nội địa	218,923	219,133	16%	0%	913,100	775,490	-15%	
Xuất khẩu	94,522	166,569	-16%	76%	874,594	631,449	-28%	
<b>Giá bán ước tính(VND/kg)</b>	<b>26,009</b>	<b>21,351</b>	<b>-6%</b>	<b>-18%</b>	<b>27,855</b>	<b>22,894</b>	<b>-18%</b>	
Nội địa	25,756	21,118	-11%	-18%	30,165	24,271	-20%	
Xuất khẩu	24,338	20,886	0%	-14%	27,846	20,431	-27%	
<b>Lãi gộp trên 1kg</b>	<b>1,189</b>	<b>2,961</b>	<b>25%</b>	<b>149%</b>	<b>2,902</b>	<b>1,776</b>	<b>-39%</b>	
Tỷ lệ chiết khấu cho đại lý	2.6%	1.6%	0%	-1%	0.0%	0.0%	0.0%	
Biên lợi nhuận gộp	-3%	13%	3%	16%	10%	10%	-0.3%	
Biên lợi nhuận ròng	-10.9%	5.3%	5%	16%	0.5%	0.1%	-0.4%	

Nguồn: Báo cáo tài chính

So với quý trước đó, KQKD HSG trong Q4 NĐTC 2023 tiếp tục khả quan nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện và ghi nhận chênh lệch tỷ giá đột biến. Cụ thể:

- **Sản lượng gần như đi ngang.** Trong đó, Xuất khẩu -16% QoQ do tình trạng thiếu thép đã cải thiện. Nội địa + 16% QoQ. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ việc các đại lý đẩy mạnh nhập hàng trong bối cảnh giá tôn mạ tăng trở lại vào T8-T9.
- **Biên lợi nhuận gộp +3 điểm %.** BSC cho rằng nguyên nhân đến từ việc HSG hưởng lợi 1 phần giá vốn thấp trong Tháng 6 - Tháng 7.
- **Doanh thu tài chính tăng gấp 8 lần** do lãi chênh lệch tỷ giá one-off

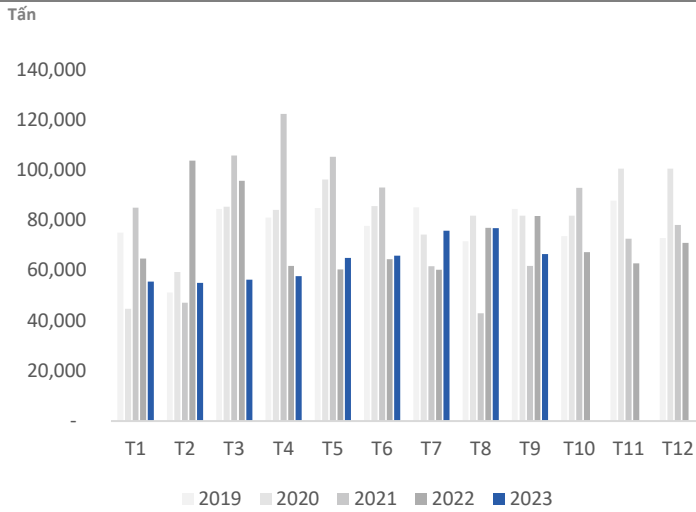
So với **Báo cáo trước đó tại Tháng 8**, BSC đánh giá:

- Tổng sản lượng tiêu thụ của HSG sát kỳ vọng của BSC (385,000 – 395,000 tấn/quý)
- Giá bán trung bình sát kỳ vọng của BSC (-5% -6% QoQ)
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh hơn 1 điểm % so với kỳ vọng của BSC (12%).

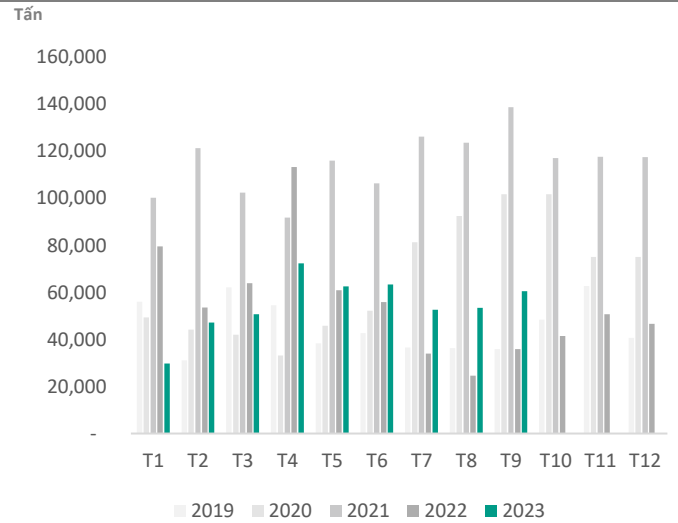
KQKD Q4.2023 của HSG cải thiện mạnh hơn so với kỳ vọng của BSC do biên lợi nhuận gộp và doanh thu tài chính tăng mạnh hơn kỳ vọng.

