

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)
Nhu cầu nội địa thúc đẩy tăng trưởng

- Q3/2025: LN ròng đi ngang svck nhờ tăng trưởng từ thị trường nội địa và phù hợp với dự báo của chúng tôi. Trong 9T/2025, HSG ghi nhận LN ròng đạt 647 tỷ VND (-7% svck, hoàn thành 74% so với dự báo cả năm 2025).
- Nhờ triển vọng tích cực từ nhu cầu nội địa, chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2025-2026 đạt 948/1,244 tỷ VND (+86%/31% svck). Động lực tăng trưởng chính đến từ sản lượng tiêu thụ nội địa và biên lợi nhuận gộp cải thiện.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN cho HSG với giá mục tiêu 23,000 đồng/cp.

Q3/2025: LN ròng đi ngang nhờ tiêu thụ nội địa phục hồi, bù đắp cho xuất khẩu giảm

Trong Q3/2025, doanh thu giảm 12% svck, xuống còn 9,502 tỷ do giá bán giảm đã bù trừ đà tăng của sản lượng. Về sản lượng, HSG ghi nhận tiêu thụ đạt 472 nghìn tấn (-5% svck) chủ yếu nhờ nhu cầu nội địa tăng mạnh (+20% svck), trong khi giá bán giảm 6% svck. Tuy nhiên, biên gộp tăng 0,5 điểm % svck, lên mức 12,8%, nhờ chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh hơn giá bán. Chi phí tài chính giảm 6% svck do áp lực lỗ tỷ giá đã hạ nhiệt. Kết luận, doanh thu sụt giảm mạnh được bù đắp bởi biên LN gộp cải thiện, LN ròng đi ngang mức 274 tỷ VND.

Tăng dự báo LN ròng 2025 nhờ biên gộp cải thiện, sau điều chỉnh LN ròng 2025–26 tăng 96%/31% svck nhờ thị trường nội địa tích cực

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu -13%/-16% so với dự báo gần nhất, do (1) điều chỉnh sản lượng giảm 3%/5% do nhu cầu xuất khẩu suy yếu và (2) điều chỉnh giảm giá bán: nội địa (4%/7% svck) và xuất khẩu (9%/11% svck). Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp 2025–2026 được điều chỉnh tăng +1,7/+1,8 điểm %, lên mức 12,9%/13,6% (+1,9/+0,7 điểm % svck), do giá HDG có thể tăng mạnh hơn giá HRC. Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí tài chính nhờ mặt bằng lãi suất thấp hơn và HSG đã cắt giảm dư nợ vay. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng 2025–2026 được điều chỉnh giảm 2%/8%, nhờ chi phí vận chuyển hạ nhiệt. Tổng kết lại, chúng tôi điều chỉnh LN ròng 2025 tăng 9% lên 948 tỷ VND (+86% svck). LN ròng 2026 được điều chỉnh giảm 6%, còn 1.244 tỷ VND (+31% svck).

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 23,000 đồng/cp

Giá mục tiêu dựa trên phương pháp FCFF và P/B với trọng số bằng nhau (WACC: 11.6%), tương ứng tiềm năng tăng giá 24%. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu HSG cho chu kỳ thép đang phục hồi, HSG có thể hưởng lợi nhờ giá thép phục hồi, gia tăng thị phần (HDG) và mở rộng BLNG.

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	31,651	39,272	39,950	43,054
Lợi nhuận ròng (LNR)	30	510	948	1,244
Tăng trưởng doanh thu	-36%	24%	2%	8%
Tăng trưởng LNR	-88%	1600%	86%	31%
Biên lợi nhuận gộp	10%	11%	13%	14%
EBITDA	4%	4%	5%	6%
ROAE	0.3%	4.7%	7.8%	9.3%
ROAA	0.2%	2.6%	4.6%	5.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	49	828	1,501	1,832
BVPS (VND/cổ phiếu)	17,475	17,687	18,853	18,888

