

CÔNG TY CỔ PHẦN TÔN HOA SEN (HOSE: HSG)

Vị thế dẫn đầu ngành tôn mạ, đi tìm công thức tăng trưởng

Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh (P/B, P/S), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu HSG ở mức 24.000 đồng, kết hợp với cổ tức tiền mặt 500 đồng/cp, mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 27%.

Vị thế số một trong ngành tôn mạ trong bối cảnh giá thép hồi phục: Nhờ lợi thế về thương hiệu lâu đời, công suất nhà máy lớn và hệ thống phân phối phủ khắp, HSG đã duy trì được mức thị phần số một ngành tôn mạ (29%) trong suốt nhiều năm qua. Cùng với kỳ vọng chu kỳ giá thép sẽ hồi phục từ 2025, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế (LNST) của HSG giai đoạn 2025-2029 sẽ đạt mức tăng trưởng CAGR 11%.

Mô hình Hoa Sen Home – Chiến lược khác biệt của HSG với tiềm năng lớn

- Chuỗi cửa hàng và siêu thị vật liệu xây dựng (VLXD) Hoa Sen Home là động lực tăng trưởng doanh thu trong dài hạn của HSG khi Công ty không có kế hoạch mở rộng công suất nhà máy. Bên cạnh những lợi thế của mô hình bán lẻ (biên lợi nhuận tốt, mức định giá cao hơn...), Hoa Sen Home được kỳ vọng có thể giải quyết nhiều vấn đề hiện tại của thị trường bán lẻ VLXD tại Việt Nam.
- Cùng với mức P/S 2x cho định giá ngắn hạn Hoa Sen Home, chúng tôi kỳ vọng mô hình này sẽ đóng góp thêm khoảng 10-15% doanh thu cho HSG từ các mảng sản phẩm thương mại mới.

Rủi ro

- Sản lượng xuất khẩu phục hồi chậm hơn mức dự phóng 5% trong kịch bản cơ sở của chúng tôi do còn nhiều rủi ro trong các chính sách bảo hộ, quy định phát thải (CBAM)... từ các thị trường chính của HSG.
- Các sản phẩm thương mại mới, đặc biệt là những sản phẩm mang thương hiệu của Hoa Sen sẽ cần thời gian để tăng nhận diện thương hiệu với khách hàng, điều này có thể ảnh hưởng đến doanh thu dự phóng của Hoa Sen Home. Ngoài ra, chi phí vận hành lớn trong thời gian đầu có thể khiến biên lợi nhuận không đạt mức kỳ vọng.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	48.727	49.711	31.651	39.272	38.054	42.857
Tăng trưởng (%)	77%	2%	-36%	24%	-3%	13%
EBIT	4.906	323	58	302	731	1.068
LNST	4.314	251	30	515	853	1.127
Tăng trưởng (%)	274%	-94%	-88%	1615%	66%	32%
Biên ròng (%)	9%	1%	0%	1%	2%	3%
ROA (%)	19%	1%	0%	3%	4%	6%
ROE (%)	50%	2%	0%	5%	8%	10%
EPS cơ bản (VND)	8.741	420	49	835	1.380	1.830
GTSS (VND)	21.917	18.171	17.475	17.697	18.510	19.736
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1	0	499	499	499
P/E (x)	1,5	-10,9	13,2	17,6	17,3	13,1
P/BV (x)	0,6	1,2	1,0	0,9	1,3	1,2

Nguồn: HSG, CTCK Rong Viet. Dựa trên giá đóng cửa ngày 19/09/2025.

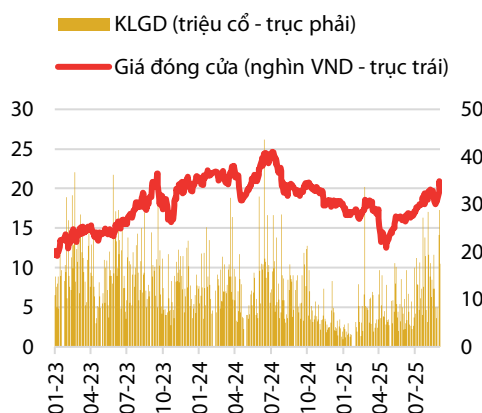
MUA

+27%

Giá thị trường (VND)	19.300
Giá mục tiêu (VND)	24.000
Cổ tức tiền mặt dự kiến (VND)	VND 500

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Nguyên vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.606
SLCPDLH (triệu cp)	621
Beta	1,2
Free Float (%)	76
Giá cao nhất 52 tuần	22.000
Giá thấp nhất 52 tuần	12.400
KLGD bình quân 20 phiên	216



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
HSG	26,6	2,7	6,9
VN30 Index	34,1	41,5	53,7
VN-Index	28,9	32,1	39,8

Cổ đông lớn (%)

Lê Phước Vũ	16,96
Amersham	1,99
Dragon Capital	1,17
Khác	79,88
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	38,22

Trần Thái Dương

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1524

duong.tt@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

Kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF và định giá so sánh (P/B, P/S), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của cổ phiếu HSG là 24.000 đồng/cp.

ĐỊNH GIÁ HSG BẰNG PHƯƠNG PHÁP SOTP

Phương pháp	Chỉ số	NPV (tỷ đồng)	Tỷ trọng
Chiết khấu dòng tiền	FCFF	24.828	50%
Định giá so sánh	P/B & P/S	23.108	50%
Giá mục tiêu		24.000	

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Chúng tôi sử dụng mức EV/EBITDA 6 lần cho giá trị cuối cùng của HSG vào cuối giai đoạn dự phóng dựa trên kỳ vọng thị trường sẽ định giá cao hơn đối với mô hình bán lẻ Hoa Sen Home so với mảng sản xuất truyền thống. Cụ thể các giả định được trình bày tại bảng dưới:

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2029	11%	Thời gian dự phóng	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	18%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	18.832
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,5%	+ Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá	689
Lãi suất phi rủi ro	2,7%	- Nợ	4.228
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,35%	Giá trị vốn chủ sở hữu	15.294
Beta	1,15	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	615,98
Exit EV/EBITDA	6	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	24.828

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HSG trên mỗi Cổ phiếu (VND)

		Exit EV/EBITDA				
		5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
WACC	8,97%	22.652	24.785	26.919	29.052	31.186
	9,97%	21.747	23.798	25.848	27.899	29.950
	10,97%	20.884	22.856	24.828	26.800	28.772
	11,97%	20.062	21.959	23.856	25.753	27.650
	12,97%	19.278	21.104	22.929	24.755	26.580

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Định giá mảng truyền thống (sản xuất thép & nhựa) bằng phương pháp P/B

Với mảng sản xuất thép và nhựa truyền thống, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/B do: 1/ Chỉ số này phù hợp với các doanh nghiệp sản xuất có tính chu kỳ (lợi nhuận biến động mạnh) và 2/ Giả định mảng truyền thống của HSG ổn định trong giai đoạn dự phóng. Mức P/B được sử dụng là 1,1 lần – cao hơn mức trung bình các doanh nghiệp trong ngành với kỳ vọng Công ty sẽ được định giá cao hơn trong chu kỳ hồi phục.

Bảng 2: Các doanh nghiệp sản xuất thép sử dụng để so sánh

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần 2024 (triệu USD)	EBITDA 2024 (triệu USD)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	P/E 2024	P/B 2024
Huyn dai Steel (Hàn Quốc)	1.873	17.033	5,4	6,0	-0,0	n/a	0,1
Jiangsu Shagang (Trung Quốc)	1.881	2.002	81,3	4,7	1,1	89,4	0,9
Kyoei Steel (Nhật Bản)	545	920	158	11,9	3,3	7,6	0,2
SeAH Steel (Hàn Quốc)	228	1.327	1,36	16,5	7,6	2,5	0,3
NKG (Việt Nam)	191	879	42,5	8,9	2,2	10,1	0,8
Trung bình P/B giai đoạn 2019-2024			0,8				
Trung vị P/B giai đoạn 2019-2024			0,4				

Định giá Hoa Sen Home bằng phương pháp P/S

Chúng tôi sử dụng mức P/S 2 lần cho doanh thu dự phóng năm 2025 của Hoa Sen Home, thấp hơn mức trung bình của ngành và phù hợp với triển vọng hiện tại của Hoa Sen Home. Quý nhà đầu tư có thể tham khảo độ nhạy về các giả định định giá Hoa Sen Home trong bảng 4.

Bảng 3: Các doanh nghiệp bán lẻ vật liệu xây dựng sử dụng để so sánh

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần 2024 (triệu USD)	EBITDA 2024 (triệu USD)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	P/E 2024	P/S 2024
Home Depot (Mỹ)	409.508	159.514	26.948	33,4	9,3	27,6	2,5
MR DIY (Malaysia)	3.914	1.019	256	45,8	12,2	30,7	3,7
Home Pro (Thái Lan)	3.598	1.928	347	26,8	9,6	19,2	1,8
Siam Global House (Thái Lan)	2.104	920	121	26,2	7,3	30,4	2,2
DOHOME (Thái Lan)	831	879	65	17,1	2,2	42,1	0,9
Caturkarda Depo (Indonesia)	103	177	9	19,8	3,4	17,7	0,6
Trung bình P/S giai đoạn 2019-2024			2,5				
Trung vị P/S giai đoạn 2019-2024			2,4				

Bảng 4: Bảng độ nhạy Giá trị Vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu của HSG theo phương pháp so sánh (tỷ VND)

		P/B Mạng truyền thống				
		0,9	1	1,1	1,2	1,3
P/S Hoa Sen Home	1	17.888	19.698	21.508	23.318	25.128
	1,5	18.688	20.498	22.308	24.118	25.928
	2	19.488	21.298	23.108	24.918	26.728
	2,5	20.288	22.098	23.908	25.718	27.528
	3	21.088	22.898	24.708	26.518	28.328

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Sau đây, chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu HSG, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

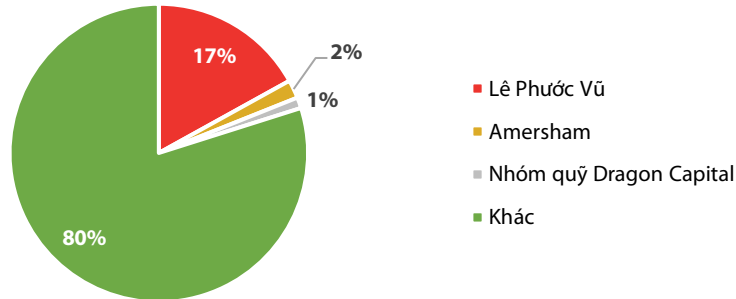
MỤC LỤC	
A. Phân tích chuỗi giá trị doanh nghiệp	Tham khảo trang 5
1. Tổng quan doanh nghiệp	Tham khảo trang 5
2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi	Tham khảo trang 5
2.1. Tôn mạ và ống thép	Tham khảo trang 6
2.2. Ống nhựa	Tham khảo trang 9
B. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029	Tham khảo trang 11
PHỤ LỤC – TRIỂN VỌNG VỀ SẢN LƯỢNG NGÀNH THÉP	Tham khảo trang 18
PHỤ LỤC - CƠ HỘI TỪ CHU KỲ HỒI PHỤC CỦA GIÁ THÉP	Tham khảo trang 22
PHỤ LỤC - HOA SEN HOME – CHIẾN LƯỢC KHÁC BIỆT CỦA HSG VỚI TIỀM NĂNG LỚN	Tham khảo trang 24
PHỤ LỤC - DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG ỐNG NHỰA GIAI ĐOẠN 2022-2025	Tham khảo trang 29
PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC SẢN XUẤT THÉP VÀ BÁN LẺ VLXD	Tham khảo trang 30
PHỤ LỤC - PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029	Tham khảo trang 32

PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP (quay lại trang 4)

1. Tổng quan doanh nghiệp (quay lại trang 4)

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG) được thành lập vào năm 2001 với vốn điều lệ là 30 tỷ đồng, hoạt động kinh doanh chính là sản xuất và thương mại các sản phẩm về thép (chủ yếu là tôn mạ). Năm 2004, Công ty đưa vào hoạt động dây chuyền sản xuất tôn mạ màu đầu tiên với công suất 45 nghìn tấn/năm. Tính đến năm 2024, tổng công suất thiết kế các dây chuyền của Tập đoàn đạt 5,5 triệu tấn/năm, trong đó công suất thép cán nguội và tôn mạ lần lượt đạt 2 triệu tấn/năm và 2,7 triệu tấn/năm. Hiện tại, HSG được sở hữu phần lớn bởi cá nhân trong nước (75%), trong đó Chủ tịch HĐQT – ông Lê Phước Vũ đang là cổ đông lớn nhất với 16,96% cổ phần. Nhóm tổ chức nước ngoài chiếm khoảng 19% cổ phần, bao gồm một số cổ đông lớn như Amersham (1,99%), Nhóm quỹ Dragon Capital (1,77%)...

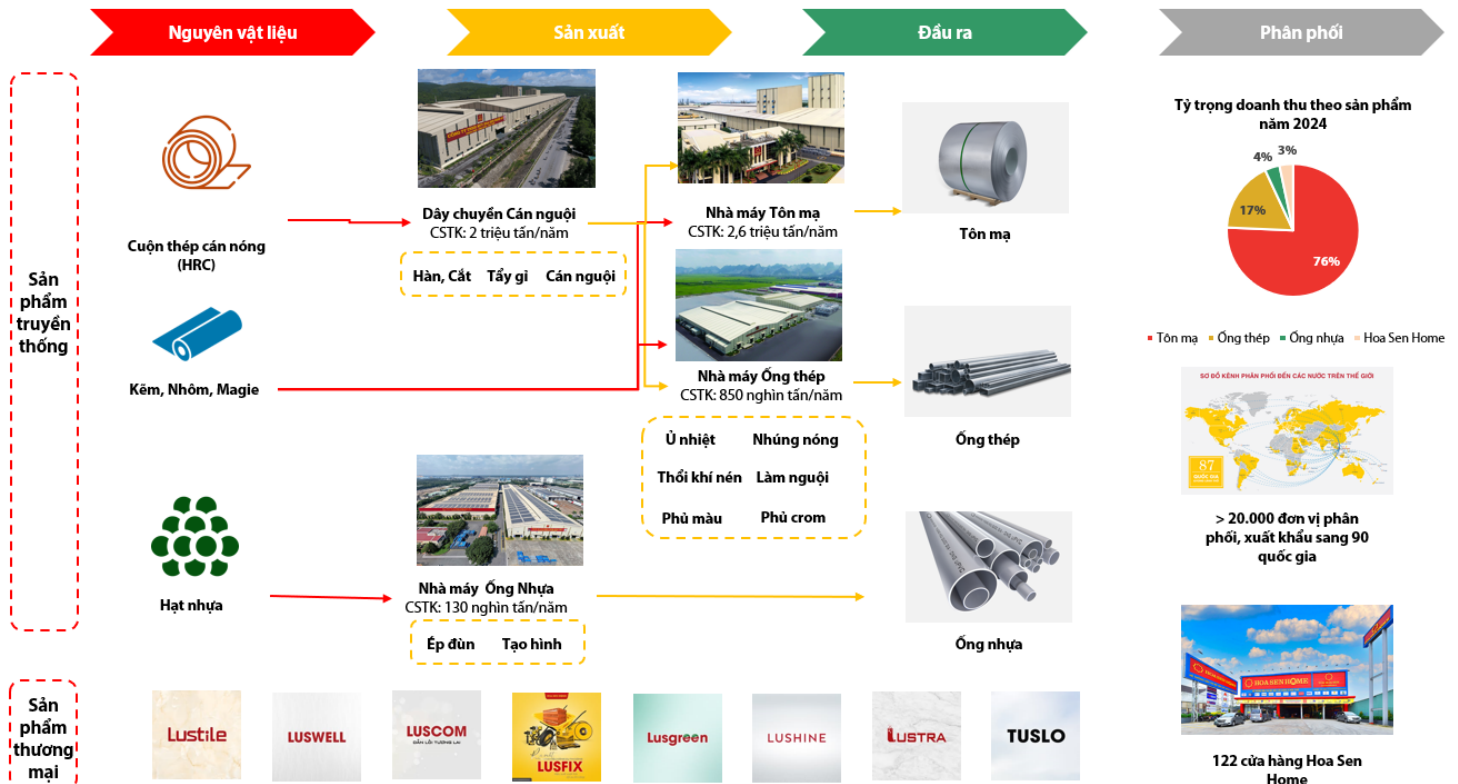
Hình 1: Cơ cấu cổ đông của HSG



Nguồn: HSG, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi (quay lại trang 4)

Hình 2: Chuỗi giá trị của HSG



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

2.1. Tôn mạ và ống thép ([quay lại trang 4](#))

2.1.1. Đầu vào

Nguyên liệu chính để sản xuất tôn mạ và ống thép là thép cuộn cán nóng HRC (chiếm khoảng 80% giá vốn). Nguồn cung HRC của ngành tôn mạ Việt Nam chủ yếu đến từ Trung Quốc và hai doanh nghiệp nội địa là HPG và Formosa. Tuy nhiên, với việc HRC Trung Quốc tiếp tục chịu mức thuế bảo hộ theo kết luận mới nhất từ vụ việc AD20 vào tháng 7/2025, HRC nội địa dự kiến sẽ trở thành nguồn cung chính cho hoạt động sản xuất thép của HSG. Các giả định chi tiết về giá HRC được trình bày tại [trang 22](#).

2.1.2. Sản xuất

HSG có công suất sản xuất thiết kế tôn mạ lớn nhất Việt Nam và hiện không có kế hoạch mở rộng sản xuất thép.

Hoa Sen hiện có tổng cộng 10 nhà máy với 2 nhà máy đặt tại miền Bắc, 2 nhà máy tại miền Trung và 6 nhà máy tại miền Nam. Tổng công suất thiết kế của Công ty trong giai đoạn 2019-2024 không có nhiều biến động, lần lượt đạt 2.430, 850 và 130 nghìn tấn cho các loại sản phẩm tôn mạ, ống thép và ống nhựa. Trong đó, nhà máy tôn Hoa Sen Phú Mỹ với tổng công suất thiết kế 1,2 triệu tấn là nhà máy lớn nhất của HSG và cũng là một trong những nhà máy tôn có quy mô lớn nhất Đông Nam Á.

