



CTCP Tập đoàn Hoa Sen

[Việt Nam / Thép]

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

GIỮ

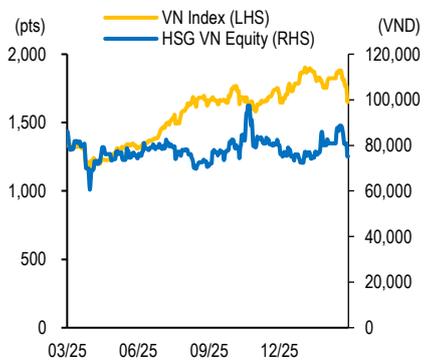
Báo cáo cập nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **15,300 VND**
 Giá hiện tại (05/03/2026) **14,200 VND**
Suất sinh lời (%) **7.7%**

VNINDEX	1,648
HNXINDEX	243.46
Vốn hóa (tỷ VND)	8,818
SLCP lưu hành (triệu CP)	621
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	509
52-tuần cao/thấp (VND)	21,200/12,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.52
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	60

Cổ đông lớn (%) Lê Phước Vũ 16.96%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-10.7	-26.4	-20.4
So với VN-Index (%)	-7.4	-25.8	-44.9



Nguồn: Bloomberg

Lê Thiên Hương

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

Lý Bùi – Giám đốc Phân tích

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



Hoa Sen Home là động lực dài hạn

Cập nhật định giá với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 15,300 đồng

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam. Trong Q1/NĐTC 2026, kết quả kinh doanh HSG suy yếu rõ rệt khi chỉ mới hoàn thành lần lượt 22% và 12% mục tiêu doanh thu và lợi nhuận năm. Động lực chính trong năm 2026 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 15,300 đồng.

Doanh thu sụt giảm do tình hình xuất khẩu khó khăn, BLNG tiếp tục thu hẹp

Trong Q1/NĐTC 2026, HSG ghi nhận doanh thu thuần 8,383 tỷ đồng (đi ngang QoQ, -18% YoY), LNST 62 tỷ đồng (-26% QoQ, -62% YoY). Sản lượng bán hàng thép Q1/NĐTC 2026 đạt 399,394 tấn (-4% QoQ, -20 YoY) do xuất khẩu suy giảm 52% YoY, trong khi bán hàng nội địa tăng nhẹ 5% YoY nhưng không đủ để bù đắp cho sự sụt giảm của xuất khẩu. BLNG đạt 11.2% (-1 đpt QoQ, -0.6 đpt YoY) chủ yếu do (1) chi phí đầu vào HRC tăng sau AD20 và giá than cốc tăng; (2) Tình trạng gia tăng cạnh tranh trong nước trong bối cảnh xuất khẩu yếu khiến các doanh nghiệp tôn mạ khó có thể tăng giá bán đầu ra. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy mức độ thu hẹp BLNG của HSG ít hơn so với các đối thủ cùng ngành nhờ lợi thế chuỗi phân phối rộng khắp Hoa Sen Homes. Bên cạnh đó, các khoản mục ghi nhận một lần trong Q1 bao gồm (1) lãi ròng tỷ giá 21 tỷ đồng (+22% YoY) và (2) các khoản lãi khác 15 tỷ đồng (131% YoY). Sau khi loại trừ các khoản này, LNST cốt lõi đạt 39 tỷ đồng (+41% QoQ, -70% YoY).

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 trưởng nhờ (1) hoạt động xây dựng phục hồi, (2) thuế 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. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tại kênh nội địa sẽ bù đắp một phần cho sự sụt giảm của kênh xuất khẩu.

Kế hoạch tái cấu trúc và mở rộng Hoa Sen Homes (HSH): HSG đang thực hiện tái cấu trúc Hoa Sen Homes để hướng tới IPO trong tương lai. Hiện tại, HSG đang trong quá trình chuyển đổi giấy đăng ký kinh doanh chi nhánh các tỉnh từ HSG Group sang HSH, dự kiến hoàn tất vào tháng 9/2026. Bên cạnh đó, HSH đặt kế hoạch mở rộng lên 165 siêu thị vào năm 2026 và 300 siêu thị đến năm 2030. Chúng tôi kỳ vọng việc tái cấu trúc HSH sẽ là bước đi chiến lược nhằm khai thác hiệu quả thị trường nội địa trong bối cảnh thị trường xuất khẩu còn gặp nhiều khó khăn.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của doanh nghiệp đạt lần lượt 35,688 tỷ đồng (-2% YoY) và 708 tỷ đồng (-3% YoY) trong niên độ tài chính 2026.

