

Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

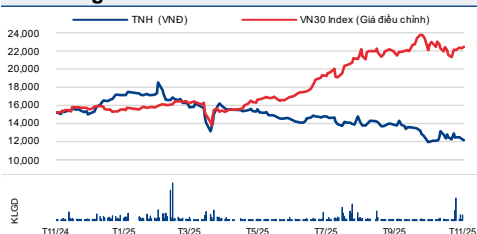
Giá mục tiêu: VNĐ11,000 (từ VNĐ11,600)

Tiềm năng tăng/giảm: -9.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	12,150
Mã Bloomberg	TNH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,950-18,522
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	12,320
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,014
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	76.4
Slg CP lưu hành (tr.đv)	166
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	101
Slg CP NN được mua (tr.đv)	21.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	70.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	47.7%
Tỷ lệ freefloat	63.2%
Cổ đông lớn	Blooming Earth (13.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.25	(14.0)	(20.1)
So với chỉ số	2.10	(15.1)	(45.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	(525)	573	(191.6)
2026F	14.3	1,044	(98.6)
2027F	283	1,466	(80.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TNH đang vận hành chuỗi gồm hai bệnh viện ở tỉnh Thái Nguyên - trung tâm kinh tế xã hội của khu vực trung du và miền núi phía Bắc Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Lỗ sâu hơn trong năm 2025; giảm giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với TNH và giảm 5% giá mục tiêu xuống 11.000đ.
- Với kết quả yếu trong Q3 và 9 tháng đầu năm 2025, chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và dự kiến TNH tiếp tục ghi nhận lỗ trong Q4/2025. Chúng tôi hiện dự báo mức lỗ thuần năm 2025 sẽ tăng lên 87 tỷ đồng (so với 50 tỷ đồng trong dự báo trước đó) và hạ dự báo lợi nhuận xuống chỉ còn 2 tỷ đồng trong năm 2026 và 47 tỷ đồng trong năm 2027, thấp hơn nhiều so với các dự báo trước.
- Tại thị giá hiện tại, TNH đang giao dịch cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, bao gồm các bệnh viện niêm yết tại châu Á, với P/E dự phóng năm 2027 ở mức 42,9 lần so với mức bình quân 25,8 lần của các doanh nghiệp cùng ngành.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

TNH tiếp tục ghi nhận một quý yếu trong Q3/2025, với lỗ thuần 21 tỷ đồng so với mức lãi 9 tỷ đồng cùng kỳ năm trước, dù doanh thu tăng 32% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận sụt giảm mạnh khi lợi nhuận gộp giảm 48%, chi phí bán hàng & quản lý tăng 80% và chi phí tài chính tăng 230% so với cùng kỳ. Hai bệnh viện Phố Yên và Việt Yên tiếp tục ghi nhận lỗ, trong đó Việt Yên lỗ lớn trước thuế, trong khi chỉ có Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên ghi nhận lợi nhuận dương. Theo đó, TNH ghi nhận lỗ thuần 75 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2025, so với mức lãi 63 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024.

Tác động: Điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC điều chỉnh giảm đáng kể dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và dự kiến TNH tiếp tục ghi nhận lỗ trong Q4/2025. Chúng tôi dự báo lỗ thuần năm 2025 ở mức 87 tỷ đồng (so với 50 tỷ đồng trước đây), trong khi dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027 được hạ xuống lần lượt 2 tỷ đồng và 47 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với các dự báo trước đó ở mức 31 tỷ đồng và 76 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu TNH đã giảm 14% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index 15%. Kể từ báo cáo cập nhật ngày 22/9/2025 của HSC, giá cổ phiếu cũng đã giảm 9%. TNH đang có P/E dự phóng năm 2027 là 42,9 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực ở mức 25,8 lần.

