

Vài nét về doanh nghiệp

TNG là một trong những doanh nghiệp may công nghiệp xuất khẩu sang các thị trường chính như Mỹ, EU, Canada với các sản phẩm chủ lực như áo Jacket bông, lông vũ, quần áo dán seam, quần sooc, quần áo leo núi, váy, hàng trẻ em,...

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	17.500
Tiềm năng tăng giá	5,4%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	5,4%
Tỷ suất sinh lời	10,8%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Dệt may
Thị giá (29/04/2025)	16.600
Biến động 1 năm	14,6 – 27,4
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	2.163.559
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.035
P/E	6,26x
P/B	1,08x
%NN sở hữu	17,11%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
TNG	-30,9%	-34,3%	-11,7%
VNindex	-2,2%	-4,1%	3,8%

Tỷ lệ sở hữu

Ban lãnh đạo và người liên quan	23,6%
Trần Cảnh Thông	5,9%
AFC VF Limited	4,6%
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd	4,3%
Khác	61,6%

Chuyên viên phân tích

Giang Đặng Ánh Phương

gdaphuong@vcbs.com.vn

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

NHU CẦU THẾ GIỚI CÒN TIỀM ẨN NHIỀU RỦI RO

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **17.500 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 7,1x dựa trên triển vọng xuất khẩu của ngành dệt may. TNG chủ động đa dạng hoá thị trường xuất khẩu để ứng phó với thuế nhập khẩu của Mỹ, tuy nhiên vẫn còn tiềm ẩn rủi ro đối với nhu cầu hàng may mặc trong ngắn hạn. Biên lợi nhuận có thể thu hẹp với giá nguyên phụ liệu nhập khẩu đang có dấu hiệu tăng.

CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế năm 2024, DTT và LNST đạt lần lượt 7.656 tỷ đồng (+7,9% yoy) và 315 tỷ đồng (+41,6 yoy) nhờ tiêu dùng tại một số thị trường lớn như Mỹ, EU hồi phục. Biên lợi nhuận gộp đạt 15,4%, cải thiện 1,5% so với năm 2023, nhờ đẩy mạnh khai thác các dòng hàng khó, phức tạp với giá bán bình quân cao hơn.

Với Q1.2025, DTT và LNST đạt lần lượt 1.511 tỷ đồng (+11,7% yoy) và 43 tỷ đồng (+1,2% yoy). Biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ so với bình quân năm 2024 do giá nguyên phụ liệu tăng trở lại.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chủ động ứng phó với thuế nhập khẩu của Mỹ: TNG chủ động đa dạng hoá các thị trường xuất khẩu và đẩy mạnh sản xuất các mặt hàng có độ khó và yêu cầu kỹ thuật cao hơn nhằm gia tăng giá trị trung bình trên mỗi đơn hàng, qua đó bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng tại một số thị trường. Tuy nhiên, TNG vẫn đang đối mặt với không ít thách thức từ biến động của thị trường toàn cầu.

Biên lợi nhuận gộp có thể giảm: Giá xơ, sợi dệt nhập khẩu có dấu hiệu tăng trở lại từ đầu năm 2025, trong khi giá nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ từ Việt Nam tiếp tục đà giảm. Bên cạnh đó, một số khách hàng đề xuất giảm giá bán trong bối cảnh thuế nhập khẩu của Mỹ tăng.

Áp dụng công nghệ hiện đại để tối ưu chi phí: TNG đang ứng dụng nhiều giải pháp công nghệ để nâng cao hiệu quả hoạt động, tăng năng suất lao động trong bối cảnh tăng lương cho nhân công để thu hút lao động chất lượng cao.

Cơ cấu lại các khoản vay để hạn chế rủi ro về tỷ giá: TNG đã chủ động cắt giảm các khoản vay bằng đô la Mỹ, chỉ duy trì vay ngoại tệ cho những khoản thanh toán phục vụ việc nhập khẩu nguyên phụ liệu để giảm thiểu rủi ro tỷ giá.

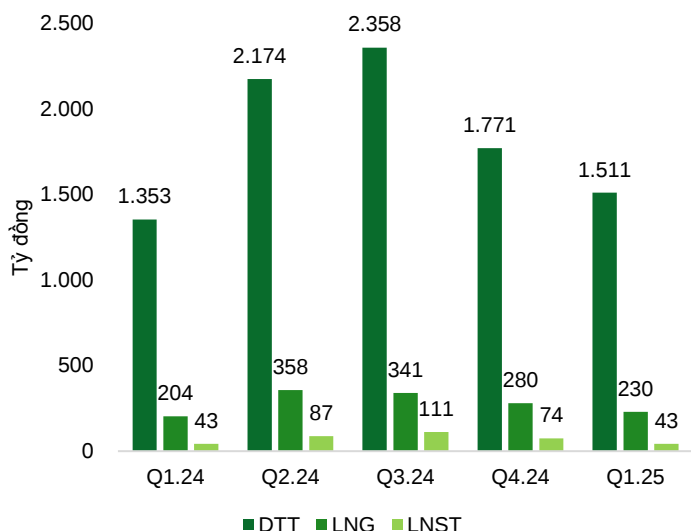
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng DT	4,8%	7,9%	1,5%	5,1%
Tăng trưởng LNST	-21,4%	41,6%	-3,8%	2,3%
Nợ/TTS (%)	51,1%	46,4%	51,9%	51,1%
TS LN gộp (%)	13,9%	15,4%	14,5%	14,5%
ROE – TTM (%)	12,9%	16,6%	15,2%	14,7%
EPS - TTM (đồng)	1.771	2.568	2.471	2.527
P/E	12,2x	6,1x	7,1x	6,9x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024 và Q1.2025

