



CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +2,2%

Ngành	Thép
Ngày báo cáo	18/04/2025
Giá hiện tại	13.700 VND
Giá mục tiêu	13.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	19.600 VND
TL tăng	-1,5%
Lợi suất cổ tức	3,7%
Tổng mức sinh lời	+2,2%

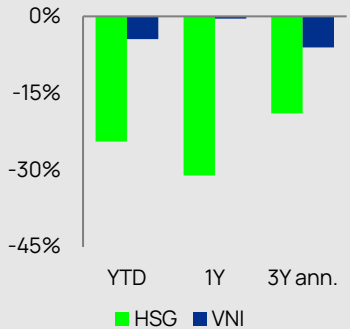
GT vốn hóa	9 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	122,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	616,0tr
Pha loãng	616,0tr

	HSG	VNI
P/E (trượt)	14,7x	13,7x
P/B (hiện tại)	0,8x	1,6x
ROA	3,0%	2,0%
ROE	5,3%	12,8%

Tổng quan Công ty

Thành lập vào năm 2001, HSG là công ty sản xuất tôn mạ hàng đầu (công suất là 2,7 triệu tấn, thị phần là 29% tính đến cuối năm 2024) tại Việt Nam. Các sản phẩm khác bao gồm ống thép (công suất 990.000 tấn, thị phần là 15% tính đến cuối năm 2024) và ống nhựa. HSG cũng sở hữu mạng lưới phân phối bán lẻ riêng với hơn 400 chi nhánh. Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/09.

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	39.272	40.669	44.259	48.815
% YoY	24,1%	3,6%	8,8%	10,3%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	515	502	594	849
% YoY	1717%	-2%	18%	43%
EPS	1717%	-2%	18%	43%
Biên LN gộp	10,9%	11,0%	11,1%	11,5%
Biên EBITDA	3,6%	4,0%	4,2%	4,5%
Biên LN từ HĐKD	1,1%	1,5%	1,8%	2,3%
Biên LN ròng	1,3%	1,2%	1,3%	1,7%
Dòng tiền tự do/doanh thu	-6,8%	5,1%	2,7%	2,4%
EV/EBITDA	9,4x	8,3x	7,2x	6,1x
P/E	16,7x	17,1x	14,5x	10,1x
P/B	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
ROE	4,7%	4,6%	5,3%	7,4%

Dự kiến một năm đầy thách thức dù có sự hỗ trợ ngắn hạn

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) và giảm 31% giá mục tiêu xuống còn 13.500 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh việc chúng tôi giảm 57%/60%/53%/39%/31% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn năm tài chính 2025–29, do (1) LNST sau lợi ích CĐTS năm tài chính 2024 thấp hơn 35% so với dự báo của chúng tôi và (2) triển vọng thận trọng hơn đối với thị trường tôn mạ. Những yếu tố này được bù đắp một phần bởi tỷ lệ WACC thấp hơn, ở mức 14,3% (so với mức 15,5% trước đây), nhờ tỷ lệ nợ vay trên tổng vốn tăng lên 33% (từ 21%), dựa trên KQKD năm tài chính 2024.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn năm tài chính 2025–29 do: (1) sản lượng bán giảm 5%/năm do xuất khẩu yếu hơn, được bù đắp một phần bởi tăng trưởng trong nước mạnh hơn; (2) biên lợi nhuận gộp trung bình giảm khoảng 80 điểm cơ bản mỗi năm do chi phí đầu vào HRC tăng sau khi áp thuế chống bán phá giá (AD20) lên HRC của Trung Quốc; (3) chi phí SG&A/doanh thu tăng 55 điểm cơ bản mỗi năm do chi phí vận chuyển cao hơn dự kiến trong năm tài chính 2024 và HSG mở rộng chuỗi bán lẻ Hoa Sen Home.
- Đối với năm tài chính 2025, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giảm 2% YoY. Chúng tôi kỳ vọng (1) sản lượng bán đi ngang YoY, (2) biên lợi nhuận gộp tăng 10 điểm phần trăm YoY nhờ giá bán trung bình (ASP) tăng 3,5% (so với chi phí đầu vào tăng 3,4% YoY), (3) chi phí SG&A/doanh thu giảm 30 điểm cơ bản YoY nhờ chi phí vận chuyển thấp hơn và nỗ lực tối ưu chi phí trong bối cảnh thị trường khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những điều này sẽ bị ảnh hưởng do lãi ròng từ chênh lệch tỷ giá giảm YoY vì nguồn thu USD thấp hơn do xuất khẩu giảm.
- Trong ngắn hạn, cổ phiếu HSG đang có định giá tương đối cao, giao dịch ở mức P/E dự phóng năm tài chính 2025/26 lần lượt là 17,1/14,5 lần, so với P/E trung bình 5 năm (loại trừ các giai đoạn suy giảm lợi nhuận) là 8,8 lần, và mức trung vị của các công ty cùng ngành là 12,0 lần.

Chúng tôi dự báo năm tài chính 2025 sẽ là một năm đầy thách thức đối với HSG. Trước các biện pháp bảo hộ gia tăng tại những thị trường xuất khẩu chủ chốt, HSG đang chuyển hướng sang thị trường trong nước. Trong nửa đầu năm tài chính 2025 (từ tháng 10/2024 đến tháng 3/2025), sản lượng bán thép tăng 3% YoY, do mức giảm 19% từ xuất khẩu được bù đắp bởi mức tăng 26% từ thị trường trong nước. Tuy nhiên, thị trường trong nước vẫn dư cung, với công suất gấp 3 lần nhu cầu, theo chia sẻ của Chủ tịch HĐQT HSG. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ gây áp lực lên giá bán trung bình (ASP). Vào ngày 01/04/2025, thuế chống bán phá giá tạm thời theo vụ việc AD19 đã được áp dụng lên tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc (37%) và Hàn Quốc (13–16%), với một số nhà sản xuất được miễn trừ. Dù điều này sẽ hỗ trợ giá, chúng tôi chỉ kỳ vọng ASP tăng nhẹ (3,6% YoY, trong khi chúng tôi dự báo chi phí đầu vào tăng 3,4% YoY), vì AD19 chỉ áp dụng cho thị trường trong nước vốn đã cạnh tranh cao và sẽ phải đón nhận thêm áp lực từ lượng xuất khẩu bị chuyển hướng.

Chúng tôi dự báo doanh thu năm tài chính 2025 sẽ tăng 3,6% YoY. Chúng tôi ước tính sản lượng bán sẽ đi ngang, do chúng tôi kỳ vọng việc xuất khẩu thép giảm 19% YoY sẽ được bù đắp bởi mức tăng 20% của doanh số trong nước. Chúng tôi dự báo ASP tăng 3,6% YoY nhờ tác động của AD19. Chúng tôi không kỳ vọng thuế đối ứng từ Mỹ sẽ ảnh hưởng đến doanh số của HSG, vì mặt hàng thép được loại trừ. Mức thuế chống bán phá giá tạm thời của Mỹ (40–88%) lên tôn mạ gần đây cũng được dự báo sẽ có tác động hạn chế trong ngắn hạn.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ được hỗ trợ bởi hàng tồn kho giá thấp (tương đương khoảng 3 tháng bán hàng tính đến cuối quý 1 năm tài chính 2025), được mua vào trước khi AD20 có hiệu lực vào đầu tháng 3/2025. Trong 2 tháng đầu năm 2025, thép cuộn cán nóng (HRC) từ Trung Quốc được giao dịch quanh mức 470–480 USD/tấn, so với mức khoảng 520 USD/tấn từ HPG, Formosa và các nguồn nhập khẩu khác (như Nhật Bản, Indonesia,...). HSG (và một số nhà sản xuất khác) đã công bố tăng ASP ngay lập tức ở mức khoảng 1–2% sau khi AD20 được công bố vào ngày 21/02/2025.

