

CTCP TNG (HOSE: TNG)

Báo cáo 28/5/2020

Khuyến nghị:	Khả quan
Giá mục tiêu (VND):	16.500
Tiềm năng tăng giá:	18%
Cổ tức:	%
Lợi suất cổ tức:	

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu 28/05/2020

Giá hiện tại (VND):	13.800
Số lượng CP đang lưu hành:	65.211.476
Vốn điều lệ (tỷ VND):	652
Vốn hóa TT(tỷ VND):	899
% Sở hữu nước ngoài:	8%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
EPS (vnd)	2.518	3.471	3.352
BV (vnd)	15.304	16.094	16.358
Cổ tức			
ROA(%)	5,6%	7,4%	8,1%
ROE(%)	20%	25,3%	24,7%

Hoạt động chính

Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (TNG), tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái, được thành lập năm 1979. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của Công ty là: Sản xuất và mua bán hàng may mặc; Sản xuất bao bì giấy, nhựa làm túi nilon, áo mưa nilon và nguyên, phụ liệu hàng may mặc... Công ty là một trong các doanh nghiệp dệt may xuất khẩu lớn nhất Việt Nam.

Nguồn: VNCS tổng hợp

TNG VƯỢT QUA SÓNG GIÓ

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần (tỷ vnd)	2.489	3.613	4.612	3.690
Tăng trưởng doanh thu	32%	45%	28%	-20%
Lợi nhuận gộp (tỷ vnd)	437	641	787	627
Biên lợi nhuận gộp	17,6%	17,7%	17%	17%
LNST (tỷ vnd)	115	180	230	184
Tăng trưởng LNST	42%	57%	28%	-20%
Biên LNST	5%	5%	5%	5%
EPS (vnd)	2.518	3.471	3.352	2.821

Luận điểm đầu tư:

- Với tình hình dịch bệnh diễn biến phức tạp tại hầu hết các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ và EU, ngành dệt may Việt Nam trong năm được dự báo sẽ có một năm đầy khó khăn. Tuy nhiên, hiệu lực của hiệp định EVFTA sẽ là cơ hội đối với các công ty ngành dệt may cho nửa cuối năm 2020.
- TNG tiếp tục khẳng định vị thế của mình trong toàn ngành khi xét về các phương diện như số lượng các nhà máy, tổng tài sản, doanh thu, lợi nhuận.... Đặc biệt, TNG còn được đánh giá cao trong ngành khi sản phẩm của doanh nghiệp chủ yếu được xuất khẩu sang thị trường Châu Âu và Mỹ, đây sẽ là yếu tố thuận lợi dành cho TNG khi hiệp định EVFTA được thực thi.
- Để ứng phó với những khó khăn từ dịch Covid -19, TNG đã nhanh chóng chuyển sang hình thức sản xuất sản phẩm khẩu trang và quần áo bảo hộ trong thời gian qua. **Việc làm này đã giúp công ty mang lại doanh thu nội địa đột biến trong tháng 2/2020 so với cùng kỳ năm trước.**
- Trong báo cáo tình hình kinh doanh quý I/2020 vừa công bố, **TNG cho biết tổng doanh thu đạt 773 tỷ đồng, giảm 4%, lợi nhuận sau thuế đạt gần 34 tỷ đồng giảm 10% so với cùng kỳ năm 2019.** Nguyên nhân chủ yếu là diễn biến phức tạp của dịch bệnh Covid-19 trong nước và trên toàn thế giới, khách hàng đã thỏa thuận với TNG tạm giãn thời gian giao hàng nên doanh thu xuất khẩu giảm 5%.
- Việc nhanh chóng ứng phó với khó khăn từ dịch bệnh khi chuyển sang sản xuất khẩu trang và đồ bảo hộ là một lợi thế của TNG so với các đối thủ cạnh tranh. Bên cạnh đó, việc hưởng lợi từ hiệp định EVFTA vào tháng 7 sẽ là yếu tố giúp **TNG phục hồi vào nửa cuối năm 2020, vì vậy chúng tôi dự phóng LNST của TNG giảm 20% so với năm 2019 tương đương với mức 184 tỷ đồng, EPS là 2.821vnd/cp.**

Rủi ro của công ty: Do doanh nghiệp vẫn phải nhập khẩu khối lượng lớn nguyên vật liệu đầu vào vì vậy biến động giá nguyên vật liệu sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận của công ty.

Khuyến nghị:

Bằng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu TNG là 16.500 VNĐ/CP. Mức định giá này của chúng tôi cao hơn 18% so với thị giá hiện tại của TNG là 13.800 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị khả quan cổ phiếu TNG cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan ngành dệt may

1. Chuỗi giá trị ngành dệt may Việt Nam

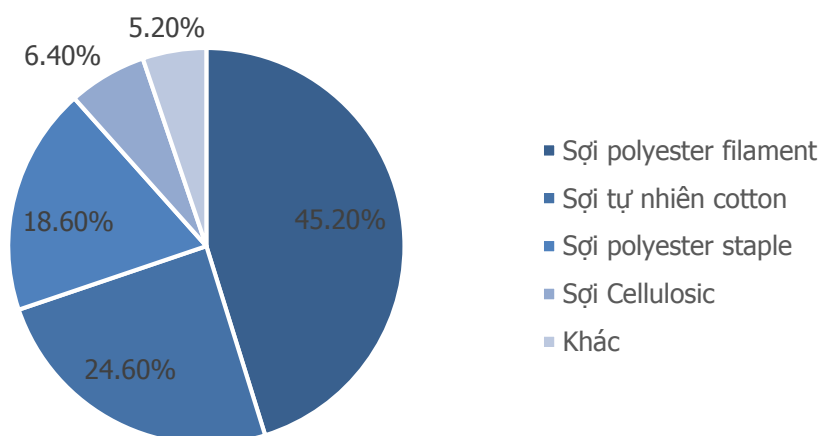
Theo số liệu của Hiệp hội dệt may Việt Nam, tính đến năm 2017, tổng số doanh nghiệp dệt may cả nước đạt 6.000 doanh nghiệp, trong đó số lượng doanh nghiệp gia công hàng may mặc là 5.101 doanh nghiệp (chiếm 85%); số lượng doanh nghiệp sản xuất vải, nhuộm là 780 doanh nghiệp (chiếm 13%), số lượng sản xuất chế biến xơ, sợi là 119 doanh nghiệp (chiếm 2%).

Ngành sợi: Phát triển với gần 70% sản lượng xuất khẩu đi nước ngoài

Nguồn nguyên liệu đầu vào ngành sợi là bông và bông hầu như đều đến từ nhập khẩu (nhập khẩu 99% bông và 100% xơ). Trong đó hai loại sợi được sử dụng phổ biến là sợi polyester filament (chiếm 45,2% tổng sản lượng tiêu thụ) và sợi cotton (chiếm 24,6%). Theo báo cáo ngành dệt may của TCM, đối với sợi polyester, 60% đến từ nhập khẩu trong khi nguồn cung sợi cotton 85% đến từ trong nước. Tuy nhiên, xu thế đang nghiêng về sợi polyester filament nhờ ưu thế về giá cả và nguồn cung ổn định.

Hiện tại, các công ty sản xuất xơ sợi đứng đầu tại Việt Nam bao gồm CTCP Đầu tư và Phát triển Đức Quân (FTM), CTCP Damsan (ADS) và CTCP Sợi Thế Kỷ. Trong đó, STK là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất sản xuất được sợi Polyester filament (bên cạnh công ty TNHH Hưng Nghiệp Formosa và công ty Hualon Vietnam).

Tỷ trọng sợi tiêu thụ trên thế giới



(Nguồn: The Fiber Year)

Ngành vải: Vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng dệt may

Theo báo cáo ngành dệt may TCM, nguồn cung vải chủ yếu đến từ nhập khẩu, trong khi ngành sợi phát triển với 2/3 sản lượng dùng để xuất khẩu.