Tóm tắt biến động kinh doanh năm 2024 và Q1.2025

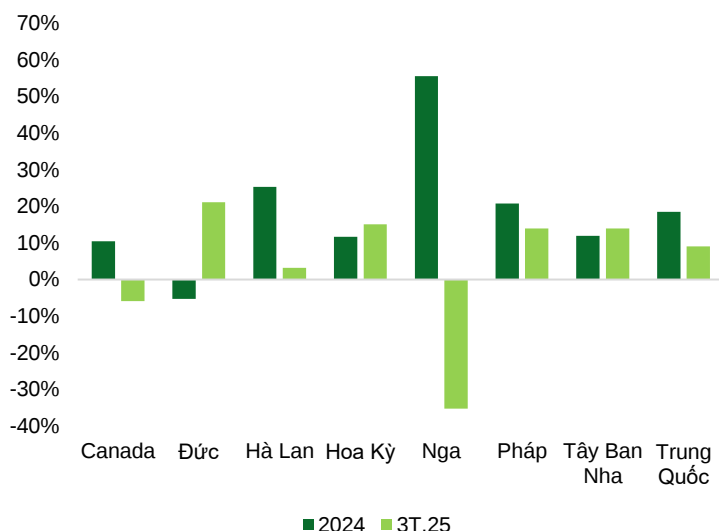
Tiêu chí	Q1.2024	Q1.2025	% YOY	Năm 2023	Năm 2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	1.353	1.511	+11,7%	7.098	7.656	+7,9%	Lũy kế năm 2024, doanh thu tăng trưởng gần 8% svck nhờ nhu cầu tiêu dùng tại một số thị trường lớn như Mỹ, EU hồi phục. Bên cạnh đó, tình hình chính trị bất ổn tại các quốc gia xuất khẩu dệt may lớn như Bangladesh và Myanmar cũng giúp đơn hàng của Việt Nam tăng cao. Doanh thu Q1.2025 tăng trưởng tốt svck nhờ trị giá xuất khẩu sang các thị trường chính của TNG như Mỹ, EU tiếp tục tăng trưởng tốt trong 3 tháng đầu năm. TNG mới có khách hàng lớn tại thị trường Nga.
FOB				5.918	6.453	+9,0%	
CMT				1.100	1.117	+1,6%	
ODM				57	6	-88,5%	
BDS				23	79	+241,9%	
Biên LN gộp	15,0%	15,2%	+20 bps	13,9%	15,4%	+150 bps	Biên lợi nhuận gộp năm 2024 cải thiện so với năm 2023 do Công ty đã đẩy mạnh khai thác các dòng hàng khó, phức tạp với giá bán bình quân cao hơn. Bước sang Q1.2025, biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ so với bình quân năm 2024 do giá nguyên phụ liệu có dấu hiệu tăng trở lại.
LNST	42,8	43,3	+1,2%	222	315	+41,6%	LNST được cải thiện mạnh trong năm 2024 nhờ thực hiện các biện pháp cải tiến quy trình sản xuất giúp tối ưu hoá chi phí nguyên vật liệu và chi phí sản xuất như tăng sử dụng máy móc thiết bị tự động, dùng công nghệ AGV, robot trong việc điều hành sản xuất, từ đó năng suất lao động được cải thiện. Đối với Q1.2025, LNST không được cải thiện đáng kể do chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao. Chi phí nhân công tăng lên đến từ chính sách tăng lương tối thiểu và TNG muốn thu hút nguồn lao động chất lượng cao.

Hình 1: KQKD của TNG



Nguồn: TNG, VCBS tổng hợp

Hình 2: Trị giá xuất khẩu dệt may Việt Nam svck



Nguồn: TCHQ, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chủ động ứng phó với thuế nhập khẩu của Mỹ

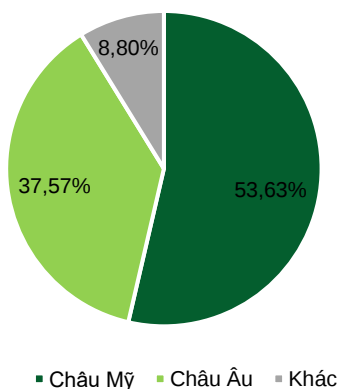
TNG chủ động đa dạng hóa thị trường, tăng cường khai thác các thị trường có hiệp định thương mại với Việt Nam như châu Âu, Canada, Mexico và Nga để tránh sự phụ thuộc vào thị trường Mỹ. Tỷ trọng thị trường Mỹ trong tổng đơn hàng đã ký đến thời điểm hiện tại đạt khoảng 26% (năm 2024 là 38%), cho thấy rủi ro đã được giảm thiểu khá nhiều.

TNG đã chốt đơn hàng đến tháng 7 - tháng 8/2025 đối với thị trường Mỹ và đến tháng 10/2025 đối với thị trường châu Âu, thậm chí có kế hoạch dài hạn đến hết năm 2025 với một số khách hàng châu Âu. TNG vẫn tận dụng cơ hội đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong khoảng thời gian 90 ngày tạm hoãn áp thuế đối ứng.

