

## Năm giữ

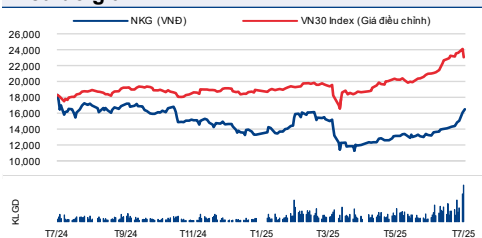
Giá mục tiêu: VNĐ14,700

Tiềm năng tăng/giảm: -10.9%

|                                        |                       |
|----------------------------------------|-----------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (30/7/2025)</b> | <b>16,500</b>         |
| Mã Bloomberg                           | NKG VN                |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)               | 11,300-17,605         |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)               | 16,217                |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)              | 7,385                 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)            | 282                   |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)                | 448                   |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)          | 224                   |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)             | 198                   |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN               | 50.0%                 |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                    | 5.83%                 |
| Tỷ lệ freefloat                        | 79.6%                 |
| Cổ đông lớn                            | Hồ Minh Quang (15.9%) |

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)    | 20,609  | 19,230 | 23,711  |
| EBITDA đc (tỷ đồng)   | 1,064   | 1,115  | 1,424   |
| LNTT (tỷ đồng)        | 558     | 636    | 661     |
| LNT ĐC (tỷ đồng)      | 430     | 483    | 534     |
| FCF (tỷ đồng)         | (1,441) | 2,164  | (4,582) |
| EPS ĐC (đồng)         | 956     | 1,074  | 1,186   |
| DPS (đồng)            | 0       | 0      | 0       |
| BVPS (đồng)           | 18,584  | 17,644 | 18,809  |
| T.trưởng EBITDA (%)   | 42.1    | 4.74   | 27.8    |
| T.trưởng EPS ĐC (%)   | 222     | (21.2) | 10.4    |
| Tăng trưởng DPS (%)   | nm      | nm     | nm      |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 5.16    | 5.80   | 6.00    |
| Tỷ suất LNTT (%)      | 2.71    | 3.31   | 2.79    |
| Tỷ suất LNT ĐC (%)    | 2.20    | 2.64   | 2.37    |
| Tỷ lệ LN trả CT (%)   | 0       | 0      | 0       |
| Nợ thuần/VCSH (%)     | 102     | 66.6   | 74.1    |
| ROAE (%)              | 8.02    | 7.36   | 6.85    |
| ROACE (%)             | 12.2    | 9.93   | 8.08    |
| EV/doanh thu (lần)    | 0.54    | 0.66   | 0.57    |
| EV/EBITDA ĐC (lần)    | 10.5    | 11.3   | 9.55    |
| P/E ĐC (lần)          | 17.3    | 15.4   | 13.9    |
| P/B (lần)             | 0.89    | 0.94   | 0.88    |
| Lợi suất cổ tức (%)   | 0       | 0      | 0       |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

Tập đoàn Nam Kim là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành tôn Việt Nam. 60-65% doanh thu đến từ các hoạt động xuất khẩu và thị trường xuất khẩu chính của NKG bao gồm các nước Đông Nam Á, Mỹ và Châu Âu.

## Chuyên viên phân tích

**Võ Thị Ngọc Hân, CFA**

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

## Q2/2025: Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giảm 93% so với cùng kỳ và giảm 56% so với quý trước

- NKG công bố KQKD Q2/2025 kém tích cực, với lợi nhuận thuần đạt 92 tỷ đồng, giảm 58% so với cùng kỳ (tăng 40% so với quý trước), thấp hơn so với dự báo của HSC ở mức 120 tỷ đồng. Với kết quả trên, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 đạt 157 tỷ đồng, giảm 58% so với cùng kỳ và hoàn thành 31% dự báo cho cả năm 2025.
- Trong Q2/2025, NKG ghi nhận 94 tỷ đồng lợi nhuận không thường xuyên, cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi chỉ đạt 15 tỷ đồng, giảm 93% so với cùng kỳ và giảm 56% so với quý trước, do doanh thu giảm 33% so với cùng kỳ và giảm 7% so với quý trước, tỷ suất lợi nhuận thu hẹp, cũng như chi phí tài chính tăng mạnh.
- Theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố rủi ro-lợi nhuận của NKG có vẻ kém hấp dẫn, mặc dù giá thép Trung Quốc đang phục hồi, vì Công ty vẫn đang đối mặt với những thách thức liên quan đến sản lượng xuất khẩu. Đà phục hồi của NKG cũng có vẻ chậm hơn so với các công ty cùng ngành. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