### CẬP NHẬT SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ CỦA HSG TRONG Q4 NĐTC 2023

**Hình 2: Trong Q4 NĐTC 2023, sản lượng nội địa của HSG +16% QoQ do các đại lý đẩy mạnh nhập hàng trong bối cảnh giá tôn mạ tăng trở lại vào T8-T9.**



**Hình 3: Trong Q4 NĐTC 2023, Sản lượng xuất khẩu của HSG – 16% QoQ do tình trạng thiếu thép đã cải thiện**



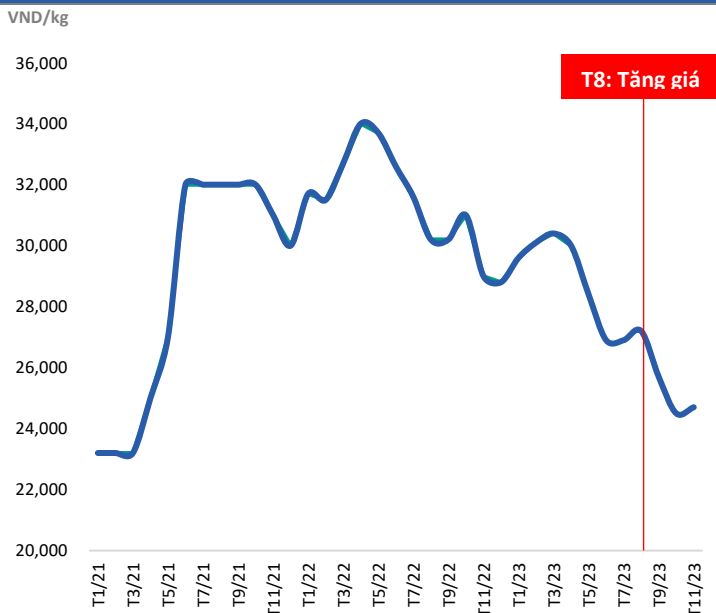
Nguồn: VSA

**Sang Quý 1 NĐTC.2024, BSC kỳ vọng tổng sản lượng +3-4% QoQ nhờ nội địa phục hồi.** Trong đó, (1) sản lượng nội địa +7-10% QoQ nhờ các đại lý nhập hàng vào cuối năm và tăng tích trữ hàng tồn kho trong bối cảnh giá HRC tăng trở lại, (2) Sản lượng xuất khẩu +2% QoQ, duy trì ở mức cao (60,000 tấn/tháng) nhờ (1) HSG vẫn tiếp tục len được vào các thị trường ngách tại ASEAN, (2) HSG đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường Bắc Mỹ khi có chi phí sản xuất thấp hơn.

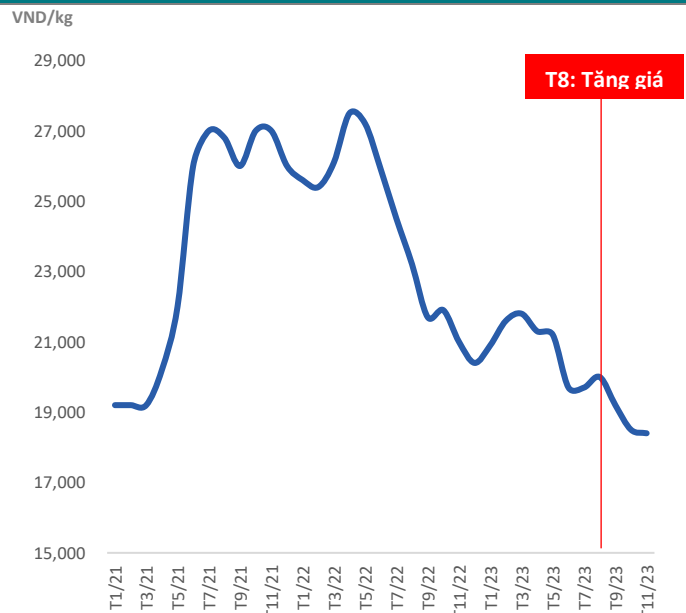
### CẬP NHẬT GIÁ BÁN CỦA HSG TRONG Q4 NĐTC 2023

**Trong Quý 4 NĐTC 2023, giá bán tôn mạ, ống thép chủ yếu trong xu hướng giảm do cầu yếu.** Các doanh nghiệp tôn mạ (bao gồm HSG) có 1 lần tăng giá vào giữa Tháng 8 do giá đầu vào HRC tăng. **Sang Quý 1 NĐTC 2024, BSC kỳ vọng giá bán tôn mạ, ống thép nội địa sẽ tăng trở lại** nhờ giá thép thị trường Trung Quốc hồi phục.

