

**Ngày báo cáo:** 21/03/2025  
**Ngành:** Thép  
**TPPT:** Nguyễn Hoàng Giang, CFA  
**Email:** [giangnh@ssi.com.vn](mailto:giangnh@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8703

**Khuyến nghị:** **TRUNG LẬP**  
**Giá mục tiêu 1Y:** 18.000 Đồng  
**Giá CP ngày 20/03/2025:** 17.850 Đồng  
**% Tăng giá:** +0,8%

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 433  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 10.991  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 621  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 5.543.027  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 25,4/16,7  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 100,6  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 8,5  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0,0

#### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

#### Thông tin cơ bản về công ty

CTCP tập đoàn Hoa Sen (HSG) sản xuất tôn mạ (chiếm 56% doanh thu 2015), thép dày mạ kẽm và ống thép (42%), và ống nhựa (2%). Trong các công ty thép, HSG có mạng lưới bán hàng và thương hiệu mạnh nhất. Năm 2014, công ty chiếm 37% thị phần tôn mạ (xếp thứ nhất) và 18% thị phần ống thép (xếp thứ 2) tại Việt Nam.

## Cập nhật nhanh Đại hội đồng cổ đông thường niên 2025

### Thách thức phía trước

#### Một số điểm chính từ Đại hội đồng cổ đông thường niên 2025:

- HSG đặt kế hoạch kinh doanh niên độ tài chính (NĐTC) 2025 theo 2 kịch bản, với tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt là -22% svck và -3% svck, tương đương 2 kịch bản sản lượng giảm 8% svck và đi ngang svck.** Ban lãnh đạo chia sẻ kế hoạch thận trọng này là do chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu gia tăng, và HSG dự kiến chuyển trọng tâm về thị trường nội địa trong năm nay.
- LNST sơ bộ Q2/NĐTC 2025** ước tính đạt 100 tỷ đồng, giảm 39% so với quý trước và thấp hơn 69% svck. Lũy kế nửa đầu NĐTC 2025, LNST ước tính đạt 265 tỷ đồng, giảm 37% svck.
- Tái cấu trúc mô hình hoạt động của HSG:** HSG sẽ tiếp tục thực hiện kế hoạch tái cấu trúc mô hình hoạt động để gia tăng lợi ích cho cổ đông. Trong đó, chiến lược phát triển hệ thống Hoa Sen Home (mảng kinh doanh phân phối vật liệu xây dựng và nội thất) sẽ là trọng tâm trong những năm tới, bên cạnh việc thoái vốn một phần khỏi mảng sản xuất kinh doanh ống nhựa.

**Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP, và giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 18.000 đồng/cổ phiếu (từ 20.000 đồng/cổ phiếu).** Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính LNST NĐTC 2025 xuống 604 tỷ đồng (từ 699 tỷ đồng) để phản ánh triển vọng ngành khó khăn và giá định giá bán bình quân thấp hơn. Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về HSG do triển vọng ngành còn nhiều thách thức và hệ số P/E và EV/EBITDA dự phóng năm 2025 vẫn ở mức cao, lần lượt là 18x và 7,2x.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	48.727	49.711	31.651	39.272	39.909	41.778
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>77,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>-36,3%</i>	<i>24,1%</i>	<i>1,6%</i>	<i>4,7%</i>
Lợi nhuận gộp	8.873	4.939	3.058	4.253	4.544	4.801
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18,2%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,8%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,5%</i>
Thu nhập tài chính	366	267	233	342	319	334
Chi phí tài chính	-552	-521	-314	-254	-260	-272
SG&A	-3.770	-4.355	-2.875	-3.840	-3.895	-4.078
Thu nhập ròng khác	-2	51	50	41	48	50
Lợi nhuận trước thuế	4.915	381	152	541	756	836
Lợi nhuận ròng	4.313	251	28	510	605	669
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	<i>274,1%</i>	<i>-94,2%</i>	<i>-88,7%</i>	<i>1697,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>10,6%</i>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>8,9%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,6%</i>
EPS (VND)	8.741	420	46	828	982	1.086

Nguồn: SSI Research \*NĐTC 2025 của HSG bắt đầu từ tháng 10/2024 và kết thúc vào tháng 9/2025.