## Sự kiện: Công bố KQKD Q2/2025

NKG công bố KQKD Q2/2025 kém tích cực, với lợi nhuận không thường xuyên bù đắp cho phần sụt giảm của lợi nhuận thuần. Chi tiết như sau:

## Doanh thu thuần kém tích cực do xuất khẩu giảm mạnh

Doanh thu thuần Q2/2025 của NKG đạt 3.8 nghìn tỷ đồng, giảm 32% so với cùng kỳ và giảm 7% so với quý trước. Theo đó, doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2025 đạt 7,9 nghìn tỷ đồng, giảm 28% so với cùng kỳ và hoàn thành 41% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi ở mức 19 nghìn tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ).

Sản lượng tiêu thụ Q2/2025 giảm mạnh 27% so với cùng kỳ và giảm 2% so với quý trước đạt 201.736 tấn. Theo đó, sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm 2025 đạt 407.159 tấn, giảm 23% so với cùng kỳ. Chi tiết như sau:

- Sản lượng xuất khẩu** Q2/2025 giảm mạnh 52% so với cùng kỳ và giảm 15% so với quý trước xuống chỉ còn 82.561 tấn thép thành phẩm. Với kết quả trên, sản lượng xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2025 đạt 179.296 tấn, giảm 48% so với cùng kỳ. Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh chủ yếu do NKG phụ thuộc quá nhiều vào các thị trường xuất khẩu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/7.

(Xem tiếp trang 2)

## Bảng 1: KQKD Q2/2025, NKG

Kém tích cực và thấp hơn dự báo của HSC

| Tỷ đồng                          | Q2/25        | So với cùng kỳ | So với quý trước | 6T25         | So với cùng kỳ | % db 2025 của HSC |
|----------------------------------|--------------|----------------|------------------|--------------|----------------|-------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>           | <b>3,808</b> | <b>-32.7%</b>  | <b>-6.9%</b>     | <b>7,899</b> | <b>-27.9%</b>  | <b>41.1%</b>      |
| Lợi nhuận gộp                    | 270          | -47.3%         | 2.6%             | 533          | -50.6%         | 28.5%             |
| Lợi nhuận gộp cốt lõi            | 270          | -47.3%         | 21.0%            | 493          | -54.3%         | 26.4%             |
| TS lợi nhuận gộp cốt lõi         | 7.1%         | -1.9 ppts      | +1.4 ppts        | 6.2%         | -3.7 ppts      | 64.2%             |
| Lãi/lỗ tài chính ròng            | (83)         | -290.8%        | -368.4%          | (101)        | -767.8%        | 111.8%            |
| chi phí BH&QL                    | 169          | -40.6%         | -0.1%            | 337          | -44.6%         | 29.2%             |
| LNTT                             | 112          | -58.8%         | 38.5%            | 193          | -58.0%         | 30.4%             |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>           | <b>92</b>    | <b>-58.3%</b>  | <b>40.0%</b>     | <b>157</b>   | <b>-57.5%</b>  | <b>30.9%</b>      |
| <b>Lợi nhuận thuần cốt lõi</b>   | <b>15</b>    | <b>-93.3%</b>  | <b>-55.5%</b>    | <b>48</b>    | <b>-87.1%</b>  | <b>13.3%</b>      |
| Các khoản mục không thường xuyên | 94           | n/a            | 135.4%           | 134          | n/a            | 89.3%             |

Nguồn: NKG, HSC

Công ty không tìm được thị trường thay thế để bù đắp cho phần sụt giảm tại thị trường Mỹ cũng như các rào cản thương mại và hạn ngạch tại thị trường châu Âu.

- **Sản lượng tiêu thụ trong nước** Q2/2025 tăng khiêm tốn 13% so với cùng kỳ và tăng 10% so với quý trước đạt 119.175 tấn thép thành phẩm, đẩy sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm 2025 lên 227.863 tấn, tăng 22% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này không thể bù đắp hoàn toàn cho phần sụt giảm của sản lượng xuất khẩu.

HSC cũng dự báo giá bán bình quân trong Q2/2025 sẽ ở mức 18,8 triệu đồng/tấn, giảm 8% so với cùng kỳ và giảm 5% so với quý trước.

