Shinhan Securities



CTCP Tập đoàn Hoa Sen

[Việt Nam / Thép]

Bloomberg Code (HSG VN) | Reuters Code (HSG.HM)

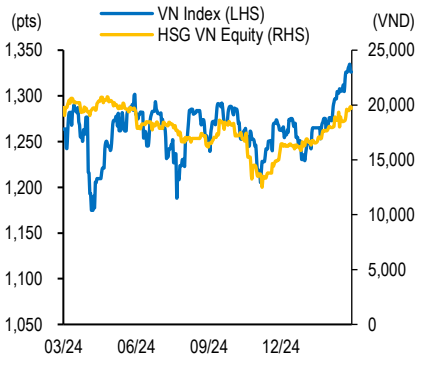
GIỮ

Báo cáo cập nhật

Giá mục tiêu (12 tháng)	**22,500 VND**
Giá hiện tại (13/08/2025)	19,700 VND
Suất sinh lời (%)	14%

VNINDEX	1,612
HNXINDEX	279.69
Vốn hóa (tỷ VND)	12,233
SLCP lưu hành (triệu CP)	621
Tự do giao dịch (triệu CP)	472
52-tuần cao/thấp (VND)	22,000 /12,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	9.62
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	181
Cổ đông lớn (%)	Công ty TNHH Đầu tư và Du lịch Hoa Sen 19.87%
	Lê Phước Vũ 17.02%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	31.3	18.3	-4.6
So với VN-Index (%)	6.7	-8.5	-35.6



Nguồn: Bloomberg

Lê Thiên Hương

☎ (84-28) 6299-8004
✉ huong.lt1@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029
✉ ly.btt@shinhan.com





Chờ ngày sen nở

Cập nhật định giá với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 22,500 đồng

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam. Trong 3Q/ niên độ tài chính 2024-2025, HSG đã hoàn thành lần lượt 74% và 129% mục tiêu doanh thu và lợi nhuận năm. Động lực chính trong nửa sau năm 2025 đến từ sản lượng tiêu thụ nội địa với "vũ khí" Hoa Sen Home, trong khi sản lượng xuất khẩu có thể sụt giảm do rủi ro thuế quan toàn cầu. Bằng phương pháp định giá DCF, chúng tôi định giá cập nhật cổ phiếu HSG ở mức 22,500 đồng.

Doanh thu và biên lợi nhuận Q3/niên độ tài chính 2024-2025 cải thiện tích cực

Trong Q3/NĐTC 2024-2025, HSG ghi nhận doanh thu thuần 9,509 tỷ đồng (+13% QoQ, -12% YoY), LNST 274 tỷ đồng (+33% QoQ, đi ngang YoY). Lũy kế 3Q đầu niên độ, doanh thu thuần 28,181 tỷ đồng (-3% YoY, hoàn thành 74% kế hoạch năm), LNST 645 tỷ đồng (-7% YoY, hoàn thành 129% kế hoạch năm). Thị trường nội địa là động lực chính của HSG trong 3Q đầu năm: (1) sản lượng bán trong nước tăng 20% YoY nhờ xu hướng thay thế hàng nhập khẩu sau khi áp dụng thuế CBPG cho tôn mạ nhập khẩu (AD19), trong khi (2) sản lượng xuất khẩu giảm mạnh -23% YoY do bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ gia tăng. Các khoản lợi nhuận bất thường trong Q3 bao gồm lãi chênh lệch tỷ giá (43 tỷ đồng) và lãi từ bán tài sản cố định (37 tỷ đồng) đã đóng góp vào LNST của doanh nghiệp. BLNG lõi Q3 cải thiện lên mức 12.8% so với 11.0% QoQ và 12.2% YoY do giá bán trung bình tăng 2.5% QoQ (sau khi AD19 có hiệu lực) và HSG đã tích trữ lượng tồn kho NVL giá thấp trước khi thuế AD20 có hiệu lực từ tháng 3.

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ kỳ vọng giá thép Trung Quốc tạo đáy

Giá thép Trung Quốc đã tăng hơn 10% từ đáy tháng 6 nhờ Chính phủ nỗ lực cắt giảm nguồn cung dư thừa. Dù đà phục hồi ngắn hạn có thể biến động do BĐS Trung Quốc còn yếu, các biện pháp này tạo nền tảng cho giá thép phục hồi trung và dài hạn. Ngoài ra, HSG đã duy trì lượng hàng tồn kho NVL lớn trong Q3. Từ đó, chúng tôi tăng dự phóng BLNG của HSG lên mức 12% (+1 đpt so với báo cáo trước).

Thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính: Làn sóng áp thuế bảo hộ toàn cầu đang thu hẹp dư địa xuất khẩu, nhưng sản lượng tiêu thụ nội địa dự kiến tăng mạnh nhờ (1) đà phục hồi của thị trường bất động sản và đầu tư công, (2) thuế chống bán phá giá (CBPG) áp dụng cho tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (AD19) giúp giảm áp lực cạnh tranh từ thép ngoại và (3) lợi thế phân phối qua hệ thống Hoa Sen Homes tạo điều kiện để HSG mở rộng thị phần trong nước. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tại kênh nội địa sẽ bù đắp cho sự sụt giảm của kênh xuất khẩu.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của doanh nghiệp đạt lần lượt 38,134 tỷ đồng (-3% YoY) và 947 tỷ đồng (+86% YoY) trong niên độ tài chính 2024-2025.