Bảng 5: Hệ thống các nhà máy của HSG

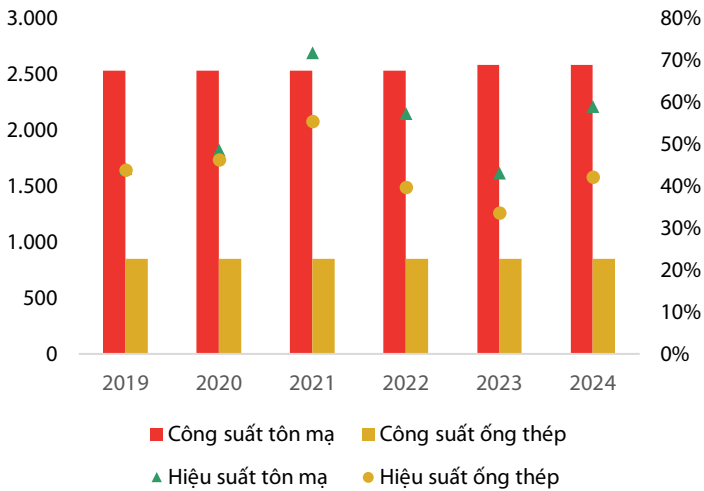
Khu vực	Nhà máy	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Công suất (tấn/năm)
Bắc	Ống kẽm Hoa Sen Yên Bái	8,7	- Ống thép	82.800
	Hoa Sen Hà Nam	20,5	- Ống thép	217.800
Trung	Hoa Sen Nghệ An	35	- Cán nguội	700.000
			- Tôn mạ	800.000
			- Tôn phủ màu	240.000
Nam	Hoa Sen Nam Cấm	9,4	- Ống thép	120.000
	Hoa Sen Bình Định	13,8	- Ống thép	100.000
			- Cán nguội	800.000
	Hoa Sen Nhơn Hội	21,8	- Cán nguội	350.000
			- Tôn mạ	430.000
			- Tôn phủ màu	195.000
	Nhựa Hoa Sen	10,8	- Ống nhựa	129.691
	Ống thép mạ kẽm nhúng nóng Hoa Sen Phú Mỹ	9,3	- Ống thép	332.040
			- Ống thép mạ kẽm nhúng nóng	85.000
	Tôn Hoa Sen Phú Mỹ	16,6	- Tôn mạ	1.200.000
			- Tôn phủ màu	330.000

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hiệu suất sản xuất các nhà máy của HSG giai đoạn 2019-2024 dao động từ 47%-76% với sản phẩm tôn mạ (tăng cao năm 2021 nhờ bán hàng thuận lợi) và từ 30%-46% đối với ống thép. So sánh với NKG và GDA, hiệu suất sản xuất tôn mạ của HSG còn khá thấp do các nhà máy có quy mô lớn; vì vậy, hiện Công ty không có kế hoạch mở rộng thêm công suất đối với các sản phẩm thép. Đối với ống nhựa, nhà máy

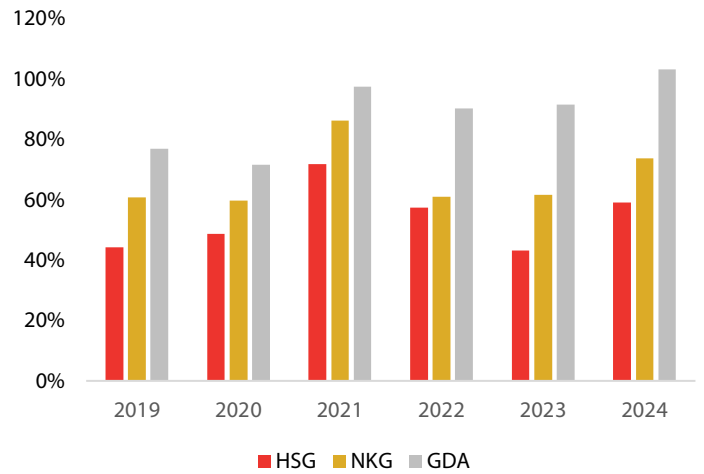
nhựa Hoa Sen Phú Mỹ (Bà Rịa-Vũng Tàu) có công suất 130 nghìn tấn/năm và hiện đang chạy ở mức ổn định ~5.000 tấn/tháng, tương ứng hiệu suất ~25-35%.

Hình 3: Công suất thiết kế (LHS, nghìn tấn) và hiệu suất sản xuất (RHS) các nhà máy của HSG



Nguồn: HSG, VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 4: So sánh hiệu suất sản xuất của các doanh nghiệp tôn mạ



Nguồn: HSG, VSA, CTCK Rồng Việt

2.1.3. Đầu ra

Lợi thế về thương hiệu và kênh phân phối

Sản phẩm chính của Hoa Sen là tôn mạ và ống thép mạ dùng chủ yếu cho hoạt động xây dựng (xây dựng dân dụng, nhà xưởng...).

Bên cạnh lợi thế về thương hiệu lâu đời, Hoa Sen còn sở hữu một hệ thống phân phối rộng, bao gồm hơn 550 cửa hàng và khoảng 21 nghìn đơn vị phân phối. Tập đoàn còn đang thực hiện chuyển đổi các cửa hàng và nhà phân phối truyền thống sang mô hình siêu thị và bán lẻ vật liệu xây dựng Hoa Sen Home – một hướng đi mới trong ngành bán lẻ vật liệu xây dựng Việt Nam với nhiều tiềm năng trong tương lai (chi tiết trang).

Bảng 6: So sánh hệ thống phân phối của một số doanh nghiệp sản xuất và thương mại vật liệu xây dựng

	Cửa hàng/Showroom	Nhà phân phối	Đại lý/Đơn vị bán lẻ
HSG	122	450	21.000
GDA	0	1.700	0
Hamaco	0	0	1.000
Rita Võ	29	2	0
Viglacera	11	95	12.200
Nanoco	1	1.300	6.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hoa Sen là doanh nghiệp có thị phần số một về tôn mạ và số hai về ống thép (sau HPG)

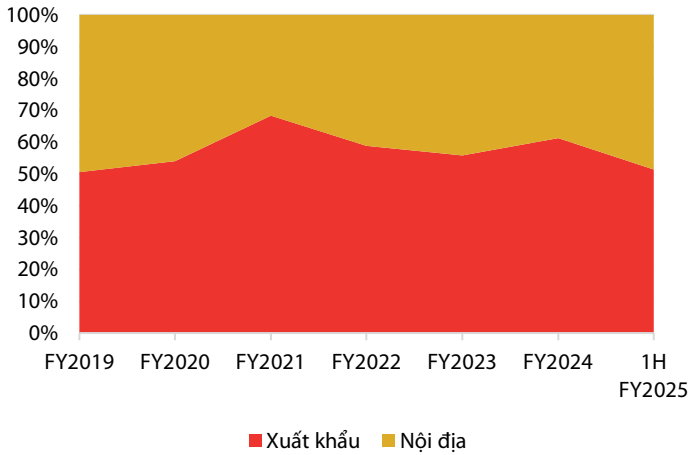
Hoa Sen cung cấp các sản phẩm tôn mạ (kẽm, nhôm, hợp kim), ống thép (hộp, tròn) và ống thép mạ kẽm. Trong giai đoạn 2019-2024, tổng thị phần tôn mạ và ống thép của HSG tại cả hai kênh xuất nhập khẩu được lần lượt giao động ở mức 29% và 16%, tương ứng vị thế số một và số hai toàn ngành.

Hình 5: Một số sản phẩm thép của HSG

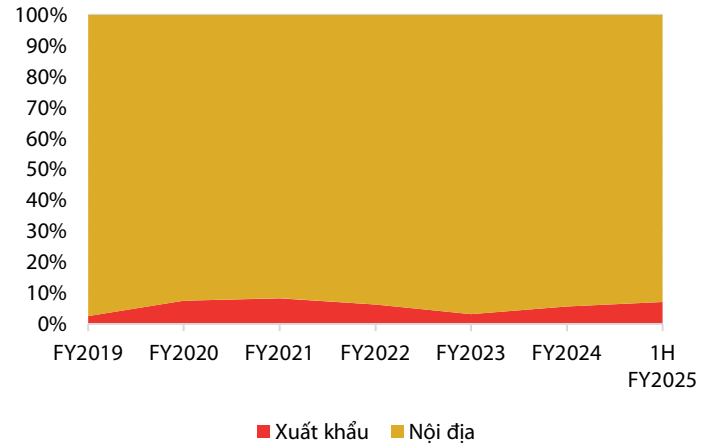


Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tỷ trọng sản lượng bán tôn mạ của HSG theo thị trường

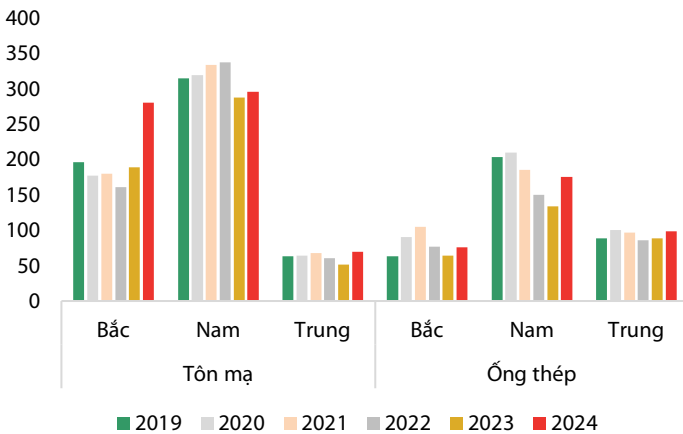


Hình 7: Tỷ trọng sản lượng bán ống thép của HSG theo thị trường



Nguồn: HSG, VSA, CTCK Rồng Việt

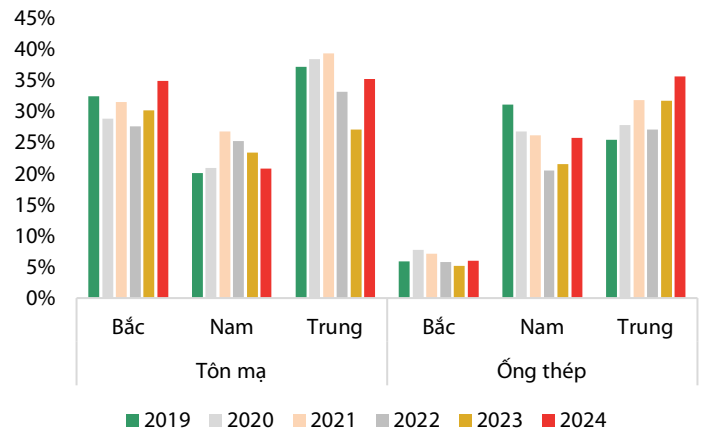
Hình 8: Sản lượng bán hàng của HSG tại thị trường nội địa, giai đoạn 2019-2024 (nghìn tấn)



Nguồn: HSG, VSA, CTCK Rồng Việt

Nguồn: HSG, VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Thị phần của HSG tại thị trường nội địa, giai đoạn 2019-2024



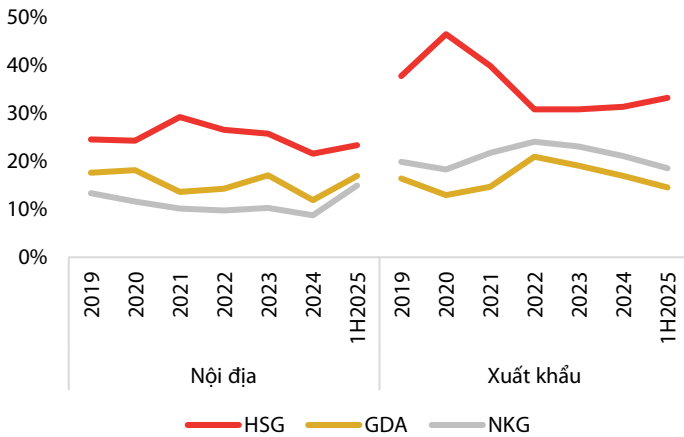
Nguồn: HSG, VSA, CTCK Rồng Việt

Thị trường nội địa: Về tôn mạ, ~90% sản lượng nội địa của HSG tập trung tại miền Bắc và miền Nam. Trong năm 2024, tỷ trọng tiêu thụ tôn mạ ở miền Bắc tăng lên mức 43% (+7% YoY, cao hơn mức ~30% giai đoạn trước đó), đồng thời nâng thị phần tại thị trường này lên mức 35% (+500 bps YoY). Về ống thép, ~50% sản lượng tập trung tại thị trường miền Nam – chiếm khoảng 20-26% thị phần. Đối với thị trường miền Bắc, mặc dù thị trường này có nhu cầu tiêu thụ lớn hơn, thị phần của HSG chỉ chiếm khoảng 5-8%.

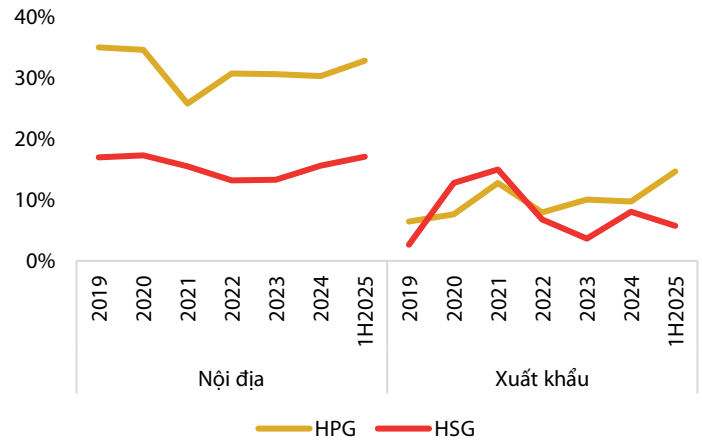
Thị trường xuất khẩu (chủ yếu là tôn mạ): Thị trường xuất khẩu của HSG khá đa dạng với khoảng 90 quốc gia tiêu thụ trên toàn thế giới, trong đó chiếm phần lớn là các nước Đông Nam Á, Châu Âu và Mỹ. Tuy nhiên, với xu hướng bảo hộ ngành thép của các quốc gia trên thế giới, các doanh nghiệp tôn mạ, trong đó bao gồm HSG đang dần tập trung hơn vào thị trường nội địa.

Nhờ lợi thế về kênh phân phối và chất lượng sản phẩm, tôn mạ của Hoa Sen luôn giữ được thị phần tốt trong khi giá bán được duy trì cao hơn các đối thủ cạnh tranh khoảng 5-10%.

Hình 10: Thị phần tôn mạ HSG

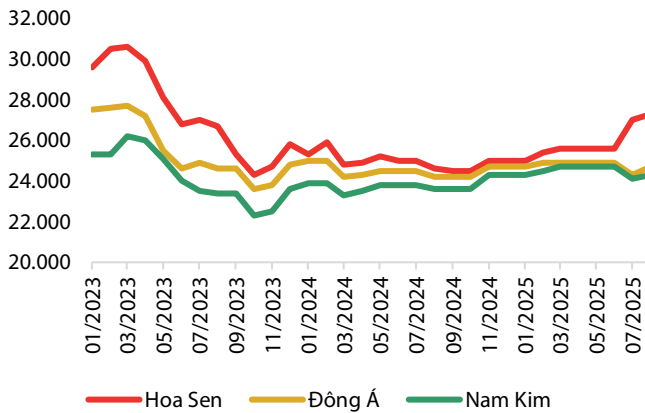


Hình 11: Thị phần ống thép HSG



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

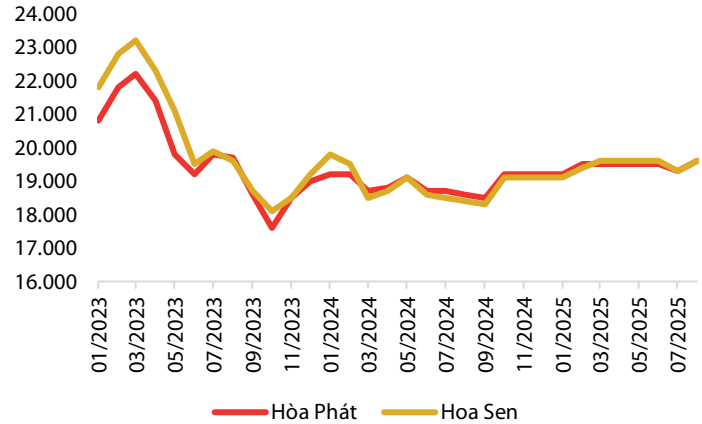
Hình 12: Giá bán tham khảo tôn lạnh AZ100 0,35mm (miền Nam, kho người bán) của HSG (đồng/kg)



Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Giá bán tham khảo ống thép mạ kẽm 1,0mm (miền Nam, kho người bán) của HSG (đồng/kg)



Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

2.2. Ống nhựa ([quay lại trang 4](#))

Đầu vào: Tương tự mảng thép, chi phí đầu vào của mảng nhựa của HSG chủ yếu là nguyên vật liệu, cụ thể là hạt nhựa (PVC, HDPE...). Do công suất nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu, hạt nhựa chủ yếu được nhập khẩu (PVC: Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan; PE: Hàn Quốc, Ả Rập Xê Út, Thái Lan...). Nhìn chung với diễn biến giá bán ống nhựa không quá biến động, giá hạt nhựa sẽ là yếu tố chính ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp mảng này của HSG.

Công suất sản xuất ổn định. Quy trình sản xuất ống nhựa nhìn chung khá đơn giản với công nghệ sử dụng phổ biến là ép đùn (nung chảy hạt nhựa và sau đó tạo hình). Nhà máy sản xuất nhựa của HSG hiện được đặt tại Phú Mỹ, Vũng Tàu với công suất thiết kế khoảng 130 nghìn tấn/năm, sử dụng công nghệ sản xuất từ hãng Battenfeld – Cincinnati (Đức). Nhà máy ống nhựa của HSG chạy khá ổn định với sản lượng khoảng 5.000 tấn/tháng (tương ứng với hiệu suất khoảng 40%/năm).

