



TON DONG A

# TÔN LÊN VẺ ĐẸP TỪNG CÔNG TRÌNH

 **MBSecurities**

**BÁO CÁO LẦN ĐẦU**

**Công Ty Cổ Phần  
Tôn Đông Á**

**Tận dụng cơ hội  
Phát triển vượt trội**

**Dương Thiên Chí**

[Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

## Luận điểm đầu tư

Công ty cổ phần Tôn Đông Á đã cho thấy sự hoạt động cực kỳ hiệu quả của mình trong khoảng thời gian gần đây và đang trong quá trình IPO. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu Tôn Đông Á với các luận điểm sau đây: (1) Tận dụng và duy trì thế mạnh ở thị trường Miền Nam, (2) Mở rộng đầu tư và phát triển nhà máy mới phục vụ sản xuất và tăng cường xuất khẩu, (3) Tận dụng nguồn cung đang thiếu hụt trên thị trường toàn cầu và (4) Kế hoạch phát triển, mở rộng nhận diện thương hiệu với bộ nhận diện độc quyền và mạng lưới cung ứng lớn.

## Cập nhật doanh nghiệp

**Sản lượng tiêu thụ nội địa duy trì và sản lượng xuất khẩu tăng trưởng mạnh:** Trong 6 tháng đầu năm 2021, sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trưởng 4% YoY đạt gần 200 nghìn tấn, riêng quý 3 đạt 79 nghìn tấn. Bên cạnh đó, sản lượng xuất khẩu 9 tháng đầu năm 2021 tăng trưởng mạnh mẽ đạt hơn 300 nghìn tấn tăng trưởng 130% YoY.

**Kết quả kinh doanh cực kỳ ấn tượng:** Trong 9T/2021 doanh thu tăng trưởng 101% YoY đạt hơn 17 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 1.9 nghìn tỷ đồng tăng trưởng 231% YoY và lợi nhuận ròng đạt 954 tỷ đồng tăng trưởng gần 545% YoY.

**Biên lợi nhuận cải thiện vượt trội:** Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong 9T/2021 đạt lần lượt 11.2% và 5% cải thiện hơn rất nhiều so với con số 7.4% và 2.3% trong năm 2020.

**Phát triển độ nhận diện và mở rộng công suất:** Tôn Đông Á đang tiến hành và đầu tư xây dựng nhà máy mới với công suất tối đa 1,2 triệu tấn/ năm, bên cạnh đó Tôn Đông Á đang tận dụng bộ nhận diện thương hiệu KING, WIN, S để phát triển dự án KingShop nhằm tăng quy mô nhận diện thương hiệu trên thị trường.

**Khuyến nghị:** Chúng tôi kết hợp đồng thời 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu Tôn Đông Á đến từ triển vọng về tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, sự phục hồi vĩ mô của nền kinh tế thế giới nói chung và nền kinh tế Việt Nam nói riêng sẽ vực dậy nhu cầu tiêu thụ tôn thép trên toàn cầu.

	Đơn vị	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>12,571</b>	<b>12,361</b>	<b>21,178</b>	<b>21,342</b>	<b>24,829</b>	<b>28,355</b>
EBIT	Tỷ VND	365	521	1,743	1,885	2,193	2,367
<b>LNST</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>77</b>	<b>286</b>	<b>1,227</b>	<b>1,276</b>	<b>1,486</b>	<b>1,613</b>
EPS	VND	866	2,933	11,399	10,838	12,629	13,709
Tăng trưởng EPS	%	50%	239%	255%	4%	17%	9%
BVPS	VND	24,128	24,846	33,407	40,838	52,835	65,858
Tăng trưởng BVPS	%	3%	3%	23%	34%	29%	25%
<b>P/E</b>	<b>Lần</b>			<b>5.4x</b>	<b>5.7x</b>	<b>4.9x</b>	<b>4.5x</b>
<b>P/B</b>	<b>Lần</b>			<b>1.8x</b>	<b>1.5x</b>	<b>1.2x</b>	<b>0.9x</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>Lần</b>	<b>10.2x</b>	<b>5.7x</b>	<b>5.5x</b>	<b>5.3x</b>	<b>4.5x</b>	<b>4.1x</b>
Cổ tức trên mệnh giá	VND	-	-	1,428	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt	%	0%	0%	2%	0%	0%	0%
<b>ROE</b>	<b>%</b>	<b>4%</b>	<b>12%</b>	<b>34%</b>	<b>27%</b>	<b>24%</b>	<b>21%</b>
<b>ROA</b>	<b>%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>
Nợ vay / Vốn CSH	%	183%	138%	139%	117%	102%	82%

## TỔNG QUAN VỀ TÔN ĐÔNG Á

Công ty Cổ phần Tôn Đông Á tiền thân là Công ty TNHH Đông Á được thành lập vào 5/11/1998, sau đó được đổi tên thành Công ty TNHH Tôn Đông Á vào tháng 06 năm 2005.

Năm 2009, Công ty TNHH Tôn Đông Á được chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Tôn Đông Á. Nhà máy sản xuất đặt tại tỉnh Bình Dương với tổng diện tích nhà xưởng hơn 35.000 m<sup>2</sup>

Năm 2010, Dây chuyền mạ kẽm/hợp kim nhôm kẽm công nghệ NOF chính thức đi vào hoạt động. Tôn Đông Á thâm nhập vào thị trường thép lá mạ với các sản phẩm tôn kẽm, tôn lạnh, tôn lạnh màu chất lượng cao phục vụ cho ngành xây dựng dân dụng và công nghiệp.

Năm 2013, Nhà máy sản xuất thép lá mạ thứ hai tại KCN Đồng An 2, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương, được khởi công xây dựng. Nhà máy có tổng diện tích 125.800 m<sup>2</sup> với số vốn đầu tư 160 triệu USD.

Năm 2012, Tôn Đông Á đầu tư dự án ERP trên 1 triệu USD nhằm mục đích nâng cao hiệu quả hoạt động và quản lý toàn diện trong sản xuất, kinh doanh.

Năm 2011, Dây chuyền mạ màu thứ ba ra đời, nâng tổng công suất nhà máy tại Khu Công nghiệp Sóng Thần 1 lên 150.000 tấn/năm.

Năm 2015, Hoàn thiện giai đoạn 1 của nhà máy Thủ Dầu Một có công suất 250.000 tấn/năm với vốn đầu tư 70 triệu USD. Toàn bộ dây chuyền có công nghệ tiên tiến bậc nhất đến từ Châu Âu và Nhật Bản.

Năm 2017, Hoàn thiện giai đoạn 2 của nhà máy Thủ Dầu Một có công suất tăng thêm 600.000 tấn/năm với vốn đầu tư 90 triệu USD.

Năm 2018 – Nay, Tôn Đông Á nâng tổng công suất của hai nhà máy lên 850.000 tấn/năm bao gồm 4 dây chuyền mạ kẽm/nhôm kẽm với công nghệ lò ủ NOF, 4 dây chuyền mạ màu, 1 dây chuyền tẩy rỉ, 2 dây chuyền cán nguội, 2 dây chuyền xả băng và 1 dây chuyền chia cuộn

### Hội Đồng Quản Trị

### Chức vụ

- |                             |                         |
|-----------------------------|-------------------------|
| 1. Ông Nguyễn Thanh Trung   | Chủ tịch HĐQT           |
| 2. Bà Lê Thị Phương Loan    | Thành viên HĐQT         |
| 3. Bà Nguyễn Thị Ngọc Quỳnh | Thành viên HĐQT         |
| 4. Ông Hồ Song Ngọc         | Thành viên HĐQT         |
| 5. Ông Phạm Quốc Thắng      | Thành viên HĐQT         |
| 6. Ông Đoàn Vĩnh Phước      | Thành viên HĐQT         |
| 7. Ông Đoàn Danh Tuấn       | Thành viên độc lập HĐQT |
| 8. Ông Ngô Văn Sinh         | Thành viên độc lập HĐQT |

### Ban Kiểm Soát

### Chức vụ

- |                          |            |
|--------------------------|------------|
| 1. Bà Lê Thị Khoa Nguyễn | Trưởng ban |
| 2. Ông Nguyễn Năng Tín   | Thành viên |
| 3. Bà Lâm Duy Thùy Linh  | Thành viên |

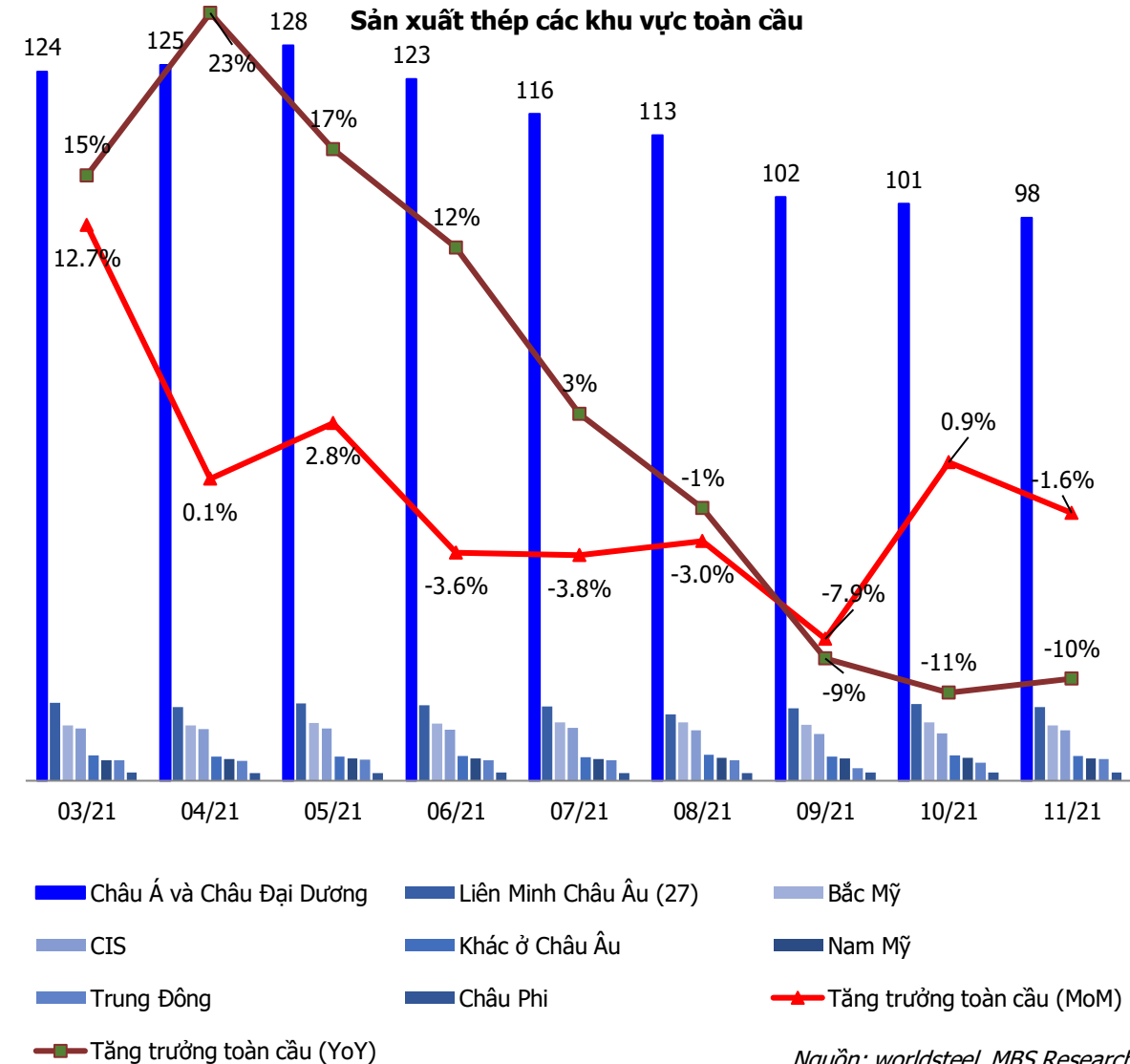
### Ban Điều Hành

### Chức vụ

- |                        |         |
|------------------------|---------|
| 1. Ông Hồ Song Ngọc    | Tổng GD |
| 2. Ông Đoàn Vĩnh Phước | Phó TGD |
| 3. Ông Phạm Quốc Thắng | Phó TGD |
| 4. Ông Nguyễn Văn Đại  | Phó TGD |

