

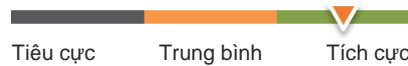
## CÔNG TY CỔ PHẦN DỆT MAY THÀNH CÔNG (TCM)

<b>Giá thị trường</b> VND29.550	<b>Giá mục tiêu</b> VND32.300	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 1,55%	<b>Khuyến nghị</b> NĂM GIỮ	<b>Ngành</b> Dệt may
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	-------------------------------	-------------------------

### Triển vọng - ngắn hạn



### Triển vọng - dài hạn



### Định giá



Ngày 22/02/2019

Vũ Minh Tú

tu.vuminh@vndirect.com.vn

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng EPS cốt lõi dự phóng 2019 thêm 16,4%
- Tăng giá mục tiêu 20,0% so với dự phóng trước

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	30.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16.300
KLGDDBQ 3 tháng (cp)	626.558
GTGDDBQ 3 tháng (tr VND)	13.692
Thị giá vốn (tỷ VND)	1.535
SL CP đang lưu hành (tr)	51,7
Free float (%)	52,2
P/E trượt (x)	7,2
P/B (x)	1,0

### Cơ cấu sở hữu

E-land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore	43,3%
VCBF	2,6%
Lê Quốc Hưng	1,9%
Khác	52,2%

Nguồn: VNDIRECT

**2019 được dự báo là một năm không quá tích cực của TCM với LNST ước tính sẽ giảm 1,8% yoy, do ảnh hưởng từ vụ phá sản của Sears sẽ tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận trong khi việc cắt giảm đơn hàng của Eddie Bauer có thể giảm tốc độ tăng trưởng doanh thu.**

**TCM ghi nhận KQKD vượt trội trong 2018** với doanh thu đạt 3.662 tỷ đồng (+14,1% yoy) và LNST ở mức 260 tỷ đồng (+34,6% yoy) mặc dù phải trích lập dự phòng 79 tỷ đồng cho khoản phải thu của Sears, tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi đạt 72,8% yoy. Biên lợi nhuận gộp (LNG) tăng mạnh 280 điểm cơ bản nhờ đóng góp doanh thu ngày càng lớn của mảng vải (có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong danh mục sản phẩm của TCM).

**Nhà máy dệt nhuộm Vĩnh Long của TCM sẽ khởi công trong 2020** với mức đầu tư dự kiến là 30 triệu USD và công suất 5.000m vải/ngày. Nhà máy sẽ hoạt động với mục đích sản xuất nội bộ, do đó giảm chi phí thuê ngoài và tăng biên lợi nhuận gộp thêm khoảng 160 điểm cơ bản khi chính thức hoạt động trong 2022.

**Chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu 2019 sẽ chậm hơn 2018 trong khi LNST có thể giảm nhẹ.** Chúng tôi dự phóng doanh thu 2019 sẽ tăng nhẹ 1,8% yoy đạt 3.728 tỷ đồng, với doanh thu hàng may mặc dự kiến sẽ giảm 1,5% yoy do (1) mất đơn hàng của Sears sau khi DN này nộp đơn phá sản và (2) cắt giảm đơn hàng của Eddie Bauer (khách hàng của TCM đóng góp 10% tổng doanh thu, theo ban lãnh đạo). Ngoài ra, LNST ước tính sẽ giảm 1,8% yoy xuống 256 tỷ đồng, do tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ chậm lại trong khi lợi nhuận đột biến trong 2018 bao gồm chuyển nhượng đất ghi nhận 48 tỷ đồng và đánh giá lại khoản đầu tư vào SAV mang lại 27 tỷ đồng sẽ không có trong 2019.