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	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ VND)	39,272	36,538	35,688	38,988	42,918
LN từ/HEKD (tỷ VND)	500	749	656	876	1,048
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	510	732	648	845	993
EPS (đồng)	828	1,188	1,044	1,047	1,230
BPS (đồng)	17,689	18,228	17,834	18,857	19,979
OPM (%)	1.3	2.0	1.8	2.2	2.4
NPM (%)	1.3	2.0	1.8	2.2	2.3
ROE (%)	4.7	6.5	4.5	5.5	6.1
PER (x)	18.3	12.8	14.5	14.5	12.3
PBR (x)	0.9	0.831	0.850	0.803	0.758
EV/EBITDA (x)	9.3	10.4	3.8	6.0	5.0

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.

Nội dung chính trong ĐHCĐ niên độ tài chính 2026

Mảng tôn mạ & ống thép: Chưa có kế hoạch mở rộng thêm, đang nâng cấp dây chuyền và tăng tự động hóa nhằm cải thiện BLN. Trong năm 2026, HSG duy trì sản lượng sản xuất khoảng 100,000 -110,000 tấn/tháng, trong đó xuất khẩu khoảng 40,000 tấn/tháng. Trong dài hạn, HSG duy trì doanh thu mảng tôn mạ & ống thép khoảng 30,000-40,000 tỷ đồng/năm và LNST khoảng 1,000 tỷ đồng/ năm.

Ban lãnh đạo nhận định thị trường thép năm 2026: Xuất khẩu tiếp tục chịu áp lực từ làn sóng thuế phòng vệ thương mại từ Mỹ, EU, Canada, Mexico và Ấn Độ, trong bối cảnh cạnh tranh nội địa gia tăng. HSG hiện đang sử dụng 75%-80% HRC trong nước, cao hơn HRC nhập khẩu khoảng 15-20 USD/tấn. Xung đột Mỹ - Iran làm tăng chi phí vận chuyển, nhưng tác động không quá lớn do HSG chủ yếu sử dụng tàu rời.

Kế hoạch kinh doanh NĐTC 2026: HSG đưa ra 2 kịch bản kinh doanh bao gồm (1) Kịch bản thận trọng: Sản lượng 1.75 triệu tấn, doanh thu 35,000 tỷ đồng, LNST 500 tỷ đồng; (2) Kịch bản tích cực: Sản lượng 1.85 triệu tấn, doanh thu 37,000 tỷ đồng, LNST 600 tỷ đồng.

Định hướng Hoa Sen Homes (HSH): phát triển theo mô hình bán lẻ vật liệu xây dựng và nội thất; được xác định là động lực tăng trưởng dài hạn của HSG. Hệ thống HSH hiện có 143 cửa hàng với doanh thu 16,000 tỷ đồng/năm và lợi nhuận 60-70 tỷ đồng/năm. HSH có kế hoạch mở rộng lên 165 cửa hàng trong năm 2026 và 300 cửa hàng đến năm 2030. Ngoài ra, ngày 05/01/2026 HSG đã thành lập công ty con Hoa Sen Home với vốn điều lệ 3,000 tỷ đồng và sẽ hướng tới IPO trong tương lai.

Kế hoạch phát triển Nhà ở Xã hội: HSG đã lên kế hoạch hợp tác với Liên đoàn Lao động TP.HCM triển khai 20,000 căn NOXH tại TP.HCM giai đoạn 2026-2030, qua đó tận dụng hệ thống Hoa Sen Home để cung ứng vật liệu và tối ưu chi phí xây dựng. Chúng tôi đánh giá đây là một trong những kênh tiêu thụ quan trọng của HSH trong vòng 5 năm tới, trong bối cảnh thị trường bán lẻ VLXD và nội thất còn phân mảnh tại Việt Nam và HSH cần thời gian để thay đổi xu hướng tiêu dùng truyền thống. Biên lợi nhuận dự phóng mảng này là 10%.

Ngoài ra, HSG dự kiến chi trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 30% và không thực hiện mua lại cổ phiếu quỹ trong năm 2026.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2026 và dự phóng 2026F