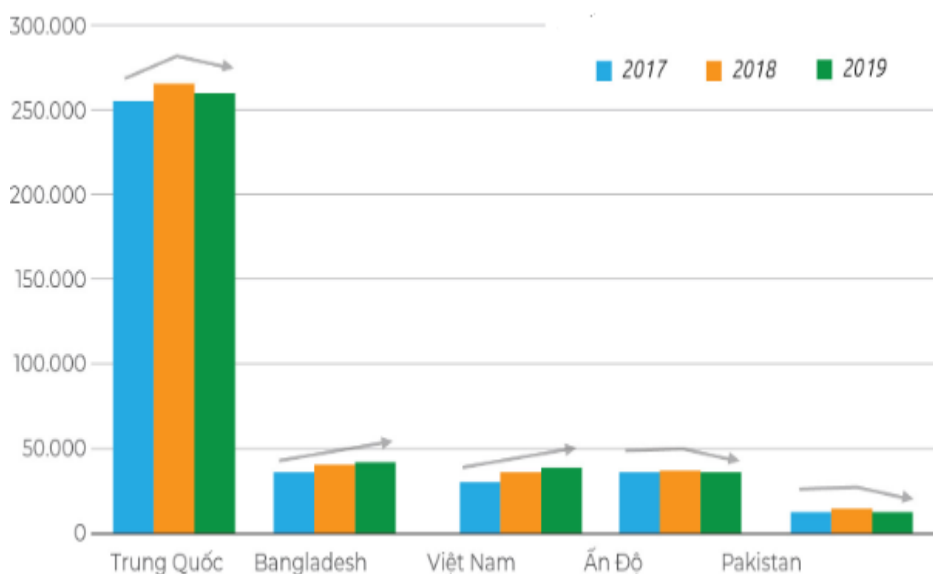
Khâu nhuộm vẫn là vấn đề lớn nhất của ngành vải khi ngành dệt may nước ta vẫn thiếu điều kiện về máy móc, công nghệ và đòi hỏi chi phí cao trong việc giải quyết ô nhiễm nguồn nước.

Ngành may: Giá trị gia tăng thấp nhất trong chuỗi cung ứng

Đối với ngành may Việt Nam, nhập khẩu vải nguyên liệu vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng giá trị nhập khẩu của cả ngành. Ngành sản xuất hàng may mặc của Việt Nam tham gia vào chuỗi giá trị hàng may mặc toàn cầu chủ yếu ở công đoạn gia công (CMT), chiếm 65% thị phần.

2. Vị thế ngành dệt may Việt Nam

Kim ngạch xuất khẩu top 5 nước xuất khẩu hàng dệt may (đ.vị triệu USD)

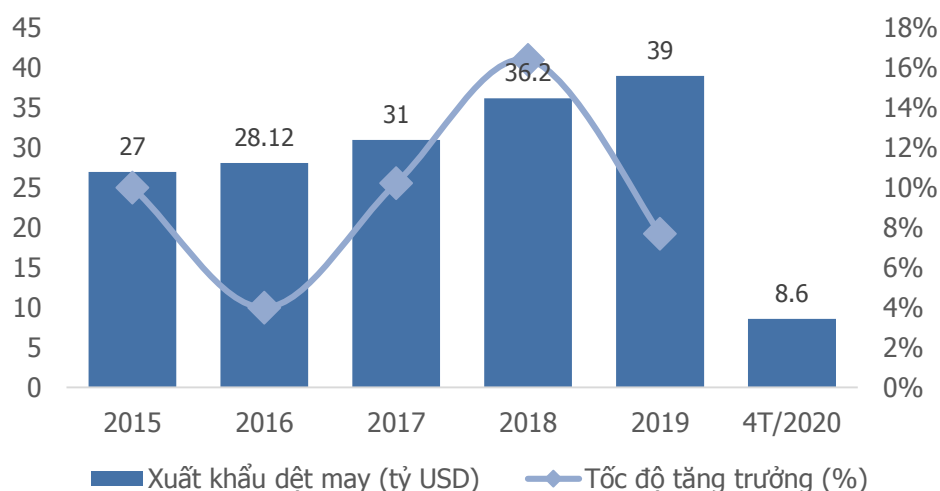


(Nguồn: Trade map và Tổng cục hải quan)

Theo số liệu của Trade Map và Tổng Cục Hải quan Việt Nam, năm 2019, Việt Nam xếp thứ ba trong top các nước xuất khẩu hàng dệt may trên thế giới, đứng sau Trung Quốc và Bangladesh. Trong nhóm này Trung Quốc ghi nhận kim ngạch xuất khẩu giảm 2,3% trong khi Bangladesh và Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt 2,4% và 7,2%. Khi so sánh với các đối thủ cạnh tranh, Việt Nam duy trì xuất tăng khá nhất năm 2019, tăng hơn 9,13% so với 2018, ước kim ngạch đạt 39,69 tỉ USD.

3. Tình hình xuất khẩu ngành dệt may

Giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam

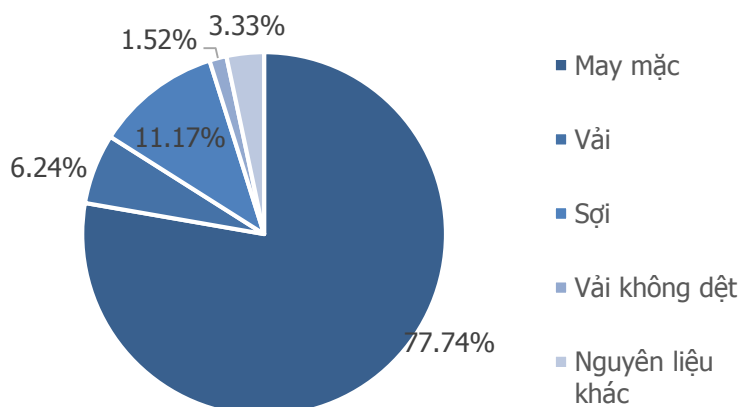


(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng từ 21 tỷ USD lên 39 tỷ USD trong giai đoạn 2013 -2019 với tốc độ tăng trưởng CAGR lên tới hai chữ số khoảng 11%. Trong năm 2019, kim ngạch xuất khẩu dệt may cả Việt Nam đạt 39 tỷ USD. Trong đó, xuất khẩu sản phẩm may mặc đạt 30.9 tỷ USD, chiếm 79% tổng kim ngạch xuất khẩu. Tuy năm 2019 xuất khẩu ngành dệt may không đạt 40 tỷ USD như kỳ vọng nhưng vẫn giữ được mức tăng trưởng khá. Hiện ngành dệt may Việt Nam đang đứng thứ ba thế giới, sau Trung Quốc và Bangladesh về xuất khẩu. Trong đó, Trung Quốc ghi nhận kim ngạch xuất khẩu giảm 2.3% trong khi Bangladesh và Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt 2.4% và 7.6% trong năm 2019.

Trong 4 tháng đầu năm 2020 do ảnh hưởng từ dịch bệnh, tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may tính đến tháng 4/2020 đạt 10,64 tỷ USD (-6,6% YoY), trong khi tổng kim ngạch nhập khẩu giảm còn 6,39 tỷ USD (-8,8% YoY). Để bù đắp cho sự sụt giảm về nhu cầu đối với các sản phẩm may mặc, các công ty dệt may đã chuyển sang sản xuất khẩu trang vải kháng khuẩn để phục vụ trong nước và xuất khẩu.

Cơ cấu xuất khẩu theo sản phẩm 4T/2020

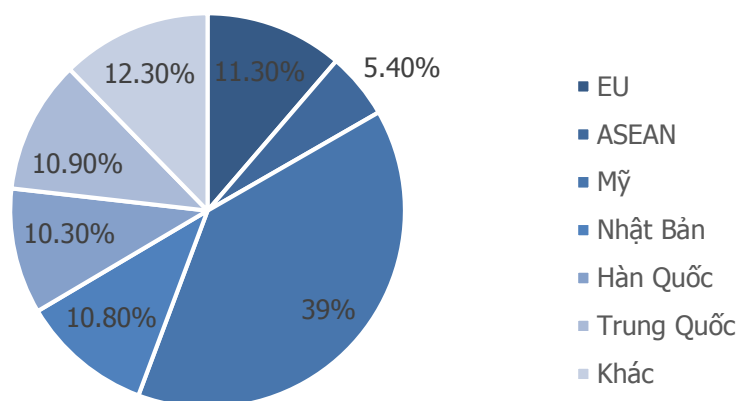


(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu theo sản phẩm, sản phẩm hàng may mặc vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong các sản phẩm xuất khẩu, theo sau là mặt hàng sợi. Các sản phẩm khác chiếm tỷ trọng không đáng kể.

