

BÁO CÁO NGẮN CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (TNG)

Báo cáo cập nhật 14/05/2018

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	16.269
Tiềm năng tăng giá	21,6%
Cổ tức	20%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 14/05/2018

Giá hiện tại (VND)	13.400
Số lượng CP niêm yết	41.117.291
Vốn điều lệ (tỷ VND)	411,17
Vốn hóa TT (tỷ VND)	534,52
Khoảng giá 52 tuần (VND)	10.842-17.000
% Sở hữu nước ngoài	21,69%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	2.418	2.370	2.797
BVPS (vnd)	14.521	15.208	15.305
ROA(%)	4,4%	4,4%	5,2%
ROE(%)	16,7%	15,6%	18,3%

Hoạt động kinh doanh chính

Là một trong các doanh nghiệp dệt may xuất khẩu lớn nhất Việt Nam, công ty sở hữu 11 chi nhánh may và 2 chi nhánh sản xuất hàng may mặc phụ trợ với tổng số 228 chuyên may. Hàng năm, công ty sản xuất khoảng 9 triệu áo khoác và 10 triệu quần chino. Sản phẩm của công ty được xuất khẩu chủ yếu tại Hoa Kỳ, EU, Canada và Mexico, chiếm khoảng 83% tổng kim ngạch xuất khẩu của công ty. Tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu trung bình là 25%/năm

Nguồn: MBS tổng hợp

Tập trung cho hoạt động mở rộng quy mô sản xuất là động lực thúc đẩy tăng trưởng

- **Kế hoạch kinh doanh 2018** với doanh thu 2.750 tỷ đồng và Lợi nhuận ròng 127 tỷ đồng, cổ tức 20% bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phiếu
- **Kết quả kinh doanh 2017 khả quan** với 2.489 tỷ đồng doanh thu (+32% yoy) và 115 tỷ đồng LNST (+42% yoy). Lợi nhuận tăng mạnh nhờ mở rộng quy mô sản xuất
- Các hiệp định tự do thương mại (CPTTP, EVFTA) được kỳ vọng sẽ càng tạo đà cho ngành dệt may phát triển
- Chính sách cơ cấu lại khách hàng tập trung vào các khách hàng lớn có thương hiệu và uy tín giúp công ty kiểm soát giảm giá vốn, chi phí qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng
- Chúng tôi dự phóng năm 2018 TNG đạt doanh thu 3.008 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ 145 tỷ đồng. **EPS 2018 ước đạt 2.951 đồng.**

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018F
DTT (tỷ VNĐ)	1.924	1.888	2.489	3.008
% tăng trưởng		-2%	32%	21%
LNST (tỷ VNĐ)	71.3	81,2	115	145
% tăng trưởng		14%	42%	26%
Biên LNR (%)	3,7%	4,3%	4,6%	4,8%
VCSH (tỷ VNĐ)	428,1	521,1	629,3	790
TTS (tỷ VNĐ)	1.614	1.846	2.226	2.650
ROE (%)	16,7%	15,6%	18,3%	18,4%
ROA (%)	4,4%	4,4%	5,2%	5,5%
EPS (VNĐ)	2.418	2.370	2.797	2.951

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với cổ phiếu TNG của CTCP Đầu tư và thương mại TNG, với **giá mục tiêu 16.269 đồng/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá 21,6% so với ngày 14/05/2018.**

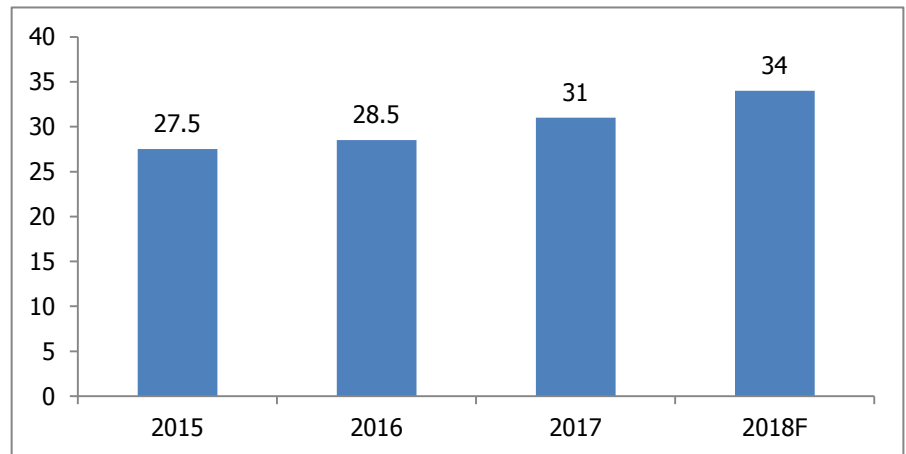
TNG vẫn đang trong quá trình mở rộng quy mô sản xuất để đón đầu các hiệp định tự do thương mại. Lượng đơn đặt hàng mới khả quan từ các khách hàng lớn có thương hiệu chuyển từ Trung Quốc sang. Việc tập trung cho các khách hàng lớn giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận gộp cũng như biên lợi nhuận ròng do đơn hàng FOB tăng lên thay thế cho đơn hàng CMT thông thường. Bên cạnh đó, TNG có định hướng khẳng định vị thế tại thị trường trong nước với hệ thống chuỗi cửa hàng TNG Fashion Store giới thiệu và bán các sản phẩm mang thương hiệu TNG sẽ giúp công ty có dòng tiền ổn định, cân đối nguồn vốn lưu động trong dài hạn vốn là bài toán mà công ty đang gặp phải hiện nay.