**Hình 4: Giá bán tôn mạ**



**Hình 5: Giá bán ống thép**



Nguồn: BSC Research tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KQKD QUÝ 1 NĐTC 2024

BSC kỳ vọng KQKD Quý 1 NĐTC 2024 đạt 170- 210 tỷ VNĐ nhờ:

- Sản lượng tăng +4% - 5% QoQ, chủ yếu nhờ nội địa +7-10% QoQ và xuất khẩu +2% QoQ.
- Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ 1-2 điểm %, đạt 11%-12% do giá xuất khẩu giảm tại thị trường ASEAN giảm. Tuy nhiên, BSC đánh giá mức độ giảm nhẹ chỉ khoảng 1-2 điểm %. Xét về trung bình 1 chu kỳ, BSC đánh giá biên lợi nhuận gộp Quý 1 NĐTC 2024 vẫn duy trì ở mức cao nhờ sản lượng mảng nội địa tăng.

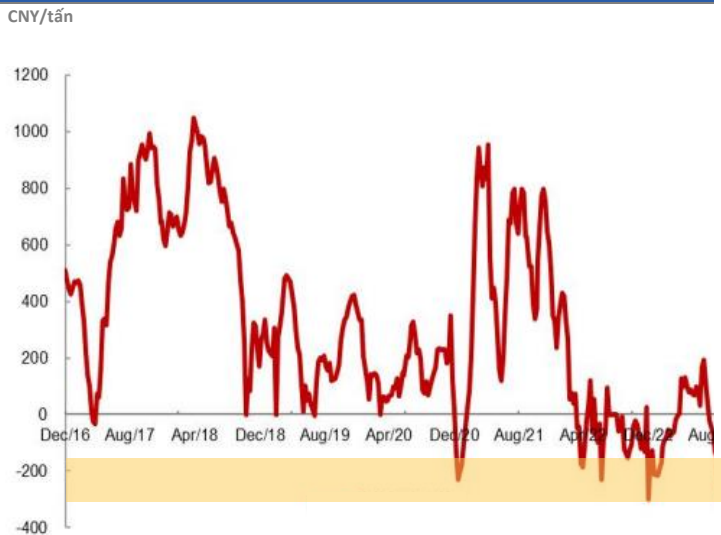
## II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với [Báo cáo trước đó tại Tháng 8](#), BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HSG và cập nhật quan điểm sau:

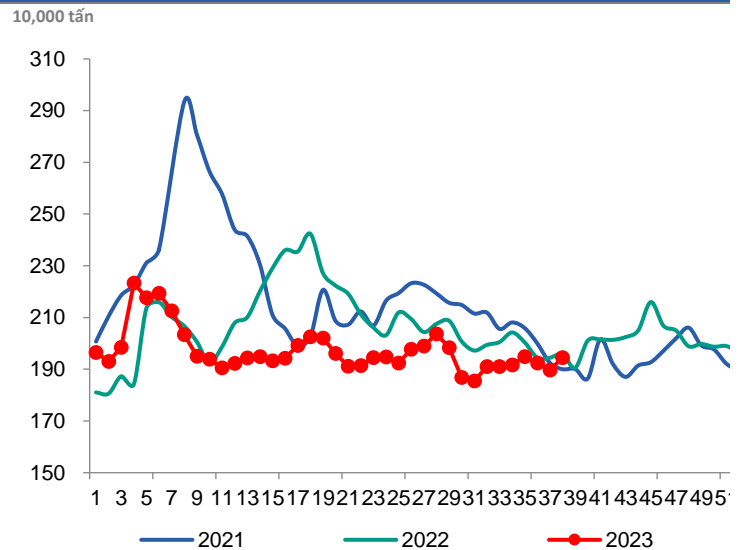
### 1. BSC kỳ vọng giá bán tôn mạ của HSG sẽ + 6% yoy trong năm 2024.

Giá thép HRC Trung Quốc đã trở lại điểm cân bằng vào Tháng 11.2023. Kết thúc tháng 11, lợi nhuận gộp của thép cuộn cán nóng (3 mm) đạt -294 CNY/tấn – thuộc vùng đáy về lợi nhuận của các doanh nghiệp thép Trung Quốc trong giai đoạn 2018 – 2020. Hàng tồn kho tại các nhà máy nhìn chung vẫn ở mức thấp do sức mua yếu. Với các dấu hiệu kể trên, BSC cho rằng vùng giá HRC Trung Quốc 520-540 USD/tấn là vùng giá cân bằng của thị trường. BSC vẫn giữ quan điểm này từ [Báo cáo trước đó tại Tháng 6.2023](#).