Về thị trường xuất khẩu năm 2019, Mỹ vẫn dẫn đầu với kim ngạch xuất khẩu ước đạt 15.2 tỷ USD, tăng 8.9% so với năm 2018 và chiếm tỷ trọng 39% tổng kim ngạch xuất khẩu. Kế tiếp là EU ước đạt 4.4 tỷ USD, tăng 2.2%, chiếm tỷ trọng 11.28%; Trung Quốc đạt 4.25 tỷ USD tăng 7.1%, chiếm tỷ trọng 10.9%; Hàn Quốc đạt 4 tỷ USD tăng 4.4%, chiếm tỷ trọng 10.3%; ASEAN đạt 2.1 tỷ USD, tăng 7.75%, chiếm 5.4%.

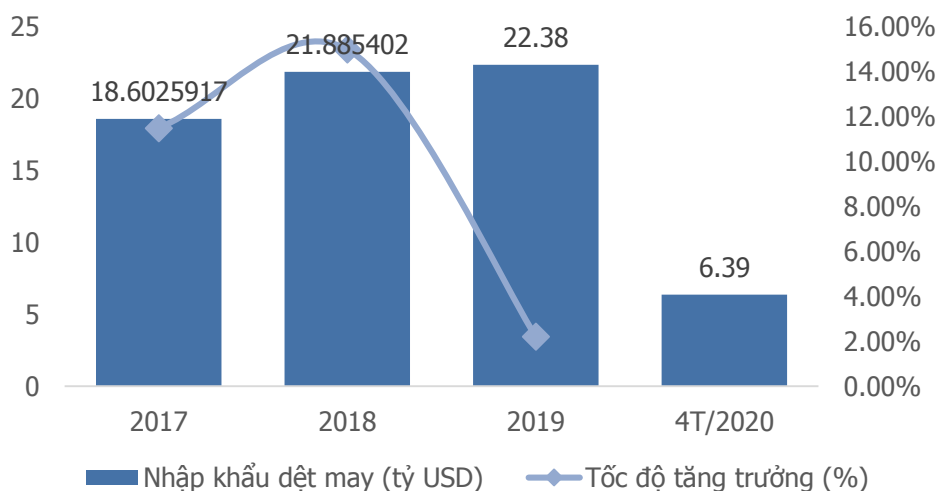
Thị phần xuất khẩu chủ yếu ngành dệt may Việt Nam



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

4. Tình hình nhập khẩu ngành dệt may

Giá trị nhập khẩu ngành dệt may Việt Nam

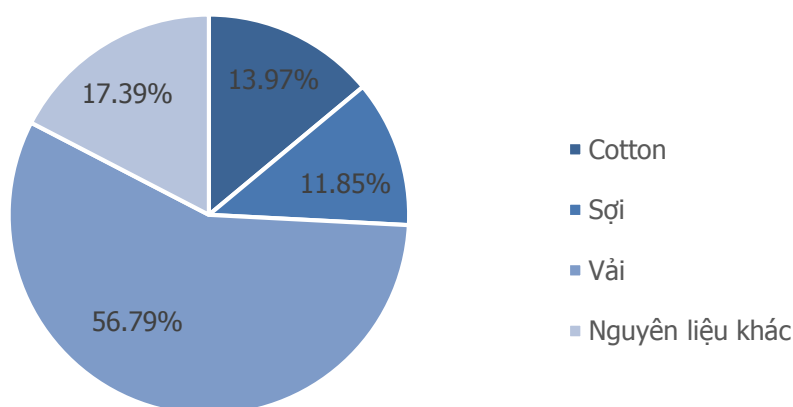


(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Tổng kim ngạch nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may năm 2019 ước đạt 22.38 tỷ USD, tăng 2.21% so với năm 2018. Trong đó, nhập khẩu vải đạt 13.5 tỷ USD

(+ 5.68% YoY), nhập khẩu phụ liệu dệt may đạt 3.86 tỷ USD (+ 4.5% YoY); nhập khẩu bông đạt 2.6 tỷ USD (-13.65% YoY), nhập khẩu sợi đạt 2.42 tỷ USD (+0.04% YoY). Thị trường nhập khẩu nguyên liệu dệt may chính của Việt Nam là Trung Quốc và Hàn Quốc. Điều này có thể gây áp lực đáng kể cho ngành dệt may Việt Nam sau khi ký kết các Hiệp định thương mại như EVFTA hay CPTPP. Kết thúc 4 tháng đầu năm 2020, kim ngạch nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may giảm còn 6,39 tỷ USD.

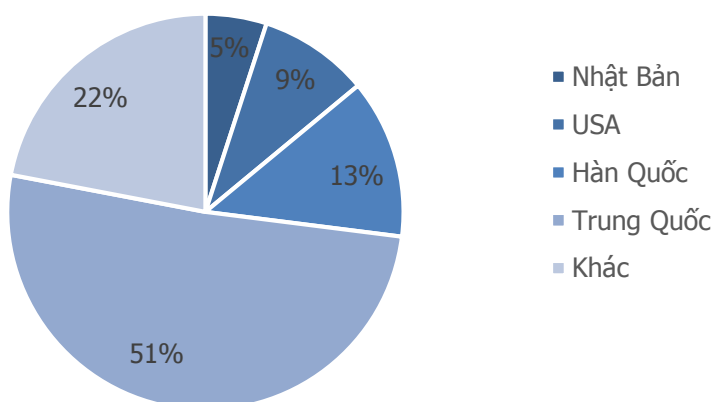
Cơ cấu sản phẩm nhập khẩu 4T/2020



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu sản phẩm nhập khẩu ngành dệt may, cotton và vải là hai sản phẩm được nhập khẩu chủ yếu. Thị trường nhập khẩu chính các nguyên phụ liệu dệt may vẫn tập trung ở Trung Quốc. Chính vì vậy, ảnh hưởng từ dịch bệnh khiến tình hình nhập khẩu nguyên phụ liệu trở nên khó khăn đối với toàn ngành.

Thị trường nhập khẩu chính NPL dệt may 2019



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

5. Tác động của Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam và EU (EVFTA)

Quốc hội Việt Nam đã lên kế hoạch phê chuẩn EVFTA trong tháng 5, và Hiệp định sẽ có hiệu lực trong tháng 7 (2 tháng sau khi phê chuẩn). Hầu hết các sản phẩm may mặc của Việt Nam hiện đang có mức thuế suất ưu đãi là 9% theo Hệ thống ưu đãi thuế quan phổ cập (GSP). Vì mức thuế suất cơ bản được EVFTA sử dụng là mức thuế suất theo Nguyên tắc đối xử tối huệ quốc (MFN) là 12%, hầu hết các sản phẩm may mặc của Việt Nam sẽ không được giảm thuế ngay lập tức. Cụ thể, hầu hết các sản phẩm sẽ được hưởng mức thuế suất thấp hơn từ năm thứ 2 kể từ khi EVFTA có hiệu lực (8% đối với các sản phẩm loại B5 và 9% đối với các sản phẩm loại B7 trong năm thứ 2). Hơn nữa, EVFTA yêu cầu các loại vải được sử dụng để sản xuất sản phẩm phải có nguồn gốc xuất xứ từ Việt Nam hoặc Châu Âu hoặc Hàn Quốc (Quốc gia có FTA với Châu Âu) và các công đoạn cắt may phải được thực hiện tại Việt Nam. Tuy nhiên, hơn 60% vải nhập khẩu vào Việt Nam là từ Trung Quốc và Đài Loan, và việc các nhà sản xuất hàng may mặc trong nước chuyển sang nguồn vải của Hàn Quốc là không kinh tế ngay cả khi được hưởng lợi từ mức thuế suất 0% từ EVFTA. Do đó, chúng tôi cho rằng EVFTA không mang lại hiệu quả ngay lập tức cho ngành dệt may. Việc các công ty dệt may của Việt Nam có thể tận dụng Hiệp định này hay không phụ thuộc phần lớn vào khả năng mở rộng công suất sản xuất vải trong hai năm tới của Việt Nam.

TỔNG QUAN VỀ CTCP TNG

Giới thiệu chung

Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (TNG), tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái, được thành lập năm 1979. Năm 2003, Công ty chuyển đổi mô hình kinh doanh hoạt động là Công ty Cổ phần. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của Công ty là: Sản xuất và mua bán hàng may mặc; Sản xuất bao bì giấy, nhựa làm túi nilon, áo mưa nilon và nguyên, phụ liệu hàng may mặc... Công ty là một trong các doanh nghiệp dệt may xuất khẩu lớn nhất Việt Nam.