### Lợi nhuận thuần được hỗ trợ bởi lợi nhuận không thường xuyên

Trong Q2/2025, lợi nhuận hoạt động kinh doanh của NKG giảm mạnh xuống chỉ còn 18 tỷ đồng, giảm 93% so với cùng kỳ và giảm 76% so với quý trước, do một số lý nguyên nhân:

- Tỷ suất lợi nhuận gộp từ HĐKD cốt lõi trong quý thu hẹp (so với cùng kỳ) xuống còn 7,1% từ 9% trong Q2/2024, do sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân giảm. So với quý trước, giá bán bình quân cao hơn cũng đã hỗ trợ cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp, từ mức 5,5% trong Q1/2025 (mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp Công ty báo cáo là 6,4% do đã ghi nhận 40 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho trong Q1/2025).
- Chi phí tài chính tăng vọt, do biến động tỷ giá. Mặc dù thông tin chi tiết chưa được công bố, NKG ghi nhận lỗ tài chính Q2/2025 của NKG đạt 83 tỷ đồng, so với lợi nhuận HĐ tài chính 44 tỷ đồng trong Q2/2024 và lỗ tài chính 18 tỷ đồng trong Q1/2025.

Chi phí bán hàng & quản lý được quản lý tốt ở mức 169 tỷ đồng, giảm 41% so với cùng kỳ nhờ chi phí vận tải trong hoạt động xuất khẩu giảm so với cùng kỳ nhưng đi ngang so với quý trước.

Những yếu tố này dẫn đến lợi nhuận hoạt động kinh doanh giảm mạnh trong Q2/2025. Tuy nhiên, trong giai đoạn này, NKG ghi nhận 94 tỷ đồng LNTT từ chuyển nhượng quyền sử dụng đất. Khoản thu nhập này đã bù đắp cho phần sụt giảm lợi nhuận thuần của Công ty, cho thấy lợi nhuận thuần đạt 92 tỷ đồng, giảm 58% so với cùng kỳ nhưng tăng 40% so với quý trước. Ngoài trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi chỉ đạt 15 tỷ đồng, giảm 93% so với cùng kỳ và giảm 56% so với quý trước.

Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của NKG kém tích cực nhất so với các công ty cùng ngành, trong khi khoản lợi nhuận này của HPG tăng 30% so với cùng kỳ và HSG đi ngang so với cùng kỳ.

Với kết quả trên, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 của NKG đạt 157 tỷ đồng, giảm 58% so với cùng kỳ và hoàn thành 31% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi ở mức 509 tỷ đồng. Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi trong 6 tháng đầu năm 2025 chỉ đạt 48 tỷ đồng, giảm 87% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 13% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi ở mức 359 tỷ đồng.

### Xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,5 lần thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 19,4 lần. Mặc dù có định giá thấp hơn so với bình quân 3 năm, HSC không xem đây là mức định giá rẻ, nhất là khi so sánh với công ty cùng ngành HPG, một công ty thép thuần túy hơn, đang giao dịch với định giá hấp dẫn hơn ở mức 10 lần.

Giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây đa phần nhờ sự phục hồi của giá thép Trung Quốc và thực tế là NKG hiện là công ty thép niêm yết duy nhất đang giao dịch dưới giá trị sổ sách (P/E năm 2025 là 0,94 lần). Điều này cho thấy xu hướng tăng giá chủ yếu được hỗ trợ bởi dòng vốn đầu cơ. Nhưng theo quan điểm của chúng tôi, HĐKD cốt lõi của NKG có vẻ kém tích cực hơn so với các công ty cùng ngành và yếu tố rủi ro-lợi nhuận có vẻ không quá hấp

dẫn. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu sau khi giá cổ tăng trong thời gian gần đây.

## Bảng 2: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q2/2025, NKG

Sản lượng tiêu thụ trong nước tăng không đủ để bù đắp cho xuất khẩu suy yếu

| Tấn                            | Q2/24          | Q2/25          | So với cùng kỳ | So với quý trước | 6T24           | 6T25           | So với cùng kỳ |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Tổng sản lượng tiêu thụ</b> | <b>277,362</b> | <b>201,736</b> | <b>-27.3%</b>  | <b>-1.8%</b>     | <b>531,865</b> | <b>407,159</b> | <b>-23.4%</b>  |
| Trong nước                     | 105,243        | 119,175        | 13.2%          | 9.6%             | 187,043        | 227,863        | 21.8%          |
| Xuất khẩu                      | 172,119        | 82,561         | -52.0%         | -14.7%           | 344,822        | 179,296        | -48.0%         |
| <b>Tỷ trọng</b>                | <b>100.0%</b>  | <b>100.0%</b>  |                |                  | <b>100.0%</b>  | <b>100.0%</b>  |                |
| Trong nước                     | 37.9%          | 59.1%          |                |                  | 35.2%          | 56.0%          |                |
| Xuất khẩu                      | 62.1%          | 40.9%          |                |                  | 64.8%          | 44.0%          |                |

