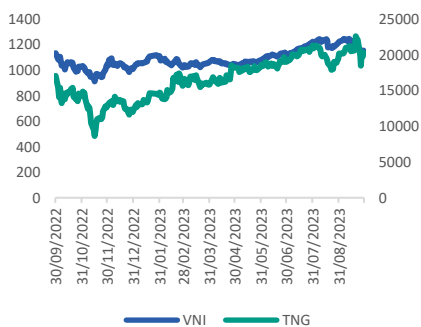


| KHUYẾN NGHỊ               | MUA           | CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG)<br>KHỞI ĐẦU CỦA NĂM 2025 ĐƯỢC ĐẢM BẢO |            |                           |
|---------------------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------|------------|---------------------------|
| Giá hiện tại:             | <b>25,400</b> | Ngày viết báo cáo:                                                             | 11/11/2024 | <b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>     |
| Giá mục tiêu trước đây    | <b>30,500</b> | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)                                                      | 122        | Nguyễn Đức Mạnh 7.44%     |
| Giá mục tiêu mới:         | <b>30,500</b> | Vốn hóa (tỷ đồng)                                                              | 2,407      | KOREA INVESTMENT 6.25%    |
| Tỷ suất cổ tức            |               | Thanh khoản 6M (Triệu CP):                                                     | 2.1        | Tundra Vietnam Fund 2.24% |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b> | <b>20%</b>    | Sở hữu nước ngoài                                                              | 22.6%      |                           |

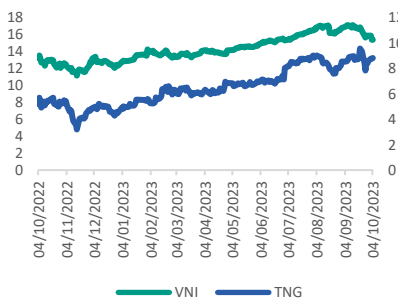
**Bộ phận Research:**

Trần Lâm Tùng,  
(Thủy sản, dệt may, công nghệ)  
[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**Bảng so sánh P/E và VN index**



**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

So với báo cáo trước đó, BSC nâng khuyến nghị TNG từ **NẮM GIỮ** lên **MUA** với giá mục tiêu 1 năm bằng **30,500 VNĐ/CP** (+20% so với giá tham chiếu ngày 11/11/2024) dựa trên:

- (1) BSC sử dụng mục P/E mục tiêu = 9 lần và EPS của năm 2025 tương đương báo cáo khuyến nghị trước vào Q2.2024 và Q3.2024.
- (2) Mức thay đổi khuyến nghị chủ yếu đến từ (i) giá cổ phiếu TNG đã chiết khấu 10% so với báo cáo khuyến nghị NẮM GIỮ/THEO DÕI ngày 11/09/2024 trở lại vùng định giá hợp lý mua vào với PE FW 2025 = 7.5 lần thấp hơn so với trung bình ngành = 9 lần và trung bình chu kỳ trước = 8.5 lần và (ii) triển vọng KQKD ghi nhận tăng trưởng +27% yoy khi cơ bản các giả định và dự phóng của BSC tính đến thời điểm hiện tại vẫn đang đi theo kỳ vọng.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

BSC duy trì quan điểm tích cực về triển vọng đơn hàng và kết quả kinh doanh của TNG nhờ:

- (1) So với báo cáo khuyến nghị trước, hiện tại TNG cơ bản đã lấp đầy đơn hàng đến hết Q1.2025 và đang tiếp tục đàm phán để chốt kế hoạch sản xuất cho 1H.2025.
- (2) Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng tương đương hoặc cải thiện nhẹ so với cùng kỳ nhờ (i) đơn giá đi ngang (ii) năng suất lao động được duy trì.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Năm 2024, BSC dự báo TNG ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt **7,982 tỷ đồng (+11% yoy)** và **324 tỷ đồng (+43% yoy)**, tương đương EPS FW 2024 = 2,874 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 9.3 lần.

