

| KHUYẾN NGHỊ               |            | MUA | CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG)<br>ĐƠN HÀNG ỔN ĐỊNH GIỮA NHIỀU THÁCH THỨC |            |                        |
|---------------------------|------------|-----|------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------------------|
| Giá hiện tại:             | 17,500     |     | Ngày viết báo cáo:                                                                 | 22/02/2023 | <b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>  |
| Giá mục tiêu trước đây    | -          |     | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)                                                          | 105.1      | Nguyễn Văn Thời 18.53% |
| Giá mục tiêu mới:         | 21,700     |     | Vốn hóa (tỷ đồng)                                                                  | 1,902      | Nguyễn Đức Mạnh 7.69%  |
| Tỷ suất cổ tức            |            |     | Thanh khoản bình quân 10 phiên:                                                    | 2,380,796  | Trần Cảnh Thông 6.26%  |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b> | <b>24%</b> |     | Sở hữu nước ngoài                                                                  | 9.73%      |                        |

#### Bộ phận Research:

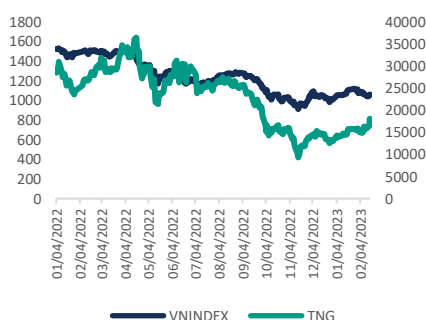
Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA

[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)

Trần Lâm Tùng,

[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

#### Bảng so sánh giá CP và VN- Index



#### Bảng so sánh P/E và VN index



#### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TNG với giá mục tiêu 21,700 đồng, (+24% so với mức giá ngày 22/02/2023) cho năm 2023 dựa trên hai phương pháp FCFE và PE với tỷ trọng 50%/50% dựa trên triển vọng khả quan cho đơn hàng của TNG.

#### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) Ngành dệt may xuất hiện tín hiệu hồi phục sớm hơn so với quan điểm trước đó của BSC.
- (2) TNG đảm bảo được lượng đơn hàng trong bối cảnh các doanh nghiệp cùng ngành suy giảm nhờ tập khách hàng ít bị ảnh hưởng bởi vấn đề tồn kho.
- (3) Định giá TNG hiện đang ở mức rẻ so với triển vọng kết quả kinh doanh

#### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Dự phóng kết quả kinh doanh 2023: BSC dự phóng Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của TNG đạt **7,698 tỷ đồng (+13.6% YoY)** và **336 tỷ (+15.2% YoY)** dựa trên giả định:

- (1) Giá trị đơn hàng từ Decathlon và Columbia Sportswear tăng 20% yoy
- (2) Tổng giá trị đơn hàng tăng 10% yoy

#### CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

**Kết quả kinh doanh năm 2022 tiếp tục tăng trưởng mạnh.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ghi nhận lần lượt 6,778 tỷ (+24.5% yoy) và 292 tỷ (+25.3% yoy) nhờ đơn hàng ổn định từ những đối tác chính và tập khách hàng không bị ảnh hưởng nặng nề bởi vấn đề tồn kho.

**Biên lợi nhuận sau thuế 2022 đạt 4.31% tuy nhiên trong Q4/2022 chỉ có sự suy giảm 0.7% so với cùng kỳ 2021 do chi phí lãi vay tăng mạnh 53.1% yoy.**

**Cập nhật tháng 1/2023:** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ghi nhận 397 tỷ (-22.4% yoy) và 5.5 tỷ (-74.2% yoy) do hai kỳ nghỉ lễ liên nhau trong tháng 1 và chi phí lãi vay tăng mạnh 70% yoy.

| Chỉ số  | 2022  | 2023F | Peer  | VN-Index |
|---------|-------|-------|-------|----------|
| PE (x)  | 6.3   | 6.6   | 13.5  | 13.7     |
| PB (x)  | 1.06  | 0.95  | 1.99  | 1.67     |
| PS (x)  | 0.28  | 0.24  | 0.77  | 3.2      |
| ROE (%) | 17.9% | 16.2% | 16.6% | 16.8%    |
| ROA (%) | 5.9%  | 6.9%  | 7.9%  | 5.7%     |

|                    | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần    | 4,480 | 5,444 | 6,778 | 7,698 |
| Lợi nhuận gộp      | 676   | 774   | 1007  | 1147  |
| Lợi nhuận sau thuế | 154   | 233   | 292   | 336   |
| EPS                | 1,765 | 2,384 | 2,778 | 2,970 |
| Tăng trưởng EPS    | -45%  | 35%   | 16.5% | 6.8%  |
| Nợ ròng/ VCSH      | 151%  | 198%  | 149%  | 144%  |