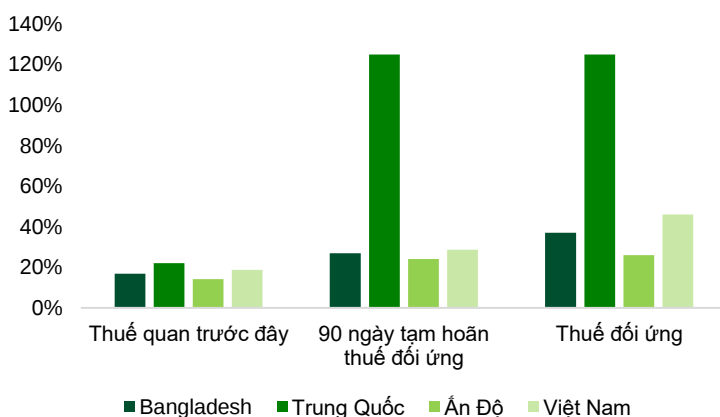
Bên cạnh đó, TNG đang từng bước chuyển dịch sang sản xuất các mặt hàng có độ khó và yêu cầu kỹ thuật cao hơn nhằm gia tăng giá trị trung bình trên mỗi đơn hàng, qua đó bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng tại một số thị trường.

Tuy nhiên, TNG vẫn đang đối mặt với không ít thách thức từ biến động của thị trường toàn cầu với chính sách thuế quan của Mỹ, với sự cạnh tranh từ các quốc gia như Bangladesh, Trung Quốc, Ấn Độ. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, trong ngắn hạn, việc Mỹ áp dụng mức thuế quan mới có thể khiến nhu cầu nhập khẩu hàng dệt may suy giảm. Hiện tại, các khách hàng của TNG đang chấp nhận chịu phần tăng thêm của mức thuế 10% để tránh việc tăng giá đối với người tiêu dùng. Tuy nhiên, trong trường hợp mức thuế quan tăng cao hơn nữa, các đối tác có thể buộc phải điều chỉnh giá bán, dẫn đến khả năng người tiêu dùng Mỹ sẽ hạn chế chi tiêu. Nhưng về dài hạn, TNG tin rằng người tiêu dùng sẽ dần thích nghi với mặt bằng giá mới và quay trở lại với nhu cầu mua sắm như trước.

Hình 3: Tỷ trọng các thị trường trong doanh thu của TNG năm 2024



Hình 4: Thuế nhập khẩu Mỹ đối với hàng dệt may của một số quốc gia



Nguồn: TNG

Nguồn: Reuters, VCBS tổng hợp

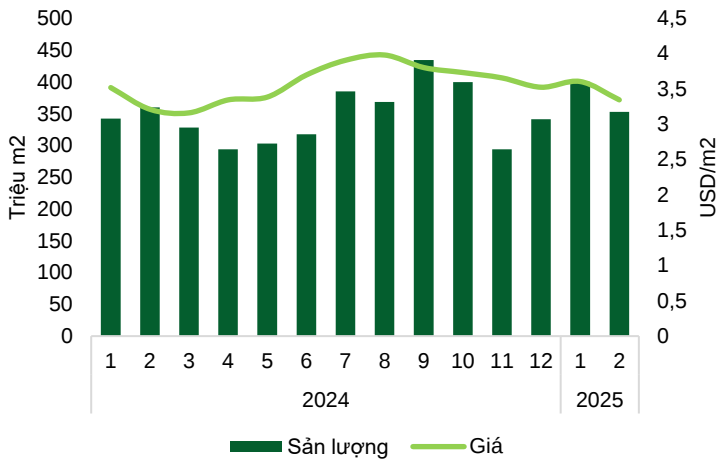
Giá nguyên vật liệu có dấu hiệu tăng trở lại, biên lợi nhuận gộp dự báo giảm.

Giá xơ, sợi dệt nhập khẩu có dấu hiệu tăng trở lại từ đầu năm 2025, trong khi giá nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ từ Việt Nam tiếp tục đà giảm từ tháng 8/2024. Ngoài ra, một số khách hàng đã đề xuất giảm giá bán thêm 2% do họ chấp nhận chịu mức thuế 10% tăng thêm nhằm tránh việc phải tăng giá đến tay người tiêu dùng. Với biên lợi nhuận vốn đã khá mỏng, TNG chỉ có thể giảm tối đa 2%, và hiện

đang chấp nhận giảm 1% giá bán. Do đó, biên lợi nhuận gộp của TNG có thể thu hẹp nhẹ so với năm 2024.