Năm 2025, BSC dự báo TNG ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt **9,365 tỷ đồng (+18% yoy)** và **412 tỷ đồng (+27% yoy)**, tương đương EPS FW 2025 = 3,386 VNĐ/CP, PE FW 2025 = 7.5 lần.

**RỦI RO:**

- (1) Nhu cầu/tồn kho tại thị trường Mỹ hồi phục/giảm chậm hơn kỳ vọng
- (2) Tăng chi phí nhân công do tăng mức lương tối thiểu.

| Chỉ số  | 2023 | 2024F | 2025F | Peer | VNI   |
|---------|------|-------|-------|------|-------|
| PE (x)  | 9    | 9.3   | 8     | 14   | 14.8  |
| PB (x)  | 1.3  | 1.1   | 1     | 2.1  | 1.9   |
| ROE (%) | 15%  | 17%   | 18%   | 16%  | 12.4% |
| ROA (%) | 5%   | 6%    | 6%    | 8%   | 2.1%  |

|                        | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | 6,772 | 7,096 | 7,932 | 9,365 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | 999   | 982   | 1,260 | 1,493 |
| <b>LNST - CĐTS</b>     | 293   | 226   | 324   | 412   |
| <b>EPS</b>             | 2,787 | 2,127 | 2,660 | 3,386 |
| <b>Tăng trưởng EPS</b> | 11%   | -24%  | 35%   | 27%   |

I. CẬP NHẬT KQKD Q3.2024

Hình: Tóm tắt KQKD của TNG trong Q2.2024

| TNG_Tỷ VNĐ                   | Q3.2023      | Q3.2024      | % YoY      | 9T.2023      | 9T.2024      | % YoY      |
|------------------------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>       | <b>2,105</b> | <b>2,358</b> | <b>12%</b> | <b>5,439</b> | <b>5,884</b> | <b>8%</b>  |
| Giá vốn hàng bán             | (1,815)      | (2,017)      | 11%        | (4,714)      | (4,983)      | 6%         |
| <b>Lãi gộp</b>               | <b>290</b>   | <b>341</b>   | <b>17%</b> | <b>724</b>   | <b>902</b>   | <b>24%</b> |
| Thu nhập tài chính           | 29           | 53           | 83%        | 79           | 93           | 17%        |
| Chi phí tài chính            | (93)         | (98)         | 5%         | (233)        | (284)        | 21%        |
| Trong đó: Chi phí lãi vay    | (68)         | (65)         | -5%        | (169)        | (161)        | -5%        |
| Lãi/(lỗ) từ CTLK             | -            | -            |            | -            | -            |            |
| Chi phí bán hàng             | (39)         | (37)         | -6%        | (78)         | (87)         | 11%        |
| CP QLDN                      | (99)         | (119)        | 20%        | (268)        | (316)        | 18%        |
| <b>Lãi từ HĐKD</b>           | <b>87</b>    | <b>139</b>   | <b>59%</b> | <b>225</b>   | <b>308</b>   | <b>37%</b> |
| Thu nhập khác, ròng          | (2)          | (1)          | -41%       | (14)         | (11)         | -22%       |
| <b>LNTT</b>                  | <b>85</b>    | <b>138</b>   | <b>62%</b> | <b>211</b>   | <b>298</b>   | <b>42%</b> |
| Thuế TNDN                    | (16)         | (27)         | 69%        | (40)         | (57)         | 44%        |
| <b>LNST</b>                  | <b>69</b>    | <b>111</b>   | <b>60%</b> | <b>171</b>   | <b>241</b>   | <b>41%</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | -            | -            |            | 1            | -            | -100%      |
| <b>LNST-CDTS</b>             | <b>69</b>    | <b>111</b>   | <b>60%</b> | <b>170</b>   | <b>241</b>   | <b>42%</b> |
| <b>Chỉ số</b>                |              |              |            |              |              |            |
| Biên LNG                     | 13.8%        | 14.4%        | 1%         | 13.3%        | 15.3%        | 2%         |
| Biên LNR                     | 3.3%         | 4.7%         | 1%         | 3.1%         | 4.1%         | 1%         |
| SG&A/DT                      | 6.6%         | 6.6%         | 0%         | 6.4%         | 6.9%         | 0%         |