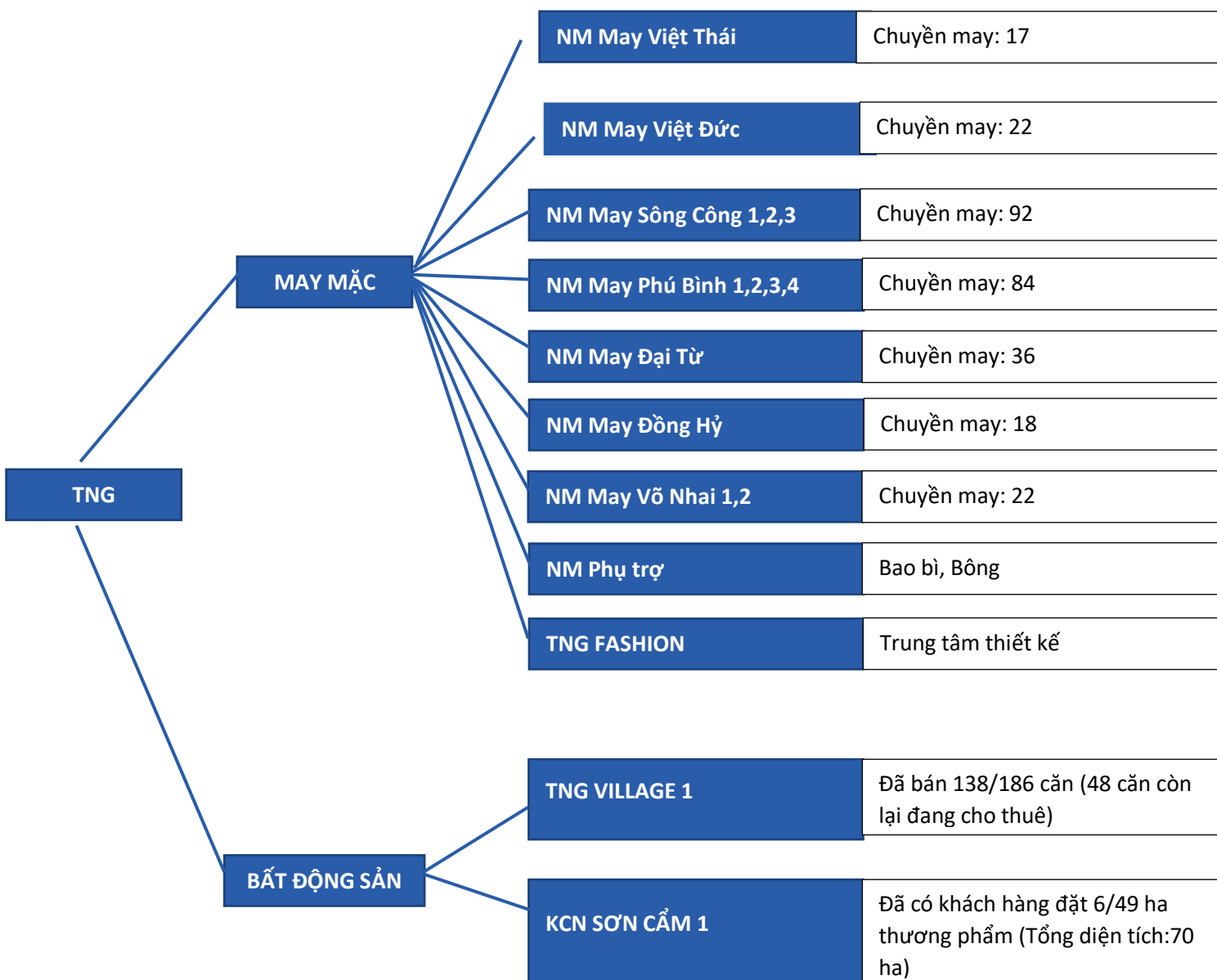
## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Ngày 22/11/1979, Xí nghiệp May Bắc Thái (tiền thân của TNG) được thành lập với khởi điểm là 2 dây chuyền sản xuất. Đến năm 2007, công ty đổi tên thành Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG và niêm yết trên sàn giao dịch HNX. Trải qua 42 năm thành lập và phát triển, TNG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành Dệt may tại Việt Nam với tổng số lượng chuyền may hơn 300 chuyền với số lượng công nhân là 17,990 người (tại ngày 30/06/2022).

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TNG hoạt động chính trong lĩnh vực May mặc với hai mảng: Sản xuất hàng may mặc xuất khẩu và Sản xuất, kinh doanh thương hiệu thời trang TNG.

Ngoài ra, đầu năm 2022, TNG có thành lập Chi nhánh giải pháp công nghệ Tre – với sản phẩm chính là phần mềm quản lý cho các doanh nghiệp dệt may.



**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

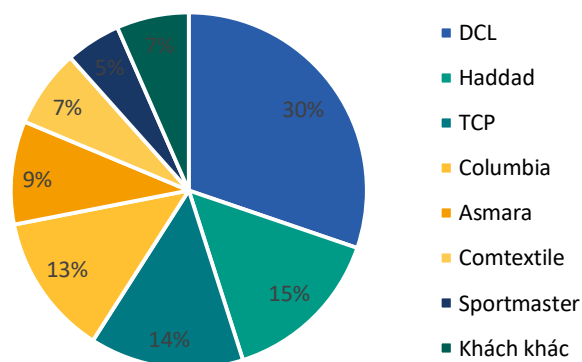
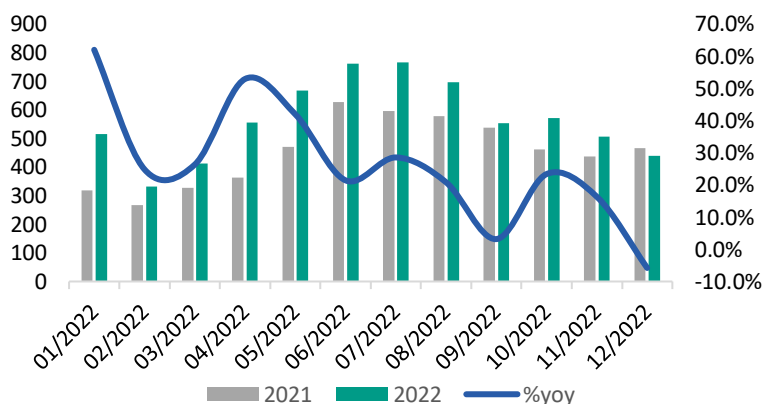
| Tỷ đồng                | 2022         | 2021         | % YoY        | Nhận xét                                                                                                                                                                               |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>6,778</b> | <b>5,443</b> | <b>24.5%</b> | <b>Doanh thu năm 2022 tăng trưởng khả quan</b> do đơn hàng ổn định từ những khách hàng chính (Haddad, Columbia, Decathlon) và tập khách không bị ảnh hưởng nặng nề bởi vấn đề tồn kho. |
| Lợi nhuận gộp          | 1,005        | 774,4        | 29.8%        |                                                                                                                                                                                        |
| BLNG                   | 14.8%        | 14.2%        |              |                                                                                                                                                                                        |
| CP bán hàng            | (77)         | (86.5)       | -11%         | Tỷ trọng các khách hàng không có sự thay đổi quá lớn: Decathlon chiếm 30%, TCP chiếm 14%.                                                                                              |
| CP QLDN                | (375)        | (289)        | 30%          |                                                                                                                                                                                        |
| SG&A/ DTT              | 6.7%         | 6.9%         |              | <b>Chi phí tài chính tăng mạnh</b> (chủ yếu là chi phí lãi vay + 53% YoY) phản ánh môi trường lãi suất tăng cao trong nửa cuối năm 2022.                                               |
| EBIT                   | 552          | 398          | 39%          |                                                                                                                                                                                        |
| DT tài chính           | 97           | 60           | 62%          | Tuy nhiên, việc tiết giảm biên chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp khiến cho biên lợi nhuận ròng của TNG được giữ ở mức tương đương so với cùng kỳ.                               |
| CP tài chính           | (279)        | (170)        | 64%          |                                                                                                                                                                                        |
| LNTT                   | 358          | 281          | 26%          |                                                                                                                                                                                        |
| <b>LNST</b>            | <b>292</b>   | <b>233</b>   | <b>25%</b>   |                                                                                                                                                                                        |
| Biên LNST              | 4.31%        | 4.27%        |              |                                                                                                                                                                                        |
| EPS                    | 2,780        | 2,384        |              |                                                                                                                                                                                        |