Rủi ro: (1) Rủi ro sụt giảm thị phần; (2) Rủi ro biến động giá thép HRC; (3) Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn; (4) Rủi ro xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Châu Âu.

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	**31,651**	**39,272**	**38,134**	**43,561**	**49,142**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	96	500	1,150	1,285	1,856
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**22**	**510**	**947**	**1,053**	**1,511**
EPS (đồng)	49	828	1,537	1,555	2,027
BPS (đồng)	17,475	17,689	18,584	19,205	20,117
OPM (%)	0.3	1.3	3.0	3.0	3.8
NPM (%)	0.1	1.3	2.5	2.4	3.1
ROE (%)	**0.2**	**4.7**	**7.5**	**7.4**	**9.1**
PER (x)	23.8	19.8	10.7	10.5	8.1
PBR (x)	1.6	0.9	0.882	0.854	0.815
EV/EBITDA (x)	11.9	9.9	4.5	4.3	3.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Niên độ tài chính của HSG: từ ngày 1/10 đến ngày 30/09 năm sau*

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2025 và dự phóng 2025

Khoản mục	Q3/2025 (Tỷ đồng)	%YoY	2025F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	**9,509**	**(12%)**	**38,134**	**(3%)**	Doanh thu Q3/2025 giảm 12% YoY do sản lượng giảm 10%YoY và giá bán giảm 3% YoY. Chúng tôi hạ dự báo doanh thu cả năm 2025, giảm nhẹ 3% do sự sụt giảm của sản lượng xuất khẩu và bối cảnh cạnh tranh cao trong nước.
Sản lượng (ngàn tấn)					
Tôn mạ	352	(15%)	1,439	(10%)	Chúng tôi hạ dự báo sản lượng bán hàng tôn mạ xuống còn 1.4 triệu tấn (-10% YoY) do (1) rủi ro thuế quan có thể khiến sản lượng xuất khẩu sụt giảm; (2) cạnh tranh gắt gao với các doanh nghiệp tôn mạ tại thị trường nội địa. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thuế CBPG sẽ giảm bớt áp lực cạnh tranh với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc.
Ống thép	109	10%	437	25%	Sản lượng ống thép phụ thuộc chủ yếu vào thị trường nội địa. Dự kiến sản lượng ống thép năm 2025 sẽ đạt 437 ngàn tấn (+25% YoY) nhờ sự hồi phục của hoạt động xây dựng trong nước.
Lợi nhuận gộp	**1,253**	**(9%)**	**4,577**	**8%**	Chúng tôi tăng dự báo BLNG lên 12% (+1 đpt so với dự báo trước đây) nhờ kỳ vọng (1) giá thép Trung Quốc tạo đáy nhờ nỗ lực siết cung của Chính phủ, (2) HSG linh hoạt trong việc tích trữ tồn kho giá thấp, (3) các khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong năm.
Biên lợi nhuận gộp	12.8%		12.0%		
Chi phí bán hàng và quản lý	959	(7%)	3,464	(10%)	Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển sẽ giảm trong năm 2025, đặc biệt trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu suy giảm.
Lợi nhuận từ HĐKD	**254**	**(17%)**	**1,150**	**130%**	
LNTT	290	1%	1,249	131%	
LNST	**274**	**0%**	**947**	**86%**	

Định giá và Khuyến nghị

Định giá cập nhật với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 22,500 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật với CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) với khuyến nghị giữ và giá mục tiêu đạt 22,500 đồng. Đối với tầm nhìn đầu tư trong 12 tháng tới, HSG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Nhu cầu tôn mạ nội địa hồi phục với sự hỗ trợ của thị trường BĐS và đầu tư công ;
2) Biên lợi nhuận cải thiện nhờ kỳ vọng giá thép Trung Quốc tạo đáy;
3) Lợi thế phân phối rộng khắp với "vũ khí" Hoa Sen Home.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (FCFF) để định giá CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG).

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.45
Beta	1.36
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Chi phí sử dụng vốn	14.45%
Chi phí nợ	6.97%
WACC	11.66%

Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.1% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HSG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của HSG được định giá ở mức 22,500 đồng.

