

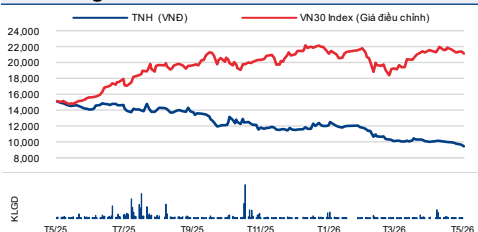
Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ8,600 (từ VNĐ11,000)

Tiềm năng tăng/giảm: -9.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	9,450
Mã Bloomberg	TNH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,450-14,914
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	9,616
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,566
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	59.5
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	59.1%
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	(6.44)	(19.9)	(37.5)
So với chỉ số	(5.36)	(17.4)	(55.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	(538)	1,044	(151.5)
2027F	6.61	1,466	(99.5)
2028F	399	1,467	(72.8)

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

Nhiều khả năng tiếp tục thua lỗ trong năm 2026; giảm 22% giá mục tiêu

- HSC giảm 22% giá mục tiêu của TNH xuống 8.600đ do điều chỉnh giảm đáng kể dự báo lợi nhuận. Với rủi ro giảm giá 9% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng.
- Sau khoản lỗ lớn trong Q1/2026, trước thời điểm TNH Lạng Sơn đi vào hoạt động trong Q2/2026, HSC cho rằng KQKD của Công ty sẽ tiếp tục chịu áp lực trong ngắn hạn. Chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2027 và hiện dự báo TNH sẽ chịu lỗ thuần 89 tỷ đồng trong năm 2026, đồng thời chỉ đạt điểm hòa vốn trong năm 2027, dù đã nâng dự báo doanh thu. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần phục hồi đạt 66 tỷ đồng.
- Giảm 20% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index, cổ phiếu TNH hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2027 là 1.429 lần, cao hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực và vẫn là mức định giá quá cao theo quan điểm của HSC.

Sự kiện: Cập nhật sau KQKD Q1/2026

TNH tiếp tục thua lỗ trong Q1/2026, đánh dấu quý thua lỗ thứ sáu liên tiếp. Công ty ghi nhận lỗ thuần 46 tỷ đồng, trong đó phần lớn liên quan đến chi phí hoạt động của bệnh viện mới, cao hơn mức lỗ thuần 35 tỷ đồng trong Q1/2025 và lỗ thuần 19 tỷ đồng trong Q4/2025, đồng thời thấp hơn đáng kể so với dự báo của HSC. Mặc dù doanh thu tăng tích cực 26% so với cùng kỳ, khả năng sinh lời vẫn chịu áp lực khi giá vốn hàng bán duy trì ở mức cao. Bên cạnh đó, chi phí tài chính và chi phí bán hàng & quản lý gia tăng cũng là những yếu tố khiến Công ty tiếp tục thua lỗ trong kỳ.

Tác động: Hạ mạnh dự báo

Sau khoản lỗ lớn trong Q1/2026 và trước thời điểm Bệnh viện TNH Lạng Sơn đi vào hoạt động trong Q2/2026, HSC cho rằng KQKD của Công ty sẽ tiếp tục chịu áp lực trong thời gian tới. Chúng tôi hiện dự báo TNH sẽ lỗ thuần 89 tỷ đồng trong năm 2026, thay vì có lãi nhẹ 2 tỷ đồng như dự báo trước đây. Đồng thời, HSC giảm mạnh dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 1 tỷ đồng (từ 47 tỷ đồng) dù nâng dự báo doanh thu lên 891 tỷ đồng (tăng trưởng 27%). Cho năm 2028, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi lên 66 tỷ đồng trên doanh thu thuần 1.068 tỷ đồng (tăng trưởng 20%).

