

## Tăng tỷ trọng

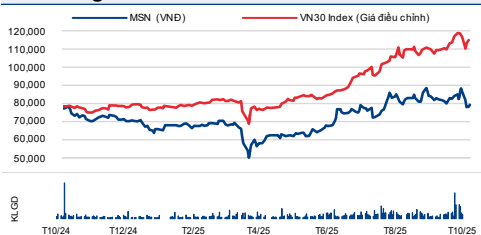
Giá mục tiêu: VNĐ93,100

Tiềm năng tăng/giảm: 17.4%

| Giá cổ phiếu (đồng) (24/10/2025) | 79,300                       |
|----------------------------------|------------------------------|
| Mã Bloomberg                     | MSN VN                       |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)         | 50,300-88,500                |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)         | 79,280                       |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)        | 119,975                      |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)      | 4,561                        |
| Sig CP lưu hành (tr.đv)          | 1,513                        |
| Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)    | 741                          |
| Sig CP NN được mua (tr.đv)       | 401                          |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN         | 49.0%                        |
| Tỷ lệ sở hữu của NN              | 22.5%                        |
| Tỷ lệ freefloat                  | 63.2%                        |
| Cổ đông lớn                      | ông ty cổ phần Masan (24.4%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

| Cuối năm: Thg12       | 12-24A | 12-25F  | 12-26F   |
|-----------------------|--------|---------|----------|
| DT thuần (tỷ đồng)    | 83,178 | 81,607  | 94,606   |
| EBITDA đc (tỷ đồng)   | 10,306 | 10,687  | 12,245   |
| LNTT (tỷ đồng)        | 6,025  | 6,750   | 8,481    |
| LNT ĐC (tỷ đồng)      | 1,999  | 3,059   | 4,168    |
| FCF (tỷ đồng)         | 6,426  | (5,093) | (10,369) |
| EPS ĐC (đồng)         | 1,345  | 2,022   | 2,755    |
| DPS (đồng)            | -      | -       | -        |
| BVPS (đồng)           | 19,989 | 22,011  | 24,766   |
| T.trưởng EBITDA (%)   | 25.9   | 3.69    | 14.6     |
| T.trưởng EPS ĐC (%)   | 358    | 50.3    | 36.3     |
| Tăng trưởng DPS (%)   | -      | -       | -        |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 12.4   | 13.1    | 12.9     |
| Tỷ suất LNTTT (%)     | 7.24   | 8.27    | 8.96     |
| Tỷ suất LNT ĐC (%)    | 2.40   | 3.75    | 4.41     |
| Tỷ lệ LN trả CT (%)   | -      | -       | -        |
| Nợ thuần/VCSH (%)     | 156    | 140     | 121      |
| ROAE (%)              | 7.04   | 9.63    | 11.8     |
| ROACE (%)             | 6.64   | 7.70    | 8.69     |
| EV/doanh thu (lần)    | 2.01   | 2.04    | 1.75     |
| EV/EBITDA ĐC (lần)    | 16.2   | 15.6    | 13.5     |
| P/E ĐC (lần)          | 59.0   | 39.2    | 28.8     |
| P/B (lần)             | 3.97   | 3.60    | 3.20     |
| Lợi suất cổ tức (%)   | -      | -       | -        |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

Masan thông qua các công ty con và công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ, sản phẩm tiêu dùng nhanh có thương hiệu, thịt mát có thương hiệu, nguyên liệu cơ bản và dịch vụ tài chính.

## Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

## KQKD Q3/2025: Tăng trưởng mạnh, vượt kỳ vọng

- Trong Q3/2025, MSN ghi nhận KQKD tích cực vượt mạnh dự báo với lợi nhuận thuần tăng mạnh 72% so với cùng kỳ đạt 1.209 tỷ đồng, cao hơn 7% dự báo của HSC ở mức 1.127 tỷ đồng. Kết quả tích cực này được thúc đẩy nhờ KQKD của hầu hết các mảng đều cải thiện, gồm MHT, WCM, MML và TCB, qua đó bù đắp phần suy yếu tại MCH.
- HSC cho rằng đà tăng trưởng mạnh mẽ tại WCM, MML và TCB có thể duy trì bền vững, trong khi lợi nhuận của MCH sẽ phục hồi từ nửa đầu năm 2026 khi kênh bán hàng truyền thống ổn định trở lại. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng MSN sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận thuần vững chắc trong năm 2026.
- MSN đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 29,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 8/2022 ở mức 77,6 lần.

## Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2025

Trong Q3/2025, doanh thu thuần của MSN đạt 21.164 tỷ đồng (giảm 2% so với cùng kỳ), cao hơn 8% so với dự báo của HSC là 19.634 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần tăng mạnh 72% so với cùng kỳ đạt 1.209 tỷ đồng, vượt 7% so với ước tính của chúng tôi là 1.127 tỷ đồng. Kết quả tích cực này được thúc đẩy nhờ sự cải thiện trong KQKD của MHT, WCM, MML và TCB giúp bù đắp cho sự suy yếu tại MCH. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần đạt 58.375 tỷ đồng, giảm 3% so với cùng kỳ, đạt 72% dự báo cả năm của HSC là 81.607 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần tăng mạnh 64% so với cùng kỳ đạt 2.634 tỷ đồng, đạt 86% dự báo cả năm của chúng tôi là 3.059 tỷ đồng. Nhìn chung, KQKD tốt hơn kỳ vọng của HSC.

## WCM: KQKD tích cực, vượt dự báo

Trong Q3/2025, doanh thu thuần của WCM tăng 23% so với cùng kỳ đạt 10.544 tỷ đồng, vượt 3% so với dự báo của HSC, nhờ doanh thu cửa hàng cũ tăng vững chắc và mạng lưới cửa hàng mở rộng liên tục. Mảng này ghi nhận LNST đạt 175 tỷ đồng, phục hồi mạnh từ mức lỗ 11 tỷ đồng trong Q3/2024, gần với dự báo của chúng tôi là 200 tỷ đồng. Theo BLĐ, tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ đạt 11% so với cùng kỳ đối với chuỗi minimart và 9,7% so với cùng kỳ đối với chuỗi siêu thị, được hỗ trợ nhờ quy định mới về thuế đối với hộ kinh doanh và chiến dịch xử lý hàng giả của Chính phủ, hai yếu tố đang thúc đẩy ngành bán lẻ hiện đại. Trong Q3/2025, WCM mở mới 146 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng mở mới từ đầu năm lên 464 cửa hàng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/10.

(Xem tiếp trang 2)

## Bảng 1: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, MSN

Lợi nhuận thuần Q3 tăng mạnh 72% so với cùng kỳ

| Tỷ đồng                                 | Q3/25   | Sv cùng kỳ | Q3/25F  | % dự báo | 9T25     | Sv cùng kỳ | 2025F    | % dự báo |
|-----------------------------------------|---------|------------|---------|----------|----------|------------|----------|----------|
| Doanh thu thuần                         | 21,164  | -2%        | 19,634  | 108%     | 58,375   | -3%        | 81,607   | 72%      |
| Lợi nhuận gộp                           | 6,442   | 0%         | 6,126   | 105%     | 18,325   | 4%         | 25,802   | 71%      |
| Lỗ tài chính                            | (1,212) | 3%         | (1,200) | 101%     | (3,538)  | -9%        | (5,229)  | 68%      |
| Chi phí BH&QL                           | (4,358) | -9%        | (4,496) | 97%      | (13,203) | -6%        | (18,876) | 70%      |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK             | 1,265   | 9%         | 1,376   | 92%      | 3,696    | 0%         | 5,129    | 72%      |
| LNST                                    | 2,152   | 37%        | 1,806   | 119%     | 5,221    | 55%        | 6,750    | 77%      |
| LNST trước lợi ích của cổ đông thiểu số | 1,866   | 43%        | 1,790   | 104%     | 4,468    | 64%        | 5,442    | 82%      |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số            | 657     | 10%        | 663     | 99%      | 1,834    | 30%        | 2,383    | 77%      |
| Lợi nhuận thuần                         | 1,209   | 72%        | 1,127   | 107%     | 2,634    | 101%       | 3,059    | 86%      |