Mô hình định giá FCFF

Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	947	1,053	1,511	1,231	1,768
Cộng: Lãi vay sau thuế	220	216	217	311	311
Cộng: Khấu hao	1,419	1,233	858	890	400
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-911	624	771	537	-100
Trừ: Vốn đầu tư	1,579	1,550	994	952	205
Dòng tiền tự do (FCFF)	**1,917**	**330**	**820**	**942**	**2,374**
Tỷ lệ chiết khấu	0.97	0.87	0.78	0.70	0.63
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,865	287	640	658	1,486
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	12,741				
Giá trị doanh nghiệp	17,677				
Trừ: Nợ vay	4,630				
Cộng: Số dư tiền	784				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ cp)	0.620				
Giá mục tiêu (VND) *(làm tròn)*	**22,500**				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

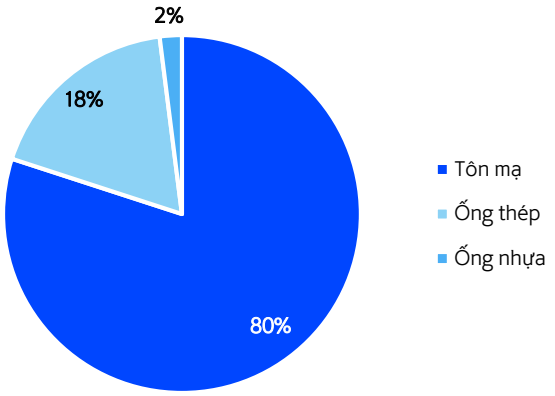
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

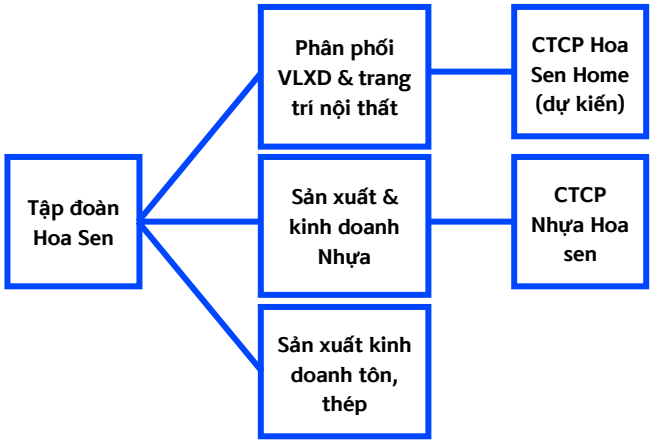
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (Tập đoàn Hoa Sen) được thành lập ngày 08/8/2001. Năm 2008, Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu HSG. Trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển, Tập đoàn Hoa Sen đã trở thành doanh nghiệp số một trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu, chiếm 29% thị phần trong nước và 35% thị phần xuất khẩu của toàn ngành.

Tập đoàn Hoa Sen sở hữu hệ thống hơn 600 chi nhánh và cửa hàng phân phối bán lẻ trên cả nước. Bên cạnh việc giữ vững thị trường nội địa, Tập đoàn Hoa Sen cũng không ngừng đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu tại các thị trường truyền thống và mở rộng thị phần sang các thị trường giàu tiềm năng ở Trung Đông, Nam Á, Châu Phi, Châu Úc, Châu Âu và Châu Mỹ. Hiện tại sản phẩm của Tập đoàn Hoa Sen có mặt tại hơn 87 quốc gia và vùng lãnh thổ.

Cơ cấu sản lượng Hoa Sen năm 2024



Mô hình kinh doanh của Hoa Sen

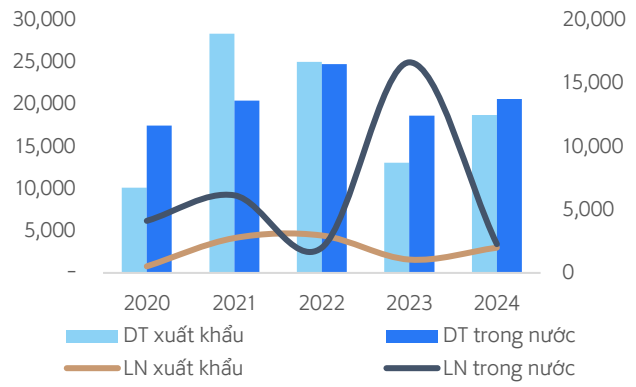


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

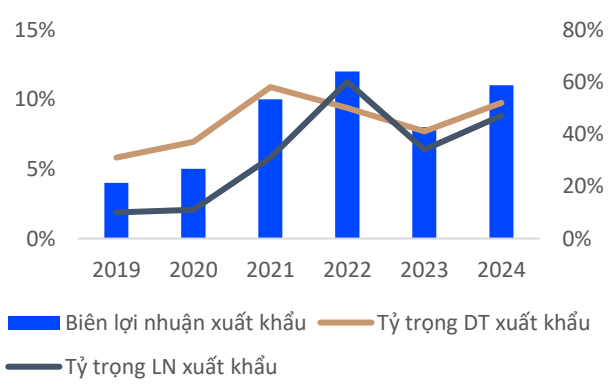
Tập đoàn Hoa Sen có ba mảng kinh doanh chính bao gồm: Mảng sản xuất kinh doanh tôn, thép; mảng phân phối VLXD và trang trí nội thất và mảng sản xuất kinh doanh nhựa. Trong đó mảng kinh doanh nhựa do CTCP Nhựa Hoa Sen phụ trách. Tập đoàn Hoa Sen cũng dự kiến thành lập CTCP Hoa Sen Home, qua đó tách riêng mảng phân phối và mảng VLXD & nội thất cho Hoa Sen Home phụ trách.