Các dự báo mới của HSC hiện thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu TNH đã giảm 20% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index 17%. Do dự kiến tiếp tục thua lỗ trong năm 2026 và chỉ đạt lợi nhuận rất thấp trong năm 2027, TNH hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2027 là 1.429 lần, cao hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. HSC giảm 22% giá mục tiêu xuống 8.600đ do điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận, dù đã lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với TNH, với 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 2/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	120	19.4	45.7 ▼	146 ▼	220
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	45.1	(93.2)	(89.2) ▼	1.10 ▼	66.1
EPS ĐC (đồng)	345	(562)	(538) ▼	6.61 ▼	399
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	14,149	10,590	10,055 ▼	10,061 ▼	10,460
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.3	131	59.5	18.6	10.5
P/E ĐC (lần)	27.4	N/a	N/a	1,429	23.7
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.67	0.89	0.94	0.94	0.90
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(68.2)	(263)	4.36	101	5,935
ROAE (%)	2.52	(5.17)	(5.21)	0.07	3.89

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

Khả năng tiếp tục thua lỗ trong năm 2026; giảm 22% giá mục tiêu

TNH tiếp tục thua lỗ trong Q1/2026 dù doanh thu tăng tích cực 26% so với cùng kỳ, do chi phí tài chính và chi phí bán hàng & quản lý gia tăng (chúng tôi cho rằng phần lớn liên quan đến việc triển khai hoạt động bệnh viện mới) đã làm lu mờ tác động tích cực từ tăng trưởng doanh thu. Trong thời gian tới, KQKD nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực khi TNH Lạng Sơn đi vào hoạt động trong Q2/2026. Bệnh viện mới này sẽ bước vào giai đoạn tăng tốc vận hành, kéo theo các chi phí đầu tư ban đầu và chi phí hoạt động phát sinh. Trên cơ sở KQKD kém khả quan và các xu hướng hoạt động hiện tại, HSC điều chỉnh lùi thời điểm lợi nhuận phục hồi đáng kể sang năm 2028, thay vì năm 2027 như dự báo trước đó. Chúng tôi cũng giảm 22% giá mục tiêu xuống 8.600đ và duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với cổ phiếu TNH.

KQKD Q1/2026: Lỗ thuần 46 tỷ đồng

TNH tiếp tục thua lỗ trong Q1/2026, đánh dấu quý thua lỗ thứ sáu liên tiếp. Công ty ghi nhận lỗ thuần 46 tỷ đồng, cao hơn mức lỗ thuần 35 tỷ đồng trong Q1/2025 và lỗ thuần 19 tỷ đồng trong Q4/2025. Mặc dù doanh thu tăng tích cực 26% so với cùng kỳ, khả năng sinh lời vẫn chịu áp lực khi giá vốn hàng bán duy trì ở mức cao. Bên cạnh đó, chi phí tài chính và chi phí bán hàng & quản lý gia tăng cũng góp phần khiến Công ty tiếp tục thua lỗ trong kỳ. Cụ thể:

- Lỗ tài chính thuần tăng 30% so với cùng kỳ lên 14 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay liên quan đến Bệnh viện TNH Việt Yên.
- Chi phí bán hàng & quản lý tăng 39% so với cùng kỳ, chủ yếu do chi phí nhân sự gia tăng khi Công ty mở rộng đội ngũ quản lý và đầu tư nâng cao chất lượng nguồn nhân lực. Ngoài ra, Công ty còn phát sinh chi phí tuyển dụng và đào tạo nhằm chuẩn bị nguồn nhân lực cho giai đoạn 3 của Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên.

Bảng 1: KQKD Q1/2026, TNH

TNH báo lỗ 46 tỷ đồng trong Q1/2026

	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	2026 HSCF cũ	% 2026 HSCF cũ
Doanh thu thuần	93	117	25.7%	619	19.0%
Giá vốn hàng bán	(101)	(127)	25.9%	(476)	26.7%
Lợi nhuận gộp	(8)	(10)	N/m	143	N/m
Lỗ hoạt động tài chính	(11)	(14)	30.1%	(58)	24.1%
Chi phí BH&QL	(16)	(23)	38.6%	(83)	27.3%
LNTT	(34)	(46)	37.0%	3	N/m
Lợi nhuận thuần	(35)	(46)	33.2%	2	N/m

