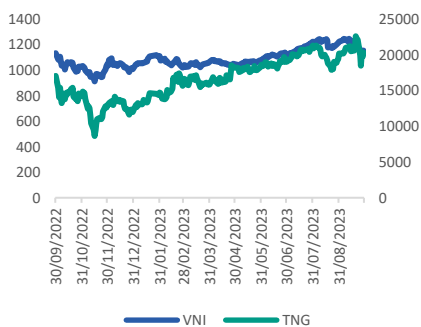


KHUYẾN NGHỊ		CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG) KHỞI ĐẦU CỦA NĂM 2025 ĐƯỢC ĐẢM BẢO		
	MUA			
Giá hiện tại:	25,400	Ngày viết báo cáo:	11/11/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG
Giá mục tiêu trước đây	30,500	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	122	Nguyễn Đức Mạnh 7.44%
Giá mục tiêu mới:	30,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,407	KOREA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

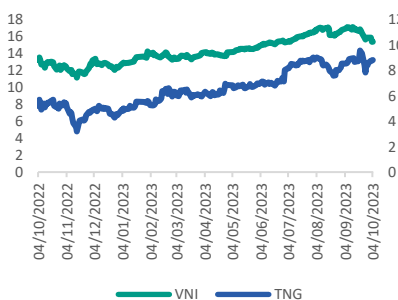
Bộ phận Research:

Trần Lâm Tùng,
(Thủy sản, dệt may, công nghệ)
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
Doanh thu thuần	6,772	7,096	7,932	9,365
Lợi nhuận gộp	999	982	1,260	1,493
LNST - CĐTS	293	226	324	412
EPS	2,787	2,127	2,660	3,386
Tăng trưởng EPS	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
Doanh thu thuần	2,105	2,358	12%	5,439	5,884	8%
Giá vốn hàng bán	(1,815)	(2,017)	11%	(4,714)	(4,983)	6%
Lãi gộp	290	341	17%	724	902	24%
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%
Lãi từ HĐKD	87	139	59%	225	308	37%
Thu nhập khác, ròng	(2)	(1)	-41%	(14)	(11)	-22%
LNTT	85	138	62%	211	298	42%
Thuế TNDN	(16)	(27)	69%	(40)	(57)	44%
LNST	69	111	60%	171	241	41%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-		1	-	-100%
LNST-CDTS	69	111	60%	170	241	42%
Chỉ số						
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.

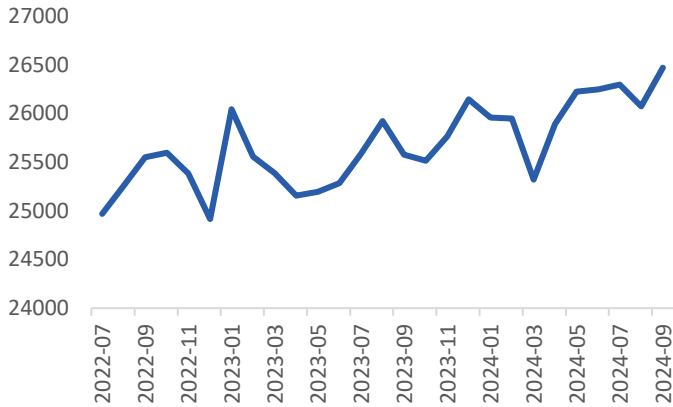
II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

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:

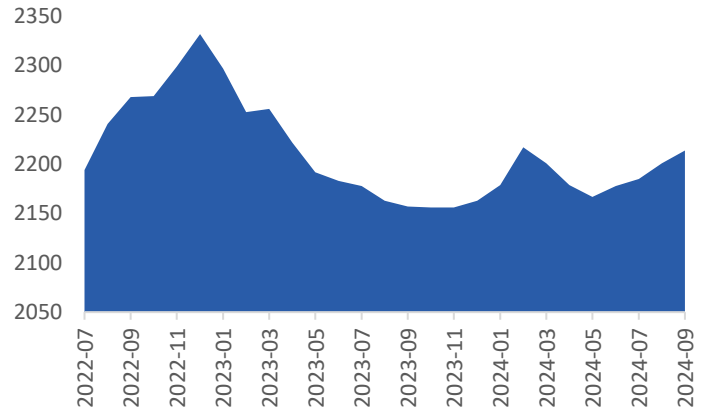
- (1) Thị trường bán lẻ quần áo Mỹ tiếp tục duy trì xu hướng hồi phục, trong khi đó mức tồn kho của các nhãn hàng tiếp tục neo ở mức thấp so với giai đoạn trước, cụ thể
- Doanh số bán lẻ quần áo Mỹ T9 = 26.472 tỷ USD (+3.4% yoy)
 - Tồn kho quần áo Mỹ T9 = 2.6 tỷ USD (+2.6% yoy)

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.