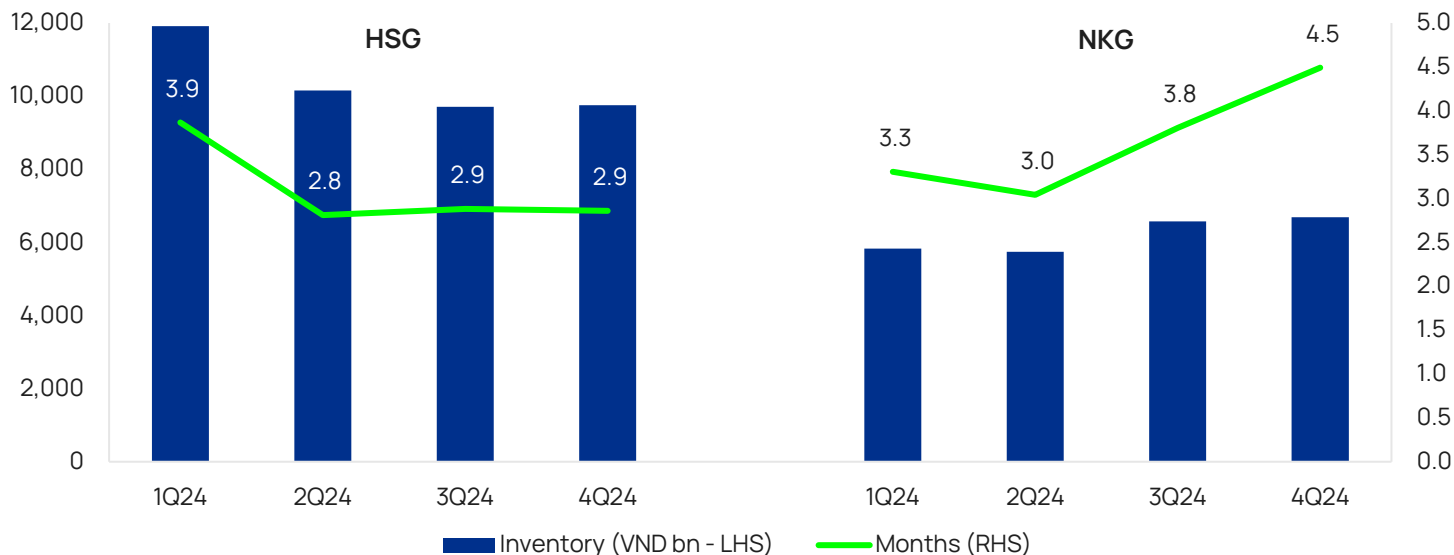
Triển vọng năm tài chính 2025: Một năm khó khăn đối với sản lượng bán và biên lợi nhuận gộp; động lực ngắn hạn từ hàng tồn kho HRC giá thấp

Hình 1: Dự báo năm tài chính 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	NTC 2024	Dự báo NTC 2025 trước đây	Dự báo NTC 2025 mới	Dự báo NTC 2025 mới s/v NTC 2024	Dự báo NTC 2025 mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	39.272	43.751	40.669	4%	-7%	* Sản lượng bán: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng đi ngang YoY, do mức giảm trong xuất khẩu (-19 YoY) dự kiến sẽ được bù đắp bởi nhu cầu trong nước mạnh hơn (+20% YoY). Trong nửa đầu năm tài chính 2025, sản lượng bán thép tăng 3% YoY, với xuất khẩu giảm 19%yoy trong khi doanh số trong nước tăng 26% YoY. * ASP: Chúng tôi dự kiến ASP sẽ tăng 3,6% YoY, do thuế chống bán phá giá tạm thời theo vụ việc AD19 đã được áp dụng từ ngày 01/04/2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng giá sẽ bị giới hạn vì (1) các biện pháp bảo hộ chỉ áp dụng cho thị trường trong nước, và (2) xuất khẩu bị chuyển hướng sẽ làm gia tăng cạnh tranh tại thị trường trong nước vốn đã dư cung.
Lợi nhuận gộp	4.264	5.206	4.454	4%	-14%	
Chi phí SG&A	-3.840	-3.876	-3.864	1%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	423	1.330	591	39%	-56%	
Chi phí lãi vay	-131	-72	-120	-8%	67%	
Lãi/(lỗ) tỷ giá ròng	219	71	61	-72%	-14%	* Cao hơn dự báo do nợ vay cao hơn dự kiến. * KQKD năm tài chính 2024 mạnh mẽ, cao hơn 50% so với ước tính của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng KQKD mạnh mẽ này đến từ (1) tỷ giá USD/VND tăng, và (2) HSG có lượng thu USD từ xuất khẩu lớn hơn lượng chi USD để mua hàng tồn kho. HSG không có nợ vay bằng USD. * Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng trong năm 2025 do chính sách thuế đối ứng của Tổng thống Trump. Chúng tôi cũng kỳ vọng HSG sẽ ghi nhận lãi tỷ giá ròng trong năm tài chính 2025 (tương tự như năm tài chính 2024), nhưng thấp hơn so với dự báo trước đây cũng như KQKD năm 2024 do dòng USD từ xuất khẩu yếu hơn.
Lợi nhuận ròng khác	39	40	39	0%	-3%	
LNTT	551	1.369	571	4%	-58%	
LNST sau lợi ích CĐTS	515	1.164	502	-2%	-57%	
Biên lợi nhuận gộp	10,9%	11,9%	11,0%			
Chi phí SG&A/Doanh thu	9,8%	8,9%	9,5%			* Chúng tôi giảm dự báo biên lợi nhuận gộp năm tài chính 2025 do (1) KQKD năm tài chính 2024 kém khả quan, (2) chi phí thép cuộn cán nóng (HRC) tăng sau khi AD20 được áp dụng (HRC chiếm khoảng 70% giá vốn hàng bán), và (3) hiệu suất hoạt động giảm do sản lượng bán dự kiến thấp hơn. Những yếu tố này phần nào được bù đắp nhờ ASP cao hơn. * Chúng tôi kỳ vọng giá đầu vào sẽ tăng 3,4% YoY. HPG và Formosa đã thông báo tăng giá HRC thêm khoảng 3-4%, có hiệu lực từ tháng 4/2025, sau khi AD20 được áp dụng. Điều này sẽ làm tăng cơ sở chi phí của các nhà sản xuất hạ nguồn như HSG. * Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ được hỗ trợ bởi hàng tồn kho giá thấp (tương đương khoảng 3 tháng doanh số tính đến cuối quý 1 năm tài chính 2025), được mua vào trước khi AD20 có hiệu lực vào tháng 3/2025. * Trong 2 tháng đầu năm 2025, HRC từ Trung Quốc được giao dịch quanh mức 470-480 USD/tấn. Ngoài ra, giá hiện tại từ HPG, Formosa và các nguồn nhập khẩu không thuộc Trung Quốc dao động quanh mức 520 USD/tấn. HSG (và các nhà sản xuất tôn mạ trong nước khác) đã thông báo tăng ASP ngay lập tức thêm khoảng 1-2% sau khi AD20 được áp dụng vào ngày 21/02/2025. * Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A sẽ giảm YoY nhờ (1) giá cước vận chuyển hàng hóa giảm (chiếm khoảng 30% chi phí SG&A trong năm tài chính 2024) so với mức cơ sở cao, (2) hoạt động xuất khẩu giảm trong năm tài chính 2025, và (3) tối ưu hóa chi phí, bù đắp một phần cho chi phí gia tăng cho việc mở rộng hệ thống Hoa Sen Home. * Cao hơn dự báo trước đây của chúng tôi do kết quả năm tài chính 2024 cao - chủ yếu do chi phí vận chuyển cao hơn dự kiến.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	1,1%	3,0%	1,5%			
Thuế suất thực tế	6,6%	15,0%	12,0%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	1,3%	2,7%	1,2%			