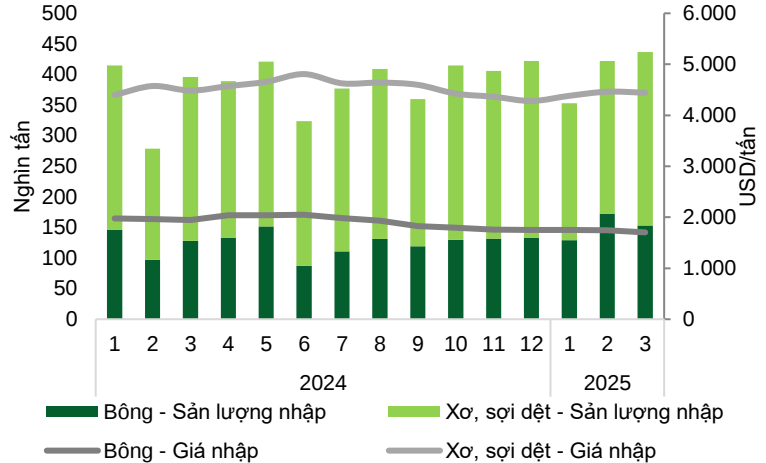
Tuy nhiên, để ứng phó với biến động chi phí đầu vào, TNG đã chủ động ký kết các hợp đồng dài hạn với nhà cung cấp nguyên phụ liệu, đồng thời lên kế hoạch dự trữ nhằm ổn định giá mua trong bối cảnh giá nguyên phụ liệu có xu hướng tăng trở lại.

Hình 5: Sản lượng và giá quần áo Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ



Nguồn: OTEXA, VCBS ước tính

Hình 6: Sản lượng và giá nhập khẩu nguyên vật liệu trung bình theo tháng

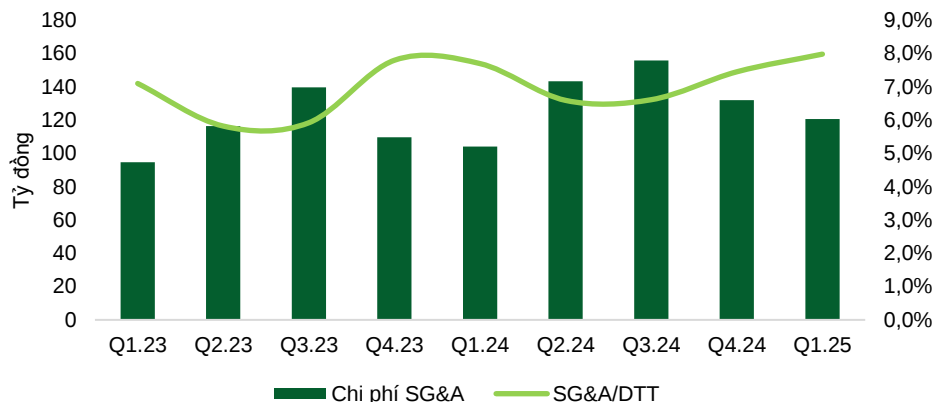


Nguồn: TCHQ, VCBS ước tính

Áp dụng công nghệ hiện đại để tối ưu chi phí

TNG đang ứng dụng nhiều giải pháp công nghệ để nâng cao hiệu quả hoạt động, với các giải pháp bổ sung tính năng AI trên phần mềm giao việc và đặt hàng tự động. Bên cạnh đó, Công ty tích cực đầu tư vào máy móc thiết bị tự động hoá để tăng năng suất lao động như hệ thống AGV robot tự chế tạo và vận hành, bao gồm AGV có khả năng lên xuống thang máy và điều phối đa AGV. Việc tăng năng suất kỳ vọng hỗ trợ TNG tăng lương cho nhân công nhưng không khiến tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng quá mạnh. Ngoài ra, TNG đang tiếp tục đầu tư hệ thống điện năng lượng mặt trời áp mái để tối ưu hóa nguồn năng lượng sạch và giảm chi phí điện.

Hình 7: Tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu của TNG

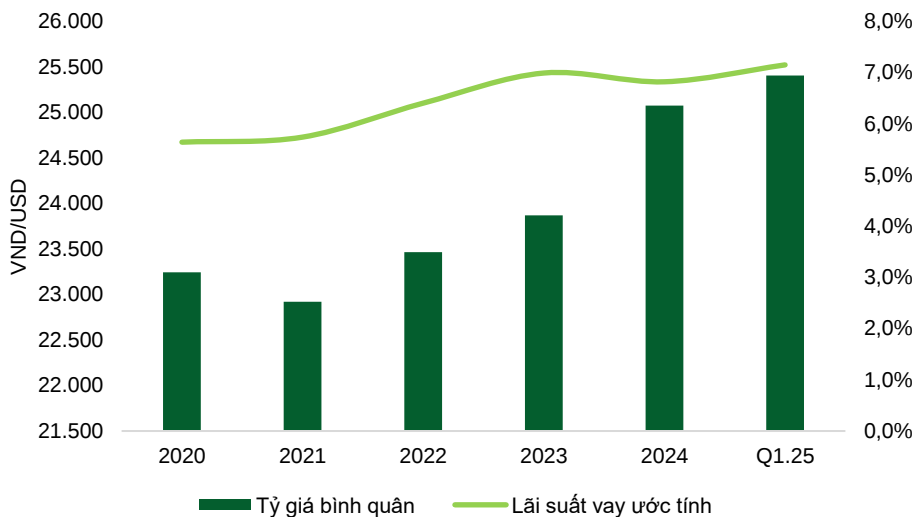


Nguồn: TNG, VCBS tổng hợp

Cơ cấu lại các khoản vay để hạn chế rủi ro về tỷ giá

Trong bối cảnh biến động tỷ giá và áp lực chi phí tài chính gia tăng, TNG đã chủ động cơ cấu các khoản nợ vay để giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Theo đó, TNG đã cắt giảm các khoản vay bằng đô la Mỹ, vốn tiềm ẩn nhiều biến động do sự lên giá của đồng USD, và chỉ duy trì vay ngoại tệ cho những khoản thanh toán phục vụ việc nhập khẩu nguyên phụ liệu. Động thái này không chỉ giúp công ty kiểm soát tốt hơn chi phí tài chính, mà còn góp phần ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh trong bối cảnh thị trường xuất khẩu còn nhiều thách thức.