Nguồn: MSN, HSC ước tính

## MCH: Yếu nhưng sát với dự báo

Doanh thu thuần của MCH giảm 6% so với cùng kỳ xuống 7.517 tỷ đồng, trong khi LNST giảm mạnh hơn, 19% so với cùng kỳ xuống 1.698 tỷ đồng, nhìn chung phù hợp với dự báo của HSC (1.642 tỷ đồng). Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận yếu hơn chủ yếu phản ánh tác động của quá trình chuyển đổi sang mô hình bán hàng theo khu vực địa lý ở kênh bán hàng truyền thống, trong đó nhân viên bán hàng của MCH làm việc trực tiếp với các nhà bán lẻ trong khu vực được phân công, thay vì phụ thuộc vào nhà bán buôn và các đại lý lớn như trước đây.

BLĐ cho biết mô hình mới này sẽ cần khoảng 3–6 tháng để doanh thu hồi phục về mức trước khi chuyển đổi, sau đó mới quay lại quỹ đạo tăng trưởng. Theo đó, HSC kỳ vọng MCH sẽ ghi nhận tăng trưởng doanh thu trở lại từ nửa đầu năm 2026.

## MML: Tăng trưởng mạnh nhưng thấp hơn dự báo

Doanh thu thuần của MML tăng 23% so với cùng kỳ đạt 2.384 tỷ đồng, nhìn chung sát với dự báo của HSC (2.420 tỷ đồng), được hỗ trợ nhờ tăng trưởng doanh thu mạnh ở cả mảng thịt (tăng 21,5% so với cùng kỳ) và mảng chăn nuôi (tăng 30,1% so với cùng kỳ). Trong mảng thịt, tất cả các phân khúc - bao gồm thịt heo tươi (hưởng lợi từ việc hợp tác hiệu quả với hệ thống của WCM), thịt chế biến và thịt gà - đều ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc.

Nhờ doanh thu tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện, LNST tăng mạnh 417% so với cùng kỳ lên 101 tỷ đồng, dù thấp hơn dự báo của chúng tôi là 150 tỷ đồng.

## MHT: Phục hồi nhưng hơi thấp hơn kỳ vọng

Doanh thu thuần của MHT giảm 45% so với cùng kỳ do ngừng hợp nhất công ty con H.C.Starck. Nếu so sánh trên cơ sở tương đương, doanh thu thuần tăng 33% so với cùng kỳ đạt 2.041 tỷ đồng, nhờ sản lượng và giá bán đều cải thiện. Trong Q3/2025, giá APT (Ammonium Paratungstate) tăng 55% so với cùng kỳ, đạt bình quân 500USD/mtu, trong khi giá bismuth tăng 165% so với cùng kỳ lên 18USD/lb.

Nhờ giá bán đầu ra thuận lợi và chất lượng quặng đầu vào cải thiện, MHT ghi nhận khoản lợi nhuận nhỏ 5 tỷ đồng, đảo chiều so với khoản lỗ 274 tỷ đồng trong Q3/2024, được thúc đẩy bởi giá hàng hóa tăng và thoái vốn công ty con HCS. Mặc dù HSC đã dự báo đúng về sự phục hồi của MHT nhưng lợi nhuận thực tế (5 tỷ đồng) vẫn thấp hơn dự báo của chúng tôi là 50 tỷ đồng.

## TCB – Mức tăng vừa phải, hơi thấp hơn dự báo

Phần lợi nhuận từ TCB tăng 9% so với cùng kỳ lên 1.242 tỷ đồng, chỉ thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi là 1.346 tỷ đồng.

## Duy trì giá mục tiêu và khuyến nghị

HSC đang xem xét lại dự báo của mình cho giai đoạn 2025-2027. MSN đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 29,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 8/2022 ở mức 77,6 lần.