HSC chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026) và giảm 5% giá mục tiêu xuống 11.000đ, đồng thời duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng, tương ứng rủi ro giảm giá 9% so với thị giá hiện tại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	227	120	30.6 ▼	138 ▼	190
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	139	45.1	(87.0) ▼	2.38 ▼	46.9 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,086	345	(525) ▼	14.3 ▼	283 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	13,444	14,149	10,630	10,644	10,927
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.64	18.3	94.5	21.3	15.0
P/E ĐC (lần)	11.2	35.2	N/a	848	42.9
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.90	0.86	1.14	1.14	1.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(43.3)	(68.2)	(252)	103	1,875
ROAE (%)	10.5	2.52	(4.82)	0.13	2.62

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm 5% giá mục tiêu sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận

TNH tiếp tục ghi nhận một quý yếu trong Q3/2025 với lỗ thuần 21 tỷ đồng dù doanh thu tăng 32% so với cùng kỳ, do tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh và chi phí hoạt động tăng mạnh. Tình trạng thua lỗ tại hai bệnh viện Phổ Yên và Việt Yên tiếp tục tạo áp lực lớn, trong khi chỉ có Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên ghi nhận LNTT dương. TNH chuyển từ mức lãi 63 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024 sang lỗ 75 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2025. Với diễn biến KQKD tiếp tục xấu đi, HSC điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và dự kiến TNH tiếp tục ghi nhận lỗ trong Q4/2025, dù dự báo doanh thu được điều chỉnh tăng nhẹ. HSC chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026) và giảm 5% giá mục tiêu xuống 11.000đ; duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng.

KQKD Q3/2025 – mức lỗ cao hơn dự báo

TNH ghi nhận thêm một quý đáng thất vọng trong Q3/2025, nâng chuỗi thua lỗ lên quý thứ tư liên tiếp. Công ty ghi nhận lỗ thuần 21 tỷ đồng, so với mức lãi 9 tỷ đồng trong Q3/2024. Dù doanh thu thuần tăng 32% so với cùng kỳ lên 146 tỷ đồng và cao hơn dự báo của HSC, khả năng sinh lời giảm mạnh do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp đáng kể và chi phí hoạt động tăng. Cả hai bệnh viện Phổ Yên và Việt Yên tiếp tục hoạt động dưới điểm hòa vốn.

- Lợi nhuận gộp giảm 48% so với cùng kỳ xuống 14 tỷ đồng do giá vốn hàng bán tăng mạnh trong khi tăng trưởng doanh thu không đủ bù đắp mức tăng chi phí. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 9,4% từ mức 23,7% trong Q3/2024.
- Chi phí bán hàng & quản lý tăng 80% so với cùng kỳ lên 21 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí hành chính, công nghệ và nhân sự tăng cao trên toàn hệ thống bệnh viện.
- Lỗ tài chính tăng 230% so với cùng kỳ lên 13 tỷ đồng, phản ánh chi phí lãi vay tăng liên quan đến các khoản đầu tư đang triển khai.

Phổ Yên ghi nhận lỗ trước thuế 1,4 tỷ đồng, trong khi Việt Yên lỗ lớn hơn nhiều ở 22 tỷ đồng, cho thấy các cơ sở mới đang trong giai đoạn đầu vận hành và tiếp tục tạo gánh nặng lên KQKD. Chỉ có Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên ghi nhận LNTT dương 2,7 tỷ đồng trong Q3/2025.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, TNH ghi nhận lỗ thuần 75 tỷ đồng, so với lợi nhuận thuần 63 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024.

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

Lỗ thuần 21 tỷ đồng trong Q3 và 75 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q3/2024	Q3/2025	So với cùng kỳ	9T2024	9T2025	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	110	146	32.4%	332	362	8.9%
Lợi nhuận gộp	26	14	-47.5%	107	18	-82.8%
Lỗ HĐ tài chính	(4)	(13)	230.2%	(11)	(33)	196.4%
Chi phí BH&QL	(12)	(21)	79.9%	(27)	(58)	117.8%
Lợi nhuận thuần	9	(21)	N/m	63	(75)	N/m
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23.7%	9.4%		32.1%	5.1%	
Chi phí BH&QL / doanh thu	10.8%	14.6%		8.0%	16.1%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.4%	-14.1%		18.9%	-20.6%	

