

## BÁO CÁO TRƯỚC IPO

**Đào Minh Châu, CFA**

[chaudm@ssi.com.vn](mailto:chaudm@ssi.com.vn)

+84 28 3636 3688 ext. 3052

Ngày 11/10/2021

### NGÀNH NGUYÊN VẬT LIỆU

#### Các chỉ số chính

Vốn hóa (triệu USD)	N.a
Vốn hóa (tỷ đồng)	N.a
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	102,32
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	13,8%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0%

#### Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Tôn Đông Á được thành lập từ năm 1998, tiền thân là công ty TNHH, sau đó chuyển thành công ty cổ phần trong năm 2009. Sản phẩm chính của công ty là tôn mạ dùng trong hoạt động xây dựng như tấm lợp, vách, sàn ... TDA có 2 nhà máy tại Khu công nghiệp Sóng Thần 1 và Đồng An 2 tại tỉnh Bình Dương, với công suất hàng năm lên đến 850 nghìn tấn.

## Thuộc Top 3 công ty sản xuất tôn mạ với kết quả kinh doanh tăng trưởng vượt bậc năm 2021

**Thông tin IPO:** Công ty Cổ phần Tôn Đông Á (TDA) dự kiến IPO trong tháng 11/2021, công ty chào bán 12,37 triệu cổ phiếu sơ cấp và 2,98 triệu cổ phiếu thứ cấp, tương ứng 12% và 3% vốn điều lệ trước chào bán. Theo đó, tổng số cổ phiếu đang lưu hành sẽ tăng từ 102,32 triệu cổ phiếu lên 114,69 triệu cổ phiếu sau IPO. Cổ phiếu dự kiến sẽ được niêm yết trên sàn HOSE trong tháng 1/2022.

**Thông tin cơ bản về công ty:** TDA được thành lập từ năm 1998 với sản phẩm chính là tôn mạ dùng trong xây dựng. Hiện tại, TDA có 2 nhà máy tại khu công nghiệp Sóng Thần 1 và Đồng An 2 thuộc tỉnh Bình Dương, với công suất hàng năm lên đến 850 nghìn tấn. TDA giữ thị phần tôn mạ lớn thứ 2 tại Việt Nam năm 2020 ở mức 16%, chỉ sau HSG. Nếu tính riêng thị trường nội địa, TDA cũng thường xuyên là công ty lớn thứ 2 có thị phần khoảng 17% -18% trong 3 năm qua.

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu TDA dựa trên ước tính EPS năm 2022 là 10.683 đồng, hệ số P/E mục tiêu là 7,5 lần dựa trên mức trung bình của các công ty cùng ngành khu vực và số lượng cổ phiếu lưu hành sau IPO là 114,69 triệu cổ phiếu. Theo đó, chúng tôi đưa ra giá trị mục tiêu 1 năm đối với giá cổ phiếu là **80.000 đồng/cổ phiếu**. So với các công ty cùng ngành trong nước, TDA có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn. Mặc dù công ty tạm thời có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với các công ty cùng ngành do ít phụ thuộc vào xuất khẩu hơn và tỷ trọng đóng góp của các sản phẩm GI thấp hơn, nhưng biên lợi nhuận của GL và PPGL thường ổn định hơn, đồng thời TDA cũng có nền tảng doanh thu mạnh từ Mỹ với các đơn đặt hàng sản phẩm chất lượng cao. Do đó, công ty có thể có lợi nhuận ổn định hơn so với các công ty khác trong năm 2022 khi xu hướng giá thép và sản lượng xuất khẩu trở về mức bình thường từ mức cao trong năm 2021.

**Triển vọng lợi nhuận:** Lợi nhuận năm 2021 có thể đạt mức cao nhất lịch sử, nhờ giá thép tăng cao và nhu cầu xuất khẩu bùng nổ.

**Sản lượng tiêu thụ năm 2021 của TDA ước tính tăng 17% đạt 783 nghìn tấn nhờ vào kênh xuất khẩu,** với sản lượng xuất khẩu ước tính tăng 152% đạt 526 nghìn tấn, nhờ nhu cầu mạnh mẽ ở thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu. Mặt khác, sản lượng tiêu thụ trong nước dự kiến sẽ giảm hơn -44% đạt 257 nghìn tấn, do tác động của dịch Covid-19 và việc tập trung vào kênh xuất khẩu.

**Biên lợi nhuận gộp ước tính cải thiện lên 10,3% trong năm 2021 từ mức 7,4% trong năm 2020,** nhờ xu hướng tăng của giá thép và công ty tận dụng được hàng tồn kho giá rẻ - đặc biệt

là trong nửa đầu năm 2021. Kết quả hoạt động tốt hơn cũng đến từ giá bán dự kiến cao hơn từ các khách hàng Châu Âu và Bắc Mỹ. Theo đó, **chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của TDA trong năm 2021 có thể đạt mức cao nhất trong lịch sử lần lượt đạt 25,3 nghìn tỷ đồng (+105%) và 1,26 nghìn tỷ đồng (+344%).**

Năm 2022, **chúng tôi ước tính LNST của TDA đạt mức ổn định 1,23 nghìn tỷ đồng (-3%)**, sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 5%, trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa ước tính phục hồi +60%, trong khi sản lượng xuất khẩu có thể giảm 22% từ mức cao năm 2021. Trong 3 năm tiếp theo, sự tăng trưởng của TDA sẽ được hỗ trợ bởi các dây chuyền sản xuất mới bắt đầu hoạt động trong cuối năm 2023, giúp gia tăng công suất thành phẩm của TDA thêm 40% từ mức hiện tại. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu đạt 2 nghìn tỷ đồng LNST trong năm 2025, tương đương CAGR giai đoạn 2022-2025 là 18%.

**Rủi ro đầu tư:** Sự biến động của giá thép cuộn cán nóng (HRC), các biện pháp bảo hộ trên thị trường xuất khẩu và áp lực cạnh tranh trong nước cao hơn dự kiến.