Nguồn: HSG, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

23,000 VNĐ

Giá mục tiêu

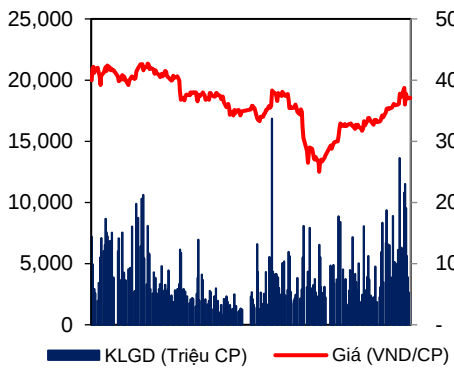
Tiềm năng tăng giá

24%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh tăng EPS 9% năm 2025 và giảm 6% năm 2026 so với dự phóng trước.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Thị giá (VND)	18,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12,500
Vốn hóa (tỷ VND)	11,520
P/E (TTM)	19.5
P/B	1.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	20.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu cổ đông

Đầu tư và Du lịch Hoa Sen	19.7%
Lê Phước Vũ	17.0%
Nước ngoài	20.7%
Khác	43.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi kỳ vọng giá tôn mạ sẽ hồi phục từ Q3/2025 nhờ vào tăng trưởng nhu cầu, trong khi áp lực từ thép TQ hạ nhiệt.
- Thuế CBPG với tôn mạ giúp thu hẹp chênh lệch giá giữa thép của Trung Quốc và Việt Nam, giúp HSG gia tăng thị phần. Chúng tôi dự đoán thị phần của HSG sẽ tăng lên 30%/31% (từ 29% năm 2024) trong giai đoạn 2025-26.
- Lợi nhuận ròng 2025-2026 dự kiến sẽ tăng 86%/31% svck nhờ vào biên lợi nhuận gộp tăng (1.9/0.7 điểm % svck) trong bối cảnh giá tôn mạ tăng mạnh hơn giá HRC.
- Về định giá, HSG đang được đánh giá thấp hơn so với trung bình P/B trong 2 chu kỳ trước (1.1 so với 1.4) trong giai đoạn mở rộng của chu kỳ thép. Hơn nữa, P/E năm 2025 dự kiến khoảng 9.0 (thấp hơn mức trung bình khoảng 10 trong 2 chu kỳ trước).

Định giá

Chúng tôi áp dụng hai phương pháp định giá FCFF và P/B để định giá HSG với giá trị hợp lý là 23,000 VND/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng giá HRC có thể có xu hướng tăng từ năm 2025 nhờ áp lực giảm từ Trung Quốc và sự phục hồi nhu cầu nội địa.

Chúng tôi chọn P/B ở mức 1.4x để định giá HSG. Mức P/B này dựa trên P/B trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn phục hồi của ngành thép trong 2 chu kỳ gần đây. Do đó, trong bối cảnh phục hồi của ngành, định giá này phù hợp với các doanh nghiệp trong giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
FCFF	50%	21,500
P/B (P/B mục tiêu 2024 = 1.4x)	50%	24,500
Giá mục tiêu		23,000

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Dự phóng FCFF

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	948	1,244	1,404	3,367	6,483
Chi phí phi tiền mặt	638	721	801	880	940
Lãi vay sau thuế	106	179	186	176	181
Đầu tư tài sản cố định	340	210	368	205	1,525
Vốn lưu động	799	1,392	24	(243)	208
FCFF	554	542	1,998	4,461	5,872

Hình 3: FCFF định giá

(+) Giá trị hiện tại của FCFF từ năm 2024-2028	Tỷ VND	6,471
(+) Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	Tỷ VND	11,239
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VND	1,252
(-) Nợ vay	Tỷ VND	5,096
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VND	13,866
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cổ phiếu	664.7

Giá cổ phiếu	VND	21,500	
Chi phí vốn cổ phần		WACC và mức tăng trưởng dài hạn	
Lợi suất phi rủi ro	3.0%	Chi phí vốn nợ	12.0%
Beta	1.20	Thuế suất	20.0%
Phần bù rủi ro	9.6%	WACC	11.2%
Chi phí vốn cổ phần	13.1%	Tăng trưởng dài hạn	2%