**Kết thúc năm 2022, TNG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 6,778 tỷ (+24.5% yoy) và 292 tỷ (+25.3% yoy). BSC đánh giá đây là mức tăng trưởng lợi nhuận vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành như MSH (-23.7% yoy), GIL (+9.4% yoy, -51.1% yoy nếu loại trừ khoản 200 tỷ ghi nhận thanh lý đầu tư vào công ty liên kết trong Q3/2022):**

+ Đơn hàng ổn định từ những đối tác chính như Haddad, Columbia Sportwear. Trong đó, riêng Decathlon (chiếm khoảng 30% tổng doanh thu của TNG) ghi nhận tăng trưởng giá trị đơn hàng +21.7% yoy, giúp đảm bảo đơn hàng trong cả năm 2022.

Hình: Doanh thu TNG theo tháng (tỷ đồng)

Hình: Cơ cấu doanh thu theo KH của TNG



Nguồn: TNG

**Cập nhật tháng 1/2023:** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ghi nhận **397 tỷ (-22.4% yoy)** và **5.5 tỷ (-74.2% yoy)** do:

- (1) Hai kỳ nghỉ tết dương và nguyên đán diễn ra gần nhau ảnh hưởng đến lượng đơn hàng xuất đi của TNG trong tháng 1
- (2) Chi phí tài chính tăng mạnh 70% so với cùng kỳ làm hao hụt biên lợi nhuận sau thuế của TNG.

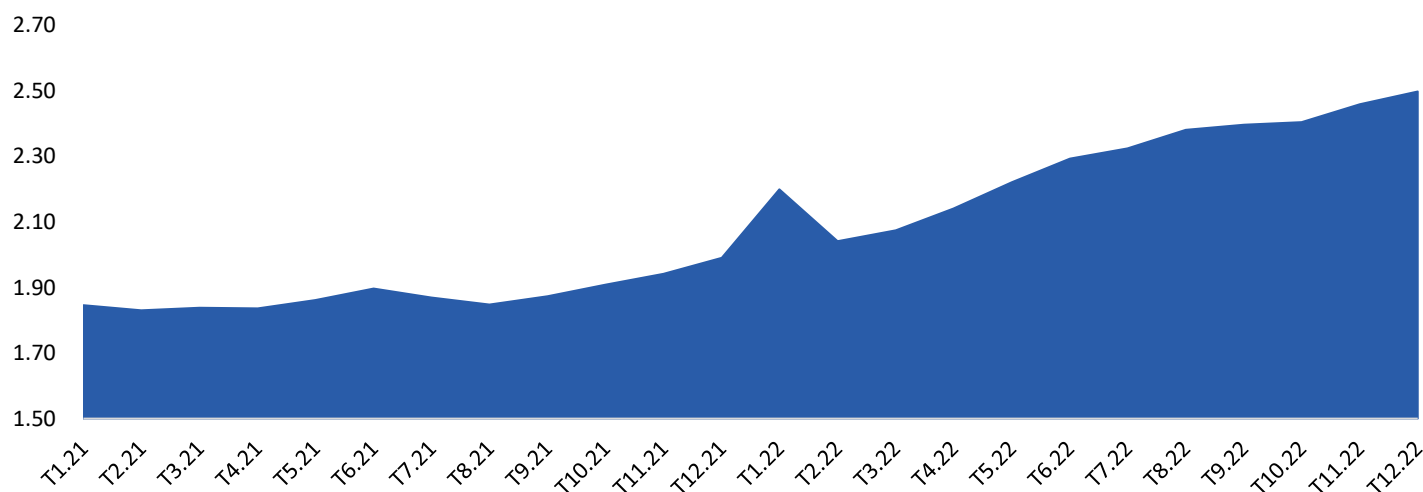
## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### 1. Ngành dệt may đang có dấu hiệu phục hồi sớm hơn so với quan điểm trước đó của BSC:

Đối với triển vọng ngành Dệt may năm 2023, BSC cho rằng nửa đầu và nửa cuối năm 2023 là hai bức tranh khác nhau:

Trong 6 tháng đầu năm 2023, ngành Dệt may sẽ đối mặt nhiều khó khăn khi đơn hàng suy giảm và mức nền cao của năm 2023. Theo đại diện của Hiệp hội Dệt may, đơn hàng chung cho toàn ngành Dệt may suy giảm 23 – 27% so với cùng kỳ. Mức tồn kho quần áo tại Mỹ vẫn đang neo ở mức cao:

Hình: Tồn kho quần áo tại Mỹ (tỷ USD)