Chỉ tiêu	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	11.864	12.571	12.361	25.321	25.879
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	51	77	285	1.265	1.225
Tăng trưởng LN ròng (%)	-89%	49%	271%	344%	-3%
ROE (%)	2,5%	3,6%	12,5%	36,1%	23,7%
Ng/VCSH (%)	248%	183%	138%	77%	61%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	10%	5%	5%

*Nguồn: Công ty, SSI Research*

**PHỤ LỤC**

1. Lịch sử hình thành .....	4
2. Cơ cấu cổ đông .....	4
3. Cơ cấu doanh thu .....	5
4. Chi phí đầu vào .....	7
5. Vị thế thị trường và lợi thế cạnh tranh .....	7
6. Diễn biến hoạt động kinh doanh .....	8
7. Triển vọng kinh doanh.....	10
8. Ước tính lợi nhuận: Lợi nhuận năm 2021 có thể đạt mức cao nhất lịch sử, nhờ giá thép tăng cao và nhu cầu xuất khẩu bùng nổ .....	11
9. Định giá và luận điểm đầu tư .....	12
10. Rủi ro đầu tư.....	12
PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM .....	13
KHUYẾN CÁO.....	14
THÔNG TIN LIÊN HỆ.....	14

## 1. Lịch sử hình thành

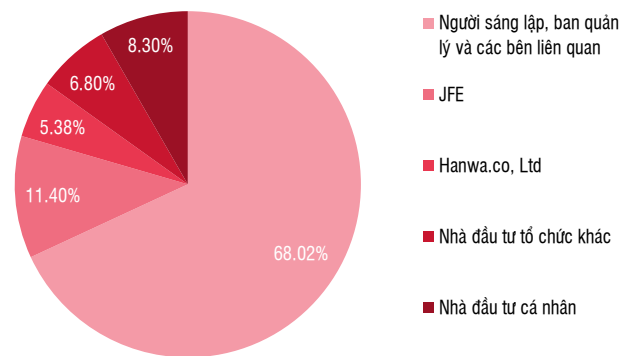
Công ty Cổ phần Tôn Đông Á được thành lập từ năm 1998, tiền thân là công ty TNHH, sau đó chuyển thành công ty cổ phần trong năm 2009. Sản phẩm chính của công ty là tôn mạ dùng trong hoạt động xây dựng như tấm lợp, vách, sàn ... TDA có 2 nhà máy tại Khu công nghiệp Sóng Thần 1 và Đồng An 2 tại tỉnh Bình Dương, với công suất hàng năm lên đến 850 nghìn tấn.

Vốn điều lệ của TDA tại thời điểm tháng 6/2021 là 1 nghìn tỷ đồng. Công ty sẽ tiến hành IPO trong tháng 11/2021 và dự kiến sẽ chào bán 12,4 triệu cổ phiếu sơ cấp và 3 triệu cổ phiếu thứ cấp - tương ứng với 12% và 3% vốn điều lệ trước chào bán. Số lượng cổ phiếu lưu hành sau đợt chào bán sẽ là 114,7 triệu cổ phiếu. Công ty dự kiến sẽ niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE trong tháng 1/2022.

## 2. Cơ cấu cổ đông

Các nhà sáng lập, ban quản lý và các bên liên quan khác kiểm soát 68% tổng số cổ phiếu đang lưu hành. Các nhà đầu tư tổ chức sở hữu 23,6% cổ phần, trong đó JFE và Hanwa sở hữu lượng cổ phần lớn thứ 2 và thứ 3 lần lượt là 11,4% và 5,4%. Ông Nguyễn Thanh Trung, Chủ tịch HĐQT và cũng là người sáng lập TDA, đã gắn bó với công ty từ năm 1998 và có hơn 40 năm kinh nghiệm trong ngành. Các thành viên chủ chốt của ban lãnh đạo cũng có kinh nghiệm dày dặn với 15-25 năm kinh nghiệm trong ngành.

Cơ cấu cổ đông trước IPO



Nguồn: Công ty

### Công suất hoạt động và kế hoạch mở rộng

TDA có công suất tôn mạ đạt 850 nghìn tấn, chiếm khoảng 10% công suất trong nước. Công ty có thể tự cung cấp 750 nghìn CRC, sản phẩm trung gian bán thành phẩm giữa HRC và thành phẩm. Công suất của dây chuyền phủ màu đạt 240 nghìn tấn/năm.

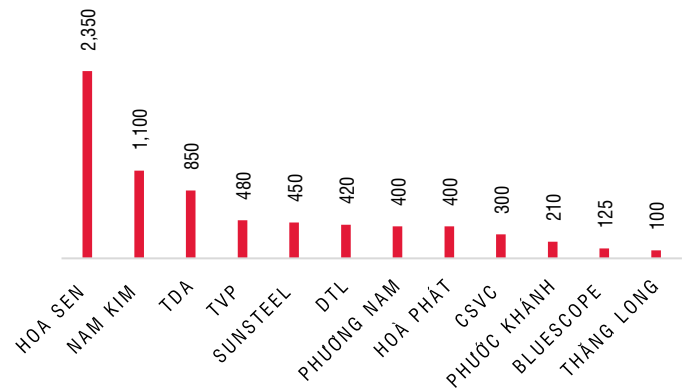
Địa điểm nhà máy	Dây chuyền sản xuất	Loại sản phẩm	Năm đi vào hoạt động	Công suất (nghìn tấn/năm)	Nhà cung cấp máy móc thiết bị
Chi nhánh tại KCN Đồng An 2, Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương	CN1	CRC	2014	750	Danieli (Ý)
	CN2		2017		
	CK4	Dây chuyền tôn lạnh/tôn	2013-2014	250	CNSE (Nhật Bản)
	CK5	mạ kẽm (GL/GI)	2016-2017	180	
	CK6	Phủ màu	2017-2018	350	Danieli Wean United (Ý)
Trụ sở tại KCN Sóng Thần 1, Dĩ An, tỉnh Bình Dương	CM4	Phủ màu	2018	120	Danieli Fata Hunter
	CK3	GL/GI	2009	100	CNSE (Nhật Bản), Teledyne (Mỹ), AT&M (Trung Quốc)
	CM1, CM2, CM3	Phủ màu	2008	120	Dong Bu Machinery (Hàn Quốc)

Nguồn: Công ty, SSI Research

### Công suất (nghìn tấn/năm)

Do các nhà máy dự kiến sẽ tiệm cận công suất tối đa cuối năm 2021, TDA dự kiến sẽ tăng công suất tôn mạ thêm 40% lên 1,2 triệu tấn, đồng thời nâng công suất CRC và công suất tôn mạ màu lên lần lượt khoảng 1-1,2 triệu tấn và 290 nghìn tấn. Tổng mức đầu tư dự kiến để mở rộng khoảng 2,3 nghìn tỷ đồng, trong đó 65% là vay ngân hàng. Các dây chuyền sản xuất mới dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2023.

Về dài hạn, công ty dự kiến sẽ đầu tư thêm 4,1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2023-2027 để mở rộng tổng công suất tôn mạ lên hơn 2 triệu tấn/năm. Kế hoạch này sẽ tạo ra các sản phẩm chất lượng cao hơn, cung cấp nguyên liệu đầu vào để sản xuất đồ gia dụng và ô tô.