## TỔNG QUAN NGÀNH THÉP THẾ GIỚI

- Tốc độ tiêm chủng trên toàn thế giới đang có dấu hiệu khả quan hơn, tuy nhiên tốc độ lây lan của biến thể mới Omicron đang gây ra nhiều lo ngại trên toàn cầu. Dù vậy, sự phục hồi và cải thiện từ các hoạt động kinh tế và sản xuất trên toàn cầu đang khá tích cực, điều này đồng thời đẩy mạnh sản lượng sản xuất toàn cầu trong tháng 10 tăng nhẹ trở lại so với tháng 9 nhưng vẫn có mức tăng trưởng âm -10.6% so với cùng kỳ và sự tăng giá trở lại của than cốc.
- Mặt khác, chính phủ Trung Quốc đang kiểm soát khá chặt chẽ về sản lượng sản xuất của quốc gia này dẫn đến nhu cầu nguyên liệu đầu vào cũng suy giảm. Các quốc gia lớn như Úc và Brazil đang tăng cường xuất khẩu quặng sắt điều này sẽ góp phần dẫn đến sự thuyên giảm về giá quặng sắt trong thời gian tới. Theo dự báo của hiệp hội thép thế giới, nhu cầu về thép sẽ tăng 4.5% vào năm 2021 và 2.2% vào năm 2022.
- Nhu cầu thép tại các quốc gia Châu Âu đã bắt đầu phục hồi từ nửa cuối năm 2020, tất cả các lĩnh vực sử dụng thép tại các quốc gia này đang có dấu hiệu phục hồi tích cực mặc dù tình hình dịch bệnh vẫn còn đang tiếp tục diễn ra.
- Tình hình dịch bệnh ở các nước tại Châu Á phát triển trong năm 2021 đang khá phức tạp do tiến độ tiêm chủng đang khá chậm. Dù vậy, nhu cầu thép vẫn có dấu hiệu tích cực nhờ các chương trình cơ sở hạ tầng và thương mại toàn cầu của chính phủ đang được phục hồi một cách mạnh mẽ.
- Sự phục hồi của khu vực ASEAN được dự kiến sẽ chỉ ở mức trung bình do các dự án cơ sở hạ tầng bị trì hoãn cũng như sự di chuyển lao động bị hạn chế.
- Trong năm 2020, các quốc gia ở Mỹ Latinh bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch dẫn đến nhu cầu về thép có dấu hiệu không được khả quan. Năm 2021, dự báo các lĩnh vực xây dựng, ô tô và hàng tồn kho được phục hồi dẫn đến nhu cầu về thép được vực dậy. Tuy nhiên, theo dự báo trong năm 2022 tăng trưởng của các khu vực này có thể bị suy yếu do tác động từ các vấn đề cơ cấu phức tạp bao gồm lạm phát cao, thâm hụt tài khóa gia tăng và bất ổn chính trị.

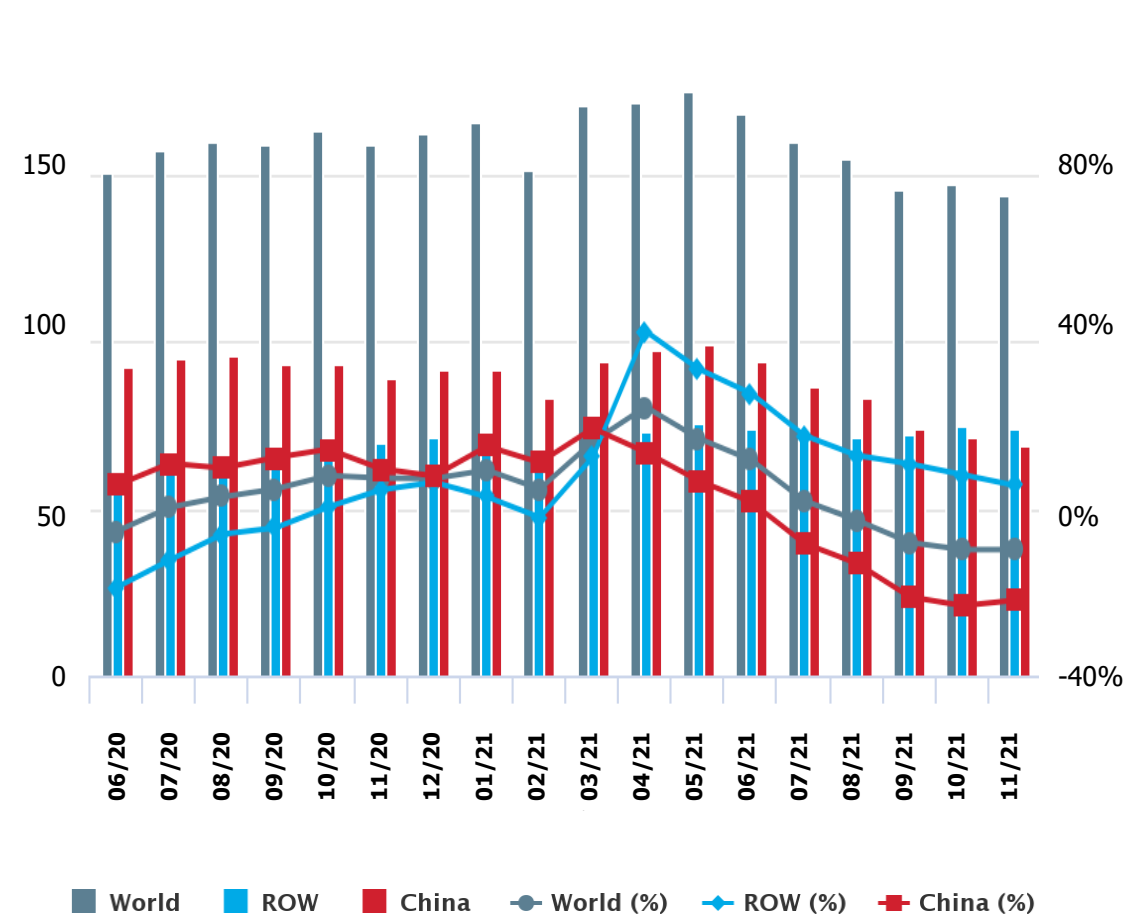


Nguồn: worldsteel, MBS Research

## TỔNG QUAN NGÀNH THÉP THẾ GIỚI

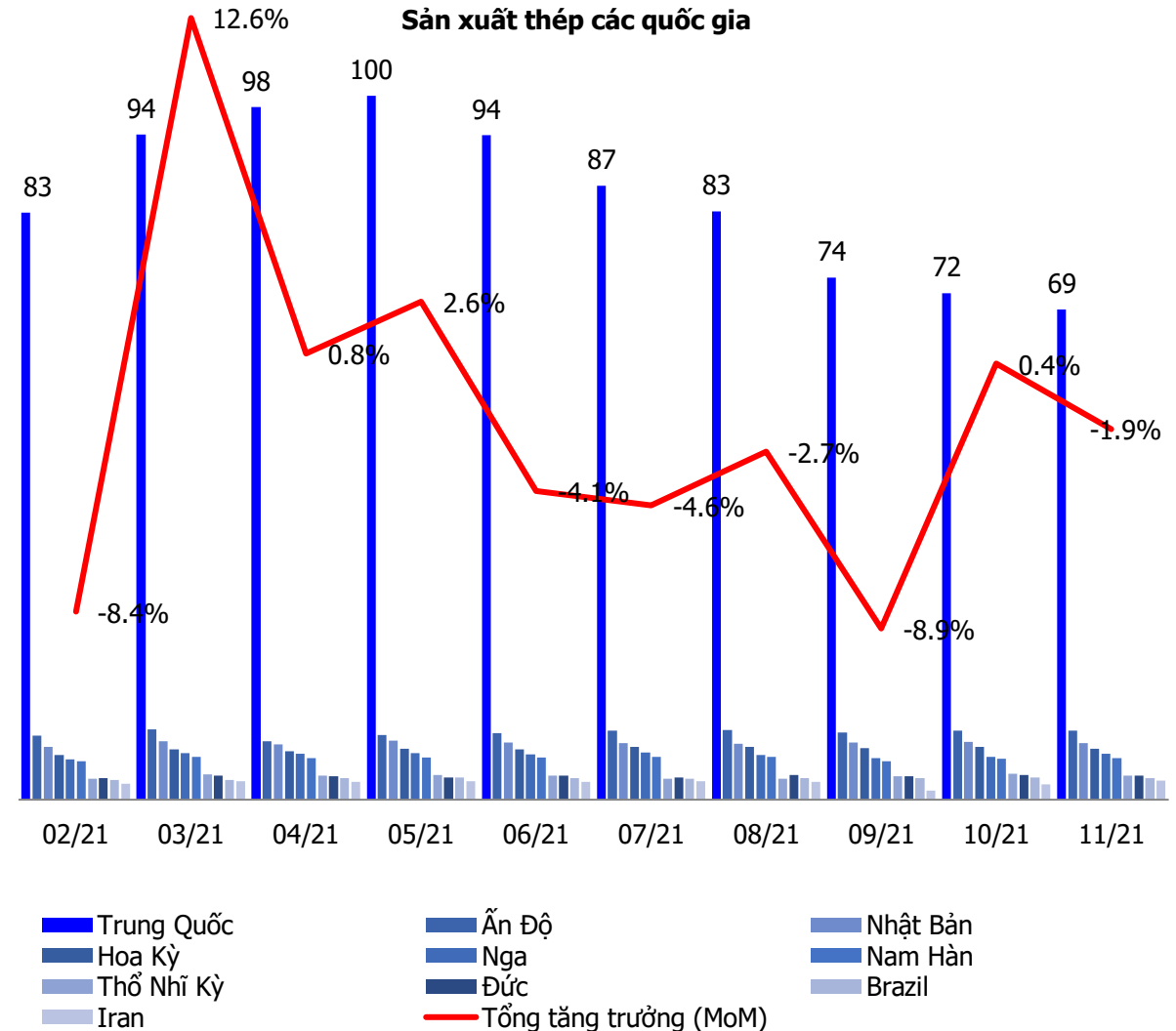
- Trong giai đoạn từ năm 2020 đến đầu năm 2021, nền kinh tế Trung Quốc vẫn tiếp tục duy trì đà phục hồi mạnh mẽ. Tuy nhiên, kể từ tháng 6/2021 tốc độ phục hồi đã có sự chậm lại dẫn đến nhu cầu thép từ đó cũng suy giảm. Sự suy giảm một phần là do ảnh hưởng bởi các yếu tố không thường xuyên như thời tiết bất lợi, nhưng nguyên nhân chính vẫn đến từ sự tăng trưởng chậm lại trong lĩnh vực bất động sản và sự kiểm soát sản lượng sản xuất thép của chính phủ với mục tiêu tái cân bằng và bảo vệ môi trường. Bên cạnh đó, đầu tư cơ sở hạ tầng không được thu hút vào năm 2021 do cạn kiệt cơ hội đầu tư cũng như khả năng tài trợ của chính quyền địa phương bị hạn chế. Với các tác động này, nhu cầu thép tại Trung Quốc được dự báo sẽ tăng trưởng âm trong thời gian còn lại của năm 2021 và sẽ không tăng trưởng vào năm 2022.
- Nhu cầu bị dồn nén trong khoảng thời gian khá lâu và phản ứng chính sách mạnh mẽ đã thúc đẩy nền kinh tế tại Mỹ tiếp tục đà phục hồi vượt trội, trong quý 2 năm nay mức GDP thực tế đã vượt cao quá mức so với dự đoán trước đó.
- Tại Đức, nhu cầu thép đang được vực dậy nhờ xuất khẩu của đất nước này, đồng thời nền tảng của các hoạt động sản xuất cũng đến từ xuất khẩu. Mặt khác, dù chịu ảnh hưởng nặng nề nhất trong các quốc gia ở EU, nhưng Ý đang có tốc độ phục hồi nhanh hơn hẳn so với các quốc gia trong khu vực, sự phục hồi mạnh mẽ này đến từ các lĩnh vực xây dựng và thiết bị gia dụng. Trong năm 2021, Ý được dự báo sẽ phục hồi về mức trước khi đại dịch diễn ra.
- Lĩnh vực xuất khẩu, đầu tư và tiêu dùng đang phát triển trở lại tại Nhật Bản thúc đẩy nhu cầu thép tại quốc gia này đang dần được phục hồi. Xây dựng tư nhân vẫn đang suy giảm, tuy nhiên nhà kho, trung tâm phân phối, sản xuất ô tô, máy móc và xây dựng dân dụng đang tiếp tục củng cố nhu cầu thép tại Nhật. Trong năm 2022, tiêu dùng và đầu tư được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ trở lại qua đó hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng tất cả các ngành sử dụng thép.
- Lĩnh vực sản xuất ô tô của Nga phục hồi mạnh mẽ hỗ trợ cho nhu cầu về thép gia tăng trở lại sau khi có đà suy giảm vào năm 2020. Bên cạnh đó, lĩnh vực xây dựng cũng đang được hỗ trợ bởi những chương trình trợ cấp thể chấp từ chính phủ.