**Chúng tôi nâng giá mục tiêu nhưng điều chỉnh khuyến nghị xuống NĂM GIỮ do giá cp đã tăng mạnh trong thời gian gần đây,** và đang được giao dịch ở mức giá hợp lý với P/E dự tính cốt lõi 2019 là 6,4x, cao hơn so với trung bình ngành là 5,8x. Chúng tôi định giá dựa trên EPS cốt lõi 2019 ở mức 4.673 đồng/cp và P/E mục tiêu là 7,0x dựa trên mức P/E trung bình lịch sử của TCM trong 1 năm. Chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu 1,5% cho giá mục tiêu để phản ánh tác động của khoản dự phòng cho phần còn lại của khoản phải thu với Sears, và đưa ra mức giá mục tiêu là 32.300 đồng/cp. Giá mục tiêu mới của chúng tôi cao hơn 20,0% so với giá mục tiêu trước đó do (1) chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu cao hơn để phản ánh vị thế hàng đầu của TCM trong ngành dệt may với chuỗi giá trị hoàn chỉnh và (2) chúng tôi nâng EPS cốt lõi 2019 thêm 16,4% do giả định biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-17A	12-18A	12-19E	12-20E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.209	3.662	3.728	4.081
Tăng trưởng DT thuần	4,5%	14,1%	1,8%	9,5%
Biên lợi nhuận gộp	15,7%	18,5%	19,0%	19,0%
Biên EBITDA	12,1%	13,1%	13,1%	13,8%
LN ròng (tỷ)	193	260	256	301
Tăng trưởng LN ròng	67,1%	34,6%	(1,8%)	17,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	28,8%	72,8%	3,9%	11,5%
EPS cơ bản	3.753	4.802	4.715	5.545
EPS điều chỉnh	3.195	4.081	4.008	4.699
BVPS	20.635	23.379	25.843	28.391
ROAE	19,6%	22,3%	19,2%	20,4%

Nguồn: VNDIRECT

**Đánh giá 2018: TCM ghi nhận kết quả kinh doanh vượt trội với sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng vải và hàng may mặc**

Hình 1: KQKD 2018

(Tỷ đồng)	Q4/2018	yoy%	2018	% so với dự phóng trước Nhận xét	
Doanh thu thuần	866	13,9%	3.662	14,1%	101,0%
Sợi	108	-6,1%	469	-31,2%	98,4%
Vải	158	56,7%	533	50,2%	115,9%
Hàng may mặc	538	11,4%	2.598	23,0%	97,5%
<b>Lợi nhuận gộp (LNG)</b>	<b>181</b>	<b>58,8%</b>	<b>679</b>	<b>35,0%</b>	<b>107,2%</b>
Biên LNG của sợi	12,8%	+1190đcb	13,0%	+1210đcb	+100đcb
Biên LNG của vải	25,3%	+630đcb	19,8%	+80đcb	+30đcb
Biên LNG của hàng may mặc	23,6%	+320đcb	19,7%	+50đcb	+70đcb
<b>Biên LNG chung</b>	<b>20,9%</b>	<b>+590đcb</b>	<b>18,5%</b>	<b>+280đcb</b>	<b>+100đcb</b>
Chi phí bán hàng, quản lý DN (SG&A)	(155,6)	112,2%	(373,8)	43,9%	123,0%
Tỷ trọng SG&A so với doanh thu thuần (%)	18,0%	+873đcb	10,2%	+210đcb	+180đcb
LN từ hoạt động kinh doanh	25	-37,7%	305	25,4%	92,7%
LN khác	0	-55,7%	48	28,0%	100,0%
LN từ công ty liên doanh, liên kết	28	N/A	28	N/A	N/A
<b>LNST</b>	<b>52</b>	<b>60,6%</b>	<b>323</b>	<b>37,5%</b>	<b>101,4%</b>
<b>LNST</b>	<b>47</b>	<b>113,3%</b>	<b>260</b>	<b>35,2%</b>	<b>102,1%</b>

*Biên LNG tăng do hiệu suất hoạt động được cải thiện sau khi bán nhà máy hoạt động thiếu hiệu quả trong quý 1/2018*  
*Biên LNG tăng do nhà máy dệt vải mới đi vào hoạt động giúp đạt hiệu quả cao nhờ quy mô lớn, qua đó giảm chi phí sản xuất vải*  
*Nguyên liệu để sản xuất hàng may mặc - vải (chủ yếu tự sản xuất) - trở nên rẻ hơn, giúp tăng biên LNG hàng may mặc*  
**Tăng do thay đổi cơ cấu sản phẩm, tập trung vào vải**  
*Chi phí quản lý DN tăng mạnh do phải trích lập 79 tỷ đồng cho khoản phải thu của Sears, cao hơn ước tính trước đó của chúng tôi vào khoảng 30 tỷ*  
*Trong quý 4/2018, TCM ghi nhận 27 tỷ đồng lợi nhuận từ đánh giá lại khoản đầu tư vào công ty liên kết SAV (TCM nắm giữ 20%)*  
*Khoản thuế TNDN hoãn lại trong quý 4 và cả năm 2018 lần lượt ghi nhận ở mức 17 tỷ đồng và 15 tỷ đồng.*