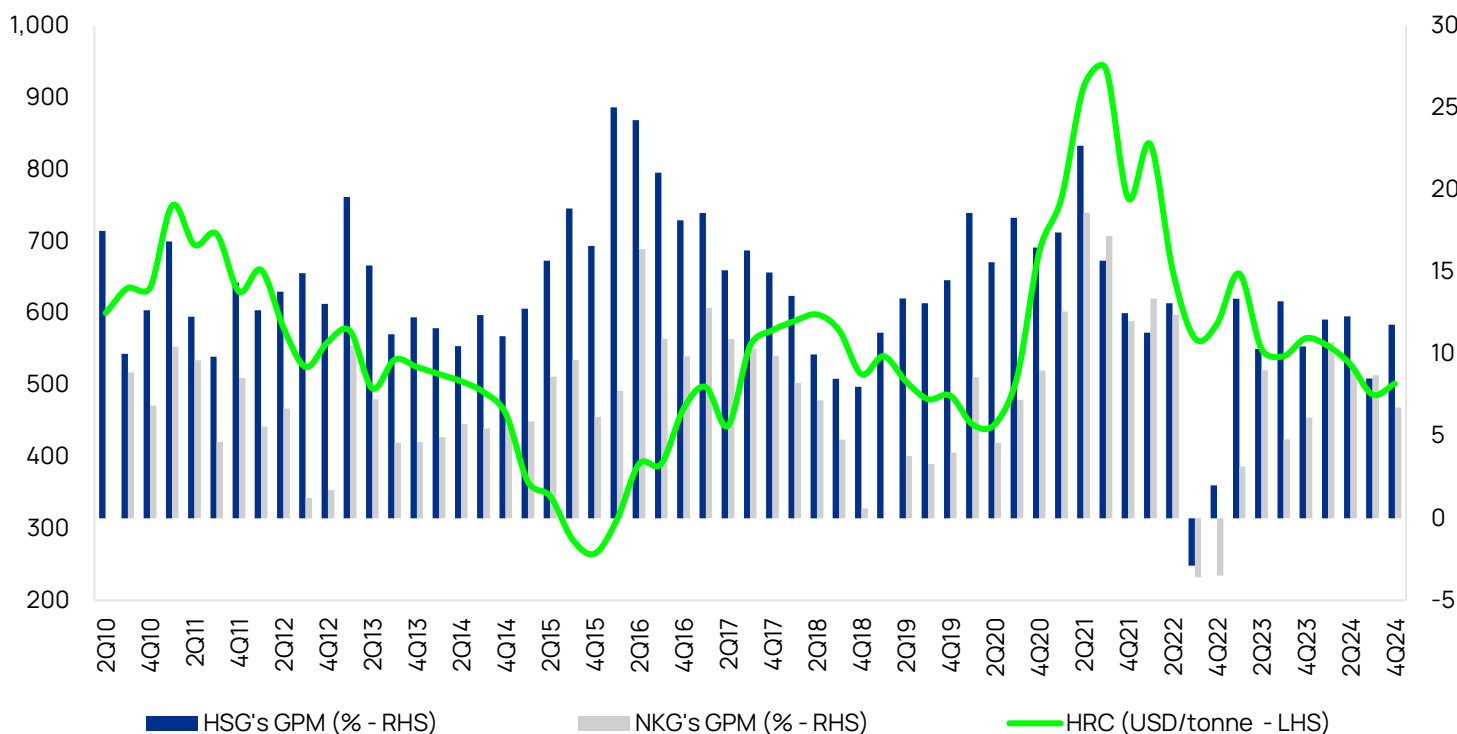
Nguồn: HSG, dự báo của Vietcap.

Hình 2: Hàng tồn kho ròng (tỷ đồng) và tỷ lệ hàng tồn kho ròng/doanh thu hàng tháng (tháng)



Nguồn: HSG, NKG, Vietcap. Chúng tôi áp dụng năm dương lịch cho biểu đồ trên để so sánh đồng nhất. Tỷ lệ hàng tồn kho ròng/doanh số hàng tháng được tính bằng cách lấy hàng tồn kho ròng tại thời điểm cuối quý chia cho doanh số trung bình hàng tháng trong quý đó.

Hình 3: Xu hướng giá HRC Trung Quốc so với biên lợi nhuận gộp hàng quý của HSG và NKG



Nguồn: Bloomberg, dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/09. Dữ liệu trong biểu đồ này được biểu thị theo năm dương lịch để đảm bảo tính nhất quán.

Xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi chủ nghĩa bảo hộ tại các thị trường xuất khẩu

Chúng tôi nhận thấy Mỹ và EU đã thực hiện một số biện pháp bảo hộ thương mại đáng chú ý đối với tôn mạ xuất khẩu từ Việt Nam. Ấn Độ cũng đã có động thái tương tự, tuy nhiên chúng tôi cho rằng tác động từ trường hợp này đối với HSG là không đáng kể. Cần lưu ý rằng xuất khẩu chiếm khoảng 50% tổng sản lượng bán thép của HSG trong năm tài chính 2024.

1. Thị trường Mỹ (chiếm khoảng 15% sản lượng xuất khẩu của HSG trong năm tài chính 2024)

Tại Mỹ, đã có 2 cuộc điều tra được khởi xướng đối với sản phẩm thép chống ăn mòn (CORE) từ Việt Nam, trong đó có tôn mạ; bao gồm một cuộc điều tra về thuế trợ cấp (CVD) và một cuộc điều tra về thuế chống bán phá giá (AD).