Sản phẩm chính của Hoa Sen bao gồm các loại tôn mạ, ống thép, ống nhựa. Trong đó mảng tôn mạ chiếm hơn 80% cơ cấu sản phẩm của Hoa Sen.

Cơ cấu doanh thu trong nước và xuất khẩu 2018 – 2024 (tỷ đồng)



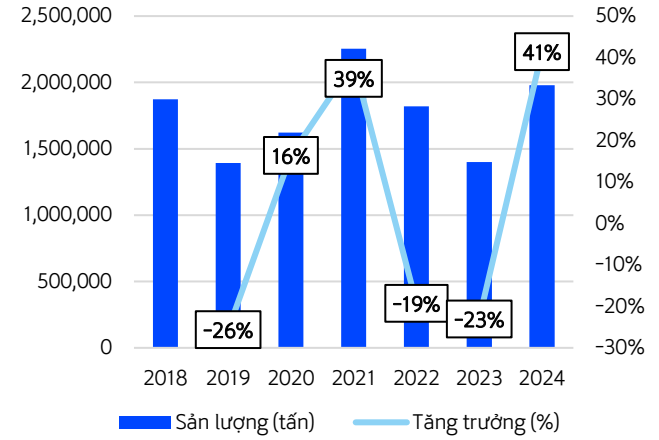
Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu 2018 - 2023



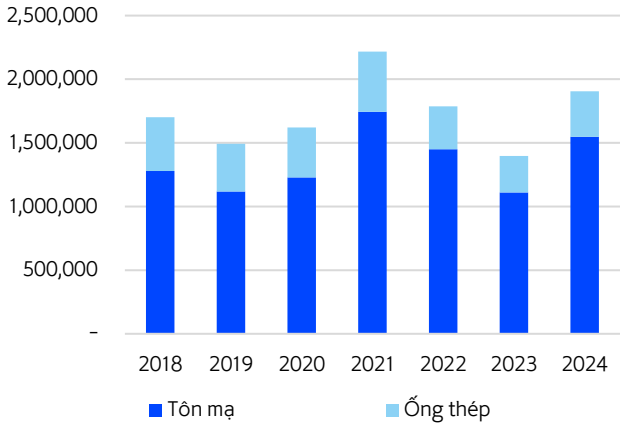
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hoa Sen đang duy trì tỷ lệ trung bình doanh thu xuất khẩu và trong nước khoảng 50%.

Sản lượng bán hàng Hoa Sen 2018 – 2024 (tấn)



Sản lượng tiêu thụ theo cơ cấu sản phẩm (tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hoa Sen sở hữu tổng cộng 10 nhà máy trên cả nước với tổng công suất sản xuất tôn mạ đạt 2.5 triệu tấn, công suất sản xuất ống thép đạt khoảng 850 nghìn tấn và công suất sản xuất ống nhựa đạt khoảng 130 nghìn tấn.

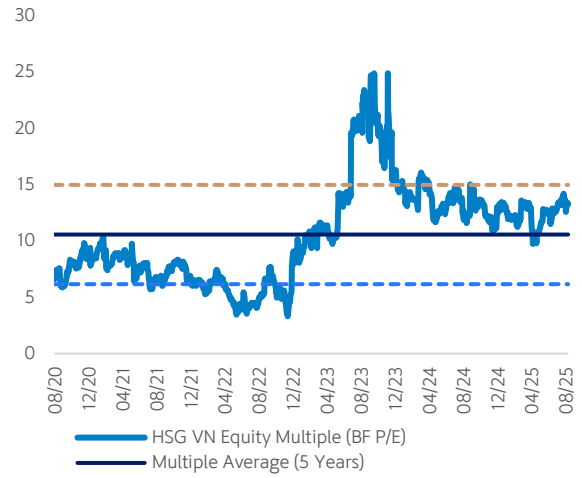
Bảng: Các nhà máy của Hoa Sen

Đơn vị: Tấn

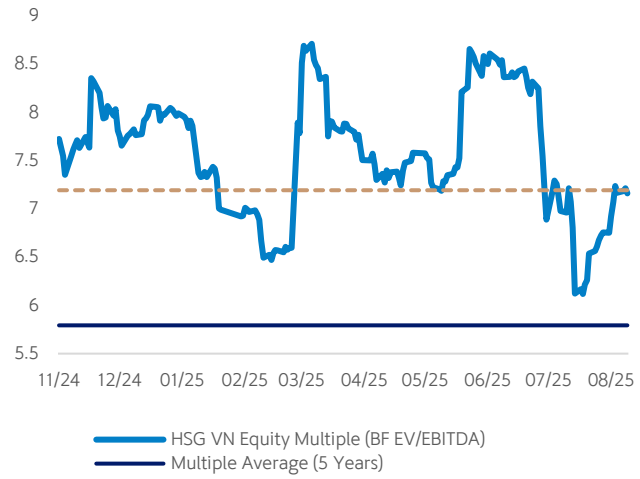
Tên nhà máy	Diện tích (ha)	Ống thép	Ống Thép mạ kẽm nhúng nóng	Cán nguội	Sản xuất tôn (NOF)	Phủ màu	Ống nhựa
Ống Kẽm Hoa Sen Yên Bái	8.70	82,800					
Hoa Sen Nghệ An	35.00			700,000	800,000	240,000	
Hoa Sen Nam Cấm	9.40	120,000					
Ống Kẽm - Ống Nhựa Hoa Sen Bình Định	13.80	100,000					
Tôn Hoa Sen - Bình Dương	2.40			980,000	150,000	45,000	
Tôn Hoa Sen Phú Mỹ	16.60				1,150,000	330,000	
Ống Thép Mạ Kẽm Hoa Sen Phú Mỹ	9.30	332,040	85,000				
Nhà Máy Nhựa Hoa Sen	10.80						129,691
Hoa Sen Nhơn Hội - Bình Định	21.80			350,000	430,000	195,000	
Hoa Sen Hà Nam	20.50	217,800					
Tổng	**148**	**852,640**	**85,000**	**2,030,000**	**2,530,000**	**810,000**	**129,691**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

