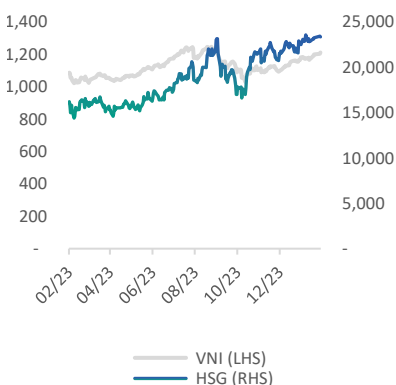


KHUYẾN NGHỊ		CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG) ĐẦU TƯ DOANH NGHIỆP TÔN MẠ Ở ĐÁY CHU KỲ			
Giá hiện tại:	<b>23,450</b>	Ngày viết báo cáo:	05/03/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	<b>25,300</b>	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	598	LE PHUOC VU	17%
Giá mục tiêu mới:	<b>28,350</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	14,445	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>20%</b>	Sở hữu nước ngoài	8.9%	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**



**Bảng so sánh P/E 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 – 1H.2025 là **28,350 VND/CP** (tương đương Upside +21% so với giá tham chiếu ngày 05/03/2024), với P/B FWD cho giai đoạn bình thường = 1.3x. So với Báo cáo trước đó, BSC nâng giá mục tiêu +12% chủ yếu đến từ (1) BSC kỳ vọng KQKD HSG sẽ về giai đoạn bình thường vào năm 2025, do đó chuyển giá mục tiêu sang 1H.2025, (2) BSC sử dụng phương pháp PB. Cụ thể như sau:

- BSC điều chỉnh giảm dự báo năm 2024 do KQKD Quý 1 NĐTC 2024 của HSG thấp hơn so với kỳ vọng. Tuy nhiên, BSC giữ quan điểm về xu hướng phục hồi KQKD của HSG trong giai đoạn 2024 – 2025.
- Với việc (1) Chính phủ đã thông qua các văn bản luật sửa đổi, (2) mặt bằng lãi suất thấp, BSC cho rằng thị trường Bất động sản sẽ hồi phục trong 2H.2024. ([Chi tiết tại Báo cáo ngành](#)). Kết quả kinh doanh của HSG sẽ phục hồi dần về giai đoạn bình thường trong 1H.2025. Theo đó, HSG đạt LNST = 1,400 – 1,500 tỷ VNĐ trong năm 2025.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- Giá bán tôn mạ của HSG kỳ vọng tăng trở lại trong năm 2024** trong bối cảnh nhu cầu thép Trung Quốc và trong nước phục hồi. BSC dự báo giá bán trung bình trong cả năm 2024 của HSG = 21,820 VNĐ/kg (-3% yoy, +8% so với giá bán trung bình Q1 NĐTC 2024). **Biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 12.1% trong năm 2024** nhờ (1) sản lượng phục hồi, và (2) diễn biến giá thép đi lên và (3) chiến lược quản trị hàng tồn kho tốt
- Định giá P/B FWD 2024 = 1.2x, P/B FWD 2025 = 1.1x.** BSC kỳ vọng KQKD của HSG sẽ phục hồi dần về giai đoạn bình thường trong năm 2025 với mức lợi nhuận = 1,433 tỷ VNĐ/năm.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 33,334 tỷ VND (+5% yoy), NPATMI = 723 tỷ VND (+3,062% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 1,209 VND/CP, P/E FWD 2024 = 19.8, P/B FWD 2024 = 1.2x.

So với kế hoạch Ban lãnh đạo đưa ra là 400-500 tỷ VNĐ, dự báo của BSC cao hơn chủ yếu đến từ việc BSC kỳ vọng giá thép tăng trở lại trong năm 2024 giúp biên lợi nhuận gộp của HSG cải thiện mạnh hơn so với kế hoạch của HSG.