Chúng tôi đã tham dự Đại hội đồng cổ đông thường niên 2025 của HSG. Dưới đây là một số điểm chính:

**Kế hoạch kinh doanh NĐTC 2025 (NĐTC 2025 của HSG bắt đầu từ tháng 10/2024 và kết thúc vào tháng 9/2025) bao gồm 2 kịch bản:**

- **Kịch bản 1:** Sản lượng đạt 1,8 triệu tấn (-8% svck); doanh thu đạt 35 nghìn tỷ đồng (-11% svck); và LNST đạt 400 tỷ đồng (-22% svck).
- **Kịch bản 2:** Sản lượng đạt 1,95 triệu tấn (đi ngang svck); doanh thu đạt 38 nghìn tỷ đồng (-3% svck); và LNST đạt 500 tỷ đồng (-3% svck).

**LNST sơ bộ Q2/NĐTC 2025** ước tính đạt 100 tỷ đồng, giảm 39% so với quý trước và thấp hơn 69% svck. Lũy kế nửa đầu NĐTC 2025, lợi nhuận ròng đạt khoảng 265 tỷ đồng, hoàn thành hơn 50% kế hoạch kinh doanh NĐTC 2025 của công ty – mặc dù giảm 37% svck.

**Tình hình xuất khẩu đối mặt với áp lực gia tăng do làn sóng bảo hộ toàn cầu diễn ra mạnh mẽ. Trong bối cảnh đó, công ty đang chuyển trọng tâm sang kênh bán hàng nội địa:** Lợi nhuận thấp hơn trong những quý gần đây là do sự sụt giảm từ sản lượng xuất khẩu. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu sang Mỹ đã về gần bằng 0 (từ khoảng 10 nghìn – 15 nghìn tấn/tháng trước) do lo ngại về thuế chống bán phá giá tạm thời đối với tôn mạ sản xuất tại Việt Nam, dự kiến sẽ có quyết định trong tháng 4. Sản lượng xuất khẩu sang thị trường Châu Âu cũng giảm xuống khoảng 10 nghìn – 15 nghìn tấn/tháng, so với khoảng 25 nghìn – 30 nghìn tấn/tháng trước. Trước tình hình này, công ty đã chuyển trọng tâm về thị trường nội địa.

**Kế hoạch đầu tư:** HSG dự kiến xem xét kế hoạch đầu tư vào phát triển dự án khu đô thị với diện tích khoảng 600 – 700 ha trong dài hạn (**không phải trong năm 2025**). Tuy nhiên, dự án này chưa có kế hoạch cụ thể, và Ban lãnh đạo sẽ cần phê duyệt của cổ đông trước khi thực hiện dự án này.

Chúng tôi cũng lưu ý HSG gần đây đã được chấp thuận đầu tư cho dự án mở rộng nhà máy thép Hoa Sen Nhơn Hội – Bình Định, với quy mô công suất đạt 350.000 tấn/năm và tổng vốn đầu tư là 2,3 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng dự án này sẽ được triển khai trong năm nay.

**Tái cấu trúc Hoa Sen Home và Nhựa Hoa Sen:**

**Mảng kinh doanh phân phối vật liệu xây dựng và nội thất – Hoa Sen Home:** Tập đoàn Hoa Sen đặt kế hoạch thành lập CTCP Hoa Sen Home như một công ty con trong giai đoạn 2025 – 2027, với hơn 99% quyền sở hữu. Trong 5 năm tới, CTCP Hoa Sen Home sẽ dần tiếp nhận hệ thống Hoa Sen Home từ Tập đoàn và đi vào hoạt động ổn định. Công ty dự kiến tiếp tục hoàn thiện lộ trình phát hành cổ phiếu ra đại chúng và niêm yết cổ phiếu của CTCP Hoa Sen Home khi điều kiện trở nên thuận lợi hơn, và trình phê duyệt cổ đông. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu doanh thu Hoa Sen Home sẽ tăng từ 13 nghìn tỷ đồng lên 15 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và 33 nghìn tỷ đồng trước năm 2030, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 11,1%.