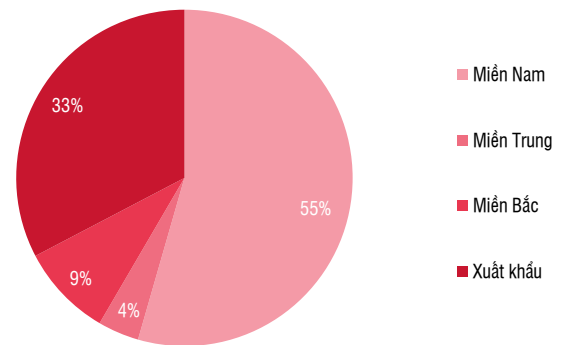


Nguồn: Công ty, SSI Research

### 3. Cơ cấu doanh thu

**Phần lớn doanh thu đến từ kênh nội địa:** Kênh nội địa chiếm phần lớn doanh thu, với mức trung bình 60% tổng sản lượng tiêu thụ và doanh thu của TDA và 80% lợi nhuận gộp trong 3 năm qua. So với xuất khẩu, biên lợi nhuận gộp từ kênh nội địa cũng thường cao hơn và thể hiện sự ổn định hơn ở mức khoảng 8% -11% trong 5 năm qua.

#### Cơ cấu sản lượng tiêu thụ năm 2020

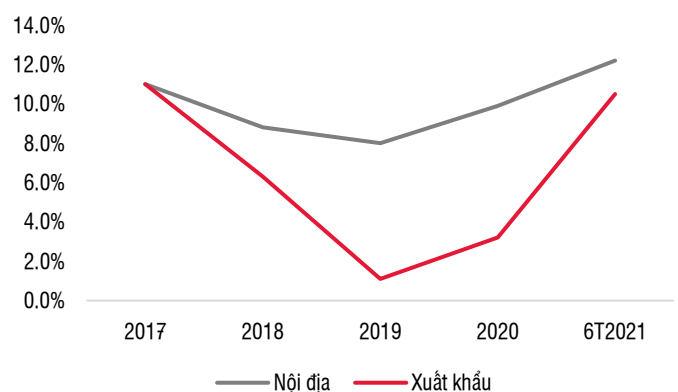


Nguồn: Công ty, SSI Research

Về **kênh nội địa**, mảng bán buôn, trong đó các sản phẩm được bán thông qua các tổng đại lý lớn, chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng 35% doanh thu và 51% lợi nhuận gộp của kênh nội địa trong giai đoạn 2018-2020. Mặt khác, mảng bán lẻ với các sản phẩm được bán thông qua hệ thống đại lý, chiếm lần lượt khoảng 35% và 32% doanh thu nội địa và lợi nhuận gộp trong cùng giai đoạn, với biên lợi nhuận gộp thường thấp hơn kênh bán buôn khoảng 1%-2%.

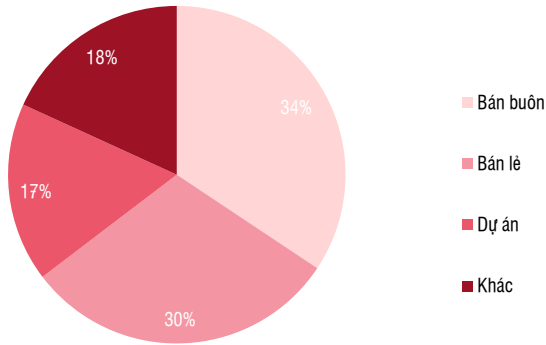
Kênh **dự án**, công ty bán sản phẩm trực tiếp cho các nhà thầu xây dựng và tòa nhà thép tiền chế, chiếm khoảng 15% tổng sản lượng và doanh thu. Biên lợi nhuận của kênh dự án ở mức dưới 5% trong giai đoạn 2019-2020 do công ty phải đưa ra mức giá khởi điểm thấp để thâm nhập vào các dự án mới, nhưng đã cải thiện đáng kể lên 13,3% trong nửa đầu năm 2021 sau khi sản phẩm của công ty dần được các nhà thầu chấp nhận.

#### Biên lợi nhuận gộp của kênh nội địa và kênh xuất khẩu

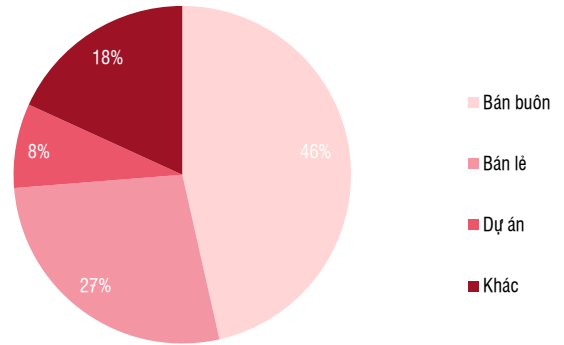


Nguồn: Công ty, SSI Research

## Cơ cấu doanh thu trong kênh nội địa giai đoạn 2019-6T2021



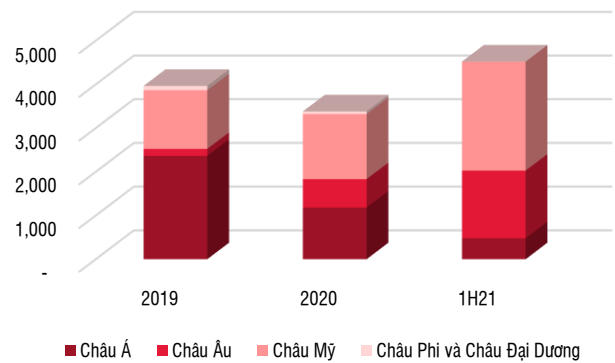
## Cơ cấu lợi nhuận gộp trong kênh nội địa giai đoạn 2019-6T2021



Nguồn, SSI Research

Về kênh **xuất khẩu**, TDA xuất khẩu cho khoảng 44 thị trường trên toàn cầu. Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu của thị trường Bắc Mỹ (chủ yếu là Mỹ và Mexico) và châu Âu tăng đều đặn từ 38% trong năm 2019 lên 63% trong năm 2020 và 89% trong nửa đầu năm 2021. Thị trường Bắc Mỹ thường có biên lợi nhuận cao nhất do giá cao hơn khoảng 10%-20% so với thị trường châu Á và thị trường nội địa.

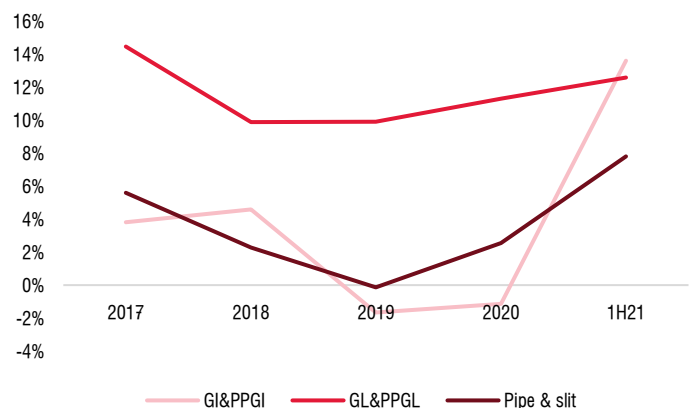
## Cơ cấu doanh thu xuất khẩu (tỷ đồng)



Nguồn: Công ty, SSI Research

Về cơ cấu sản phẩm, các dòng tôn mạ lạnh là những sản phẩm chính mang lại lợi nhuận cho TDA ở cả kênh nội địa và xuất khẩu. Mặc dù các dòng sản phẩm này chiếm khoảng 60% sản lượng tiêu thụ và 65% doanh thu, nhưng tỷ trọng lợi nhuận gộp của các dòng sản phẩm này cao hơn nhiều, chiếm khoảng 80% trong 4 năm qua nhờ mức giá cao hơn.