Hình 4:P/B của HSG trong giai đoạn tăng trưởng của hai chu kỳ



Nguồn: FinproX, HSG, MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

	Mã cổ phiếu	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)		
	Công ty	Bloomberg	VND/CP	VND/CP	Tỷ VND	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	
	Hoa Phat Group	HPG VN	26,500	33,000	KHẢ QUAN	208,000	11.5	8.5	1.6	1.5	5.4%	7.6%	10.2%	14.5%
	Hoa Sen Group	HSG VN	18,600	23,000	KHẢ QUAN	11,900	12.6	11.8	1.3	1.2	2.6%	3.4%	4.7%	7.2%
	Nam Kim Group	NKG VN	16,000	18,000	TRUNG LẬP	7,200	14.5	13.4	1.1	1	3.6%	5.2%	9.5%	10.3%
	VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	31,000	N/A	KKN	1,800	29.3	27.5	1.9	1.7	2.4%	4.2%	4.1%	5.5%
	Dong A Group	GDA VN	21,700	N/A	KKN	2,400	7.3	6.5	0.9	0.8	5.4%	6.2%	7.1%	8.5%
	Trung bình						15.0	13.5	1.4	1.2	3.9%	5.3%	6.0%	8.7%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro giảm giá của Trung Quốc tiếp tục đến năm 2026 sẽ gây áp lực lên giá thị trường trong nước.
- (2) Nguồn cung nhà ở vẫn chưa phục hồi như kỳ vọng.

Q3/25: Lợi nhuận ròng đi ngang nhờ thị trường nội địa phục hồi, bù đắp xuất khẩu

Hình 6: Kết quả kinh doanh (Tỷ VND)

Chỉ tiêu KQKD	Q3/25	svck (%)	So với quý trước (%)	9T25	svck (%)	% dự phóng 2025	Đánh giá
Sản lượng (Nghìn tấn)	474	-5%	15%	1,420	2%	69%	Trong Q3/2025 tổng sản lượng giảm nhẹ do thị trường xuất khẩu giảm. Trong 9T/2025 sản lượng tăng nhờ vào thị trường nội địa
Bao gồm:							
Xuất khẩu	165	-31%	3%	483	-28%	56%	Tiêu thụ xuất khẩu giảm do thuế CBPG từ EU và Mỹ.
Nội địa	309	20%	22%	937	30%	90%	Sản lượng nội địa tăng nhờ tăng trưởng nguồn cung nhà ở và đầu tư công.
Giá (USD/Tấn)							
Xuất khẩu	815	-7%	-4%	802	-6%	94%	Giá thép xuất khẩu giảm do nhu cầu của EU và Mỹ suy giảm.
Nội địa	900	-6%	-3%	920	-5%	88%	Giá thép nội địa giảm do chịu tác động từ xu hướng giảm giá của thép Trung Quốc
Doanh thu	9,509	-12%	13%	28,181	-5%	62%	Doanh thu giảm do sản lượng và giá bán đều sụt giảm. Riêng mảng Hoa Sen Home (HSH) chiếm khoảng 35% tổng doanh thu, đạt gần 10.000 tỷ VND (+10% svck) trong 9 tháng đầu năm 2025. Doanh thu của HSH ghi nhận mức giảm 10% svck do số lượng cửa hàng giảm.
Lợi nhuận gộp	1,213	-9%	13%	3,495	3%	68%	
Biên LNG	12.8%	0.5điểm %	0.1điểm %	12.4%	0.7điểm %	+1.2điểm %	BLNG cải thiện do giá nguyên vật liệu giảm 7% so với cùng kỳ, lớn hơn so với mức giảm 6% của giá HDG
Doanh thu tài chính	61	97%	-12%	225	6%	78%	
Chi phí tài chính	60	-6%	-12%	204	30%	67%	Chi phí tài chính giảm nhờ mức lỗ chênh lệch tỷ giá giảm xuống
- Chi phí lãi vay	43	10%	-4%	138	48%	60%	
Chi phí bán hàng (S)	791	-12%	7%	2,376	-2%	66%	Chi phí bán giảm nhờ chi phí vận chuyển hạ nhiệt
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	8%	0.2điểm %	-0.8% điểm	8.4%	-0.1điểm %	0.2điểm %	
Chi phí QLDN	169	31%	-1%	482	39%	90%	
% Chi phí SG&A/ DT	2%	0.5điểm %	+0.6điểm %	2%	0.2điểm %	0.1điểm %	
Lợi nhuận trước thuế	290	1%	28%	419	-3%	40%	
Lợi nhuận ròng	274	0%	34%	647	-7%	68%	Trong Q3/2025: LN ròng đi ngang nhờ nội địa đã bù đắp thị trường xuất khẩu. Trong 9T/2025, LN ròng giảm 7% so với cùng kỳ do (1) doanh thu giảm và (2) chi phí tài chính tăng. LN ròng 9T/2025 đạt 68% kế hoạch năm, phù hợp với dự báo. Nguồn: HSG, MBS Research