Hình 6: Lợi nhuận gộp HRC (3mm) quay về vùng đáy lợi nhuận của Q4.2022 ( - 300 CNY/tấn)



Hình 7: Hàng tồn kho HRC của nhà máy Trung Quốc duy trì mức thấp - 20 triệu tấn/tuần



Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ tăng trở lại trong Quý 4.2023 – Quý 1.2024 nhờ:

- BSC cho rằng nhu cầu thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần (1) theo tính mùa vụ và (2) các chính sách Bất động sản của Trung Quốc bắt đầu có hiệu quả.
- Trong khi đó, nguồn cung thép sẽ ở mức thấp trong Quý 4.2023 – Quý 1.2024. Lũy kế 9T.2023, tổng sản lượng thép thô của Trung Quốc đạt 797 triệu tấn, tăng +2.4% yoy do (1) các nhà máy tăng sản xuất sau khi mở cửa nền kinh tế trở lại, (2) Chính phủ Trung Quốc không có thông báo chính thức về chính sách giảm phát thải. Tuy nhiên, kể từ Tháng 7.2023, BSC nhận thấy có một số tín hiệu cho thấy Chính Phủ Trung Quốc đang kiểm soát lại hoạt động sản xuất thép để đáp ứng mục tiêu giảm phát thải. Cụ thể:

**Hình 8: Một số tỉnh tại Trung Quốc đã cắt giảm sản lượng trong Tháng 7 – Tháng 10**

TT	Tỉnh	Thời gian	Chi tiết
1	Hà Bắc	Tháng 7/ Tháng 10	Tại ngày 27.10, Đường Sơn thông báo nâng mức kiểm soát ô nhiễm lên mức độ 2. Theo đó, các doanh nghiệp thép sẽ đã phải cắt giảm sản xuất như BaoWu Echeng, Wuhan, Jinshenglan.
2	Vân Nam	Tháng 10	Có 7 nhà máy thông báo cắt giảm 300,000 tấn thép. (Thép Côn Minh (100,000 tấn), Thép Yukun (120,000 tấn), Chenggang (50,000 tấn) và Shuangyou (20,000 tấn).
3	Thiên Tân	Tháng 7	Một số nhà máy) nhận được thông báo yêu cầu không tăng sản lượng trong năm 2023.
4	Sơn Đông	Tháng 8	Một số các nhà máy nhận được yêu cầu bằng lời yêu cầu không tăng sản lượng trong năm 2023. Một số đã cắt giảm công suất tạm thời như Lvliang Jianlong, Jinnan Steel và Taihang Steel.

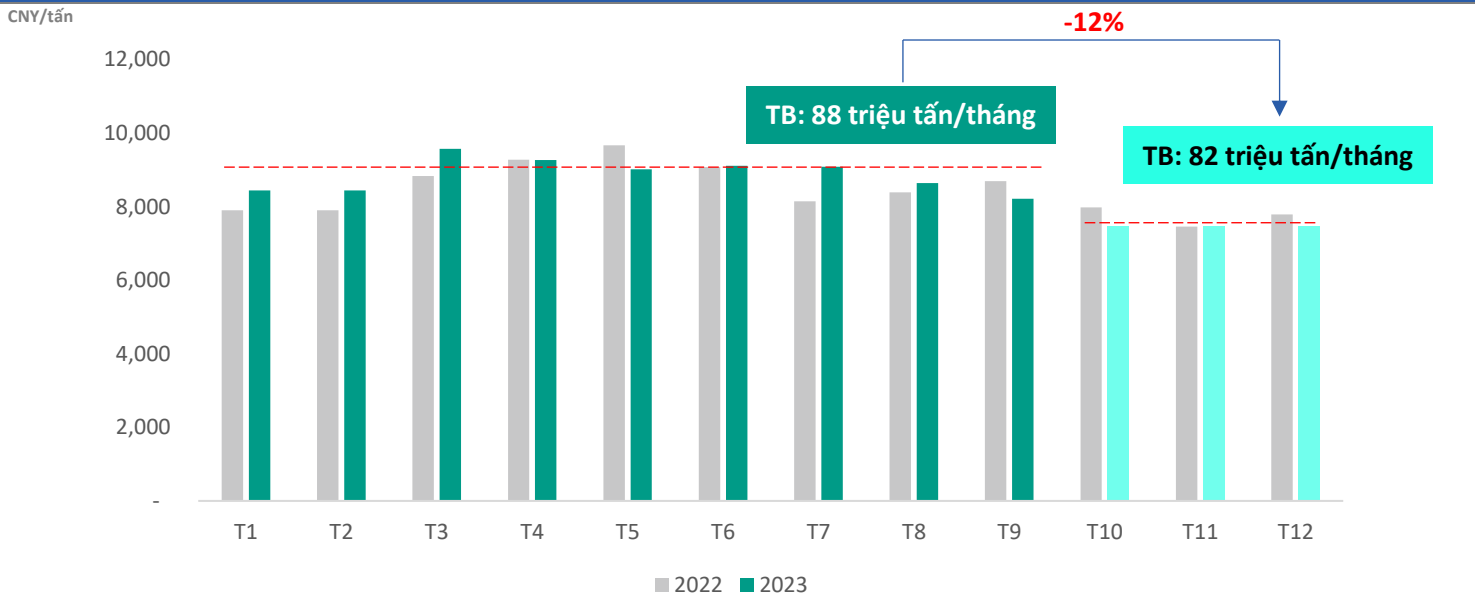
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Với (1) áp lực phải duy trì tổng sản lượng thép thô năm 2023 tương đương với năm 2022, (2) biên lợi nhuận gộp nhuận các nhà máy thép Trung Quốc bị âm, **BSC cho rằng nguồn cung thép sẽ suy giảm trong Quý 4**. BSC dự báo sản lượng trung bình/tháng trong Quý 4 sẽ chỉ ở mức 82 triệu tấn/tháng (-5% so với 9T).