**Bảng 2: Doanh thu thuần của các mảng kinh doanh chính, MSN**

| Tỷ đồng | Q3/25  | Sv cùng kỳ | Q3/25F | % dự báo | 9T25   | Sv cùng kỳ | 2025F  | % dự báo |
|---------|--------|------------|--------|----------|--------|------------|--------|----------|
| MCH     | 7,517  | -6%        | 7,314  | 103%     | 21,282 | -3%        | 29,848 | 71%      |
| WCM     | 10,544 | 23%        | 9,404  | 112%     | 28,459 | 17%        | 39,155 | 73%      |
| MHT     | 2,041  | -45%       | 1,614  | 126%     | 5,048  | -52%       | 6,613  | 76%      |
| MML     | 2,384  | 23%        | 2,420  | 99%      | 6,794  | 25%        | 8,232  | 83%      |
| PLH     | 516    | 21%        | 468    | 110%     | 1,374  | 14%        | 1,845  | 74%      |

Nguồn: MSN, HSC ước tính

**Bảng 3: Lợi nhuận thuần của các mảng kinh doanh chính, MSN**

| Tỷ<br>đồng | Q3/25 | Sv<br>cùng<br>kỳ | Q3/25F | % dự<br>báo | 9T25  | Sv<br>cùng<br>kỳ | 2025F | % dự<br>báo |
|------------|-------|------------------|--------|-------------|-------|------------------|-------|-------------|
| MCH        | 1,698 | -19%             | 1,642  | 103%        | 4,659 | -16%             | 6,772 | 69%         |
| WCM        | 175   | 775%             | 200    | 88%         | 243   | Đảo<br>chiều     | 511   | 48%         |
| MHT        | 5     | Đảo<br>chiều     | 60     | 8%          | (211) | -84%             | (454) | 47%         |
| MML        | 101   | 417%             | 150    | 67%         | 460   | Đảo<br>chiều     | 535   | 86%         |
| PLH        | 55    | 110%             | 42     | 132%        | 140   | 79%              | 161   | 86%         |