Điều chỉnh dự phóng LN ròng +9%/-6% năm 2025-2026 so với dự báo trước đó, chủ yếu nhờ nhu cầu nội địa tăng trưởng và biên LNG được cải thiện

Chi tiêu KDKD	2025F	svck (%)	%thay đổi	2026F	svck (%)	%thay đổi	Đánh giá
Sản lượng (Nghìn tấn)	2,000	3%	-3%	2,120	6%	-5%	Điều chỉnh giảm do lượng xuất khẩu giảm
Bao gồm:							
Xuất khẩu	680	-19%	-22%	694	2%	-25%	Điều chỉnh giảm do doanh thu xuất khẩu sụt giảm mạnh hơn so với kỳ vọng trước đó
Nội địa	1,320	31%	26%	1,426	8%	28%	Điều chỉnh tăng nhờ tiêu thụ nội địa phục hồi mạnh, được thúc đẩy bởi hai nhóm ngành chính: bất động sản và đầu tư công.
Giá (USD/Tấn)							
Xuất khẩu	790	-7%	-9%	806	2%	-11%	Điều chỉnh giảm dự báo do nhu cầu suy yếu và tác động từ các biện pháp thuế CBPG tại EU và Mỹ.
Nội địa	945	3%	-4%	983	4%	-7%	Giá bán nội địa có thể phục hồi chậm hơn kỳ vọng do ảnh hưởng từ giá thép Trung Quốc
Doanh thu	39,950	0%	-13%	43,054	8%	-16%	Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu do sản lượng tiêu thụ và giá bán đều giảm
Lợi nhuận gộp	5,146	21%	0%	5,875	14%	-3%	
Biên LNG	12.9%	1.9điểm %	1.7 % điểm	13.6%	0.7điểm %	1.8điểm %	Điều chỉnh tăng nhờ giá nguyên liệu HRC dự kiến giảm mạnh hơn so với giá bán HDG
Doanh thu tài chính	288	-16%	0%	315	9%	0%	
Chi phí tài chính	298	17%	-3%	331	11%	-1%	Điều chỉnh giảm chi phí tài chính nhờ áp lực lãi vay giảm dần
- Chi phí lãi vay	224	68%	-3%	232	4%	-2%	Giảm nhờ mặt bằng lãi suất giảm dần
Chi phí bán hàng (S)	3,530	6%	-2%	3,570	1%	-8%	
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	9%	1điểm %	0%	8%	-1điểm %	0%	
Chi phí QLDN (G&A)	525	6%	-2%	626	19%	-4%	
%chi phí SG&A/doanh thu	1.3%	0điểm %	0%	1%	-0.3điểm %	0%	
Lợi nhuận trước thuế	1,128	109%	8%	1,555	38%	-1%	Chúng tôi điều chỉnh tăng LN ròng năm 2025 nhờ nhu cầu nội địa phục hồi, bù đắp phần nào mức sụt giảm mạnh của thị trường xuất khẩu. Dự báo năm 2026 được điều chỉnh giảm do triển vọng sản lượng xuất khẩu kém tích cực.
Lợi nhuận ròng	948	86%	9%	1,244	31%	-6%	