Nguồn: VNDIRECT

Trong Quý 4/2018, mảng vải với biên lợi nhuận gộp cao nhất, tiếp tục ghi nhận doanh thu tăng mạnh 56,7% yoy, đạt 158 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận của phân khúc sợi tiếp tục cải thiện đáng kể sau khi bán nhà máy sợi hoạt động kém hiệu quả trong Quý 1/2018, do đó tăng biên LNG chung thêm 590 điểm cơ bản lên 20,9%. Ngoài ra, TCM đã trích lập dự phòng 79 tỷ đồng trong tổng số 101 tỷ đồng khoản phải thu từ Sears tính đến cuối 2018, sau khi Sears nộp đơn xin phá sản vào ngày 18 tháng 10. Khoản dự phòng này lớn hơn nhiều so với ước tính trước đây của chúng tôi vào khoảng 30 tỷ đồng, được dựa trên kế hoạch của ban lãnh đạo TCM. Nhìn chung, LNST Quý 4/2018 tăng 113,3% yoy, đạt mức 47 tỷ đồng (với sự trợ giúp của thuế TNDN hoãn lại), đẩy LNST 2018 tăng 35,2% yoy.

Hình 2: Quá trình sản xuất vải của TCM



Nguồn: VNDIRECT

Hình 3: Xưởng may mặc của TCM



Nguồn: VNDIRECT

**DỰ PHÓNG 2019**

**Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh trong 2019 sẽ không khả quan do tác động của khoản dự phòng cho khoản phải thu của Sears, và có khả năng đơn hàng của Eddie Bauer sẽ bị cắt giảm.**

Hình 4: Dự phóng KQKD 2019

(Tỷ đồng)	2018	2019	yoy%	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.662</b>	<b>3.728</b>	<b>1,8%</b>	
Sợi	469	500	6,7%	Mảng vải dự kiến sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của TCM sau khi chuyển 1 nhà máy sợi sang dệt vải trong 2018. Bên cạnh đó, hàng may mặc sẽ bị ảnh hưởng
Vải	533	642	20,4%	nặng bởi việc mất toàn bộ đơn hàng của Sears sau khi DN này nộp đơn phá sản và cắt giảm đơn hàng của Eddie Bauer (từ 10% xuống 5% doanh thu của TCM)
Hàng may mặc	2.598	2.560	-1,5%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>679</b>	<b>707</b>	<b>4,1%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>18,5%</b>	<b>19,0%</b>	<b>+50đcb</b>	Chúng tôi dự phóng biên LNG chung sẽ tiếp tục tăng do tăng cường tập trung vào vải
LN tài chính	32	44	38,4%	Dự kiến tăng do tiền và các khoản tương đương tiền lớn hơn
Chi phí tài chính	(89)	-93	4,2%	
Chi phí bán hàng, quản lý DN (SG&A)	(374)	-343	-8,2%	
Tỷ trọng SG&A so với doanh thu (%)	10,2%	9,2%	-100đcb	Chi phí quản lý DN dự kiến sẽ giảm mạnh do trích lập dự phòng cho khoản phải thu của Sears sẽ giảm từ 79 tỷ trong 2018 xuống còn 22 tỷ trong 2019
LN từ liên doanh, liên kết	28	5	-82,1%	Chúng tôi ước tính LN từ cty liên doanh, liên kết sẽ thấp hơn rất nhiều do sẽ không có tác động lớn đến từ việc đánh giá lại giá trị khoản đầu tư của TCM vào SAV trong 2019. TCM hiện sở hữu 20% của SAV. SAV ước tính sẽ ghi nhận LNST 2019 đạt 25 tỷ đồng (+37.9% yoy), do đó đóng góp 5 tỷ đồng LN từ công ty liên doanh, liên kết cho TCM.
LN khác	48	0	-100,0%	Chúng tôi ước tính TCM sẽ không ghi nhận LN khác đến từ chuyển nhượng đất đai trong 2019
<b>LNST</b>	<b>260</b>	<b>256</b>	<b>-1,8%</b>	
Biên LN ròng	7,1%	6,9%	-20đcb	
<b>EPS (đồng)</b>	<b>4.081</b>	<b>4.008</b>	<b>-1,8%</b>	

Nguồn: VNDIRECT

**Mảng vải sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính trong khi hàng may mặc có thể sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực.** Chúng tôi dự phóng doanh thu 2019 tăng nhẹ 1,8% yoy, đạt mức 3.728 tỷ đồng nhờ vào phân khúc vải, dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu 642 tỷ đồng (+20,4% yoy), trong khi doanh thu từ phân khúc hàng may mặc có thể sẽ giảm 1,5% yoy xuống 2.560 tỷ đồng do (1) mất đơn đặt hàng của Sears (trị giá khoảng 250 tỷ đồng) và (2) cắt giảm đơn hàng của Eddie Bauer (một khách hàng của TCM hiện đóng góp 10% doanh thu trong 2018, theo ban lãnh đạo).