Hình 8: Tỷ giá và lãi suất vay ước tính của TNG



Nguồn: FiinPro-X, Bloomberg, VCBS ước tính

Một số thông tin về các dự án BĐS

Cụm công nghiệp Sơn Cẩm: Tổng diện tích là 59 ha, TNG đã cho thuê 13,4 ha với giá cho thuê khoảng 120 USD/m² bao gồm giá cho thuê đất và dịch vụ hạ tầng. Số lượng khách hàng đăng ký thuê tại CCN Sơn Cẩm gần như đã kín. Tuy nhiên, việc cho thuê đất tại CCN Sơn Cẩm đang vướng mắc vấn đề tái định cư của Nhà nước. Do đó, tiến độ cho thuê dự kiến có thể bị ảnh hưởng. Với phần diện tích còn lại, TNG đang cân nhắc xây dựng nhà xưởng cho thuê thay vì chỉ cho thuê đất để mang lại hiệu quả kinh tế tốt hơn.

Dự án NOXH khu dân cư Đại Thắng: TNG nắm giữ 48% cổ phần trong dự án này. Dự án bao gồm 395 căn hộ chung cư (361 căn cao tầng và 34 căn hộ liền kề thấp tầng). Toàn bộ số căn hộ chung cư đã được bán hết. Các căn thấp tầng đã được bàn giao cho cư dân và đã nhận được 95% thanh toán. Dự kiến các căn hộ cao tầng sẽ được bàn giao 100% vào tháng 9. Ngoài ra, dự án còn có 250 lô đất, bao gồm 150 lô đất nền và 100 căn biệt thự. Việc mở bán các lô đất nền và biệt thự dự kiến bắt đầu vào đầu tháng 5.

Một số thông tin khác

(1) TNG dự kiến đầu tư khoảng 700 tỷ đồng trong năm 2025 cho tài sản cố định, trong đó 330 tỷ đồng để đầu tư mở rộng chi nhánh máy Việt Đức và gần 300 tỷ đồng để bổ sung máy móc, thiết bị tự động hóa và cải tạo cơ sở hạ tầng.

(2) TNG có kế hoạch tăng 25 chuyên may (tương đương 7% công suất).

(3) TNG có kế hoạch triển khai chương trình ESOP trong giai đoạn 2025-2026 với tổng số lượng cổ phiếu phát hành dự kiến là 6.130.060, tương ứng 5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành, giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phiếu.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2024	2025	% 24/25	2026	% 25/26	Nguyên nhân
Dệt may						
Tăng trưởng sản lượng			+3,8%		+5%	Dựa trên tỷ trọng thị trường Mỹ chiếm 26% và EU chiếm hơn 60% tổng sản lượng dệt may. Thị trường Nga dự kiến cải thiện do TNG mới có khách hàng lớn từ thị trường này. Thị trường EU kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ Hiệp định EVFTA và EU muốn nâng cấp Việt Nam lên Đối tác chiến lược toàn diện. Đối với thị trường Mỹ, đơn hàng trong nửa đầu năm kỳ vọng ổn định do TNG sẽ đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường này trong 90 ngày tạm hoãn áp thuế đối ứng, tuy nhiên giai đoạn nửa cuối năm sẽ khá biến động. Bước sang năm 2026, nhu cầu nhập khẩu từ Mỹ kỳ vọng cải thiện hơn do người dân sẽ dần quen với mặt bằng giá mới của mức thuế quan mới.
Tăng trưởng giá			-3%		+0%	Giá xuất khẩu dệt may sang Mỹ đang trong xu hướng giảm, doanh nghiệp cũng phải hỗ trợ giảm giá bán đối với khách hàng chịu ảnh hưởng bởi thuế quan.
Bất động sản						
Doanh thu (tỷ đồng)	79	150	+89%	150	+0%	Ghi nhận doanh thu từ dự án NOXH khu dân cư Đại Thắng.
Biên lợi nhuận						
Dệt may	15,1%	14,5%		14,5%		Biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ do TNG phải giảm giá bán với một số khách hàng chịu tác động bởi thuế quan và chi phí nguyên phụ liệu đang có dấu hiệu tăng trở lại.
BDS	52,3%	52,3%		52,3%		Ước tính dựa trên giá bán và tổng mức đầu tư của dự án.