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 2: Dự báo cũ và mới, TNH

Chúng tôi điều chỉnh giảm đáng kể dự báo lợi nhuận

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới / Thực tế 2025	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025				
Doanh thu thuần	469	510	8.7%	15.7%
Lợi nhuận thuần	(50)	(93)	86.0%	-100%+
2026				
Doanh thu thuần	619	701	13.2%	37.5%
Lợi nhuận thuần	2	(89)	-38.5x	-4.3%
2027				
Doanh thu thuần	709	891	25.7%	27.1%
Lợi nhuận thuần	47	1	-97.7%	N/m
2028				
Doanh thu thuần		1,068		19.9%
Lợi nhuận thuần		66		59.4x

Nguồn: HSC ước tính

HSC hiện dự báo TNH sẽ tiếp tục thua lỗ trong năm 2026

Chúng tôi điều chỉnh dự báo như sau:

- Năm 2026:** Dựa trên các diễn biến dẫn đến khoản lỗ lớn trong Q1/2026 và việc Bệnh viện TNH Lạng Sơn bắt đầu đi vào hoạt động trong Q2/2026, chúng tôi cho rằng KQKD sẽ tiếp tục chịu áp lực khi bệnh viện mới phát sinh đáng kể các chi phí giai đoạn đầu hoạt động, đặc biệt là chi phí nhân sự và khấu hao. Trong khi đó, lượng bệnh nhân và công suất sử dụng dự kiến vẫn ở mức thấp trong giai đoạn đầu vận hành. Theo đó, HSC hiện dự báo TNH sẽ ghi nhận lỗ thuần 89 tỷ đồng trong năm 2026, thay vì đạt lợi nhuận 2 tỷ đồng như trong dự báo trước đây.

Đáng chú ý, dự báo mới của chúng tôi cũng thấp hơn đáng kể so với kế hoạch tại ĐHCĐ của Công ty, với mức lỗ dự kiến là 51 tỷ đồng. Mặc dù triển vọng lợi nhuận kém tích cực hơn nhưng HSC dự báo doanh thu thuần đạt 701 tỷ đồng, tăng trưởng 38% và cao hơn 13% so với dự báo trước đó, nhờ đóng góp từ các cơ sở mới đi vào hoạt động.

- Năm 2027:** HSC hiện dự báo TNH chỉ có thể trở lại mức hòa vốn với lợi nhuận thuần đạt 1 tỷ đồng trên doanh thu thuần 891 tỷ đồng, tương ứng doanh thu tăng trưởng 27%. So với dự báo trước đó là lợi nhuận thuần đạt 47 tỷ đồng trên doanh thu thuần 709 tỷ đồng, dự báo mới phản ánh tốc độ phục hồi lợi nhuận chậm hơn kỳ vọng, dù triển vọng doanh thu tích cực hơn.

- Năm 2028:** HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ phục hồi đạt 66 tỷ đồng trên doanh thu thuần 1.068 tỷ đồng, tăng trưởng 20%.

Giảm 22% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm đáng kể dự báo KQKD, HSC giảm 22% giá mục tiêu xuống 8.600đ và duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng, với rủi ro giảm giá 9% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi tiếp tục sử dụng giả định WACC 9,9%, trên cơ sở giữ nguyên phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, lãi suất phi rủi ro 4% và beta 0,9; đồng thời lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Chi tiết định giá được trình bày trong Bảng 3-6.

Bảng 3: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TNH

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	(89)	1	66	147	200
+ Khấu hao	74	80	87	87	88
+ Chi phí lãi vay* (1-thuế suất)	57	61	57	52	46
- Thay đổi vốn lưu động	(132)	(40)	(55)	(86)	(116)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(100)	(20)	(20)	(20)	(20)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(189)	83	135	179	199

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Tính toán WACC, TNH

WACC là 9,9%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	60%
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	12.3%
Tỷ trọng nợ	40%
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	8.6%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%
WACC	9.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Giá mục tiêu giữa 2027, TNH

Giá mục tiêu là 8.600đ/cp

Tỷ đồng	Giá trị (giữa 2027)
Giá trị dài hạn	2,946
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,116
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	292
Giá trị của doanh nghiệp	2,408
Tiền mặt, tài sản phi hoạt động	207
Nợ	(1,186)
Giá trị vốn CSH	1,429
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	165.8
Giá trị hợp lý (đồng)	8,623