Cụ thể, TCM có ý định cắt giảm đơn đặt hàng của Eddie Bauer, từ 10% xuống còn 5% doanh thu của TCM. Eddie Bauer là một nhà bán lẻ hàng may mặc của Mỹ đóng góp gần 80 tỷ đồng khoản phải thu trong 2018 của TCM (tương đương 24% tổng giá trị các khoản phải thu). Theo chúng tôi, điều này là do (1) phương thức thanh toán của Eddie Bauer là điện chuyển tiền (T/T), điều này khá rủi ro vì có rất ít ràng buộc hoặc các bảo đảm trong việc thanh toán, đặc biệt như trường hợp của Sears (cũng là phương thức thanh toán T/T) và (2) khả năng thanh toán của Eddie Bauer là rất yếu vì công ty mẹ Everest Holding hiện đang được đánh giá bởi Moody's với xếp hạng CFR ở mức B3 và Xếp hạng PDR ở mức B3-PD, tất cả đều cho thấy xác suất rủi ro vỡ nợ cao và thuộc vào nhóm không nên đầu tư (theo xếp hạng của Moody's).

**Chúng tôi kỳ vọng toàn bộ khoản phải thu của Sears sẽ được trích lập.** Sears đã bị Moody's hạ tín nhiệm xuống D-PD trong xếp hạng PDR sau khi nộp đơn xin phá sản vào ngày 18 tháng 10, cho thấy Sears "không có khả năng thanh toán bất cứ khoản nợ dài hạn nào". Điều này đồng nghĩa với việc tất cả khoản phải thu của Sears trị giá 101 tỷ đồng cho đến cuối 2018 sẽ không thể thu hồi do đó TCM phải trích lập dự phòng toàn bộ các khoản này. Trong 2018, TCM đã trích lập phần lớn khoản dự phòng trị giá 79 tỷ đồng, phần còn lại là

22 tỷ đồng được kỳ vọng sẽ trích lập trong 2019, do đó giảm chi phí SG&A khoảng 8,2% yoy.

**Nhà máy dệt nhuộm Vĩnh Long sẽ giúp tăng biên nhuận gộp trong 2022 thêm khoảng 160 điểm cơ bản.** Phân khúc dệt nhuộm trong quy trình sản xuất vải hiện là một nút thắt cổ chai trong chuỗi giá trị ngành dệt may của Việt Nam do đó một nhà máy nhuộm mới sẽ là một lợi thế rất lớn cho TCM. Nhà máy dệt nhuộm Vĩnh Long, với vốn đầu tư dự kiến là 30 triệu USD và công suất 5.000m vải/ ngày, sẽ bắt đầu hoạt động chính thức trong 2022. Điều này sẽ giảm chi phí dịch vụ mua ngoài, hiện chiếm 17,9% tổng chi phí hoạt động, qua đó giúp tăng biên LNG của vải lên 220 điểm cơ bản. Biên lợi nhuận gộp của hàng may mặc cũng có thể tăng thêm 150 điểm cơ bản vì nguyên liệu để sản xuất hàng may mặc là vải (tự sản xuất) sẽ rẻ hơn. Nhìn chung, biên LNG chung dự kiến sẽ tăng 160 điểm trong FY22F.

### ĐỊNH GIÁ

**Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 20,0% nhưng điều chỉnh khuyến nghị xuống NĂM GIỮ**, do giá cổ phiếu đã tăng mạnh 27,2% từ lần cập nhật gần nhất.

Chúng tôi sử dụng P/E trung bình của TCM trong 1 năm ở mức 7,0x và EPS cốt lõi 2019 là 4.673 đồng/cp sau khi loại trừ khoản dự phòng trị giá 22 tỷ đồng cho khoản phải thu của Sears do đây là sự kiện bất thường. Chúng tôi cũng áp dụng chiết khấu với giá mục tiêu để phản ánh tác động của khoản dự phòng này lên giá trị sổ sách của TCM.