BSC cho rằng Chính quyền tại các thành phố lớn như Đường Sơn (Chiếm 15%), , . . đã cắt giảm sản lượng là tín hiệu cho Trung Quốc sẽ cân nhắc áp dụng trở lại chính sách giảm phát thải trong năm 2024. Theo đó, BSC kỳ vọng sản lượng thép thô của Trung Quốc đạt 77 triệu tấn/tháng (-10% yoy) trong năm 2024.

⇒ Theo đó, BSC dự báo giá tôn mạ của HSG + 5-6% YoY trong năm 2024 nhờ Trung Quốc cắt giảm sản lượng.

**Hình 9: Sản lượng sản xuất thép của Trung Quốc**



Nguồn: BSC Research tổng hợp

**2. Sản lượng và biên lợi nhuận gộp đã tạo đáy trong năm 2023 và HSG sẽ là doanh nghiệp tôn mạ phục hồi đầu tiên nhờ sở hữu hệ thống đại lý lớn và thị phần lớn. (Chi tiết tại Báo cáo trước đó tại Tháng 8).**

BSC giữ quan điểm sản lượng tiêu thụ nội địa đã tạo đáy trong năm 2023. Bằng chứng ở việc: mặc dù Q3.2023 là mùa thấp điểm, tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ nội địa của toàn ngành thép +1% QoQ và của HSG + 16% QoQ. BSC kỳ vọng sản lượng thép trong Q4.2023 sẽ phục hồi + 7% QoQ do yếu tố mùa vụ.

Sang năm 2024, BSC giữ kỳ vọng tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn và HSG sẽ là doanh nghiệp tôn mạ phục hồi đầu tiên khi thị trường nội địa phục hồi nhờ: (1) Sở hữu hệ thống chi nhánh/đại lý lớn, (2) Thị phần lớn nhất cả nước và có khả năng tăng trưởng tiếp thị phần trong dài hạn. (Chi tiết tại [Báo cáo cập nhật trước đó](#)). Trong NĐTC 2024, BSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ nội địa của HSG đạt 975,470 tấn (+15% yoy), với giả định sản lượng bình quân/tháng = 80,000 tấn/tháng.