Đầu ra: Ống nhựa Hoa Sen lấy lại thị phần kể từ năm 2022.

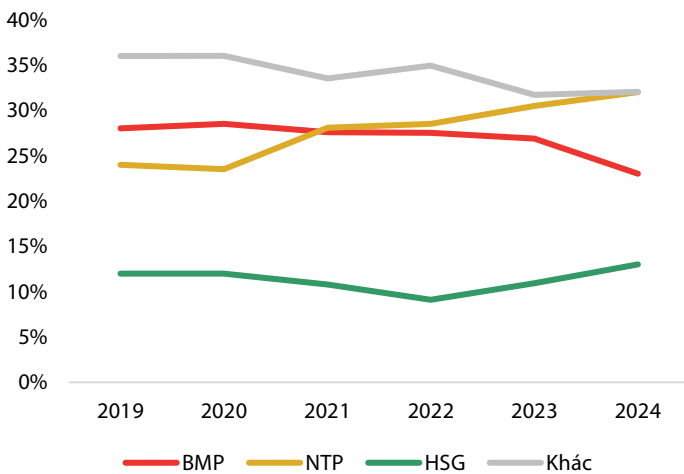
HSG cung cấp các sản phẩm ống nhựa PVC-U, HDPE, PP-R và LDPE phục vụ cho hệ thống dẫn nước dân dụng và công nghiệp. Trong giai đoạn 2019-2024, ống nhựa Hoa Sen giữ vững vị thế số ba tại thị trường nội địa về thị phần (sau BMP và NTP). Kể từ năm 2022, thị phần của HSG dần hồi phục về mức 12% (tương tự xu hướng của nhựa Tiền Phong) nhờ chiến lược giá bán thấp và chính sách chiết khấu hấp dẫn cho các đại lý (cao hơn chục điểm % so với các đối thủ).

Hình 14: Một số sản phẩm nhựa của HSG



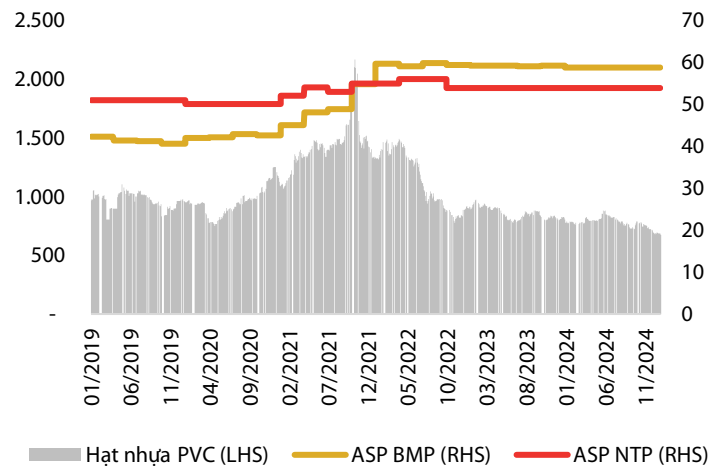
Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Thị phần ống nhựa Hoa Sen



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 16: Tương quan giá hạt nhựa PVC (USD/tấn) và giá bán ống nhựa trung bình của BMP (triệu đồng/tấn)

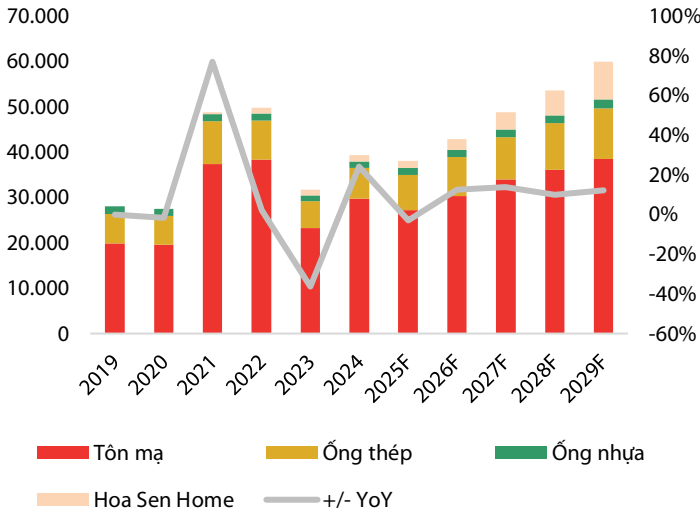


Nguồn: Bloomberg, BMP, NTP, CTCK Rồng Việt

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029 (quay lại trang 4)

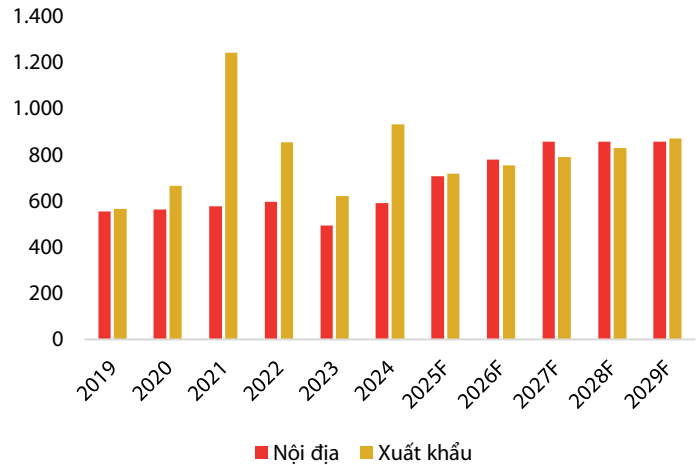
Doanh thu: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của HSG năm 2025 sẽ giảm nhẹ (+3,1% YoY) do sản lượng xuất khẩu giảm. Cho giai đoạn 2025-2029, ước tính doanh thu sẽ tăng trưởng với CAGR đạt 12% khi nhu cầu dần hồi phục và diễn biến giá bán thuận lợi khi giá HRC hồi phục.

Hình 17: Doanh thu thuần của HSG dự phóng (Tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Sản lượng bán hàng tôn mạ của HSG theo thị trường dự phóng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Mảng tôn mạ: Kỳ vọng sản lượng giai đoạn 2025-2029 đạt CAGR 9% với cơ cấu chuyển dịch sang thị trường nội địa.

Trong NĐTC 2024-2025: Với việc các nhà máy hiện hữu đang hoạt động ở mức hiệu suất trung bình và Công ty không có kế hoạch đầu tư mở rộng thêm, cùng với diễn biến bán hàng thực tế trong 9 tháng NĐTC 2024-2025, chúng tôi cho rằng chiến lược sắp tới của Tập đoàn sẽ là giữ vững thị phần hiện tại và tập trung đẩy mạnh kênh phân phối. Thị phần nội địa và xuất khẩu trong năm 2025 ước tính lần lượt đạt 21% và 40%, tương đương với sản lượng đạt 707 nghìn tấn (+20% YoY) và 716 nghìn tấn (-23% YoY).

Trong giai đoạn 2026-2029, với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của tôn mạ nội địa sẽ duy trì mức tăng trưởng ổn định, chúng tôi cho rằng HSG sẽ tăng được sản lượng bán hàng và cải thiện hiệu suất sản xuất hiện tại. Luận điểm chi tiết như sau:

- **Thị trường nội địa:** Với vị thế số một của HSG tại thị trường nội địa (thị phần trung bình đạt 25% giai đoạn 2019-2024) và chiến lược mở rộng tại thị trường phía Bắc, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ của HSG sẽ tăng trưởng 10% trong giai đoạn 2026-2027 (tương ứng mức tăng trưởng dự phóng của ngành ([tham khảo trang 18](#)), qua đó duy trì được thị phần và giữ 40%-45% tỷ trọng nội địa trong tổng sản lượng bán hàng. Sản lượng tiêu thụ sau đó được kỳ vọng sẽ chứng lại sau pha tăng trưởng do tính chu kỳ của ngành thép và đạt 870 nghìn tấn trong NĐTC 2028-2029.
- **Thị trường xuất khẩu:** Với các hoạt động điều tra điều tra chống bán phá giá và bảo hộ thương mại của các thị trường xuất khẩu chính (Hoa Kỳ, EU,...), chúng tôi cho rằng thị trường xuất khẩu sẽ tăng trưởng chậm hơn so với thị trường nội địa (CAGR 2025-2029 đạt 5% về sản lượng tiêu thụ). Chúng tôi kỳ vọng các chính sách bảo hộ sẽ được nới lỏng hơn trong giai đoạn 2026 trở về sau, khi nhu cầu hồi phục rõ ràng và sức ép từ thị trường thép Trung Quốc giảm ([tham khảo trang 19](#)).

Giá bán tôn mạ trung bình năm 2025 được kỳ vọng sẽ giảm 2,5% so với cùng kỳ dựa trên diễn biến 9 tháng NĐTC 2024-2025. Trong dài hạn, do giá vốn sản xuất phụ thuộc vào giá nguyên liệu chính là thép cuộn cán nóng (HRC, chiếm khoảng 80% giá vốn sản xuất), chúng tôi giả định giá bán sẽ có biến động tương đương với biến động của giá HRC, qua đó tăng với tốc độ 4%/năm trong giai đoạn 2026-2029 ([tham khảo trang 22](#)).

Mảng ống thép: Mức tăng trưởng kỳ vọng đạt 9,2%/năm do nhu cầu ổn định.

Trong NĐTC 2024-2025, sản lượng tiêu thụ ống thép của HSG tăng trưởng khá tốt (lũy kế 9 tháng đạt 311 nghìn tấn, +20% YoY), thuận lợi nhờ nhu cầu chủ yếu tại thị trường nội địa (không bị ảnh hưởng bởi kênh xuất khẩu). Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng bán hàng lũy kế cuối niên độ sẽ tăng trưởng 18% YoY và đạt 424 nghìn tấn.

Trong giai đoạn 2026-2029, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ mảng ống thép sẽ tăng trưởng 5%/năm, qua đó đạt 515 nghìn tấn vào niên độ tài chính 2028-2029 (tương ứng hiệu suất hoạt động đạt 60%).

Mảng nhựa: Kỳ vọng mức tăng trưởng CAGR đạt 6,4%.

Chúng tôi dự phóng doanh thu của Nhựa Hoa Sen sẽ tăng trưởng với tốc độ 6,4%/năm trong giai đoạn 2025-2029, hỗ trợ bởi 1/ Chu kỳ hồi phục của thị trường bất động sản, đặc biệt là mảng xây dựng nhà ở và 2/ Thị phần của HSG có dấu hiệu hồi phục kể từ năm 2022.

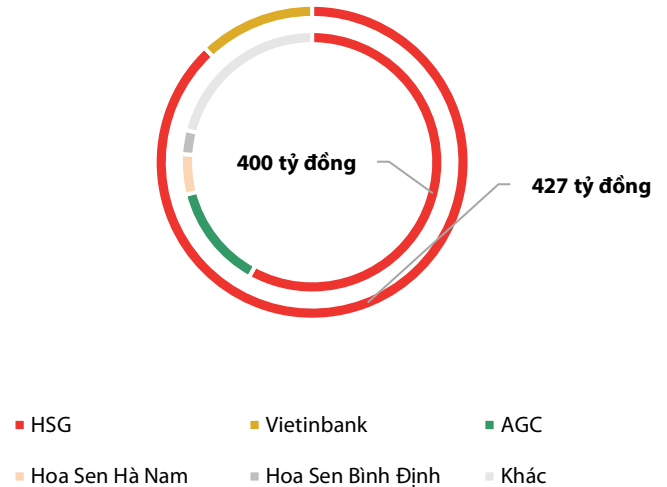
Hiện tại, Công ty đang có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu mảng nhựa để tập trung nguồn lực phát triển hệ thống Hoa Sen Home. HSG dự kiến sẽ phát hành khoảng 35 triệu cổ phần của Công ty cổ phần Nhựa Hoa Sen (HSN) cho nhà đầu tư chiến lược sau khi trả cổ tức cho công ty mẹ (từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối), qua đó chuyển HSN từ hình thức công ty con sang công ty liên kết. Do hiện chưa có thông tin chính thức, chúng tôi tạm thời chưa tách doanh thu mảng nhựa của HSG khỏi báo cáo tài chính hợp nhất trong mô hình định giá và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin.

Bảng 7: Kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu mảng nhựa Hoa Sen

Doanh nghiệp phát hành	Công ty cổ phần Nhựa Hoa Sen
Loại cổ phần	Phổ thông
Hình thức	Phát hành cho nhà đầu tư chiến lược
Mục đích	Bổ sung nguồn vốn cho Hoa Sen Home
Số lượng dự kiến phát hành	35 triệu cổ phần
Tổng số lượng sau khi phát hành	65 triệu cổ phần
Vốn điều lệ hiện tại	300 tỷ đồng

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Cơ cấu nợ vay (vòng ngoài) và phải trả người bán (vòng trong) của Nhựa Hoa Sen

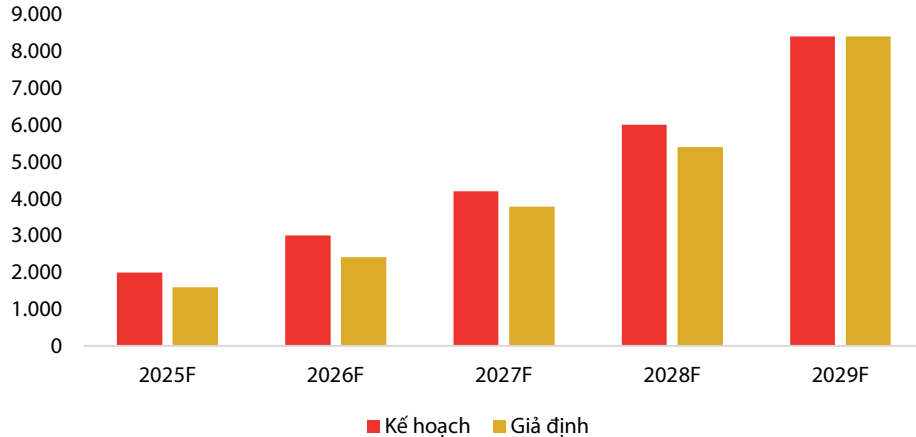


Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hoa Sen Home: Chúng tôi giả định doanh thu từ phân sản phẩm thương mại giai đoạn 2025-2029 của Hoa Sen Home sẽ đạt kế hoạch hiện tại của Công ty, qua đó ghi nhận mức tăng trưởng CAGR = 51% và đạt 8.400 tỷ đồng năm 2029.

Theo kế hoạch hiện tại, Hoa Sen Home sẽ tăng dần tỷ trọng các sản phẩm thương mại trong cơ cấu tổng doanh thu từng cửa hàng. Với triển vọng về mô hình này được trình bày chi tiết ở [trang 24](#), chúng tôi kỳ vọng Hoa Sen Home sẽ có thể đạt được các mục tiêu đã được đề ra trong kế hoạch hiện tại.

Hình 20: Doanh thu sản phẩm thương mại của Hoa Sen Home dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

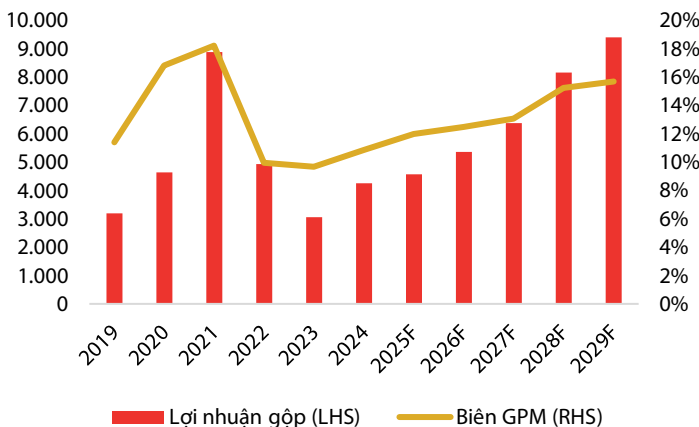
Lợi nhuận gộp

Mảng tôn mạ & ống thép: Giá HRC là sẽ là yếu tố chính để ước tính giá vốn hàng bán mảng tôn mạ & ống thép của HSG qua các năm (do nguyên liệu này chiếm phần lớn – 80% chi phí sản xuất). Các giả định về giá HRC được trình bày tại [trang 22](#), với kịch bản: 1/ Chu kỳ hồi phục của giá thép trong giai đoạn 2025-2028 và 2/ Công ty duy trì chính sách tồn kho thận trọng (số ngày tồn kho nguyên liệu trung bình khoảng 3,5 tháng). Ngoài ra, với ước tính các nhà máy tôn mạ sẽ dần hết khấu hao vào giai đoạn 2028-2029, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp (GPM) mảng tôn mạ và ống thép sẽ lần lượt tăng dần lên mức 15,3% và 12,8% trong giai đoạn 2025-2029.

Mảng nhựa: Với kỳ vọng giá hạt nhựa sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp ([tham khảo trang 29](#)), chúng tôi giả định biên gộp mảng nhựa của HSG sẽ được duy trì ở mức 22%.

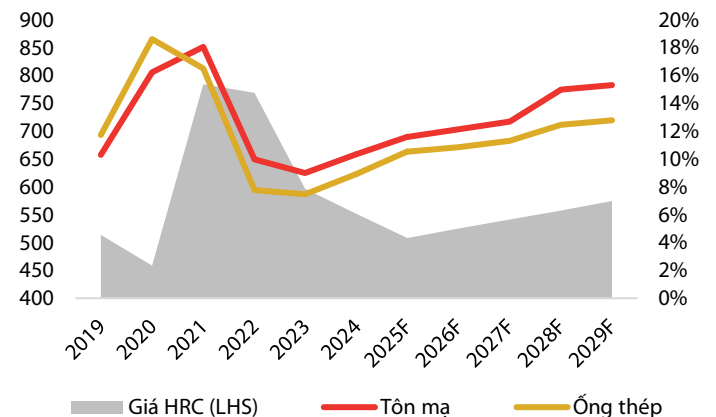
Hoa Sen Home: Biên gộp của mô hình bán lẻ VLXD được kỳ vọng sẽ tăng dần lên mức 20% vào năm 2029, hỗ trợ bởi: 1/ Hoa Sen Home tăng dần tỷ trọng các sản phẩm thương mại có biên lợi nhuận tốt và 2/ Công ty quản lý chi phí giá vốn hiệu quả hơn.