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F	KQKD	2021	2022	2023	2024F
PE (x)	6.1	30.2	550.2	19.8	Doanh thu thuần	48,727	49,711	31,651	33,334
PB (x)	1.9	0.7	1.2	1.2	Lợi nhuận gộp	8,873	4,939	3,028	4,040
PS (x)	0.1	0.2	0.4	0.4	NPATMI	4,313	251	23	723
ROE (%)	39.8%	2.3%	0.2%	6.2%	EPS	8,741	420	38	1,209
ROA (%)	16.2%	1.5%	0.1%	4.3%	Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-91%	3062%

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

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 1 NĐTC 2024

BC KQKD	Q4.2023	Q1.2023	Q1.2024	% QoQ	% YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>8,235</b>	<b>7,942</b>	<b>9,250</b>	<b>12%</b>	<b>16%</b>	<p><b>Kết thúc Q1 NĐTC 2024, HSG ghi nhận DT = 9,250 tỷ VNĐ (+16% yoy), NPATMI = 103 tỷ VNĐ so với cùng kỳ lỗ 680 tỷ VNĐ.</b></p> <p><b>1. Sản lượng +32% yoy.</b> Trong đó nội địa +22% yoy do đại lý tích trữ lại hàng tồn kho trong bối cảnh giá HRC tăng trong Tháng 11- Tháng 12. Xuất khẩu +46% yoy do HSG vẫn đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường ngách tại ASEAN như Malaysia, . . .</p> <p><b>2. Giá bán -12% yoy</b></p> <p><b>3. Biên lợi nhuận gộp tăng 8 điểm% do</b> diễn biến giá HRC thuận lợi hơn trong Q1 NĐTC 2023 - 24.</p> <p><b>4. Chi phí tài chính -56% yoy,</b> trong đó lãi vay -47% yoy do mặt bằng lãi suất giảm.</p> <p>Theo đó, KQKD cải thiện mạnh so với cùng kỳ nhờ (1) sản lượng tăng, (2) diễn biến giá HRC thuận lợi hơn, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn.</p> <p><b>So với quý trước đó, KQKD HSG trong Q1 NĐTC 2024 giảm 76% yoy, chủ yếu do</b> (1) mức nền cao từ ghi nhận các thu nhập bất thường của Quý trước, (2) biên lợi nhuận gộp giảm 3 điểm %.</p>
<b>Giảm trừ</b>	(129)	(25)	(176)	37%	618%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,107</b>	<b>7,917</b>	<b>9,073</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	
Giá vốn	(7,035)	(7,757)	(8,124)	15%	5%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>1,072</b>	<b>160</b>	<b>950</b>	<b>-11%</b>	<b>494%</b>	
DTTC	115	32	44	-62%	37%	
CPTC	(61)	(114)	(50)	-19%	-56%	
Trong đó: Lãi vay	(36)	(48)	(25)	-30%	-47%	
Lãi từ CTLK	-	-	-			
CP BH	(552)	(668)	(735)	33%	10%	
CP QLDN	(75)	(99)	(104)	38%	5%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>498</b>	<b>(690)</b>	<b>105</b>	<b>-79%</b>	<b>-115%</b>	
Thu nhập khác, ròng	5	22	11	100%	-52%	
EBT	504	(667)	115	-77%	-117%	
Thuế TNDN	(65)	(13)	(12)	-82%	-8%	
<b>NPAT</b>	<b>438</b>	<b>(680)</b>	<b>103</b>	<b>-76%</b>	<b>-115%</b>	
Lợi ích CĐTS	0	0	0	-45%	40%	
<b>NPATMI</b>	<b>438</b>	<b>(680)</b>	<b>103</b>	<b>-76%</b>	<b>-115%</b>	
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>385,702</b>	<b>339,971</b>	<b>449,080</b>	<b>16.4%</b>	<b>32%</b>	
SL Nội địa	219,133	201,048	245,577	12%	22%	
SL Xuất khẩu	166,569	138,923	203,503	22%	46%	
<b>Giá bán (VNĐ/kg)</b>	<b>21,351</b>	<b>23,361</b>	<b>20,597</b>	<b>-4%</b>	<b>-12%</b>	
Giá nội địa ước tính	23,578	26,035	23,114	-2%	-11%	
Giá xuất khẩu ước tính	17,650	19,313	16,693	-5%	-14%	
Lãi gộp trên 1kg	2,961	283	2,125	-28%	650%	
Tỷ lệ chiết khấu cho đại lý	1.6%	0.3%	1.9%	0%	2%	
Biên lợi nhuận gộp	13%	2%	10%	-3%	8%	
Biên lợi nhuận ròng	5.3%	-8.6%	1.1%	-4%	10%	

Nguồn: Báo cáo tài chính

So với **Báo cáo trước đó tại Tháng 11**, BSC đánh giá kết quả kinh doanh Quý 1 NĐTC 2024 của HSG thấp hơn kỳ vọng của BSC, chủ yếu đến từ biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với dự báo.