Hình 10: Sản lượng bình quân/tháng của HSG và toàn ngành

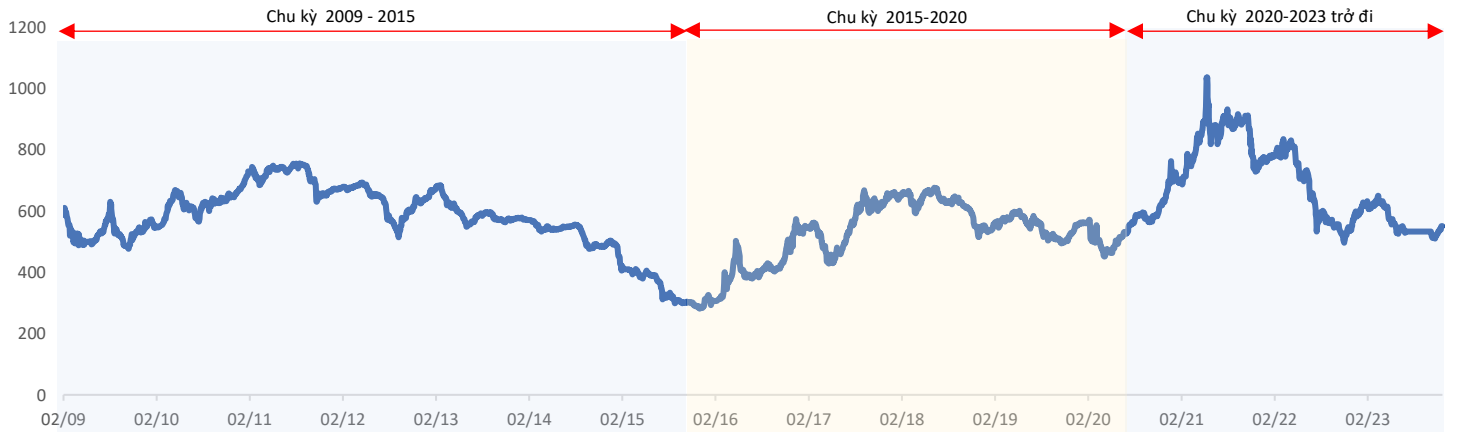
Năm	Q1.2023	Q2.2023	Q3.2023	Q4.2023	2024F
Niên độ tài chính HSG	Q2. NĐTC 2023	Q3. NĐTC 2023	Q4.NĐTC 2023	Q1.NĐTC 2024	
HSG	55,620	62,817	73,044	78,000	80,000
% QoQ	-17%	13%	16%	+7%	
Ngành thép (triệu tấn)	1.31	1.29	1.31	1.38	
% QoQ	-5%	-1%	1%	+5%	
Thép cây	0.59	0.59	0.61		
% QoQ	-7%	-1%	3%		
Ống thép	0.15	0.16	0.15		
% QoQ	-8%	7%	-5%		
Tôn mạ	0.16	0.15	0.17		
% QoQ	-6%	-5%	12%		

Nguồn: VSA

**Biên lợi nhuận gộp của HSG đã tạo đáy, đạt 9.6% trong năm 2023** – thuộc vùng đáy lợi nhuận của 1 chu kỳ thép. Với việc nền kinh tế phục hồi về giai đoạn bình thường, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HSG sẽ tiếp tục cải thiện, đạt mức trung bình của 1 chu kỳ thép là 15.8% vào cuối năm 2024 nhờ sản lượng nội địa phục hồi. Cho bình quân NĐTC 2024, BSC dự báo biên lợi nhuận gộp của HSG đạt 12-13%.

Hình 11: Các chu kỳ giá thép trong lịch sử

Giá HRC USD/tấn



Hình 12: Biên lợi nhuận gộp HSG trong chu kỳ

Năm	Chu kỳ 2009 – 2015				Chu kỳ thép 2015 – 2020						Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
Biên LNG bình quân (VNĐ/tấn)	13.3%	13.6%	14.3%	11.7%	14.8%	23.3%	16.9%	11.6%	11.5%	16.8%	18.5%	11.0%	1.2%	6.3%	10.4%	13.9%
Trung bình	13.2%				15.7%						9.6%					

Nguồn: BSC Research tổng hợp

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

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 34,620 tỷ VND (+11% yoy), NPATMI = 955 tỷ VND (+4,056% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 1,596 VND/CP, P/E FWD 2024 = 13.6, P/B FWD 2024 = 1.1x.

- Sản lượng = 1.6 triệu tấn (+6% yoy) do nhu cầu phục hồi;
- Giá bán bình quân +6% yoy.
- Biên lợi nhuận gộp = 12.8%, tăng 3.2 điểm % do giá bán và sản lượng tăng.

So với Báo cáo trước đó tại Tháng 8, BSC nâng dự báo năm 2024F +21% chủ yếu đến từ nâng % tăng giá bán tôn mạ.