Về vụ việc CVD, kết quả sơ bộ được công bố vào tháng 2/2025, theo đó HSG không bị áp thuế (0%), trong khi các nhà sản xuất Việt Nam khác bị áp mức thuế sơ bộ cao hơn. Kết quả cuối cùng dự kiến sẽ được công bố vào ngày 17/06/2025 (giờ Mỹ).

Về vụ việc AD, vào ngày 04/04/2025 (giờ Mỹ), Bộ Thương mại Mỹ đã công bố kết quả sơ bộ đối với Việt Nam cùng với 9 quốc gia khác (Úc, Brazil, Canada, Mexico, Hà Lan, Nam Phi, Đài Loan, Thổ Nhĩ Kỳ và UAE). Đối với Việt Nam, mức thuế AD sơ bộ dao động từ 39,84% đến 88,12%, tùy thuộc vào từng nhà sản xuất (riêng HSG bị áp mức thuế 59%). Kết luận cuối cùng dự kiến sẽ được công bố vào ngày 18/08/2025. Cuộc điều tra AD này được tiến hành song song với cuộc điều tra CVD nêu trên – cả 2 cùng được khởi xướng vào tháng 9/2024 – và không liên quan đến mức thuế đối ứng 46% mới được áp dụng đối với Việt Nam gần đây.

Tác động từ các mức thuế sơ bộ: Hiện tại, cả 2 loại thuế này đều chỉ là tạm thời, chưa phải là kết luận cuối cùng, vì vậy tác động chủ yếu chỉ mang tính ngắn hạn. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng mức thuế AD sơ bộ sẽ có tác động nhẹ đối với HSG và các nhà sản xuất tôn mạ khác, do các nhà nhập khẩu Mỹ đã chủ yếu dừng nhập khẩu từ Việt Nam từ quý 4/2024 vì lo ngại bị áp thuế hối tố (cụ thể, thuế áp trên các lô hàng nhập khẩu trong quá khứ). Tác động dài hạn sẽ phụ thuộc vào kết quả cuối cùng, nếu được khẳng định, các mức thuế này có thể được duy trì trong nhiều năm.

Hình 4: Mức thuế chống bán phá giá (AD) sơ bộ của Mỹ đối với các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam

Công ty	Thuế chống bán phá giá
HSG	59,00%
NKG	49,42%
GDA	39,84%
HPG	49,42%
Các công ty được nêu tên khác	49,42%
Các công ty không được nêu tên khác	88,12%*

Nguồn: Cơ quan Quản lý Thương mại Quốc tế (ITA), Vietcap. *Dựa trên các dữ kiện sẵn có với suy luận bất lợi

Hình 5: Mức thuế trợ cấp sơ bộ (CVD) của Mỹ đối với các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam:

Công ty	Thuế
HSG, GDA	0%
Ống thép 190, Thép Việt Đức, Ống thép Việt Nam, Thép Vina One, Tôn mạ VNSTEEL Thăng Long, Tổng công ty Thép Việt Nam (VNSTEEL)	140,05%
Khác (bao gồm HPG, NKG)	46,73%

Nguồn: ITA, Vietcap

Hình 6: Khung thời gian điều tra AD và CVD của Mỹ đối với các sản phẩm CORE của Việt Nam (theo giờ Mỹ)

Bước	Điều tra AD	Điều tra CVD
Đệ trình kiến nghị	05/09/2024	05/09/2024
Ngày khởi xướng của Bộ Thương mại Mỹ (DOC)	25/09/2024	25/09/2024
Kết luận sơ bộ của Ủy ban Thương mại Quốc tế Mỹ (ITC)	21/10/2024	21/10/2024
Kết luận sơ bộ của DOC	04/04/2025	03/02/2025
Kết luận cuối cùng của DOC	18/08/2025	17/06/2025
Kết luận cuối cùng của ITC *	02/10/2025	01/08/2025
Ban hành lệnh áp thuế (cụ thể, thuế chính thức sẽ được áp dụng kể từ thời điểm này trở đi)*	09/10/2025	08/08/2025

Nguồn: ITA, Vietcap. DOC tập trung xác định liệu có hành vi bán phá giá hay không, trong khi ITC đánh giá thiệt hại đối với các ngành công nghiệp của Mỹ. Để thuế có thể được áp dụng, cả 2 cơ quan đều phải đưa ra kết luận cuối cùng mang tính khẳng định. Nếu không, cuộc điều tra sẽ kết thúc mà không áp dụng bất kỳ mức thuế nào. *Lưu ý: Các bước này chỉ diễn ra nếu bước trước đó đã được hoàn tất. Các ô màu xanh thể hiện các bước tiếp theo trong quy trình điều tra.

2. Thị trường EU (chiếm khoảng 30% sản lượng xuất khẩu của HSG trong năm tài chính 2024)

Bắt đầu từ tháng 4/2025, EU sẽ áp dụng hạn ngạch mới đối với mặt hàng tôn mạ nhúng nóng (HDG) nhập khẩu từ Việt Nam (và một số quốc gia khác).

Tôn mạ nhúng nóng là một quy trình trong đó thép hoặc sắt được phủ một lớp kẽm bằng cách nhúng vào bể kẽm nóng chảy. Lớp phủ này giúp kim loại bên dưới chống ăn mòn. Đây là quy trình sản xuất phổ biến tại Việt Nam để tạo ra tôn mạ.

Đối với EU, tổng hạn ngạch nhập khẩu HDG từ Việt Nam sẽ là 138.960 tấn, bắt đầu từ quý 2/2025, giảm đáng kể so với mức 321.400 tấn trong quý 4/2024. Chúng tôi ước tính EU chiếm khoảng 30–35% tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam trong năm 2024, trong khi xuất khẩu chiếm 55% tổng sản lượng bán của toàn ngành trong năm đó. Do đó, biện pháp này sẽ gây ảnh hưởng lớn đến các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam, bao gồm cả HSG (trong đó 30% doanh số xuất khẩu của HSG trong năm tài chính 2024 đến từ thị trường EU).

3. Thị trường Ấn Độ (tác động không đáng kể đối với HSG)

Vào giữa tháng 3/2025, Tổng cục Biện pháp Phòng vệ Thương mại của Ấn Độ đã đề xuất áp dụng thuế tự vệ tạm thời 12% đối với thép nhập khẩu trong vòng 200 ngày, trong khi chờ kết quả điều tra. Biện pháp này nhằm vào các sản phẩm thép dẹt, bao gồm thép cuộn cán nóng (HRC) và tôn mạ, như một phần trong nỗ lực lớn hơn của Ấn Độ nhằm bảo vệ ngành công nghiệp trong nước trước làn sóng bảo hộ thương mại toàn cầu ngày càng gia tăng.