- Sản lượng cao hơn 10% so với kỳ vọng của BSC. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giá HRC quay đầu trở lại tăng trong Tháng 11 – 12, kéo theo xu hướng tích trữ hàng tồn kho trở lại vượt kỳ vọng của BSC.
- Giá bán trung bình sát kỳ vọng của BSC (-4% -5% QoQ)
- Biên lợi nhuận gộp sụt giảm nhiều hơn 1-2 điểm % so với kỳ vọng, chủ yếu là do giá vốn bình quân HRC cao hơn ước tính của BSC .

## II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với Báo cáo trước đó tại Tháng 11.2023, BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HSG và giữ các quan điểm chính sau:

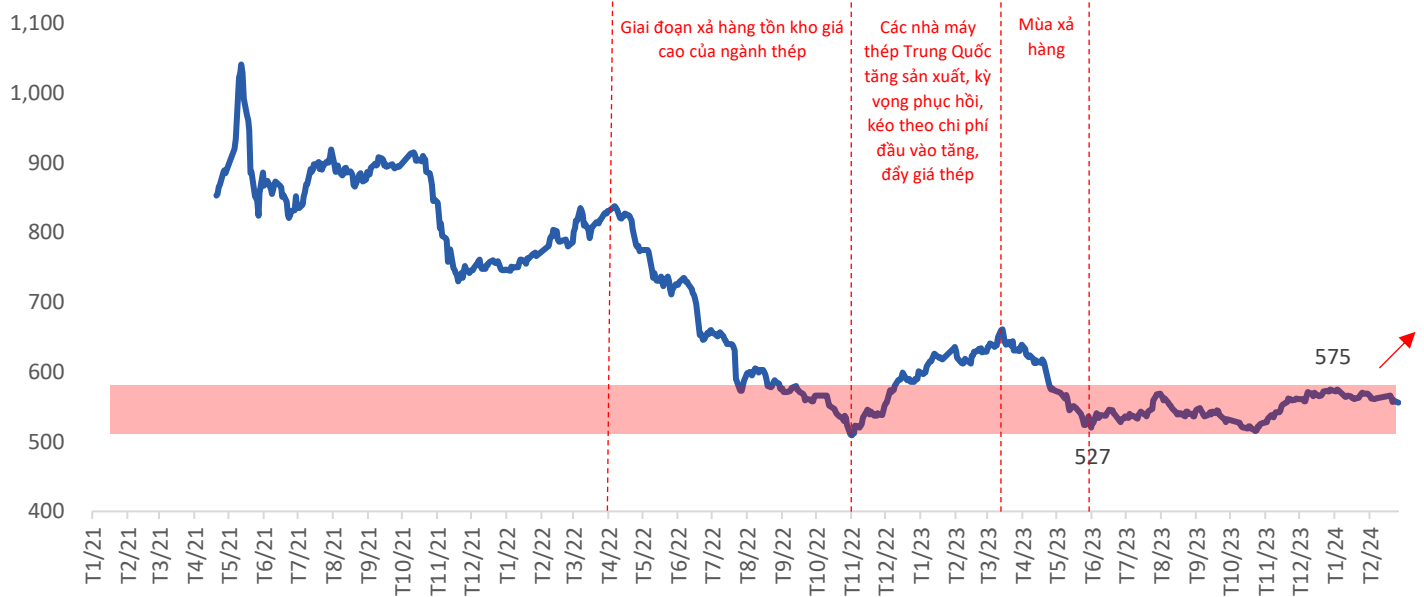
### 1. BSC tiếp tục duy trì kỳ vọng giá bán tôn mạ của HSG sẽ tăng trở lại trong năm 2024

BSC lập lại quan điểm vùng giá 3,800 – 4,000 CNY/tấn, tương đương 530 – 560 USD/tấn là vùng cân bằng của ngành thép do (1) Nhìn lại giai đoạn Tháng 11.2023, đây là vùng giá đảo chiều của giá thép sau các tháng xả hàng tồn kho giá cao (Chi tiết tại Báo cáo trước đó), (2) Giá than cốc ở mức cao do Trung Quốc tăng chạy nền các nhà máy nhiệt điện để tránh tình trạng thiếu điện. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ cho giá thép đầu ra.