Do đó, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 32.300 đồng/cp (+20,0% so với giá mục tiêu gần nhất) nhờ vào EPS cốt lõi tăng 16,4% và P/E mục tiêu cao hơn 4,4% so với P/E mục tiêu gần nhất. Chúng tôi cho rằng TCM nên được giao dịch ở mức P/E 7,0x (tương đương với P/E trung bình trong quá khứ của TCM và cao hơn 20,7% so với P/E trung bình ngành dệt may ở mức 5,8x) do TCM là nhà sản xuất hàng may mặc duy nhất tại Việt Nam có chuỗi sản xuất hoàn chỉnh từ sợi đến hàng may mặc, và sẽ được nâng cấp trong tương lai gần bởi nhà máy dệt nhuộm Vĩnh Long.

Hình 5: Định giá

Phương pháp định giá	
<b>LN cốt lõi 2019 (tỷ đồng)</b>	<b>292</b>
Loại trừ	-
Trích quỹ khen thưởng phúc lợi (tỷ đồng)	38
<b>LN cốt lõi 2019 để tính EPS cốt lõi (tỷ đồng)</b>	<b>253</b>
Số lượng cổ phiếu pha loãng hoàn toàn 2019	54.230.055
EPS cốt lõi 2019 (đồng/ cp)	4.673
P/E mục tiêu (TB ngành) (x)	7,0
Giá mục tiêu (đồng/ cp)	32.712
Vốn hóa @ giá mục tiêu (tỷ đồng)	1.774
Loại trừ	
Dự phòng khoản phải thu của Sears (tỷ đồng)	22
P/B áp dụng cho khoản dự phòng	1,0
Vốn hóa điều chỉnh (tỷ đồng)	1.752
<b>Giá mục tiêu điều chỉnh (đồng/ cp)</b>	<b>32.299</b>

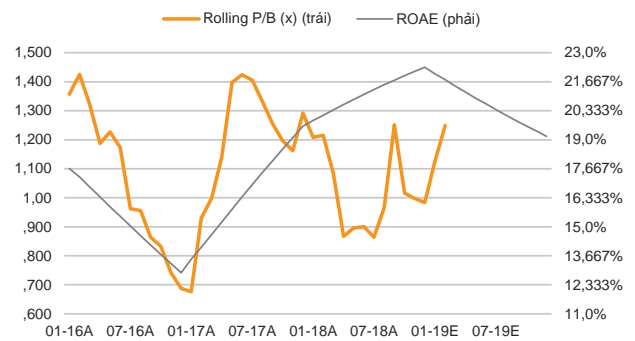
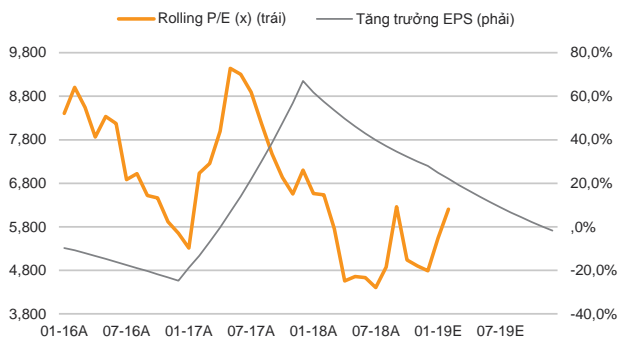
Nguồn: VNDIRECT

Hình 6: So sánh với các DN cùng ngành

	Sàn GD	Vốn hóa (triệu US\$)	Tăng trưởng LNST (%)	Tăng trưởng EPS trượt (%)	TTM ROA (%)	TTM ROE (%)	Nợ/ vốn CSH (x)	TTM P/E (x)	TTM P/B (x)
VGG	UPCOM	105,2	23,7%	23,7%	10,5%	29,8%	0,0	5,4	1,5
MSH	HOSE	102,5	85,4%	-7,3%	15,2%	44,0%	0,9	6,6	2,5
STK	HOSE	54,0	80,3%	67,8%	8,8%	21,3%	0,9	6,4	1,2
TNG	HNX	40,1	57,1%	30,9%	7,5%	25,4%	1,6	5,1	1,2
<b>Trung bình</b>			<b>61,6%</b>	<b>28,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>28,4%</b>	<b>1,1</b>	<b>5,8</b>	<b>1,5</b>
<b>Trung vị</b>			<b>68,7%</b>	<b>27,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>25,4%</b>	<b>0,9</b>	<b>5,9</b>	<b>1,3</b>
<b>TCM</b>	<b>HOSE</b>	<b>66,8</b>	<b>34,6%</b>	<b>28,7%</b>	<b>8,2%</b>	<b>22,1%</b>	<b>1,0</b>	<b>7,2</b>	<b>1,0</b>