Chúng tôi dự báo DTT và LNST của TNG trong năm 2025 lần lượt đạt **7.770 tỷ đồng** (+1,5% yoy) và **303 tỷ đồng** (-3,8% yoy) (*chi tiết tham khảo Phụ lục 2*) do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng trở lại, TNG phải giảm giá bán để hỗ trợ đối tác, do đó biên lợi nhuận gộp có khả năng thu hẹp.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **17.500 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 7,1x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 11,89% theo CAPM ($R_f = 3\%$, Risk premium = 8,35%, beta = 1,06)

Chi phí vay = 6,7%/năm

WACC = 8,29%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	578.282	610.551	632.862	664.804	698.290
Thuế	(112.042)	(118.294)	(122.617)	(128.805)	(135.293)
Khấu hao	257.214	283.628	298.977	313.099	326.094
Thay đổi vốn lưu động	(300.498)	49.836	(32.022)	(98.258)	(32.432)

Đầu tư TSCĐ	(700.000)	(475.772)	(475.772)	(475.772)	(475.772)
FCFF	(277.044)	349.949	301.429	275.068	380.887
NPV giai đoạn 2025-2029F					755.584
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1%)					3.639.920
Giá trị VCSH					2.140.201
Số lượng CPLH					122.601.206
Định giá					17.457

Thông số tính toán: P/E

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

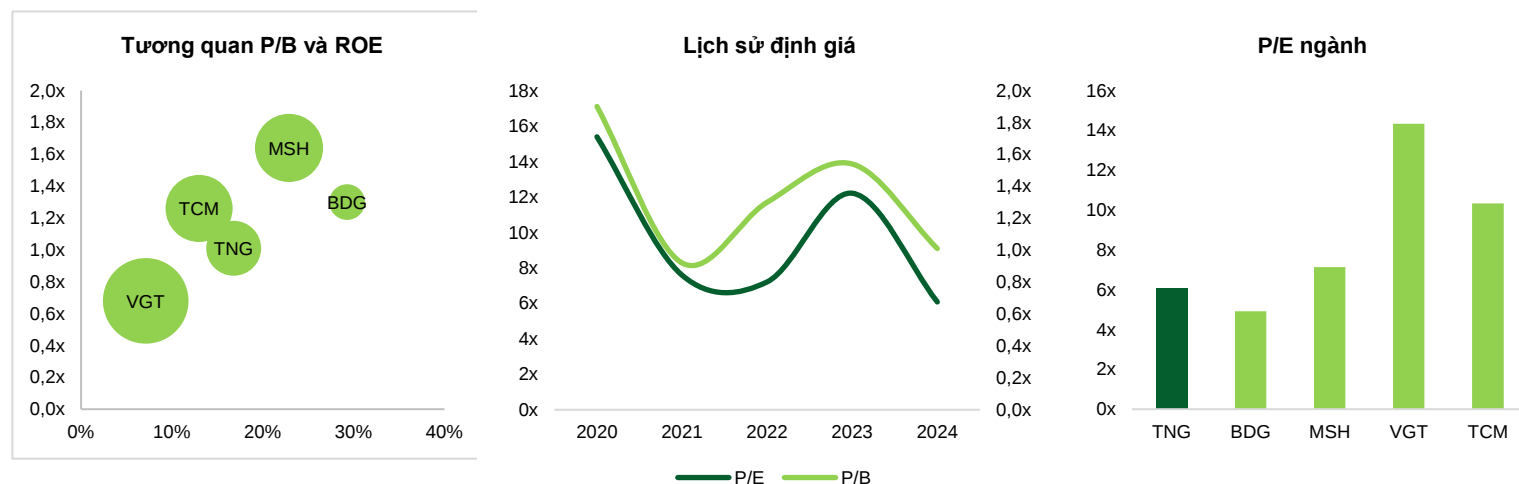
Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	303
P/E áp dụng (trung bình)	7,1x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	2.148
Số lượng CPLH (tr.cp)	122
Định giá	17.516

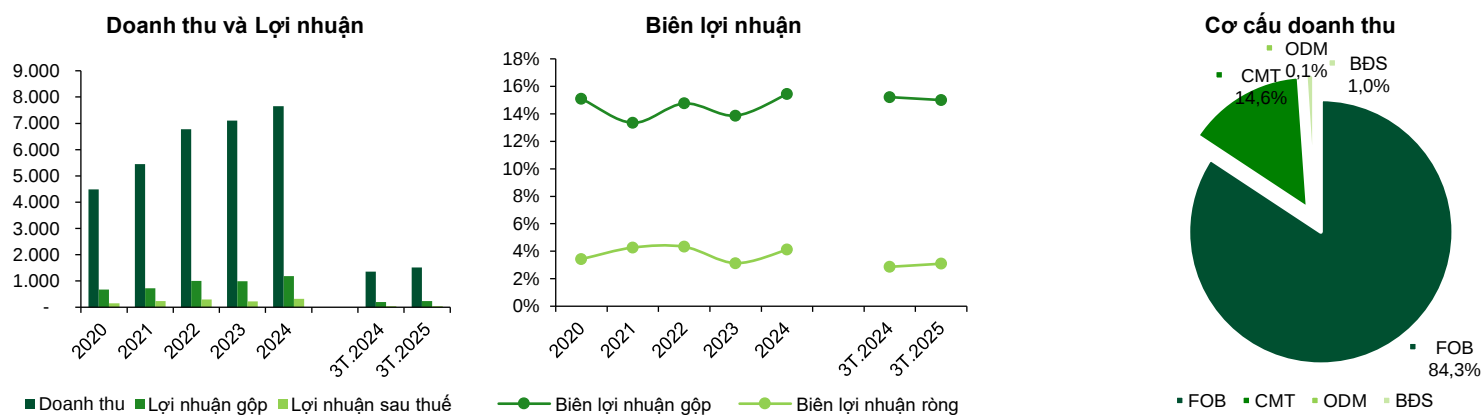
RỦI RO ĐẦU TƯ

- Căng thẳng thương mại phức tạp hơn dự báo khiến nhu cầu may mặc toàn cầu suy giảm.
- Cạnh tranh của thị trường Trung Quốc vào thị trường EU mạnh hơn dự kiến sau khi Trung Quốc ngừng xuất khẩu sang Mỹ khiến số lượng và giá trị đơn hàng của TNG không tốt như kỳ vọng.
- Chi phí nguyên phụ liệu tăng mạnh hơn so với dự báo.
- Tỷ giá USD/VND tăng cao khiến TNG ghi nhận lỗ từ chênh lệch tỷ giá cao hơn dự báo.