Nguồn: BCTC TNG, BSC research tổng hợp

**Nhận xét KQKD Q3.2024 – Lợi nhuận phục hồi mạnh so với cùng kỳ phù hợp với quan điểm của BSC.**

Chúng tôi cho rằng trong Q3.2024 có một số điểm cần chú ý sau:

- (1) DTT +12% yoy nhờ (i) lượng đơn hàng hồi phục của tập khách hàng cũ (Decathlon, Asmara, Sportmaster, Columbia Sportswear,...) (ii) TNG xuất đi lượng đơn hàng phục vụ mùa Back to school tại các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, EU,...) (iii) các đơn hàng bị hoãn xuất trong cuối Q2.2024 được xuất trong Q3.2024.
- (2) Biên lợi nhuận gộp = 14.5% cải thiện 0.8% so với cùng kỳ phù hợp với quan điểm và kỳ vọng trước đó của BSC (i) đơn giá trung bình cải thiện +5% so với cùng kỳ (ii) TNG tập trung làm các mặt hàng FOB có giá trị cao phục vụ tập khách hàng sẵn có.

Kết thúc 9T.2024, TNG ghi nhận DTT và LNST-CDTS lần lượt đạt 5,884 tỷ đồng (+8.2% yoy) và 241 tỷ đồng (+46% yoy) hoàn thành 74%/75% dự phóng của BSC khi diễn biến KQKD là phù hợp với quan điểm và kỳ vọng của BSC trong xuyên suốt các báo cáo cập nhật từ T12/2023 cho đến hiện tại.

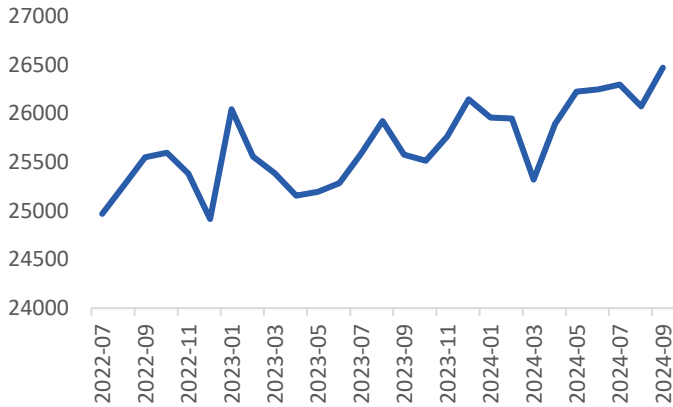
II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng Q4.2024 và 2025, BSC duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng đơn hàng và kết quả kinh doanh của TNG nhờ (1) hiện tại TNG cơ bản đã lấp đầy đơn hàng đến hết Q1.2025 và đang tiếp tục đàm phán để chốt kế hoạch sản xuất cho 1H.2025 (2) biên lợi nhuận kỳ vọng duy trì tương đương hoặc cải thiện nhẹ so với 2024.

**1. So với báo cáo cập nhật trước, đơn hàng hiện tại của TNG đã cơ bản được lấp đến hết Q1.2025 nhờ lượng đơn hàng gia tăng từ cả các khách hàng cũ và mới của TNG nhờ:**