Sản xuất thép tại Trung Quốc và thế giới



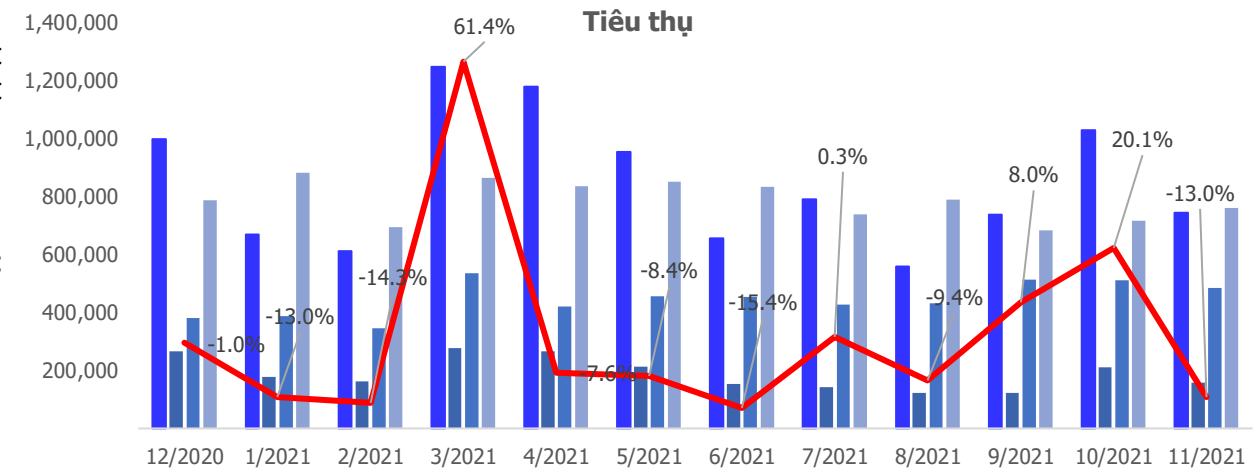
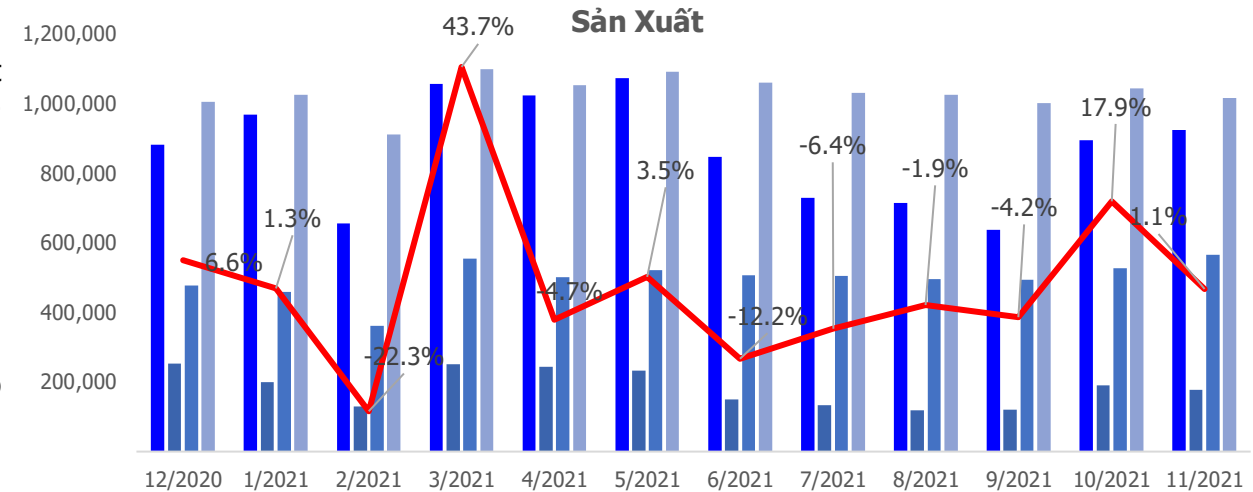
## TỔNG QUAN NGÀNH THÉP THẾ GIỚI

- Bằng việc cải thiện xuất khẩu và đầu tư vào các cơ sở sản xuất, nhu cầu về thép tại Hàn Quốc dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2021 ở mức tương đương năm 2019. Trong đó, xây dựng sẽ được hỗ trợ bởi các chương trình xây dựng dân dụng công cộng và khu dân cư. Đồng thời, các đơn đặt hàng vận chuyển mới đã tăng vọt vào năm 2021, điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu thép của Hàn Quốc trong những năm tới.
- Từ tháng 4/2021-6/2021, nền kinh tế Ấn Độ tiếp tục hứng chịu đợt sóng thứ 2 từ đại dịch có mức độ nghiêm trọng hơn khiến cho tăng trưởng tất cả các lĩnh vực đều suy giảm. Sau đợt sóng này, tất cả các ngành nghề tại Ấn Độ đã phục hồi trở lại và dự kiến nhu cầu về thép cũng sẽ phục hồi mạnh mẽ với mục tiêu ước tính đạt mốc 100 triệu tấn trong năm 2021.
- Hưởng ứng từ chính sách kích thích của chính phủ và hoạt động xây dựng mạnh mẽ, Brazil đã ghi nhận mức tăng trưởng khả quan trong năm 2020, song song đó nhu cầu về thép được dự báo sẽ tiếp tục có tốc độ tăng trưởng vượt trội vào cuối năm cao hơn tốc độ tăng trưởng nửa đầu năm 2021.
- Mexico có sự phục hồi mạnh hơn dự kiến nhờ các hoạt động công nghiệp, đặc biệt là lĩnh vực ô tô.
- Với việc tạm dừng cấp phép xây dựng tại các khu vực đô thị quá đông đúc, nhu cầu thép của Ai Cập bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Tuy nhiên, các tác động tiêu cực của đại dịch phần nào được thuyên giảm nhờ các dự án lớn khác của chính phủ đồng thời hỗ trợ phục hồi vào năm 2021.
- Nền kinh tế Thổ Nhĩ Kỳ đang có xu hướng phục hồi mạnh mẽ từ quý 3/2020 và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2021. Với các dự án cơ sở hạ tầng và hoạt động công nghiệp, nhu cầu thép của Thổ Nhĩ Kỳ sẽ tiếp tục cho thấy mức tăng trưởng cao hai con số vào năm 2021 và được dự đoán sẽ vượt mức 36 triệu tấn vào năm 2022.



## TỔNG QUAN NGÀNH THÉP VIỆT NAM

- Thị trường thép Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng sản xuất cao nhất ở thời điểm tháng 4/2021, đây là giai đoạn tăng trưởng tốt của nền kinh tế Việt Nam trước khi đợt dịch thứ 4 bùng phát và trở nên phức tạp kéo dài đến nay. Trong giai đoạn từ tháng 4 trở lại đây, nền kinh tế Việt Nam đã và đang hứng chịu rất nhiều thiệt hại kinh tế trên khắp các lĩnh vực hoạt động sản xuất và dịch vụ. Dù vậy, sản xuất thép các loại trong tháng 6 đạt hơn 2,5 triệu tấn giảm 12.21% so với tháng 5 nhưng tăng 31% YoY và trong tổng nửa đầu năm đạt gần 16 triệu tấn tăng trưởng 37% YoY, đây vẫn là một con số khá khả quan và tích cực trong tình hình chung hiện nay.
- Trong giai đoạn quý 3 năm 2021, sản xuất thép tại Việt Nam vẫn giữ mức tương đối ổn định mặc dù tác động tiêu tử việc giãn cách xã hội là rất lớn. Cụ thể, sản xuất thép thành phẩm trong tháng 9 đạt 2,4 triệu tấn, giảm 3,97% so với tháng 8/2021 và tương đương với mức sản lượng cùng kỳ năm 2020. Trong đó, thép xây dựng trong Q3/2021 ghi nhận mức suy giảm -15% YoY và -29% QoQ, trong khi đó chiếm tỉ trọng lớn nhất là HRC ghi nhận mức tăng trưởng 24% YoY nhưng lại giảm so với quý 2/2021 là -5%.
- Trong 9 tháng đầu năm 2021, thị trường thép Việt Nam ghi nhận sản lượng sản xuất đạt hơn 24 triệu tấn, tăng hơn 34% YoY. Với việc xóa bỏ giãn cách xã hội, sản xuất thép trong tháng 10 đã tăng trưởng mạnh trở lại đạt tốc độ gần 18% so với tháng 9.
- Trong quý 3/2021, tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng suy giảm -25% QoQ và -24% YoY đạt hơn 2 triệu tấn, sản lượng tiêu thụ thép ống ghi nhận mức giảm sâu hơn ở con số -39% QoQ và -24% YoY đạt gần 400 nghìn tấn. Trong khi đó, HRC ghi nhận mức tăng trưởng 38% YoY tuy nhiên so với quý 2/2021 đã có sự suy giảm. Sản lượng tiêu thụ trong tháng 10 đang có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ đạt mức tăng trưởng hơn 20% so với tháng 9 liền kề.
- Nền kinh tế Việt Nam đã hứng chịu rất nhiều thiệt hại trong quý 3/2021, do vậy sản lượng sản xuất và tiêu thụ đã suy giảm đáng kể. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ đa phần suy giảm ở tỉ trọng tiêu thụ nội địa do tình hình suy thoái của kinh tế Việt Nam, cũng trong giai đoạn này các doanh nghiệp thép Việt Nam đã đẩy mạnh xuất khẩu nhờ tận dụng nguồn cung đang thiếu hụt của thị trường thép thế giới cũng như đà phục hồi kinh tế của các nước phát triển. Sau khi gỡ bỏ giãn cách nền kinh tế đang dần được phục hồi kéo theo sản xuất và tiêu thụ thép cũng vì thế mà tăng trưởng mạnh mẽ.