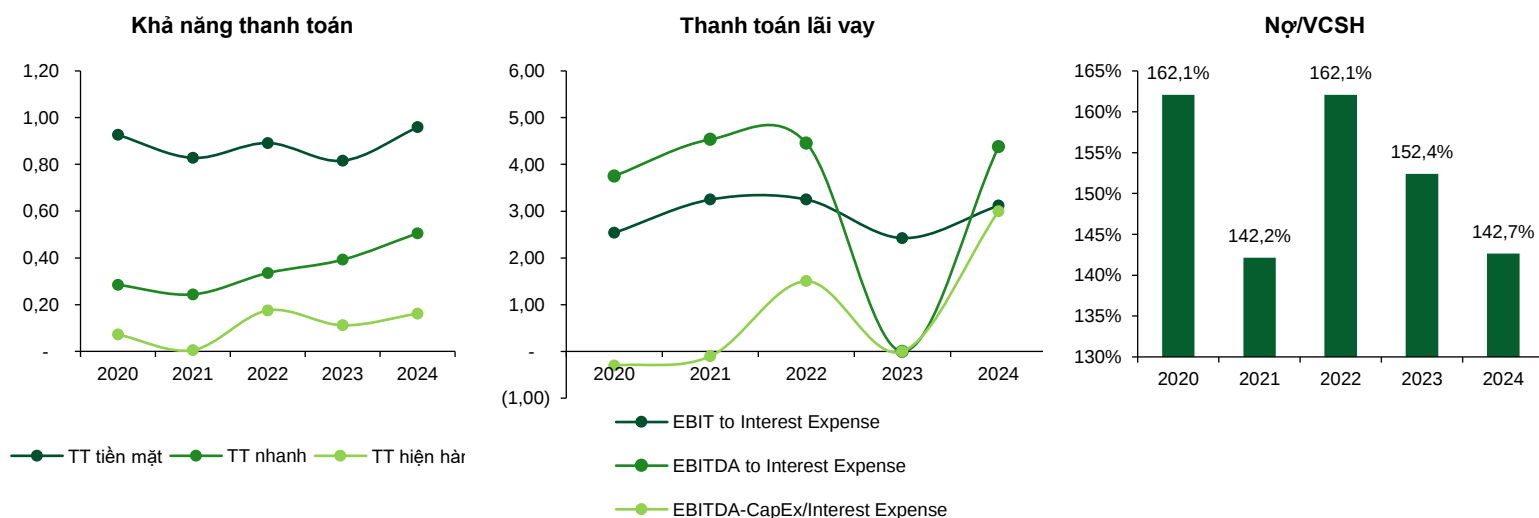
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



KẾT QUẢ KINH DOANH



SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	7.655.753	7.770.231	8.167.704	8.472.670	8.909.276
- Giá vốn hàng bán	6.473.870	6.644.205	6.980.725	7.241.372	7.614.527
Lợi nhuận gộp	1.181.883	1.126.026	1.186.979	1.231.298	1.294.749
- Chi phí bán hàng	110.513	77.702	81.677	84.727	89.093
- Chi phí quản lí DN	424.455	466.214	490.062	508.360	534.557
Lợi nhuận HDKD	646.915	582.110	615.240	638.212	671.099
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	16.580	16.828	17.689	18.349	19.295
- Lợi nhuận khác	55.429	-13.000	-13.000	-13.000	-13.000
EBIT	574.905	578.282	610.551	632.862	664.804
- Chi phí lãi vay	184.426	202.552	226.345	232.120	240.912
LNTT	390.479	375.730	384.206	400.742	423.893
- Thuế TNDN	75.655	72.797	74.440	77.644	82.129
LNST	314.824	302.933	309.766	323.099	341.764
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LNST CĐ CT Mẹ	314.824	302.933	309.766	323.099	341.764
EPS (đ)	2.568	2.471	2.527	2.635	2.788
EBITDA	835.495	894.179	931.839	977.904	1.024.384
Tăng trưởng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	7,9%	1,5%	5,1%	3,7%	5,2%
LN HDKD	23,4%	-10,0%	5,7%	3,7%	5,2%
LN Hợp nhất	41,6%	-3,8%	2,3%	4,3%	5,8%
LNST	41,6%	-3,8%	2,3%	4,3%	5,8%
EBIT	23,3%	0,6%	5,6%	3,7%	5,0%
EPS	45,0%	-3,8%	2,3%	4,3%	5,8%
Tổng tài sản	13,0%	10,7%	3,6%	4,2%	5,2%
Nợ vay	2,6%	23,9%	1,9%	3,2%	4,4%
VCSH	9,6%	5,6%	5,7%	6,0%	6,5%
Khả năng sinh lời	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LNG	15,4%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Tỷ suất LNST	4,1%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%
ROE DuPont	17,4%	15,6%	15,1%	14,8%	14,8%
ROA DuPont	5,7%	4,9%	4,7%	4,7%	4,8%
Tỷ suất EBIT	7,5%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%
LNTT / LNST	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%
LNTT / EBIT	67,9%	65,0%	62,9%	63,3%	63,8%
Vòng quay TTS	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2
Đòn bẩy tài chính	3,0	3,2	3,2	3,1	3,1
ROIC	7,0%	6,1%	5,7%	5,7%	5,8%
Hiệu quả hoạt động	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày tồn kho	33,0	31,3	30,1	30,8	30,5
Số ngày phải thu	55,3	62,4	62,2	60,3	60,4
Số ngày phải trả	35,2	39,0	34,4	34,6	34,4
Luân chuyển tiền	53,1	54,7	57,9	56,5	56,6
COGS/Hàng tồn kho	6,6	5,9	5,9	6,0	6,0
An toàn tài chính	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
TT hiện hành	0,96	1,01	0,97	0,92	0,88
TT nhanh	0,51	0,49	0,49	0,47	0,43
TT tiền mặt	0,16	0,16	0,16	0,16	0,15
Nợ / Tài sản	0,46	0,52	0,51	0,51	0,50
Nợ / Vốn sử dụng	0,59	0,63	0,62	0,61	0,61
Nợ / Vốn CSH	1,43	1,67	1,61	1,57	1,54
Khả năng TT lãi vay	3,12	2,85	2,70	2,73	2,76