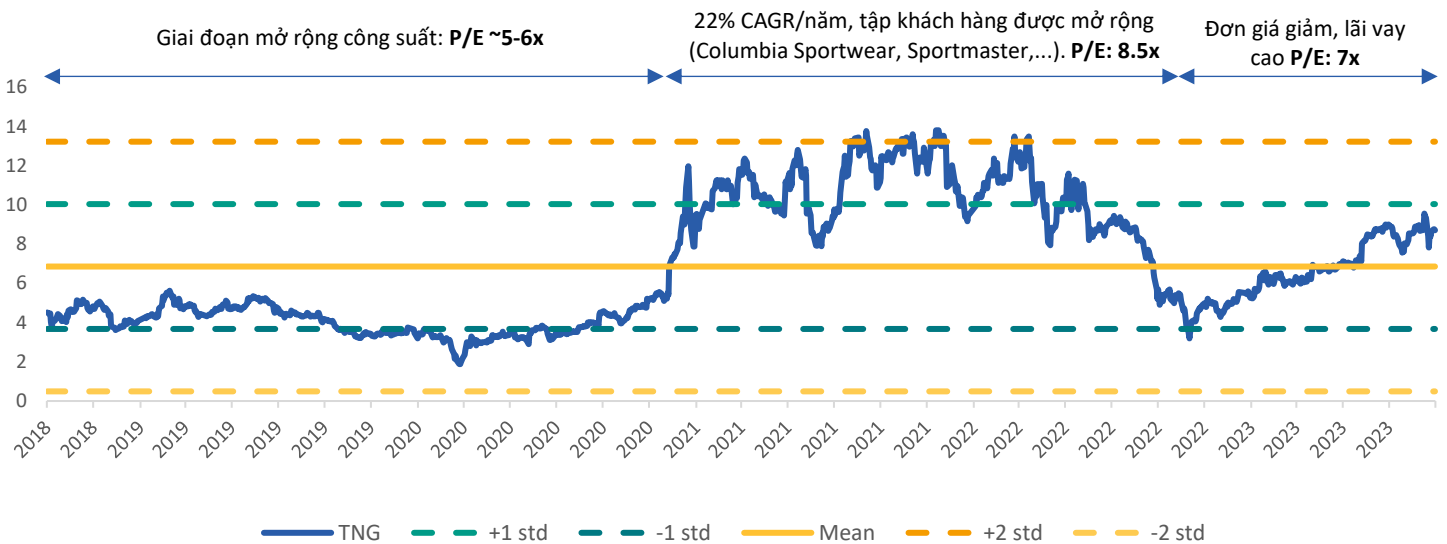
	Đơn vị	TH 2023	Ước tính 2024	Ước tính 2025	%yoy	%yoy
Kim ngạch xuất khẩu	Triệu USD	257	293	345	14%	18%
Tài chính						
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	7,096	7,932	9,365	12%	18%
May mặc xuất khẩu		6,033	6,879	8,107	14%	18%
Gia công		1,015	1,015	1,218	0%	20%
Bán SP thời trang		16	18	20	10%	10%
BĐS, khác		20	20	20	0%	0%
Lợi nhuận gộp		982	1,234	1,462	26%	18%
Biên lợi nhuận gộp		13.8%	15.6%	15.6%		
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%
Lợi nhuận sau thuế		226	324	412	44%	27%
LNST - CĐTS		226	324	412	44%	27%
EPS		2,127	2,880	3,390	35%	18%

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
TS ngắn hạn	2,026	2,608	2,125	2,501	3,496
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
TS dài hạn	2,342	2,684	3,127	3,375	3,171
Tổng TS	4,367	5,292	5,251	5,876	6,667
Nợ phải trả	825	963	737	1,110	1,292
Vay ngắn hạn	1,622	1,961	1,819	2,054	2,391
Tổng Nợ ngắn hạn	2,447	2,925	2,556	3,164	3,683
Vay dài hạn	457	715	822	643	665
Nợ dài hạn khác	1	2	12	12	12
Tổng Nợ dài hạn	458	717	834	655	677
Tổng Nợ phải trả	2,905	3,641	3,390	3,819	4,361
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
Tổng VCSH	1,462	1,651	1,861	2,057	2,306
Tổng nguồn vốn	4,367	5,292	5,251	5,876	6,667

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)
LCTT từ HĐKD	36	382	(201)	916	642
Tiền chi mua TSCĐ	(579)	(470)	(229)	(503)	(33)
Đầu tư khác	2	3	174	-	-
LCTT từ HĐĐT	(577)	(467)	(55)	(503)	(33)
Tiền chi trả cổ tức	(30)	(116)	(87)	(129)	(164)
Tiền từ vay ròng	452	628	21	57	359
Tiền thu khác	-	73	108	-	-
LCTT từ HĐTC	422	585	42	(72)	195
Dòng tiền đầu kỳ	133	14	512	299	640
Tiền trong kì	(119)	499	(214)	342	805
Dòng tiền cuối kỳ	14	512	299	640	1,445

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
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
Cơ cấu vốn					
H số Nợ/TTS	67%	69%	65%	65%	65%
H số Nợ/VCSH	199%	221%	182%	186%	189%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	90	81	53	49	43
Số ngày phải thu ngắn hạn	48	30	41	30	30
Tỉ suất lợi nhuận					
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%
Tăng trưởng					
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