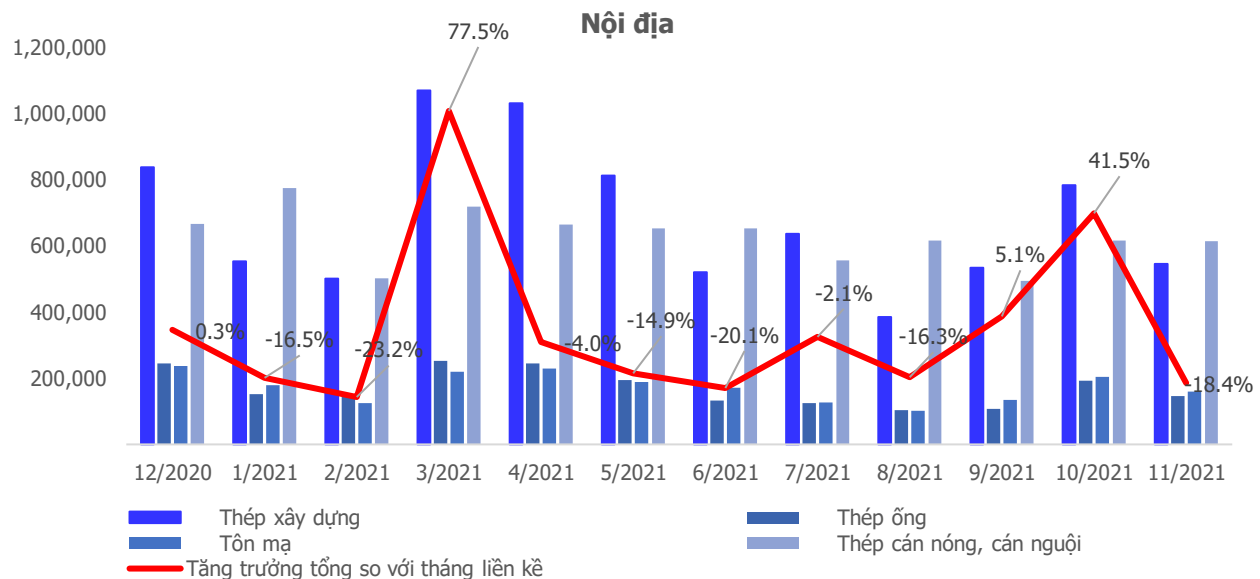
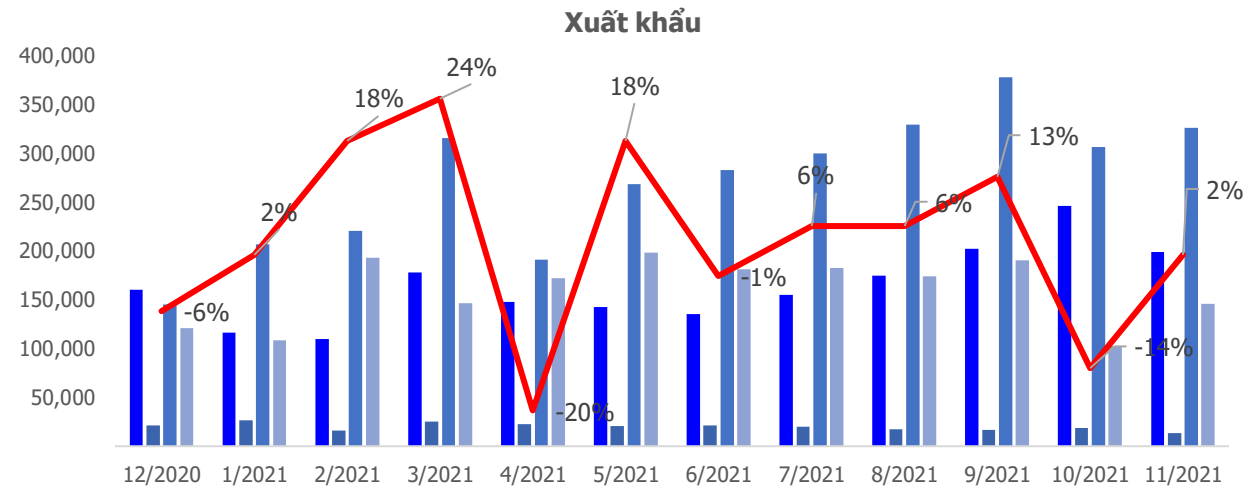


■ Thép xây dựng  
■ Thép cán nóng, cán nguội  
■ Thép ống  
■ Tôn mạ  
— Tăng trưởng tổng (MoM)

## TỔNG QUAN NGÀNH THÉP VIỆT NAM

- Sản lượng xuất khẩu thép tại Việt Nam đã vực dậy từ tháng 7/2021 với tổng sản lượng hơn 600 nghìn tấn, tăng 55% YoY và 15% so với tháng 6/2021. Xu thế này tiếp tục được duy trì và kéo dài đến tháng 9/2021 đạt sản lượng xuất khẩu đến gần 800 nghìn tấn, tăng 58% YoY và 16% so với tháng 8. Trong đó, thép xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng 13% YoY và 16% so với tháng liền kề trước đó. Đặc biệt, chiếm tỉ trọng lớn nhất là lượng xuất khẩu tôn mạ chiếm tỉ trọng gần 50% tổng sản lượng xuất khẩu đạt hơn 370 nghìn tấn tăng trưởng 102% YoY và 15% so với tháng liền kề trước đó. Tôn mạ là sản phẩm hay được ưa dùng trong các dự án khu công nghiệp, do vậy việc sản lượng xuất khẩu tôn mạ được tăng mạnh đến từ việc tái hoạt động các khu công nghiệp sản xuất của nền kinh tế toàn cầu.
- Tổng sản lượng xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm đạt gần 6 triệu tấn tăng hơn 78% YoY. Trong đó, chiếm tỉ trọng cao nhất là tôn mạ với gần 45% tổng sản lượng xuất khẩu đạt hơn 2.5 triệu tấn, kể đến là HRC và thép xây dựng với tỉ trọng lần lượt là 28% và 24%. Sản lượng xuất khẩu trong tháng 10 có phần suy giảm nhẹ so với tháng 9 phần nào do sự phục hồi mạnh mẽ từ nhu cầu nội địa tăng mạnh gần 42% so với tháng 9 liền kề.

Hot rolled coil 2021-09-17 - 2021-12-16 (Unit: RMB/ton)  
Material: Q235B; Size: 5.5\*1500\*C

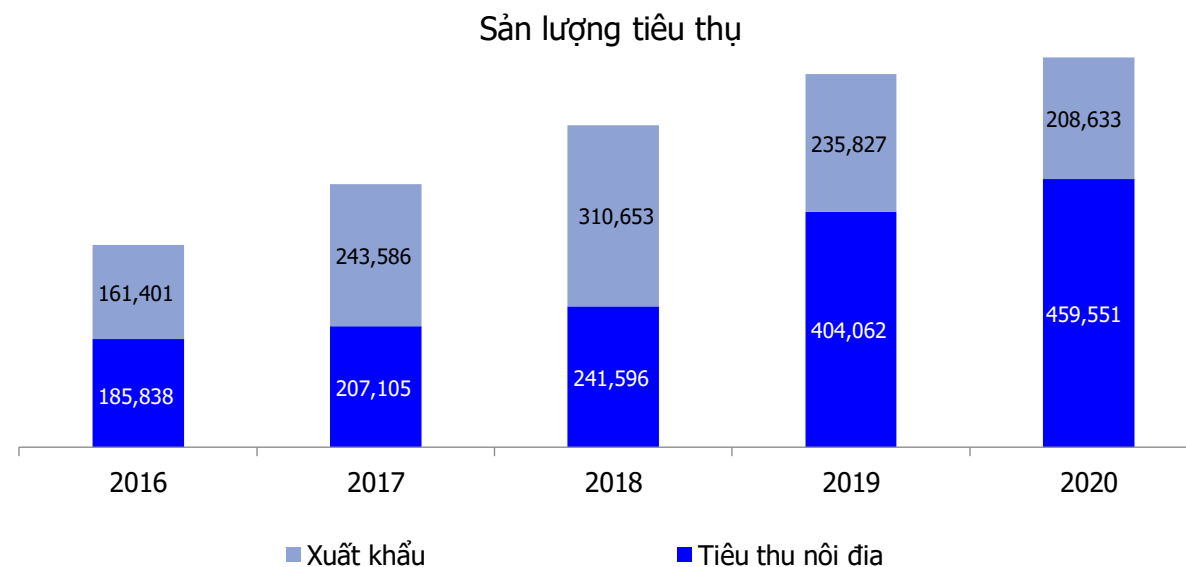




## CÔNG SUẤT VÀ SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ TÔN ĐÔNG Á

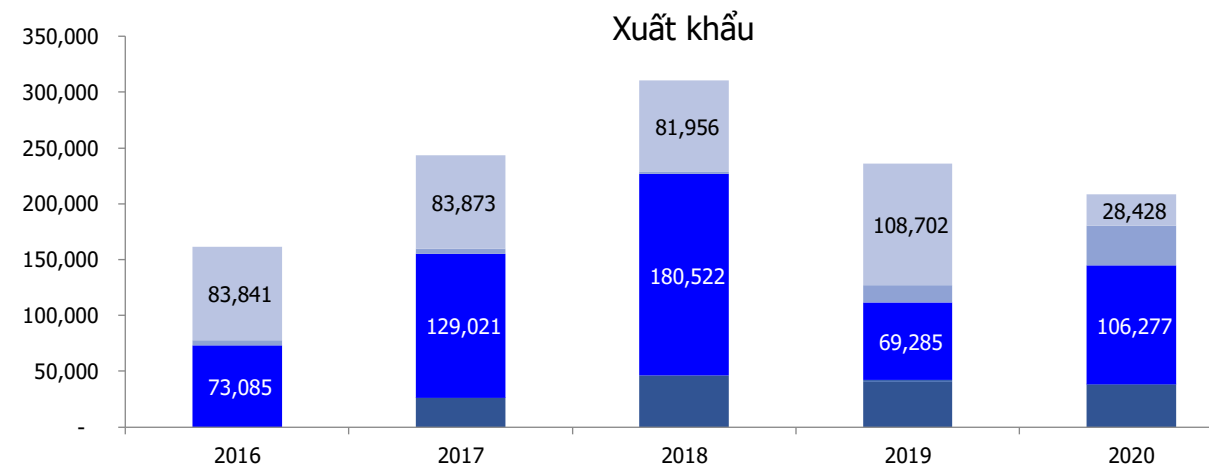
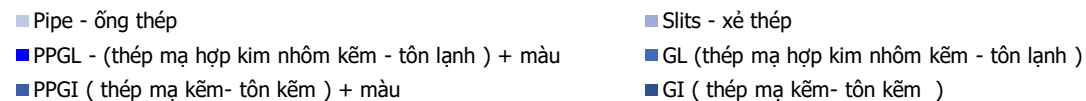
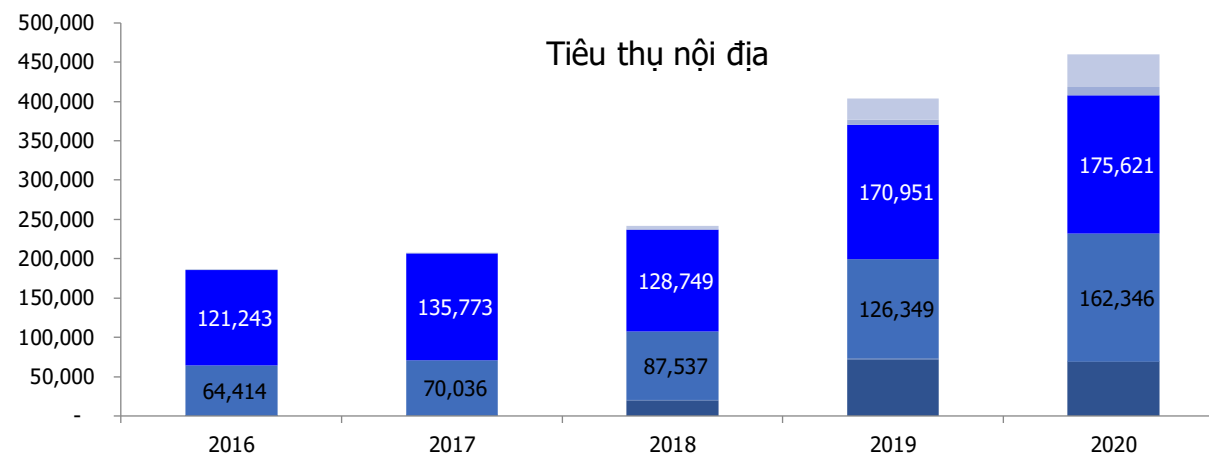
- Tính đến thời điểm hiện tại, Tôn Đông Á (TDA) sở hữu và vận hành 2 nhà máy bao gồm: Nhà máy Thủ Dầu Một (TDM) và Nhà máy Sóng Thần 1 (ST1) với tổng công suất sản phẩm tôn 850.000 tấn/năm.
- TDA có nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào hằng năm ổn định cho hoạt động sản xuất cũng như giá nhập hàng ưu đãi so với giá bán thị trường thông qua mối quan hệ đã được xây dựng từ trước với các nhà sản xuất thép lớn cả trong và ngoài nước.
- Ngoài ra, TDA đã xây dựng mối quan hệ hợp tác chiến lược cùng các doanh nghiệp quốc tế lớn và cũng là cổ đông của Tôn Đông Á như JFE, Posco, Hanwha, và Poong Jeon nhằm hỗ trợ đưa sản phẩm đến các thị trường nước ngoài.
- Về thị trường nội địa, TDA có hệ thống bán hàng trải dài từ Bắc tới Nam gồm các văn phòng đại diện ở các thành phố lớn như Hà Nội, Đà Nẵng, Long An, Thành phố Hồ Chí Minh. Mạng lưới nội địa của Công ty bao gồm hơn 600 đại lý và cửa hàng bán lẻ, và hơn 25 khách hàng doanh nghiệp.
- Thị trường xuất khẩu của TDA khá đa dạng bao gồm Châu Á, Châu Mỹ, Châu Âu và Úc. Trong đó 2 khu vực trọng tâm là Châu Âu và Hoa Kỳ luôn được duy trì ở mức tỉ trọng 55-60% nhờ vào chất lượng sản phẩm vượt trội so với các đối thủ nội địa khác.
- Sản phẩm chính của Tôn Đông Á bao gồm: thép mạ kẽm (tôn kẽm/kẽm màu) và thép mạ nhôm kẽm (tôn lạnh/lạnh màu). Tôn Đông Á là doanh nghiệp sản xuất tôn đầu tiên tại Việt Nam có bộ nhận diện thương hiệu, khẳng định chất lượng sản phẩm cũng như uy tín của Doanh nghiệp.
- TDA duy trì mục tiêu tiếp tục phát triển mảng kinh doanh nội địa và duy trì ở vị thế dẫn đầu ở thị trường miền Nam. Công ty tập trung cải thiện và đa dạng hóa chuỗi giá trị của mình, trong đó bao gồm chuỗi cung ứng cũng như hệ thống phân phối và bán hàng.