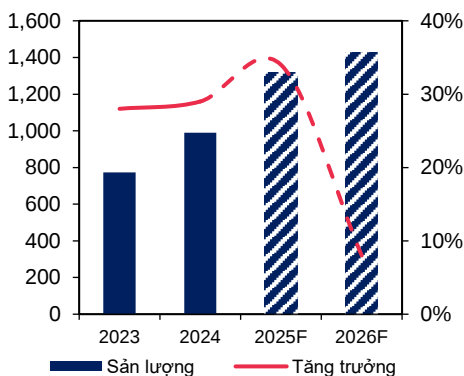
Nguồn: HSG, MBS Research

Nội địa: Giai đoạn phục hồi sẽ tiếp tục trong năm 2025–2026

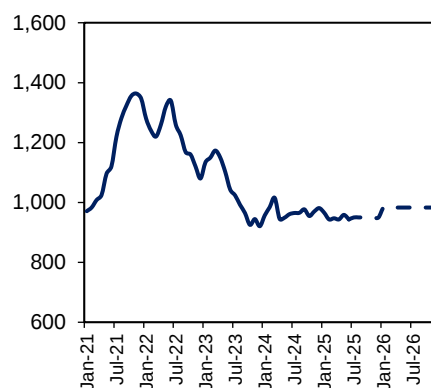
Trong năm 2025 - 26, chúng tôi ước tính doanh thu nội địa có thể đạt 27,612 tỷ VND (+32% svck) và 29,878 tỷ VND (+11% svck) nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán tăng trưởng. So dự báo trước, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo 12%/15 do mức tăng sản lượng đã bù đắp cho việc điều chỉnh giảm giá bán.

- Trong 9T/2025, sản lượng tiêu thụ của HSG đạt 937 nghìn tấn, cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ nhu cầu nội địa phục hồi mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung bất động sản tăng và giải ngân vốn đầu tư công sẽ là những động lực chính thúc đẩy tăng trưởng thị trường nội địa. Do đó, điều chỉnh tăng sản lượng tiêu thụ lần lượt 26%/28%, đạt 1,320 nghìn tấn và 1,426 nghìn tấn (+31%/8% svck)
- Về giá bán, đà giảm của thép Trung Quốc đã làm suy yếu phần nào lực cầu phục hồi, khiến giá tôn mạ giảm 6% svck trong 9T/2025. Mặc dù giá tôn mạ tại TQ đã phục hồi 10% từ mức đáy tháng 6, chúng tôi dự báo giá bán nội địa có thể phục hồi từ Q3/2025. Tuy nhiên, mức tăng sẽ thấp hơn so với kỳ vọng trước đó, do vậy chúng tôi điều chỉnh giảm 4%/7%. Sau điều chỉnh, giá bán ước đạt 945/983 USD/tấn (3%/4% svck).

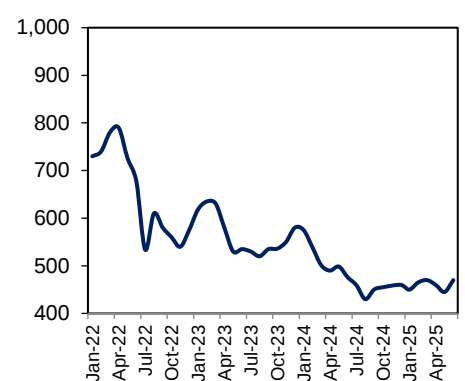
Hình 7: Sản lượng nội địa của HSG (Đơn vị: Nghìn tấn)



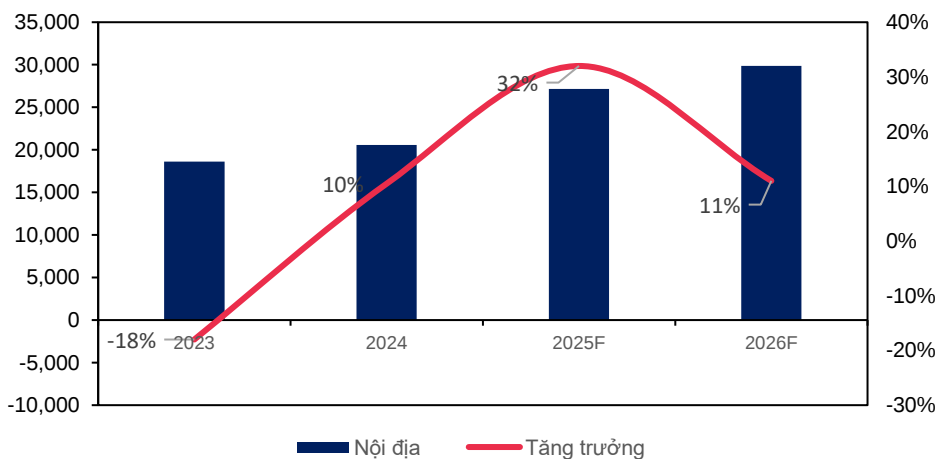
Hình 8: Giá bán nội địa của HSG (Đơn vị: USD/tấn)



Hình 9: Giá HRC Trung Quốc phục hồi do cắt giảm sản lượng (Đơn vị: USD/tấn)



Hình 10: Dự báo doanh thu nội địa của HSG (Đơn vị: Tỷ VND)