Cân đối kế toán	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản					
+ Tiền	444.563	451.210	474.291	492.000	517.353
+ ĐTTT ngắn hạn	260.000	260.000	260.000	260.000	260.000
+ Phải thu	685.909	648.056	696.976	731.891	757.639
+ Hàng tồn kho	1.074.432	1.196.351	1.184.309	1.210.023	1.311.760
+ Khác	172.743	259.675	224.544	235.751	263.524
Tài sản ngắn hạn	2.637.647	2.815.292	2.840.120	2.929.665	3.110.276
+ Tài sản dài hạn	4.411.494	5.111.494	5.587.266	6.063.038	6.538.810
+ Khấu hao lũy kế	1.541.551	1.798.764	2.082.393	2.381.369	2.694.469
+ Tài sản dài hạn	2.869.943	3.312.730	3.504.874	3.681.669	3.844.341
+ ĐTTT dài hạn	0	0	0	0	0
+ Khác	309.285	313.910	329.967	342.288	359.926
Tài sản dài hạn	3.179.228	3.626.640	3.834.841	4.023.956	4.204.267
Tổng Tài sản	5.816.875	6.441.931	6.674.961	6.953.621	7.314.543
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	776.663	641.666	674.165	699.337	735.375
+ Vay ngắn hạn	1.606.743	1.771.952	1.861.207	2.062.107	2.374.645
+ Khác	367.568	373.064	392.148	406.790	427.752
Nợ ngắn hạn	2.750.974	2.786.682	2.927.519	3.168.234	3.537.772
+ Vay dài hạn	1.093.122	1.574.497	1.548.913	1.456.721	1.297.921
+ Phải trả dài hạn	80.358	81.559	85.732	88.933	93.515
Nợ dài hạn	1.173.480	1.656.057	1.634.645	1.545.654	1.391.437
Tổng nợ	3.924.454	4.442.739	4.562.164	4.713.888	4.929.208
+ Vốn điều lệ	1.226.012	1.226.012	1.226.012	1.226.012	1.226.012
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	40.989	40.989	40.989	40.989	40.989
+ LN giữ lại	625.421	732.191	845.796	972.732	1.118.334
+ Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.892.421	1.999.192	2.112.796	2.239.733	2.385.335
Tổng nguồn vốn	5.816.875	6.441.931	6.674.961	6.953.621	7.314.543
Lưu chuyển tiền	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	283.313	444.563	451.210	474.291	492.000
LNST	314.824	302.933	309.766	323.099	341.764
+ Khấu hao lũy kế	235.062	257.214	283.628	298.977	313.099
+ Điều chỉnh	50.746	-3.423	-11.885	-9.119	-13.056
+ Thay đổi VLD	146.030	-300.498	49.836	-32.022	-98.258
Tiền từ HĐKD	746.662	256.225	631.344	580.935	543.550
+ Thanh lý TSCĐ	4.097	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-254.148	-700.000	-475.772	-475.772	-475.772
+ Đầu tư ròng	#N/A	N/A	0	0	0
+ Khác	-244.599	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	-494.650	-700.000	-475.772	-475.772	-475.772
+ Cổ tức đã trả	-143.490	-196.162	-196.162	-196.162	-196.162
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	6.983.460	165.209	89.254	200.900	312.538
+ Nợ dài hạn	-6.930.965	481.376	-25.584	-92.192	-158.800
+ Khác	232	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	-90.762	450.423	-132.491	-87.454	-42.424
Lưu chuyển tiền	161.250	6.648	23.081	17.709	25.353
Tiền cuối năm	444.563	451.210	474.291	492.000	517.353

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

gdaphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>