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TNH

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

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	8,075	7,469	6,908	6,388	5,905
	2.5%	9,029	8,341	7,708	7,124	6,584
	3.0%	10,134	9,344	8,623	7,962	7,353
	3.5%	11,427	10,511	9,680	8,924	8,231
	4.0%	12,963	11,884	10,915	10,039	9,244

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu TNH đã giảm 20% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index 17%. Do dự kiến tiếp tục thua lỗ trong năm 2026 và chỉ đạt lợi nhuận rất thấp trong năm 2027, TNH hiện đang giao dịch ở mức định giá cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (Bảng 7).

Bảng 7: So sánh các công ty cùng ngành, TNH

TNH đang giao dịch với định giá cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2026	P/E 2027
Ihh Healthcare Bhd	IHH MK Equity	20,083	35.1	30.8
Bangkok Dusit Med Service	BDMS TB Equity	8,885	17.6	16.6
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN Equity	12,386	48.6	38.4
Max Healthcare Institute Ltd	MAXHEALT IN Equity	9,723	47.2	38.5
Bumrungrad Hospital Pcl	BH TB Equity	4,384	19.3	18.7
Hygeia Healthcare Holdings C	6078 HK Equity	766	10.4	9.0
Fortis Healthcare Ltd	FORH IN Equity	7,412	51.3	39.9
Mitra Keluarga Karyasehat Tbk PT	MIKA IJ Equity	1,265	15.3	13.6
Ramkhamhaeng Hospital Pub Co	RAM TB Equity	678	16.5	15.1
Narayana Hrudayalaya Ltd	NARH IN Equity	4,151	34.1	28.3
Thonburi Healthcare Group Pc	THG TB Equity	426	32.3	14.4
Medikaloka Hermina Tbk Pt	HEAL IJ Equity	815	27.5	23.6
Aster Dm Healthcare Ltd	ASTERDM IN Equity	3,979	63.2	46.9
Bangkok Chain Hospital Pcl	BCH TB Equity	724	17.2	16.6
Krishna Institute Of Medical	KIMS IN Equity	3,182	70.8	43.6
Siloam International Hospita	SILO IJ Equity	1,723	25.7	21.9
Kpj Healthcare Berhad	KPJ MK Equity	3,584	34.5	31.5
Praha 9 Hospital	PR9 TB Equity	399	15.3	13.8
Rajthanee Hospital PLC	RJH TB Equity	117	12.0	11.5
Ekachai Medical Care Pcl	EKH TB Equity	123	16.8	16.9
Bình quân		4,240	30.5	24.5
CTCP Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên	TNH VN Equity	61	N/m	1,429

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	440	510	701	891	1,068
Lợi nhuận gộp	121	28.0	82.3	195	283
Chi phí BH&QL	(47.8)	(81.1)	(111)	(129)	(150)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	73.2	(53.1)	(28.7)	66.0	133
Lãi vay thuần	(18.0)	(37.0)	(60.4)	(64.9)	(61.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(3.74)	(1.01)	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	51.4	(91.2)	(89.2)	1.10	71.7
Chi phí thuế TNDN	(6.38)	(2.07)	0	0	(5.54)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	45.1	(93.2)	(89.2)	1.10	66.1
Lợi nhuận thuần ĐC	45.1	(93.2)	(89.2)	1.10	66.1
EBITDA ĐC	120	19.4	45.7	146	220
EPS (đồng)	345	(562)	(538)	6.61	399
EPS ĐC (đồng)	345	(562)	(538)	6.61	399
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	131	166	166	166	166
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	131	166	166	166	166
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	131	166	166	166	166