Với quan điểm của BSC nền giá 530 -560 USD/tấn HRC là vùng giá cân bằng, BSC cho rằng giá thép sẽ theo xu hướng đi lên khi nhu cầu dần quay trở lại trong năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu nhờ nhu cầu thép Trung Quốc phục hồi (1) theo tính mùa vụ vào 1H và (2) các chính sách Bất động sản và môi trường lãi suất thấp của Trung Quốc bắt đầu có hiệu quả vào 2H. Do mức nền cao từ Quý 1 NĐTC 2023, BSC dự báo giá bán trung bình trong cả năm 2024 của HSG = 21,820 VNĐ/kg (-3% yoy, +8% so với giá bán trung bình Q1 NĐTC 2024).

Hình 2: Diễn biến giá thép Trung Quốc trong năm 2021 – 2024. BSC cho rằng vùng giá 530 – 560 USD/tấn là vùng giá cân bằng

HRC, USD/tấn



Nguồn: BSC Research dự báo

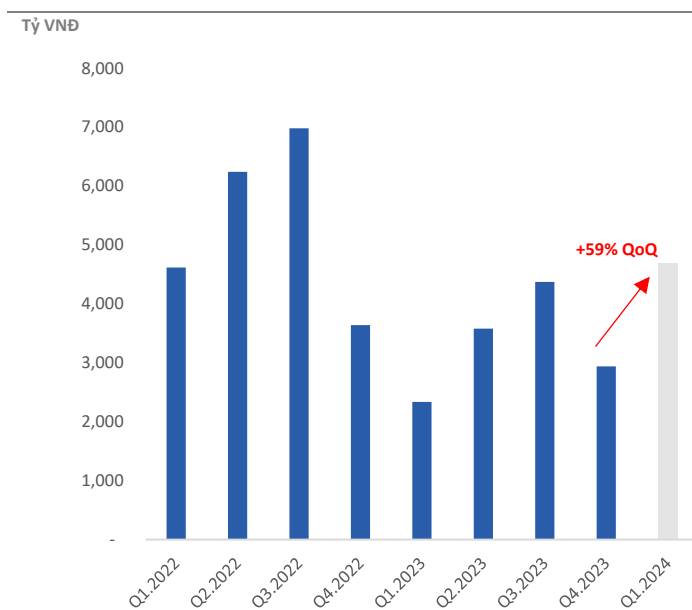
### 2. Biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong năm 2024 nhờ (1) sản lượng phục hồi, và (2) diễn biến giá thép đi lên và (3) chiến lược quản trị hàng tồn kho tốt.

BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện từ mức 9.6% lên mức bình quân 12-12.5% trong năm 2024 nhờ:

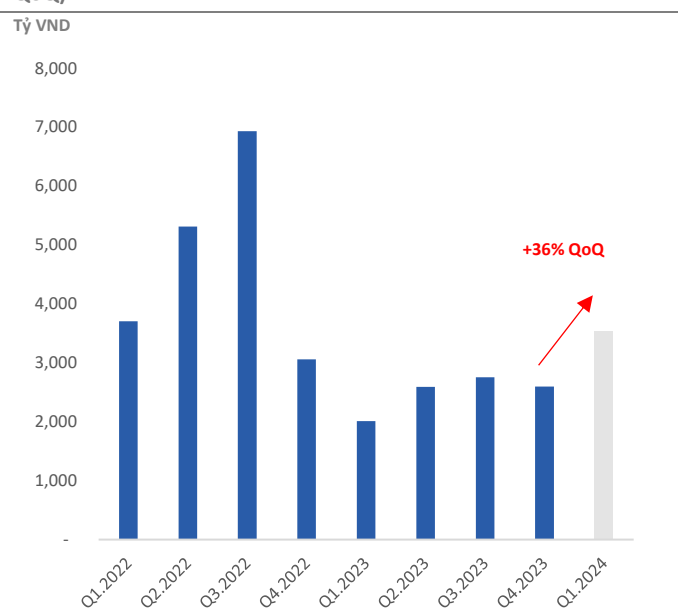
- Sản lượng tiêu thụ trong nước phục hồi, trong khi sản lượng xuất khẩu vẫn sẽ giữ ở mức cao.** Về trong nước, BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ sẽ dần phục hồi từ cuối Quý 2.2024 – 2H.2024 nhờ (1) môi trường lãi suất thấp, (2) các chính sách Bất động sản bắt đầu có hiệu lực (Chi tiết tại Báo cáo ngành). Về xuất khẩu, BSC cho rằng HSG vẫn sẽ đẩy kênh xuất khẩu ở mức tốt như năm 2023 nhờ (i) sở hữu hệ thống khách hàng lớn, trải dài nhiều quốc gia, (ii) bản thân các đại lý tại các thị trường nhỏ hơn vẫn ưu tiên sử dụng hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và Việt Nam do có giá thành thấp hơn, giá biến động nhanh hơn (Chi tiết tại Báo cáo Tháng 8).