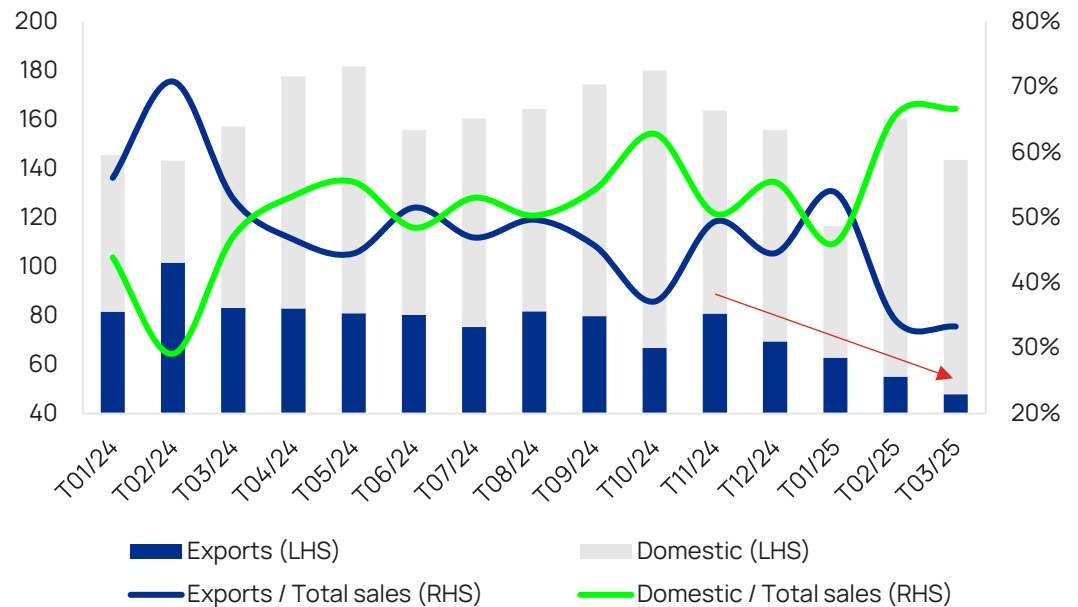
Không giống như thuế chống bán phá giá, các biện pháp tự vệ được áp dụng với tất cả các quốc gia, không chỉ những quốc gia bị coi là có hành vi thương mại không công bằng, do đó cũng sẽ ảnh hưởng đến Việt Nam.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động đến các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam – đặc biệt là HSG – sẽ ở mức hạn chế, do (1) Ấn Độ chỉ chiếm dưới 5% tổng lượng xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam trong năm 2024, và (2) mức độ tiếp cận thị trường Ấn Độ của HSG cũng rất thấp (dưới 5% tổng lượng xuất khẩu).

Cũng cần lưu ý rằng, đối với các nhà sản xuất HRC, chúng tôi dự báo tác động đến HPG cũng ở mức thấp nhưng Formosa sẽ bị ảnh hưởng mạnh hơn. Trong năm 2024, xuất khẩu HRC từ Việt Nam sang Ấn Độ chiếm khoảng 20% tổng lượng xuất khẩu HRC, trong đó gần như toàn bộ sản lượng đến từ Formosa, còn HPG gần như không bị ảnh hưởng. Do đó, sản lượng bán HRC của HPG

ít có khả năng bị tác động. Tuy nhiên, Formosa có thể sẽ chuyển phần cung dư thừa sang thị trường trong nước, dẫn đến nguy cơ cạnh tranh gia tăng trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng thị trường trong nước có thể hấp thụ phần cung dư thừa từ Formosa nhờ (1) cấu trúc thị trường HRC trong nước đang trong tình trạng thiếu cung và (2) được bảo vệ bởi thuế chống bán phá giá áp dụng cho HRC nhập khẩu từ Trung Quốc. Vì vậy, rủi ro gián tiếp đối với HPG là khá hạn chế, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 7: Cơ cấu sản lượng bán thép của HSG theo thị trường (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, Vietcap

Bộ Công Thương công bố áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc (0%-37,13%) và Hàn Quốc (0%-15,67%)

Vào ngày 01/04/2025, Bộ Công Thương đã công bố kết quả sơ bộ của cuộc điều tra chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (AD19). Quyết định có hiệu lực 15 ngày kể từ ngày công bố và áp dụng trong vòng 120 ngày.

Trung Quốc:

Bộ Công Thương áp thuế chống bán phá giá ở mức 37,13% đối với phần lớn các nhà sản xuất tôn mạ của Trung Quốc, bao gồm các tên tuổi lớn như Baosteel Zhanjiang, Baoshan Iron & Steel, Shanghai Meishan, và Wuhan Iron & Steel.

2 nhà sản xuất được miễn thuế (áp dụng mức 0%) bao gồm:

- Boxing Hengrui New Material Co., Ltd.
- Yieh Phui (China) Technomaterial Co., Ltd

Chúng tôi cho rằng việc miễn trừ này có thể do quy mô nhỏ của các doanh nghiệp này, dẫn đến sản lượng xuất khẩu không đáng kể sang Việt Nam. Tính đến ngày 31/03/2025, Yieh Phui có vốn hóa thị trường ở mức khoảng 950 triệu USD và doanh thu năm 2024 đạt 2,4 tỷ USD, trong khi Baosteel có vốn hóa thị trường ở mức 22,3 tỷ USD và doanh thu năm 2024 đạt 46,1 tỷ USD. Boxing Hengrui là công ty tư nhân, hiện có rất ít thông tin công khai.

Hàn Quốc:

Thuế được áp dụng như sau:

- POSCO, KG Dongbu Steel và Dongkuk Coated Metal: thuế suất 0%
- Hyundai Steel: thuế suất 13,7%
- Các nhà sản xuất khác: thuế suất 15,67%

Tác động đối với các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam, bao gồm HSG:

Quyết định này là tín hiệu tích cực đối với các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ, khi giảm bớt áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu Trung Quốc và Hàn Quốc, vốn đã ảnh hưởng đến sản lượng bán và giá bán trung bình (ASP) trong suốt năm 2024.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, tác động hỗ trợ đối với ASP sẽ bị giới hạn, do AD19 chỉ áp dụng cho thị trường trong nước, nơi vốn đã cạnh tranh gay gắt do tình trạng dư cung. Theo Chủ tịch HĐQT HSG chia sẻ tại ĐHCĐ gần nhất, công suất sản xuất tôn mạ của Việt Nam hiện cao gấp khoảng 3 lần so với nhu cầu trong nước. Trong thời gian tới, chúng tôi dự báo cạnh tranh trong nước sẽ còn gia tăng do xuất khẩu bị chuyển hướng về thị trường trong nước.

Theo quan sát của chúng tôi, sản lượng xuất khẩu tôn mạ ngày càng chuyển hướng về thị trường trong nước giữa bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ thương mại toàn cầu gia tăng. Trong 2 tháng đầu năm 2025, tổng doanh số tôn mạ tại Việt Nam giảm 4% YoY, trong đó xuất khẩu giảm 35%, được bù đắp một phần bởi mức tăng 43% của doanh số trong nước.

Tác động đối với HPG:

Quyết định này không ảnh hưởng trực tiếp đáng kể đến HPG, do tôn mạ chỉ chiếm khoảng 5% tổng sản lượng bán thép năm 2024 của công ty. Tuy nhiên, HPG có thể hưởng lợi gián tiếp khi các khách hàng của công ty – là các nhà sản xuất tôn mạ trong nước – được hưởng lợi từ việc giảm cạnh tranh từ hàng nhập khẩu.