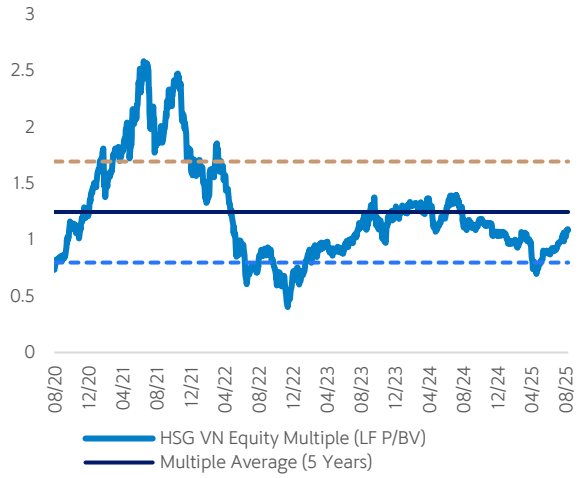
P/E



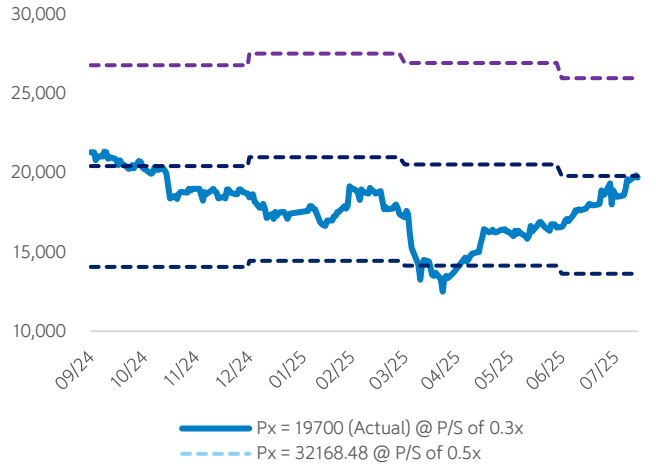
EV/EBITDA



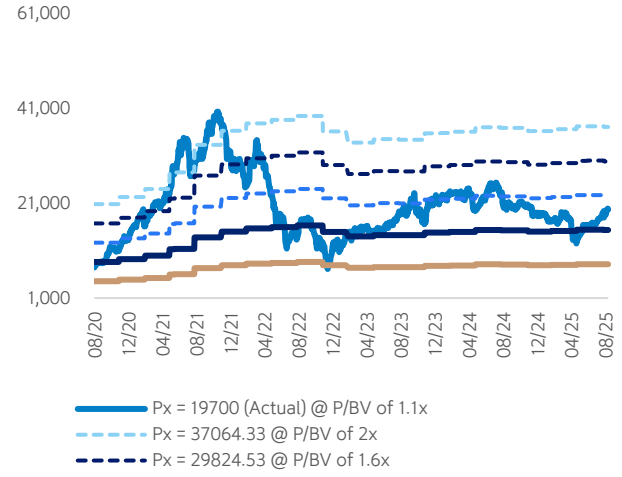
P/B



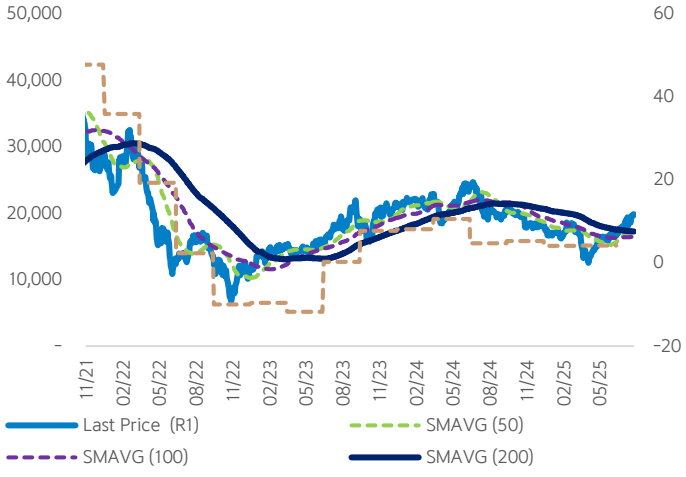
Giá với các mức P/S



Giá với các mức P/B

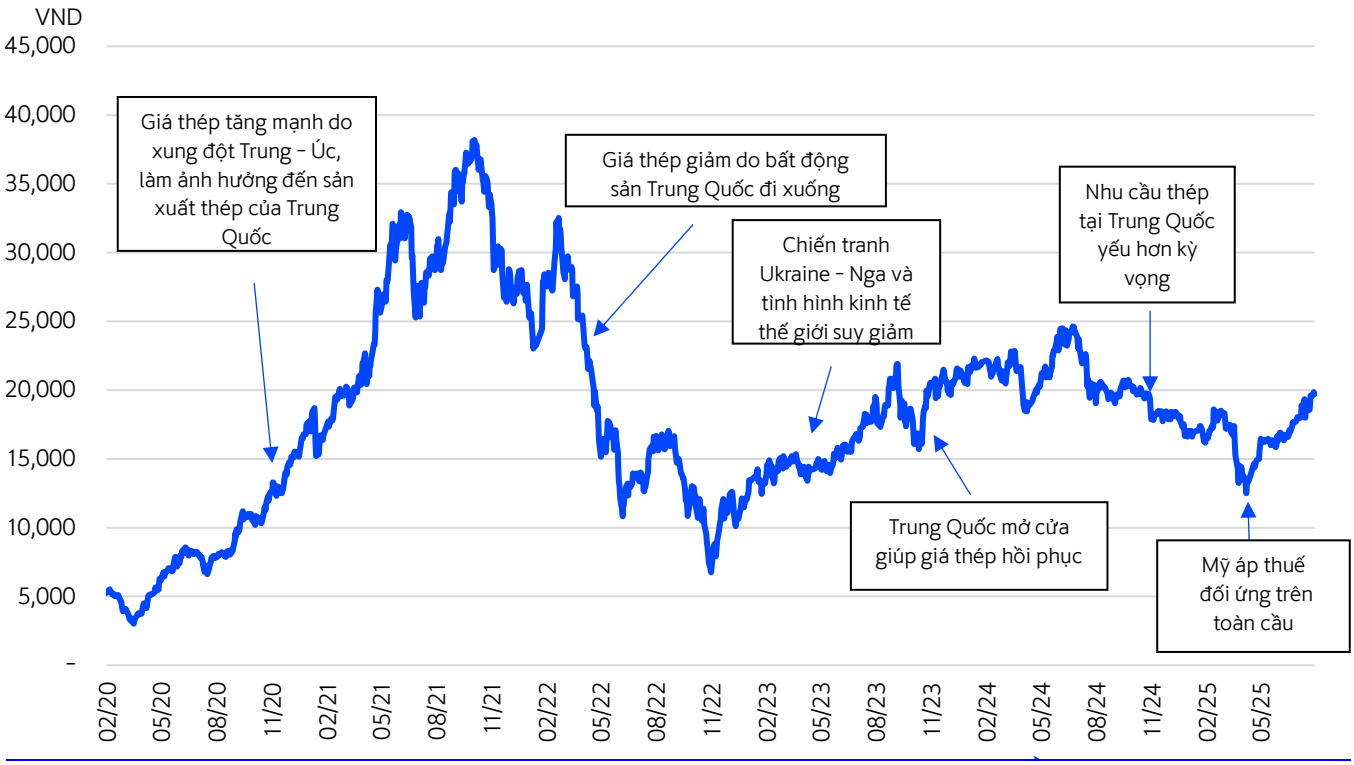


ROE và đường trung bình 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của HSG

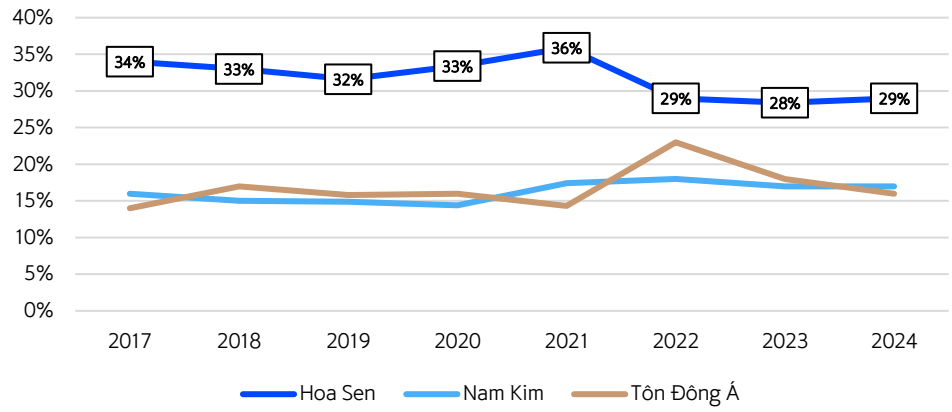


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro sụt giảm thị phần

Thị phần Hoa Sen và đối thủ từ năm 2017 – 2018 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Thị phần tôn mạ của Hoa Sen có sự sụt giảm từ mức 36% xuống còn 29% trong năm 2022. Trong khi đó, các đối thủ như Nam Kim và Tôn Đông Á vẫn giữ vững và mở rộng được thị phần. Việc suy giảm thị phần xảy ra trong năm 2022 do Hoa Sen tập trung mở rộng mảng bán lẻ với hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home trong khi đó Tôn Đông Á chủ động giảm giá bán cho doanh nghiệp bất động sản nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp vượt qua khó khăn.