## Biên lợi nhuận gộp của các dây chuyền sản phẩm



Nguồn: Công ty, SSI Research

## 4. Chi phí đầu vào

Thép cuộn cán nóng (HRC) thường chiếm khoảng 80% giá thành sản xuất tôn mạ kẽm. Các công ty mua HRC từ nhiều nguồn khác nhau. Formosa Hà Tĩnh - công ty có vốn đầu tư FDI trong nước hoạt động tại Việt Nam, thường chiếm trên 30% -40% tổng chi phí đầu vào. Đối tác chiến lược JFE Shoji cung cấp khoảng 20% -30% chi phí đầu vào, với thời gian công nợ nới lỏng hơn trong vòng 90-120 ngày, và với mức giá ổn định hơn so với giá thị trường. Các nhà cung cấp đầu vào chính khác bao gồm các công ty sản xuất uy tín như Nippon, Công ty thép Bao Steel, Kobe và Posco.

## 5. Vị thế thị trường và lợi thế cạnh tranh

Tôn Đông Á là công ty sản xuất tôn mạ lớn thứ 2 tại Việt Nam, với thị phần năm 2020 là 16%, chỉ sau HSG. TDA cũng là doanh nghiệp có thị phần lớn thứ 2 khoảng 17% -18% trong 3 năm qua. Cụ thể hơn, tại miền Nam – thị trường chiếm khoảng 82% -84% sản lượng tiêu thụ nội địa của TDA, công ty đã chiếm thị phần cao nhất trong một số giai đoạn như năm 2019 và 2020.

### Thị phần trong nước

Công ty	Sản lượng tiêu thụ					Thị phần				
	2017	2018	2019	2020	8T21	2017	2018	2019	2020	8T21
HSG	566.087	647.405	574.134	560.135	379.227	30%	31%	25%	24%	29%
TDA	234.382	285.782	411.556	420.274	194.367	13%	14%	18%	18%	15%
NKG	234.473	213.545	311.722	269.328	137.492	13%	10%	13%	12%	10%
Thép Phương Nam	221.980	198.551	243.141	377.832	101.108	12%	10%	10%	16%	8%
Khác	605.777	735.082	799.468	682.408	500.301	33%	35%	34%	30%	38%
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.862.699</b>	<b>2.080.365</b>	<b>2.340.021</b>	<b>2.309.977</b>	<b>1.312.495</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, SSI Research

### Thị phần tại thị trường miền Nam

Công ty	Sản lượng tiêu thụ					Thị phần				
	2017	2018	2019	2020	8T21	2017	2018	2019	2020	8T21
HSG	338.817	401.526	314.847	318.906	222.194	29%	29%	20%	21%	27%
TDA	200.056	<b>240.549</b>	<b>349.870</b>	<b>341.591</b>	<b>160.131</b>	17,20%	18%	22%	22%	20%
NKG	165.163	140.820	230.846	212.413	107.231	14%	10%	15%	14%	13%
Thép Phương Nam	90.360	78.851	93.370	229.572	38.516	8%	6%	6%	15%	5%
Khác	366.759	503.706	576.210	425.408	292.448	32%	37%	37%	28%	36%
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.161.155</b>	<b>1.365.452</b>	<b>1.565.143</b>	<b>1.527.890</b>	<b>820.520</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, SSI Research

Lợi thế cạnh tranh của TDA bao gồm:

- Nhận diện thương hiệu mạnh mẽ, đặc biệt là ở thị trường miền Nam.
- Mạng lưới phân phối rộng khắp, với 10 tổng đại lý lớn, 100 đại lý cấp 1 và hơn 900 đại lý cấp 2 trên khắp cả nước. TDA có hơn 25 nhà phân phối B2B thường xuyên mua trên 1.000 tấn/tháng, hơn 600 đại lý B2C với lượng mua trên 500 tấn/tháng và hơn 40 khách hàng thép tiền chế.
- Khả năng cung cấp các sản phẩm chất lượng cao nhờ dây chuyền sản phẩm hiện đại từ các nhà cung cấp uy tín như đã đề cập ở trên và nguồn HRC đầu vào chất lượng cao. Tỷ trọng sản lượng loại 1 trong các nhà máy của TDA chiếm 99%, một trong những tỷ lệ cao nhất trong ngành. Đặc biệt, TDA là công ty tôn mạ đầu tiên ở Việt Nam được Samsung lựa chọn tham gia chương trình cải tiến của Samsung để sản xuất thép nguyên liệu đầu vào cho sản xuất đồ gia dụng trong tương lai.

## 6. Diễn biến hoạt động kinh doanh

(tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019	2020	6T2021
Doanh thu thuần	5.913	9.719	11.864	12.571	12.361	10.146
Lợi nhuận gộp	963	1.157	961	777	911	1.140
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	16,3%	11,9%	8,1%	6,2%	7,4%	11,2%
Lợi nhuận hoạt động	644	651	321	386	554	822
EBITDA	818	894	589	759	943	1.015
EBIT	671	692	353	427	606	845
Lợi nhuận trước thuế	574	535	66	89	348	761
Lợi nhuận ròng	522	452	51	77	285	618
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	8,8%	4,7%	0,4%	0,6%	2,3%	6,1%
ROA	15,1%	7,6%	0,6%	0,8%	3,4%	7,3%
ROE	52,4%	27,3%	2,5%	3,6%	12,5%	29,4%
Tổng VCSH	1.293	2.022	2.050	2.139	2.423	2.860
Tổng tài sản	2.792	1.933	9.850	8.236	8.334	11.526
Nợ ròng	1.817	4.424	4.411	3.402	2.314	2.658
<i>Nợ/VCSH</i>	1,58	2,28	2,48	1,83	1,38	1,55
<i>Nợ ròng/VCSH</i>	1,41	2,19	2,15	1,59	0,95	0,93