Hình 21: Lợi nhuận gộp của HSG (Tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Biên lợi nhuận gộp mảng thép của HSG so với giá HRC trung bình (USD/tấn)



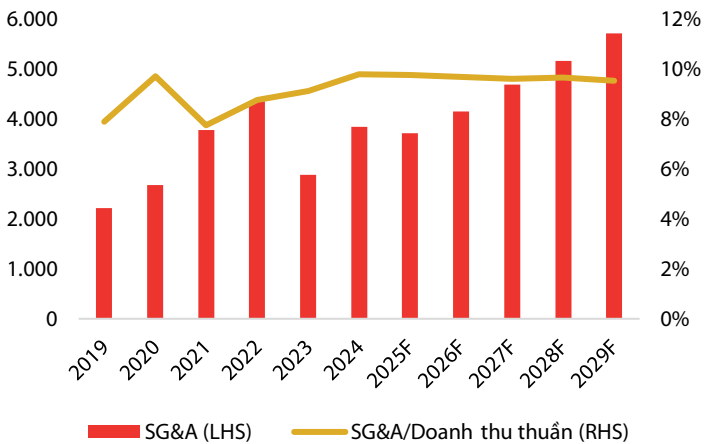
Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp: Chiếm 9,8% trong tổng doanh thu năm 2024 (là mức cao trong giai đoạn 2019-2024). Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của HSG sẽ duy trì ở mức 9,5% trong giai đoạn 2025-2029 khi hệ thống Hoa Sen Home được mở rộng và Công ty đầu tư thêm hệ thống quản lý, marketing, nhân viên... cho các cửa hàng. ([tham khảo trang 27](#)).

Thu nhập từ hoạt động tài chính: Doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty chủ yếu đến từ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện (~90%) trong khi phần lãi tiền gửi và các khoản khác chiếm không đáng kể (lãi suất tiền gửi trung bình khoảng 0,4%/năm). Chi phí tài chính, bao gồm chi phí lãi vay ngắn và dài hạn của HSG được cải thiện trong giai đoạn 2019-2024 khi Công ty trả hết nợ vay dài hạn và chỉ giữ khoảng 40% tỷ trọng vay ngắn hạn/vốn lưu động. Chúng tôi ước tính thu nhập ròng từ hoạt động tài chính sẽ nằm quanh mức 100 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2029 (~15% lợi nhuận dự phóng), dựa trên giả định: 1/ Nhu cầu vay vốn thấp (do giả định không mở rộng công suất) dẫn đến áp lực chi phí vay thấp và 2/ Tạm thời chưa đưa các nghiệp vụ liên quan đến Công ty Cổ phần Nhựa Hoa Sen (tăng vốn) vào mô hình định giá.

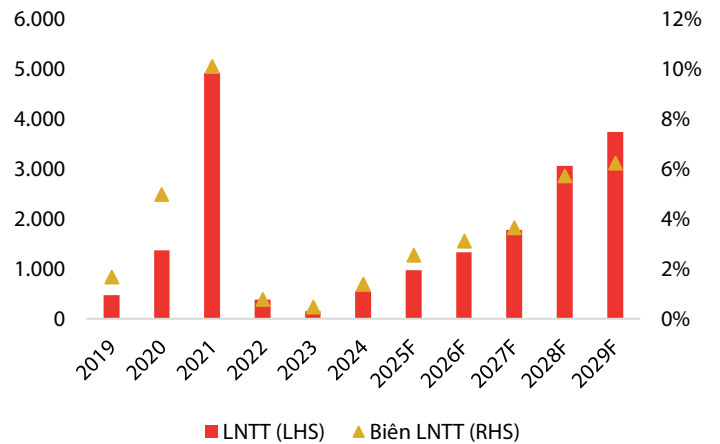
Chi phí thuế: HSG hiện có một vài nhà máy vẫn trong giai đoạn được ưu đãi thuế như Nhà máy Nam Cẩm, Đông Hội (lần lượt được giảm 50% thuế đến NĐTC 2027-2028; 2028-2029), Công ty TNHH MTV Hoa Sen Nhơn Hội (thuế suất 10% đến NĐTC 2030-2031)... Ngoài ra, tính đến cuối kỳ 6 tháng NĐTC 2024-2025, Công ty đang có khoảng 150 tỷ đồng lỗ lũy kế có thể dùng để bù trừ vào thu nhập chịu thuế trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng các khoản ưu đãi thuế và lỗ lũy kế này có thể giúp HSG giảm được chi phí thuế phải nộp và duy trì được mức thuế suất hiệu quả ở mức ~18% trong giai đoạn dự phóng.

Hình 23: Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) của HSG dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

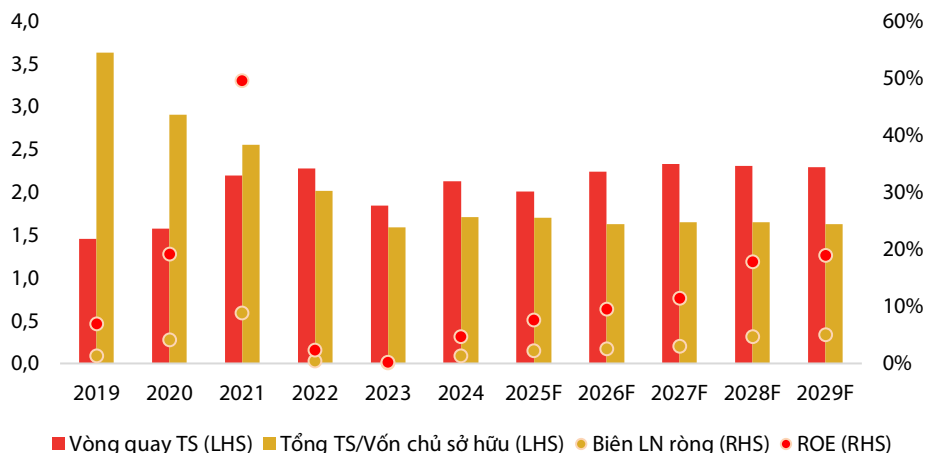
Hình 24: Lợi nhuận trước thuế của HSG dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sử dụng nguồn vốn: Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hoàn vốn chủ sở hữu (ROE) của Công ty có thể cải thiện và đạt 15% trong NĐTC 2028-2029, đến từ: 1/ Vòng quay Tài sản ổn định nhờ doanh thu tăng trưởng và 2/ Biên lợi nhuận thuần tăng trưởng dẫn nhờ giá HRC tăng và nhà máy hết khấu hao.

Hình 25: Phân tích tỷ lệ hoàn vốn trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

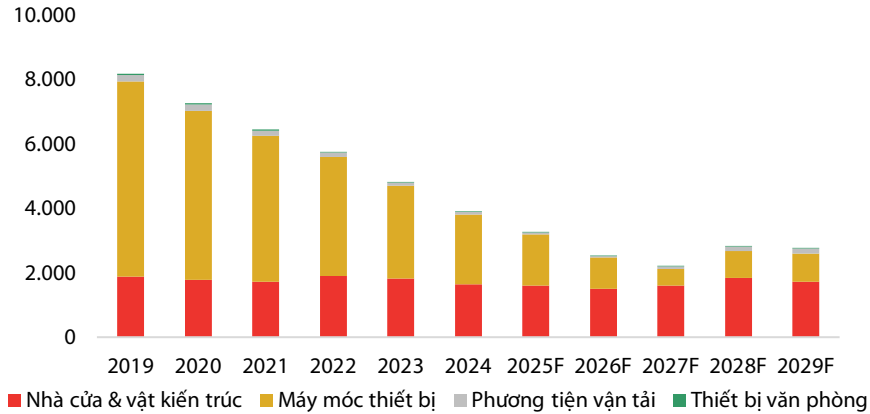
Điểm nổi bật về tài sản

Các nhà máy sắp hết khấu hao kỳ vọng sẽ mở rộng biên lợi nhuận.

Tài sản cố định:

Giá trị còn lại của khoản mục Máy móc & thiết bị tính đến cuối NĐTC 2023-2024 còn khoảng 2.100 tỷ đồng. Với tốc độ khấu hao hàng năm khoảng 900 tỷ, chúng tôi ước tính các tài sản thuộc mục này sẽ hết khấu hao vào NĐTC 2027-2028 do kỳ vọng không có thêm các khoản đầu tư mở rộng công suất lớn. Chúng tôi đánh giá việc khấu hao giảm trong tương lai có thể giúp cải thiện lợi nhuận kế toán và các chỉ số hiệu quả sử dụng tài sản của HSG trong tương lai.

Hình 26: Giá trị ròng tài sản cố định hữu hình dự phóng (tỷ đồng)

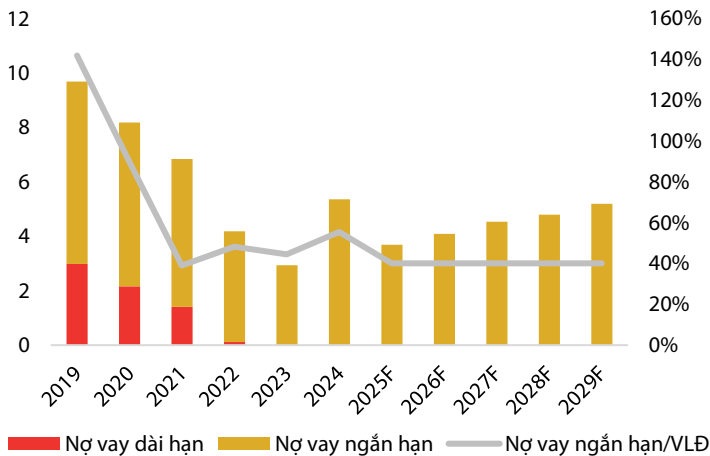


Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Nợ vay: Do không có kế hoạch đầu tư tăng công suất lớn, chúng tôi giả định HSG sẽ chỉ duy trì một tỷ lệ vay ngắn hạn ổn định tương đương 40% vốn lưu động.

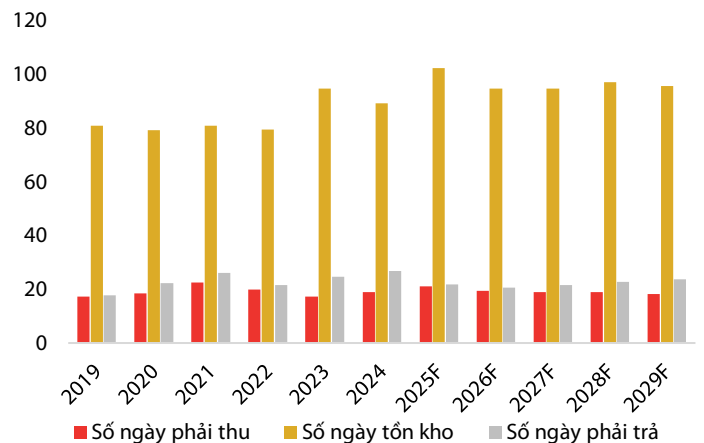
Vốn lưu động: Mô hình bán lẻ vật liệu xây dựng thường có số ngày tồn kho & phải thu cao hơn trong khi số ngày phải trả trung bình thấp hơn mô hình sản xuất truyền thống ([tham khảo trang 27](#)). Đối với HSG, từ mục tiêu mở rộng hệ thống Hoa Sen Home, chúng tôi kỳ vọng các chỉ tiêu vốn lưu động của Công ty sẽ thay đổi dần theo mô hình mới, qua đó số ngày tồn kho, phải thu và phải trả lần lượt đạt 95, 18 và 24 ngày cuối NĐTC 2028-2029.

Hình 27: Tổng nợ vay (nghìn tỷ đồng) và tỷ lệ Nợ vay ngắn hạn/VLĐ dự phóng



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

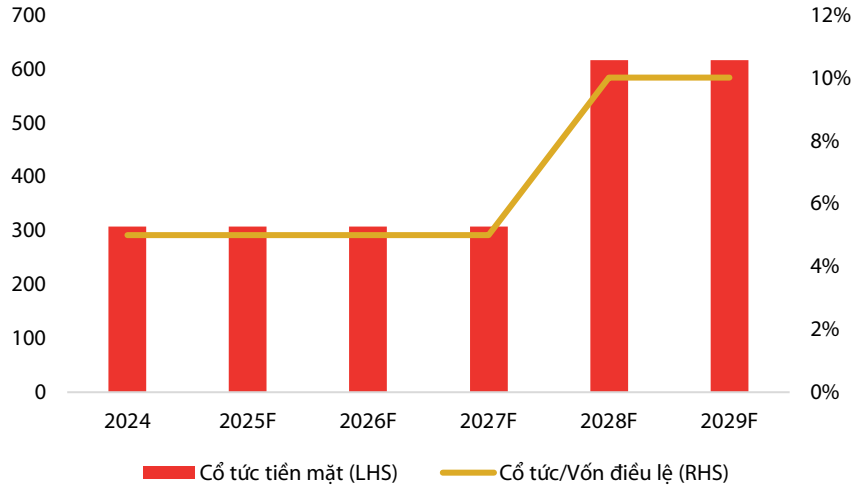
Hình 28: Hiệu quả vốn lưu động dự phóng (ngày)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt.

Chính sách cổ tức tiền mặt: Trong NGTC 2023-2024 và 2024-2025, HSG đã thực hiện trả cổ tức tiền mặt 500 đồng/cổ phiếu (tương ứng tỷ suất cổ tức 3%) sau thời gian dài trả cổ tức bằng cổ phiếu. Cho giai đoạn 2026-2029, chúng tôi kỳ vọng HSG sẽ tăng dần tỷ lệ cổ tức cố định nhờ lượng lợi nhuận chưa phân phối còn khá lớn (4.500 tỷ đồng). Tuy nhiên, mức tỷ suất cổ tức này vẫn khá thấp và không phù hợp với chiến lược đầu tư cổ tức, đặc biệt đối với những doanh nghiệp có lợi nhuận bị biến động mạnh bởi giá nguyên vật liệu đầu vào như HSG.

Hình 29: Cổ tức tiền mặt dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Báo cáo tài chính hàng năm của HSG (Tỷ đồng)

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	48.727	49.711	31.651	39.272	38.054	42.857	48.721	53.516	59.944
Giá vốn hàng bán	39.853	44.772	28.590	35.008	33.490	37.507	42.356	45.369	50.543
Lợi nhuận gộp	8.873	4.939	3.061	4.264	4.564	5.350	6.365	8.148	9.401
Chi phí BH&QLDN	3.770	4.355	2.884	3.840	3.715	4.149	4.680	5.157	5.709
Chi phí khấu hao	1.198	1.174	1.143	996	943	925	919	328	304
EBITDA	6.104	1.497	1.201	1.298	1.674	1.993	2.454	3.153	3.811
Thu nhập ròng khác	-2	51	50	41	41	40	39	38	37
Thu nhập tài chính	366	267	233	342	342	343	343	348	351
Chi phí tài chính	552	521	314	254	263	257	289	315	345
Thu nhập trước thuế (EBT)	4.915	381	146	551	969	1.326	1.779	3.061	3.735
Dự phòng thuế	602	130	116	37	116	199	320	551	672
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi ích thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng	4.314	251	30	515	853	1.127	1.459	2.510	3.063
Biên ròng	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	8.741	420	49	835	1.380	1.830	2.368	4.074	4.972

Bảng 9: Bảng cân đối kế toán hàng năm của HSG (Tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	493	330	597	602	583	657	747	820	919
Đầu tư ngắn hạn	28	9	26	31	73	173	413	982	2.337
Các khoản phải thu	4.324	1.186	1.853	2.272	2.185	2.431	2.712	2.917	3.151
Tồn kho	12.349	7.395	7.629	9.712	9.298	10.424	11.793	12.654	14.142
Các tài sản ngắn hạn khác	1.250	649	701	844	818	921	1.047	1.150	1.288

Tài sản ngắn hạn	18.655	9.835	11.275	14.174	13.730	15.552	17.531	20.019	23.353
Tài sản cố định hữu hình	6.443	5.755	4.833	3.915	3.259	2.541	2.224	2.832	2.775
Tài sản vô hình	219	204	187	196	189	183	176	169	163
Tài sản đầu tư dài hạn	17	17	1	1	1	1	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	444	440	396	401	389	438	498	547	612
Tài sản dài hạn	7.963	7.190	6.090	5.391	4.620	4.355	4.448	4.425	4.492
Tổng tài sản	26.618	17.025	17.365	19.566	18.350	19.907	21.979	24.444	27.845
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	5.437	4.070	2.936	5.364	3.682	4.083	4.539	4.803	5.184
Các khoản phải trả	4.294	1.040	2.885	2.328	2.278	2.647	3.158	3.564	4.332
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	4.642	899	747	940	961	995	1.040	1.065	1.085
Nợ phải trả ngắn hạn	14.372	6.009	6.569	8.632	6.921	7.726	8.737	9.432	10.601
Nợ phải trả dài hạn	1.414	133	16	16	15	18	21	22	25
Tổng nợ phải trả	15.786	6.142	6.585	8.649	6.936	7.743	8.758	9.454	10.626
LỢI ÍCH THIỂU SỐ	16	16	16	16	16	16	16	16	16
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cổ phiếu phổ thông	4.935	5.981	6.160	6.160	6.160	6.160	6.160	6.160	6.160
Lợi nhuận giữ lại	5.633	4.542	4.369	4.533	5.032	5.775	6.824	8.587	10.808
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	248	345	235	208	207	213	221	227	235
Vốn chủ sở hữu	10.816	10.868	10.764	10.901	11.398	12.147	13.205	14.974	17.203
Tổng nguồn vốn	26.618	17.025	17.365	19.566	18.350	19.907	21.979	24.444	27.845

Nguồn: HSG, CTCK Rong Việt

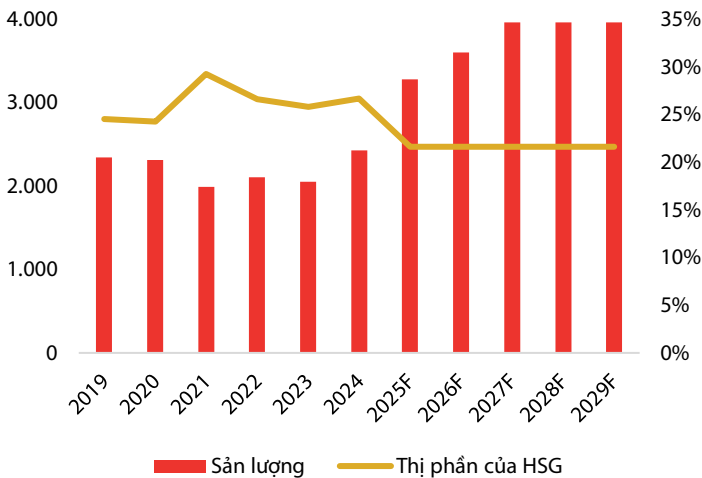
TRIỂN VỌNG VỀ SẢN LƯỢNG NGÀNH THÉP (quay lại trang 4)

Thị trường nội địa: Chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản (dân dụng và công nghiệp) có thể hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2026 trở đi, qua đó tạo động lực cho sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép nội địa.