ĐHCĐ năm tài chính 2025: Triển vọng thận trọng cho mảng tôn mạ; Tập trung phát triển Hoa Sen Home trong những năm tới

Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ thường niên năm tài chính 2025 của HSG, được tổ chức vào ngày 18/03/2025. Dưới đây là những ghi nhận chính của chúng tôi từ cuộc họp:

1. Kế hoạch kinh doanh thận trọng trong bối cảnh thị trường khó khăn đối với các doanh nghiệp hạ nguồn

Trong năm tài chính 2025, HSG đưa ra 2 kịch bản, cả 2 đều dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ giảm so với cùng kỳ năm trước, ban lãnh đạo cho rằng nguyên nhân do (1) chủ nghĩa bảo hộ tại các thị trường xuất khẩu, (2) cạnh tranh từ thép Trung Quốc, và (3) tốc độ tăng trưởng nhu cầu chậm lại. HSG cho rằng các yếu tố này sẽ khiến xuất khẩu bị chững lại trong năm tài chính 2025.

Hình 8: Kế hoạch kinh doanh năm tài chính 2025 của HSG

	Kết quả năm tài chính 2024	Kế hoạch năm tài chính 2025		Kế hoạch năm tài chính 2025 YoY	
		Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 1	Kịch bản 2
Sản lượng bán (tấn)	1.941.694	1.800.000	1.950.000	-7%	0%
Doanh thu thuần	39,3 nghìn tỷ đồng	35 nghìn tỷ đồng	38 nghìn tỷ đồng	-11%	-3%
LNST sau lợi ích CĐTTS	515 tỷ đồng	400 tỷ đồng	500 tỷ đồng	-22%	-3%

Nguồn: HSG, Vietcap

2. Tập trung phát triển Hoa Sen Home như một động lực tăng trưởng mới cho HSG

Trước những thách thức từ bên ngoài, ban lãnh đạo HSG đang ưu tiên mở rộng hệ thống Hoa Sen Home (HSH), bắt đầu từ năm 2025. HSH hiện hoạt động như mạng lưới phân phối vật liệu xây dựng và nội thất của HSG. Trong tương lai, HSG đặt mục tiêu xây dựng Hoa Sen Home trở thành chuỗi của hàng vật liệu xây dựng và nội thất lớn nhất Việt Nam.

Danh mục sản phẩm của HSH: HSH được định vị là mô hình "một điểm đến – đa tiện ích", cung cấp:

- Các sản phẩm truyền thống của HSG (tôn mạ, ống thép, ống nhựa).
- Sản phẩm của các thương hiệu vật liệu xây dựng/nội thất uy tín khác.
- Sản phẩm mang thương hiệu HSH (thiết bị nước, bếp, vệ sinh và nội thất,...).

Hiện tại, sản phẩm truyền thống của HSG chiếm khoảng 98% doanh thu của HSH. Công ty đặt mục tiêu chuyển dịch cơ cấu sản phẩm theo hướng gia tăng tỷ trọng của các sản phẩm phi truyền thống có biên lợi nhuận cao hơn (2 nhóm sau), theo các mô hình thành công tại khu vực như HomePro và Thaiwatsadu (Thái Lan), Depo Bangunan (Indonesia) và Home Depot (Mỹ)

Mô hình kinh doanh và định dạng cửa hàng: Hoa Sen Home (HSH) vận hành theo cả 2 mô hình B2B (phân phối) và B2C (bán lẻ). Khác với các đại lý phân phối truyền thống, cửa hàng HSH được thiết kế tích hợp giữa khu kho kiểu nhà xưởng dành cho vật liệu nặng như thép và khu siêu thị dành cho các sản phẩm xây dựng và cải tạo nhà cửa khác. Diện tích cửa hàng hiện dao động từ 1.200m² đến 5.000m², và công ty có kế hoạch phát triển các cửa hàng chủ lực (flagship) từ 10.000–12.000m² trong tương lai – mô phỏng theo các mô hình thành công trên quốc tế.

Tăng trưởng doanh thu dự kiến của HSH: HSH đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) đạt 16,3% trong giai đoạn 2024–2030 nhờ (1) mở rộng mạng lưới cửa hàng, (2) gia tăng tỷ trọng của sản phẩm phi truyền thống, và (3) sự phát triển mạnh mẽ của toàn ngành, CAGR ước tính đạt 11% (theo cổ vấn của HSG).

Tiềm năng mở rộng biên lợi nhuận: Theo công ty, các hoạt động phân phối và bán lẻ thường có biên lợi nhuận gộp đạt từ 13%–30%, cao hơn so với hoạt động sản xuất (8%–13%).

Thành lập CTCP Hoa Sen Home: HSG dự kiến sẽ tách riêng Hoa Sen Home (HSH) thành một pháp nhân độc lập – CTCP Hoa Sen Home. Mục tiêu của động thái này bao gồm:

- Tăng hiệu quả vận hành,
- Chuyên môn hóa mảng phân phối và bán lẻ, tách biệt hoàn toàn với hoạt động của công ty mẹ,
- Cải thiện định giá của HSG. Theo PwC, các doanh nghiệp sản xuất thường có hệ số P/E dao động trong khoảng 8–13 lần (riêng ngành tôn mạ là khoảng 5–6 lần, theo Chủ tịch HĐQT), thấp hơn đáng kể so với mức 20–30 lần của các chuỗi phân phối và bán lẻ. Hiện tại, theo Chủ tịch HĐQT, HSH đang có định giá tương đương với công ty mẹ do vẫn thuộc sở hữu và vận hành bởi HSG, điều này dẫn đến việc HSH có định giá thấp hơn giá trị thực. HSG có kế hoạch sẽ niêm yết (IPO) công ty này trong tương lai và giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 50% so với mức 99% hiện tại.

Xem xét về định giá: Mặc dù chúng tôi ghi nhận tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ chiến lược tái cơ cấu này (nếu HSG thực hiện thành công), chúng tôi hiện vẫn định giá HSG như một nhà sản xuất tôn mạ truyền thống và coi HSH là một phần của mạng lưới phân phối thuộc HSG. HSH vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển, và việc thiếu thông tin tài chính chi tiết về chuỗi này khiến chúng tôi chưa thể bao gồm đầy đủ đóng góp của HSH vào mô hình định giá.

Vui lòng xem thêm thông tin chi tiết về ĐHCĐ gần nhất trong [Báo cáo ĐHCĐ](#) của chúng tôi, công bố ngày 18/03/2025.

Định giá

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi tiếp tục áp dụng mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) 5 năm để đưa ra giá mục tiêu cho HSG là 13,500 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 31% so với mức 19.600 đồng/cổ phiếu trước đây.

Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh việc chúng tôi giảm 57%/60%/53%/39%/31% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn năm tài chính 2025–29, do (1) LNST sau lợi ích CĐTTS năm tài chính 2024 thấp hơn 35% so với dự báo của chúng tôi và (2) triển vọng thận trọng hơn đối với thị trường tôn mạ. Những yếu tố này được bù đắp một phần bởi tỷ lệ WACC thấp hơn, ở mức 14,3% (so với mức 15,5% trước đây), nhờ tỷ lệ nợ vay trên tổng vốn tăng lên 33% (từ 21%), dựa trên KQKD năm tài chính 2024.