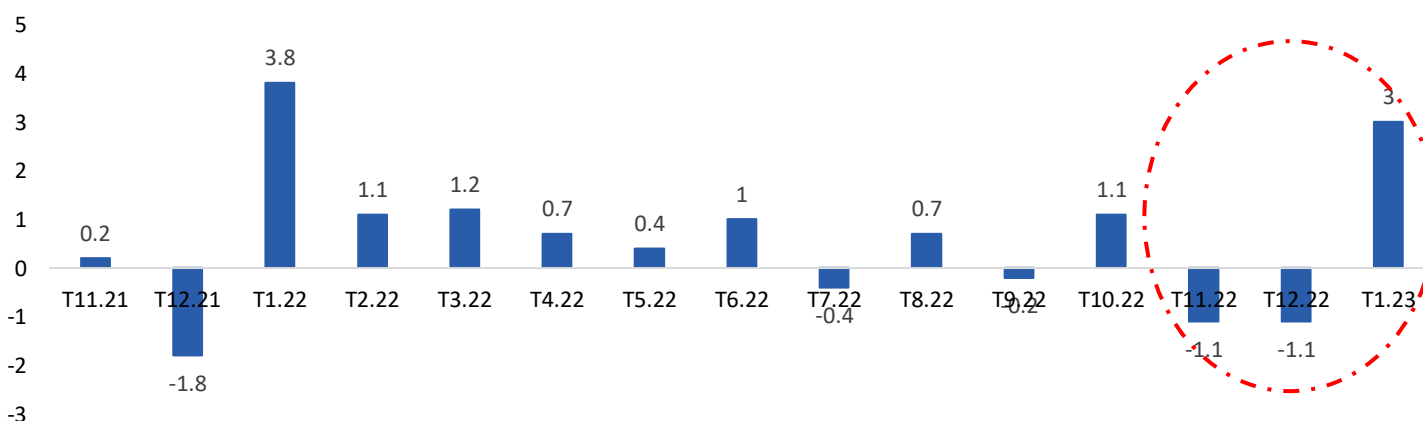


Nguồn: ycharts

Tuy nhiên, BSC nhận thấy một số dấu hiệu ngành dệt may hồi phục sớm hơn so với quan điểm trước đó của BSC:

+ Trong tháng 1, doanh số bán lẻ ở Mỹ tăng 3% so với tháng trước, cao hơn mức kỳ vọng 0.8%. Đây cũng là mức tăng sau 2 tháng liên tiếp (tháng 11 và tháng 12) doanh số bán lẻ suy giảm. Trong đó, **doanh số mảng quần áo tăng trưởng khoảng 2.5%**.

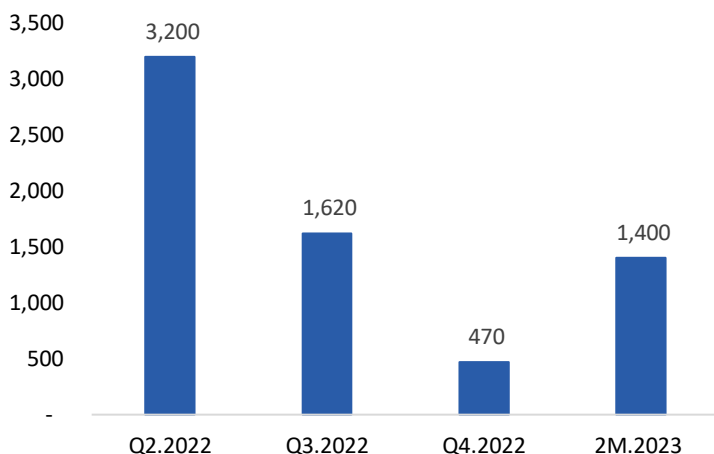
Hình: Doanh số bán lẻ tại Mỹ (%MoM)



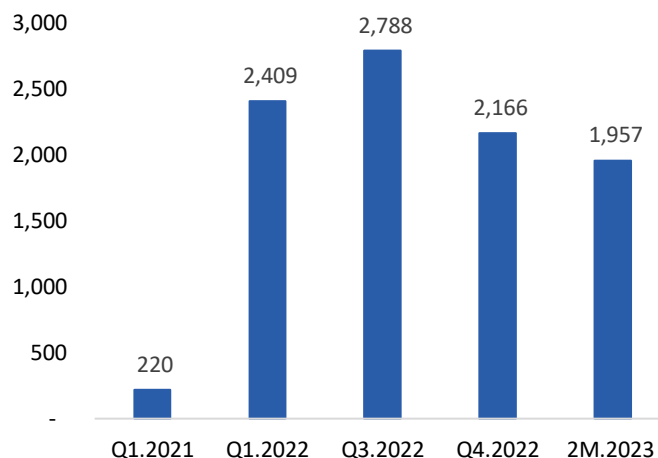
Nguồn: Trading Economics

+ Tại Việt Nam, nhu cầu tuyển dụng lao động ngành dệt may tại một số tỉnh thành đang khả quan trở lại sau Tết. Trái với khung cảnh các lao động bị mất việc hàng loạt trong các tháng cuối năm 2022, trong hai tháng đầu năm 2023, các doanh nghiệp ngành dệt may tại một số tỉnh thành có nhu cầu tuyển dụng trở lại để bù đắp lượng lao động trong khi đơn hàng truyền thống vẫn có (tuy có suy giảm cùng kỳ).

**Nhu cầu tuyển dụng một số doanh nghiệp dệt may tại tỉnh Bình Dương**



**Nhu cầu tuyển dụng một số doanh nghiệp dệt may tại tỉnh Nam Định\***



\*Một số doanh nghiệp có thể đăng tin tuyển dụng trong 2 quý liên tiếp.

*Nguồn: Trung tâm việc làm các tỉnh*

Trong 6 tháng cuối năm, BSC kỳ vọng mức tồn kho quần áo tại Mỹ sẽ giảm bớt, giảm rủi ro các khách hàng trì hoãn, cắt giảm đơn hàng như trong sáu tháng cuối năm 2022.

## 2. Triển vọng 2023 khả quan trong bối cảnh ngành dệt gặp nhiều thách thức.

BSC cho rằng TNG ở vị thế vượt trội so với ngành khi tập khách hàng của công ty ít bị ảnh hưởng bởi vấn đề tồn kho cao. Nhìn chung tính đến quý gần nhất của năm 2022, tập khách hàng của TNG đều duy trì mức tiêu thụ thành phẩm tốt hoặc mức tồn kho tương đối thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành:

+ **Columbia Sportwear (COLM)**: mặc dù tồn kho tăng mạnh (+59% yoy) tuy nhiên là do COLM nhập sớm bộ sưu tập xuân nhằm giảm thời gian giao hàng. Doanh số của hãng tại Mỹ, Canada và khu vực EMEA ghi nhận tăng trưởng lần lượt 2% yoy, 13% yoy, 17% yoy trong bối cảnh người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. CEO Tim Boyce của COLM cũng cho biết nhu cầu cho bộ sưu tập mùa xuân của hãng là mạnh nhờ đáp ứng thị hiếu của người tiêu dùng.