Nguồn: NKG, HSC

## 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                           | 18,596     | 20,609       | 19,230       | 23,711       | 28,006       |
| Lợi nhuận gộp                       | 1,112      | 1,832        | 1,871        | 2,230        | 2,922        |
| Chi phí BH&QL                       | (739)      | (1,138)      | (1,154)      | (1,494)      | (1,764)      |
| Thu nhập khác                       | -          | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -          | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>373</b> | <b>694</b>   | <b>717</b>   | <b>736</b>   | <b>1,158</b> |
| Lãi vay thuần                       | (196)      | (136)        | (90.4)       | (86.8)       | (121)        |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -          | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 0.24       | 0.72         | 9.08         | 11.1         | 12.9         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>177</b> | <b>558</b>   | <b>636</b>   | <b>661</b>   | <b>1,049</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (59.9)     | (105)        | (127)        | (99.1)       | (126)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| LNST không thường xuyên             | -          | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>117</b> | <b>453</b>   | <b>509</b>   | <b>562</b>   | <b>924</b>   |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>112</b> | <b>430</b>   | <b>483</b>   | <b>534</b>   | <b>877</b>   |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>749</b> | <b>1,064</b> | <b>1,115</b> | <b>1,424</b> | <b>1,898</b> |
| EPS (đồng)                          | 446        | 1,434        | 1,130        | 1,248        | 2,052        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 248        | 956          | 1,074        | 1,186        | 1,949        |
| DPS (đồng)                          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 263        | 316          | 450          | 450          | 450          |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 263        | 316          | 450          | 450          | 450          |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 450        | 450          | 450          | 450          | 450          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A        | 12-24A        | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 785           | 392           | 586           | 1,022         | 2,037         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 290           | 247           | 124           | 61.8          | 74.1          |
| Phải thu khách hàng             | 1,927         | 1,943         | 1,731         | 2,134         | 2,661         |
| Hàng tồn kho                    | 5,719         | 6,690         | 5,555         | 6,444         | 7,525         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 602           | 930           | 961           | 1,186         | 1,400         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>9,323</b>  | <b>10,202</b> | <b>8,957</b>  | <b>10,848</b> | <b>13,697</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 2,301         | 2,231         | 5,084         | 5,392         | 4,664         |
| TSCĐ vô hình                    | 332           | 321           | 328           | 336           | 344           |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 3.18          | 525           | 525           | 525           | 525           |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Tài sản dài hạn khác            | 276           | 240           | 216           | 194           | 175           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>2,913</b>  | <b>3,317</b>  | <b>6,152</b>  | <b>6,446</b>  | <b>5,707</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>12,235</b> | <b>13,519</b> | <b>15,109</b> | <b>17,294</b> | <b>19,404</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 4,768         | 6,312         | 5,208         | 6,015         | 7,023         |
| Phải trả người bán              | 1,631         | 856           | 868           | 1,074         | 1,254         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 178           | 194           | 203           | 214           | 226           |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>6,784</b>  | <b>7,621</b>  | <b>6,564</b>  | <b>7,616</b>  | <b>8,849</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 0             | 0             | 577           | 1,186         | 1,400         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 27.4          | 25.9          | 25.9          | 25.9          | 25.9          |
| Nợ dài hạn khác                 | 0.90          | 0.90          | 0.90          | 0.90          | 0.90          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>28.3</b>   | <b>26.8</b>   | <b>604</b>    | <b>1,212</b>  | <b>1,427</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>6,812</b>  | <b>7,648</b>  | <b>7,168</b>  | <b>8,829</b>  | <b>10,276</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 5,423         | 5,871         | 7,941         | 8,466         | 9,128         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>5,423</b>  | <b>5,871</b>  | <b>7,941</b>  | <b>8,466</b>  | <b>9,128</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>12,235</b> | <b>13,519</b> | <b>15,109</b> | <b>17,294</b> | <b>19,404</b> |
| BVPS (đ)                        | 20,598        | 18,584        | 17,644        | 18,809        | 20,282        |