Với chiến lược tập trung mảng phân phối bán lẻ vật liệu xây dựng và nội thất, mảng kinh doanh của Hoa Sen sẽ bớt phụ thuộc vào mảng tôn mạ hơn từ đó ít phải cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ.

Rủi ro biến động giá thép HRC

Biến động giá thép HRC có tác động to lớn đến giá bán của Hoa Sen do thép HRC là nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất tôn mạ của Hoa Sen và giá bán tôn mạ của Hoa Sen được tính % chênh lệch với giá thép HRC. Với tỉ lệ doanh thu xuất khẩu trung bình chiếm hơn 50% tổng doanh thu, giá bán thép của Hoa Sen chịu ảnh hưởng bởi cả diễn biến giá thép trong nước và thế giới.

Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn

Thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến lượng tôn mạ và ống thép tiêu thụ của Hoa Sen. Lượng thép tiêu thụ của trong lĩnh vực bất động sản chiếm hơn 35% sản lượng tiêu thụ thép trong nước. Những diễn biến bất ổn của tình hình bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép và Hoa Sen.

Rủi ro xuất khẩu sang Mỹ và EU

Tôn Hoa Sen đang đối mặt với những rủi ro ngày càng gia tăng khi xuất khẩu sang hai thị trường chủ lực là Mỹ và châu Âu. Từ tháng 4/2025, EU áp hạn ngạch nghiêm ngặt với thép mạ, giảm cơ hội tăng trưởng tại thị trường chiếm 35% xuất khẩu của công ty. Đồng thời, Mỹ tiếp tục siết chặt điều tra chống lẩn tránh thuế, đặc biệt với sản phẩm dùng nguyên liệu Trung Quốc. Các yếu tố này gây áp lực lên mảng xuất khẩu, buộc Hoa Sen phải đẩy mạnh tiêu thụ nội địa.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tổng tài sản	**17,365**	**19,562**	**18,824**	**20,949**	**23,417**
Tài sản ngắn hạn	11,275	14,165	13,463	15,273	17,604
Tiền và tương đương tiền	597	602	1,303	1,980	3,236
Đầu tư TC ngắn hạn	26	31	14	16	18
Các khoản phải thu	2,322	2,986	2,571	2,402	2,655
Hàng tồn kho	7,629	9,702	8,860	10,146	10,886
Tài sản dài hạn	6,090	5,397	5,361	5,677	5,813
Tài sản cố định	4,833	3,915	3,081	3,320	4,219
Lợi thế thương mại	1	1	1	1	1
Tài sản khác	396	407	407	407	407
Tổng nợ	**6,585**	**8,649**	**6,216**	**6,619**	**6,907**
Nợ ngắn hạn	6,569	8,633	6,125	6,476	6,730
Khoản phải trả	3,633	3,269	2,593	3,097	3,396
Vay và nợ thuê tài chính	2,936	5,364	3,532	3,380	3,334
Khác	747	940	965	1,142	1,228
Nợ dài hạn	16	16	91	143	176
Vay và nợ thuê tài chính	0	0	75	126	160
Khác	16	16	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	**10,780**	**10,912**	**12,608**	**14,330**	**16,510**
Vốn góp chủ sở hữu	6,160	6,160	6,776	7,453	8,199
Thặng dư vốn	157	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	4,447	4,579	5,659	6,703	8,138
Vốn khác	4,369	4,528	5,608	6,652	8,087
Lợi ích CĐ không kiểm soát	16	16	16	16	16
*Tổng nợ	2,936	5,364	3,607	3,506	3,494
*Nợ ròng (tiền)	2,313	4,731	2,289	2,209	940

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**31,651**	**39,272**	**38,134**	**43,561**	**49,142**
Tăng trưởng (%)	-36.3	24.1	-2.9	14.2	12.8
Giá vốn hàng bán	**(28,590)**	**(35,018)**	**(33,558)**	**(38,324)**	**(42,806)**
Lợi nhuận gộp	**3,061**	**4,253**	**4,577**	**5,238**	**6,337**
Biên lợi nhuận gộp (%)	9.7	10.8	12.0	12.0	12.9
Chi phí BH & QLDN	**(2,884)**	**(3,840)**	**(3,464)**	**(3,956)**	**(4,463)**
LN từ HĐKD	**177**	**413**	**1,113**	**1,281**	**1,873**
Tăng trưởng (%)	(0.7)	4.2	1.3	0.1	0.4
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6	1.1	2.9	2.9	3.8
LN khác	**50**	**128**	**91**	**59**	**37**
Thu nhập tài chính	233	342	227	193	174
Chi phí tài chính	(233)	(254)	(190)	(188)	(191)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(195)	(133)	(183)	(180)	(181)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	50	41	54	54	54
LNTT	**227**	**541**	**1,204**	**1,340**	**1,910**
Thuế TNDN	(124)	(31)	(303)	(329)	(444)
LNST	**22**	**510**	**947**	**1,053**	**1,511**
Tăng trưởng (%)	(91.1)	2,174.3	85.6	11.3	43.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.1	1.3	2.5	2.4	3.1
LNST cổ đông công ty mẹ	30	510	947	1,053	1,511
Lợi ích CĐTS	(8)	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	**342**	**674**	**1,433**	**1,563**	**2,135**
Tăng trưởng (%)	(44.9)	97.4	112.5	9.1	36.6
Biên LN (%)	1.1	1.7	3.8	3.6	4.3
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,405**	**1,548**	**2,851**	**2,796**	**2,993**
Tăng trưởng (%)	(18.5)	10.2	84.1	(1.9)	7.0
Biên LN (%)	4.4	3.9	7.5	6.4	6.1