Mặc dù các rủi ro về luật thuế đối ứng của Mỹ có khả năng sẽ tác động tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng Việt Nam (đặc biệt là các dự án bất động sản công nghiệp) trong giai đoạn 2025-2026 (BMI đã giảm dự phóng ngành xây dựng, bao gồm xây dựng dân dụng và công nghiệp, xuống khoảng 6,3% và 7,1% so với mức 6,7% và 7,3% trước đó), chúng tôi đánh giá tiềm năng trong dài hạn của ngành BĐS vẫn duy trì tích cực, hỗ trợ bởi: 1/ Tỷ lệ đô thị hóa thấp của Việt Nam so với các quốc gia Châu Á khác và 2/ Những chính sách cải cách nhằm ổn định thị trường BĐS dân dụng và thúc đẩy tăng trưởng BĐS công nghiệp của Chính phủ Việt Nam trong thời gian qua.

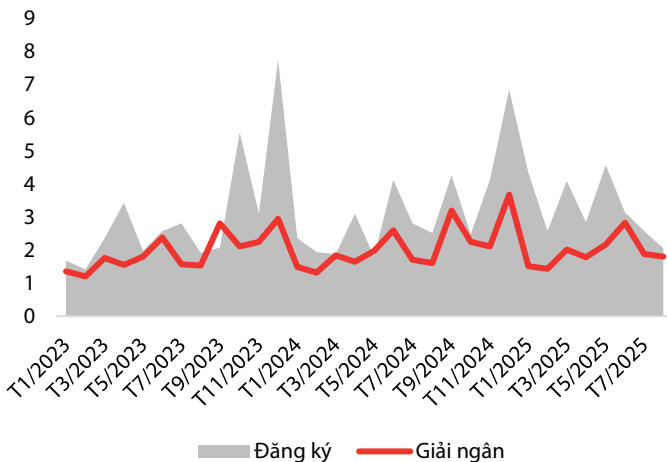
Trong kịch bản cơ sở chúng tôi kỳ vọng sản lượng tôn mạ và ống thép nội địa giai đoạn 2025-2029 có thể tăng trưởng với mức CAGR lần lượt đạt 5% và 3% (quay lại trang 11). Nhờ vị thế lớn của HSG, chúng tôi ước tính Công ty sẽ giữ được mức tăng trưởng tốt, qua đó duy trì thị phần ổn định trong thời gian dự phóng.

Hình 30: Sản lượng bán hàng ngành tôn mạ tại thị trường nội địa, giai đoạn 2019-2029 (nghìn tấn)



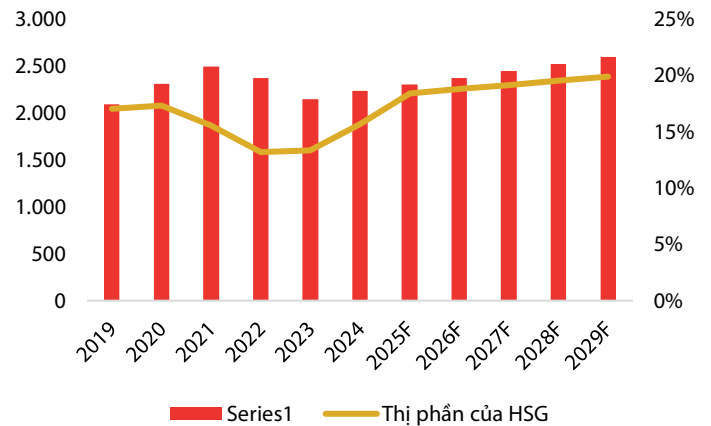
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Giải ngân FDI tính đến tháng 8/2025 (tỷ USD)



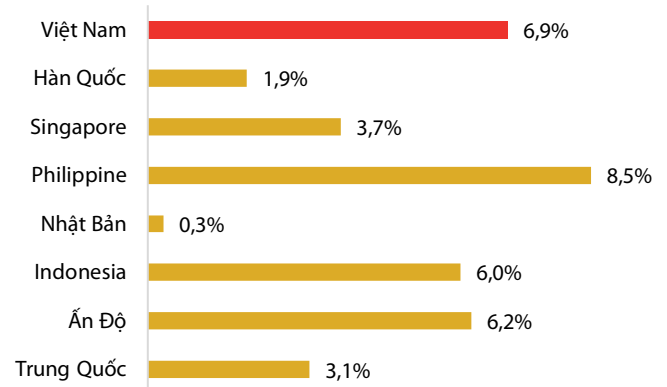
Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 31: Sản lượng bán hàng ống thép tại thị trường nội địa, giai đoạn 2019-2029 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 33: Tăng trưởng ngành xây dựng dân dụng và công nghiệp giai đoạn 2025-2034 theo dự phóng của BMI



Nguồn: BMI, CTCK Rồng Việt

Thị trường xuất khẩu: Chúng tôi kỳ vọng các thị trường xuất khẩu chính của ngành tôn mạ Việt Nam sẽ dần phục hồi trong giai đoạn 2025-2029 với tốc độ chậm.

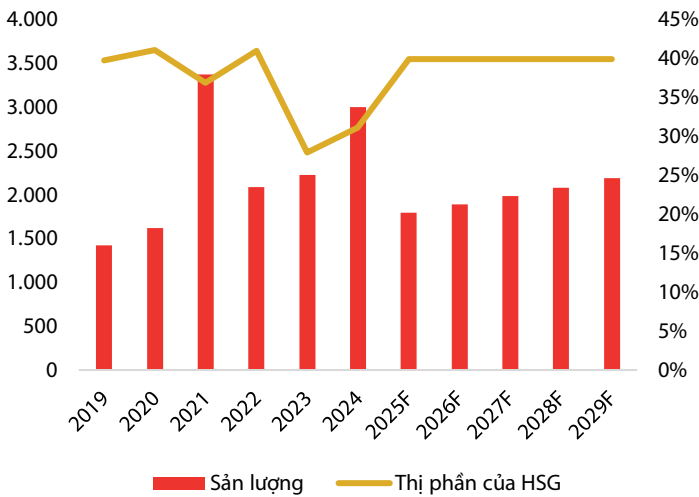
Với làn sóng bảo hộ trong giai đoạn 2023-2024, sản lượng xuất khẩu của ngành tôn mạ Việt Nam nhìn chung bị ảnh hưởng khá tiêu cực. Lũy kế 6 tháng năm 2025, tổng sản lượng tôn mạ xuất khẩu chỉ đạt 966 nghìn tấn (-40% YoY) trong bối cảnh các thị trường chính như Bắc Mỹ, EU và Đông Nam Á đều có các chính sách áp thuế/hạn ngạch đối với tôn mạ Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng trung bình cho tôn mạ xuất khẩu sẽ phục hồi chậm với mức trung bình 5%/năm trong giai đoạn 2025-2029, hỗ trợ bởi: 1/ Hạn ngạch từ thị trường châu Âu được điều chỉnh dần theo cơ chế CBAM (chi tiết ở dưới) và 2/ Các doanh nghiệp tôn mạ, bao gồm HSG, linh hoạt hơn trong chiến lược xuất khẩu và có thể mở rộng sản lượng sang các thị trường tiềm năng (Indonesia, Malaysia...). ([quay lại trang 11](#))

Bảng 10: Các biện pháp phòng vệ thương mại (của các quốc gia nhập khẩu) với sản phẩm thép mạ xuất xứ từ thị trường Việt Nam, giai đoạn 2023-2025

Thị trường	Tình trạng	Năm	Tình trạng chi tiết
EU	Hiệu lực	2024-2026	Nhóm “các nước khác” (bao gồm Việt Nam) bị đề xuất giới hạn hạn ngạch cho thép mạ 4A (dùng chung cho các lĩnh vực) ở 118 nghìn tấn/quý từ quý 1/2025 (giảm 40% so với các quý trước)
Hoa Kỳ	Điều tra	2024-2025	Áp thuế (sơ bộ) chống bán phá giá và chống trợ cấp với mức trên 40% cho các sản xuất Việt Nam
Mexico	Hiệu lực	2023-nay	Áp thuế CBPG ở mức từ 0 – 10,84%
Malaysia	Hiệu lực	2020-nay	Áp thuế CBPG ở mức từ 2,18 – 37,14% cho 10 mã thép (HS code) Mở rộng điều tra CPBG đối với 22 mã thép mới (từ tháng 2/2025)

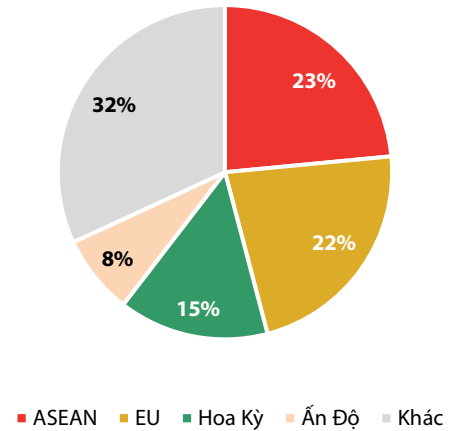
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 34: Sản lượng bán hàng ngành tôn mạ tại thị trường xuất khẩu, giai đoạn 2019-2029 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 35: Cơ cấu xuất khẩu thép Việt Nam năm 2024 theo sản lượng



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Đối với riêng thị trường EU, cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) sẽ là vấn đề đáng quan tâm với các công ty tôn mạ do đây là một trong sáu nhóm ngành được áp dụng trong giai đoạn đầu (bên cạnh xi măng, nhôm, phân bón, điện và hydro). Về cơ bản, cơ chế này nhằm ngăn chặn hiện tượng rò rỉ carbon khi các công ty di chuyển sản xuất đến các quốc gia có quy định khí thải lỏng lẻo hơn và đảm bảo cạnh tranh công bằng giữa hàng hóa sản xuất trong EU (chịu thuế carbon) và hàng nhập khẩu (chưa chịu thuế tương đương).

Về số lượng, nhu cầu chứng chỉ CBAM được tính theo công thức:

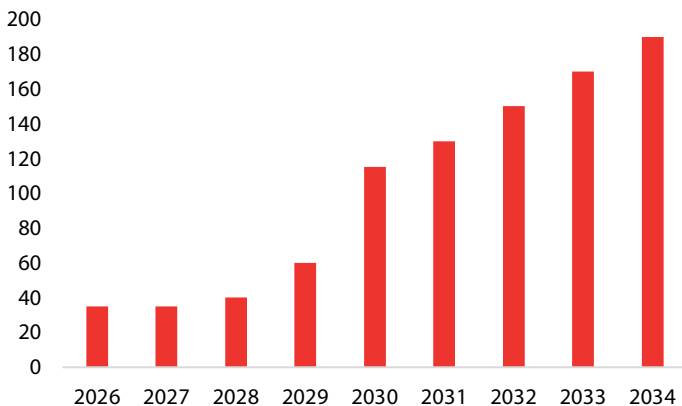
$Số\ lượng\ chứng\ chỉ = Khối\ lượng * [Lượng\ CO2\ phát\ thải\ thực\ tế - (Mức\ phát\ thải\ tiêu\ chuẩn * Tỷ\ lệ\ điều\ chỉnh)]$

Trong đó:

- Khối lượng (tấn): Khối lượng sản phẩm nhập khẩu vào EU thuộc phạm vi CBAM
- Lượng CO2 phát thải thực tế (tấn CO2/tấn sản phẩm): Tỷ lệ phát thải thực tế do nhà sản xuất cung cấp
- Mức phát thải tiêu chuẩn (tấn CO2/tấn sản phẩm): Là mức phát thải tiêu chuẩn do EU công bố cho từng loại sản phẩm (dự kiến sẽ được công bố vào quý 3 hoặc quý 4 năm 2025)
- Tỷ lệ điều chỉnh (%): Tỷ lệ phần trăm điều chỉnh (100% năm 2026 và sẽ giảm dần về 0% đến năm 2034, tỷ lệ này càng thấp thì số lượng chứng chỉ phải mua càng nhiều)

Về giá bán, giá bán chứng chỉ CBAM sẽ gắn chặt với giá thị trường của quyền phát thải một tấn CO2 trong hệ thống giao dịch khí thải của EU (EU ETS), hiện đang giao dịch ở quanh mức 72 EUR/tấn.

Hình 36: Ước tính nhu cầu chứng chỉ CBAM giai đoạn 2026–2034 cho 100.000 tấn phôi thép mỗi năm (nghìn chứng chỉ)



Nguồn: Carboneer, CTCK Rồng Việt

Hình 37: Giá giao dịch giấy phép phát thải Carbon của EU (USD/chứng chỉ)



Nguồn: Carboneer, CTCK Rồng Việt

Tác động đến các doanh nghiệp thép Việt Nam: Trong ngắn hạn, việc áp dụng CBAM sẽ buộc các doanh nghiệp phải hoàn thiện các cơ chế đo lường chính xác mức phát thải trong quá trình sản xuất. Trong trường hợp không nộp đủ hoặc không khai báo được lượng phát thải carbon, các doanh nghiệp có thể đối diện với mức phạt lên đến 50 Euro cho mỗi tấn CO2, ngoài ra có thể bị tạm dừng hoặc từ chối cấp phép nhập khẩu đối với hàng hóa liên quan. Trong dài hạn, các doanh nghiệp thép cần có các biện pháp giảm phát thải (tối ưu hóa nhà máy, sử dụng công nghệ xanh...) và tận dụng cơ hội từ thị trường carbon trong nước. Theo ước tính của Bộ Nông nghiệp và Môi trường, chi phí CBAM có thể lên đến 20-35% giá trị hàng hóa nếu các doanh nghiệp không có các chiến lược phù hợp – rủi ro tài chính lớn đặc biệt với các ngành có tỷ trọng doanh thu cao tại EU như thép.

Về kế hoạch thí điểm thị trường carbon tại Việt Nam, đây là nội dung quan trọng nhằm tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nội địa chịu ảnh hưởng của cơ chế CBAM, trước mắt là hiểu rõ và làm quen với các quy định liên quan đến phát thải khí nhà kính. Theo kế hoạch của Quyết định 232, trong giai đoạn thí điểm, thị trường carbon Việt Nam sẽ bao gồm 2 hợp phần về trao đổi *hạn ngạch* (bắt buộc, miễn phí giai đoạn đầu cho 3 lĩnh vực nhiệt điện, sắt thép và xi măng) và *tín chỉ* (tự nguyện, mở rộng đối tượng được trao đổi, mua bán). Các cơ chế trao đổi, bù trừ, bao gồm trao đổi và bù trừ trong nước và quốc tế sẽ dần được hoàn thiện trong giai đoạn vận hành chính thức.

Bảng 11: Tóm tắt Đề án Thành lập và phát triển thị trường carbon tại Việt Nam

Khoản mục	Nội dung chính
Mục tiêu chung	Thiết lập thị trường carbon để hỗ trợ Việt Nam thực hiện cam kết giảm phát thải khí nhà kính (NDC) chi phí hợp lý, thúc đẩy kinh tế carbon thấp, hướng đến phát thải ròng bằng "0" vào năm 2050

Giai đoạn thời gian	- Trước tháng 6/2025: Xây dựng khung pháp lý, hạ tầng kỹ thuật và nâng cao năng lực. - 2025–2028: Vận hành thí điểm sàn giao dịch carbon trong nước. - Từ 2029: Vận hành chính thức toàn quốc
Hàng hóa giao dịch	- Hạn ngạch phát thải GHG: cấp miễn phí hoặc đấu giá cho các cơ sở phát thải lớn. - Tín chỉ carbon: bao gồm tín chỉ từ trong nước và quốc tế (CDM, JCM, Điều 6 Paris)
Chủ thể tham gia	- Các cơ sở phát thải khí nhà kính thuộc diện kiểm kê. - Tổ chức/doanh nghiệp dự án carbon trong nước hoặc quốc tế phù hợp quy định. - Cá nhân/tổ chức đủ điều kiện đầu tư hoặc giao dịch tín chỉ carbon
Tổ chức thực hiện	- Bộ TN&MT: chủ trì xây dựng, vận hành thị trường và báo cáo đánh giá. - Bộ Tài chính: phối hợp lập khung tài chính, cơ chế đấu giá và bố trí ngân sách. - Các Bộ ngành liên quan (Công Thương, GTVT, NN&PTNT, Xây dựng, v.v.): triển khai nhiệm vụ giảm phát thải trong lĩnh vực quản lý

Nguồn: Quyết định 232/QĐ-TTg, CTCK Rông Việt

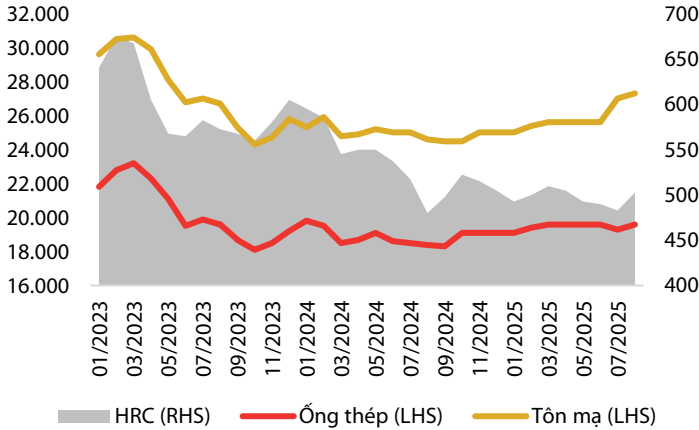
Chúng tôi cho rằng việc có một thị trường thí điểm trong nước sẽ thúc đẩy việc xây dựng cơ sở dữ liệu cần thiết – vốn là điều kiện tiên quyết nếu các doanh nghiệp muốn xuất khẩu sang thị trường EU. Ngoài ra, tín chỉ carbon theo tiêu chuẩn Việt Nam, trong trường hợp được EU công nhận, sẽ giúp giảm chi phí cho các đối tác nhập khẩu, qua đó tăng cơ hội cạnh tranh cho các sản phẩm thép của Việt Nam.