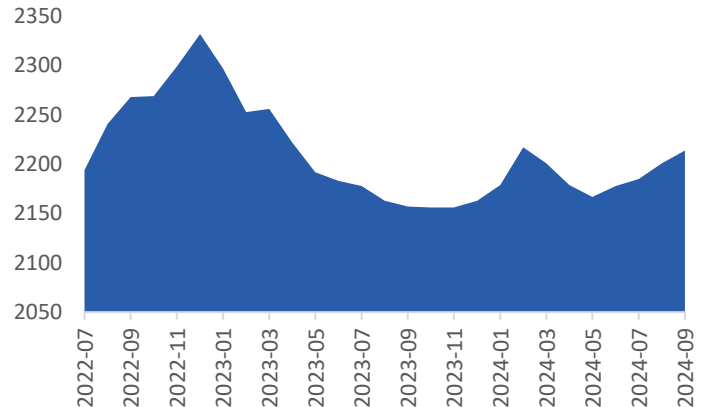
- (1) Thị trường bán lẻ quần áo Mỹ tiếp tục duy trì xu hướng hồi phục, trong khi đó mức tồn kho của các nhãn hàng tiếp tục neo ở mức thấp so với giai đoạn trước, cụ thể
- Doanh số bán lẻ quần áo Mỹ T9 = 26.472 tỷ USD (+3.4% yoy)
  - Tồn kho quần áo Mỹ T9 = 2.6 tỷ USD (+2.6% yoy)

**Hình: Doanh số bán lẻ quần áo Mỹ duy trì xu hướng hồi phục**



Nguồn: Fred

**Hình: Tồn kho quần áo Mỹ tiếp tục giảm so với cùng kỳ**



Nguồn: Fred

- (2) Lượng đơn hàng tiếp tục gia tăng từ tập khách hàng cũ và mới, cụ thể (i) tính từ 2H.2024, TNG đã trở thành top 3 đối tác Decathlon (DCL) sau khi đạt đủ các điều kiện về sản xuất và ESG (ii) nhiều đối tác mới phát triển được như Walmart, Sainsbury, Lidl, H&M kỳ vọng sẽ gia tăng lượng đơn hàng về cho TNG đặc biệt sau nhiều sự vụ xảy ra tại Bangladesh trong năm 2024 (BSC đã đề cập trong báo cáo cập nhật Q1.2024 và Q2.2024)
- (3) Đối với khách hàng TCP, BSC duy trì quan điểm trong báo cáo trước đó khi (i) khoản phải thu của TCP hiện vẫn chưa gặp khó khăn gì trong việc thu hồi dẫn đến phải trích lập dự phòng (ii) BSC cho rằng lượng đơn hàng gia tăng thêm từ các khách hàng mới có thể bù đắp cho lượng giảm từ TCP ([chi tiết NĐT xem tại đây](#)).

**2. BSC kỳ vọng trong 2025, biên lợi nhuận của TNG sẽ đi ngang hoặc cải thiện nhẹ so với cùng kỳ dựa trên giả định đơn giá đi ngang trong 2025.**

**Đơn giá may mặc xuất khẩu kỳ vọng sẽ đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ năm 2024 do:**

- (1) Xu hướng hồi phục của bán lẻ quần áo Mỹ được dự báo sẽ hồi phục một cách từ từ trong 2025 do (i) tác động của việc FED giảm lãi suất cần thời gian để thẩm thấu vào nền kinh tế, nhu cầu chỉ được dự báo hồi phục một cách rõ rệt kể từ 2H.2025 (ii) lượng đơn hàng gia tăng hiện tại BSC cho rằng chủ yếu đến từ việc lấp đầy tồn kho của các nhãn hàng.
- (2) Nhãn hàng khó có thể đẩy tăng đơn giá trong 1H.2025 do (i) chi phí vận chuyển, nguyên vật liệu tăng (ii) biên lợi nhuận bị thu hẹp do hầu hết các nhãn hàng đều cho rằng các chương trình giảm giá vẫn sẽ phải được áp dụng để bán hàng trong 1H.2025.

**Tuy nhiên, BSC cho rằng biên lợi nhuận của TNG vẫn sẽ được đảm bảo ở mức tương đương hoặc cải thiện nhẹ so với 2024 do:**

- (1) TNG với lợi thế đáp ứng được nhiều yếu tố ESG và lợi thế quy mô đã giúp thu hút lượng lớn các đơn hàng FOB giá trị gia tăng cao ([chi tiết xem tại báo cáo update Q1.2024](#) và [Q2.2024](#)).
- (2) Năng suất lao động được cải thiện do (i) đội ngũ nhân công tay nghề cao và ổn định khi ít gặp cạnh tranh với các khu vực FDI khác trong tỉnh Thái Nguyên nhờ chính sách lương thưởng hợp lý và cạnh tranh của TNG (ii) TNG đã số hóa, tự động hóa nhiều công đoạn trong quy trình sản xuất, kiểm soát khối lượng công việc của nhân công.

### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC duy trì dự báo TNG ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 7,932 tỷ đồng (+11% yoy) và 324 tỷ đồng (+43% yoy), tương đương EPS FW 2024 = 2,874 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 9.3 lần.

Năm 2025, BSC duy trì dự báo TNG ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 9,365 tỷ đồng (+18% yoy) và 412 tỷ đồng (+27% yoy), thay đổi lần lượt -3%/-4% so với báo cáo trước đó, tương đương EPS FW 2025 = 3,386 VNĐ/CP, PE FW 2025 = 7.5lần.

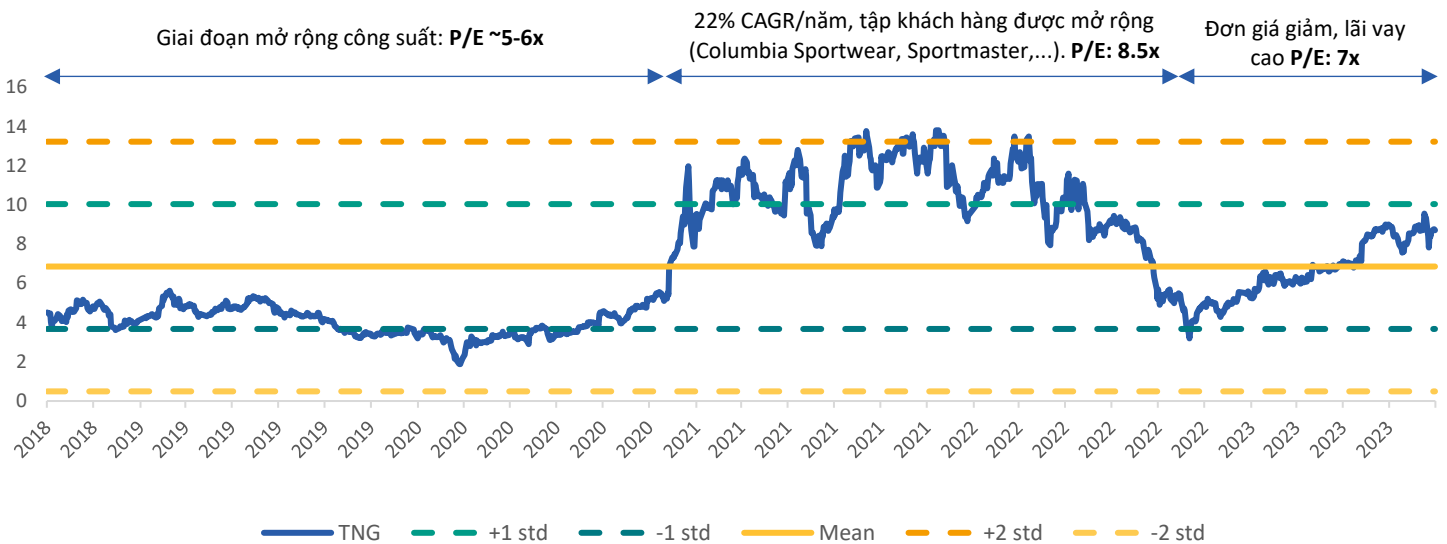
|                            | Đơn vị           | TH 2023      | Ước tính 2024 | Ước tính 2025 | %yoy       | %yoy       |
|----------------------------|------------------|--------------|---------------|---------------|------------|------------|
| <b>Kim ngạch xuất khẩu</b> | <b>Triệu USD</b> | <b>257</b>   | <b>293</b>    | <b>345</b>    | <b>14%</b> | <b>18%</b> |
| Tài chính                  |                  |              |               |               |            |            |
| <b>Doanh thu thuần</b>     | <b>Tỷ đồng</b>   | <b>7,096</b> | <b>7,932</b>  | <b>9,365</b>  | <b>12%</b> | <b>18%</b> |
| May mặc xuất khẩu          |                  | 6,033        | 6,879         | 8,107         | 14%        | 18%        |
| Gia công                   |                  | 1,015        | 1,015         | 1,218         | 0%         | 20%        |
| Bán SP thời trang          |                  | 16           | 18            | 20            | 10%        | 10%        |
| BĐS, khác                  |                  | 20           | 20            | 20            | 0%         | 0%         |
| Lợi nhuận gộp              |                  | 982          | 1,234         | 1,462         | 26%        | 18%        |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b>  |                  | <b>13.8%</b> | <b>15.6%</b>  | <b>15.6%</b>  |            |            |
| Chi phí bán hàng           |                  | (101.74)     | (113.72)      | (134.28)      |            |            |
| Biên chi phí bán hàng      |                  | 1.4%         | 1.4%          | 1.4%          |            |            |
| Chi phí quản lý            |                  | (352)        | (436)         | (515)         |            |            |
| Biên chi phí quản lý       |                  | 5.0%         | 5.5%          | 5.5%          |            |            |
| Doanh thu tài chính        |                  | 97           | 102           | 103           |            |            |
| Chi phí tài chính          |                  | (325)        | (389)         | (441)         | 20%        | 13%        |
| Chi phí lãi vay            |                  | (251)        | (222)         | (259)         | -12%       | 17%        |
| Lợi nhuận trước thuế       |                  | 279          | 402           | 511           | 44%        | 27%        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>  |                  | <b>226</b>   | <b>324</b>    | <b>412</b>    | <b>44%</b> | <b>27%</b> |
| <b>LNST - CĐTS</b>         |                  | <b>226</b>   | <b>324</b>    | <b>412</b>    | <b>44%</b> | <b>27%</b> |
| <b>EPS</b>                 |                  | <b>2,127</b> | <b>2,880</b>  | <b>3,390</b>  | <b>35%</b> | <b>18%</b> |

#### IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với báo cáo trước đó, BSC nâng khuyến nghị **TNG** từ **NẮM GIỮ** lên **MUA** với giá mục tiêu 1 năm bằng 30,500 VNĐ/CP (+20% so với giá tham chiếu ngày 11/11/2024) dựa trên:

- (1) BSC sử dụng mục P/E mục tiêu = 9 lần và EPS của năm 2025 tương đương báo cáo khuyến nghị trước vào Q2.2024 và Q3.2024.
- (2) Mức thay đổi khuyến nghị chủ yếu đến từ (i) giá cổ phiếu TNG đã chiết khấu 10% so với báo cáo khuyến nghị **NẮM GIỮ/THEO DÕI** ngày 11/09/2024 trở lại vùng định giá hợp lý mua vào với PE FW 2025 = 7.5 lần thấp hơn so với trung bình ngành = 9 lần và trung bình chu kỳ trước = 8.5 lần và (ii) triển vọng KQKD ghi nhận tăng trưởng +27% yoy khi cơ bản các giả định và dự phóng của BSC tính đến thời điểm hiện tại vẫn đang đi theo kỳ vọng.

#### TNG P/E 5yrs



Hình: Định giá cổ phiếu

| Phương pháp P/E                                          | Giá trị   |
|----------------------------------------------------------|-----------|
| EPS 2025                                                 | 3,386 VNĐ |
| P/E mục tiêu = 9 lần                                     | 9         |
| Giá mục tiêu 1 năm của TNG theo phương pháp P/E (VNĐ/CP) | 30,500    |