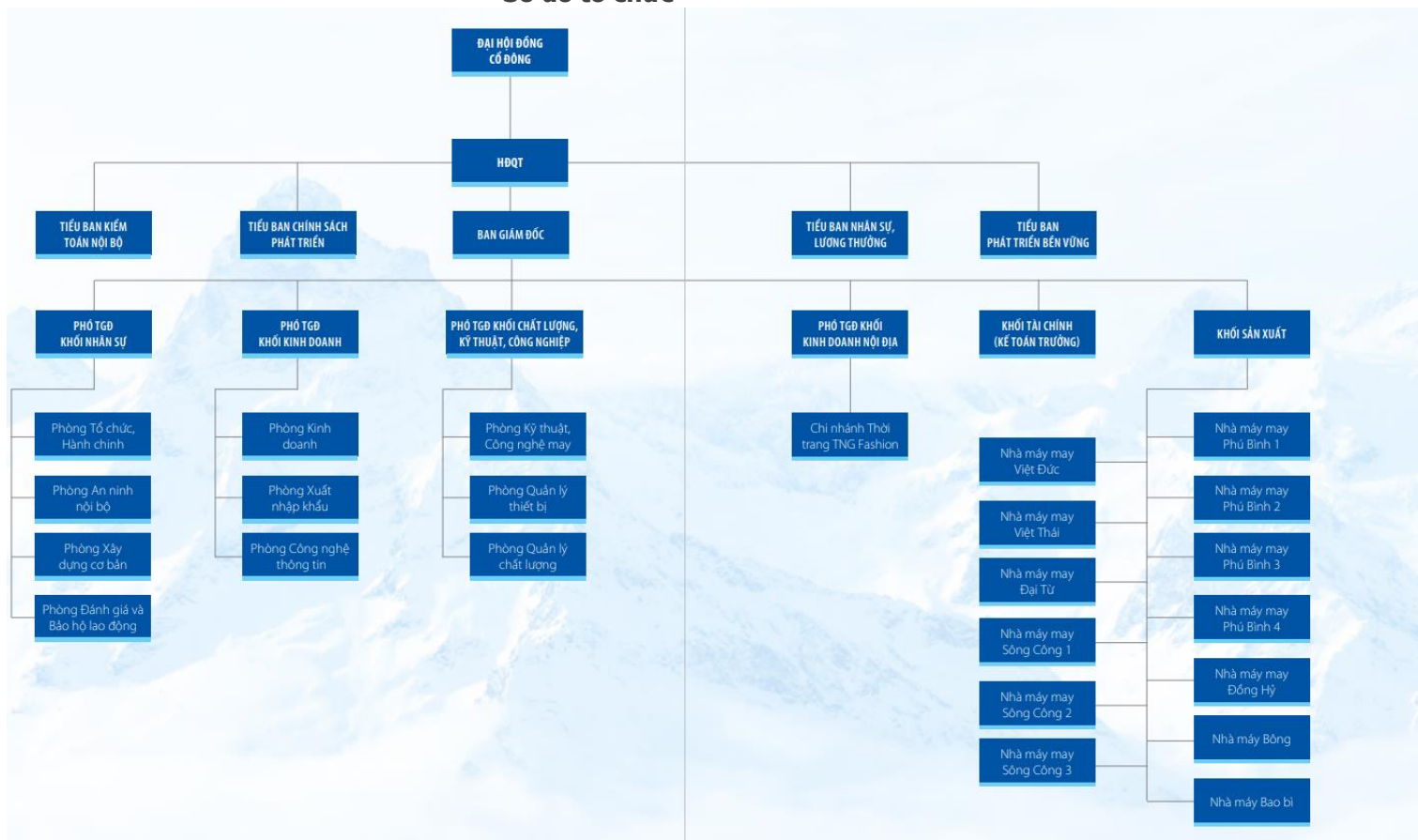
Lịch sử hình thành

- Ngày 22/11/1979: Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG, tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái, được thành lập;
- Năm 1997: Xí nghiệp được đổi tên thành Công ty may Thái Nguyên;
- Ngày 02/01/2003: Công ty chính thức trở thành Công ty Cổ phần May Xuất khẩu Thái Nguyên với vốn điều lệ là 10 tỷ đồng;
- Năm 2006: Công ty nâng vốn điều lệ lên 18 tỷ đồng;
- Ngày 18/03/2007: Công ty nâng vốn điều lệ lên 54,3 tỷ đồng;
- Ngày 17/05/2007: Trở thành công ty đại chúng;
- Ngày 28/08/2007: Đổi tên thành Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG;
- Ngày 22/11/2007: Cổ phiếu của công ty được niêm yết trên sàn HNX;
- Ngày 27/07/2017: Tăng vốn điều lệ lên 411.17 tỷ đồng;
- Tháng 12/2018: Tăng vốn điều lệ lên 493.40 tỷ đồng.
- Ngày 09/01/2020: Tăng vốn điều lệ lên 652.11 tỷ đồng

Lĩnh vực Kinh doanh

- Sản xuất và mua bán hàng may mặc;
- Sản xuất bao bì giấy, nhựa làm túi nilon, áo mưa nilon và nguyên, phụ liệu hàng may mặc;
- Mua bán máy móc thiết bị công nghiệp;
- Các hoạt động khác theo giấy phép kinh doanh.

Sơ đồ tổ chức



Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu sở hữu mới nhất	Số lượng	Tỷ lệ
Số lượng CP lưu hành	65,211,476	100.00%
Trong đó:		
Nắm giữ của cổ đông lớn	7,841,282	24.79%
Nắm giữ của Ban lãnh đạo và những người liên quan	27,932,904	43.61%
► Khác	29,437,290	31.60%

Nắm giữ của cổ đông lớn

Tên	Số lượng	Tỷ lệ
Tundra Vietnam Fund	2,541,210	4.90%
ASEAN Deep Value Fund	2,005,494	4.88%
Nguyễn Xuân Thụy	1,106,060	5.04%
Asean Small Cap Fund	950,000	4.33%
PYN Elite Fund (Non-UCITS)	854,200	3.89%

Công ty con	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
Công ty TNHH TNG Fashion	100%	Kinh doanh thời trang
Công ty TNHH MTV TNG Eco Green	100%	Kinh doanh bất động sản
Công ty liên kết		
Công ty TNHH Golf Yên Bình TNG	49%	Kinh doanh sân Golf
Công ty cổ phần Xây lắp điện Bắc Thái	49%	Xây lắp các công trình về lưới điện

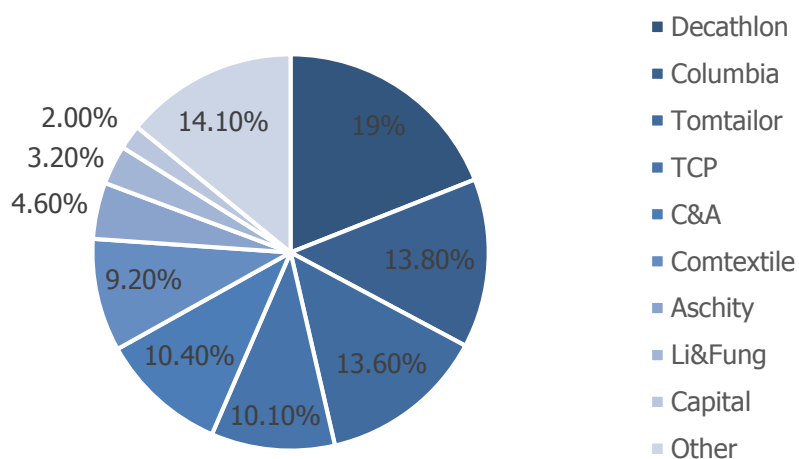
Vi thể của TNG trong ngành

Các nhà máy của TNG

Tên nhà máy	Diện tích nhà xưởng	Chuyên may	Năng lực sản xuất
Nhà máy May Việt Đức	9.847 m ²	25 chuyên	2,2 triệu áo Jacket/năm
Nhà máy May Việt Thái	12.691 m ²	20 chuyên	1,8 triệu áo Jacket/năm
Nhà máy May Sông Công 1,2,3	14.000 m ²	88 chuyên	7,7 triệu áo Jacket/năm
Nhà máy May Phú Bình 1,2,3,4	93.131 m ²	52 chuyên	4,5 triệu áo Jacket/năm
Nhà máy May Đại Từ	13.388 m ²	35 chuyên	3 triệu áo Jacket/năm
Nhà máy May Đồng Hỷ	12.760 m ²	9 chuyên may	783 nghìn áo Jacket/năm