*Nguồn: MSN, HSC ước tính*

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A       | 12-24A        | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|-------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu                           | 78,252       | 83,178        | 81,607        | 94,606        | 108,207       |
| Lợi nhuận gộp                       | 22,121       | 24,656        | 25,802        | 30,059        | 34,468        |
| Chi phí BH&QL                       | (17,942)     | (18,482)      | (18,876)      | (21,880)      | (24,865)      |
| Thu nhập khác                       | -            | -             | -             | -             | -             |
| Chi phí khác                        | -            | -             | -             | -             | -             |
| <b>EBIT</b>                         | <b>4,179</b> | <b>6,173</b>  | <b>6,925</b>  | <b>8,178</b>  | <b>9,603</b>  |
| Lãi vay thuần                       | (7,357)      | (6,189)       | (5,391)       | (5,233)       | (5,185)       |
| Lãi/nỗ trong Cty LD,LK              | 3,896        | 4,444         | 5,129         | 6,187         | 7,350         |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -             | -             | -             | -             |
| LN không thường xuyên               | 1,845        | 1,597         | 86.8          | (652)         | (765)         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>2,563</b> | <b>6,025</b>  | <b>6,750</b>  | <b>8,481</b>  | <b>11,003</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (693)        | (1,752)       | (1,308)       | (1,526)       | (1,737)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (1,451)      | (2,273)       | (2,383)       | (2,787)       | (3,212)       |
| LNST không thường xuyên             | -            | -             | -             | -             | -             |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>419</b>   | <b>1,999</b>  | <b>3,059</b>  | <b>4,168</b>  | <b>6,054</b>  |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>419</b>   | <b>1,999</b>  | <b>3,059</b>  | <b>4,168</b>  | <b>6,054</b>  |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>8,185</b> | <b>10,306</b> | <b>10,687</b> | <b>12,245</b> | <b>13,899</b> |
| EPS (đồng)                          | 294          | 1,345         | 2,022         | 2,755         | 4,001         |
| EPS ĐC (đồng)                       | 294          | 1,345         | 2,022         | 2,755         | 4,001         |
| DPS (đồng)                          | -            | -             | -             | -             | -             |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 1,426        | 1,487         | 1,513         | 1,513         | 1,513         |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 1,426        | 1,513         | 1,513         | 1,513         | 1,513         |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 1,426        | 1,513         | 1,513         | 1,513         | 1,513         |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A         | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 10,125         | 18,618         | 14,233         | 15,420         | 17,388         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 6,795          | 608            | 404            | 404            | 404            |
| Phải thu khách hàng             | 11,985         | 21,865         | 8,779          | 8,751          | 8,723          |
| Hàng tồn kho                    | 13,175         | 10,787         | 10,598         | 12,286         | 14,052         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 1,684          | 1,692          | 1,682          | 1,672          | 1,662          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>43,763</b>  | <b>53,570</b>  | <b>35,696</b>  | <b>38,533</b>  | <b>42,229</b>  |
| TSCĐ hữu hình                   | 30,469         | 27,121         | 26,968         | 27,876         | 28,664         |
| TSCĐ vô hình                    | 12,106         | 9,706          | 8,889          | 8,270          | 7,651          |
| Bất động sản đầu tư             | 709            | 4.17           | 3.23           | 2.30           | 1.37           |
| Đầu tư dài hạn                  | 2,938          | 1,909          | 1,809          | 1,809          | 1,809          |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 30,282         | 33,410         | 37,493         | 42,634         | 48,938         |
| Tài sản dài hạn khác            | 27,117         | 21,865         | 18,614         | 19,067         | 19,575         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>103,620</b> | <b>94,015</b>  | <b>93,776</b>  | <b>99,659</b>  | <b>106,639</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>147,383</b> | <b>147,585</b> | <b>129,472</b> | <b>138,191</b> | <b>148,869</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 28,030         | 26,724         | 21,827         | 22,273         | 19,870         |
| Phải trả người bán              | 6,318          | 7,171          | 6,838          | 7,910          | 9,036          |
| Nợ ngắn hạn khác                | 14,109         | 23,602         | 8,568          | 9,328          | 10,152         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>50,423</b>  | <b>58,712</b>  | <b>38,540</b>  | <b>40,959</b>  | <b>40,660</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 41,542         | 38,825         | 38,974         | 38,319         | 40,029         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 3,406          | 2,476          | 2,413          | 2,413          | 2,413          |
| Nợ dài hạn khác                 | 8,250          | 6,331          | 2,859          | 2,859          | 2,859          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>53,198</b>  | <b>47,632</b>  | <b>44,245</b>  | <b>43,591</b>  | <b>45,301</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>109,146</b> | <b>106,832</b> | <b>83,278</b>  | <b>85,042</b>  | <b>86,453</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 26,560         | 30,242         | 33,301         | 37,469         | 43,523         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 11,678         | 10,510         | 12,893         | 15,681         | 18,893         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>38,237</b>  | <b>40,752</b>  | <b>46,194</b>  | <b>53,150</b>  | <b>62,416</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>147,383</b> | <b>147,585</b> | <b>129,472</b> | <b>138,191</b> | <b>148,869</b> |