Phụ lục

| KQKD(Tỷ đồng)             | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần           | 5,444   | 6,772   | 7,096   | 7,932   | 9,365   |
| Giá vốn hàng bán          | (4,717) | (5,773) | (6,114) | (6,697) | (7,904) |
| Lợi nhuận gộp             | 727     | 999     | 982     | 1,234   | 1,462   |
| Thu nhập tài chính        | 60      | 121     | 97      | 127     | 160     |
| Chi phí tài chính         | (170)   | (302)   | (325)   | (389)   | (441)   |
| Trong đó: Chi phí lãi vay | (125)   | (160)   | (251)   | (222)   | (259)   |
| Lãi/(lỗ) từ CTLK          | -       | -       | -       | -       | -       |
| Chi phí BH                | (86)    | (78)    | (102)   | (114)   | (134)   |
| Chi phí QLDN              | (242)   | (368)   | (352)   | (436)   | (515)   |
| Lãi từ HĐKD               | 288     | 373     | 300     | 423     | 531     |
| Thu nhập khác, ròng       | (7)     | (14)    | (21)    | (21)    | (21)    |
| LNTT                      | 281     | 359     | 279     | 402     | 511     |
| Thuế TNDN                 | (49)    | (66)    | (54)    | (77)    | (98)    |
| LNST                      | 232     | 293     | 226     | 324     | 412     |
| Lợi ích ĐKKK              | -       | -       | -       | -       | -       |
| LNST Công ty mẹ           | 232     | 293     | 226     | 324     | 412     |
| EPS                       | 2,506   | 2,787   | 2,127   | 2,660   | 3,390   |

| ĐCKT (Tỷ đồng)           | 2021         | 2022         | 2023         | 2024F        | 2025F        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền | 14           | 512          | 299          | 640          | 1,445        |
| Đầu tư ngắn hạn          | -            | -            | -            | -            | -            |
| Phải thu ngắn hạn        | 719          | 559          | 790          | 654          | 772          |
| Hàng tồn kho             | 1,159        | 1,280        | 888          | 906          | 924          |
| TS ngắn hạn khác         | 134          | 256          | 147          | 300          | 355          |
| <b>TS ngắn hạn</b>       | <b>2,026</b> | <b>2,608</b> | <b>2,125</b> | <b>2,501</b> | <b>3,496</b> |
| Phải thu dài hạn         | 21           | 11           | 11           | 13           | 15           |
| TSCĐ nguyên giá          | 2,527        | 3,010        | 3,583        | 3,839        | 3,877        |
| Khấu hao                 | (1,025)      | (1,197)      | (1,390)      | (1,651)      | (1,922)      |
| TSĐT nguyên giá          | 33           | 33           | 330          | 325          | 320          |
| Khấu hao                 | (0)          | (1)          | (5)          | (5)          | (5)          |
| TS dở dang dài hạn       | 671          | 684          | 433          | 684          | 684          |
| ĐT dài hạn               | -            | -            | -            | -            | -            |
| TS dài hạn khác          | 115          | 145          | 165          | 170          | 201          |
| <b>TS dài hạn</b>        | <b>2,342</b> | <b>2,684</b> | <b>3,127</b> | <b>3,375</b> | <b>3,171</b> |
| <b>Tổng TS</b>           | <b>4,367</b> | <b>5,292</b> | <b>5,251</b> | <b>5,876</b> | <b>6,667</b> |
| Nợ phải trả              | 825          | 963          | 737          | 1,110        | 1,292        |
| Vay ngắn hạn             | 1,622        | 1,961        | 1,819        | 2,054        | 2,391        |
| <b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>  | <b>2,447</b> | <b>2,925</b> | <b>2,556</b> | <b>3,164</b> | <b>3,683</b> |
| Vay dài hạn              | 457          | 715          | 822          | 643          | 665          |
| Nợ dài hạn khác          | 1            | 2            | 12           | 12           | 12           |
| <b>Tổng Nợ dài hạn</b>   | <b>458</b>   | <b>717</b>   | <b>834</b>   | <b>655</b>   | <b>677</b>   |
| <b>Tổng Nợ phải trả</b>  | <b>2,905</b> | <b>3,641</b> | <b>3,390</b> | <b>3,819</b> | <b>4,361</b> |
| Vốn góp                  | 927          | 1,051        | 1,135        | 1,135        | 1,135        |
| Thặng dư vốn             | 41           | 41           | 41           | 41           | 41           |
| Vốn chủ khác             | 262          | 285          | 373          | 373          | 373          |
| Lãi chưa phân phối       | 232          | 251          | 178          | 374          | 623          |
| Lợi ích ĐCTS             | -            | 23           | 133          | 133          | 133          |
| <b>Tổng VCSH</b>         | <b>1,462</b> | <b>1,651</b> | <b>1,861</b> | <b>2,057</b> | <b>2,306</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>    | <b>4,367</b> | <b>5,292</b> | <b>5,251</b> | <b>5,876</b> | <b>6,667</b> |