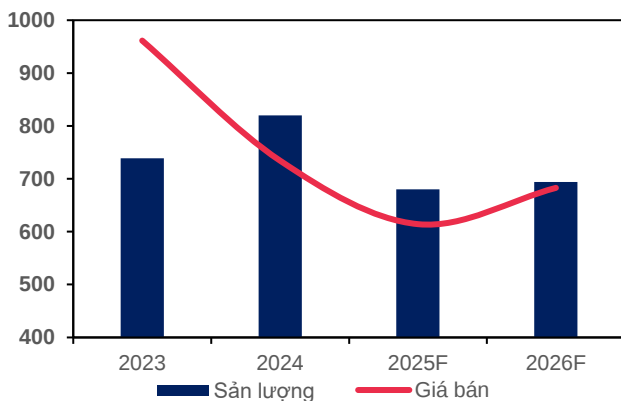
Nguồn: HSG, MBS Research

Xuất khẩu: Sản lượng giảm mạnh trong năm 2025 nhưng sẽ phục hồi từ năm 2026 nhờ nhu cầu gia tăng tại thị trường Mỹ và EU.

Trong năm 2025–2026, chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu đạt 12,788 tỷ VND (-32% svck) and 13,176 tỷ VND (+4% svck). So với báo cáo trước đó, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 25%/28% do sản lượng và giá bán thấp hơn kỳ vọng.

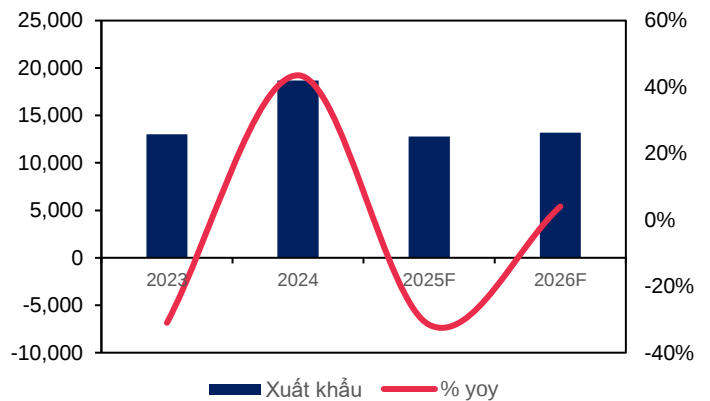
- Trong năm 2025, nhu cầu tiêu thụ thép tại EU và Mỹ dự kiến sẽ phục hồi nhẹ, tăng 2% and 3% svck nhờ triển vọng tích cực của ngành bất động sản và sản xuất ô tô. Tuy nhiên, mức chênh lệch giá giữa Việt Nam và EU thu hẹp khiến áp lực cạnh tranh giảm bớt, do các doanh nghiệp thép EU có thể ưu tiên nguồn cung nội địa. Do rào cản thuế quan gia tăng, chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng -22%/-25% so với dự báo trước đó. Sau điều chỉnh, sản lượng xuất khẩu dự kiến đạt 680/694 nghìn tấn (-19%/2% svck).
- Về giá bán, chúng tôi điều chỉnh giảm giá xuất khẩu do áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo các doanh nghiệp sản xuất trong nước có thể phải giảm giá để duy trì thị phần. Kết quả, chúng tôi điều chỉnh giảm -9%/-11% so với dự báo trước đó, giá xuất khẩu ước tính đạt 790/806 USD/tấn (-7% /2% svck).

Hình 11: Tổng sản lượng xuất khẩu của HSG (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 12: Doanh thu xuất khẩu của HSG (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

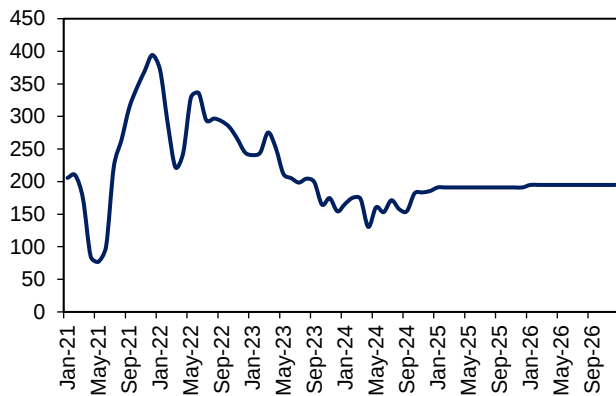
Biên lợi nhuận gộp (GPM) dự kiến sẽ được cải thiện trong giai đoạn 2025–2026, đạt mức 12.6%/12.9% nhờ xu hướng tăng giá HRC