Triển vọng ngành dệt may

Năm 2017, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt 31 tỷ USD, tăng 10,23 tỷ USD so với năm 2016. Hoa Kỳ vẫn đứng đầu thị trường xuất khẩu chính của dệt may Việt Nam với 48,3% tỷ trọng trong tổng kim ngạch xuất khẩu, đạt 12,53 tỷ USD (+9,4% yoy). 3 trọng tâm xuất khẩu còn lại là EU, Nhật Bản và Hàn Quốc cũng đạt được những kết quả tích cực. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, xuất khẩu hàng dệt may sang thị trường EU đạt 3,79 tỷ USD (+6,3% yoy)

Đóng góp cho đà tăng trưởng một phần do hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh kinh tế Á-Âu (VN - EAEU) được ký kết ngày 29/5/2015 và có hiệu lực ngày 5/10/2016. Minh chứng rõ nhất là tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt may sang thị trường Nga từ mức 84,8 triệu USD năm 2015 lên 110 triệu USD năm 2016 (tăng 30%) và đạt khoảng 172 triệu USD năm 2017 (tăng 56%).

Với những tín hiệu tích cực từ thị trường, lãnh đạo Hiệp hội ngành dệt may Việt Nam vẫn tin tưởng và có những nhận định khả quan về mục tiêu của ngành trong năm 2018 mục tiêu kim ngạch xuất khẩu đạt 35 tỷ USD hoàn toàn khả thi, trong đó các hiệp định thương mại tự do đóng vai trò lớn (**H1**)



H1: Kim ngạch xuất khẩu dệt may (tỷ USD)

Hiệp định EVFTA được kỳ vọng sẽ càng tạo đà cho ngành dệt may phát triển. Khi EVFTA được ký kết, mức thuế suất giảm xuống còn 0% thì tốc độ tăng trưởng ở thị trường này có thể lên tới 7-8%/năm, hiện nay hàng dệt may Việt Nam đang phải chịu mức thuế từ 7%-17%

Việc ký kết TPP sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam gia tăng đơn hàng do sự dịch chuyển nguồn đầu tư cho dệt may từ các quốc gia không tham gia TPP (như Trung Quốc- hiện là nguồn nhập khẩu dệt may lớn nhất của Hoa Kỳ), sang các nước thuộc TPP để hưởng lợi thuế suất.

Cùng với đó, TPP cũng mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam tăng mạnh thị phần tại các quốc gia Australia, Canada, Mexico, Nhật Bản....

Tuy nhiên, TPP cũng mang lại nhiều thách thức cho doanh nghiệp. Để được hưởng mức thuế suất 0% khi xuất khẩu vào các nước TPP, doanh nghiệp phải đáp ứng được nguyên tắc xuất xứ mọi công đoạn "từ sợi trở đi" thuộc các nước nội khối TPP.