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	55.6	53.7	40.1	23.3	352
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	221	154	273	311	367
Hàng tồn kho	13.9	29.9	41.1	52.2	62.6
Các tài sản ngắn hạn khác	7.97	8.48	0	0	0
Tổng tài sản ngắn hạn	298	246	355	387	782
TSCĐ hữu hình	1,681	1,662	1,887	1,930	1,866
TSCĐ vô hình	78.6	115	114	113	111
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	20.0	0.02	0.02	0.02	0.02
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	466	850	578	505	153
Tổng tài sản dài hạn	2,246	2,627	2,579	2,547	2,129
Tổng cộng tài sản	2,544	2,873	2,934	2,934	2,911
Nợ ngắn hạn	121	197	197	187	187
Phải trả người bán	24.1	51.5	46.7	52.6	59.3
Nợ ngắn hạn khác	14.5	21.4	23.8	26.8	30.2
Tổng nợ ngắn hạn	162	274	273	272	283
Nợ dài hạn	533	844	994	994	894
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	533	844	994	994	894
Tổng nợ phải trả	695	1,118	1,267	1,266	1,177
Vốn chủ sở hữu	1,849	1,755	1,667	1,668	1,734
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1,849	1,755	1,667	1,668	1,734
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,544	2,873	2,934	2,934	2,911
BVPS (đ)	14,149	10,590	10,055	10,061	10,460
Nợ thuần*/(tiền mặt)	598	988	1,151	1,158	729

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	73.2	(53.1)	(28.7)	66.0	133
Khấu hao	(46.6)	(72.5)	(74.4)	(80.3)	(86.8)
Lãi vay thuần	(18.0)	(37.0)	(60.4)	(64.9)	(61.0)
Thuế TNDN đã nộp	6.38	2.07	0	0	5.54
Thay đổi vốn lưu động	(172)	(67.6)	(208)	(132)	(148)
Khác	69.5	97.3	87.9	95.2	106
LCT thuần từ HĐKD	(51.1)	(47.9)	(162)	14.2	71.7
Đầu tư TS dài hạn	(439)	(369)	(100)	(20.0)	(20.0)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0.02	0	0	0
Khác	(81.5)	28.2	0.47	0.37	1.10
LCT thuần từ HĐĐT	(520)	(341)	(99.5)	(19.6)	(18.9)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	152	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	274	387	150	(10.0)	(100)
Khác	0	(0.48)	97.8	(1.31)	376
LCT thuần từ HĐTC	426	387	248	(11.3)	276
Tiền & tương đương tiền đầu kì	201	55.6	53.7	40.1	23.3
LCT thuần trong kỳ	(146)	(1.98)	(13.6)	(16.8)	329
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	55.6	53.7	40.1	23.3	352
Dòng tiền tự do	(490)	(417)	(262)	(5.84)	51.7

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.5	5.49	11.7	21.8	26.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	27.2	3.81	6.52	16.4	20.6
Tỷ suất LNT (%)	10.2	(18.3)	(12.7)	0.12	6.19
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.4	(2.27)	0	0	7.73
Tăng trưởng doanh thu (%)	(17.2)	15.7	37.5	27.1	19.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(47.3)	(83.8)	135	220	50.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(67.6)	(307)	4.36	101	5,935
Tăng trưởng EPS (%)	(68.2)	(263)	4.36	101	5,935
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.52	(5.17)	(5.21)	0.07	3.89
ROACE (%)	3.41	(2.13)	(1.09)	2.48	5.02
Vòng quay tài sản (lần)	0.19	0.19	0.24	0.30	0.37
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.70)	0.90	5.64	0.21	0.54
Số ngày tồn kho	15.9	22.6	24.2	27.4	29.1
Số ngày phải thu	252	117	161	163	170
Số ngày phải trả	27.6	39.0	27.6	27.6	27.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	32.4	56.3	69.2	69.6	42.2
Nợ/tài sản (%)	25.7	36.3	40.7	40.3	37.2
EBIT/lãi vay (lần)	4.07	(1.43)	(0.48)	1.02	2.17
Nợ/EBITDA (lần)	5.47	53.6	26.1	8.09	4.94
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.84	0.90	1.30	1.42	2.76
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.16	5.01	3.88	3.06	2.15
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.3	131	59.5	18.6	10.5
P/E (lần)	27.4	N/a	N/a	1,429	23.7
P/E ĐC (lần)	27.4	N/a	N/a	1,429	23.7
P/B (lần)	0.67	0.89	0.94	0.94	0.90
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 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