| Nợ thuần/(tiền mặt)             | 3,982         | 5,920         | 5,198         | 6,178         | 6,387         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A       | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F        |
|--------------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| EBIT                                       | 373          | 694            | 717            | 736            | 1,158         |
| Khấu hao                                   | (376)        | (370)          | (397)          | (687)          | (740)         |
| Lãi vay thuần                              | (196)        | (136)          | (90.4)         | (86.8)         | (121)         |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (7.38)       | (53.4)         | (127)          | (99.1)         | (126)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (346)        | (1,632)        | 1,026          | (1,636)        | (2,032)       |
| Khác                                       | (419)        | (127)          | (81.3)         | (75.7)         | (109)         |
| <b>LCT thuần từ HĐKD</b>                   | <b>269</b>   | <b>(541)</b>   | <b>2,235</b>   | <b>(61.9)</b>  | <b>21.5</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (130)        | (901)          | (70.4)         | (4,521)        | (69.7)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | (30.5)       | (800)          | 0              | 0              | 0             |
| Thanh lý                                   | 15.0         | 341            | 0              | 0              | 0             |
| Khác                                       | 0            | 0              | 0              | 0              | 0             |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(146)</b> | <b>(1,360)</b> | <b>(70.4)</b>  | <b>(4,521)</b> | <b>(69.7)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | 0            | 0              | 0              | 0              | (225)         |
| Thu từ phát hành CP                        | 0            | 0              | 0              | 0              | 0             |
| Tăng/giảm nợ                               | (309)        | 1,510          | (1,970)        | 5,018          | 1,288         |
| Khác                                       | (33.8)       | (3.07)         | 0              | 0              | 0             |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(342)</b> | <b>1,507</b>   | <b>(1,970)</b> | <b>5,018</b>   | <b>1,063</b>  |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 1,005        | 785            | 392            | 586            | 1,022         |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(220)</b> | <b>(393)</b>   | <b>194</b>     | <b>436</b>     | <b>1,015</b>  |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | (0.39)       | (0.71)         | 0              | 0              | 0             |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>785</b>   | <b>392</b>     | <b>586</b>     | <b>1,022</b>   | <b>2,037</b>  |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>138</b>   | <b>(1,441)</b> | <b>2,164</b>   | <b>(4,582)</b> | <b>(48.3)</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 (%)        | 5.98   | 8.89   | 9.73   | 9.41   | 10.4   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 4.03   | 5.16   | 5.80   | 6.00   | 6.78   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 0.63   | 2.20   | 2.64   | 2.37   | 3.30   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 33.8   | 18.8   | 20.0   | 15.0   | 12.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (19.4) | 10.8   | (6.69) | 23.3   | 18.1   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 58.9   | 42.1   | 4.74   | 27.8   | 33.3   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 194    | 286    | 12.3   | 10.4   | 64.4   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 194    | 222    | (21.2) | 10.4   | 64.4   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 155    | 286    | 12.3   | 10.4   | 64.4   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | nm     | nm     | nm     | nm     | nm     |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 2.19   | 8.02   | 7.36   | 6.85   | 10.5   |
| ROACE (%)                 | 6.90   | 12.2   | 9.93   | 8.08   | 11.4   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 1.45   | 1.60   | 1.34   | 1.46   | 1.53   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 0.72   | (0.78) | 3.12   | (0.08) | 0.02   |
| Số ngày tồn kho           | 119    | 130    | 117    | 110    | 109    |
| Số ngày phải thu          | 40.2   | 37.8   | 36.4   | 36.3   | 38.7   |
| Số ngày phải trả          | 34.1   | 16.6   | 18.3   | 18.2   | 18.2   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 76.1   | 102    | 66.6   | 74.1   | 71.1   |
| Nợ/tài sản (%)            | 40.2   | 47.3   | 38.9   | 42.2   | 44.0   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 1.90   | 5.08   | 7.93   | 8.48   | 9.53   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 6.56   | 6.01   | 5.27   | 5.12   | 4.49   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.37   | 1.34   | 1.36   | 1.42   | 1.55   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 0.45   | 0.54   | 0.66   | 0.57   | 0.49   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 11.1   | 10.5   | 11.3   | 9.55   | 7.28   |
| P/E (lần)                 | 37.0   | 11.5   | 14.6   | 13.2   | 8.04   |
| P/E ĐC (lần)              | 66.6   | 17.3   | 15.4   | 13.9   | 8.46   |
| P/B (lần)                 | 0.80   | 0.89   | 0.94   | 0.88   | 0.81   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
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)