+ **TCP**: Lượng tồn kho tính đến hết 31/1/2023 của TCP chỉ ở mức tăng 6% yoy

+ **Decathlon (DCL)**: sau khi ký kết hợp đồng hợp tác chiến lược vào cuối năm 2021, lượng đơn hàng từ DCL đã tăng mạnh 21.7% trong 2022. Chúng tôi kỳ vọng trong 2023, DCL và TNG sẽ tiếp tục đẩy mạnh hợp tác khi hiện tại giá trị đơn hàng của DCL (~81.7 triệu USD) còn ở mức rất thấp so với doanh thu của hãng (13.8 tỷ euro vào 2021).

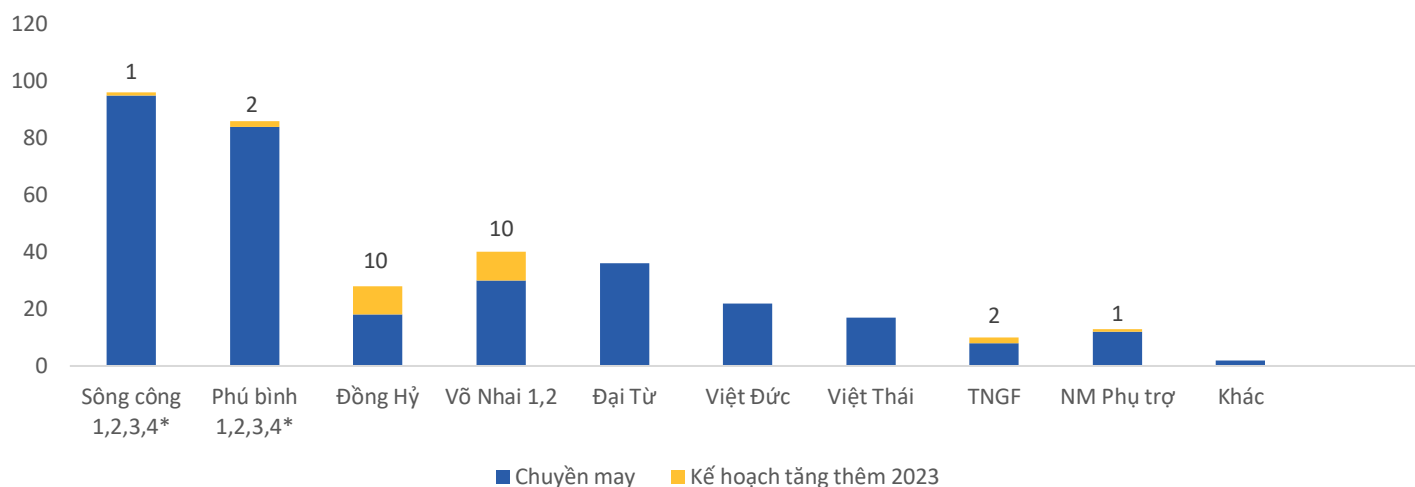
Ngoài ra, TNG dự kiến sẽ mở rộng thêm **26 chuyên may trong 2023** và đồng thời đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt **7,500 tỷ (+11% yoy)** và **337 tỷ (+16% yoy)** cho thấy sự tự tin về việc lấp đầy các đơn hàng trong bối cảnh còn nhiều thách thức của ngành dệt may. **Do vậy, chúng tôi kỳ vọng đơn hàng từ những đối tác chính sẽ tiếp tục duy trì trong giai đoạn nửa đầu năm và tăng trưởng trong giai đoạn nửa sau của năm 2023**, cụ thể:

(1) DCL tăng trưởng **20% yoy giá trị đơn hàng** tương đương với năm 2022 nhờ sự tăng cường hợp tác giữa hai bên sau khi ký kết hợp tác chiến lược.

(2) COLM tăng trưởng **20% yoy giá trị đơn hàng** khi doanh số của hãng vẫn ghi nhận mức tăng tốt tại nhiều thị trường, trong khi TCP đi ngang.

(3) Tổng giá trị đơn hàng **2023 tăng 10% yoy**

Hình: Số lượng chuyển may tăng thêm 2023 của TNG (màu vàng)



Nguồn: TNG

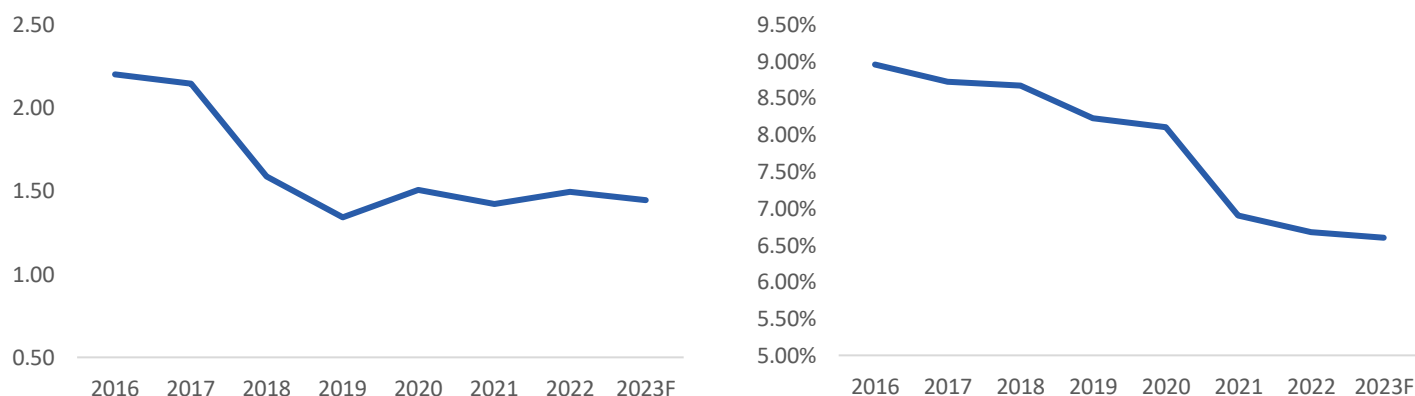
**Cơ cấu sử dụng nợ vay lớn trong môi trường lãi suất cao của năm 2023 có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của TNG:**