Hình 13: 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	1,516,217	1,607,190			1,601,774	0%
% YoY	41%	-22%	-15%	6%				
- Nội địa	1,007,627	913,100	851,249	975,470				
% YoY	9%	-9%	-7%	15%				
- Xuất khẩu	1,279,234	874,594	664,968	631,720				
% YoY	84%	-32%	-24%	-5%				
Giá bán	21,307	27,807	20,875	22,127			24,050	-8%
% YoY	26%	31%	-25%	6%				
Biên lợi nhuận gộp	18.2%	9.9%	9.6%	12.8%			12.00%	0.8%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>48,727</b>	<b>49,711</b>	<b>31,651</b>	<b>35,101</b>	<b>-36%</b>	<b>11%</b>	<b>38,189</b>	<b>-8%</b>
Giá vốn	(39,853)	(44,772)	(28,623)	(30,611)	-36%	7%	-33,600	-9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>8,873</b>	<b>4,939</b>	<b>3,028</b>	<b>4,490</b>	<b>-39%</b>	<b>48%</b>	<b>4,589</b>	<b>-2%</b>
CP BH	(3,344)	(3,833)	(2,477)	(2,633)	-35%	6%	-2,711	-3%
CP QLDN	(426)	(522)	(390)	(463)	-25%	19%	-574	-19%
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>5,103</b>	<b>584</b>	<b>161</b>	<b>1,395</b>	<b>-72%</b>	<b>767%</b>	<b>1,303</b>	<b>7%</b>
Doanh thu tài chính	366	267	233	248	-13%	6%	239	4%
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(314)	(515)	-40%	64%	-555	-7%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(355)	(260)	(195)	(258)	-25%	32%	-278	-7%
Lợi nhuận từ CTLK	-	-	-	-			-	
Lãi/lỗ khác	(2)	51	66	72	28%	9%	-	
<b>LNTT</b>	<b>4,915</b>	<b>381</b>	<b>146</b>	<b>1,199</b>	<b>-62%</b>	<b>721%</b>	<b>987</b>	<b>22%</b>
Thuế TNDN	(602)	(130)	(123)	(245)	-5%	99%	-197	24%
<b>NPAT</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>955</b>	<b>-91%</b>	<b>4065%</b>	<b>789</b>	<b>21%</b>
CĐTS	(0)	(0)	0	0	-357%	0%	0	
<b>NPATMI</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>955</b>	<b>-91%</b>	<b>4056%</b>	<b>789</b>	<b>21%</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 năm 2024 là **25,300 VND/CP** (tương đương Upside +16% so với giá đóng cửa ngày 29/11/2023), với P/E FWD cho giai đoạn bình thường = 10x.

Hình 14: Định giá cổ phiếu HSG

Phương pháp	
<b>Phương pháp PB – Giá trị hợp lý</b>	
BVPS FW 2024	19,799
P/B mục tiêu	1.3x
Giá trị cổ phiếu của HSG (VNĐ/cổ phiếu)	25,750
<b>Phương pháp PE – Trong giai đoạn bình thường</b>	
Lợi nhuận trong giai đoạn bình thường	1,400-1,500
EPS trong giai đoạn bình thường	2,530
P/E mục tiêu	10x
Giá trị cổ phiếu của HSG (VNĐ/cổ phiếu) trong giai đoạn bình thường	25,300

Nguồn: BSC Research

Trong giai đoạn bình thường, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp của HSG có thể từ 13.2% - 15.7%, tương đương với LNST từ 900 – 1,750 tỷ VNĐ. Theo quan điểm thận trọng, BSC dự báo mức lợi nhuận trong giai đoạn bình thường của HSG là 1,500 tỷ VNĐ, P/E FWD 8x, dựa trên giả định biên lợi nhuận gộp = 15%, sản lượng nội địa = 1.15 triệu tấn/năm, sản lượng xuất khẩu = 0.66 triệu tấn/năm (Chi tiết tại [Báo cáo trước đó tại Tháng 8](#)). Với (1) cơ cấu tài chính an toàn, chiến lược hàng tồn kho thận trọng, (2) sản lượng và biên lợi nhuận gộp của HSG đã tạo đáy trong năm 2023, và đang phục hồi về giai đoạn bình thường vào cuối năm 2024, BSC cho rằng vùng định giá hiện tại phù hợp để mua (P/E FWD giai đoạn bình thường = 8x, giá mục tiêu 25,000 VNĐ/CP).

Với P/E mục tiêu = 10x, BSC chạy bảng độ nhạy lợi nhuận gộp của HSG theo biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn bình thường:

Hình 15:

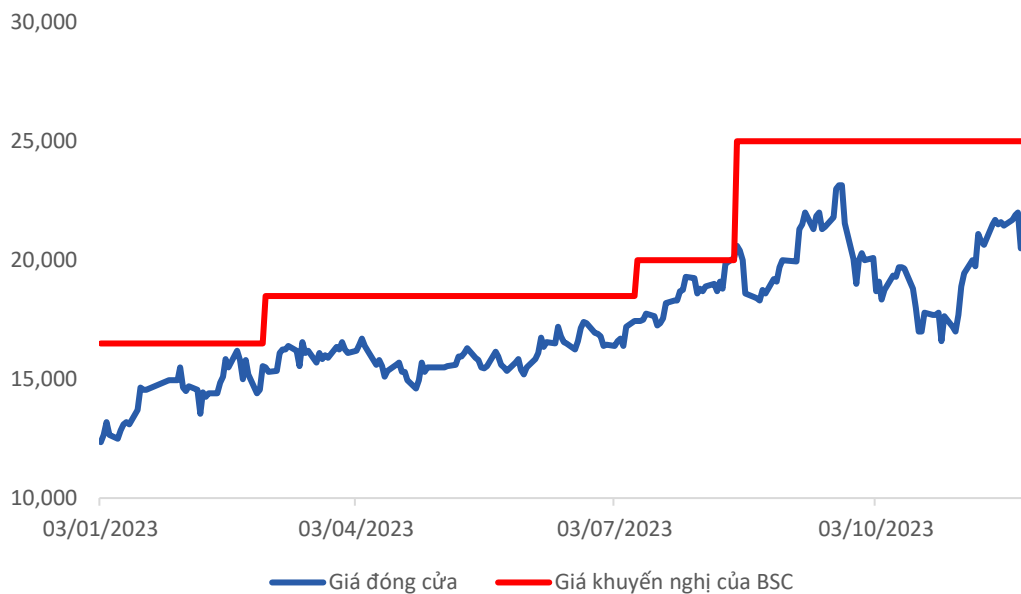
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.7%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.7%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.7%</b>
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	909	1,078	1,246	1,414	1,583	1,751
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	15,178	17,989	20,800	23,611	26,422	29,232

Hình 16: Biên lợi nhuận gộp HSG trong chu kỳ

Năm	Chu kỳ 2009 – 2015				Chu kỳ thếp 2015 – 2020						Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
Biên LNG bình quân (VNĐ/tấn)	13.3%	13.6%	14.3%	11.7%	14.8%	23.3%	16.9%	11.6%	11.5%	16.8%	18.5%	11.0%	1.2%	6.3%	10.4%	13.9%
Trung bình	13.2%				15.7%						9.6%					



Hình 17: Biến động giá cổ phiếu và giá 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>35,101</b>
Giá vốn hàng bán	(39,853)	(44,772)	(28,623)	(30,611)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>8,873</b>	<b>4,939</b>	<b>3,028</b>	<b>4,490</b>
Chi phí bán hàng	(3,344)	(3,833)	(2,477)	(2,633)
Chi phí QLDN	(426)	(522)	(390)	(463)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>5,103</b>	<b>584</b>	<b>161</b>	<b>1,395</b>
Doanh thu tài chính	366	267	233	248
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(314)	(515)
Chi phí lãi vay	(355)	(260)	(195)	(258)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(2)	51	66	72
Lợi nhuận trước thuế	4,915	381	146	1,199
Thuế thu nhập DN	(602)	(130)	(123)	(245)
<b>LN sau thuế</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>955</b>
CĐTS	(0)	(0)	0	0
<b>LNST - CĐTS</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>955</b>
EPS	8,741	420	38	1,596

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023	2024F
Tiền và DTT	516	339	715	1,370
Phải thu ngắn hạn	4,535	1,452	1,927	2,169
Tồn kho	12,356	7,395	5,793	7,084
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>11,271</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>17,075</b>
Phải trả ngắn hạn	4,294	1,040	1,412	1,677
Vay ngắn hạn	5,437	4,070	2,249	2,588
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>5,190</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>5,207</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	5,520
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>11,861</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>26,620</b>	<b>17,025</b>	<b>15,542</b>	<b>17,068</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>1,199</b>
Khấu hao và phân bổ	1,582	1,897	1,607	1,593
Thay đổi vốn lưu động	(5,001)	567	1,185	(1,755)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>1,496</b>	<b>2,845</b>	<b>2,938</b>	<b>1,037</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)	292
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>292</b>
Dòng tiền đầu kỳ	575	493	330	707
Tiền trong kỳ	(84)	(215)	377	655
Tiền cuối kỳ	491	278	707	1,361

Chỉ số	2021	2022F	2023	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
H số TT ngắn hạn	1.30	1.64	1.99	2.17
H số TT nhanh	0.44	0.41	0.72	0.81
hs				
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	59%	36%	30%	30%
Hệ số Nợ/VCSH	146%	56%	43%	44%
<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%	13%
Lợi nhuận LNST	9%	1%	0%	3%
ROE	40%	2%	0%	8%
ROA	16%	1%	0%	6%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	77%	2%	-36%	11%
Tăng trưởng EBIT	162%	-89%	-72%	767%
Tăng trưởng LNNT	257%	-92%	-62%	721%
Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-91%	4075%
BVPS	21,950	18,198	18,206	19,799

Nguồn: BSC

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (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 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