Về phía HSG, từ năm 2023, một số nhà máy của Công ty đã được chứng nhận tiêu chuẩn ISO 14064-1:2018 (báo cáo nguồn phát thải khí nhà kính) cùng với gần 20 dòng sản phẩm đáp ứng tiêu chuẩn ISO 14067:2018 (báo cáo lượng carbon trong quá trình sản xuất). Đây là nền tảng để các sản phẩm tôn mạ của HSG tiếp tục đáp ứng những tiêu chuẩn mới của các thị trường xuất khẩu như EU.

CƠ HỘI TỪ CHU KỲ HỒI PHỤC CỦA GIÁ THÉP ([quay lại trang 4](#)) ([quay lại trang 6](#)) ([quay lại trang 13](#))

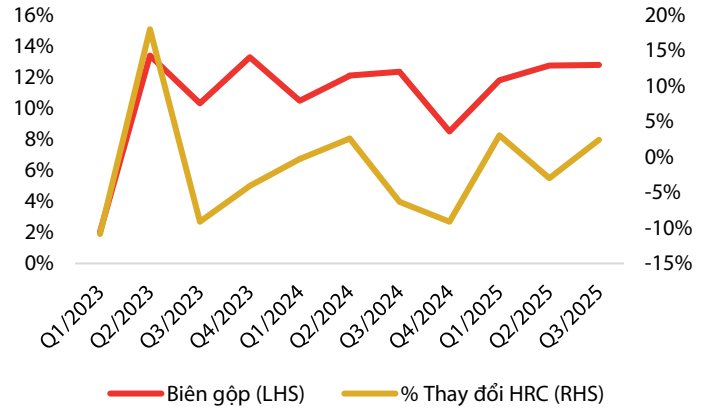
Tương tự các doanh nghiệp tôn mạ khác, giá bán và biên lợi nhuận gộp của HSG biến động khá tương đồng với giá HRC do nguyên liệu này chiếm phần lớn chi phí vốn đầu vào (~80%). Trong quý 4 NĐTC 2023-2024 (quý 3/2024), khi giá HRC giảm mạnh xuống mức 500 USD/tấn (-22,7% QoQ), HSG buộc phải trích lập khoảng 122 tỷ đồng hàng tồn kho (tăng giá vốn hàng bán), điều này khiến Công ty ghi nhận một khoản lỗ 186 tỷ đồng (tương tự như giai đoạn cuối năm 2022 khi giá HRC giảm từ mức đỉnh).

Hình 38: Tương quan giá bán tại đại lý của HSG (VND/kg) và giá HRC Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

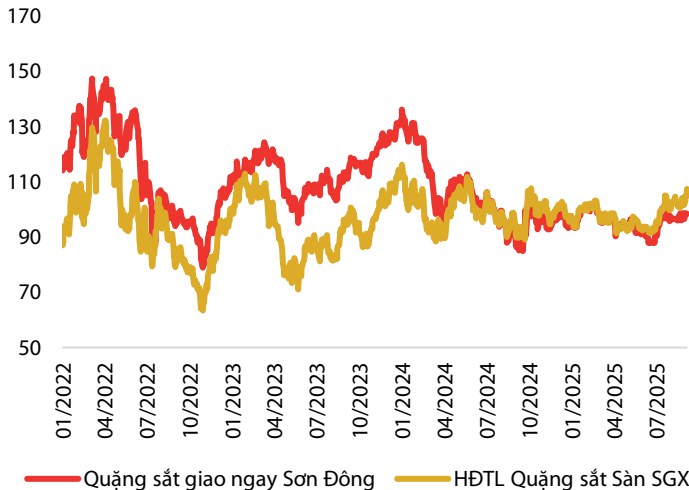
Hình 39: Biên lợi nhuận gộp HSG và biến động giá HRC (QoQ)



Nguồn: HSG, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

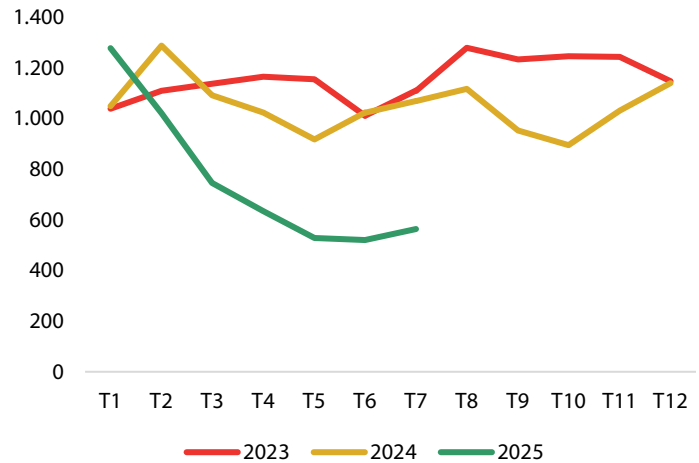
Hiện nay, giá HRC đang giao dịch ở 490 USD/tấn, mức giá thấp trong giai đoạn 2020-2024. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ hồi phục dần trong nửa cuối năm 2025, nguyên nhân chính do: 1/ Nguồn cung HRC từ Trung Quốc tiếp tục bị áp thuế CBPG (23,1%-27,83% trong 5 năm) từ tháng 7/2025, 2/ Giá quặng sắt tăng kỳ vọng sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất HRC nội địa như HPG và Formosa tăng giá bán và 3/ Tồn kho thép của ngành đang ở mức thấp.

Hình 40: Diễn biến giá quặng sắt giao ngay Sơn Đông (Trung Quốc) và hợp đồng tương lai sàn SGX (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, thitruongthep, CTCK Rồng Việt

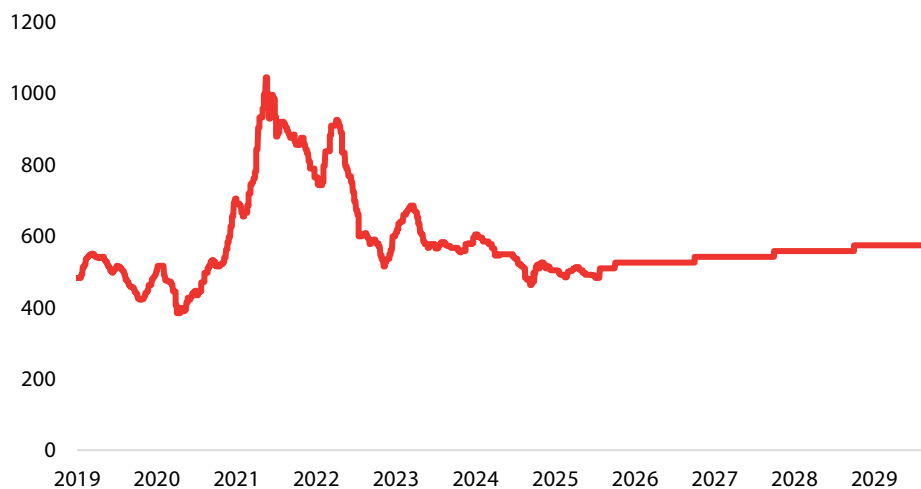
Hình 41: Tồn kho thép thành phẩm Việt Nam (Nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ duy trì mức tăng trưởng trung bình 3%/năm, qua đó giá HRC có thể đạt mức trung bình USD 574/tấn (2029) – tương đương với mặt bằng giá trong giai đoạn 2018-2019 và cuối năm 2023 ([quay lại trang 11](#)).

Hình 42: Giá HRC (USD/tấn) giai đoạn 2015-2024 (thực tế) và 2025-2029 (giả định)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

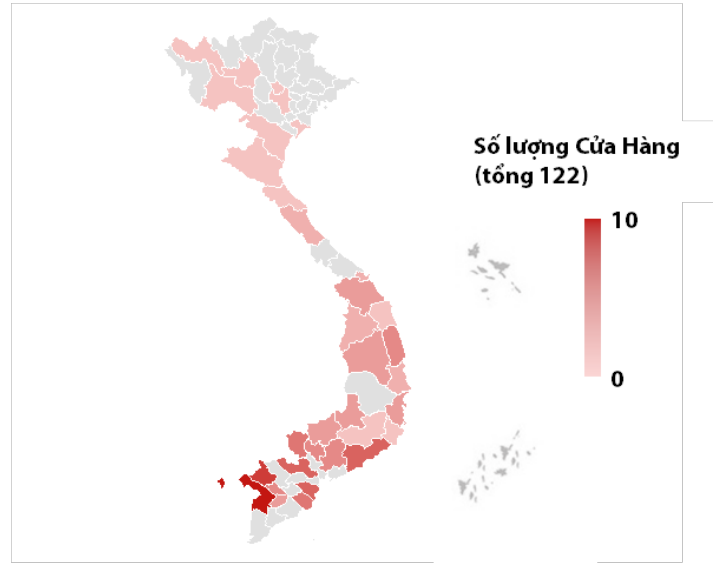
HOA SEN HOME – CHIẾN LƯỢC KHÁC BIỆT CỦA HSG VỚI TIỀM NĂNG LỚN ([quay lại trang 4](#)) ([quay lại trang 12](#))

Hình 43: Hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng Hoa Sen Home



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 44: Vị trí và số lượng cửa hàng Hoa Sen Home hiện tại



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Ngành bán lẻ vật liệu xây dựng Việt Nam còn nhiều vấn đề tồn đọng

Thị trường phân phối vật liệu xây dựng, đặc biệt là vật liệu xây dựng cơ bản tại Việt Nam nhìn chung có sự phân mảnh cao, với hàng trăm ngàn cửa hàng nhỏ lẻ và đại lý cấp vùng cùng cạnh tranh. Tư duy kinh doanh manh mún và mô hình lỗi thời khiến cho thị trường phân phối vật liệu xây dựng còn tồn đọng nhiều vấn đề như: 1/ Giá bán không minh bạch, cạnh tranh về giá bán cao dẫn đến chất lượng dịch vụ & lợi nhuận không bền vững, 2/ Chuỗi cung ứng thiếu ổn định, phụ thuộc nhiều vào nhà cung cấp và giá nguyên liệu đầu vào, 3/ Quản lý theo cách thủ công, thiếu hoặc gần như không có ứng dụng công nghệ, chuyển đổi số và do đó chịu sức ép lớn từ các chuỗi bán lẻ hiện đại & thương mại điện tử.

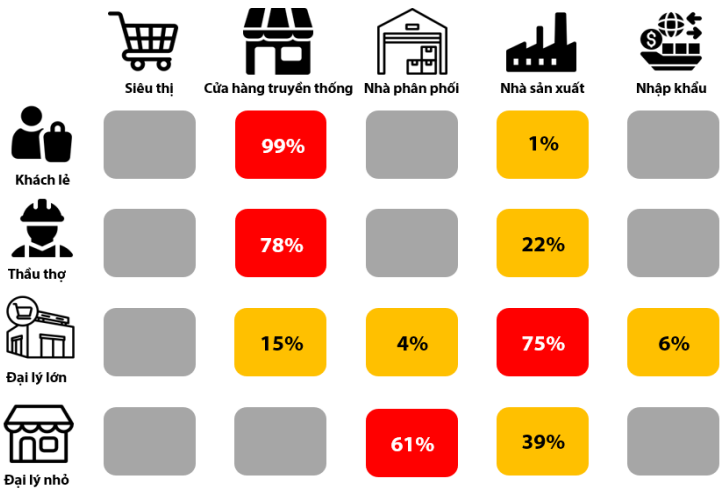
Cơ cấu sản phẩm của hệ thống Hoa Sen Home

Hiện tại, các sản phẩm mà Hoa Sen Home đang phân phối khá đa dạng, trải dài từ vật liệu xây dựng cơ bản (tôn mạ, ống thép...), vật liệu xây dựng hoàn thiện (thiết bị nhà tắm, nhà bếp, gạch, ngói...) đến các thiết bị điện, thi công chuyên dụng.

Về vật liệu xây dựng: Do tính chất đặc thù, vật liệu xây dựng thường được tiêu thụ qua kênh cửa hàng truyền thống (đối với khách lẻ, thợ thầu) hoặc qua hệ thống nhà phân phối và đại lý liên kết (mua trực tiếp từ nhà máy). Nhìn chung, tại các quốc gia có mô hình cửa hàng thành công, doanh thu từ vật liệu xây dựng hoàn thiện thường chiếm tỷ trọng lớn hơn.

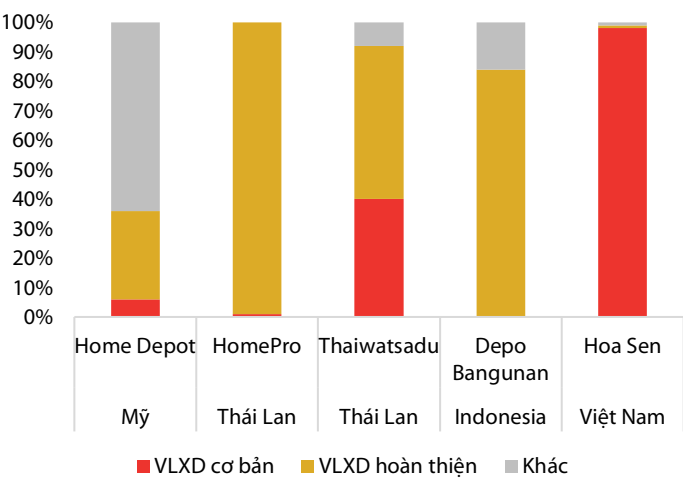
Về các sản phẩm khác (bao gồm các sản phẩm mang thương hiệu Hoa Sen Home và sản phẩm thương mại): Bên cạnh các sản phẩm thương mại (hợp tác phân phối từ các đối tác), Hoa Sen Home còn sở hữu 8 thương hiệu riêng, trong đó một số sản phẩm được Công ty sản xuất theo hình thức OEM (Original Equipment Manufacturer – HSG thiết kế và thuê công ty ngoài sản xuất). Nhìn chung, so với phân phối thép (biên gộp khoảng 3%), các sản phẩm khác như gạch, ngói thường có biên lợi nhuận lớn hơn (20-25%), ngoài ra, mô hình này còn có các điều khoản công nợ tốt hơn (khoản phải trả dao động trong khoảng 90-120 ngày) so với mô hình doanh nghiệp sản xuất (20-30 ngày).

Hình 45: Khảo sát về các kênh mua VLXD hiện tại



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 46: So sánh cơ cấu doanh thu của một số mô hình bán lẻ VLXD



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tại Việt Nam, mô hình bán lẻ vật liệu xây dựng, đặc biệt là vật liệu xây dựng cơ bản theo chuỗi của hàng còn khá mới. So sánh với một số nhà bán lẻ khác, hệ thống Hoa Sen Home có một số lợi thế như sau:

Về số lượng cửa hàng: Hoa Sen Home có số lượng cửa hàng khá lớn (122 cửa hàng) và phân bố khá đồng đều tại cả ba miền. Công ty đang kết hợp việc chuyển đổi các cửa hàng Tôn Hoa Sen truyền thống (hơn 400 cửa hàng) sang mô hình Hoa Sen Home bên cạnh việc tìm các mặt bằng mới, qua đó giảm được một phần chi phí đầu tư ban đầu.

Về danh mục sản phẩm: Danh mục sản phẩm (SKU) và số lượng sản phẩm của Hoa Sen Home khá đa dạng. Trong trường hợp các sản phẩm mới chưa đủ lượng tiêu thụ, Công ty có thể bán các sản phẩm truyền thống để hỗ trợ cho mô hình mới, qua đó giảm bớt rủi ro khi các thương hiệu cần thời gian để tăng độ nhận diện.

Về chi phí vốn: Các sản phẩm của Hoa Sen Home đang chủ yếu tập trung vào phân khúc khách hàng bình dân, với giá bán thấp hơn các đối thủ cạnh tranh khoảng 5-10%. Với mô hình chuỗi cửa hàng, chúng tôi đánh giá Công ty sẽ có lợi thế về chi phí vốn và vận hành so với các cửa hàng nhỏ lẻ, từ đó có thể chiếm dần thị phần từ các đơn vị này.