Kết thúc năm 2022, tỷ lệ nợ vay/VCSH của TNG là 1.49, mức tương đối cao và tác động môi trường lãi suất cao đã phản ánh trong chi phí lãi vay Q4/2022 của TNG (+53% yoy) và T1/2023 (+70% yoy). **Trong 2023, dự phóng chi phí lãi vay của TNG sẽ đạt 235 tỷ (+31% yoy) khi lãi vay hiện tại đã có dấu hiệu đạt đỉnh, tuy nhiên chi phí này sẽ được bù trừ với chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp do:**

+ Chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp đi ngang so với 2022 nhờ cơ cấu khách hàng không có thay đổi mạnh và ứng dụng công nghệ vào quản lý.

+ Nhu cầu vốn trong 2023 không mạnh khi các dự án BĐS đã được hoãn lại.

Hình: Nợ vay/VCSH của TNG dự phóng giảm nhẹ về 1.44 trong 2023      Hình: Tỷ lệ SG&A so với doanh thu

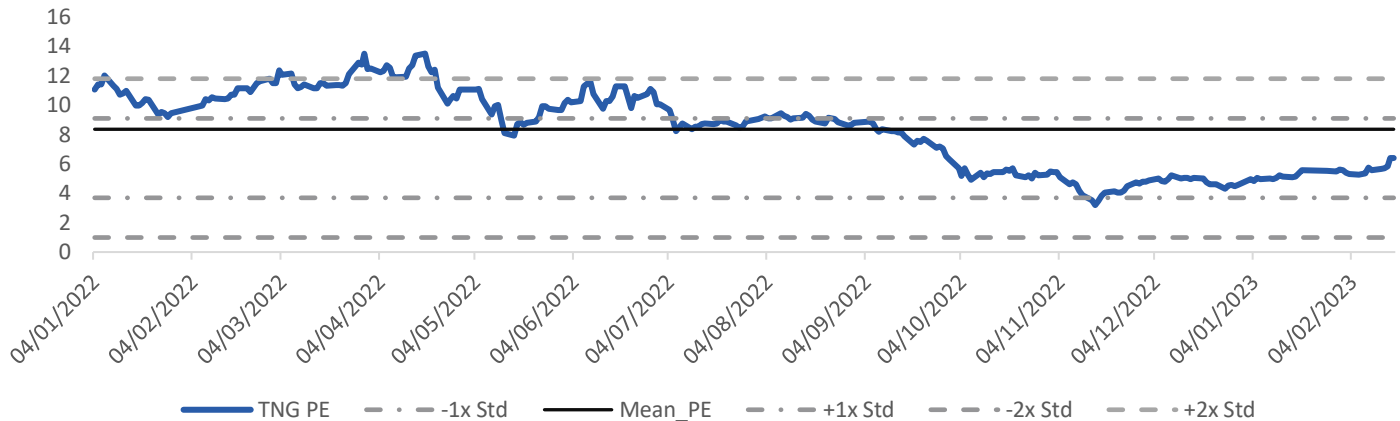


Nguồn: BSC Research, TNG

### 3. Định giá rẻ so với triển vọng kinh doanh 2023

Hiện tại, TNG đang được giao dịch ở mức P/E FWD 2023 = 5.9 lần thấp hơn nhiều so với mức trung vị ngành và một năm 7.5 và 8 lần. Xét về triển vọng kinh doanh trong 2023, BSC đánh giá đây là mức định giá thấp do hiện tại TNG vẫn đảm bảo được đơn hàng nhờ tập khách hàng ổn định trong khi đơn hàng của các doanh nghiệp khác giảm từ 23% - 27% theo đại diện Hiệp hội Dệt may.

TNG PE



Bảng So sánh mức định giá của một số doanh nghiệp dệt may trên sàn

| Mã chứng khoán  | Vốn hóa (nghìn tỷ VND) | ROE           | P/B         | P/E        |
|-----------------|------------------------|---------------|-------------|------------|
| VGT             | 6.55                   | 6.9%          | 0.68        | 10.1       |
| MSH             | 2.58                   | 21.01%        | 1.5         | 7.66       |
| STK             | 2.39                   | 17.18%        | 1.56        | 9.97       |
| PPH             | 1.76                   | 25.21%        | 0.91        | 3.66       |
| VGG             | 1.53                   | 8.99%         | 0.78        | 8.88       |
| HTG             | 1.02                   | 34.25%        | 1.16        | 3.9        |
| <b>TNG</b>      | <b>1.89</b>            | <b>17.97%</b> | <b>1.06</b> | <b>5.9</b> |
| <b>Trung vị</b> |                        |               | <b>1.11</b> | <b>7.5</b> |

\*chúng tôi loại P/E của TCM trong phương pháp tính trung vị để hạn chế sai số

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2023:** BSC dự phóng Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của TNG đạt 7,698 tỷ đồng (+13.6% YoY) và 336 tỷ (+15.2% YoY) dựa trên giả định:

- Doanh thu tiếp tục tăng trưởng từ nhu cầu của khách hàng chính là Decathlon, Columbia và Haddad. **BSC dự phóng giá trị đơn hàng dệt may tăng trưởng 10%.** Doanh thu từ thương hiệu thời trang nội địa không tăng trưởng.

**Chi phí lãi vay tăng 31% yoy phản ánh tác động từ môi trường lãi suất tăng cao, tuy nhiên biên lợi nhuận sau thuế duy trì ở mức 4.3% tương đương so với 2022** do chi phí SG&A không tăng mạnh nhờ cơ cấu khách hàng không đổi và chi phí quản lý được tối ưu khi TNG ứng dụng công nghệ vào trong quá trình quản lý.