Dây chuyền	Công suất (nghìn tấn/năm)	Nhà máy
Tẩy rỉ	600	Thủ Dầu Một
Cán nguội 1	200	Thủ Dầu Một
Cán nguội 2	400	Thủ Dầu Một
Mạ lạnh/mạ kẽm CK4	200	Thủ Dầu Một
Mạ lạnh CK5	200	Thủ Dầu Một
Mạ lạnh/mạ kẽm CK6	350	Thủ Dầu Một
Mạ màu CM4	120	Thủ Dầu Một
Mạ màu CM1	40	Sóng Thần 1
Mạ màu CM2	40	Sóng Thần 1
Mạ màu CM3	40	Sóng Thần 1
Mạ lạnh CK3	100	Sóng Thần 1
<b>Tổng công suất</b>	<b>800</b>	



## CẤU THÀNH SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

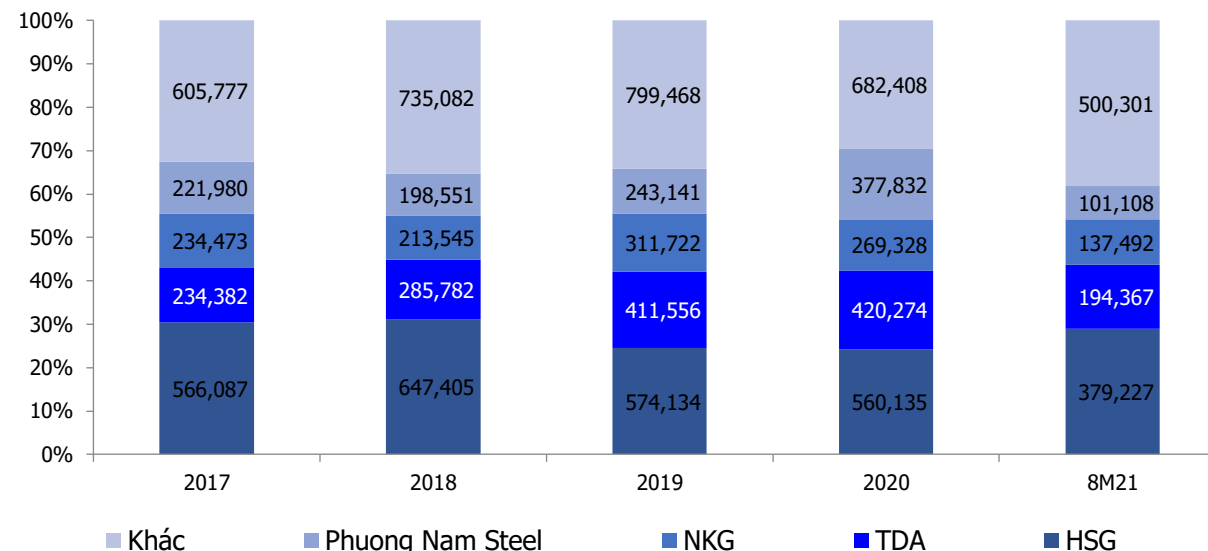
- Với chiến lược tập trung vào thị trường nội địa dẫn đến sản lượng tiêu thụ vẫn tăng trưởng qua các năm mặc dù tốc độ có suy giảm. Trong đó, năm 2019 TDA đã đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất với hơn 67% YoY đạt hơn 400 nghìn tấn. Sang năm 2020, với sự ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch covid sản lượng tiêu thụ vẫn duy trì tăng trưởng nhưng tốc độ có phần suy giảm chỉ đạt hơn 13% YoY ghi nhận mức 460 nghìn tấn. Phân khúc sản phẩm cốt lõi trong cấu thành của sản lượng tiêu thụ TDA là tôn lạnh và tôn lạnh màu, trong đó tỉ trọng tôn lạnh chiếm 35% trong giai đoạn 2016 đến 2020. Trong năm 2016, tôn lạnh màu chiếm đến hơn 65% tỉ trọng tiêu thụ nội địa tuy nhiên đã giảm dần chỉ còn 38% trong năm 2020, điều này đến từ việc TDA đã đẩy mạnh và tiêu thụ sản lượng tôn kẽm trong năm 2019 và 2020. Trong năm 2021, tác động dịch bệnh ảnh hưởng nhiều đến tiêu thụ nội địa tuy nhiên TDA vẫn đạt mức tiêu thụ 403 nghìn tấn trong 9 tháng đầu năm 2021.
- Sản lượng xuất khẩu của TDA trong năm 2019 và 2020 suy giảm đáng kể, điều này khá dễ hiểu khi đây là giai đoạn dịch covid tác động mạnh nhất lên nền kinh tế toàn cầu đặc biệt là các nước phát triển khiến cho nền kinh tế các nước này phải ghi nhận mức tăng trưởng âm. Trong tổng sản lượng xuất khẩu, sản lượng tôn lạnh chiếm tỉ trọng cao nhất ở mức giao động 50% đạt hơn 106 nghìn tấn trong năm 2020. Tôn lạnh màu đồng thời cũng ghi nhận sản lượng xuất khẩu hơn 35 nghìn tấn chiếm 17% tỉ trọng. Bên cạnh đó, tôn kẽm chiếm tỉ trọng khá lớn trong sản lượng xuất khẩu với mức tỉ trọng duy trì từ 15%-18% trong năm 2018-2020. 9 tháng đầu năm 2021, TDA đẩy mạnh xuất khẩu đạt đến hơn 366 nghìn tấn nhờ sự phục hồi của nền kinh tế các nước phát triển.
- Phân khúc sản phẩm tôn lạnh và lạnh màu là 2 phân khúc chủ đạo của TDA. Theo chia sẻ, tôn lạnh có tính ứng dụng cao hơn, không chỉ được dùng trong ngành công nghiệp xây dựng và dân dụng (như tấm lợp, vách ngăn, ván trần, cửa cuốn,...) mà còn được dùng trong điện công nghiệp (như nhà, vỏ bọc của các thiết bị điện...) và trang trí nội thất. Trong kế hoạch năm 2021, dòng sản phẩm tôn lạnh và tôn lạnh màu sẽ chiếm khoảng 76% tổng sản lượng bán nội địa trong năm. Đồng thời TDA sẽ tiếp tục tập trung phát triển các thế mạnh của mình như chất lượng sản phẩm vượt bậc và hệ thống phân phối phủ rộng. Ngoài ra, TDA cũng đang khai thác thêm thị phần ở các mảng tôn kẽm, khung xương trần, panel, nguyên liệu mạ màu,...



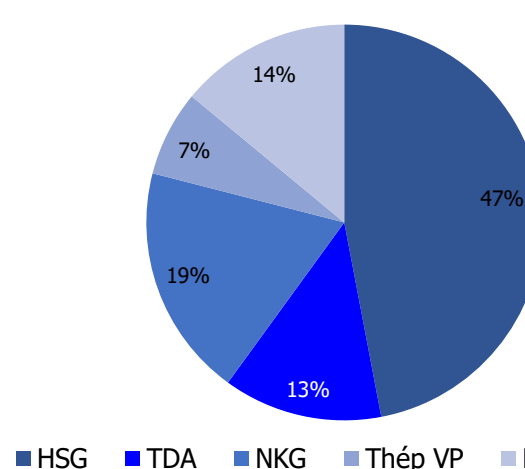
## THỊ PHẦN TÔN ĐÔNG Á TRÊN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

- Tổng thị phần tiêu thụ tôn nội địa, tỉ trọng tiêu thụ của TDA chỉ xếp sau HSG và càng được mở rộng, cụ thể trong năm 2017 với sản lượng tiêu thụ tôn nội địa TDA chiếm tỉ trọng 13% đạt hơn 234 nghìn tấn và con số này dần được cải thiện qua các năm 2019 và 2020 đạt tỉ trọng lên đến 18% trong năm 2020 xếp sau HSG với tỉ trọng 24%. Mặc dù thị phần trong 8 tháng đầu năm ghi nhận gần 200 nghìn tấn chiếm tỉ trọng chỉ còn 15% tuy nhiên với sản phẩm chủ lực tôn lạnh và tôn lạnh màu với nhãn hàng KING/WIN/S thì theo kế hoạch TDA sẽ tiếp tục làm chủ thị trường miền Nam và gia tăng tối đa thị phần nội địa. Chiến lược phát triển thị trường nội địa của TDA rất rõ ràng và xuyên suốt, trong khi các đối thủ cạnh tranh đang tập trung vào mảng tôn kẽm và kẽm màu thì TDA với chiến lược khác biệt sẽ tập trung và chiếm vị thế số một trong mảng tôn lạnh và tôn lạnh màu. Đây là dòng sản phẩm có những đặc tính riêng biệt có chất lượng cao cấp hơn dành cho những công trình dự án đòi hỏi kỹ thuật cao.
- Ở thị phần xuất khẩu, TDA đặt mục tiêu kiểm soát sản lượng xuất khẩu ở mức 33-35% của tổng sản lượng tiêu thụ của mình. Trong năm 2020, thị phần xuất khẩu TDA chiếm 13% tổng sản lượng xuất khẩu tôn của Việt Nam và con số này có gia tăng trong 8 tháng đầu năm 2021 đạt tỉ trọng 14%. Trong đó, dòng sản phẩm xuất khẩu chủ lực trong dài hạn của TDA vẫn tập trung vào dòng sản phẩm tôn lạnh và lạnh màu với mục tiêu 2 dòng sản phẩm này sẽ chiếm tỉ trọng 81% cho tổng sản lượng xuất khẩu của TDA. Ngay trong Quý 1/2021, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ của Tôn Đông Á đã đạt 67% so tổng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2020 và chiếm tỷ trọng 55% trong cơ cấu xuất khẩu. Bên cạnh đó, tỉ trọng xuất khẩu ở thị trường Châu Âu chiếm 27% trong tổng doanh thu xuất khẩu Quý 1/2021, tăng đáng kể so với mức 19% trong năm 2020.
- TDA luôn tự tin với dòng sản phẩm chất lượng cao của mình ở thị trường thế giới, cùng với đó là thương hiệu tôn nội địa đầu tiên xây dựng được bộ nhận diện thương hiệu hoàn chỉnh, nâng cao tầm vóc của sản phẩm. TDA có mạng lưới phân phối chủ yếu là B2B (Business-to-Business – Doanh nghiệp-Doanh nghiệp). Thị trường nội địa được phủ rộng khắp với gần 1500 đại lý bán hàng cấp 1 và cấp 2, trong đó có 1052 đại lý có gắn bảng hiệu của Tôn Đông Á.