Nguồn: HSC ước tính

Điều chỉnh giảm đáng kể dự báo giai đoạn 2025-2027, nhiều khả năng tiếp tục lỗ trong Q4/2025

HSC điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Cho năm 2025, chúng tôi hiện dự kiến mức lỗ thuần tăng lên 87 tỷ đồng (so với 50 tỷ đồng trong dự báo trước đó), theo đó Q4/2025 sẽ ghi nhận lỗ thuần 13 tỷ đồng. Dự báo cho các năm 2026-2027 cũng được điều chỉnh giảm mạnh, với lợi nhuận thuần hiện chỉ còn 2 tỷ đồng trong năm 2026 và 47 tỷ đồng trong năm 2027, thấp hơn đáng kể so với dự báo

trước đó của chúng tôi ở mức 31 tỷ đồng và 76 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lớn phát sinh từ các bệnh viện mới. Dù vậy, HSC vẫn điều chỉnh tăng 3-5% dự báo doanh thu giai đoạn 2025-2027.

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 2-3.

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, TNH

Chúng tôi giảm đáng kể dự báo lợi nhuận

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	469	494	5.2%	12.1%
Lợi nhuận thuần	(50)	(87)	N/m	N/m
2026F				
Doanh thu thuần	596	619	4.0%	25.5%
Lợi nhuận thuần	31	2	-92.2%	N/m
2027F				
Doanh thu thuần	685	709	3.4%	14.4%
Lợi nhuận thuần	76	47	-38.6%	1875%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: Ước tính KQKD Q4/2025, TNH

Chúng tôi ước tính TNH sẽ ghi nhận lỗ thuần 13 tỷ đồng trong Q4/2025

	Q4/2024	Q4/2025	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	111	132	18.9%
Giá vốn hàng bán	(94)	(110)	17.8%
Lợi nhuận gộp	17	21	25.2%
Lỗ hoạt động tài chính	(7)	(14)	113.3%
Chi phí BH&QL	(19)	(19)	2.0%
LNTT	(13)	(12.3)	N/m
Lợi nhuận thuần	(14)	(12.5)	N/m

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 5% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo, HSC giảm 5% giá mục tiêu xuống 11.000đ nhưng vẫn duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng với rủi ro giảm giá là 9% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi tiếp tục sử dụng giả định WACC 9,9%, với phần bù rủi ro vốn CSH giữ nguyên ở mức 8,75%, lãi suất phi rủi ro 4,0% và beta 0,9; đồng thời chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Bảng 4: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TNH

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	(87)	2	47	78	110
+ Khấu hao	69	78	84	86	87
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	45	54	52	48	45
- Thay đổi vốn lưu động	(12)	(6)	(14)	(16)	(21)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(300)	(100)	(20)	(20)	(20)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(285)	29	150	176	201

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Tính toán WACC, TNH

WACC là 9,9%

	Giá trị
Tỷ trọng vốn CSH	65%
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Chi phí vốn CSH	11.8%
Tỷ trọng nợ	35%
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	8.7%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%
WACC	9.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Giá mục tiêu, TNH

Giá mục tiêu là 11.000đ/cp

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị dài hạn	3,029
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,282
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	463
Giá trị của doanh nghiệp	2,745
Tài sản phi hoạt động (cuối 2026)	16
Nợ (cuối 2026)	(937)
Giá trị của vốn CSH	1,824
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	165.8
Giá trị hợp lý (đồng)	11,006

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Phân tích độ nhạy, TNH

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

	Lãi suất phi rủi ro					
	11,006	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	10,479	9,784	9,146	8,559	8,016
	2.5%	11,527	10,735	10,013	9,352	8,744
	3.0%	12,743	11,831		10,254	9,568
	3.5%	14,170	13,108	12,154	11,292	10,509
	4.0%	15,870	14,614	13,496	12,495	11,594