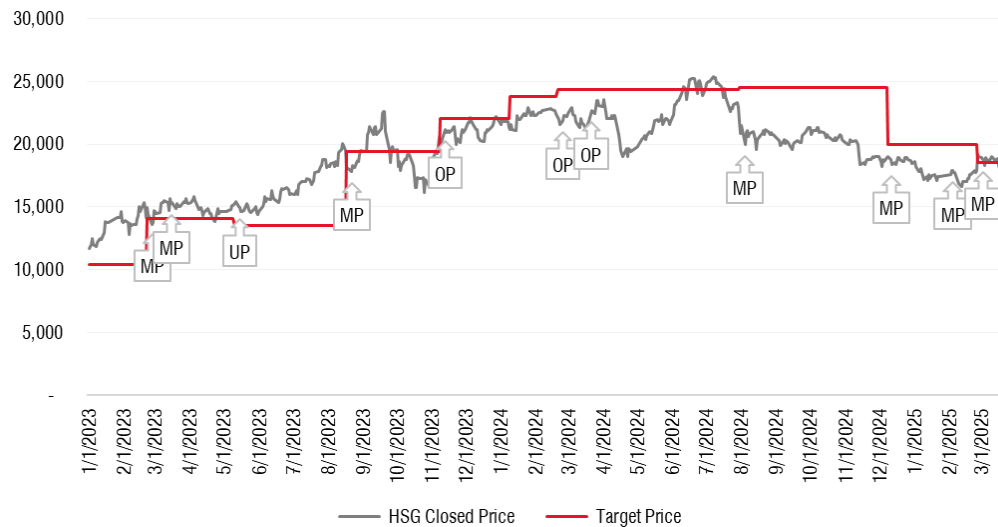
**Kế hoạch mua lại cổ phiếu quý:** HSG đề xuất kế hoạch mua lại khoảng 50 – 100 triệu cổ phiếu (tương đương 8,1% - 16,2% số cổ phiếu đang lưu hành) nhằm bảo vệ lợi ích của cổ đông trong bối cảnh thị trường chứng khoán diễn biến phức tạp. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo chia sẻ kế hoạch này sẽ còn phụ thuộc vào giá cổ phiếu.

## Quan điểm của chúng tôi

Chúng tôi duy trì giả định về sản lượng: tổng sản lượng dự kiến đạt 1,95 triệu tấn trong NĐTC 2025 (+2% svck), nhưng giảm giả định giá bán bình quân năm 2025 xuống 0,5% (còn 20,4 triệu đồng/tấn). Trong đó, sản lượng nội địa đạt 1 triệu tấn (+9% svck) trong khi xuất khẩu đạt 900 nghìn tấn (-5% svck). Theo đó, chúng tôi giảm ước tính LNST giai đoạn 2025 – 2026 còn 604 tỷ đồng (tăng 18,6% svck, nhưng thấp hơn ước tính trước của chúng tôi là 699 tỷ đồng).

Từ đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 18.000 đồng/cổ phiếu (từ 20.000 đồng/cổ phiếu), và duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với HSG, do triển vọng ngành yếu và hệ số P/E và EV/EBITDA dự phóng 2025 vẫn ở mức cao, lần lượt là 18x và 7,2x.

## Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	597	602	1.416	2.335
+ Đầu tư ngắn hạn	26	30	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.328	2.986	2.722	2.849
+ Hàng tồn kho	7.613	9.704	8.877	9.281
+ Tài sản ngắn hạn khác	701	844	846	885
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.265</b>	<b>14.166</b>	<b>13.861</b>	<b>15.351</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	143	215	220	230
+ GTCL Tài sản cố định	5.020	4.111	3.624	3.103
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	530	664	664	664
+ Đầu tư dài hạn	1	1	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	389	407	395	413
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>6.083</b>	<b>5.397</b>	<b>4.902</b>	<b>4.410</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17.347</b>	<b>19.563</b>	<b>18.763</b>	<b>19.761</b>
+ Nợ ngắn hạn	6.553	8.633	7.229	7.558
Trong đó: vay ngắn hạn	2.936	5.364	3.890	4.067
+ Nợ dài hạn	16	16	16	16
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0	0
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>6.569</b>	<b>8.649</b>	<b>7.244</b>	<b>7.574</b>
+ Vốn góp	6.160	6.160	6.160	6.160
+ Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
+ Lợi nhuận chưa phân phối	4.367	4.528	5.133	5.802
+ Quỹ khác	94	67	67	67
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.778</b>	<b>10.912</b>	<b>11.517</b>	<b>12.186</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.347</b>	<b>19.562</b>	<b>18.761</b>	<b>19.760</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.866	-1.418	2.787	1.242
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-350	-721	-499	-500
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.251	2.142	-1.474	177
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>265</b>	<b>4</b>	<b>814</b>	<b>919</b>
Tiền đầu kỳ	330	597	602	1.416
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>597</b>	<b>602</b>	<b>1.416</b>	<b>2.335</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,72	1,64	1,92	2,03
Hệ số thanh toán nhanh	0,45	0,42	0,57	0,69
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,10	0,07	0,20	0,31
Nợ ròng / EBITDA	2,10	2,13	1,92	1,05
Khả năng thanh toán lãi vay	1,78	5,07	6,55	6,87
Ngày phải thu	17,5	19,2	21,0	20,8
Ngày phải trả	25,1	27,2	24,2	23,9
Ngày tồn kho	95,7	90,2	95,9	89,6
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,62	0,56	0,61	0,62
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,38	0,44	0,39	0,38
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,61	0,79	0,63	0,62
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,27	0,49	0,34	0,33
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,27	0,49	0,34	0,33

Nguồn: HSG, SSI dự báo

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>31.651</b>	<b>39.272</b>	<b>39.909</b>	<b>41.778</b>
Giá vốn hàng bán	-28.593	-35.018	-35.365	-36.977
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.058</b>	<b>4.253</b>	<b>4.544</b>	<b>4.801</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	233	342	319	334
Chi phí tài chính	-314	-254	-260	-272
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2.477	-3.345	-3.392	-3.551
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-398	-496	-503	-526
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>102</b>	<b>500</b>	<b>708</b>	<b>786</b>
Thu nhập khác	50	41	48	50
Lợi nhuận trước thuế	152	541	756	836
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>28</b>	<b>510</b>	<b>605</b>	<b>669</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>28</b>	<b>510</b>	<b>605</b>	<b>669</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	46	828	982	1.086
Giá trị sổ sách (VND)	17.472	17.689	18.671	19.757
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	500	500	0	0
EBIT	347	674	892	978
EBITDA	1.478	1.664	1.879	1.999
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-36,3%	24,1%	1,6%	4,7%
EBITDA	-17,9%	12,6%	13,0%	6,4%
EBIT	-45,8%	94,1%	32,4%	9,7%
Lợi nhuận ròng	-88,7%	1697,9%	18,6%	10,6%
Vốn chủ sở hữu	-1,0%	1,2%	5,5%	5,8%
Vốn điều lệ	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	1,9%	12,8%	-4,1%	5,3%
<b>Định giá</b>				
P/E	435,0	33,7	18,6	16,9
P/B	1,1	1,6	1,0	0,9
Giá/Doanh thu	0,4	0,4	0,3	0,3
Tỷ suất cổ tức	2,5%	1,8%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	9,9	13,2	7,3	6,9
EV/Doanh thu	0,5	0,6	0,3	0,3
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,7%	10,8%	11,4%	11,5%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	0,9%	1,6%	2,1%	2,2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,1%	1,3%	1,5%	1,6%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	7,8%	8,5%	8,5%	8,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
ROE	0,3%	4,7%	5,4%	5,6%
ROA	0,2%	2,8%	3,2%	3,5%
ROIC	0,5%	4,2%	4,5%	4,9%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Phân tích

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

### Phân tích Ngành Thép

#### Nguyễn Hoàng Giang

Trưởng phòng Phân tích

giangnh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702