Nguồn: Công ty, SSI Research

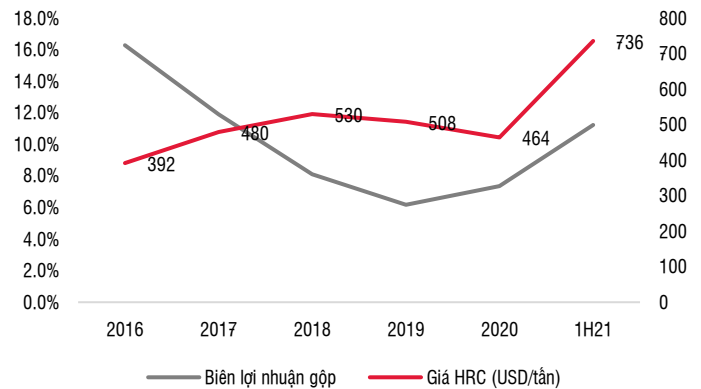
**Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ổn định nhờ kênh nội địa:** Trong giai đoạn 2016-2020, sản lượng tiêu thụ của TDA tăng 17%/năm (từ 351 nghìn tấn lên 668 nghìn tấn), mang lại mức tăng trưởng doanh thu bình quân 20%/năm so với cùng kỳ, từ 5,9 nghìn tỷ đồng lên 12,4 nghìn tỷ đồng. Hiệu quả hoạt động ổn định nhờ vào việc khởi công các dây chuyền sản xuất mới tại nhà máy Đồng An 2 trong giai đoạn 2016-2018, nâng công suất hơn gấp đôi cho toàn công ty. Kênh nội địa là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn này, với tốc độ CAGR sản lượng là 20%. Như đề cập trong bảng trên, thị phần nội địa của TDA đã tăng từ 13,5% trong năm 2016 lên 18,2% trong năm 2020; thị phần tại miền Nam tăng từ 17,4% lên 22% trong giai đoạn 2016-2020.

**Biên lợi nhuận gộp tăng trở lại trong năm 2021, sau 3 năm giảm:** Biên lợi nhuận gộp tăng từ 4% trong năm 2014 và 11,3% trong năm 2015 - đạt mức cao nhất lịch sử là 16,3% trong năm 2016. Biên lợi nhuận sau đó giảm xuống 11,9% trong năm 2017, ở mức khoảng 7% trong giai đoạn 2018-2020 một phần do xu hướng điều chỉnh của mặt bằng giá thép.

Biên lợi nhuận gộp giảm còn do **áp lực cạnh tranh gay gắt** từ cuối năm 2017, do công suất trong nước được mở rộng đáng kể. Tăng trưởng lợi nhuận đáng kể trong giai đoạn 2016-2017 được thúc đẩy bởi giá thép, khiến nhiều công ty tăng công suất từ 50% -100%. Đồng thời, các công ty sản xuất thép xây dựng khác như HPG và POM cũng đã tham gia vào thị trường thép dẹt, làm gia tăng sự cạnh tranh. Kết hợp với nhập khẩu giá rẻ, chiến tranh thương mại năm 2018 và sự điều chỉnh giá thép đã dẫn đến sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường nội địa - thúc đẩy các công ty cắt giảm biên lợi nhuận để tăng sản lượng tiêu thụ, tối ưu hóa công suất hoạt động, cắt giảm hàng tồn kho và giảm nợ. Do đó, biên lợi nhuận của hầu hết các công ty thép dẹt trong giai đoạn 2018-2019 đều giảm và dần hồi phục từ năm 2020 sau khi hàng tồn kho và tỷ lệ của các công ty trở về mức an toàn hơn.

Trong 6 tháng đầu năm, biên lợi nhuận gộp tăng lên 11,2% nhờ giá thép tăng, đặc biệt đối với các sản phẩm GI với giá trung bình trong 6 tháng đầu năm 2021 tăng 50% so với mức trung bình năm 2020, trong khi giá GL và sản phẩm GL tăng khoảng 30% trên cùng một cơ sở so sánh. Giá thép tăng nhờ nhiều nguyên nhân bao gồm nhu cầu thép toàn cầu phục hồi nhanh chóng, giá nguyên liệu thô tăng, nguồn cung bị gián đoạn do dịch Covid-19 và các biện pháp cắt giảm công suất thép của Trung Quốc để giảm lượng khí thải CO2.

**Biên lợi nhuận gộp của TDA và giá HRC (USD/tấn)**

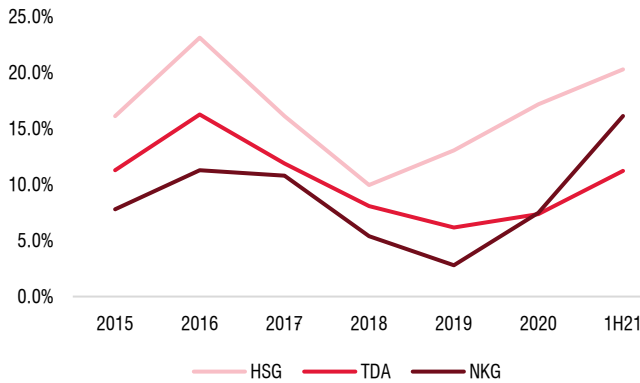


Nguồn: Công ty, Bloomberg, SSI Research



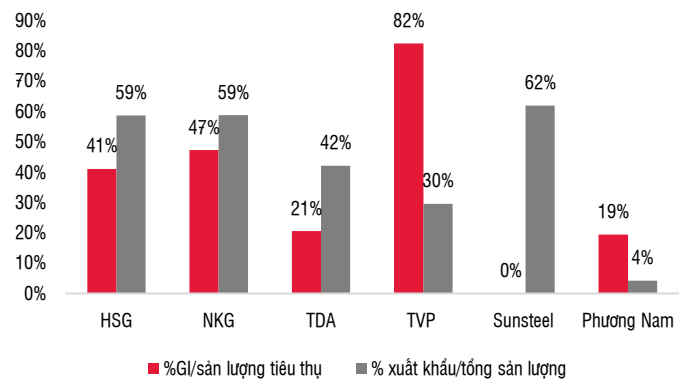
**So với các công ty khác, TDA có biên lợi nhuận gộp tương đối ổn định hơn.** Trong 6 tháng đầu năm 2021, biên lợi nhuận gộp cao hơn 1% so với trung bình 6 năm trước, trong khi biên lợi nhuận gộp nới rộng tại HSG và NKG cao hơn nhiều lần lượt là 4,4% và 8,6%. Điều này là do TDA ít phụ thuộc hơn vào kênh xuất khẩu có biên lợi nhuận biến động hơn, sản lượng dự trữ giá rẻ thấp hơn và tỷ trọng đóng góp thấp hơn của mảng sản phẩm GI vốn có mức tăng giá mạnh hơn và biên lợi nhuận nới rộng như đã đề cập trước đó.

### Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: Công ty, SSI Research

### Tỷ trọng GI và xuất khẩu trong tổng sản lượng tôn mạ từ năm 2019 đến 8T2021



Nguồn: Công ty, SSI Research

**Chi phí bán hàng được giảm thiểu nhờ chi phí vận tải giảm:** Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu đã giảm đáng kể khoảng 4,2%-4,5% trong giai đoạn 2016-2018 xuống còn 2,3%-2,4% trong giai đoạn 2019-2020. Điều này phần lớn nhờ vào việc cắt giảm chi phí quảng cáo cũng như việc thành lập Tôn Đông Á Bình Dương, công ty con chuyên về vận tải đã giúp cắt giảm một nửa chi phí vận chuyển giữa các nhà máy TDA và các chi nhánh. Trong thời gian tới, ban lãnh đạo đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu dưới 3%.

**Dòng tiền hoạt động (CFO) hiệu quả giúp giảm tỷ lệ nợ xuống mức an toàn và bền vững:** Với CFO bình quân 1 nghìn tỷ đồng/năm trong 3 năm qua, TDA đã giảm 48% dư nợ ròng, giảm đáng kể từ 4,4 nghìn tỷ đồng trong cuối năm 2017 xuống 2,3 nghìn tỷ đồng trong cuối năm 2020. Theo đó, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu giảm từ 2,19 lần xuống mức an toàn hơn là 0,95 lần.

## 7. Triển vọng kinh doanh

**Nhu cầu thép nội địa có thể tăng trưởng ổn định trong 5 năm tới:** Từ năm 2016 đến 6 tháng đầu năm 2021, sản lượng tiêu thụ thép dẹt thành phẩm của ngành thép trong nước tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng bình quân là 7,3%/năm. Mức tiêu thụ thép bình quân đầu người trong năm 2020 ước tính là 240 kg, thấp hơn mức trung bình của châu Á là 309 kg. Trong những năm tiếp theo, nhu cầu thép có thể được thúc đẩy bởi tốc độ tăng trưởng GDP ổn định từ 6,5% -7,0%/năm, tốc độ đô thị hóa và dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định và kế hoạch đầu tư công của Chính phủ là 2,87 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2025 (+43,5% so với giai đoạn 2016-2020). Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, nhu cầu thép trong nước có thể tăng trung bình khoảng 5% -7%/năm trong vòng 5 năm tới.

Mức tiêu thụ thép bình quân đầu người (kg/người)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Việt Nam	197	238	229	234	252	240
Philippines	86	93	93	101	93	81
Indonesia	44	48	51	56	59	55
Malaysia	330	334	304	310	288	263
Thái Lan	264	301	275	277	265	248
Singapore	718	501	477	502	400	376
<b>Châu Á</b>	<b>243</b>	<b>247</b>	<b>268</b>	<b>283</b>	<b>299</b>	<b>309</b>
<b>Thế giới</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>217</b>	<b>224</b>	<b>229</b>	<b>228</b>

Nguồn: Hiệp hội Thép Thế giới, SSI Research

**Thuế chống bán phá giá bảo vệ các công ty trong nước trước các sản phẩm nhập khẩu:** Tôn mạ nhập khẩu vào Việt Nam đang phải chịu mức thuế chống bán phá giá, dao động từ 2,5% -38% tùy thuộc từng công ty từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Các mức thuế này khiến lượng tôn mạ nhập khẩu giảm khoảng 60% -70% trong giai đoạn 2017-2020. Mức thuế này sẽ có hiệu lực trong thời hạn 5 năm cho đến năm 2022-2024 và có thể được gia hạn.

	Tôn mạ kẽm	Tôn mạ màu
Văn bản có hiệu lực	Quyết định số 105/QĐ-BCT ban hành ngày 30/3/2017	Quyết định số 3198/QĐ-BCT ban hành ngày 24/20/2019
Thời gian có hiệu lực	Tháng 4/2017 đến tháng 4/2022	Tháng 10/2019 đến tháng 10/2024
Thuế chống bán phá giá	Các công ty sản xuất Trung Quốc: 3,17%-38,34% Các công ty sản xuất Hàn Quốc: 7,02%-19%	Các công ty sản xuất Trung Quốc: 2,5% - 34,27% Các công ty sản xuất Hàn Quốc: 4,71%-19,25%

Nguồn: Bộ Tài chính

**Kênh xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ:** Sản lượng xuất khẩu thép dẹt thành phẩm của Việt Nam tăng trung bình 23%/năm trong giai đoạn 2016-6T2021, cao hơn nhiều so với mức 7% của thị trường nội địa. So với các nước khác, Việt Nam có nhiều lợi thế về sản xuất thép, bao gồm chi phí năng lượng và chi phí nhân công thấp hơn, ưu đãi thuế và vị trí địa lý.

Trong số các thị trường xuất khẩu, tỷ trọng xuất khẩu sang Châu Âu và Mỹ tăng đáng kể trong 3 năm qua, từ khoảng 30% trong năm 2019 lên khoảng 50% -70%. Điều này là do nhu cầu thép phục hồi cùng với sự gián đoạn nguồn cung ở những khu vực này, mức thuế cao đối với các công ty sản xuất Trung Quốc và EVFTA. Ngoài ra, chính sách hạn chế sản xuất và xuất khẩu thép của Trung Quốc để giảm lượng khí thải CO2 cũng hỗ trợ xuất khẩu thép của Việt Nam.

**Giảm áp lực từ việc tăng công suất trong thời gian tới:** Mặc dù biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể, ngoại trừ TDA, hầu hết các công ty tôn mạ đều không có kế hoạch mở rộng công suất đáng kể trong 1-3 năm tới. Chúng tôi ước tính công suất hoạt động của toàn ngành trong năm 2021 là trên 90%, cải thiện từ khoảng 70% trong năm 2020. Do đó, mặc dù chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận của các công ty sẽ duy trì ở mức cao như vậy trong những năm tới, nhưng chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận sẽ duy trì ở mức cao hơn giai đoạn 2018-2019.

**Giống như một số ngành công nghiệp khác và các công ty niêm yết tại Việt Nam, cấu trúc thị trường có xu hướng hợp nhất theo hướng có lợi đối với các công ty dẫn đầu:** Chúng tôi tin rằng khoảng cách giữa các đối thủ cạnh tranh trong nước sẽ mở rộng theo thời gian, khi các công ty hàng đầu với nhiều lợi thế cạnh tranh sẵn sàng củng cố vị thế trên thị trường. Các công ty nhỏ hơn và hoạt động kém hiệu quả hơn dần dần mất thị phần, và cuối cùng sẽ rời khỏi thị trường.