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Các công ty cùng ngành trong khu vực, TNH

TNH đang giao dịch với định giá cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	P/E 2027
Ihh Healthcare Bhd	IHH MK Equity	17,097	36.2	32.0	30.4
Bangkok Dusit Med Service	BDMS TB Equity	9,140	18.2	17.0	16.1
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN Equity	11,895	56.2	43.9	43.8
Max Healthcare Institute Ltd	MAXHEALT IN Equity	12,731	65.1	51.4	51.0
Bumrungrad Hospital Pcl	BH TB Equity	4,206	18.7	18.0	17.6
Hygeia Healthcare Holdings C	6078 HK Equity	984	12.9	11.4	10.2
Fortis Healthcare Ltd	FORH IN Equity	7,840	62.3	47.1	47.0
Mitra Keluarga Karyasehat Tbk PT	MIKA IJ Equity	2,032	26.4	23.5	20.7
Ramkhamhaeng Hospital Pub Co	RAM TB Equity	661	16.0	13.1	12.2
Narayana Hrudayalaya Ltd	NARH IN Equity	4,554	43.1	35.6	35.4
Thonburi Healthcare Group Pc	THG TB Equity	270	26.5	20.2	11.4
Medikaloka Hermina Tbk Pt	HEAL IJ Equity	1,311	42.8	35.5	30.4
Aster Dm Healthcare Ltd	ASTERDM IN Equity	3,879	76.3	53.8	53.8
Bangkok Chain Hospital Pcl	BCH TB Equity	767	17.4	15.9	15.3
Krishna Institute Of Medical	KIMS IN Equity	2,991	75.6	47.4	47.2
Vibhavadi Medical Center Pcl	VIBHA TB Equity	577	19.9	27.8	28.0
Siloam International Hospita	SILO IJ Equity	1,939	28.4	25.0	21.1
Kpj Healthcare Berhad	KPJ MK Equity	2,752	33.9	30.0	27.2
China Resources Medical Holdings	1515 HK Equity	540	6.4	6.6	6.5
Praham 9 Hospital	PR9 TB Equity	469	18.3	16.5	15.4
Rajthanee Hospital PLC	RJH TB Equity	108	11.2	10.5	9.8
Ekachai Medical Care Pcl	EKH TB Equity	123	16.3	16.0	16.3
Bình quân		3,948	33.1	27.2	25.8
CTCP Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên	TNH VN Equity	77	(23.1)	848	42.9

Nguồn: Bloomberg, 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	532	440	494	619	709
Lợi nhuận gộp	218	121	39.7	143	194
Chi phí BH&QL	(33.3)	(47.8)	(77.7)	(82.7)	(88.6)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	185	73.2	(37.9)	60.1	106
Lãi vay thuần	(24.6)	(18.0)	(47.7)	(57.6)	(55.7)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(6.70)	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(0.70)	(3.74)	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	153	51.4	(85.7)	2.54	49.9
Chi phí thuế TNDN	(13.8)	(6.38)	(1.35)	(0.16)	(2.99)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	139	45.1	(87.0)	2.38	46.9
Lợi nhuận thuần ĐC	139	45.1	(87.0)	2.38	46.9
EBITDA ĐC	227	120	30.6	138	190
EPS (đồng)	1,086	345	(525)	14.3	283
EPS ĐC (đồng)	1,086	345	(525)	14.3	283
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	128	131	166	166	166
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	128	131	166	166	166
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	128	131	166	166	166