Xét về năng lực sản xuất, TNG là một trong những doanh nghiệp đứng đầu ngành. TNG luôn đáp ứng tiêu chuẩn về sản xuất như nhà xưởng, máy móc thiết bị hiện đại, tăng năng suất lao động. Cụ thể, trong năm 2019, công ty đã tăng đầu tư 150 tỷ vào nhà máy TNG Đồng Hỷ giai đoạn 1 với 16 chuyên may, nâng tổng chuyên may toàn công ty lên 252 chuyên may. Nhà máy này đã có khách hàng đặt thuê và gia công, dự kiến 2020 sẽ có lợi nhuận. Công ty lên kế hoạch triển khai trong năm 2020 tăng đầu tư 100 tỷ vào nhà máy may TNG Đồng Hỷ giai đoạn 2 với 15 chuyên may, nâng tổng chuyên may toàn công ty lên 267 chuyên may. Trong tháng 12/2019, công ty đã khởi công nhà máy may TNG Võ Nhai tổng vốn đầu tư 290 tỷ và quy mô 32 chuyên may, dự kiến đến Q1/2020 có thể đi vào hoạt động. Bên cạnh đó, TNG cũng chú trọng vào vấn đề xã hội như chính sách cho người lao động, tuân thủ pháp luật và bảo vệ môi trường nhằm giải quyết hai mối lo lớn của ngành dệt may là nguyên vật liệu sau khi ký kết các Hiệp định thương mại và nguồn nhân lực cao để sản xuất ra hàng ODM.

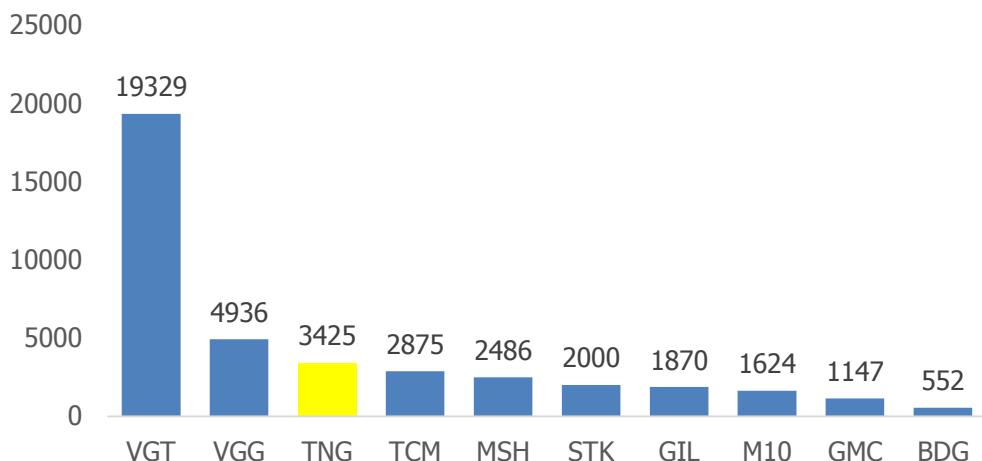
10 khách hàng lớn của TNG



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Đầu năm 2019, TNG đã tiến hành cơ cấu lại khách hàng, tập trung vào các khách hàng lớn có thương hiệu và uy tín như Decathlon, Nike, Costco, Levis, The Children's Place... Đặc biệt TNG đã có đơn hàng ODM (thiết kế và tạo ra sản phẩm theo chỉ định của khách hàng) từ hai thương hiệu nổi tiếng là Calvin Klein và Tommy Hilfiger, tỷ trọng doanh thu đóng góp khoảng 3-4% nhưng biên lợi nhuận cao. Việc hợp tác với hai khách hàng lớn này cho thấy sản phẩm do chính công ty thiết kế đã có thể cạnh tranh với các đơn vị khác trên thế giới.

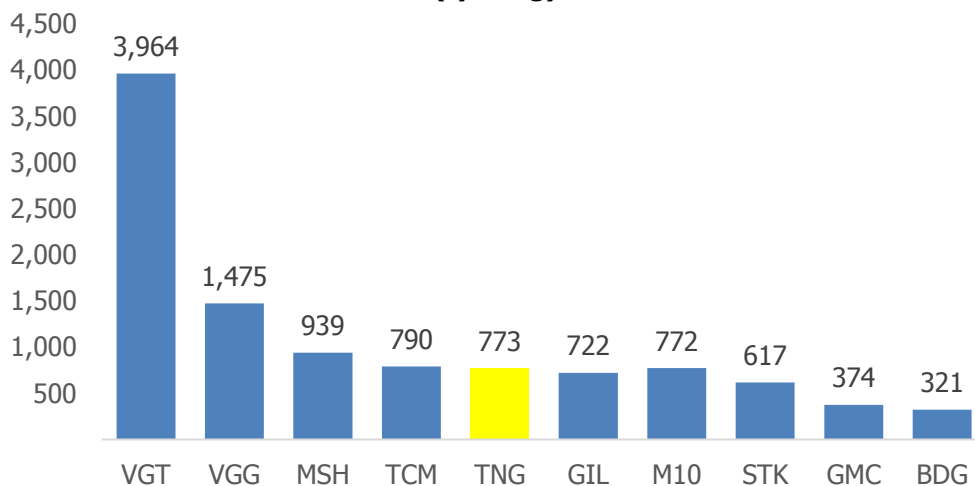
Tổng tài sản top 10 công ty ngành dệt may Q1/2020 (tỷ đồng)



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Xét về tổng tài sản, tài sản của TNG tại thời điểm cuối Q1/2020 đạt 3.425 tỷ đồng, đứng thứ 3 trong top 10 công ty lớn nhất ngành dệt may. Có thể thấy tài sản của TNG chỉ thua sau 2 ông lớn có vốn Nhà nước, nhưng lại vượt khá xa so với các CTCP đối thủ khác.

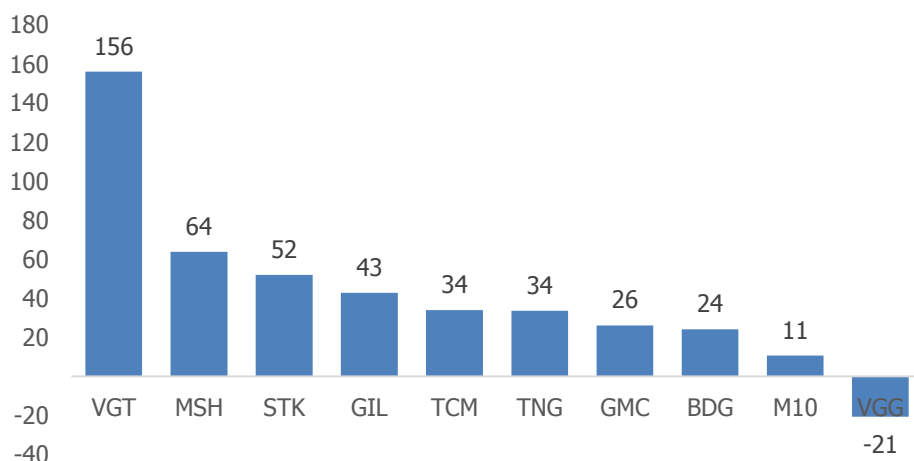
Doanh thu thuần top 10 công ty ngành dệt may Q1/2020 (tỷ đồng)



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Xét về doanh thu trong quý 1/2020, các doanh nghiệp ngành dệt may đều bị ảnh hưởng bởi dịch Covid -19, vì vậy doanh thu thuần của hầu hết các công ty đều sụt giảm so với cùng kỳ năm 2019. Trong quý 1, TNG ghi nhận doanh thu thuần giảm nhẹ 4% xuống còn hơn 773 tỷ đồng, đứng thứ 5 trong toàn ngành.