Bảng 12: So sánh số lượng sản phẩm và thương hiệu của một số doanh nghiệp bán lẻ VLXD

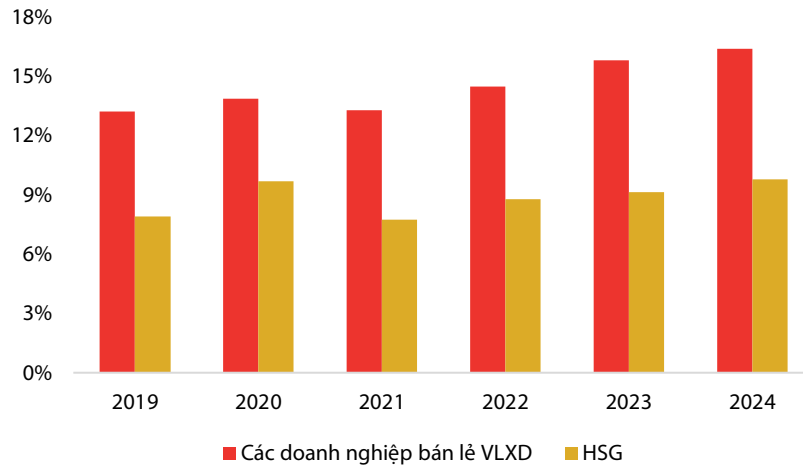
Thương hiệu	SKU	Số mã sản phẩm	Thương hiệu đối tác	Thương hiệu riêng
Hoa Sen Home	10+	1.610	40+	8
Nanoco	6	1.164	3	1
Rita Võ	Homepro	~2.800	12	3
	MuanhanhVLXD	1000+	30+	
Viglacera	4	488	0	4
Prime	3	8.000+	1	12

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Rủi ro từ chi phí vận hành

Bắt đầu chuyển đổi từ năm 2021, tính đến nay, HSG hiện mới chỉ có 4 năm kinh nghiệm vận hành mô hình HSH. Do vốn là doanh nghiệp sản xuất, chúng tôi đánh giá HSG sẽ gặp nhiều rủi ro trong việc quản lý và vận hành mô hình mới, đặc biệt là trong khâu kiểm soát chi phí (mặt bằng, nhân sự, marketing, công nghệ...) nếu xét đến tốc độ mở rộng và chuyển đổi các cửa hàng khá nhanh theo kế hoạch hiện tại. Ngoài ra, các sản phẩm mới mang thương hiệu của Hoa Sen Home sẽ cần thời gian để chứng minh chất lượng và tăng độ nhận diện với người tiêu dùng.

Hình 47: So sánh tỷ lệ Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của các doanh nghiệp bán lẻ VLXD và HSG



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

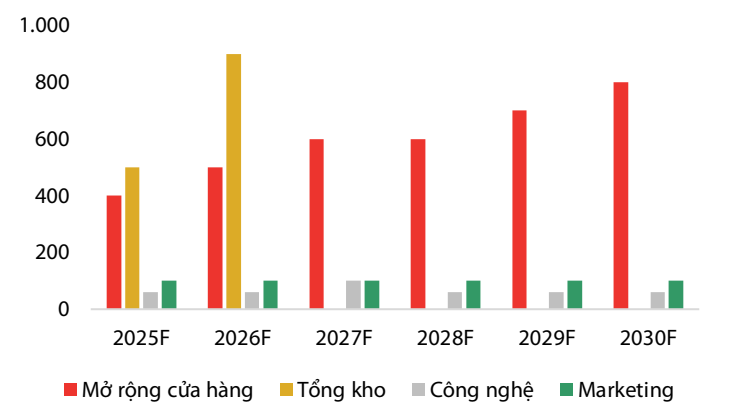
Kế hoạch mở rộng và cơ hội trong tương lai

Hoa Sen Home có kế hoạch mở rộng thêm khoảng 170 cửa hàng trong vòng 5-7 năm tới (mục tiêu 300 cửa hàng trong năm 2030). Chiến lược của HSG là mở rộng ở vùng nông thôn và ngoại ô để “bao vây” thành thị, và sẽ không mở ở trung tâm thành phố. Ngoài ra, trong thời gian đầu, HSG sẽ đầu tư thêm vào hệ thống tổng kho lớn với kế hoạch hiện tại là xây dựng 12 tổng kho (4 tổng kho mỗi miền, với diện tích trung bình 17.000m2 mỗi tổng kho).

Chúng tôi đánh giá một số yếu tố thuận lợi cho triển vọng phát triển của Hoa Sen Home bao gồm: 1/ Kỳ vọng thị trường bất động sản tăng trưởng ổn định, 2/ Chi tiêu vật liệu xây dựng trên đầu người của Việt Nam kỳ vọng sẽ tăng do hiện tại vẫn đang ở mức thấp (84 USD năm 2024 so với mức 106 USD và 149 USD của Indonesia và Thái Lan – theo nghiên cứu của PwC) và 3/ Chưa có nhiều thương hiệu tại khu vực nông thôn.

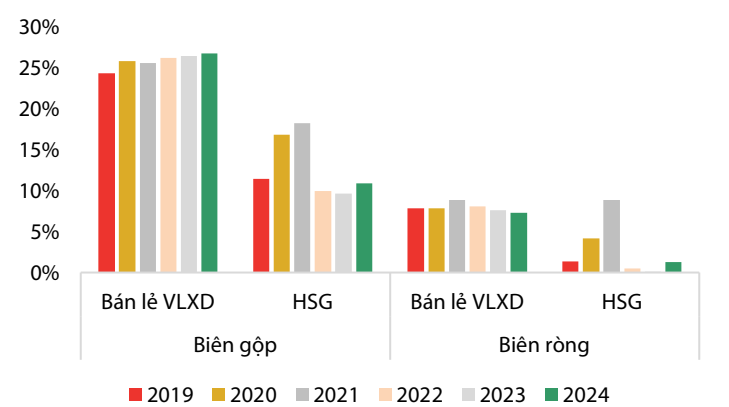
Ngoài ra, chúng tôi cho rằng trong thời gian sắp tới, bên cạnh việc đầu tư thêm vào hệ thống tổng kho & hệ thống quản lý các cửa hàng để kiểm soát tốt chi phí vận hành, HSG sẽ tiếp tục duy trì các hoạt động marketing để tăng cường nhận diện cho các sản phẩm mang thương hiệu riêng, đồng thời giữ mức giá bán và chiết khấu hấp dẫn để giành thêm thị phần. Nếu quản lý tốt được chất lượng sản phẩm và chi phí hoạt động, mô hình Hoa Sen Home có thể mang lại cho Công ty lợi thế về tỷ suất sinh lời cũng như về mặt định giá (hình 52).

Hình 48: Kế hoạch đầu tư hệ thống Hoa Sen Home của HSG (tỷ đồng) (quay lại trang 13)



Nguồn: Thitruongthep, CTCK Rồng Việt

Hình 50: So sánh tỷ suất sinh lời trung bình của các doanh nghiệp bán lẻ VLXD và HSG



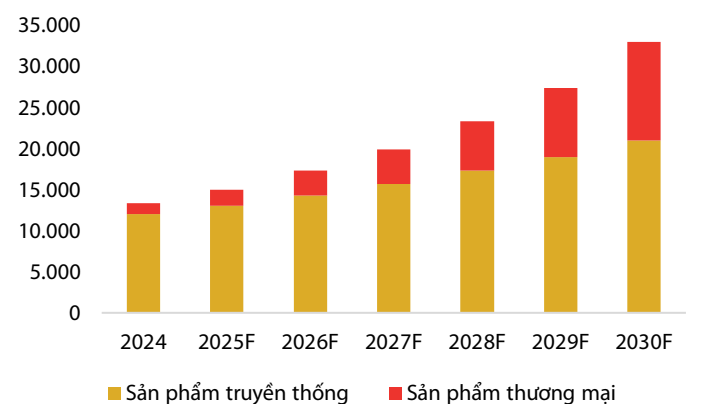
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Các công ty bán lẻ và sản xuất thép sử dụng được thuyết minh tại Phụ lục

Bảng 13: So sánh chỉ tiêu vốn lưu động của HSG và các công ty bán lẻ VLXD (ngày) (quay lại trang 15)

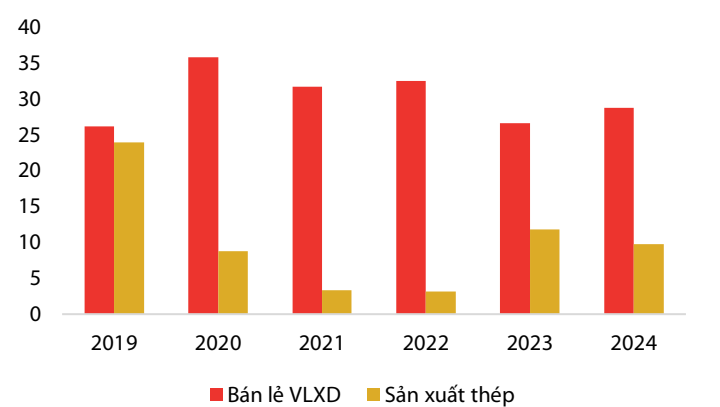
		2019	2020	2021	2022	2023	2024
Số ngày phải thu	Home Depot	5,0	3,4	4,0	4,2	4,5	4,5
	Home Pro	1,5	1,4	1,2	1,5	1,8	1,5
	DEPO Bangunan	0,3	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8
	Siam Global	2,2	1,8	1,2	1,1	1,2	1,3
	MR DIY	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	0,8
	DOHOME	15,5	16,1	17,4	17,5	15,8	16,0
	Trung bình	4,0	4,1	4,2	4,3	4,1	4,1
	Trung vị	1,5	1,4	1,2	1,1	1,2	1,3
Số ngày tồn kho	HSG	17,3	18,5	22,5	19,9	17,3	18,9
	Home Depot	69,7	71,3	69,0	70,2	81,7	82,1
	Home Pro	80,5	87,2	93,0	99,5	100,5	106,2
	DEPO Bangunan	97,1	103,5	100,5	107,5	129,0	128,0
	Siam Global	236,5	268,1	221,9	222,0	225,3	208,7
	MR DIY	127,4	148,0	132,5	144,3	167,3	157,4
	DOHOME	162,9	181,5	180,5	176,4	187,4	183,0

Hình 49: Mục tiêu tăng trưởng doanh thu của Hoa Sen Home (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 51: So sánh chỉ số P/E trung vị của các doanh nghiệp sản xuất và bán lẻ VLXD (lần)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

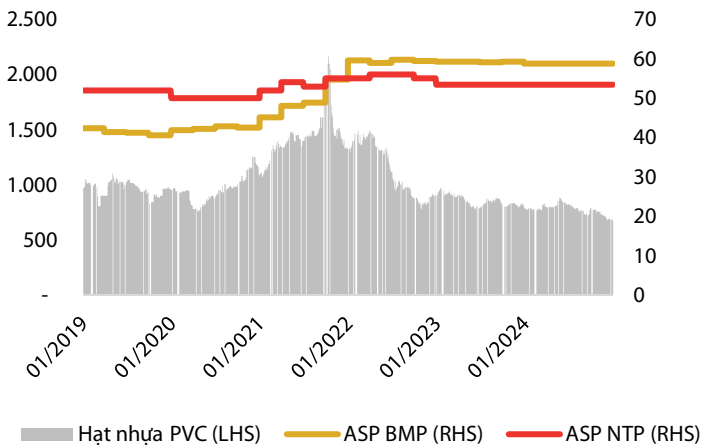
	Trung bình	140,9	157,6	145,7	149,9	161,9	156,7
	Trung vị	127,4	148,0	132,5	144,3	167,3	157,4
	HSG	80,8	79,1	80,7	79,4	94,6	89,2
Số ngày phải trả	Home Depot	38,5	38,6	39,5	43,1	40,9	36,9
	Home Pro	92,7	96,7	91,1	94,5	94,0	93,3
	DEPO Bangunan	86,4	75,7	70,0	82,8	85,1	85,2
	Siam Global	30,2	38,9	26,7	26,2	32,0	36,5
	MR DIY	5,4	6,8	7,5	6,6	9,0	10,1
	DOHOME	46,9	49,4	44,0	44,1	49,6	45,1
	Trung bình	52,3	53,5	47,9	50,9	53,9	54,0
	Trung vị	46,9	49,4	44,0	44,1	49,6	45,1
	HSG	17,7	22,3	26,0	21,4	24,7	26,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG ỐNG NHỰA GIAI ĐOẠN 2022-2025 (quay lại trang 4) (quay lại trang 13)

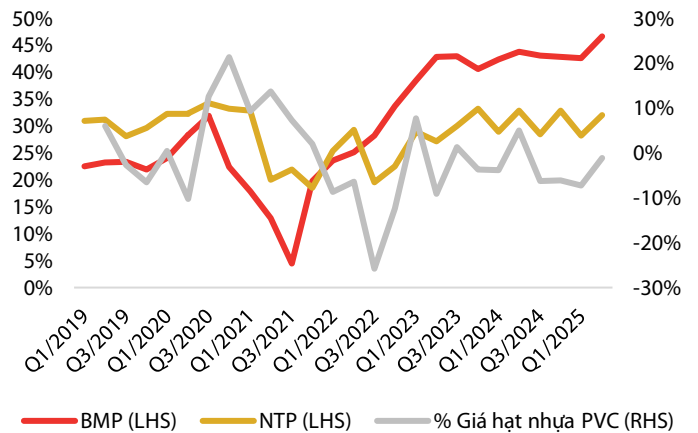
Tương tự mangan thép, diễn biến giá bán các loại ống nhựa phụ thuộc chủ yếu vào giá hạt nhựa do đây là nguyên vật liệu đầu vào chính (thường chiếm khoảng 80% chi phí sản xuất). Khi giá hạt nhựa tăng cao giai đoạn 2021-2022, áp lực chi phí đẩy khiến BMP và NTP phải nâng giá bán trung bình sau một khoảng thời gian dài không điều chỉnh. Tuy nhiên, việc điều chỉnh giá bán ống nhựa không dễ như tôn mạ do thị trường nội địa có mức cạnh tranh khá cao, do đó, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp thường bị ảnh hưởng khi giá nguyên vật liệu (hạt nhựa) tăng. Trong giai đoạn 2021-2024 khi giá hạt nhựa hạ nhiệt, BMP vẫn giữ giá bán cao trong khi NTP giảm nhẹ (~10%), điều này giúp biên gộp của BMP được cải thiện đáng kể (~40%), tuy nhiên cũng khiến cho thị phần của doanh nghiệp này bị ảnh hưởng.

Hình 52: Tương quan hạt nhựa PVC (USD/tấn) và giá bán trung bình (nghìn VND/kg) của BMP và NTP



Nguồn: Bloomberg, BMP, NTP, CTCK Rồng Việt

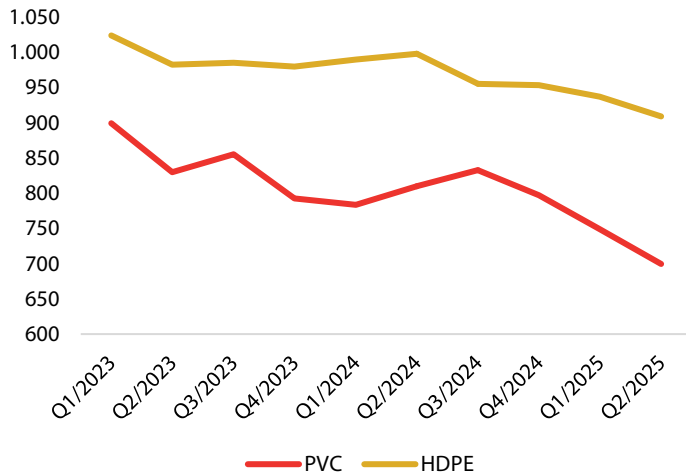
Hình 53: Biên lợi nhuận gộp BMP, NTP và biến động giá hạt nhựa PVC



Nguồn: Bloomberg, BMP, NTP, CTCK Rồng Việt

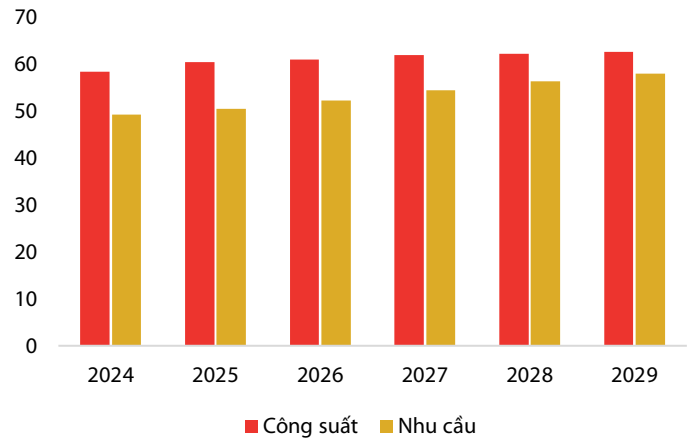
Tính đến cuối tháng 8/2025, giá hạt nhựa PVC Đông Nam Á và HDPE Đông Á (CFR) đang giao động lần lượt ở mức 700 và 910 USD/tấn – là mức thấp trong giai đoạn 2019-2025. Giá các loại hạt nhựa kể từ đầu năm 2023 nhìn chung không biến động nhiều phần lớn do tình trạng dư thừa công suất sản xuất trên thế giới.

Hình 54: Diễn biến giá hạt nhựa PVC và HDPE Đông Nam Á (USD/tấn)



Nguồn: BMP, CTCK Rồng Việt

Hình 55: Công suất và nhu cầu PVC toàn cầu dự phóng (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, Nexant, CTCK Rồng Việt

Trong giai đoạn 2026-2029, chúng tôi kỳ vọng giá hạt nhựa PVC sẽ chỉ tăng nhẹ (~5% so với mức thấp của năm 2024). Do đó, chúng tôi đánh giá HSG sẽ không có áp lực phải tăng giá bán, qua đó duy trì được biên gộp ổn định ở mức 22%.

PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC SẢN XUẤT THÉP VÀ BÁN LẺ VLXD
(quay lại trang 4)

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng tám công ty, bao gồm năm công ty chuyên sản xuất tôn mạ và sáu công ty bán lẻ vật liệu xây dựng có vị thế tương tự HSG làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Tập đoàn Jiangsu Shagang (002075 CH) thành lập năm 1975 tại Giang Tô, Trung Quốc, là nhà sản xuất thép tư nhân thuộc top 3 sản xuất thép của Trung Quốc. Sau khi mua lại bốn công ty thép từ năm 2006, Shagang mở rộng mạnh mẽ với các sản phẩm chủ lực như thép cây, dây thép, phôi thép, cuộn cán nóng, thép không gỉ và thép mạ kẽm. Thép Shagang được ứng dụng rộng rãi trong lĩnh vực hàng không, xây dựng, cầu đường, hóa dầu, ô tô và bao bì thực phẩm.

Hyundai Steel (004020 KS) là công ty thép đầu tiên và lớn thứ hai tại Hàn Quốc (chiếm 29% tổng thị phần sản xuất) thành lập năm 1953, thuộc Tập đoàn Hyundai. Công ty nổi tiếng với H-Solution và H-Core, cung cấp các giải pháp vật liệu cho ngành ô tô và thép chịu động đất. Với dòng sản phẩm đa dạng như H-beams, ray, thép cây, thép cán nóng và ống ERW, Hyundai Steel chủ yếu phục vụ ngành công nghiệp ô tô, đóng tàu và xây dựng.