| BVPS (đ)                        | 18,625         | 19,989         | 22,011         | 24,766         | 28,767         |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 59,448         | 46,931         | 46,568         | 45,172         | 42,511         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A         | 12-24A       | 12-25F         | 12-26F          | 12-27F          |
|--------------------------------------------|----------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| EBIT                                       | 4,179          | 6,173        | 6,925          | 8,178           | 9,603           |
| Khấu hao                                   | (4,007)        | (4,133)      | (3,762)        | (4,066)         | (4,296)         |
| Lãi vay thuần                              | (7,357)        | (6,189)      | (5,391)        | (5,233)         | (5,185)         |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (816)          | (1,408)      | (1,297)        | (1,514)         | (1,726)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | 631            | 6,519        | (18,244)       | 281             | 333             |
| Khác                                       | (143)          | 298          | 7,385          | (12,684)        | (14,390)        |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>500</b>     | <b>9,525</b> | <b>(6,860)</b> | <b>(6,905)</b>  | <b>(7,070)</b>  |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (2,229)        | (3,099)      | 1,767          | (3,464)         | (3,519)         |
| Góp vốn & đầu tư                           | (11.8)         | (6,557)      | 0              | 0               | 0               |
| Thanh lý                                   | -              | -            | -              | -               | -               |
| Khác                                       | -              | -            | -              | -               | -               |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>-</b>       | <b>-</b>     | <b>-</b>       | <b>-</b>        | <b>-</b>        |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (244)          | (1,721)      | 0              | 0               | 0               |
| Thu từ phát hành CP                        | 71.1           | 6,412        | 0              | 0               | 0               |
| Tăng/giảm nợ                               | 3,734          | 4,995        | (4,749)        | (208)           | (693)           |
| Khác                                       | (15.3)         | (14.1)       | 3,648          | 9,564           | 10,923          |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>3,546</b>   | <b>9,672</b> | <b>(1,101)</b> | <b>9,356</b>    | <b>10,230</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 13,853         | 10,125       | 18,618         | 14,233          | 15,420          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>-</b>       | <b>-</b>     | <b>-</b>       | <b>-</b>        | <b>-</b>        |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 48.4           | (10.1)       | 0              | 0               | 0               |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>-</b>       | <b>-</b>     | <b>-</b>       | <b>-</b>        | <b>-</b>        |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(1,728)</b> | <b>6,426</b> | <b>(5,093)</b> | <b>(10,369)</b> | <b>(10,589)</b> |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 28.3   | 29.6   | 31.6   | 31.8   | 31.9   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 10.5   | 12.4   | 13.1   | 12.9   | 12.8   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 0.54   | 2.40   | 3.75   | 4.41   | 5.59   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 27.0   | 29.1   | 19.4   | 18.0   | 15.8   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 2.71   | 6.30   | (1.89) | 15.9   | 14.4   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (9.81) | 25.9   | 3.69   | 14.6   | 13.5   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (88.3) | 377    | 53.0   | 36.3   | 45.3   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (88.3) | 358    | 50.3   | 36.3   | 45.3   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (88.3) | 358    | 50.3   | 36.3   | 45.3   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | -      | -      | -      | -      | -      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | -      | -      | -      | -      | -      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 1.59   | 7.04   | 9.63   | 11.8   | 14.9   |
| ROACE (%)                 | 4.83   | 6.64   | 7.70   | 8.69   | 9.35   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.54   | 0.56   | 0.59   | 0.71   | 0.75   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 0.12   | 1.54   | (0.99) | (0.84) | (0.74) |
| Số ngày tồn kho           | 85.7   | 67.3   | 69.3   | 69.5   | 69.6   |
| Số ngày phải thu          | 77.9   | 136    | 57.4   | 49.5   | 43.2   |
| Số ngày phải trả          | 41.1   | 44.7   | 44.7   | 44.7   | 44.7   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 227    | 156    | 140    | 121    | 98.2   |
| Nợ/tài sản (%)            | 47.8   | 44.5   | 47.1   | 44.0   | 40.4   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 0.57   | 1.00   | 1.28   | 1.56   | 1.85   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 8.60   | 6.38   | 5.71   | 4.97   | 4.33   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 0.87   | 0.91   | 0.93   | 0.94   | 1.04   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 2.20   | 2.01   | 2.04   | 1.75   | 1.50   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 21.1   | 16.2   | 15.6   | 13.5   | 11.7   |
| P/E (lần)                 | 270    | 59.0   | 39.2   | 28.8   | 19.8   |
| P/E ĐC (lần)              | 270    | 59.0   | 39.2   | 28.8   | 19.8   |
| P/B (lần)                 | 4.26   | 3.97   | 3.60   | 3.20   | 2.76   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | -      | -      | -      | -      |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)