Khoản mục	Q1/2026 (Tỷ đồng)	%YoY	2026F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	8,383	(18%)	35,688	(2%)	Doanh thu Q1/2026 giảm 18% YoY do sản lượng bán hàng giảm 33% YoY. Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu cả năm 2026 giảm 2% YoY do (1) sản lượng xuất khẩu tiếp tục suy yếu vì chịu ảnh hưởng của làn sóng thuế CBPG và bất ổn kinh tế trên toàn cầu, (2) sản lượng nội địa tăng nhờ sự phục hồi của hoạt động xây dựng nhưng không đủ để bù đắp cho sự sụt giảm của sản lượng xuất khẩu.
Sản lượng (ngàn tấn)					
<i>Tôn mạ</i>	294	(25%)	1,337	(3%)	Trong năm 2026, sản lượng tôn mạ xuất khẩu dự kiến tiếp tục suy giảm. Ở thị trường nội địa, hoạt động xây dựng phục hồi sẽ tác động tích cực lên nhu cầu tôn mạ. Song, chúng tôi quan ngại về tình trạng dư cung của ngành tôn mạ trong bối cảnh các doanh nghiệp không xuất khẩu được phải đẩy mạnh bán hàng trong nước. Từ đó, chúng tôi dự phóng sản lượng bán hàng tôn mạ HSG giảm 3% YoY trong năm 2026.
<i>Ống thép</i>	105	0%	450	8%	Sản lượng ống thép phụ thuộc chủ yếu vào thị trường nội địa. Dự kiến sản lượng ống thép năm 2026 sẽ đạt 450 nghìn tấn (+8% YoY) nhờ sự hồi phục của hoạt động xây dựng trong nước.
Lợi nhuận gộp	939	(9%)	4,040	(11%)	Năm 2026, chúng tôi điều chỉnh dự báo BLNG đạt 11.7% (-0.9 đpt YoY) do mức BLNG Q1/2026 xấu hơn dự kiến.
Biên lợi nhuận gộp	11.2%		11.5%		
Chi phí bán hàng và quản lý	827	(2%)	3,241	(14%)	Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A của HSG giảm 14% YoY trong năm 2026 trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu yếu, qua đó tiết giảm chi phí vận chuyển.
Lợi nhuận từ HĐKD	112	50%	656	(12%)	
LNTT	96	52%	724	(12%)	
LNST	62	43%	648	(11%)	

Định giá và Khuyến nghị

Định giá cập nhật với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 15,300 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 15,300 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 tồn tại 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	0.65
Beta	1.36
Lãi suất phi rủi ro	4.3%
Chi phí sử dụng vốn	15.35%
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 4.3% 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 15,300 đồng.

Mô hình định giá FCFF					
Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	648	845	993	1,151	1,290
Cộng: Lãi vay sau thuế	313	268	268	268	268
Cộng: Khấu hao	2,512	1,030	1,108	400	1,985
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1,604	667	-29	-100	154
Trừ: Vốn đầu tư	3,542	914	1,152	205	950
Dòng tiền tự do (FCFF)	-1,673	563	1,246	1,714	2,439
Tỷ lệ chiết khấu	0.92	0.82	0.74	0.66	0.59
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	-1,540	464	920	1,133	1,444
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,672				
Giá trị doanh nghiệp	14,649				
Trừ: Nợ vay	6,143				
Cộng: Số dư tiền	925				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ cp)	0.62				
Giá mục tiêu (VND) (làm tròn)	15,300				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

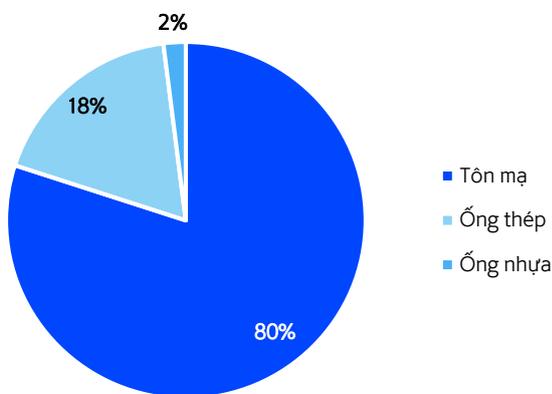
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

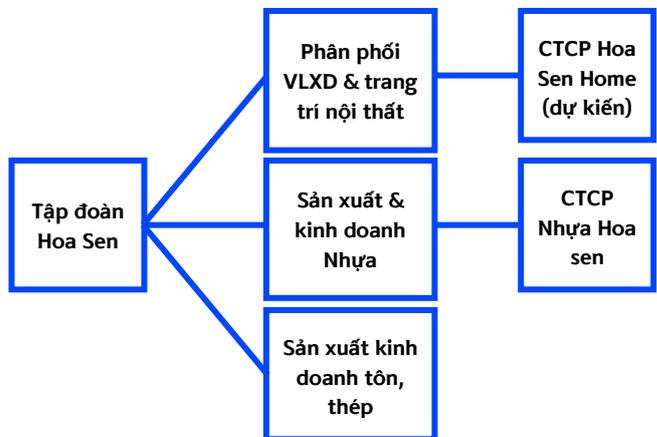
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (Tập đoàn Hoa Sen) được thành lập ngày 08/8/2001. Năm 2008, Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu HSG. Trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển, Tập đoàn Hoa Sen đã trở thành doanh nghiệp số một trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam ở cả thị trường 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 2025