Hình 9: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cổ phiếu)
CKDT	13.500	100%	13.500
Giá mục tiêu			13.500
P/E dự phóng năm tài chính 2025 tại giá mục tiêu			16,9x
P/E dự phóng năm tài chính 2026 tại giá mục tiêu			14,3x

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi tiếp tục áp dụng định giá CKDT 5 năm và tốc độ tăng trưởng cuối là 1,5%.

Hình 10: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F
Lợi nhuận từ HĐKD	591	794	1.114	1.607	2.034
- Thuế	-89	-119	-167	-241	-305
+ Khấu hao	1.023	1.056	1.090	1.123	1.156
- Vốn đầu tư XD CB	-500	-500	-500	-500	-500
- Tăng vốn lưu động	1.055	-17	-365	-417	-385
Dòng tiền tự do (DTTD) không đòn bẩy	2.080	1.215	1.172	1.572	2.000
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	1.820	930	784	920	1.025
Tổng GTHT của DTTD	1.820	2.749	3.534	4.454	5.479

Chi phí vốn	Trước đây	Mới
Beta	1,5	1,5
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	18,0	18,0
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0
Tỷ lệ nợ vay/vốn %	21,4	32,9
WACC %	15,5	14,3
Tốc độ tăng trưởng cuối %	1,5	1,5

Chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của DTTD	5.479
Giá trị hiện tại của giá trị cuối	7.707
GTHT của CKDT và GTC	13.186
Cộng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	1.529
Trừ: Nợ vay	6.410
Giá trị VCSH	8.305
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	616
Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	13.500

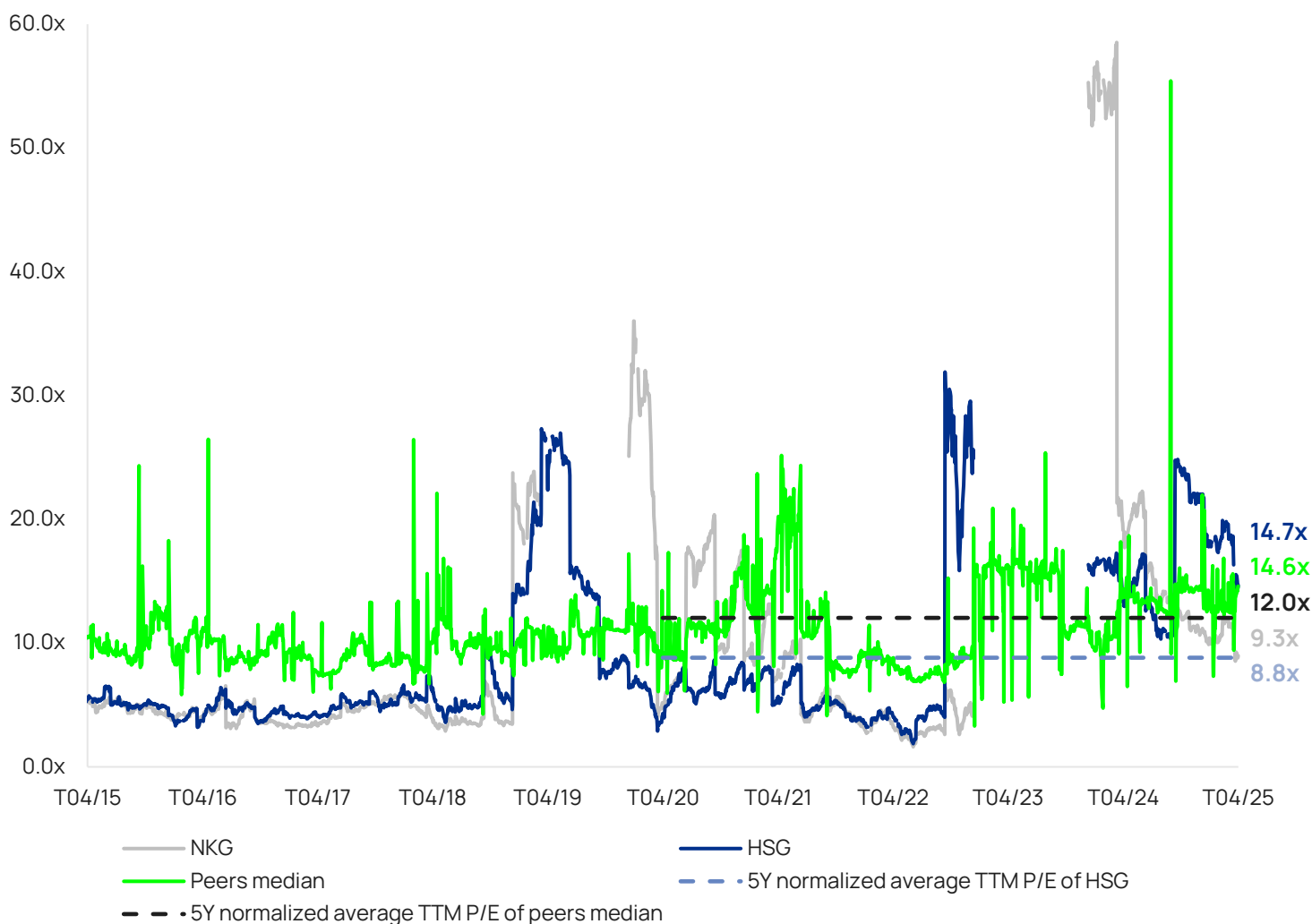
Nguồn: Vietcap

Hình 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) của chúng tôi cho HSG trong mối tương quan với WACC theo mô hình CKDT và các giả định về tốc độ tăng trưởng cuối, giả định các yếu tố khác không đổi

Tốc độ tăng trưởng cuối %	WACC						
	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%	15,3%	15,8%
0,0%	14.500	13.600	12.800	12.000	11.300	10.600	10.000
0,5%	15.100	14.100	13.300	12.500	11.700	11.000	10.400
1,0%	15.700	14.700	13.800	13.000	12.200	11.400	10.800
1,5%	16.400	15.400	14.400	13.500	12.600	11.900	11.200
2,0%	17.200	16.100	15.000	14.100	13.200	12.300	11.600
2,5%	18.100	16.800	15.700	14.700	13.700	12.900	12.100
3,0%	19.000	17.700	16.500	15.400	14.300	13.400	12.600