- Diễn biến giá thép đi lên do nhu cầu phục hồi** – như đã phân tích ở trên. Điều này giúp cho các doanh nghiệp tôn mạ như HSG ít chịu ảnh hưởng lớn từ hàng tồn kho giá cao.
- Chiến lược hàng tồn kho hiệu quả và BSC cho rằng HSG sở hữu hàng tồn kho thấp vào cuối Quý 1 NĐTC 2024** – đây là cơ sở để HSG ghi nhận biên lợi nhuận gộp tốt trong thời gian tới.
  - HSG đã chứng minh được chiến lược hàng tồn kho tốt trong giai đoạn 2022 – 2023. Cụ thể, HSG là một trong những doanh nghiệp đầu tiên và quyết liệt cắt giảm hàng tồn kho giá cao và giảm vốn lưu động ngắn hạn trong 2H.2022.
  - Bên cạnh đó, tại Quý 1 NĐTC 2024, BSC nhận thấy HSG tăng nợ vay ngắn hạn +59% QoQ, để tăng nhập hàng tồn kho. Với việc các lô hàng HRC đang có độ trễ 3- 4 tuần, BSC ước tính giá vốn hàng tồn kho của HSG ở mức 560 USD/tấn (-0.5% - 1% QoQ) – trong khi đó giá bán + 2-3% QoQ.

Hình 3: Dư nợ vay ngắn hạn của HSG đạt 4,684 tỷ VNĐ (+59% QoQ)



Hình 4: Giá trị hàng tồn kho nguyên vật liệu đạt 3,532 tỷ VNĐ (+36% QoQ)



\*Chú thích: Thời gian được tính theo niên độ tài chính của HSG

Nguồn: BSC Research

### 3. Định giá đang ở mức đáy của chu kỳ P/B FWD 2024 = 1.18x, P/B FWD 2025 = 1x. BSC kỳ vọng KQKD của HSG sẽ phục hồi dần về giai đoạn bình thường trong năm 2025 với mức lợi nhuận = 1,433 tỷ VNĐ/năm.

Như đã phân tích ở trên, BSC cho rằng (1) Sản lượng nội địa sẽ phục hồi trở lại kể từ cuối Quý 2 – 2H.2024 nhờ Bất động sản hồi phục. (2) Sản lượng xuất khẩu vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2023 - 2025 nhờ HSG sở hữu hệ thống đại lý, tập khách hàng lớn. Theo đó, BSC kỳ vọng KQKD của HSG sẽ dần phục hồi về giai đoạn bình thường trong năm 2025.

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 1,433 tỷ VNĐ, 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 11.2023](#)).

Hình 5: Biên lợi nhuận gộp HSG trong chu kỳ - Bỏ chi phí dự phòng – tính theo NĐTC HSG

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%	10.6%	12.9%
Trung bình	13.2%				15.7%						7.7%					

Hình 6: Ước tính lợi nhuận trung bình của HSG trong 1 chu kỳ ngành thép

	Chỉ tiêu trung bình	Giả định
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>1,810,240</b>	
Nội địa	1,150,240	BSC ước tính tổng sản lượng tôn mạ và ống thép nội địa toàn ngành = 4.4 triệu tấn (tương đương với năm 2019), thị phần = 26%. BSC cho rằng HSG có thể duy trì mức thị phần này nhờ (1) hệ thống đại lý lớn, (2) HSG Sản lượng xuất khẩu trung bình = 55,000 tấn/tháng
Xuất khẩu	660,000	
<b>Giá bán trung bình (VNĐ/kg)</b>		
Nội địa	23,400	
Xuất khẩu	23,000	
<b>Biên lợi nhuận gộp trung bình</b>	<b>15%</b>	
Doanh thu thuần	42,096	
Lợi nhuận gộp	6,211	
Chi phí QLDN & BH	(3,789)	Chiếm 9% doanh thu
Chi phí lãi vay	(631)	Chiếm 1.5% doanh thu
<b>LNTT</b>	1,791	
LNST	1,433	
<b>LNST -CĐTS</b>	1,433	Thuế suất = 20%
<b>EPS</b>	<b>2,396</b>	