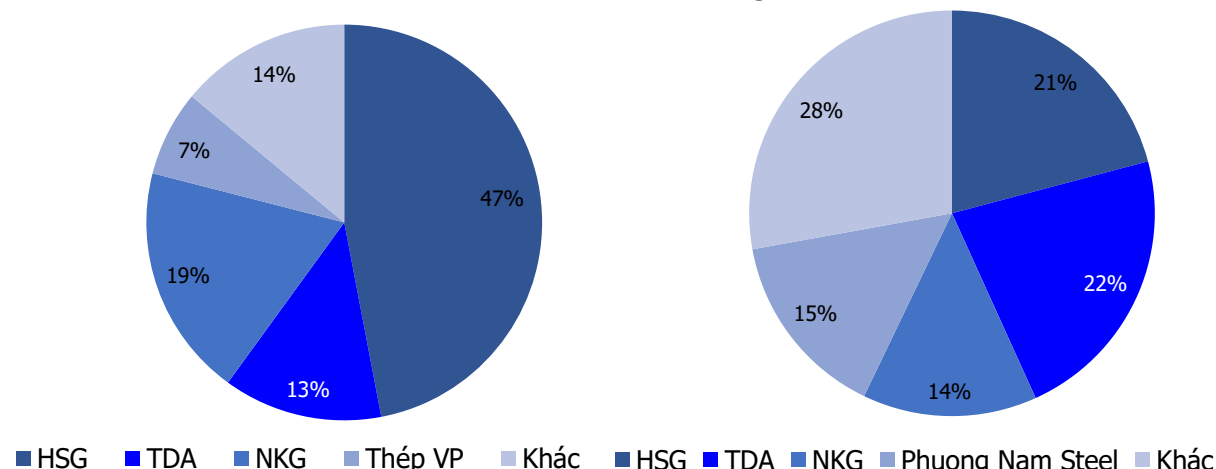
Thị phần tiêu thụ nội địa phân khúc tôn



Tổng Xuất khẩu thị trường tôn 2020



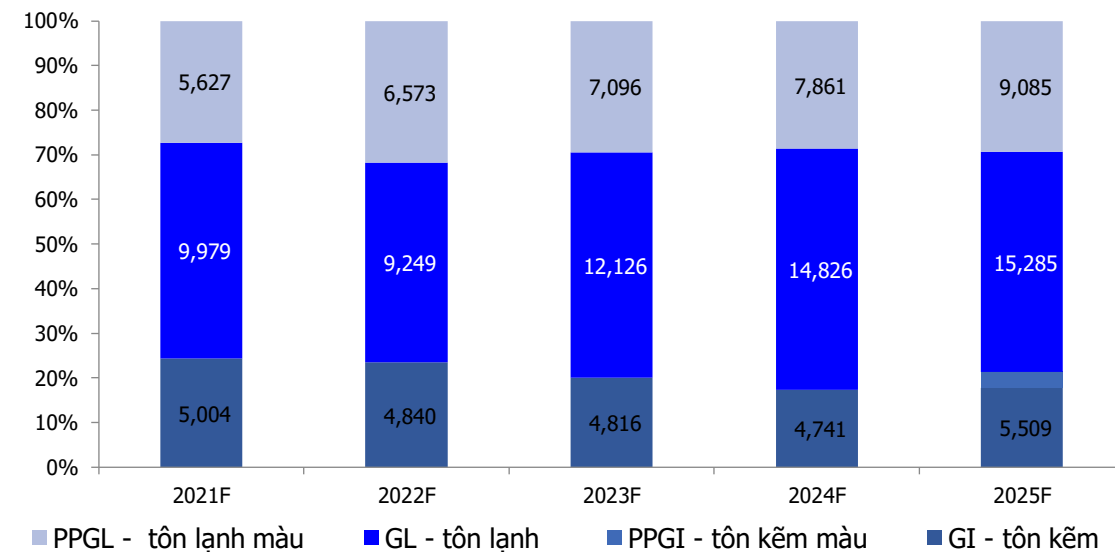
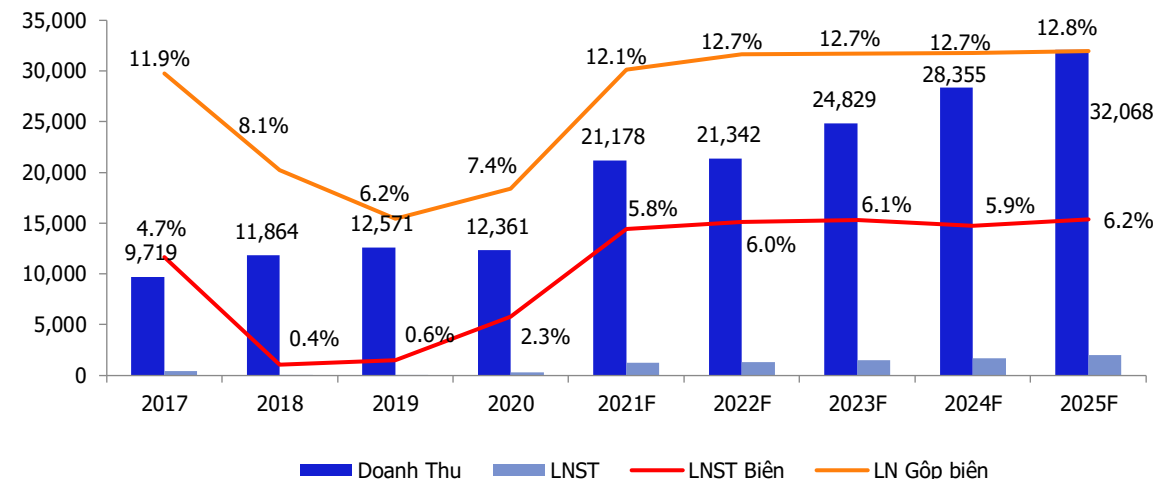
Tổng tiêu thụ tôn miền Nam 2020



## TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- Tổng doanh thu của TDA trong giai đoạn 2018 đến 2020 giữ ở mức bình ổn, trong đó chiếm tỉ trọng lớn nhất đến từ mảng bán sản phẩm tôn lạnh và lạnh màu. Trong năm 2020 nền kinh tế toàn cầu nói chung bị tác động rất lớn từ đại dịch covid và nền kinh tế Việt Nam nói riêng cũng chịu bị ảnh hưởng khá lớn khiến cho việc tiêu thụ thép trong và ngoài nước có phần không được khả quan. Tuy nhiên, TDA vẫn duy trì khá tốt và chỉ giảm nhẹ so với doanh thu năm 2019.
- TDA ghi nhận tổng doanh thu 9 tháng đầu năm 2021 đạt hơn 17 nghìn tỉ đồng tăng trưởng 101% YoY với lợi nhuận sau thuế đạt 945 tỷ đồng (+545 YoY), tận dụng xu thế nguồn cung thép toàn cầu đang có phần suy yếu do sự kiểm soát từ phía chính phủ Trung Quốc đồng thời hưởng lợi từ sự phục hồi của các nền kinh tế phát triển dẫn đến nhu cầu thép tăng cao và được dự đoán là sẽ tăng mạnh trong thời gian sắp tới. Tôn Đông Á vì vậy sẽ tận dụng để đẩy mạnh xuất khẩu nhiều hơn nhưng song song đó vẫn duy trì tốt thị phần nội địa. Vì vậy theo kế hoạch đề ra của TDA, chúng tôi đưa ra mức dự phóng cho tổng doanh thu của TDA trong năm 2021 ước tính là hơn 21 nghìn tỉ đồng đạt mức tăng trưởng 71% YoY dựa vào khả năng có thể đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu đạt gần 550 nghìn tấn trong năm 2021 tức tăng trưởng 162% YoY, trong đó phân khúc sản phẩm chủ lực sẽ là tôn lạnh và lạnh màu với doanh thu ước tính cho 2 phân khúc sản phẩm này lần lượt là gần 10 nghìn tỷ đồng và 5.6 nghìn tỷ đồng.
- Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2018 đến 2020 giao động ở mức độ khá thấp, việc này phần nào ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại năm 2018 và sự điều chỉnh của giá thép đã dẫn đến sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường nội địa dẫn đến việc thúc đẩy các công ty phải cắt giảm tỷ suất lợi nhuận của mình. Mặt khác, một phần ảnh hưởng tiêu cực từ phía đại dịch, đồng thời đây là khoảng thời gian mà nhà máy thứ 2 vừa đi vào qui trình vận hành dẫn đến các hoạt động sản xuất kinh doanh chưa được xuyên suốt và vận hành đúng mục tiêu đề ra. 9 tháng đầu năm 2021, TDA đã quản trị sản xuất tốt hơn và các dòng sản phẩm đã được cải thiện rất nhiều từ đó dẫn đến cải thiện tốt kết quả hoạt động kinh doanh. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp trong quý 3 đạt lần lượt đạt 11.2% và 5%. Với mục tiêu và kế hoạch quản trị sản xuất và hoạt động kinh doanh mà TDA đã đề ra, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2021 đến 2025 được duy trì ở mức 12% và 6%.

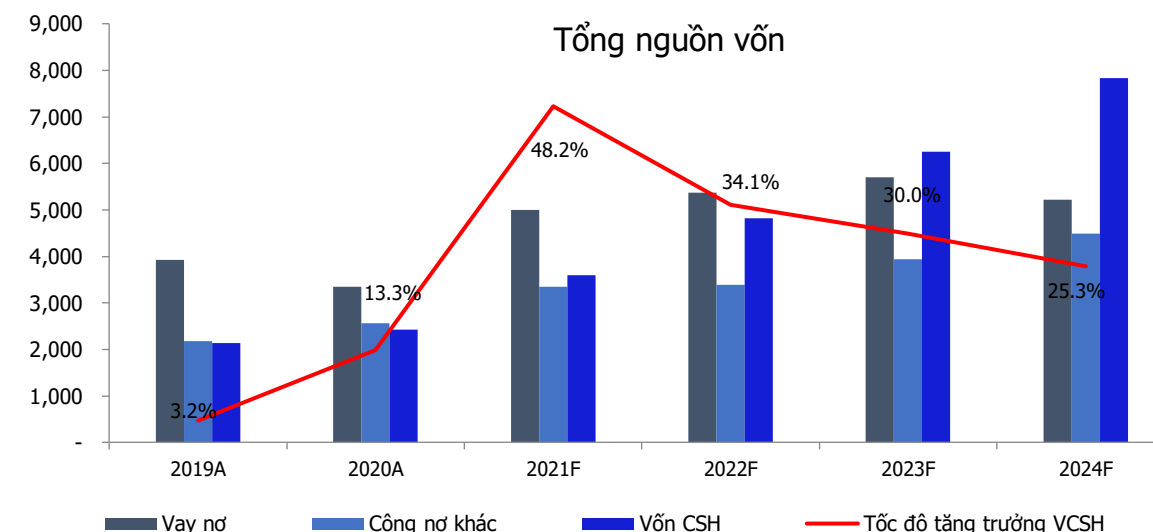
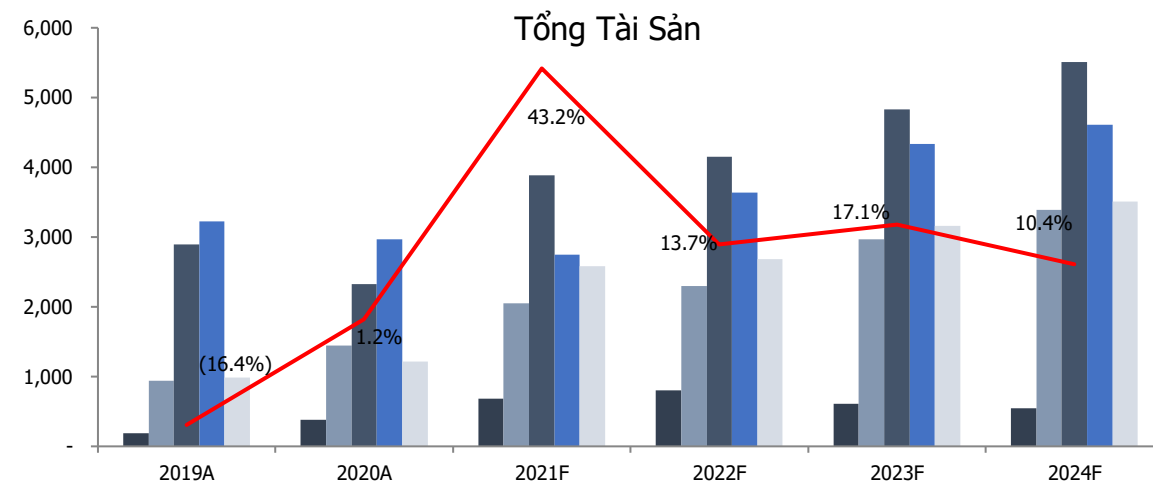
Doanh thu và lợi nhuận biên