Nguồn: VNDIRECT

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
Doanh thu thuần	3.662	3.728	4.081
Giá vốn hàng bán	(2.983)	(3.021)	(3.304)
Chi phí quản lý DN	(230)	(194)	(188)
Chi phí bán hàng	(144)	(149)	(163)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>305</b>	<b>364</b>	<b>426</b>
EBITDA thuần	410	481	552
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(105)</b>	<b>(117)</b>	<b>(126)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>305</b>	<b>364</b>	<b>426</b>
Thu nhập lãi	32	44	51
Chi phí tài chính	(89)	(93)	(105)
Thu nhập ròng khác	48	0	0
TN từ các Cty LK & LD	28	5	5
<b>LN trước thuế</b>	<b>323</b>	<b>320</b>	<b>377</b>
Thuế	(63)	(64)	(77)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>260</b>	<b>256</b>	<b>301</b>
Thu nhập trên vốn	221	217	255
Cổ tức phổ thông	(26)	(27)	(54)
<b>LN giữ lại</b>	<b>234</b>	<b>229</b>	<b>246</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
Tiền và tương đương tiền	216	489	656
Đầu tư ngắn hạn	203	203	203
Các khoản phải thu ngắn hạn	280	318	358
Hàng tồn kho	1.138	1.067	1.169
Các tài sản ngắn hạn khác	100	86	87
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.937</b>	<b>2.163</b>	<b>2.472</b>
Tài sản cố định	1.107	1.050	1.274
Tổng đầu tư	67	67	67
Tài sản dài hạn khác	141	141	141
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.252</b>	<b>3.421</b>	<b>3.954</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.008	1.121	1.223
Phải trả người bán	300	302	357
Nợ ngắn hạn khác	398	344	418
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.705</b>	<b>1.767</b>	<b>1.998</b>
Vay & nợ dài hạn	222	197	360
Các khoản phải trả khác	48	48	48
Vốn điều lệ và	542	542	542
LN giữ lại	406	540	678
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.268</b>	<b>1.401</b>	<b>1.540</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	9	9
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.252</b>	<b>3.421</b>	<b>3.954</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
<b>LN trước thuế</b>	<b>323</b>	<b>320</b>	<b>377</b>
Khấu hao	105	117	126
Thuế đã nộp	(66)	(64)	(77)
Các khoản điều chỉnh khác	(10)	(27)	(56)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(266)</b>	<b>(11)</b>	<b>(64)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>86</b>	<b>334</b>	<b>306</b>
Đầu tư TSCĐ	(66)	(60)	(350)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	104	0	0
Các khoản khác	42	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>79</b>	<b>(60)</b>	<b>(350)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(10)	25	265
Dòng tiền từ HĐTC khác	(43)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(26)	(27)	(54)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(80)</b>	<b>(2)</b>	<b>211</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	130	216	489
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>86</b>	<b>273</b>	<b>167</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	216	489	656

**Các chỉ số cơ bản**

	12-18A	12-19E	12-20E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	7,1%	6,9%	7,4%
Vòng quay TS	1,16	1,12	1,11
ROAA	8,3%	7,7%	8,2%
Đòn bẩy tài chính	2,70	2,50	2,51
ROAE	22,3%	19,2%	20,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	33,1	41,1	41,2
Số ngày nắm giữ HTK	139	129	129
Số ngày phải trả tiền bán	36,7	36,5	39,5
Vòng quay TSCĐ	3,20	3,46	3,51
ROIC	10,4%	9,4%	9,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,14	1,22	1,24
Khả năng thanh toán nhanh	0,47	0,62	0,65
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,25	0,39	0,43
Vòng quay tiền	136	134	131
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	14,1%	1,8%	9,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	25,4%	19,3%	17,2%
Tăng trưởng LN ròng	34,6%	(1,8%)	17,6%
Tăng trưởng EPS	28,0%	(1,8%)	17,6%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	4.802	4.715	5.545
BVPS (VND)	23.379	25.843	28.391

Nguồn: VNDIRECT

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### **Khuyến nghị**

<b>MUA</b>	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
<b>NẮM GIỮ</b>	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
<b>BÁN</b>	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### **Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích**

Email: [anirban.lahiri@vndirect.com.vn](mailto:anirban.lahiri@vndirect.com.vn)

### **Vũ Minh Tú – Chuyên viên phân tích**

Email: [tu.vuminh@vndirect.com.vn](mailto:tu.vuminh@vndirect.com.vn)

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>