Mô hình kinh doanh của Hoa Sen

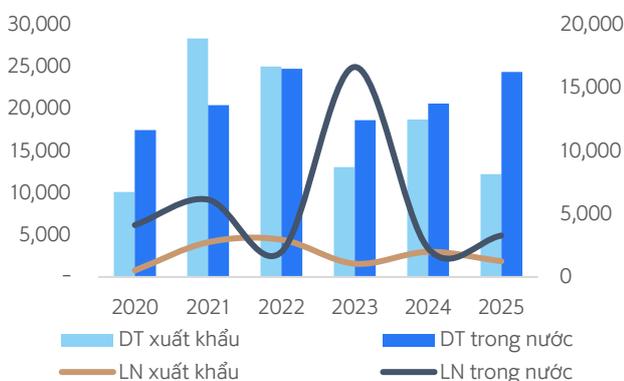


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

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 (tỷ đồng)



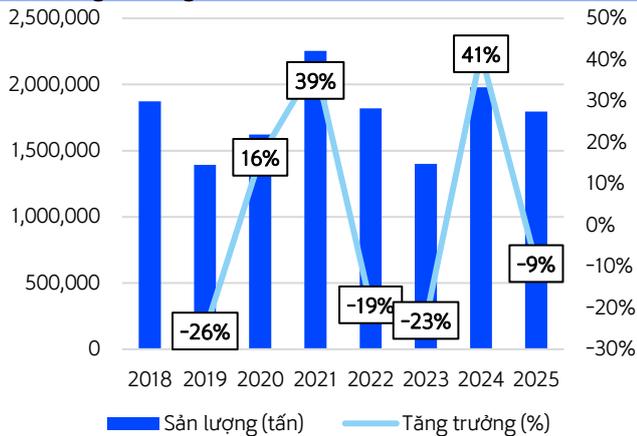
Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu



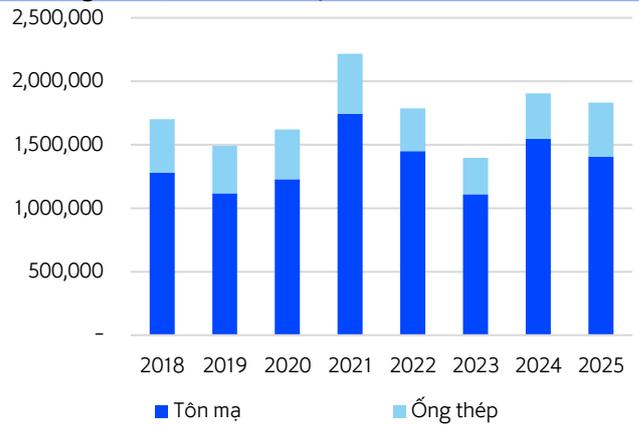
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