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	201	55.6	80.4	15.5	48.5
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	401	221	245	250	266
Hàng tồn kho	14.6	13.9	15.6	19.5	22.4
Các tài sản ngắn hạn khác	3.82	7.97	0	0	0
Tổng tài sản ngắn hạn	620	298	341	285	336
TSCĐ hữu hình	925	1,681	1,901	2,126	2,164
TSCĐ vô hình	81.4	78.6	121	120	119
Bất động sản đầu tư	36.0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	10.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	458	466	391	208	121
Tổng tài sản dài hạn	1,510	2,246	2,433	2,474	2,424
Tổng cộng tài sản	2,131	2,544	2,774	2,759	2,761
Nợ ngắn hạn	197	121	157	137	137
Phải trả người bán	12.9	24.1	34.3	36.0	38.9
Nợ ngắn hạn khác	9.45	14.5	17.5	18.3	19.8
Tổng nợ ngắn hạn	224	162	212	195	200
Nợ dài hạn	183	533	800	800	750
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	183	533	800	800	750
Tổng nợ phải trả	407	695	1,012	995	950
Vốn chủ sở hữu	1,724	1,849	1,762	1,764	1,811
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1,724	1,849	1,762	1,764	1,811
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,131	2,544	2,774	2,759	2,761
BVPS (đ)	13,444	14,149	10,630	10,644	10,927
Nợ thuần*/(tiền mặt)	179	598	876	921	838

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	185	73.2	(37.9)	60.1	106
Khấu hao	(42.1)	(46.6)	(68.5)	(77.8)	(84.2)
Lãi vay thuần	(24.6)	(18.0)	(47.7)	(57.6)	(55.7)
Thuế TNDN đã nộp	13.8	6.38	1.35	0.16	2.99
Thay đổi vốn lưu động	(110)	(172)	(43.0)	(81.8)	(85.6)
Khác	43.3	69.5	86.9	97.6	109
LCT thuần từ HKKD	117	(51.1)	(12.4)	56.1	104
Đầu tư TS dài hạn	(413)	(439)	(300)	(100)	(20.0)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	54.1	0	0	0	0
Khác	(113)	(81.5)	1.14	0.30	0.16
LCT thuần từ HĐĐT	(471)	(520)	(299)	(99.7)	(19.8)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	543	152	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(60.2)	274	303	(20.0)	(50.0)
Khác	(0.70)	0	33.2	(1.33)	(1.35)
LCT thuần từ HĐTC	482	426	336	(21.3)	(51.3)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	73.8	201	55.6	80.4	15.5
LCT thuần trong kỳ	128	(146)	24.8	(64.9)	33.0
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	201	55.6	80.4	15.5	48.5
Dòng tiền tự do	(296)	(490)	(312)	(43.9)	84.2

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	41.0	27.5	8.05	23.1	27.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	42.7	27.2	6.20	22.3	26.8
Tỷ suất LNT (%)	26.2	10.2	(17.6)	0.38	6.62
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.99	12.4	(1.58)	6.46	5.99
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.9	(17.2)	12.1	25.5	14.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	1.03	(47.3)	(74.5)	351	37.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(0.91)	(67.6)	(293)	103	1,875
Tăng trưởng EPS (%)	(0.91)	(68.2)	(252)	103	1,875
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(43.3)	(68.2)	(252)	103	1,875
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.5	2.52	(4.82)	0.13	2.62
ROACE (%)	12.3	3.41	(1.53)	2.35	4.12
Vòng quay tài sản (lần)	0.30	0.19	0.19	0.22	0.26
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.63	(0.70)	0.33	0.93	0.99
Số ngày tồn kho	17.0	15.9	12.5	15.0	15.9
Số ngày phải thu	466	252	197	191	188
Số ngày phải trả	15.0	27.6	27.6	27.6	27.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	10.4	32.4	49.8	52.3	46.4
Nợ/tài sản (%)	17.9	25.7	34.5	34.0	32.2
EBIT/lãi vay (lần)	7.51	4.07	(0.79)	1.04	1.90
Nợ/EBITDA (lần)	1.68	5.47	31.3	6.80	4.68
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.77	1.84	1.61	1.46	1.68
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.26	4.97	5.86	4.74	4.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.64	18.3	94.5	21.3	15.0
P/E (lần)	11.2	35.2	N/a	848	42.9
P/E ĐC (lần)	11.2	35.2	N/a	848	42.9
P/B (lần)	0.90	0.86	1.14	1.14	1.11
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 W: www.hsc.com.vn