Nguồn: Vietcap

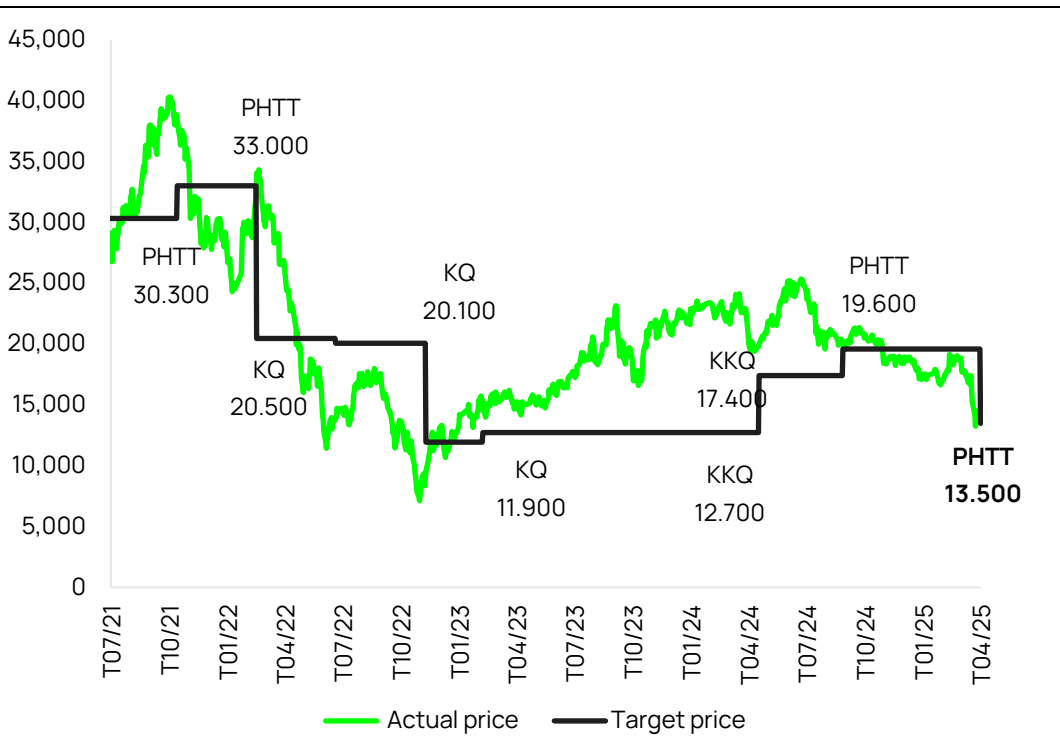
Hình 12: P/E trượt (lần) của HSG và trung vị trung bình của các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Để hình dung rõ hơn, chúng tôi loại trừ khỏi biểu đồ này những giai đoạn căng thẳng về lợi nhuận khi P/E tăng trên 60 lần. *Lưu ý: Được tính bằng P/E trượt trung bình, không bao gồm các giai đoạn căng thẳng về lợi nhuận

Diễn biến khuyến nghị

Hình 13: Diễn biến giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu lịch sử được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu	39.272	40.669	44.259	48.815
Giá vốn hàng bán	-35.008	-36.215	-39.327	-43.210
Lợi nhuận gộp	4.264	4.454	4.932	5.605
Chi phí bán hàng	-3.345	-3.335	-3.585	-3.905
Chi phí quản lí DN	-496	-529	-553	-586
LN thuần HĐKD	423	591	794	1.114
Thu nhập tài chính	342	471	92	101
Chi phí tài chính	-254	-529	-227	-255
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-133</i>	<i>-122</i>	<i>-137</i>	<i>-156</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	41	0	0	0
LNTT	551	571	698	999
Thuế TNDN	-37	-69	-105	-150
LNST trước lợi ích CĐTS	515	502	594	849
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	515	502	594	849
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	515	502	594	849
EBITDA	1.413	1.614	1.851	2.203
EPS báo cáo, VND	819	799	944	1.351
EPS điều chỉnh, VND	819	799	944	1.351
EPS pha loãng, VND	819	799	944	1.351
DPS báo cáo, VND	0	500	500	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	0%	63%	53%	74%

TỶ LỆ	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	24%	4%	9%	10%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	132%	39%	34%	40%
Tăng trưởng LNTT	263%	4%	22%	43%
Tăng trưởng EPS báo cáo	1717%	-2%	18%	43%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	10,9%	11,0%	11,1%	11,5%
Biên LN từ HĐKD	1,1%	1,5%	1,8%	2,3%
Biên EBITDA	3,6%	4,0%	4,2%	4,5%
Biên LN ròng-CĐTS	1,3%	1,2%	1,3%	1,7%
ROE	4,7%	4,6%	5,3%	7,4%
ROA	2,8%	2,6%	3,1%	4,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	90,4	94,2	85,4	82,8
Số ngày phải thu	19,2	19,8	17,4	15,9
Số ngày phải trả	27,2	23,7	23,1	22,9
TG luân chuyển tiền	82,4	90,2	79,7	75,8
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,6	1,8	1,8	1,8
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,7	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,3	0,3
Nợ/Tài sản	27,4%	21,8%	22,3%	23,1%
Nợ/Vốn sử dụng	32,9%	26,8%	28,0%	29,6%
Nợ/Vốn CSH	43,6%	26,7%	18,9%	14,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	5,2	5,8	6,2	7,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Tiền và tương đương	602	1.098	2.271	3.167
Đầu tư TC ngắn hạn	31	0	0	0
Các khoản phải thu	2.272	2.135	2.094	2.167
Hàng tồn kho	9.712	8.976	9.417	10.176
TS ngắn hạn khác	1.557	1.586	1.726	1.904
Tổng TS ngắn hạn	14.174	13.796	15.508	17.414
TS dài hạn (gộp)	15.153	15.653	16.153	16.653
- Khấu hao lũy kế	-10.379	-11.402	-12.458	-13.548
TS dài hạn (ròng)	4.774	4.251	3.695	3.105
Đầu tư TC dài hạn	1	1	1	1
TS dài hạn khác	616	616	616	616
Tổng TS dài hạn	5.391	4.868	4.312	3.722
Tổng Tài sản	19.566	18.664	19.819	21.136
Phải trả ngắn hạn	2.328	2.381	2.586	2.841
Nợ ngắn hạn	5.364	4.067	4.426	4.882
Nợ ngắn hạn khác	940	1.098	1.416	1.806
Tổng nợ ngắn hạn	8.632	7.546	8.428	9.529
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
Tổng nợ	8.649	7.563	8.444	9.545
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	6.160	6.160	6.160	6.160
Thặng dư vốn CP	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	4.533	4.717	4.991	5.207
Vốn chủ sở hữu khác	51	51	51	51
Lợi ích CĐTS	16	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	10.917	11.101	11.375	11.591
Tổng cộng nguồn vốn	19.566	18.664	19.819	21.136
SL CP lưu hành cuối năm, tr	616	616	616	616

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ)	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Tiền đầu năm	597	602	1.098	2.271
Lợi nhuận sau thuế	515	502	594	849
Khấu hao	990	1.023	1.056	1.090
Thay đổi vốn lưu động	-3.253	1.055	-17	-365
Điều chỉnh khác	334	-10	-12	-17
Tiền từ hoạt động KD	-1.415	2.571	1.621	1.557
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-771	-500	-500	-500
Đầu tư, ròng	47	31	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-724	-469	-500	-500
Cổ tức đã trả	0	-308	-308	-616
Tăng (giảm) vốn cổ phần	-27	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.428	-1.297	359	456
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	2.144	-1.605	51	-160
Tổng lưu chuyển tiền tệ	5	496	1.172	897
Tiền cuối năm	602	1.098	2.271	3.167

Nguồn: HSG, dự báo của Vietcap. Chúng tôi lưu ý rằng năm tài chính của HSG kết thúc ngày 30/09

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức
Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.