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

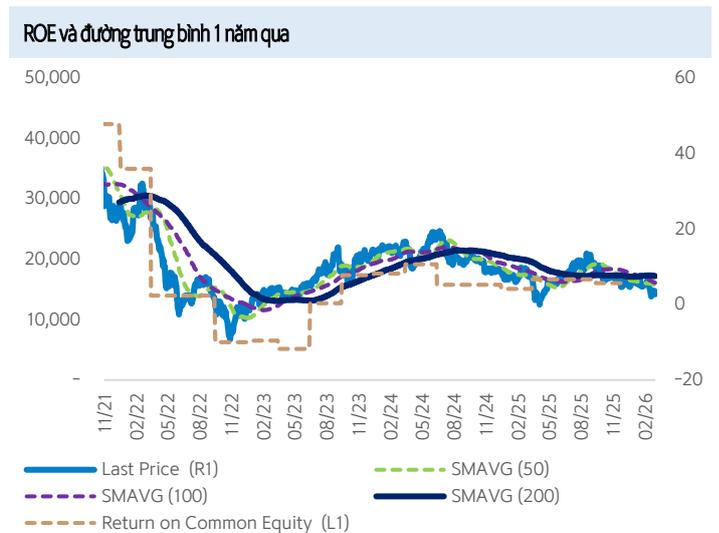
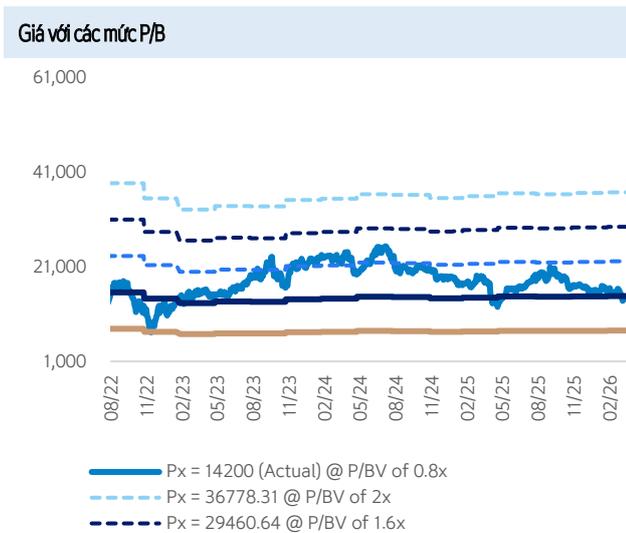
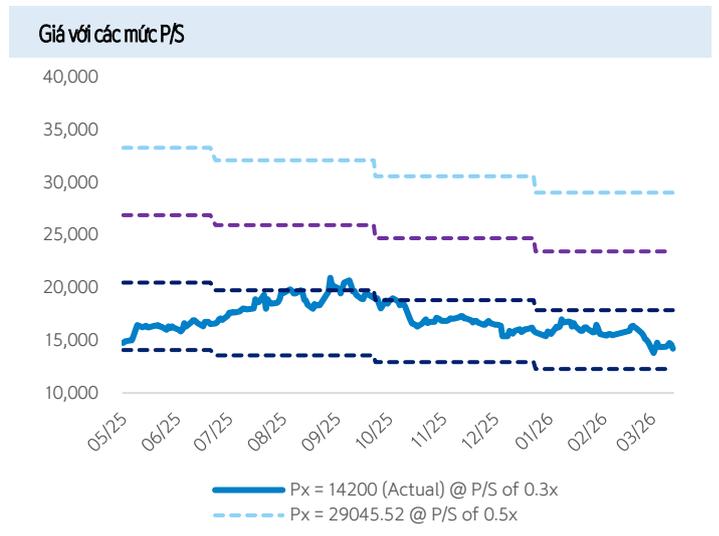
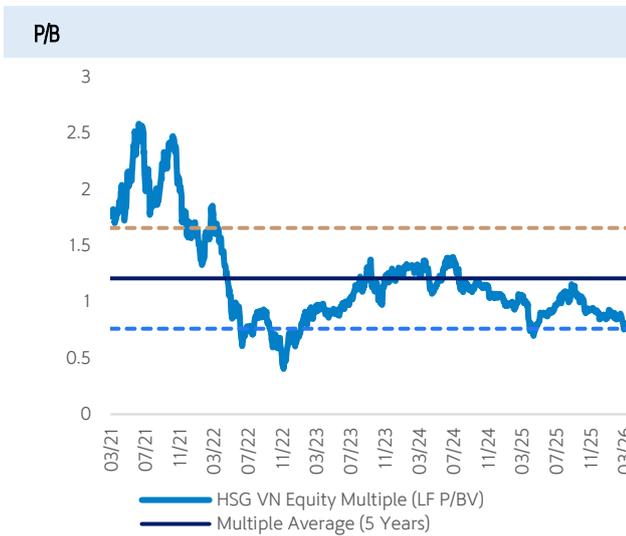
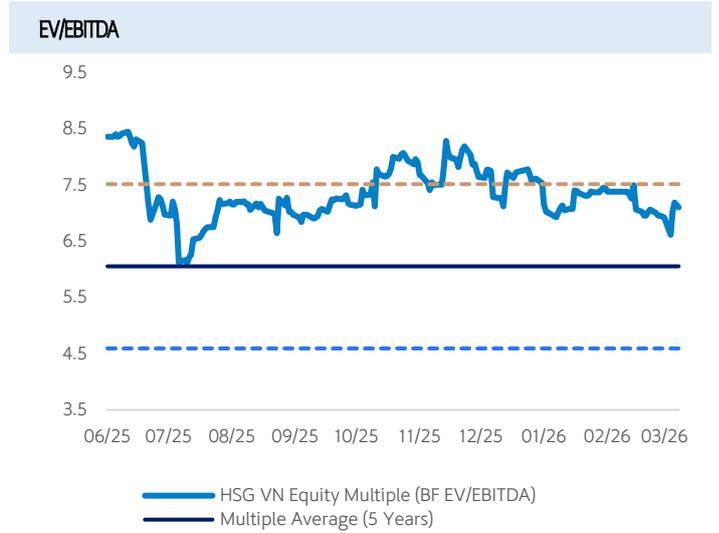
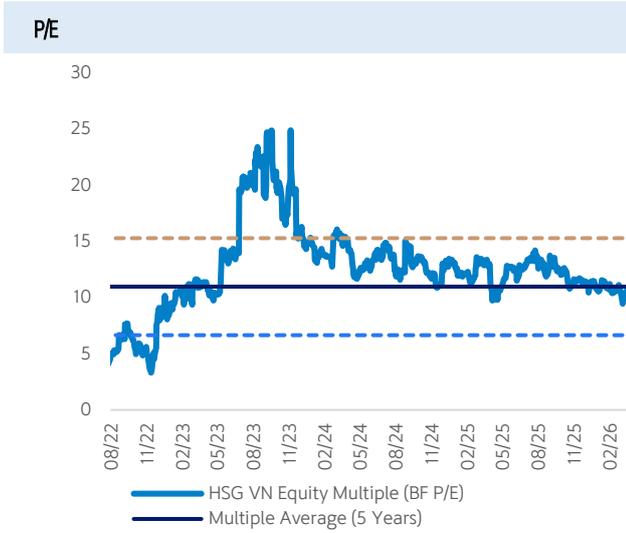
Hoa Sen sở hữu tổng cộng 10 nhà máy trên cả nước với tổng công suất sản xuất tôn mạ đạt 2.5 triệu tấn, công suất sản xuất ống thép đạt khoảng 850 nghìn tấn và công suất sản xuất ống nhựa đạt khoảng 130 nghìn tấn.