Lợi nhuận sau thuế top 10 công ty ngành dệt Q1/2020 (tỷ đồng)



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

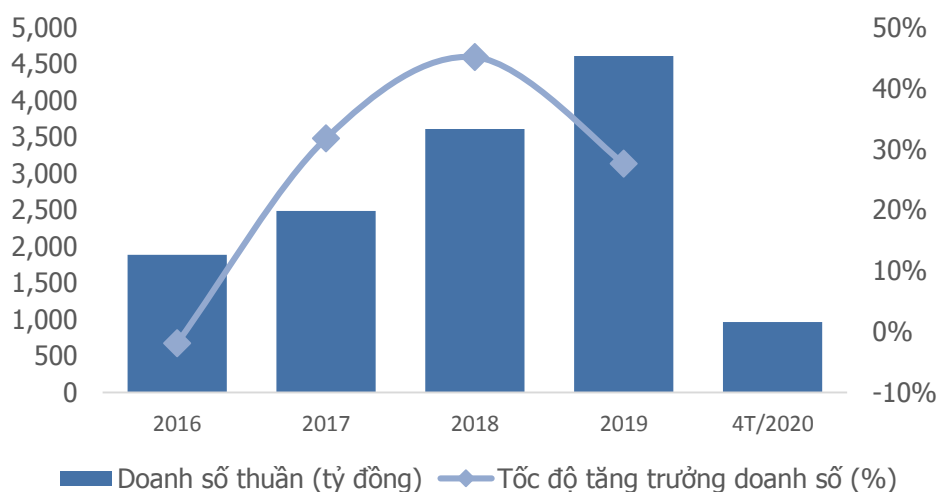
Kết thúc Q1/2020, TNG đứng thứ 6 trong ngành về lợi nhuận khi đạt 34 tỷ đồng giảm 10% so với cùng kỳ năm 2019. Xét một cách tổng thể thì lợi nhuận TNG vẫn được duy trì khá ổn định so với đối thủ cạnh tranh.

Bảng so sánh một số chỉ tiêu giữa các doanh nghiệp ngành dệt may

STT	Mã CK	EPS 4Q	P/E	P/B	ROE-2019 (%)	ROA- 2019 (%)
1	VGT	795	10,50	0,66	6,51%	2,49%
2	VGG	6.709	5,69	0,90	22,00%	8,33%
3	MSH	8.555	4,24	1,48	41,47%	17,69%
4	TCM	3.562	4,95	0,72	15,97%	6,99%
5	TNG	3.606	3,83	0,86	24,73%	8,18%
6	GIL	6.905	2,78	0,65	20,78%	8,58%
7	M10	2.092	9,52	1,50	17,75%	4,30%
8	STK	3.144	5,41	1,02	21,53%	10,23%
9	GMC	5.139	3,72	0,80	24,18%	10,24%
10	BDG	8.619	3,55	1,20	36,37%	16,9%
P/E và P/B trung bình			5,42	0,98		

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

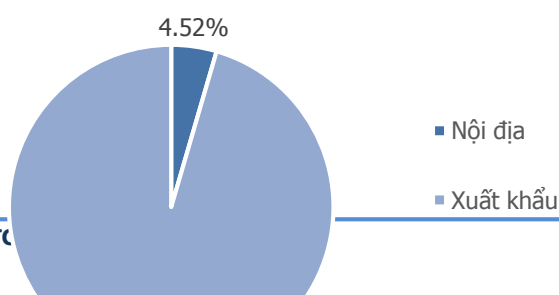
Doanh thu thuần của TNG



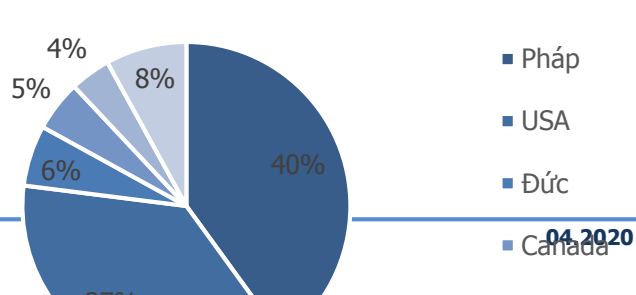
(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Trong giai đoạn 2015 – 2019, doanh số của TNG tăng từ 1,924 tỷ đồng lên tới 4,560 tỷ đồng với mức tăng trưởng kép CAGR khoảng 24%. Mức tăng trưởng doanh thu của công ty nhờ thực hiện cơ cấu khách hàng và mở rộng quy mô sản xuất. Trong năm 2019, TNG tích cực nắm bắt cơ hội xuất khẩu sang Pháp, Mỹ, Nga - những quốc gia có những khách hàng lớn như Decathlon, The Children's Place hay Nike. Dự kiến trong năm 2020, nhiều khách hàng truyền thống của công ty như TCP, Spormaster, Haddad... đều đề nghị tăng đơn hàng. Điển hình, Spormaster đã đề nghị TNG phải tăng giá trị đơn hàng lên 15-20 triệu USD trong năm 2020, gấp 3 lần so với mức hiện nay, tức là bằng giá trị công suất 1 nhà máy. Đây cũng chính là lý do TNG có kế hoạch đầu tư 100 tỷ cho việc xây dựng nhà máy TNG Định hóa và 50 tỷ đầu tư bổ sung máy móc thiết bị trong năm 2020.

Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực



Thị trường xuất khẩu chính của TNG

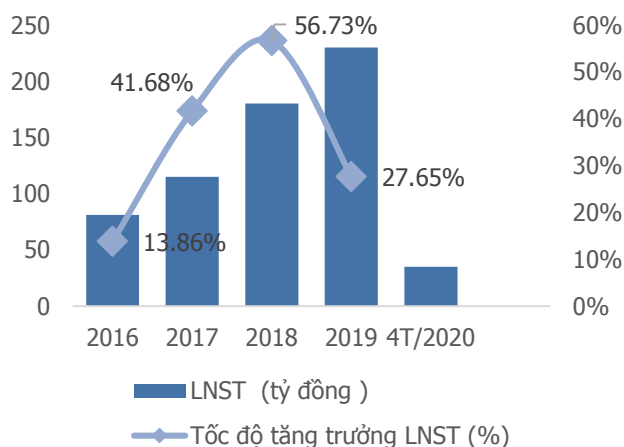


(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực, TNG là doanh nghiệp dệt may có sản phẩm chủ yếu xuất sang thị trường nước ngoài. Thị trường xuất khẩu chủ yếu của TNG là Châu Âu, sau đó là Hoa Kỳ.

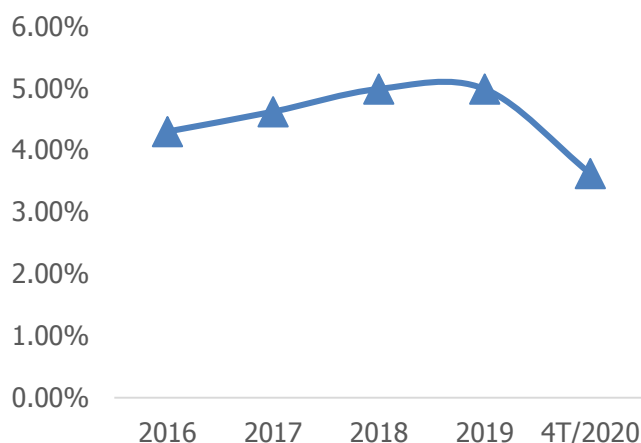
Sản phẩm chính của TNG là Áo Jacket (chiếm 46%) và Quần Cargo (chiếm 33%). Ngoài kinh doanh trong nước, nhóm sản phẩm này thường được TNG xuất khẩu sang một số thị trường lớn như EU, Bắc Mỹ, Canada, Hàn Quốc và Mexico. Ước tính giá trị xuất khẩu Áo Jacket và Quần Cargo của TNG lần lượt khoảng 1,993 tỷ đồng và 1,458 tỷ đồng .