## 8. Ước tính lợi nhuận: Lợi nhuận năm 2021 có thể đạt mức cao nhất lịch sử, nhờ giá thép tăng cao và nhu cầu xuất khẩu bùng nổ

**Sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 17% đạt 783 nghìn tấn nhờ vào kênh xuất khẩu.** Chúng tôi ước tính tổng sản lượng xuất khẩu trong năm 2021 sẽ tăng mạnh 152% đạt 526 nghìn tấn, nhờ nhu cầu mạnh mẽ ở thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu khi tỷ trọng trong tổng xuất khẩu tăng lên khoảng 85%-90% từ mức trung bình chỉ ở mức 50% trong 4 năm qua. Mặt khác, sản lượng tiêu thụ trong nước dự kiến sẽ giảm hơn -44% đạt 257 nghìn tấn, do tác động của dịch Covid-19 và việc tập trung vào sản lượng xuất khẩu.

**Biên lợi nhuận gộp ước tính sẽ cải thiện lên 10,3% trong năm 2021 từ mức 7,4% trong năm 2020.** Như đã đề cập ở trên, biên lợi nhuận gộp 6T2021 tăng 5 điểm cơ bản so với cùng kỳ và 1 điểm cơ bản so với mức trung bình lịch sử 5 năm. Biên lợi nhuận tổng thể cải thiện có thể là do giá thép có xu hướng tăng giúp công ty tận dụng được hàng tồn kho giá rẻ - đặc biệt là trong nửa đầu năm 2021. Ngoài ra, không giống như trước đây khi kênh xuất khẩu có biên lợi nhuận thấp hơn, *biên lợi nhuận bình quân từ các thị trường này đã tiệm cận với thị trường nội địa trong 6 tháng đầu năm 2021, và thậm chí có thể vượt biên lợi nhuận trong nước trong nửa cuối năm 2021.* Điều này là do giá HRC tại thị trường Châu Âu và Bắc Mỹ lần lượt tăng lên 1.300 USD và 1.900 USD/tấn, cao hơn khoảng 30%-90% so với thị trường châu Á. Mức giá có lợi như vậy đến từ sự phục hồi kinh tế nhanh chóng và sự gián đoạn của chuỗi cung ứng toàn cầu.

**Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của TDA trong năm 2021 có thể đạt mức cao nhất trong lịch sử lần lượt đạt 25,3 nghìn tỷ đồng và 1,26 nghìn tỷ đồng, đạt mức tăng trưởng vượt bậc lần lượt là 105% và 343% so với cùng kỳ.** Trong nửa đầu năm 2021, công ty đạt 618 tỷ đồng LNST, với mức tăng trưởng ngoạn mục 887% so với cùng kỳ.

Năm 2022, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của công ty tăng 5% đạt công suất tối đa là 822 nghìn tấn. Sản lượng tiêu thụ nội địa ước tính phục hồi đạt 412 nghìn tấn (+60%), trong khi sản lượng xuất khẩu có thể giảm 22% đạt 410 nghìn tấn do công ty đặt mục tiêu giữ cơ cấu doanh thu cân bằng giữa nội địa và xuất khẩu. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp có thể trở về mức bình thường là 9,1%, giảm nhẹ 1 điểm cơ bản do không còn lợi thế hàng tồn kho giá rẻ và tỷ trọng doanh thu từ thị trường xuất khẩu giảm xuống. **Theo đó, lợi nhuận sau thuế năm 2022 ước tính sẽ ổn định ở mức 1,23 nghìn tỷ đồng (-3%).**

Trong 3 năm tới, sự tăng trưởng của TDA sẽ được hỗ trợ bởi các dây chuyền sản xuất mới bắt đầu hoạt động trong cuối năm 2023, với công suất 500 nghìn tấn/năm đối với dây chuyền CRC, 350 nghìn tấn đối với dây chuyền tôn mạ và 50 nghìn tấn đối với dây chuyền phủ màu, **tăng công suất thành phẩm của TDA lên hơn 40%.** Chúng tôi ước tính dây chuyền sản xuất mới sẽ hoạt động với công suất là 40% trong năm 2023, 75% trong năm 2024 và 100% trong năm 2025, điều này sẽ thúc đẩy tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của công ty lên 13% trong giai đoạn 2023-2025. Ban lãnh đạo đặt kế hoạch đạt 2 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2025, tương ứng với CAGR là 18% trong giai đoạn 2022-2025.

## 9. Định giá và luận điểm đầu tư

Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu TDA dựa trên ước tính EPS năm 2022 là 10.683 đồng, hệ số P/E mục tiêu là 7,5 lần dựa trên mức trung bình của các công ty cùng ngành khu vực và số lượng cổ phiếu lưu hành sau IPO là 114,69 triệu cổ phiếu. Theo đó, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm đối với giá cổ phiếu TDA là **80.000 đồng/cổ phiếu**.

Cổ phiếu ngành thép thường có hệ số P/E cao trong chu kỳ giảm và P/E thấp hơn trong chu kỳ tăng do các nhà đầu tư kỳ vọng vào việc bình thường hóa biên lợi nhuận của các công ty. Hệ số P/E của HSG và NKG, 2 công ty cùng ngành nhất với TDA, có P/E trung bình lần lượt là 7,5 lần và 7,1 lần trong 6 năm qua. So với các công ty cùng ngành trong nước, TDA có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn. Công ty cũng tạm thời có biên lợi nhuận thấp hơn do ít phụ thuộc vào xuất khẩu hơn và tỷ trọng đóng góp của các sản phẩm GI thấp hơn như đã đề cập ở trên. Tuy nhiên, biên lợi nhuận của tôn mạ kẽm và tôn mà màu thường ổn định hơn, và TDA cũng có nền tảng doanh thu mạnh từ Mỹ với yêu cầu các đơn đặt hàng chất lượng cao. Do đó, công ty có thể có lợi nhuận ổn định hơn so với các công ty khác trong năm 2022 khi xu hướng giá thép và sản lượng xuất khẩu trở về mức bình thường từ mức cao trong năm 2021.

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần (triệu USD)	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE (%)	ROA (%)	Nợ/V CSH	P/B	P/E dự phóng 1 năm
Baoshan Iron & Steel Co Ltd	Trung Quốc	29.660	51.365	14,2%	7,0%	12,9%	6,5%	0,4	1,0	7,9
China Steel Corp	Đài Loan	18.931	13.250	14,0%	7,8%	9,7%	4,5%	0,7	1,7	8,5
Hyundai Steel Co	Hàn Quốc	5.126	17.443	10,0%	1,2%	1,4%	0,7%	0,8	0,4	5,7
YC INOX Co Ltd	Đài Loan	504	487	12,0%	4,7%	8,0%	4,9%	0,3	1,5	14,4
KISCO Holdings Co Ltd	Hàn Quốc	323	1.066	15,8%	4,3%	6,0%	3,4%	0,0	0,3	7,0
International Steels Ltd	Pakistan	197	436	19,3%	10,7%	47,2%	17,7%	0,6	1,8	5,1
CSC Steel Holdings Bhd	Malaysia	115	343	8,0%	5,0%	8,6%	7,9%	-	0,6	7,6
Tập đoàn Hòa Phát	Việt Nam	10.903	5.053	26,6%	21,5%	39,8%	18,4%	0,9	3,4	8,2
Tập đoàn Hoa Sen	Việt Nam	1.034	1.786	19,2%	9,3%	47,9%	18,4%	1,2	2,4	7,4
Công ty cổ phần thép Nam Kim	Việt Nam	461	807	13,2%	7,5%	37,1%	12,9%	0,9	2,3	7,5
<b>Bình quân</b>		<b>769</b>	<b>1.426</b>	<b>14,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>7,6</b>
<b>TDA</b>	Việt Nam	N.a	746	9,9%	4,9%	29,4%	7,3%	0,7	N.a	N.a