Bảng: Các nhà máy của Hoa Sen

Đơn vị: Tấn

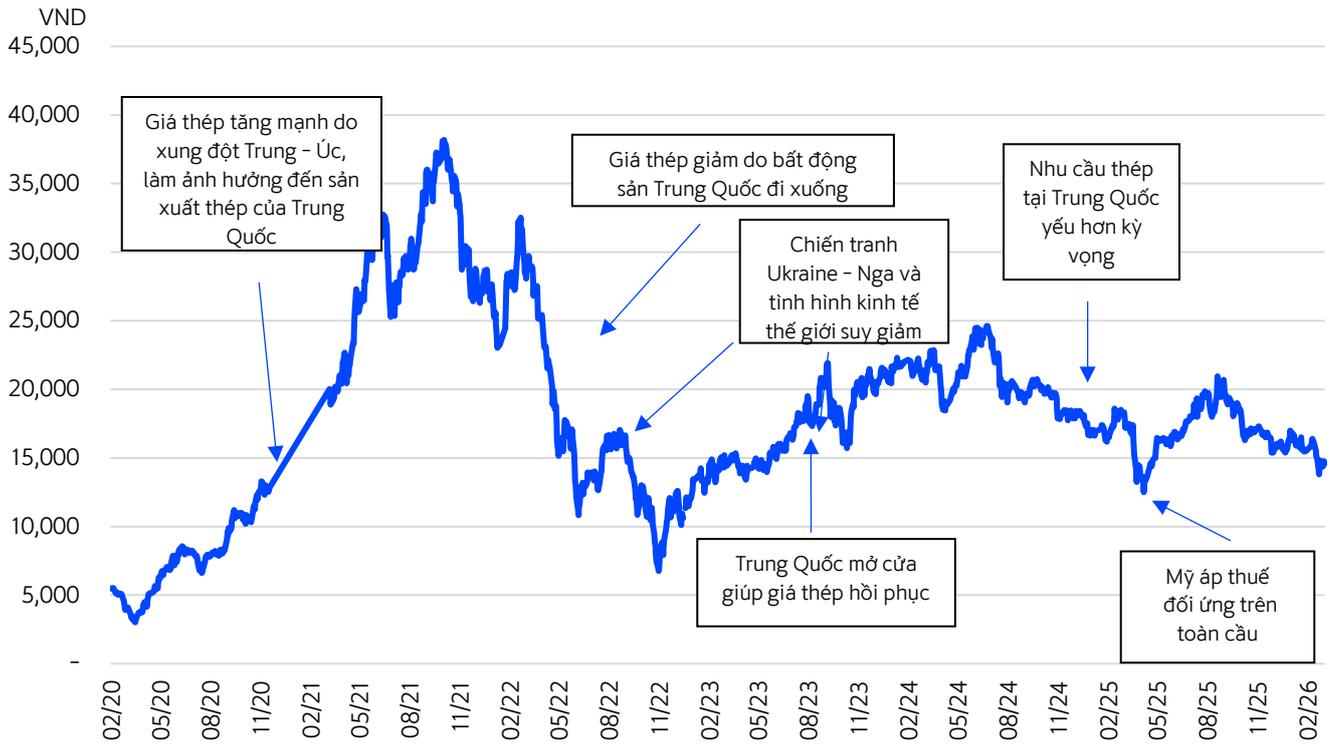
Tên nhà máy	Diện tích (ha)	Ống thép	Ống Thép mạ kẽm nhúng nóng	Cán nguội	Sản xuất tôn (NOF)	Phủ màu	Ống nhựa
Ống Kẽm Hoa Sen Yên Bái	8.70	82,800					
Hoa Sen Nghệ An	35.00			700,000	800,000	240,000	
Hoa Sen Nam Cấm	9.40	120,000					
Ống Kẽm - Ống Nhựa Hoa Sen Bình Định	13.80	100,000					
Tôn Hoa Sen - 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