## TĂNG TRƯỞNG TỔNG TÀI SẢN VÀ QUẢN TRỊ HOẠT ĐỘNG

- Tổng tài sản trong năm 2019 và 2020 ở mức ổn định, trong đó sản lượng hàng tồn kho, và các khoản phải thu được duy trì ở tỉ lệ ổn định, bên cạnh đó TDA cũng đã nâng cao được uy tín với nhà cung cấp khi thời gian các khoản phải trả được nới rộng.
- Tại thời điểm quý 3 năm 2021, tổng tài sản TDA đạt 13,777 tỷ đồng tăng trưởng 65% so với thời điểm cuối năm 2020. Chúng tôi dự phóng cuối năm 2021 sẽ có mức tăng trưởng 45% YoY, trong đó phần lớn là lượng hàng tồn kho tăng mạnh nhằm phục vụ cho tăng trưởng mạnh từ hoạt động sản xuất và tiêu thụ, đồng thời chúng tôi dự phóng TDA sẽ duy trì vòng hay hàng tồn kho hay duy trì thời gian hàng tồn kho là 90 ngày trong dài hạn.
- Nguồn vốn chủ sở hữu sẽ được dự phóng sẽ tăng mạnh nếu TDA thành công trong đợt IPO sắp tới, với số lượng cổ phiếu dự định phát hành là hơn 15 triệu cổ phiếu sẽ bổ sung vào vốn điều lệ tương đương hơn 150 tỷ đồng sẽ là nguồn tiền để hỗ trợ TDA trong việc phát triển và mở rộng thêm các nhà máy mới từ đó đẩy mạnh tăng trưởng về quy mô trong tương lai.
- Theo kế hoạch, TDA sẽ thanh toán phần lớn nợ dài hạn trong giai đoạn năm 2023 và duy trì tỉ lệ nợ ngắn hạn ở mức độ hợp lí nhằm phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

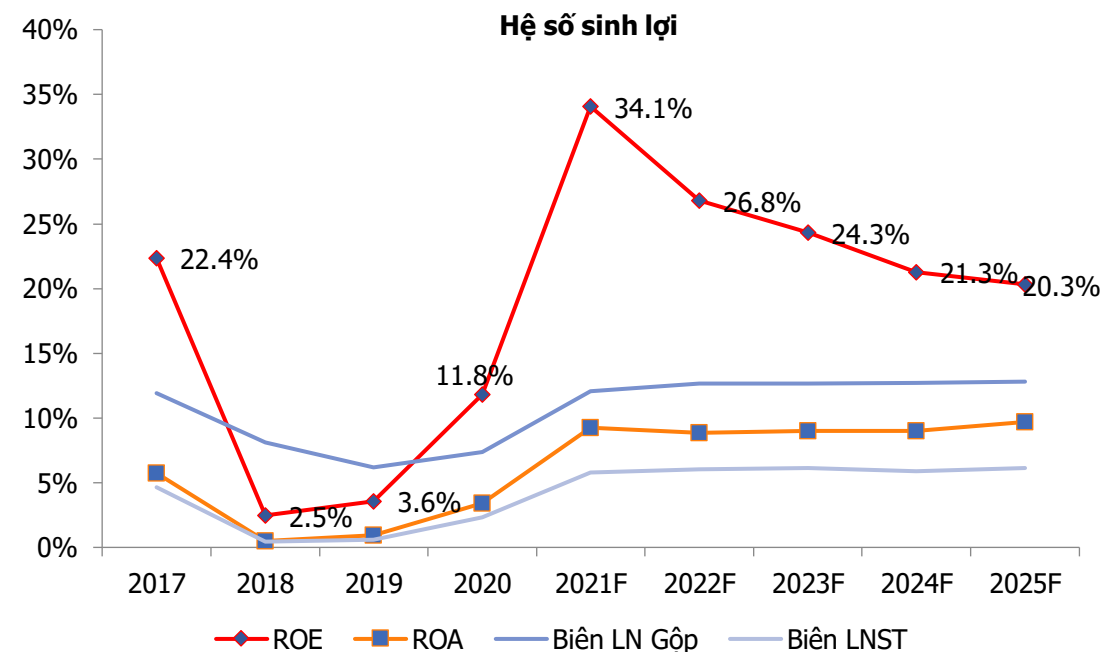
Số ngày vòng quay	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Thời gian thu tiền khách hàng	30 ngày	35 ngày	35 ngày	39 ngày	46 ngày	46 ngày
Thời gian tồn kho	89 ngày	74 ngày	95 ngày	94 ngày	89 ngày	89 ngày
Thời gian trả tiền	36 ngày	40 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày
Chu kỳ tiền mặt	83 ngày	69 ngày	84 ngày	88 ngày	89 ngày	89 ngày



## TỈ SUẤT SINH LỢI VÀ CHIẾN LƯỢC DÀI HẠN

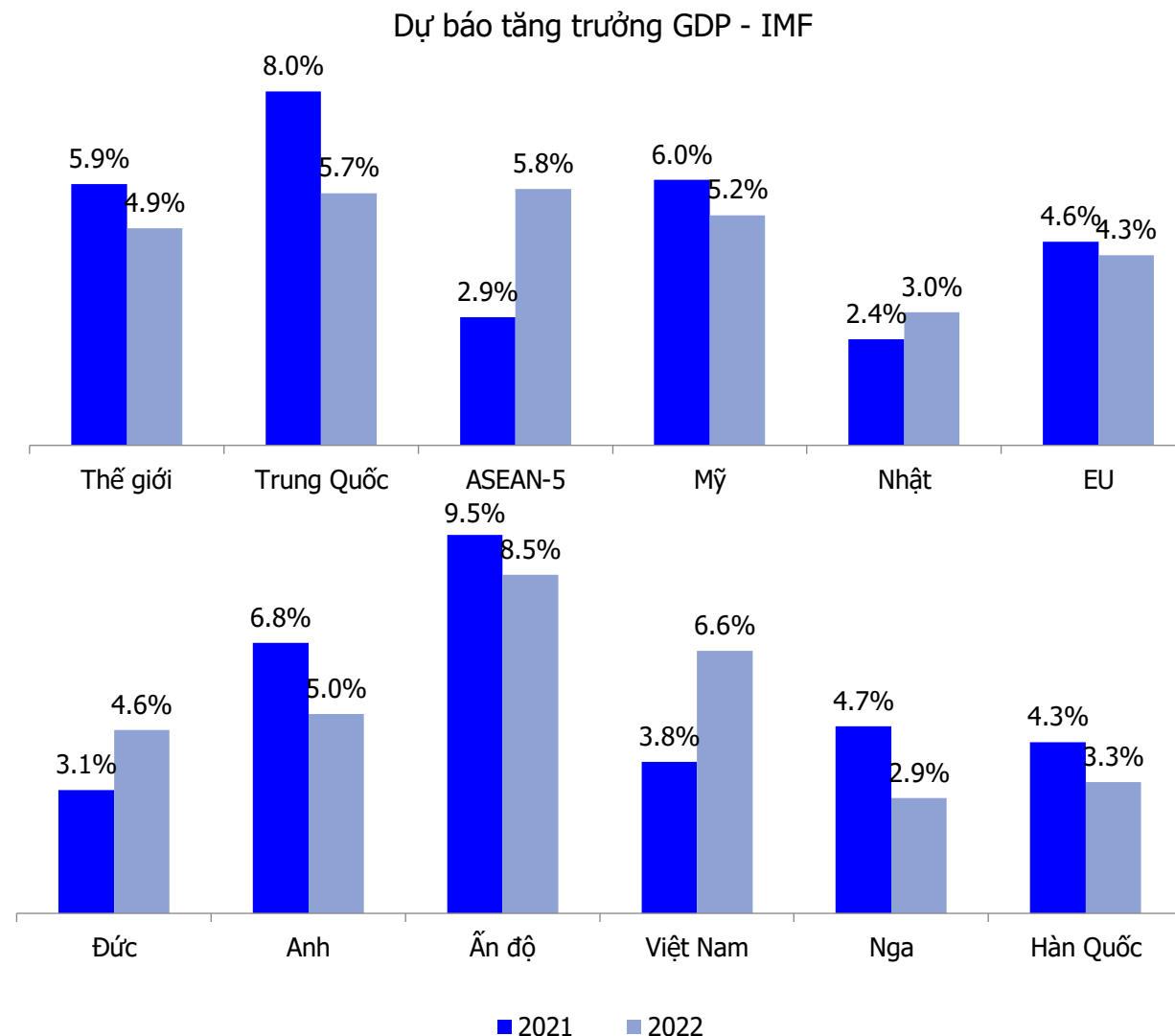
- TDA ghi nhận tỉ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE đạt 22.4%, sau đó trong giai đoạn 2018 và 2019 với kết quả kinh doanh bị ảnh hưởng từ kinh tế vĩ mô nên tỉ suất sinh lời bị suy giảm đáng kể. Tuy nhiên trong năm 2020, ROE của TDA đã khả quan trở lại đạt gần 12% dù bị tác động rất lớn từ đại dịch covid.
- Trong năm 2021, TDA đặt mục tiêu tăng trưởng vượt bậc về doanh thu và lợi nhuận dựa trên nền tảng phục hồi và hưởng lợi từ các yếu tố vĩ mô và vi mô. Bên cạnh đó, TDA sẽ tập trung cải thiện hoạt động kinh doanh và sản xuất nhằm tối ưu hóa hoạt động kinh doanh. Đồng thời, đầu tư cho hoạt động nghiên cứu và phát triển, tiếp tục tập trung sản xuất các sản phẩm có biên lợi nhuận cao để đẩy mạnh tối đa tỉ suất lợi nhuận. Tập trung đẩy mạnh đầu tư và phát triển nguyên liệu đầu nguồn, mở rộng các sản phẩm thép lá mạ ứng dụng trong lĩnh vực xây dựng, thiết bị gia dụng, công nghiệp, giao thông vận tải. Trong dài hạn, TDA đặt mục tiêu trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu của Việt Nam về ngành thép lá mạ với các dòng sản phẩm chất lượng cao.
- Mặt khác, với khẩu hiệu "cùng xây cuộc sống xanh", TDA chú trọng đầu tư các thiết bị có công nghệ hiện đại và thân thiện với môi trường.
- Trong khoản thời gian vừa qua, công suất sản xuất của TDA còn khá nhỏ nên chưa thể đáp ứng đủ nhu cầu lớn từ thị trường dẫn đến tăng trưởng chưa được như mong muốn. Vì vậy, TDA đang đầu tư và phát triển để gia tăng công suất sản xuất thông qua việc đầu tư vào nhà máy thứ 3 và dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2023.
- Chất lượng sản phẩm là nền tảng cho sự phát triển bền vững, TDA luôn tuân theo những chuẩn mực khắt khe trên toàn thế giới từ đó xây dựng và duy trì vị thế thương hiệu của Công ty. Đồng thời, đảm bảo chất lượng dịch vụ hỗ trợ khách hàng tận tâm và công bằng, xây dựng mối quan hệ lâu dài trong tương lai.
- Mỹ vẫn là thị trường mục tiêu chiếm tỉ trọng cao nhất trong sản lượng xuất khẩu của TDA trong dài hạn, bên cạnh đó TDA cũng đang dần mở rộng mạng lưới xuất khẩu sang thị trường Châu Âu.