Chúng tôi kỳ vọng giá HRC nội địa sẽ bắt đầu phục hồi từ Q3/2025 được hỗ trợ bởi (1) giá thép Trung Quốc tăng trở lại nhờ các nhà máy cắt giảm sản lượng và (2) việc áp thuế CBPG của Chính phủ Việt Nam có thể giúp thu hẹp mức chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và Trung Quốc khoảng 30% so với cùng kỳ, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước gia tăng thị phần. Trong giai đoạn 2025–2026, chúng tôi điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp 1.7%/1.8 điểm % so với dự báo trước đó, ước đạt 12.9%/13.6% (+1.9/0.7 điểm % svck).

- Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo cập nhật HPG, giá HRC dự kiến sẽ tăng 4%/5% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng và tác động từ thuế chống bán phá giá. Tuy nhiên, HSG có thể tận dụng nguồn nguyên liệu HRC giá thấp nhờ tồn kho tích lũy từ trước. Do đó, giá vốn HRC đầu vào của HSG ước tính sẽ tăng chậm hơn so với mặt bằng chung, chỉ tăng khoảng 1%/2% so với cùng kỳ.

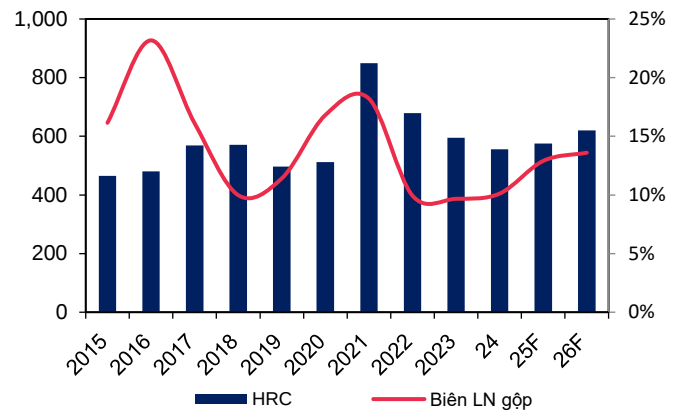
- Do giá bán HDG dự kiến tăng (3%/4% svck) cao hơn mức tăng của giá nguyên liệu HRC (1%/2% svck) nên mức chênh lệch giá giữa HDG và HRC có thể tăng lên 191/194 USD/tấn (+3%/2% svck). Sự gia tăng biên chênh lệch giá sẽ là yếu tố chính thúc đẩy BLNG tăng trưởng trong giai đoạn 2025–2026.

Hình 13: Chênh lệch giữa giá HRC và HDG (Đơn vị: USD/ Tấn)



Nguồn: Bloomberg, HSG, MBS Research

Hình 14: Biên gộp dự báo của HSG đạt 12.9/13.6% trong 2025 - 2026



Nguồn: FinproX, HSG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	31,651	39,272	39,950	43,054
Giá vốn hàng bán	(28,590)	(35,019)	(34,804)	(37,179)
Lợi nhuận gộp	3,061	4,253	5,146	5,875
Chi phí quản lý DN	(407)	(496)	(525)	(626)
Chi phí bán hàng	(2,477)	(3,345)	(3,530)	(3,722)
Tổng chi phí hoạt động	177	412	1,091	1,528
EBITDA thuần	994	1,401	1,729	2,248
LN trước thuế & lãi vay	177	412	1,091	1,528
Thu nhập lãi	233	342	288	315
Chi phí tài chính	(119)	(121)	(75)	(99)
Thu nhập ròng khác	50	41	48	44
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
LN trước thuế	146	541	1,128	1,555
Thuế TNDN	(116)	(31)	(181)	(311)
Lợi nhuận sau thuế	30	510	948	1,244
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	30	510	948	1,244
Chi trả cổ tức	(0)	(0)	(308)	(517)
Lợi nhuận giữ lại	30	510	640	727

Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	597	602	1,252	1,729
Đầu tư ngắn hạn	31	30	33	36
Phải thu khách hàng	2,272	2,272	2,272	1,828
Phải thu khách hàng	9,702	9,702	10,706	12,311
Tổng tài sản ngắn hạn	14,456	14,164	15,758	17,525
Tổng tài sản cố định	3,914	3,915	3,583	3,085
Xây dựng cơ bản dở dang	663	664	730	730
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty con	1	1	1	1
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-
TS dài hạn khác	-	-	-	-
TS dài hạn khác	5,388	5,397	4,967	4,470
Tổng tài sản	19,844	19,561	20,725	21,995
Vay & nợ ngắn hạn	2,936	5,364	5,096	5,230
Phải trả người bán	2,885	2,329	2,607	2,468
Phải trả ngắn hạn khác	504	739	607	623
Tổng nợ ngắn hạn	6,325	8,432	8,309	8,321
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-
Các khoản phải trả khác	16	16	17	20
Tổng Nợ dài hạn	16	16	17	20
Tổng nợ	2,952	5,380	5,113	5,250
Vốn điều lệ	6,160	6,160	6,468	7,115
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	4,369	4,528	5,519	6,116
Các quỹ thuộc VCSH	78	50	50	50
Vốn chủ sở hữu	10,780	10,897	12,197	13,438
Lợi ích cổ đông thiểu số	16	1	3	-
Tổng vốn chủ sở hữu	10,780	10,897	12,197	13,438
Tổng nợ và VCSH	19,844	19,561	20,725	21,995

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025	2026
LN trước thuế	631	541	1,128	1,555
Khấu hao	817	989	674	773
CP lãi vay	116	133	(224)	(232)
Khoản +/- không thuộc HĐKD	(11)	196	48	44
Thay đổi VLĐ	(1,026)	(2,693)	(1,222)	(516)
LCTT từ HĐKD	527	(1,418)	405	1,624
Đầu tư TSCĐ	(244)	(770)	(284)	(210)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ và mua lại các	24	49	(548)	365
LCTT từ đầu tư	(220)	(720)	(832)	155
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	22	308	647
Tiền vay ròng nhận được	1,107	2,427	1,278	(139)
Dòng tiền từ HĐTC khác	1	2	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động TC	1,108	2,142	1,586	508
Tiền & tương đương tiền đầu kì	647	597	602	1,252
LC tiền thuần trong năm	1,415	4	650	477
Tiền & tương đương tiền cuối kì	597	602	1,252	1,729

Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu thuần	-36.3%	24.1%	1.7%	7.8%
Tăng trưởng EBITDA	-43.0%	40.9%	23.4%	30.1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	30.3%	232.8%	264.7%	140.1%
Tăng trưởng LN trước thuế	-61.7%	270.5%	108.6%	37.8%
Tăng trưởng LN ròng	-88.0%	1600.0%	85.9%	31.3%
Tăng trưởng EPS	-89.3%	1575.2%	81.3%	22.0%
Chỉ số tăng trưởng				
Biên LN gộp	9.7%	10.8%	12.9%	13.6%
Biên EBIT	3.7%	4.2%	5.0%	5.8%
Biên LN ròng	0.1%	1.3%	2.4%	2.9%
ROAE	0.3%	4.7%	7.8%	9.3%
ROAA	0.2%	2.6%	4.6%	5.7%
ROIC	0.2%	3.1%	5.5%	6.7%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay tài sản	1.6	2.0	1.9	2.0
Tổng nợ vay/VCSH	27.2%	49.2%	41.8%	38.9%
Nợ vay ròng/VCSH	21.7%	43.7%	31.5%	26.1%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	11.8%	24.3%	18.5%	15.9%
Khả năng thanh toán lãi vay	0.9	3.1	4.9	6.6
Phân tích Bảng cân đối kế toán				
Số ngày phải thu	26.2	21.1	20.8	15.5
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	123.9	101.1	112.3	120.9
Số ngày phải trả tiền bán	36.8	24.3	27.3	24.2
Thanh khoản				
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.2	1.6	1.9	2.1
Khả năng thanh toán nhanh	0.7	0.5	0.6	0.6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.2	0.2
Định giá				
EPS	49	828	1,501	1,832
BVPS	17,475	17,687	18,853	18,888
P/E	410.7	24.2	13.6	11.4
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bắt động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng Lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>