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

Những sự kiện quan trọng của HSG

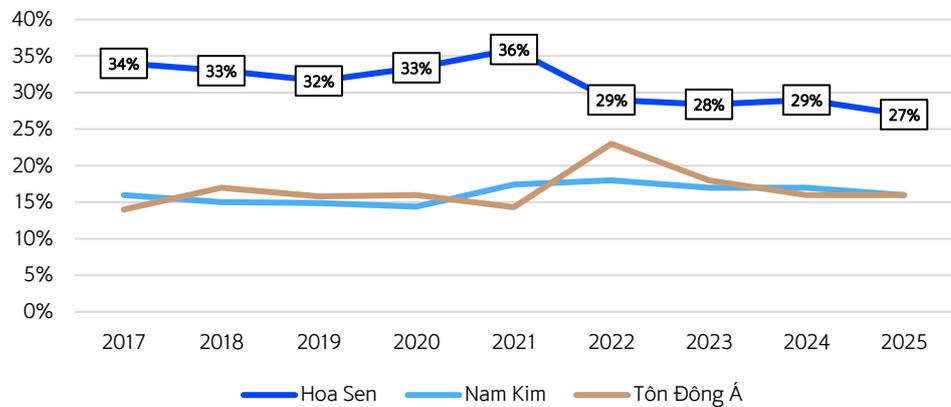


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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 nội địa của Hoa Sen có sự sụt giảm từ mức 29% xuống còn 27% trong năm 2025. Trong khi đó, các đối thủ như Nam Kim và Tôn Đông Á có sự sụt giảm thị phần ít hơn. Chúng tôi cho rằng điều này là do HSG 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. Trong các năm tới, NKG và GDA bắt đầu tăng công suất tại 2 nhà máy hiện hữu, trong khi HSG tiếp tục chiến lược tập trung mảng phân phối bán lẻ vật liệu xây dựng và nội thất nên có thể chứng lại thị phần mảng tôn mạ so 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. Vào ngày 4/7/2025, Việt Nam chính thức áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, từ đó làm tăng giá HRC đầu vào của các doanh nghiệp tôn mạ, trong đó có HSG. Nếu HSG không tận dụng tốt chiến lược tích trữ hàng tồn kho giá thấp trong chu kỳ phục hồi của giá thép, biên lợi nhuận có thể bị bào mòn.

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)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng tài sản	19,562	18,950	22,111	23,273	24,488
Tài sản ngắn hạn	14,165	11,706	14,058	15,336	16,506
Tiền và tương đương tiền	602	428	815	1,137	1,965
Đầu tư TC ngắn hạn	31	81	321	351	386
Các khoản phải thu	2,986	2,189	3,702	3,897	3,540
Hàng tồn kho	9,702	8,199	8,521	9,284	9,896
Tài sản dài hạn	5,397	7,244	8,053	7,937	7,981
Tài sản cố định	3,915	3,900	4,320	4,446	4,493
Lợi thế thương mại	1	7	7	7	7
Tài sản khác	407	420	420	420	420
Tổng nợ	8,649	7,614	7,698	8,034	8,343
Nợ ngắn hạn	8,633	7,598	7,556	7,857	8,145
Khoản phải trả	3,269	3,194	3,133	3,392	3,726
Vay và nợ thuê tài chính	5,364	4,404	4,422	4,466	4,419
Khác	940	1,145	935	974	1,094
Nợ dài hạn	16	16	143	176	198
Vay và nợ thuê tài chính	0	0	126	160	182
Khác	16	16	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	10,912	11,335	14,413	15,239	16,145
Vốn góp chủ sở hữu	6,160	6,210	8,073	8,073	8,073
Thặng dư vốn	157	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	4,579	4,952	6,167	6,993	7,898
Vốn khác	4,528	4,910	6,166	6,992	7,897
Lợi ích CD không kiểm soát	16	16	16	16	16
*Tổng nợ	5,364	4,404	4,549	4,626	4,601
*Nợ ròng (tiền)	4,731	3,895	4,112	3,839	2,951