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh có tính bất động sản của TNG

| Đv: tỷ đồng                      | 2020         | 2021         | 2022         | 2023F        |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>           | <b>4,612</b> | <b>5,443</b> | <b>6,778</b> | <b>7,698</b> |
| Doanh thu Dệt may                | 4570         |              |              | 7,613        |
| Giá vốn hàng bán                 | (3,825)      | (4,669)      | (4,669)      | (6,496)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>             | <b>787</b>   | <b>774</b>   | <b>1,005</b> | <b>1,116</b> |
| <i>Biên LNG</i>                  | <i>17.1%</i> | <i>14.2%</i> | <i>14.8%</i> | <i>14.7%</i> |
| Chi phí bán hàng                 | (130)        | (86)         | (77)         | (84)         |
| <i>Biên Chi phí bán hàng</i>     | <i>2.8%</i>  | <i>1.6%</i>  | <i>1.1%</i>  | <i>1.1%</i>  |
| Chi phí quản lý Dn               | (249)        | (289)        | (375)        | (418)        |
| <i>Biên Chi phí quản lý Dn</i>   | <i>5.4%</i>  | <i>5.3%</i>  | <i>5.5%</i>  | <i>5.5%</i>  |
| <i>Chi phí tài chính</i>         | <i>(144)</i> | <i>(170)</i> | <i>(278)</i> | <i>(251)</i> |
| <i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i> | <i>(101)</i> | <i>(135)</i> | <i>(179)</i> | <i>(235)</i> |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>      | <b>288</b>   | <b>281</b>   | <b>357</b>   | <b>420</b>   |
| Lợi nhuận sau thuế               | 230          | 233          | 292          | 336          |
| <b>EPS</b>                       | <b>1,765</b> | <b>2,384</b> | <b>2,780</b> | <b>2,970</b> |

Nguồn: BSC Research

## ĐỊNH GIÁ

**Phương pháp PE:** BSC sử dụng mức P/E mục tiêu cho TNG là 7.6 lần tương đương với mức trung bình ngành dệt nhằm phản ánh triển vọng kinh doanh tốt hơn so với đa số các doanh nghiệp trong ngành.

|                     | 2022  | 2023F*        |
|---------------------|-------|---------------|
| EPS                 | 2,780 | 2,970         |
| P/E                 |       | 7.5           |
| <b>Giá mục tiêu</b> |       | <b>22,275</b> |

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền:

| Chi phí vốn bình quân |       |
|-----------------------|-------|
| Rf                    | 4.5%  |
| Beta                  | 1.7   |
| Ke                    | 21%   |
| Kd                    | 12.5% |
| E/A                   | 35%   |
| Thuế                  | 20%   |
| WACC                  | 4%    |
| g                     | 5%    |

|                                   | 2023F         | 2024F | Terminal |
|-----------------------------------|---------------|-------|----------|
| Dòng tiền tự do của công ty       | 410           | 244   | 3,889    |
| Giá trị hiện tại                  | 4,385         |       |          |
| Tổng giá trị doanh nghiệp         | 4,912         |       |          |
| Nợ                                | 2,675         |       |          |
| Vốn chủ sở hữu                    | 2,236         |       |          |
| Số lượng cổ phiếu                 | 105,117,758   |       |          |
| <b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b> | <b>21,278</b> |       |          |

|             | Giá    | Tỷ trọng            | Giá bình quân |
|-------------|--------|---------------------|---------------|
| <b>FCFF</b> | 21,278 | 50%                 | 10,639        |
| <b>P/E</b>  | 22,275 | 50%                 | 11,137        |
|             |        | <b>Giá mục tiêu</b> | <b>21,700</b> |
|             |        | Giá hiện tại        | 18,100        |

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TNG với giá mục tiêu 21,700 đồng, (+17% so với mức giá ngày 22/02/2023) cho năm 2023 dựa trên hai phương pháp FCFE và PE với tỷ trọng 50%/50% dựa trên triển vọng khả quan cho đơn hàng của TNG.

Phụ lục

| KQKD (Tỷ đồng)         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023F         |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>4,612</b> | <b>4,484</b> | <b>5,444</b> | <b>6,778</b> | <b>7,699</b>  |
| Giá vốn hàng bán       | (3,825)      | (3,812)      | (4,669)      | (5,773)      | (6,551)       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | <b>787</b>   | <b>672</b>   | <b>774</b>   | <b>1,005</b> | <b>1,148</b>  |
| Chi phí bán hàng       | (130)        | (146)        | (87)         | (77)         | (85)          |
| Chi phí QLDN           | (249)        | (217)        | (289)        | (375)        | (251)         |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>     | <b>407</b>   | <b>308</b>   | <b>399</b>   | <b>553</b>   | <b>812</b>    |
| Doanh thu tài chính    | 21           | 34           | 60           | 98           | 44            |
| Chi phí tài chính      | (136)        | (144)        | (170)        | (279)        | (251)         |
| Chi phí lãi vay        | (101)        | (130)        | (135)        | (179)        | (235)         |
| Lợi nhuận từ CTLĐ/LK   | -            | -            | -            | -            | -             |
| Lãi/lỗ khác            | (4)          | (15)         | (7)          | (14)         | (12)          |
| Lợi nhuận trước thuế   | 292          | 198          | 289          | 371          | 432           |
| Thuế thu nhập DN       | (58)         | (31)         | (49)         | (65)         | (84)          |
| <b>LN sau thuế</b>     | <b>230</b>   | <b>152</b>   | <b>233</b>   | <b>292</b>   | <b>337</b>    |
| CĐTS                   | -            | -            | (0)          | (0)          | (0)           |
| <b>LNST - CĐTS</b>     | <b>230</b>   | <b>152</b>   | <b>233</b>   | <b>292</b>   | <b>336.59</b> |
| EBITDA                 | 536          | 461          | 561          | 725          | 812.06        |
| EPS                    | 3,717        | 2,057        | 2,384        | 2,780        | 2,970         |