| LCTT (Tỷ đồng)           | 2021         | 2022         | 2023         | 2024F        | 2025F        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (Lỗ)/LNTT                | 281          | 359          | -            | 402          | 511          |
| Khấu hao và phân bổ      | 164          | 195          | -            | 261          | 271          |
| Thay đổi vốn lưu động    | (361)        | (74)         | -            | 331          | (41)         |
| Điều chỉnh khác          | (48)         | (98)         | (323)        | (77)         | (98)         |
| <b>LCTT từ HĐKD</b>      | <b>36</b>    | <b>382</b>   | <b>(201)</b> | <b>916</b>   | <b>642</b>   |
| Tiền chi mua TSCĐ        | (579)        | (470)        | (229)        | (503)        | (33)         |
| Đầu tư khác              | 2            | 3            | 174          | -            | -            |
| <b>LCTT từ HĐĐT</b>      | <b>(577)</b> | <b>(467)</b> | <b>(55)</b>  | <b>(503)</b> | <b>(33)</b>  |
| Tiền chi trả cổ tức      | (30)         | (116)        | (87)         | (129)        | (164)        |
| Tiền từ vay ròng         | 452          | 628          | 21           | 57           | 359          |
| Tiền thu khác            | -            | 73           | 108          | -            | -            |
| <b>LCTT từ HĐTC</b>      | <b>422</b>   | <b>585</b>   | <b>42</b>    | <b>(72)</b>  | <b>195</b>   |
| <b>Dòng tiền đầu kỳ</b>  | <b>133</b>   | <b>14</b>    | <b>512</b>   | <b>299</b>   | <b>640</b>   |
| Tiền trong kì            | (119)        | 499          | (214)        | 342          | 805          |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b> | <b>14</b>    | <b>512</b>   | <b>299</b>   | <b>640</b>   | <b>1,445</b> |

| Chỉ số                     | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |        |        |        |        |        |
| H số TT ngắn hạn           | 0.8    | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.9    |
| H số TT nhanh              | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.6    |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |        |        |        |        |        |
| H số Nợ/TTS                | 67%    | 69%    | 65%    | 65%    | 65%    |
| H số Nợ/VCSH               | 199%   | 221%   | 182%   | 186%   | 189%   |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |        |        |        |        |        |
| Số ngày HTK                | 90     | 81     | 53     | 49     | 43     |
| Số ngày phải thu ngắn hạn  | 48     | 30     | 41     | 30     | 30     |
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| Lợi nhuận gộp              | 13%    | 14.8%  | 13.8%  | 15.6%  | 15.6%  |
| Lợi nhuận LNST             | 4%     | 4%     | 3%     | 4%     | 4%     |
| ROE                        | 16%    | 18%    | 12%    | 16%    | 18%    |
| ROA                        | 5%     | 6%     | 4%     | 6%     | 6%     |
| <b>Tăng trưởng</b>         |        |        |        |        |        |
| Tăng trưởng DTT            | 22%    | 24%    | 5%     | 12%    | 18%    |
| Tăng trưởng EBIT           | 41%    | 28%    | 2%     | 17%    | 24%    |
| Tăng trưởng LNTT           | 51%    | 28%    | -22%   | 44%    | 27%    |
| Tăng trưởng EPS            | 21%    | 11%    | -24%   | 35%    | 27%    |
| SLCP lưu hành (triệu)      | 93     | 105    | 106    | 122    | 122    |
| BVPS                       | 15,774 | 15,704 | 17,538 | 18,259 | 18,953 |