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## 10. Rủi ro đầu tư

Các rủi ro chính đối với TDA bao gồm:

- **Biến động của giá HRC:** Do HRC chiếm khoảng 80% chi phí sản xuất nên sự biến động của giá HRC sẽ ảnh hưởng đáng kể đến giá vốn hàng bán. Trong khi TDA và các công ty sản xuất thép dẹt trong nước khác thường có thể chuyển một phần giá HRC tăng cho khách hàng, thì việc biến động giá mạnh (đặc biệt là giảm giá) sẽ khiến các công ty gặp khó khăn trong việc quản lý hàng tồn kho và bảo đảm biên lợi nhuận.
- **Các biện pháp bảo hộ tại thị trường xuất khẩu:** Nhiều quốc gia thực hiện các hành động để bảo vệ ngành thép trong nước bằng cách áp đặt các biện pháp bảo hộ khác nhau, chẳng hạn như thuế chống bán phá giá, thuế tự vệ, hạn ngạch nhập khẩu... TDA đã và đang nỗ lực để giảm sự phụ thuộc vào bất kỳ thị trường nào bằng cách đa dạng hóa các đối tác thương mại trên thị trường xuất khẩu.
- **Áp lực cạnh tranh trong nước mạnh hơn dự kiến:** Ngành thép trong nước thừa công suất và có nguy cơ công suất trong nước vẫn có thể tăng lên trong thời gian tới. Tuy nhiên, như đã đề cập trước đó, chúng tôi không nhận thấy có sự gia tăng đáng kể nào tại các công ty sản xuất lớn ngoài TDA. Bối cảnh cạnh tranh trong nước có xu hướng ổn định hơn trong ngắn hạn so với trước đây.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	186	379	1.702	1.976
+ Đầu tư ngắn hạn	334	659	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.018	1.584	1.621	1.656
+ Hàng tồn kho	2.890	2.326	4.543	4.707
+ Tài sản ngắn hạn khác	259	89	223	228
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.687</b>	<b>5.037</b>	<b>8.088</b>	<b>8.567</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	4	5	9	8
+ GTCL Tài sản cố định	3.226	2.933	2.671	3.525
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	1	32	32	32
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	317	328	459	475
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3.548</b>	<b>3.297</b>	<b>3.171</b>	<b>4.040</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8.236</b>	<b>8.334</b>	<b>11.259</b>	<b>12.607</b>
+ Nợ ngắn hạn	5.000	5.157	6.034	6.017
Trong đó: vay ngắn hạn	2.905	2.658	2.953	2.824
+ Nợ dài hạn	1.097	754	699	842
Trong đó: vay dài hạn	1.017	693	568	706
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>6.097</b>	<b>5.911</b>	<b>6.733</b>	<b>6.859</b>
+ Vốn góp	886	975	1.147	1.147
+ Thặng dư vốn cổ phần	464	464	1.131	1.242
+ Lợi nhuận chưa phân phối	694	978	2.243	3.353
+ Quỹ khác	94	5	5	5
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.139</b>	<b>2.423</b>	<b>4.526</b>	<b>5.748</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.236</b>	<b>8.334</b>	<b>11.259</b>	<b>12.607</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	928	1.195	392	1.458
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	252	-416	-76	-1.191
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.182	-586	1.008	-48
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-2</b>	<b>193</b>	<b>1.324</b>	<b>219</b>
Tiền đầu kỳ	188	186	379	1.756
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>186</b>	<b>379</b>	<b>1.702</b>	<b>1.976</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,94	0,98	1,34	1,42
Hệ số thanh toán nhanh	0,31	0,51	0,55	0,6
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,28	0,33
Nợ ròng / EBITDA	5,72	3,56	0,99	0,82
Khả năng thanh toán lãi vay	1,26	2,34	9,98	10,64
Ngày phải thu	30,3	35,3	21,4	21,7
Ngày phải trả	36,4	40,3	28,3	32,3
Ngày tồn kho	96,9	83,1	55,2	71,7
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,26	0,29	0,4	0,46
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,74	0,71	0,6	0,54
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,85	2,44	1,49	1,19
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,83	1,38	0,78	0,61
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	1,36	1,1	0,65	0,49

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo Kết quả Kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>12.571</b>	<b>12.361</b>	<b>25.321</b>	<b>25.879</b>
Giá vốn hàng bán	-11.795	-11.450	-22.714	-23.536
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>777</b>	<b>911</b>	<b>2.608</b>	<b>2.343</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	72	95	120	163
Chi phí tài chính	-355	-271	-210	-182
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí quản lý bán hàng	-283	-292	-798	-673
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-128	-97	-139	-122
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>82</b>	<b>345</b>	<b>1.581</b>	<b>1.532</b>
Thu nhập khác	6	3	0	0
Thu nhập từ các công ty liên kết	89	348	1.581	1.532
Lợi nhuận trước thuế	77	285	1.265	1.225
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>77</b>	<b>285</b>	<b>1.265</b>	<b>1.225</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	866	2.923	11.027	10.683
Giá trị sổ sách (VND)	24.129	24.846	39.461	50.115
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	1.000	500	500
EBIT	427	606	1.757	1.690
EBITDA	759	943	2.095	2.028
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	6,0%	-1,7%	104,8%	2,2%
EBITDA	28,9%	24,2%	122,2%	-3,2%
EBIT	20,9%	41,9%	189,8%	-3,8%
Lợi nhuận ròng	49,2%	271,4%	343,7%	-3,1%
Vốn chủ sở hữu	3,2%	13,3%	86,8%	25,5%
Vốn điều lệ	0,0%	10,0%	17,6%	0,0%
Tổng tài sản	-16,4%	1,2%	35,1%	11,4%
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6,2%	7,4%	10,3%	9,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	3,1%	4,5%	6,7%	6,2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,6%	2,3%	5,0%	4,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,3%	2,4%	3,2%	2,6%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,0%	0,8%	0,6%	0,5%
ROE	3,6%	12,5%	36,4%	23,7%
ROA	0,8%	3,4%	12,9%	10,2%
ROIC	5,6%	8,4%	20,3%	15,6%

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715