SeAH Steel (306200 KS) là hãng sản xuất thép quy mô lớn tại Hàn Quốc. Công ty được hình thành năm 1960, và vận hành bảy nhà máy thép trên toàn thế giới với các địa điểm tại Hoa Kỳ, Việt Nam, Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất, và Ý. Sản phẩm của JFE Steel bao gồm thép tấm, ống, thép không gỉ, thép điện, thép đặc biệt và bột sắt.

Kyoei Steel (5440 JP) nhà sản xuất thép quy mô lớn tại Nhật Bản, thành lập năm 1938. Ngoài thị phần lớn nhất về mảng thép xây dựng (tại Nhật Bản), công ty còn có các nhà máy tại Việt Nam (thép Việt Ý – VIS) và Bắc Mỹ (mua lại AltaSteel Inc).

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG VN) Nhà sản xuất tôn mạ lớn thứ 02 tại thị trường Việt Nam (công suất 1,2 triệu tấn/năm), với thị trường xuất khẩu chiếm 50-60% tổng sản lượng tiêu thụ. Công ty đang có kế hoạch đầu tư nhà máy thép dẹt mới (tổng công suất các giai đoạn đạt 1 triệu tấn/năm), tập trung vào các mác thép chất lượng cao và thép cho sản xuất công nghiệp, thiết bị gia dụng, oto...

Home Depot (HD US) là tập đoàn bán lẻ hàng đầu tại Hoa Kỳ, thành lập năm 1978 và có trụ sở tại Atlanta, Georgia. Công ty hiện là nhà bán lẻ vật liệu xây dựng và cải tạo nhà ở lớn nhất tại Mỹ và nằm trong nhóm Fortune 500. Với hệ thống hơn 2.300 cửa hàng tại Hoa Kỳ, Canada và Mexico, Home Depot cung cấp đa dạng các sản phẩm như vật liệu xây dựng, thiết bị điện nước, dụng cụ cầm tay, nội thất, thiết bị nhà bếp và làm vườn.

HomePro (HMPRO TB) là chuỗi bán lẻ vật liệu hoàn thiện và nội thất hàng đầu tại Thái Lan, thuộc sở hữu của Home Product Center Public Company Limited, thành lập năm 1995. Công ty vận hành hơn 120 cửa hàng tại Thái Lan (bao gồm HomePro và MegaHome) và mở rộng sang Malaysia với 7 cửa hàng tính đến 2024. HomePro chuyên cung cấp các sản phẩm và dịch vụ liên quan đến cải tạo nhà ở như thiết bị điện, nội thất, phòng tắm, nhà bếp, gạch ốp lát, vật liệu xây dựng và đồ trang trí. Công ty cũng tích hợp các dịch vụ hỗ trợ như lắp đặt, sửa chữa, bảo trì và nền tảng thương mại điện tử đa kênh.

PT Caturkarda Depo Bangunan Tbk (DEPO IJ) là chuỗi bán lẻ vật liệu xây dựng dạng siêu thị đầu tiên tại Indonesia, thành lập năm 1996 với trụ sở đặt tại Tangerang Selatan, tỉnh Banten. Công ty vận hành 16 cửa hàng trên toàn quốc tính đến cuối năm 2024 và dự kiến mở thêm 3 chi nhánh mới trong năm 2025 tại Palembang, Pekanbaru và Samarinda. Với mô hình one-stop shopping, DEPO cung cấp hơn 97.000 mặt hàng gồm vật liệu xây dựng, thiết bị điện – nước, gạch, sơn, thiết bị vệ sinh, đồ nội thất và hàng thương hiệu riêng (house brand).

Siam Global House (GLOBAL TB) là chuỗi bán lẻ vật liệu xây dựng và trang trí nội thất hàng đầu tại Thái Lan, thành lập năm 1995 và có trụ sở tại tỉnh Roi Et. Công ty chuyên cung cấp các mặt hàng như vật liệu xây dựng, thiết bị điện – nước, gạch, đồ gia dụng, nội thất, sản phẩm cải tạo và trang trí nhà cửa. Tính

đến năm 2024, Siam Global có hơn 85 chi nhánh tại Thái Lan và đang mở rộng sang thị trường quốc tế như Lào và Campuchia.

MR D.I.Y. Group (MRDIY MK) là chuỗi bán lẻ hàng đầu tại Malaysia chuyên cung cấp các sản phẩm tiện ích cho gia đình, thành lập năm 2005 với trụ sở tại Kuala Lumpur. Công ty có danh mục hơn 18.000 sản phẩm thuộc nhiều nhóm ngành như phần cứng, đồ gia dụng, đồ chơi trẻ em, văn phòng phẩm, thiết bị điện, phụ kiện xe hơi và đồ thể thao. MR D.I.Y. hiện vận hành hơn 1.300 cửa hàng trên toàn quốc, cùng sự hiện diện tại Thái Lan, Indonesia, Brunei, Philippines và Singapore...

Do Home Public Company Limited (DOHOME TB) là chuỗi bán lẻ vật liệu xây dựng và trang trí nhà cửa hàng đầu tại Thái Lan, thành lập năm 1983, có trụ sở tại Ubon Ratchathani. Công ty hoạt động cung cấp hơn 100.000 mặt hàng đa dạng như vật liệu xây dựng, thiết bị điện – nước, nội thất, dụng cụ cầm tay, đồ gia dụng và trang trí nhà cửa. Tính đến năm 2024, DOHOME sở hữu hơn 25 chi nhánh trên toàn quốc, bao gồm mô hình đại siêu thị và cửa hàng định dạng nhỏ Dohome To Go.

Bảng 14: Chỉ số định giá của năm nhà sản xuất thép dẹt tại Châu Á

Nhà sản xuất thép	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
EV/EBITDA	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	6,5x	7,4x	4,1x	6,7x	9,3x	11,8x	7,9x
Trung vị	7,1x	5,6x	3,7x	5,0x	4,9x	5,4x	5,3x
P/E	20%	20%	15%	15%	15%	15%	Tỷ trọng
Trung bình	61,6x	60,7x	6,2x	6,8x	25,5x	24,0x	30,2x
Trung vị	26,0x	9,0x	3,7x	4,0x	10,4x	10,1x	10,5x
P/B	20%	20%	15%	15%	15%	15%	Tỷ trọng
Trung bình	0,8x	1,3x	0,9x	0,6x	0,7x	0,8x	0,8x
Trung vị	0,4x	0,5x	0,4x	0,4x	0,5x	0,4x	0,4x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

Bảng 15: Chỉ số định giá của sáu nhà bán lẻ vật liệu xây dựng

Nhà bán lẻ VLXD	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
EV/EBITDA	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	18,6x	22,8x	21,1x	20,3x	18,6x	16,0x	19,3x
Trung vị	18,7x	23,9x	20,7x	20,8x	18,1x	16,8x	19,6x
P/E	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	24,4x	38,4x	32,8x	34,6x	33,0x	27,7x	31,7x
Trung vị	22,3x	35,8x	31,7x	32,5x	26,6x	28,7x	29,4x
P/B	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	5,6x	25,1x	21,3x	39,6x	60,0x	13,6x	28,5x
Trung vị	3,9x	8,4x	6,8x	6,6x	4,8x	3,7x	5,5x
P/S	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	2,2x	3,3x	3,0x	2,5x	2,1x	2,0x	2,5x
Trung vị	2,2x	2,6x	2,6x	2,5x	2,3x	2,0x	2,4x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

PHỤ LỤC – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029 (quay lại trang 4)

Bảng 16: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tôn mạ									
Sản lượng nội địa (nghìn tấn)	575	595	492	589	707	778	856	856	856
Tăng trưởng YoY	2%	4%	-17%	20%	20%	10%	10%	0%	0%
Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)	1.240	854	620	930	716	752	790	829	871
Tăng trưởng YoY	87%	-31%	-27%	50%	-23%	5%	5%	5%	5%
Tổng	1.815	1.449	1.112	1.520	1.424	1.530	1.645	1.685	1.726
Tăng trưởng YoY	48%	-20%	-23%	37%	-6%	7%	8%	2%	2%
Doanh thu nội địa	11.835	15.743	10.318	11.528	13.488	15.430	17.652	18.358	19.092
Tăng trưởng YoY	31%	33%	-34%	12%	17%	14%	14%	4%	4%
Doanh thu xuất khẩu	25.535	22.574	12.992	18.199	13.663	14.920	16.293	17.792	19.429
Tăng trưởng YoY	140%	-12%	-42%	40%	-25%	9%	9%	9%	9%
Tổng	37.371	38.317	23.310	29.727	27.151	30.350	33.945	36.150	38.521
Tăng trưởng YoY	90%	3%	-39%	28%	-9%	12%	12%	6%	7%
Ống thép									
Doanh thu	9.391	8.639	5.796	6.823	7.850	8.573	9.361	10.223	11.163
Tăng trưởng YoY	50%	-8%	-33%	18%	15%	9%	9%	9%	9%
Sản lượng (nghìn tấn)	394	472	339	287	359	424	445	467	491
Tăng trưởng YoY	6%	20%	-28%	-15%	25%	18%	5%	5%	5%
Ống nhựa									
Doanh thu	1.586	1.563	1.310	1.421	1.452	1.534	1.635	1.743	1.860
Tăng trưởng YoY	-2,7%	-1,4%	-16,2%	8,4%	2,2%	5,6%	6,6%	6,7%	6,7%
Sản lượng (nghìn tấn)	36	32	35	44	47	50	53	56	59
Tăng trưởng YoY	-22%	-11%	9%	26%	6%	6%	6%	6%	6%
Hoa Sen Home									
Doanh thu	379	1.192	1.235	1.300	1.600	2.400	3.780	5.400	8.400
Tăng trưởng YoY		214%	4%	5%	23%	50%	58%	43%	56%

Nguồn: HSG, VSA, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 17: Biên LN gộp dự phóng theo mảng

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
GIÁ ĐỊNH VỀ GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU (USD/TẤN)									
Giá HRC (USD/tấn)	784	768	596	551	508	525	541	557	574
Tăng trưởng YoY	69%	0%	-21%	-3%	-7%	3%	3%	3%	3%
Giá hạt nhựa PVC	1.318	1.296	861	797	773	773	773	773	773
Tăng trưởng YoY	46%	-2%	-34%	-7%	-3%	0%	0%	0%	0%
GIÁ THÀNH SẢN XUẤT (NGHÌN ĐỒNG/KG)									
Tôn mạ	17	24	19	18	17	17	18	18	19
Tăng trưởng YoY	26%	41%	-20%	-8%	-4%	3%	3%	1%	4%
Ống thép	17	24	19	17	17	17	18	18	19
Tăng trưởng YoY	28%	42%	-21%	-7%	-4%	4%	3%	3%	4%
Ống nhựa	34	38	29	25	24	24	24	24	24
Tăng trưởng YoY	25%	10%	-23%	-14%	-4%	0%	1%	1%	1%

TỔNG GIÁ VỐN HÀNG BÁN (TỶ ĐỒNG)	39.853	44.772	28.590	35.008	33.323	37.507	42.003	44.885	49.191
Tăng trưởng YoY	74%	12%	-36%	22%	-5%	13%	12%	7%	10%
LỢI NHUẬN GỘP									
Tôn mạ	6.738	3.813	2.094	3.071	3.146	3.674	4.307	5.411	5.887
Tăng trưởng YoY	112%	-43%	-45%	47%	2%	17%	17%	26%	9%
Ống thép	1.548	669	432	608	827	931	1.056	1.273	1.425
Tăng trưởng YoY	33%	-57%	-35%	41%	36%	13%	14%	21%	12%
Ống nhựa	349	344	288	313	319	337	360	384	409
Tăng trưởng YoY	-3%	-1%	-16%	8%	2%	6%	7%	7%	7%
Hoa Sen Home	57	179	185	195	272	408	643	1.080	1.680
Tăng trưởng YoY		214%	4%	5%	39%	50%	58%	68%	56%
Tổng	8.694	5.003	2.999	4.188	4.564	5.350	6.366	8.148	9.402
Biên LN gộp (%)	18,2%	9,9%	9,7%	10,9%	12,0%	12,5%	13,1%	15,2%	15,7%
BIÊN GỘP DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT THÉP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Trung bình	14,9%	10,5%	9,5%	9,8%					
Trung vị	15,2%	8,8%	8,2%	8,9%					
BIÊN GỘP DOANH NGHIỆP BÁN LẺ VLXD									
Trung bình	25,6%	26,2%	26,4%	26,7%					
Trung vị	25,4%	26,2%	26,7%	26,9%					

Nguồn: HSG, Bloomberg, CTCK Rông Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến là giả định của chúng tôi, không phải nguồn HSG.

Bảng 18: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
CPBH&QLDN	3.770	4.355	2.884	3.840	3.715	4.149	4.680	5.157	5.709
CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	7,7%	8,8%	9,1%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%

Nguồn: HSG, CTCK Rông Việt

Bảng 19: Biên lợi nhuận ròng dự phóng

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LỢI NHUẬN RÒNG	4.314	251	30	515	853	1.127	1.459	2.510	3.063
Tăng trưởng YoY	274,3%	-94,2%	-88,1%	1615,0%	65,7%	32,2%	29,4%	72,0%	22,0%
	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	8,9%	0,5%	0,1%	1,3%	2,2%	2,6%	3,0%	4,7%	5,1%

Nguồn: HSG, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 20: Chỉ số hoạt động dự phóng

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	22,5	19,9	17,3	18,9	21,1	19,4	19,0	18,9	18,2
Số ngày tồn kho	80,7	79,4	94,6	89,2	102,2	94,6	94,4	97,0	95,4
Số ngày phải trả	26,0	21,4	24,7	26,8	21,8	20,7	21,4	22,6	23,7

Nguồn: HSG, Bloomberg, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 21: Cổ tức tiền mặt hằng năm của HSG

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	0	1	0	499	499	499	499	1.000	1.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%	10,0%

Nguồn: HSG, Bloomberg, CTCK Rông Việt

	tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	31.651	39.272	38.054	42.857
Giá vốn	28.590	35.008	33.490	37.507
Lãi gộp	3.061	4.264	4.564	5.350
Chi phí bán hàng	2.884	3.840	3.715	4.149
Chi phí quản lý	233	342	342	343
Thu nhập từ HĐTC	195	133	145	124
Chi phí tài chính	50	41	41	40
Lợi nhuận khác	146	551	969	1.326
Lợi nhuận trước thuế	116	37	116	199
Thuế TNDN	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	30	515	853	1.127
Lợi nhuận sau thuế	58	302	731	1.068
EBIT	1.201	1.298	1.674	1.993
EBITDA	31.651	39.272	38.054	42.857

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-36,3%	24,1%	-3,1%	12,6%
Lợi nhuận HKKD	-19,8%	8,1%	28,9%	19,0%
EBIT	-82,0%	419,3%	142,2%	46,0%
Lợi nhuận sau thuế	-88,1%	1615,0%	65,7%	32,2%
Tổng tài sản	2,0%	12,7%	-6,2%	8,5%
Vốn chủ sở hữu	-1,0%	1,3%	4,6%	6,6%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	9,7%	10,9%	12,0%	12,5%
EBITDA/ Doanh thu	3,8%	3,3%	4,4%	4,6%
EBIT/ Doanh thu	0,2%	0,8%	1,9%	2,5%
LNST/ Doanh thu	0,1%	1,3%	2,2%	2,6%
ROA	0,2%	2,8%	4,5%	5,9%
ROE	0,3%	4,8%	7,6%	9,6%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	17,3	18,9	21,1	19,4
Vòng quay HTK	94,6	89,2	102,2	94,6
Vòng quay kh. phải trả	24,7	26,8	21,8	20,7

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,7	1,6	2,0	2,0
Nhanh	0,4	0,4	0,5	0,5

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	61,2%	79,3%	60,8%	63,7%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	27,3%	49,2%	32,3%	33,6%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

	tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tiền	597	602	644	889
Đầu tư tài chính ngắn hạn	26	31	73	173
Các khoản phải thu	1.853	2.272	2.185	2.431
Tồn kho	7.629	9.712	9.298	10.424
Tài sản ngắn hạn khác	4.833	3.915	3.259	2.541
Tài sản cố định hữu hình	187	196	189	183
Tài sản cố định vô hình	1	1	1	1
Đầu tư tài chính dài hạn	396	401	389	438
Tài sản dài hạn khác	597	602	644	889
TỔNG TÀI SẢN	17.365	19.566	18.350	19.907
Tiền hàng phải trả & ứng trước	2.885	2.328	2.278	2.647
Vay và nợ ngắn hạn	2.936	5.364	3.682	4.083
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả ngắn hạn khác	16	16	15	18
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	148	35	56	90
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	6.585	8.649	6.936	7.743
Vốn đầu tư của CSH	6.160	6.160	6.160	6.160
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4.369	4.533	5.032	5.775
Khoản thu nhập khác	78	51	49	56
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	17.365	19.566	18.350	19.907
Lợi ích cổ đông thiểu số	16	16	16	16

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
EPS (đồng/cp)	49	835	1.380	1.830
P/E (x)	13,2	17,6	17,4	13,1
BV (đồng/cp)	17.475	17.697	18.504	19.720
P/B (x)	1,0	0,9	1,3	1,2
DPS (đồng/cp)	0	499	499	499
Tỷ suất cổ tức (%)			2	2

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	24.828	50%	12.414
So sánh	23.108	50%	11.554
Giá mục tiêu (đồng/cp)			24.000

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
------------------	--------------	-------------	-----------

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Ngân hàng
-

Đỗ Thạch Lam

Manager

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- BĐS dân dụng
- Vật liệu xây dựng
- BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng

Manager

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Chiến lược Thị trường
- Kinh tế vĩ mô

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản
- Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Analyst

duong.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

(1530)

- BĐS dân dụng
- BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Analyst

trang.th@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Analyst

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Analyst

chinh1.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Analyst

anh.tnl@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**