Lợi nhuận sau thuế của TNG



(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Biên lợi nhuận sau thuế

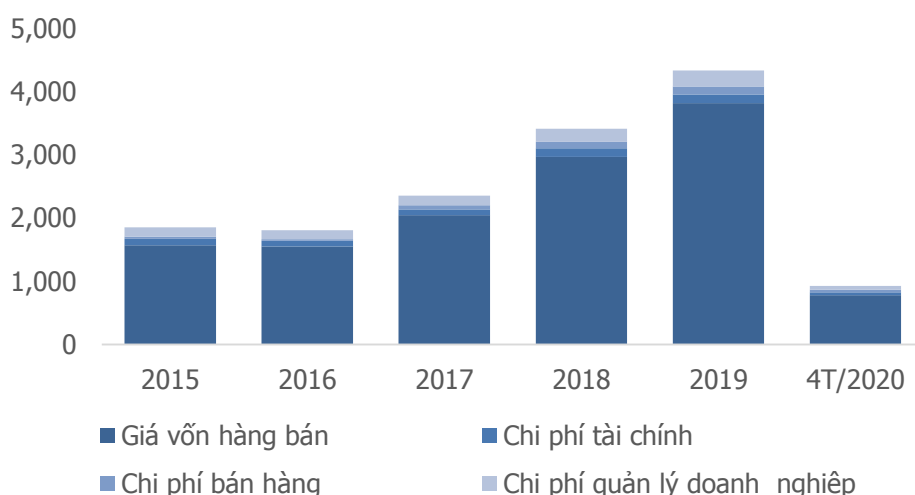


(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Lợi nhuận của doanh nghiệp liên tục tăng trưởng tích cực qua các năm. Kết thúc năm 2019, lợi nhuận sau thuế của TNG tăng hơn 27% so với năm 2018. Đây là kết quả khá tích cực đối với TNG khi năm 2019 không phải là năm quá bùng nổ của ngành dệt may. Biên lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp duy trì ổn định trong mức tức 4-5%.

Chi phí sản xuất kinh doanh

Chi phí sản xuất của TNG (tỷ đồng)



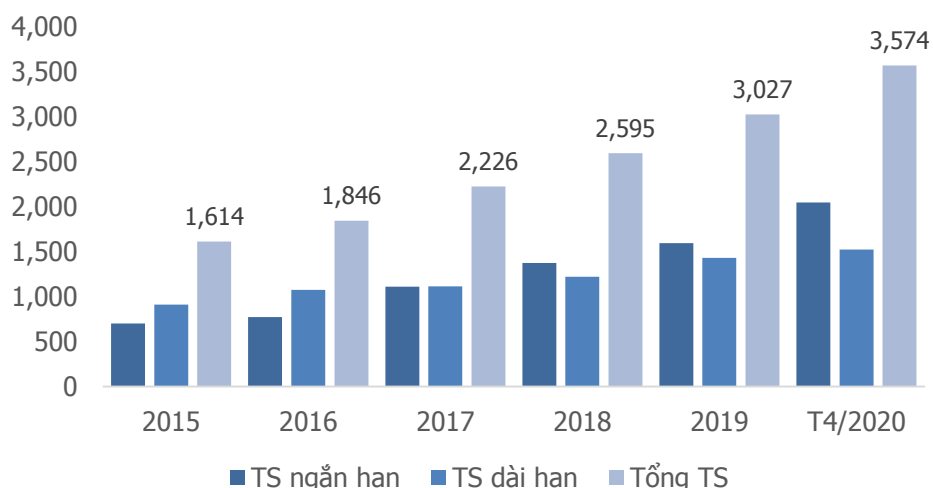
(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Với đặc thù doanh nghiệp, chi phí giá vốn hàng bán vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong chi phí sản xuất của TNG khi chi phí này chiếm hơn 80% tổng chi phí sản xuất của TNG. Theo sau giá vốn hàng bán là chi phí quản lý doanh nghiệp.

Tính đến hết Q1/2020, chi phí quản lý doanh nghiệp của TNG cũng giảm 5% so với cùng kỳ năm trước, xuống còn gần 50 tỷ đồng. Ngược lại, chi phí lãi vay và chi phí bán hàng của TNG lại lần lượt tăng 22% và 21%, chiếm hơn 28 tỷ đồng và hơn 32 tỷ đồng.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

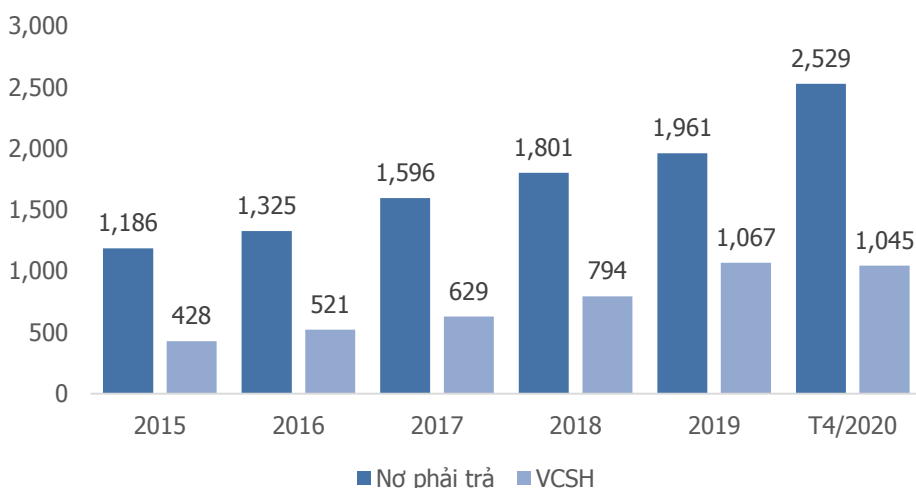
Cơ cấu tài sản của TNG (tỷ đồng)



(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Tính đến cuối quý 1/2020, tổng tài sản của TNG ghi nhận đạt hơn 3,425 tỷ đồng, tăng 13% so với con số hồi đầu năm. Các khoản phải thu ngắn hạn của TNG tính đến ngày 31/03/2020 ghi nhận gần 504 tỷ đồng, tăng 38% so với đầu năm. Hàng tồn kho của TNG tính đến 31/03/2020 cũng tăng 31%, lên gần 1,124 tỷ đồng (với gần 574 tỷ đồng là thành phẩm).

Cơ cấu nguồn vốn của TNG (tỷ đồng)

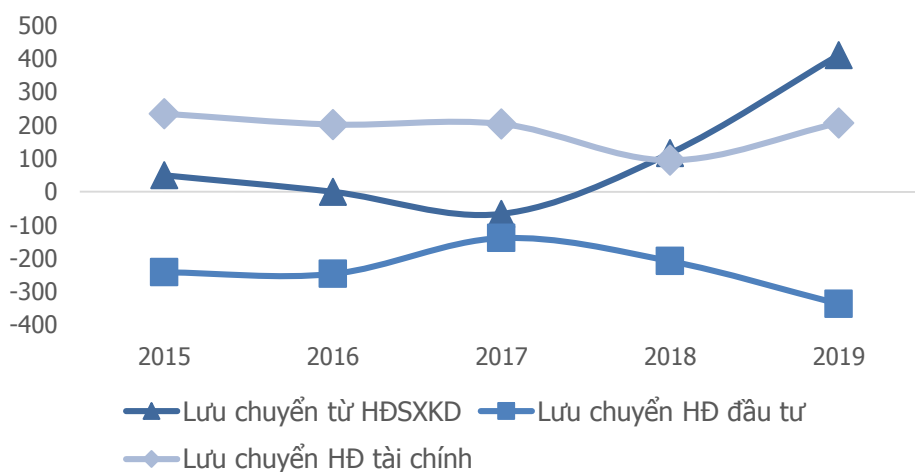


(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu nguồn vốn, nợ phải trả của doanh nghiệp chiếm hơn 70% trên tổng nguồn vốn của TNG. Trong nợ phải trả của TNG, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng trên 80%, chủ yếu đến từ khoản " vay và nợ tài chính ngắn hạn".

Dòng tiền hoạt động

Dòng tiền của TNG (tỷ đồng)



(Nguồn : BCTC TNG, VNCS tổng hợp)

Dòng tiền từ HĐSXKD của TNG biến động qua các năm. Tính đến năm tài chính gần nhất là 2019, dòng tiền từ HĐSXKD của TNG khá tích cực khi doanh nghiệp giảm được các khoản phải thu và xử lý tốt hàng tồn kho, không tồn đọng quá nhiều so với các năm trước. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của TNG luôn ở mức âm. Nguyên nhân là do doanh nghiệp liên tục sử dụng tiền cho mục đích đầu tư vào các nhà máy và các dây chuyền sản xuất. Dòng tiền từ hoạt động tài chính của doanh nghiệp luôn ở mức dương khi "tiền thu các khoản đi vay" đều ở mức cao hơn "tiền trả các khoản đi vay" trong các năm tài chính.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Năm 2020, ban lãnh đạo TNG đã đặt ra kế hoạch kinh doanh năm như sau:

- Doanh thu thuần: 4.600 tỷ đồng gần như đi ngang so với năm 2019.
- Lợi nhuận sau thuế: 230 tỷ đồng, đi ngang so với năm 2019.