| CĐKT (Tỷ đồng)          | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023F        |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và DTTC            | 292          | 175          | 14           | 527          | 631          |
| Phải thu ngắn hạn       | 362          | 399          | 727          | 553          | 628          |
| Tồn kho                 | 851          | 1,007        | 1,159        | 1,280        | 1,562        |
| TS ngắn hạn khác        | 77           | 92           | 126          | 256          | 128          |
| <b>Tài sản ngắn hạn</b> | <b>1,583</b> | <b>1,673</b> | <b>2,026</b> | <b>2,616</b> | <b>2,950</b> |
| TSCĐ hữu hình           | 1,082        | 1,226        | 1,447        | 1,791        | 2,063        |
| TSCĐ vô hình            | 24           | 27           | 24           | 21           | -            |
| TSCĐ thuê tài chính     | -            | -            | -            | -            | -            |
| TS dở dang dài hạn      | -            | -            | -            | -            | -            |
| ĐT dài hạn              | 169          | 468          | 671          | 684          | 468          |
| TS dài hạn khác         | 108          | 90           | 115          | 145          | 197          |
| <b>Tài sản dài hạn</b>  | <b>1,436</b> | <b>1,880</b> | <b>2,342</b> | <b>2,824</b> | <b>2,760</b> |
| <b>Tổng tài sản</b>     | <b>3,019</b> | <b>3,553</b> | <b>4,367</b> | <b>5,440</b> | <b>5,710</b> |
| Phải trả ngắn hạn       | 219          | 405          | 684          | 660          | 393          |
| Vay ngắn hạn            | 1,035        | 1,196        | 1,622        | 1,949        | 1,999        |
| Nợ ngắn hạn khác        | 2,639        | 4,261        | 5,983        | 4,530        | 6,701        |
| <b>Tổng Nợ ngắn hạn</b> | <b>3,894</b> | <b>5,862</b> | <b>8,289</b> | <b>7,138</b> | <b>9,093</b> |
| Vay dài hạn             | 397          | 531          | 457          | 727          | 809          |
| Nợ dài hạn khác         | 165          | 127          | -            | -            | -            |
| <b>Tổng Nợ dài hạn</b>  | <b>562</b>   | <b>658</b>   | <b>458</b>   | <b>729</b>   | <b>809</b>   |
| <b>Nợ phải trả</b>      | <b>1,952</b> | <b>2,407</b> | <b>2,905</b> | <b>3,650</b> | <b>3,432</b> |
| Vốn góp                 | 652          | 740          | 927          | 1,214        | 1,214        |
| Thặng dư vốn cổ phần    | 35           | 37           | 41           | 41           | 41           |
| LN chưa phân phối       | 231          | 123          | 233          | 250          | 359          |
| Vốn chủ khác            | 149          | 247          | 262          | 285          | 302          |
| Cổ đông thiểu số        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>   | <b>1,067</b> | <b>1,147</b> | <b>1,463</b> | <b>1,790</b> | <b>1,944</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>   | <b>3,019</b> | <b>3,553</b> | <b>4,367</b> | <b>5,440</b> | <b>5,348</b> |
| SLCP (triệu)            | 65           | 74           | 93           | 105          | 105          |

| LCTT (Tỷ đồng)              | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023F        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>(LỖ)/LNTT</b>            |              |              |              |              | <b>421</b>   |
| Khấu hao và phân bổ         |              |              |              |              | 323          |
| Thay đổi vốn lưu động       |              |              |              |              | (375)        |
| <b>LCTT từ HĐKD</b>         | <b>479</b>   | <b>147</b>   | <b>(23)</b>  | <b>621</b>   | <b>368</b>   |
| Tiền chi mua TSCĐ           | (236)        | (510)        | (546)        | (131)        | (200)        |
| Đầu tư khác                 | (120)        | 20           | 100          | (408)        | -            |
| <b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>    | <b>(356)</b> | <b>(490)</b> | <b>(446)</b> | <b>(539)</b> | <b>(200)</b> |
| Tiền chi trả cổ tức         | -            | (82)         | (30)         | (110)        | (194)        |
| Tiền từ vay ròng            | 34           | 306          | 480          | 849          | 130          |
| Tiền thu khác               | -            | -            | (101)        | (308)        | -            |
| <b>LCTT từ HĐ Tài chính</b> | <b>34</b>    | <b>224</b>   | <b>349</b>   | <b>431</b>   | <b>(64)</b>  |
| Dòng tiền đầu kỳ            | 13           | 293          | 133          | 14           | 527          |
| Tiền trong kì               | 158          | (119)        | (121)        | 513          | 104          |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b>    | <b>172</b>   | <b>175</b>   | <b>14</b>    | <b>527</b>   | <b>631</b>   |

| Chỉ số (%)                 | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |       |       |       |       |       |
| Hsố TT ngắn hạn            | 0.41  | 0.29  | 0.24  | 0.37  | 0.32  |
| Hsố TT nhanh               | 0.19  | 0.11  | 0.10  | 0.19  | 0.15  |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |       |       |       |       |       |
| Hệ số Nợ/TTS               | 65%   | 68%   | 67%   | 67%   | 60%   |
| Hệ số Nợ/VCSH              | 183%  | 210%  | 199%  | 204%  | 177%  |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |       |       |       |       |       |
| Số ngày HTK                | 81    | 96    | 91    | 81    | 87    |
| Số ngày phải thu           | 29    | 32    | 49    | 30    | 30    |
| Số ngày phải trả           | 17    | 33    | 46    | 36    | 19    |
| <b>Tỷ suất lợi nhuận</b>   |       |       |       |       |       |
| Lợi nhuận gộp              | 17.1% | 15.0% | 14.2% | 14.8% | 14.9% |
| Lợi nhuận LNST             | 5%    | 3%    | 4%    | 4%    | 4%    |
| ROE                        | 22%   | 13%   | 16%   | 16%   | 17%   |
| ROA                        | 16%   | 8%    | 10%   | 10%   | 12%   |
| <b>Định Giá</b>            |       |       |       |       |       |
| PE                         | 6.9   | 4.5   | 2.4   | 28.2  | 19.7  |
| PB                         | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.7   | 0.7   |
| <b>Tăng trưởng</b>         |       |       |       |       |       |
| Tăng trưởng DTT            |       | -3%   | 21%   | 25%   | 14%   |
| Tăng trưởng EBIT           |       | -24%  | 29%   | 39%   | 47%   |
| Tăng trưởng LNTT           |       | -32%  | 46%   | 29%   | 16%   |
| Tăng trưởng EPS            |       | -45%  | 16%   | 17%   | 7%    |

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