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	**1,866**	**(1,418)**	**3,275**	**1,662**	**1,596**
Lợi nhuận ròng	22	510	947	1,053	1,511
Khấu hao TSCĐ	1,063	874	1,419	1,233	858
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(10)	(23)	(1)	(1)	(1)
Thay đổi vốn lưu động	523	(3,305)	911	(624)	(771)
Thay đổi khác	267	525	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(350)**	**(721)**	**(1,562)**	**(1,551)**	**(995)**
Chi dùng vốn	(141)	44	(584)	(1,471)	(1,756)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	-	(4)	16	(2)	(2)
Thay đổi khác	(209)	(760)	(994)	(77)	762
Tiền từ HĐ tài chính	**(1,251)**	**2,142**	**(1,008)**	**568**	**657**
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	616	678	745
Tiền đi vay/(trả) nợ	(1,251)	2,493	(1,758)	(100)	(12)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	(351)	133	(9)	(77)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**265**	**4**	**705**	**679**	**1,258**
Tổng tiền đầu năm	330	597	600	1,303	1,980
Thay đổi trong tỷ giá	2	2	2	2	3
Tổng tiền cuối năm	597	600	1,303	1,980	3,236

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

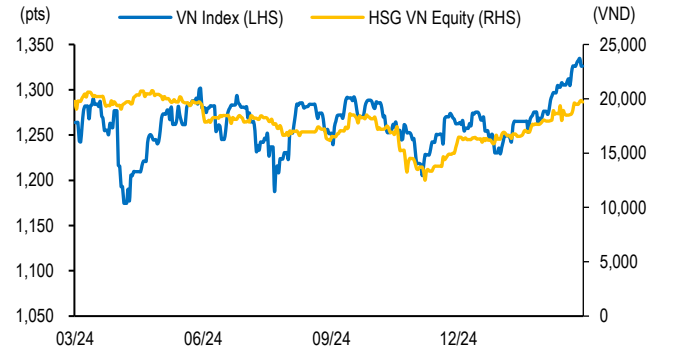
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng)	49	828	1,537	1,555	2,027
BPS (đồng)	17,475	17,689	18,584	19,205	20,117
PER (x)	23.8	19.8	10.7	10.5	8.1
PBR (x)	1.6	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	11.9	9.9	4.5	4.3	3.6
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0	5	5	5	5
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	4.4	3.9	7.5	6.4	6.1
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6	1.1	2.9	2.9	3.8
Biên LNST (%)	0.1	1.3	2.5	2.4	3.1
ROA (%)	0.1	2.6	5.0	5.0	6.5
ROE (%)	0.2	4.67	7.5	7.4	9.1
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	27.2	49.2	28.6	24.5	21.2
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	164.7	305.6	80.3	79.0	31.4
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	9.5	7.3	21.5	30.8	48.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.7	5.1	7.8	8.7	11.8
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày khoản phải trả (ngày)	22.6	24.2	18.9	15.0	15.3
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	95.9	90.3	100.9	90.5	89.7
Số ngày khoản phải thu (ngày)	21.8	24.7	26.6	20.8	18.8

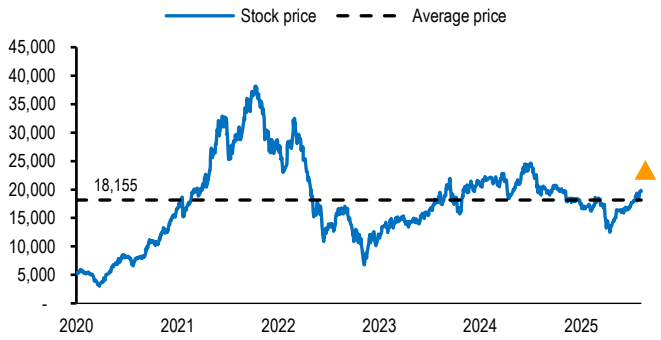
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
14/04/2023 (BC lần đầu)	GIỮ	16,100	-36	-63/134
18/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	23,700	16	-7/30
27/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	22,800	13	-12.6/37.3
23/05/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	18,600	30	-28.7/50.0
13/08/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	22,500	24	2.0/81.5

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Huong Le

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HSG VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang Street,
Thu Thiem Ward, Thu Duc City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000