Kết thúc 4 tháng đầu năm 2020, TNG đạt được những kết quả sau:

- Doanh thu thuần : 966 tỷ đồng, giảm 12% so với cùng kỳ năm 2019, thực hiện được 21% kế hoạch kinh doanh năm.
- Lợi nhuận sau thuế: 35 tỷ đồng, giảm 30% so với cùng kỳ năm 2019, thực hiện được 15% kế hoạch kinh doanh năm.

Với những diễn biến khó lường từ dịch bệnh Covid- 19, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp đạt được sẽ giảm 20% so với năm 2019 tương đương với mức 184 tỷ đồng , mức EPS dự kiến 2.821 vnd/cp.

STT	Mã CK	EPS 4Q	P/E	P/B	ROE-2019 (%)	ROA- 2019 (%)
1	VGT	795	10,50	0,66	6,51%	2,49%
2	VGG	6.709	5,69	0,90	22,00%	8,33%
3	MSH	8.555	4,24	1,48	41,47%	17,69%
4	TCM	3.562	4,95	0,72	15,97%	6,99%
5	TNG	3.606	3,83	0,86	24,73%	8,18%
6	GIL	6.905	2,78	0,65	20,78%	8,58%
7	M10	2.092	9,52	1,50	17,75%	4,30%
8	STK	3.144	5,41	1,02	21,53%	10,23%
9	GMC	5.139	3,72	0,80	24,18%	10,24%
10	BDG	8.619	3,55	1,20	36,37%	16,9%
P/E và P/B trung bình			5,42	0,98		

Khuyến nghị

Bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi ước tính trị giá hợp lý của cổ phiếu TNG là 16.500 VND/CP tương ứng với P/E là 5,8. Mức giá khuyến nghị của chúng tôi cao hơn 18,7% so với giá trị hiện tại. Do vậy chúng tôi khuyến nghị khả quan với cổ phiếu TNG cho mục tiêu đầu tư trung- dài hạn trong 6-12 tháng tới.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO CTCP TNG (HSX : TNG)

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Đ.V: tỷ đồng)

	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,888	2,489	3,613	4,612
Giá vốn hàng bán	1,555	2,052	2,972	3,825
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	333	437	641	787
Doanh thu hoạt động tài chính	16	14	28	21
Chi phí tài chính	88	90	136	136
Chi phí bán hàng	29	67	102	130
Chi phí quản lý doanh nghiệp	140	150	211	249
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	92	144	219	292
Lợi nhuận khác	3	-8	-5	-4
Phân lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh				
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	95	137	214	289
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	81	115	180	230
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ	81	115	180	230

Bảng Cân đối kế toán (Đ.V: tỷ đồng)

	2016	2017	2018	2019
Tài sản ngắn hạn	771	1,111	1,375	1,594
Tiền và các khoản tương đương tiền	12	10	13	293
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn				
Các khoản phải thu ngắn hạn	266	432	478	364
Hàng tồn kho	445	611	822	860
Tài sản ngắn hạn khác	48	57	61	77
Tài sản dài hạn	1,075	1,115	1,221	1,433
Tài sản cố định	901	909	979	1,116
Bất động sản đầu tư				35
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn				
Tổng cộng tài sản	1,846	2,226	2,595	3,027
Nợ phải trả	1,325	1,596	1,801	1,961
Nợ ngắn hạn	1,011	1,321	1,373	1,415
Nợ dài hạn	314	275	429	546
Vốn chủ sở hữu	521	629	794	1,067
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	343	411	493	652
Thặng dư vốn cổ phần	31	31	31	35
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	81	115	180	230
Lợi ích của cổ đông thiểu số				
Tổng cộng nguồn vốn	1,846	2,226	2,595	3,027

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	Đơn vị	2017	2018	2019	TTM Q1/2020
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu					
Số CP Lưu hành	Triệu CP	41.12	49.34	65.21	65.21
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	41.12	49.34	65.21	62.97
Giá trị sổ sách/CP	VND	15,304.00	16,094.00	16,358.00	16,012.00
Doanh số/CP	VND	60,525.00	73,224.00	70,727.00	70,217.00
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VND	15,028.00	15,660.00	15,991.00	15,657.00
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VND	-1,615.00	2,341.00	6,293.00	6,067.00
EPS cơ bản	VND	2,518.00	3,471.00	3,352.00	3,606.00
Hệ số beta		0.00	0.00	0.50	1.91
Tiềm lực tài chính					
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.01	0.01	0.21	0.12
Tỷ suất thanh toán nhanh		0.34	0.36	0.46	0.44
Tỷ suất thanh toán hiện thời		0.84	1.00	1.13	1.06
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.44	0.29	0.36	0.38
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0.12	0.09	0.13	0.12
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		2.15	1.59	1.34	1.73
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản		0.61	0.49	0.47	0.53
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		2.10	1.73	1.33	1.74
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.59	0.53	0.47	0.53
Tổng công nợ/Vốn CSH		2.54	2.27	1.84	2.28
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.72	0.69	0.65	0.70
Tài chính hiện nay					
EBIT	Tỷ VNĐ	220.04	327.71	407.47	397.21
EBITDA	Tỷ VNĐ	321.86	440.58	536.89	522.98
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	17.56%	17.74%	17.06%	17.02%
Tỷ suất EBITDA	%	12.93%	12.19%	11.64%	11.42%
Tỷ suất EBIT	%	8.84%	9.07%	8.83%	8.67%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	5.49%	5.93%	6.26%	6.23%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	5.80%	6.07%	6.33%	6.27%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	4.62%	4.99%	4.99%	4.96%
Hệ số quay vòng tài sản		1.22	1.50	1.64	1.44
Hệ số quay vòng vốn CSH		4.33	5.08	4.96	4.60
M-Score		-1.62	-2.16	-2.85	0.00
Z-Score		1.61	2.18	2.44	1.97
Hiệu quả quản lý					
ROE%	%	20.00%	25.33%	24.73%	22.81%
ROCE%	%	25.29%	30.81%	28.74%	26.80%
ROA%	%	5.65%	7.48%	8.18%	7.14%

ROIC%	%	11.11%	15.96%	16.31%	-3.38%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		7.57	8.39	12.16	9.68
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	48.00	44.00	30.00	38.00
Hệ số quay vòng HTK		3.84	4.11	4.52	3.77
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	95.00	89.00	81.00	97.00
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		14.01	15.06	17.06	14.91
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	26.00	24.00	21.00	24.00
Doanh số tính trên đầu người	Triệu VNĐ	177.05	257.04	328.13	325.77
Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VNĐ	8.18	12.82	16.37	16.15
Cổ tức					
Tỷ suất cổ tức	%	0.00	0.00	5.80%	11.59%
Hệ số thanh toán cổ tức		0.00	0.00	0.24	0.00
Định giá					
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	567.42	680.89	899.92	899.92
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	1,907.57	1,927.70	2,039.11	2,491.90
P/E		5.48	3.98	4.12	3.83
P/E pha loãng		6.31	4.65	4.60	4.52
P/B		0.90	0.86	0.84	0.86
P/S		0.23	0.19	0.20	0.20
P/Tangible Book		0.92	0.88	0.86	0.88
P/Cash Flow		-8.55	5.89	2.19	2.27
Giá trị doanh nghiệp/Doanh số		0.77	0.53	0.44	0.54
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA		5.93	4.38	3.80	4.76
Giá trị doanh nghiệp/EBIT		8.67	5.88	5.00	6.27

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS: vncs.research@vn-cs.com

Người thực hiện: Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongvt@vn-cs.com

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS

Đỗ Bảo Ngọc

Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu

Email: ngocdb@vn-cs.com

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Nguyễn Đức Minh

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: minhnd@vn-cs.com

Trần Vũ Phương Liên

Chuyên viên phân tích

Email: lientvp@vn-cs.com

Lưu Chí Kháng

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: khanglec@vn-cs.com

Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongvt@vn-cs.com

Đỗ Thị Hường

Trợ lý Phân tích

Email: huongdt@vn-cs.com

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS) 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.

Xếp hạng

Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại

MUA

$\geq 20\%$

KHẢ QUAN

Từ 10% đến 20%

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Từ -10% đến +10%

KÉM KHẢ QUAN

Từ -10% đến - 20%

BÁN

$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VNCS 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 VNCS. 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 VNCS.

TRỤ SỞ VNCS

Tầng 3 Grand Plaza, số 117 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099

Webiste: www.vn-cs.com