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền từ HĐKD	(1,418)	3,660	1,537	1,188	2,107
Lợi nhuận ròng	510	732	648	845	993
Khấu hao TSCĐ	874	340	2,512	1,030	1,108
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(23)	(53)	(19)	(21)	(23)
Thay đổi vốn lưu động	(3,305)	559	(1,604)	(667)	29
Thay đổi khác	525	2,082	-	-	0
Tiền từ HĐ đầu tư	(721)	(2,591)	(3,762)	(923)	(1,165)
Chi dùng vốn	44	(325)	(2,912)	(1,136)	(1,132)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	(4)	(57)	(240)	(30)	(35)
Thay đổi khác	(760)	(2,209)	(610)	242	2
Tiền từ HĐ tài chính	2,142	(1,242)	2,616	58	(112)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	1,863	-	-
Tiền đổi vay/(trả) nợ	2,493	(892)	145	77	(25)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(351)	(350)	608	(19)	(88)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	4	(174)	391	323	830
Tổng tiền đầu năm	597	600	426	815	1,136
Thay đổi trong tỷ giá	2	2	2	3	4
Tổng tiền cuối năm	600	426	815	1,136	1,964

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	39,272	36,538	35,688	38,988	42,918
Tăng trưởng (%)	24.1	-7.0	-2.3	9.2	10.1
Giá vốn hàng bán	(35,018)	(32,022)	(31,649)	(34,434)	(37,801)
Lợi nhuận gộp	4,253	4,516	4,040	4,554	5,116
Biên lợi nhuận gộp (%)	10.8	12.4	11.3	11.7	11.9
Chi phí BH & QLDN	(3,840)	(3,776)	(3,241)	(3,541)	(3,898)
LN từ HĐKD	413	740	799	1,013	1,218
Tăng trưởng (%)	4.2	0.5	(0.1)	0.3	0.2
Biên LN từ HĐKD (%)	1.1	2.0	2.2	2.6	2.8
LN khác	128	80	(74)	(62)	(98)
Thu nhập tài chính	342	281	147	117	88
Chi phí tài chính	(254)	(272)	(290)	(254)	(257)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(133)	(185)	(277)	(238)	(237)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	41	71	69	75	72
LNTT	541	820	724	951	1,120
Thuế TNDN	(31)	(89)	(76)	(106)	(127)
LNST	510	732	648	845	993
Tăng trưởng (%)	2,174.3	43.4	(11.4)	30.4	17.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.3	2.0	1.8	2.2	2.3
LNST cổ đông công ty mẹ	510	732	648	845	993
Lợi ích CDTS	0	(0)	(0)	(0)	(0)
LN trước thuế và lãi vay	674	1,005	1,001	1,189	1,358
Tăng trưởng (%)	97.4	49.1	(0.4)	18.7	14.2
Biên LN (%)	1.7	2.8	2.8	3.0	3.2
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,548	1,345	3,513	2,219	2,466
Tăng trưởng (%)	10.2	(13.1)	161.1	(36.8)	11.1
Biên LN (%)	3.9	3.7	9.8	5.7	5.7

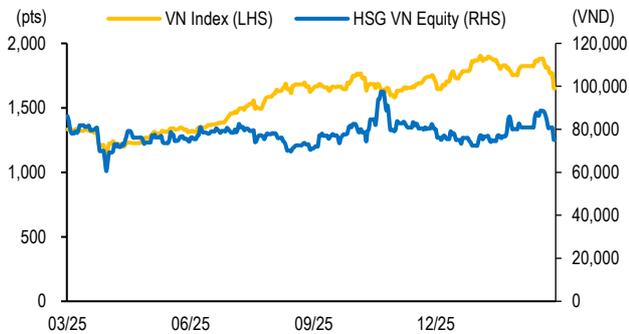
Chỉ số tài chính

Năm	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	828	1,188	1,044	1,047	1,230
BPS (đồng)	17,689	18,228	17,834	18,857	19,979
PER (x)	18.3	12.8	14.5	14.5	12.3
PBR (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	9.3	10.4	3.8	6.0	5.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0	5	5	5	5
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	3.9	3.7	9.8	5.7	5.7
Biên LN từ HĐKD (%)	1.1	2.0	2.2	2.6	2.8
Biên LNST (%)	1.3	2.0	1.8	2.2	2.3
ROA (%)	2.6	3.9	2.9	3.6	4.1
ROE (%)	4.67	6.5	4.5	5.5	6.1
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	49.2	38.9	31.6	30.4	28.5
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	305.6	289.5	117.1	173.0	119.7
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	7.3	6.7	15.0	18.9	28.9
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.1	5.4	3.6	5.0	5.7
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày khoản phải trả (ngày)	24.2	21.9	21.7	21.6	21.5
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	90.3	102.0	96.4	94.4	92.6
Số ngày khoản phải thu (ngày)	24.7	25.8	30.1	35.6	31.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Biến động giá cổ phiếu



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
27/11/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	18,500	3.0	-12.7/49.1
20/03/2026 (BC cập nhật)	GIỮ	15,300	-15.0	-27.8/23.3

Giá mục tiêu (VND)



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

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
<ul style="list-style-type: none"> ♦ 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% 	<ul style="list-style-type: none"> ♦ 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, Yongsongpo-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