Dupont	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
LNST / Doanh thu	0.01x	0.02x	0.06x	0.06x	0.06x	0.06x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	3.85x	3.44x	3.68x	3.08x	2.82x	2.52x
Doanh thu / Tài sản	1.53x	1.48x	1.60x	1.44x	1.42x	1.45x
<b>ROE</b>	<b>3.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>34.1%</b>	<b>26.5%</b>	<b>23.9%</b>	<b>20.8%</b>



## TRIỂN VỌNG TỪ KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM

- Thị trường nội địa:** Tại Việt Nam, nền kinh tế đã mở cửa trở lại sau nhiều tháng giãn cách vì covid. Song song đó việc kiểm soát tình hình dịch luôn được chú trọng từ đó giúp cho hầu hết các khu vực kinh tế dần hồi phục trong quý 4/2021 và cả năm 2022. GDP năm 2022 được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng ấn tượng là 6.6% thuộc trong nhóm dẫn đầu khu vực ASEAN. Với kỳ vọng lạc quan vào tình hình phục hồi và phát triển nền kinh tế Việt Nam nhu cầu thép tại thị trường nội địa sẽ có xu hướng tăng mạnh nhờ:
  - ✓ Đầu tư công nhằm phát triển cơ sở hạ tầng được thúc đẩy mạnh mẽ.
  - ✓ Nguồn cung bất động sản nhà ở, chung cư, bất động sản bán lẻ và các dự án đại đô thị trong năm 2022 được phục hồi.
- Thị trường xuất khẩu:** Trung Quốc được dự báo có mức tăng trưởng GDP cao bậc nhất trên thế giới vào năm 2021, tuy nhiên chính phủ nước này đang theo đuổi chính sách vì mục tiêu xanh và kiểm soát lượng chất thải gây ô nhiễm cho nước này. Từ đầu năm 2021, Chính phủ Trung Quốc đã cam kết tiếp tục cắt giảm sản lượng thép và cảnh báo sẽ áp dụng các biện pháp trừng phạt nếu một số nhà máy luyện thép không tuân theo chính sách này. Với chính sách này sẽ tạo điều kiện cho các nước sản xuất thép khác trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ hưởng lợi lớn từ việc đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường nước ngoài.
- Rủi ro:** thị trường bất động sản tại Trung Quốc đang có dấu hiệu suy giảm trong năm 2022 bởi sự kiện Evergrande và chính sách 3 lần ranh đỏ. Mặt khác, thông tư 16 sẽ kiểm soát chặt chẽ hơn về việc phát hành trái phiếu, điều này sẽ gây nhiều khó khăn cho việc gia tăng vốn vay của các doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam trong thời gian tới.



## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- MBS sử dụng đồng thời 2 phương pháp định giá nhằm đảm bảo tính khách quan bao gồm: phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do (DCF) và phương pháp so sánh với hệ số P/E (comparable). Với tỉ trọng là 50% cho mỗi phương pháp chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu Tôn Đông Á đến từ triển vọng về tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp đến từ kế hoạch mở rộng qui mô sản xuất và tiềm năng gia tăng sản lượng tiêu thụ với thể mạnh vốn có. Bên cạnh đó, sự phục hồi vĩ mô của nền kinh tế thế giới nói chung và nền kinh tế Việt Nam nói riêng sẽ vực dậy nhu cầu tiêu thụ tôn thép trên toàn cầu.

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Net Sales:</b>	12,571	12,361	21,178	21,342	24,829	28,355
Costs of sales	11,795	11,450	18,622	18,639	21,682	24,748
<b>Gross profit</b>	777	911	2,555	2,703	3,147	3,607
<b>Operating Expenses:</b>						
Selling expenses	283	292	615	620	716	972
Admin expenses	128	97	197	199	238	267
<b>Total Operating Expenses:</b>	411	390	812	818	954	1,240
<b>Operating income (EBIT)</b>	365	521	1,743	1,885	2,193	2,367
Net Interest Income / (Expense):	283	176	235	315	360	376
Net Other Income / (Expense):	6	3	15	15	15	15
<b>Pre-Tax Income:</b>	89	348	1,523	1,584	1,848	2,077
<b>Income Taxes:</b>	12	62	297	309	362	393
<b>Net Income:</b>	77	286	1,227	1,276	1,486	1,613

		Tăng trưởng dài hạn								
		2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%
WACC	9.7%	57,999	59,372	60,819	62,347	63,961	65,670	67,483	69,408	71,457
	10.2%	57,515	58,862	60,280	61,776	63,356	65,028	66,799	68,680	70,680
	10.7%	57,042	58,362	59,752	61,217	62,764	64,400	66,132	67,970	69,922
	11.2%	56,577	57,872	59,235	60,671	62,186	63,786	65,480	67,276	69,183
	11.7%	56,122	57,393	58,729	60,136	61,620	63,186	64,844	66,599	68,462
	12.2%	55,676	56,922	58,233	59,612	61,066	62,600	64,222	65,938	67,759
	12.7%	55,238	56,462	57,747	59,099	60,524	62,026	63,613	65,293	67,072
	13.2%	54,809	56,010	57,271	58,597	59,993	61,465	63,019	64,662	66,402
	13.7%	54,387	55,567	56,804	58,105	59,474	60,916	62,438	64,045	65,747

		Hệ số P/E								
		5.80x	6.30x	6.80x	7.30x	7.80x	8.30x	8.80x	9.30x	9.80x
EPS	6,000	34,800	37,800	40,800	43,800	46,800	49,800	52,800	55,800	58,800
	6,500	37,700	40,950	44,200	47,450	50,700	53,950	57,200	60,450	63,700
	7,000	40,600	44,100	47,600	51,100	54,600	58,100	61,600	65,100	68,600
	7,500	43,500	47,250	51,000	54,750	58,500	62,250	66,000	69,750	73,500
	8,000	46,400	50,400	54,400	58,400	62,400	66,400	70,400	74,400	78,400
	8,500	49,300	53,550	57,800	62,050	66,300	70,550	74,800	79,050	83,300
	9,000	52,200	56,700	61,200	65,700	70,200	74,700	79,200	83,700	88,200
	9,500	55,100	59,850	64,600	69,350	74,100	78,850	83,600	88,350	93,100
	10,000	58,000	63,000	68,000	73,000	78,000	83,000	88,000	93,000	98,000



<b>Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)</b>							<b>Chỉ số chính</b>						
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F		2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>12,571</b>	<b>12,361</b>	<b>21,178</b>	<b>21,342</b>	<b>24,829</b>	<b>28,355</b>	<b>Định giá</b>						
Giá vốn hàng bán	11,795	11,450	18,622	18,639	21,682	24,748	EPS	866	2,933	11,399	10,838	12,629	13,709
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>777</b>	<b>911</b>	<b>2,555</b>	<b>2,703</b>	<b>3,147</b>	<b>3,607</b>	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	24,128	24,846	33,407	40,838	52,835	65,858
Doanh thu hoạt động tài chính	72	95	70	87	102	113	P/E	0.0 x	0.0 x	5.4 x	5.7 x	4.9 x	4.5 x
Chi phí tài chính	355	271	305	402	461	488	P/B	0.0 x	0.0 x	1.8 x	1.5 x	1.2 x	0.9 x
Chi phí quản lý doanh nghiệp	411	390	812	818	954	1,240	<b>Khả năng sinh lời</b>						
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>89</b>	<b>348</b>	<b>1,523</b>	<b>1,584</b>	<b>1,848</b>	<b>2,007</b>	Biên lợi nhuận gộp	6%	7%	12%	13%	13%	13%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>77</b>	<b>286</b>	<b>1,227</b>	<b>1,276</b>	<b>1,486</b>	<b>1,613</b>	Biên EBITDA	3%	4%	10%	11%	11%	11%
							Biên lợi nhuận sau thuế	1%	2%	6%	6%	6%	6%
							ROE	4%	12%	34%	27%	24%	21%
							ROA	1%	3%	9%	9%	8%	8%
<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>Tăng trưởng</b>						
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,687</b>	<b>5,037</b>	<b>9,630</b>	<b>10,289</b>	<b>12,218</b>	<b>13,839</b>	Doanh thu	6%	-2%	71%	1%	16%	14%
I. Tiền & tương đương tiền	186	379	403	778	1,138	1,430	Lợi nhuận trước thuế	35%	292%	338%	4%	17%	9%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	334	659	1,365	1,641	1,787	1,805	Lợi nhuận sau thuế	50%	273%	329%	4%	17%	9%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	942	1,449	2,048	2,294	3,139	3,585	EPS	50%	239%	255%	4%	17%	9%
IV. Hàng tồn kho	2,890	2,326	4,837	4,825	5,279	6,019	Tổng tài sản	-16%	1%	59%	12%	18%	11%
V. Tài sản ngắn hạn khác	335	223	976	752	875	999	Vốn chủ sở hữu	3%	13%	48%	34%	29%	25%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,548</b>	<b>3,297</b>	<b>3,591</b>	<b>4,491</b>	<b>5,295</b>	<b>5,682</b>	<b>Thanh khoản</b>						
I. Các khoản Phải thu dài hạn	4	5	21	22	25	29	Thanh toán hiện hành	0.9 x	1.0 x	1.1 x	1.2 x	1.3 x	1.4 x
II. Tài sản cố định	3,185	2,896	2,627	2,326	4,196	3,725	Thanh toán nhanh	0.1 x	0.2 x	0.2 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x
1. Tài sản cố định hữu hình	3,178	2,891	2,622	2,322	4,193	3,722	Nợ/tài sản	48%	40%	38%	38%	36%	32%
2. Tài sản cố định vô hình	7	5	5	4	3	2	Nợ/vốn chủ sở hữu	183%	138%	139%	117%	102%	82%
III. Tài sản cho thuê tài chính	41	36	42	48	54	62	Khả năng thanh toán lãi vay	1.1 x	2.0 x	6.0 x	4.8 x	4.9 x	5.0 x
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1	32	76	1,267	85	824	<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	180	180	180	180	Vòng quay phải thu khách hàng	12.1 x	10.4 x	10.4 x	9.4 x	8.0 x	8.0 x
VI. Tài sản dài hạn khác	316	328	644	649	755	862	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	30 ngày	35 ngày	35 ngày	39 ngày	46 ngày	46 ngày
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8,235</b>	<b>8,334</b>	<b>13,220</b>	<b>14,780</b>	<b>17,514</b>	<b>19,520</b>	Vòng quay hàng tồn kho	4.1 x	4.9 x	3.8 x	3.9 x	4.1 x	4.1 x
<b>Nợ phải trả</b>	<b>6,096</b>	<b>5,911</b>	<b>9,626</b>	<b>9,974</b>	<b>11,295</b>	<b>11,769</b>	Thời gian tồn kho bình quân	89 ngày	74 ngày	95 ngày	94 ngày	89 ngày	89 ngày
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>5,000</b>	<b>5,157</b>	<b>8,943</b>	<b>8,637</b>	<b>9,561</b>	<b>10,121</b>	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	10.0 x	9.0 x	8.0 x	8.0 x	8.0 x	8.0 x
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,094	2,499	4,546	4,290	4,841	5,361	Thời gian trả tiền bình quân	36 ngày	40 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,905	2,658	4,397	4,348	4,720	4,759	<b>Cashflow Statement (VND bn)</b>						
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>1,097</b>	<b>754</b>	<b>683</b>	<b>1,337</b>	<b>1,734</b>	<b>1,649</b>	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	928	1,195	(640)	1,268	941	1,134
1. Các khoản phải trả dài hạn	80	61	79	79	83	87	Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	252	(416)	(993)	(1,497)	(1,347)	(791)
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,017	693	604	1,258	1,651	1,562	Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(1,182)	(586)	1,657	604	766	(50)
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,139</b>	<b>2,423</b>	<b>3,595</b>	<b>4,806</b>	<b>6,218</b>	<b>7,751</b>	<b>Dòng tiền trong kỳ</b>	<b>(2)</b>	<b>193</b>	<b>24</b>	<b>375</b>	<b>360</b>	<b>292</b>
1. Vốn điều lệ	886	975	1,177	1,177	1,177	1,177	<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ</b>	<b>188</b>	<b>186</b>	<b>379</b>	<b>403</b>	<b>778</b>	<b>1,138</b>
2. Thặng dư vốn cổ phần	464	464	464	464	464	464	<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ</b>	<b>186</b>	<b>379</b>	<b>403</b>	<b>778</b>	<b>1,138</b>	<b>1,430</b>
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	694	977	1,948	3,159	4,571	6,104							
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0	0							
5. Vốn khác	94	6	6	6	6	6							
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>8,235</b>	<b>8,334</b>	<b>13,220</b>	<b>14,780</b>	<b>17,514</b>	<b>19,520</b>							

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

**Hoàng Công Tuấn** [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Trọng Việt Hoàng** [Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn](mailto:Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

**Chu Thế Huynh** [Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

**Trần Minh Phương** [Phuong.TranMinh@mbs.com.vn](mailto:Phuong.TranMinh@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

**Đỗ Lan Phương** [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Vật liệu xây dựng

**Hoàng Ngân Giang** [Giang.HoangNgan@mbs.com.vn](mailto:Giang.HoangNgan@mbs.com.vn)

#### Trái phiếu

**Lê Minh Anh** [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Trần Thái Bình** [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Đình Công Luyện** [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

**Dương Thiện Chí** [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
<b>MUA</b>	$\geq 15\%$
<b>GIỮ</b>	Từ -15% đến +15%
<b>BÁN</b>	$\leq -15\%$

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘ SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)