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 7: Bảng độ nhạy lợi nhuận sau thuế của HSG theo biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn bình thường.

Biên lợi nhuận gộp (%)	13.2%	13.7%	14.2%	14.7%	15.2%	15.7%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	909	1,078	1,246	1,414	1,583	1,751

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

So với Báo cáo trước đó tại Tháng 11.2023, BSC cập nhật giả định KQKD như sau:

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 33,334 tỷ VND (+5% yoy), NPATMI = 723 tỷ VND (+3,062% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 1,209 VND/CP, P/E FWD 2024 = 19.8, P/B FWD 2024 = 1.2x.

- 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.

So với Báo cáo trước đó tại Tháng 11.2023, BSC giảm dự báo chủ yếu đến từ việc:

- BSC giảm biên lợi nhuận gộp từ 12.8% xuống 12.1% do tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q1 NĐTC 2024 thấp hơn so với kỳ vọng.

So với kế hoạch Ban lãnh đạo đưa ra là 400-500 tỷ VNĐ, dự báo của BSC cao hơn chủ yếu đến từ việc BSC kỳ vọng giá thép tăng trở lại giúp biên lợi nhuận gộp của HSG cải thiện mạnh hơn so với kế hoạch của HSG.

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>Giả định</b>								
Sản lượng	2,286,861	1,787,694	1,406,939	1,547,633			1,607,190	-4%
% YoY	41%	-22%	-21%	10%			6%	
- Nội địa	1,007,627	913,100	769,597	942,158				
% YoY	9%	-9%	-16%	22%				
- Xuất khẩu	1,279,234	874,594	637,342	605,475				
% YoY	84%	-32%	-27%	-5%				
Giá bán	21,307	27,807	22,496	21,821			22,127	-1%
% YoY	26%	31%	-19%	-3%			6%	
Biên lợi nhuận gộp	18.2%	9.9%	9.6%	12.1%			12.80%	-0.7%
<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>35,101</b>	<b>-5%</b>
Giá vốn	(39,853)	(44,772)	(28,623)	(29,294)	-36%	2%	-30,611	-4%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>8,873</b>	<b>4,939</b>	<b>3,028</b>	<b>4,040</b>	<b>-39%</b>	<b>33%</b>	<b>4,490</b>	<b>-10%</b>
CP BH	(3,344)	(3,833)	(2,477)	(2,500)	-35%	1%	-2,633	-5%
CP QLDN	(426)	(522)	(390)	(440)	-25%	13%	-463	-5%
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>5,103</b>	<b>584</b>	<b>161</b>	<b>1,100</b>	<b>-72%</b>	<b>584%</b>	<b>1,395</b>	<b>-21%</b>
Doanh thu tài chính	366	267	233	238	-13%	2%	248	-4%
Chi phí tài chính	(552)	(521)	(314)	(502)	-40%	60%	-515	-3%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(355)	(260)	(195)	(251)	-25%	28%	-258	-3%
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>908</b>	<b>-62%</b>	<b>522%</b>	<b>1,199</b>	<b>-24%</b>
Thuế TNDN	(602)	(130)	(123)	(185)	-5%	50%	-245	-24%
<b>NPAT</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>723</b>	<b>-91%</b>	<b>3055%</b>	<b>955</b>	<b>-24%</b>
CĐTS	(0)	(0)	0	0	-357%	0%	0	
<b>NPATMI</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>723</b>	<b>-91%</b>	<b>3062%</b>	<b>955</b>	<b>-24%</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 +21% so với giá tham chiếu ngày 05/03/2024), với P/B FWD cho giai đoạn bình thường = 1.3x. So với Báo cáo trước đó, BSC nâng giá mục tiêu +12% chủ yếu đến từ (1) kỳ vọng KQKD HSG sẽ trở về giai đoạn bình thường vào năm 2025, (2) BSC sử dụng phương pháp PB trong giai đoạn ngành thép ở đáy chu kỳ. Cụ thể như sau:

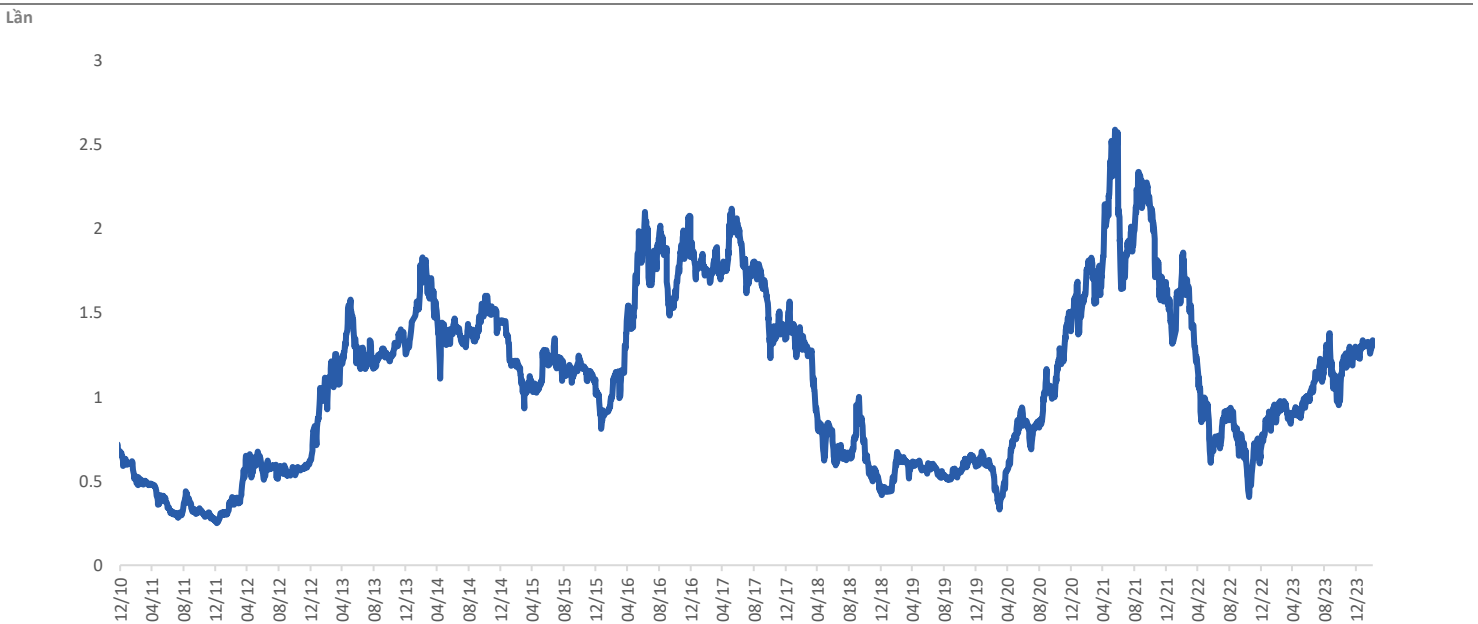
- BSC điều chỉnh giảm dự báo năm 2024 do KQKD Quý 1 NĐTC 2024 của HSG thấp hơn so với kỳ vọng. Tuy nhiên, BSC giữ quan điểm về xu hướng phục hồi KQKD của HSG trong giai đoạn 2024 – 2025.
- Với việc (1) Chính phủ đã thông qua các văn bản luật sửa đổi, (2) mặt bằng lãi suất thấp, BSC cho rằng thị trường Bất động sản sẽ hồi phục trong 2H.2024. ([Chi tiết tại Báo cáo ngành](#)). Kết quả kinh doanh của HSG sẽ phục hồi dần về giai đoạn bình thường trong 1H.2025. Theo đó, KQKD năm 2025 sẽ đạt LNST = 1,400 – 1,500 tỷ VNĐ (Chi tiết tại [Báo cáo trước đó tại Tháng 11.2023](#)).

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

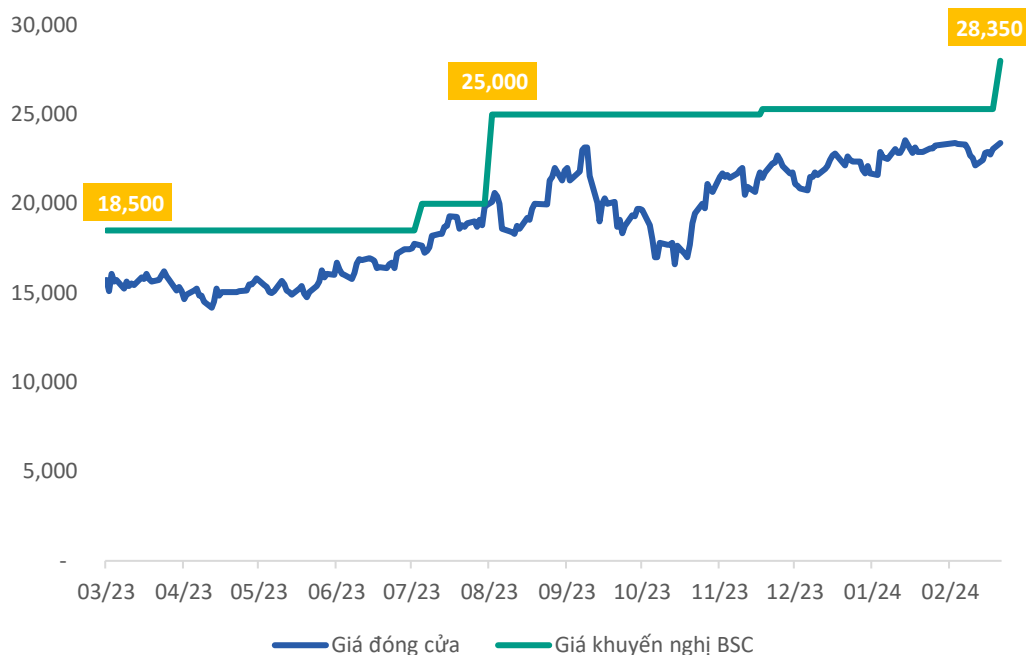
Hình 10: P/B của HSG kể từ 2010 – nay



Nguồn: BSC Research

Hình 11: Lịch sử khuyến nghị của BSC

VND/CP



Nguồn: BSC Research

**Danh sách các Báo cáo khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HSG trước đó của BSC:**

- 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



## 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)	(29,294)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>8,873</b>	<b>4,939</b>	<b>3,028</b>	<b>4,040</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>1,100</b>
Doanh thu tài chính	366	267	233	238
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	908
Thuế thu nhập DN	(602)	(130)	(123)	(185)
<b>LN sau thuế</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>723</b>
CĐTS	(0)	(0)	0	0
<b>LNST - CĐTS</b>	<b>4,313</b>	<b>251</b>	<b>23</b>	<b>723</b>
EPS	8,741	420	38	1,209

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023	2024F
Tiền và DTTC	516	339	715	1,436
Phải thu ngắn hạn	4,535	1,452	1,927	2,067
Tồn kho	12,356	7,395	5,793	6,748
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>10,900</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>16,704</b>
Phải trả ngắn hạn	4,294	1,040	1,412	1,605
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>5,051</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>5,067</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	5,288
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>11,629</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>26,620</b>	<b>17,025</b>	<b>15,542</b>	<b>16,697</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>908</b>
Khấu hao và phân bổ	1,582	1,897	1,607	1,587
Thay đổi vốn lưu động	(5,001)	567	1,185	(1,324)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>1,496</b>	<b>2,845</b>	<b>2,938</b>	<b>1,171</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)	224
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>224</b>
Dòng tiền đầu kỳ	575	493	330	707
Tiền trong kỳ	(84)	(215)	377	721
Tiền cuối kỳ	491	278	707	1,428

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	0.82
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%	12%
Lợi nhuận LNST	9%	1%	0%	2%
ROE	40%	2%	0%	6%
ROA	16%	1%	0%	4%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	77%	2%	-36%	5%
Tăng trưởng EBIT	162%	-89%	-72%	584%
Tăng trưởng LNNT	257%	-92%	-62%	522%
Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-91%	3062%
BVPS	21,950	18,198	18,206	19,413

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 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>**