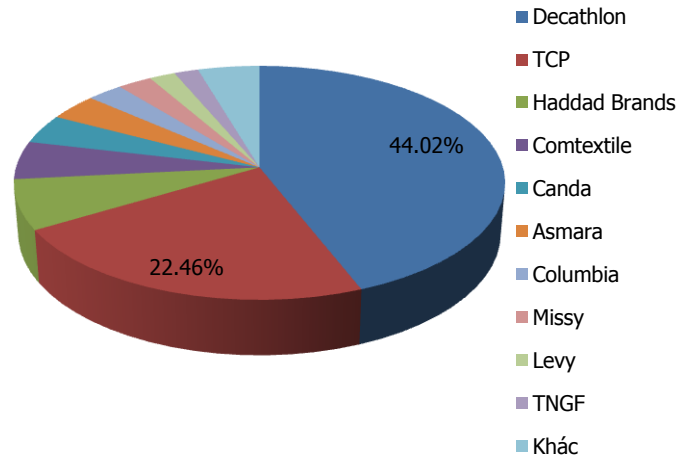
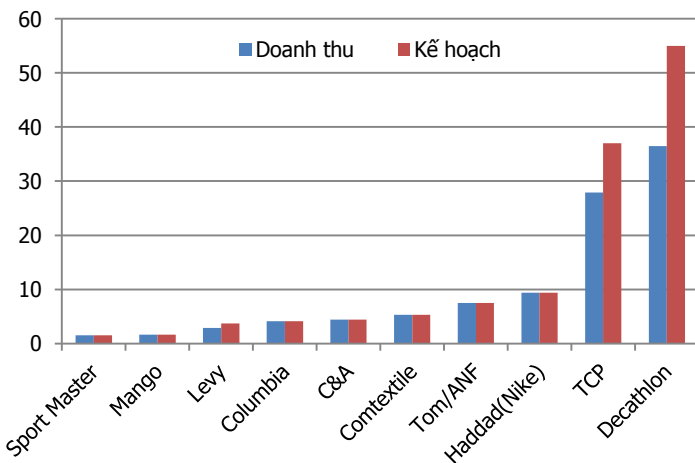
Tuy nhiên, tình trạng chung của các doanh nghiệp Việt Nam lúc này là khâu dệt nhuộm còn yếu, sợi sản xuất chủ yếu xuất khẩu và nhập khẩu vải ngược trở lại Việt Nam. Nguồn nhập khẩu nguyên phụ liệu phần lớn lại đến từ các nước ngoài khối TPP như Trung Quốc, Hồng Kông, Đài Loan, Hàn Quốc

Quý I/2018, tăng trưởng XK của ngành dệt may dự kiến đạt khoảng 7%. Đây là khởi đầu tốt giúp dệt may Việt Nam thực hiện mục tiêu 35 tỷ USD kim ngạch XK trong năm nay

Những doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu lớn ở thị trường EU như Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (56%) sẽ ghi nhận tăng trưởng đơn hàng rõ ràng hơn các doanh nghiệp khác

Số lượng đơn hàng tăng mạnh, sản phẩm phù hợp với thế mạnh của TNG

- Theo ông Vũ Đức Giang - Chủ tịch Hiệp hội Dệt may Việt Nam - hầu hết DN sản xuất hàng dệt may XK trong nước đã có đơn hàng đến hết quý 2, thậm chí có DN đã có đơn hàng đến quý 3
- TNG đặt kế hoạch khai thác khách hàng với giá trị đơn hàng khoảng 121 triệu USD (H2), tương đương 2.750 tỷ đồng doanh thu (+10,5% yoy). Quý 1/2018 công ty gặp nhiều thuận lợi về công tác như tìm kiếm được các đơn hàng với số lượng lớn, dòng sản phẩm phù hợp với thế mạnh của TNG do vậy kết quả kinh doanh quý 1 khả quan và công ty đã ký được 103 triệu USD giá trị các đơn hàng, tương đương 23 triệu sản phẩm, bằng 85% kế hoạch cả năm
- Công ty cũng có chính sách cơ cấu lại khách hàng tập trung vào các khách hàng lớn có thương hiệu và uy tín như: Decathlon, TCP, Handad (Nike)..., nhằm tăng biên lợi nhuận, cắt giảm chi phí.
- Hai khách hàng lớn nhất của TNG là Decathlon và The Children’s Place (TCP) đang chiếm khoảng 66,5% giá trị đơn hàng năm 2018, trong đó đơn hàng Decathlon là 45 triệu USD và TCP là 23 triệu USD (H3). Nguyên nhân của sự tăng mạnh với 2 khách hàng này là do năm 2018 TNG đã chủ động giảm đơn hàng từ những đối tác nhỏ và nhận thêm đơn hàng từ 2 đối tác.
- TNG cũng đã ký đơn hàng trị giá 2,9 triệu USD với Levy, điểm khác biệt giữa Levy và 2 đối tác lớn (Decathlon và TCP) là TNG sẽ trực tiếp tìm kiếm nguyên liệu phục vụ sản xuất, trong khi hiện tại, nguồn nguyên liệu sẽ do đối tác chỉ định nguồn mua (Thượng Hải, Đài Loan, Hàn Quốc) hoặc đối tác tự cung cấp để TNG sản xuất. Do đó, biên lợi nhuận gộp với Levy sẽ cao hơn so với các đơn hàng hiện tại, dự kiến mức biên có thể đạt tới 25% (biên LNG hiện tại với FOB của TNG khoảng 17%)



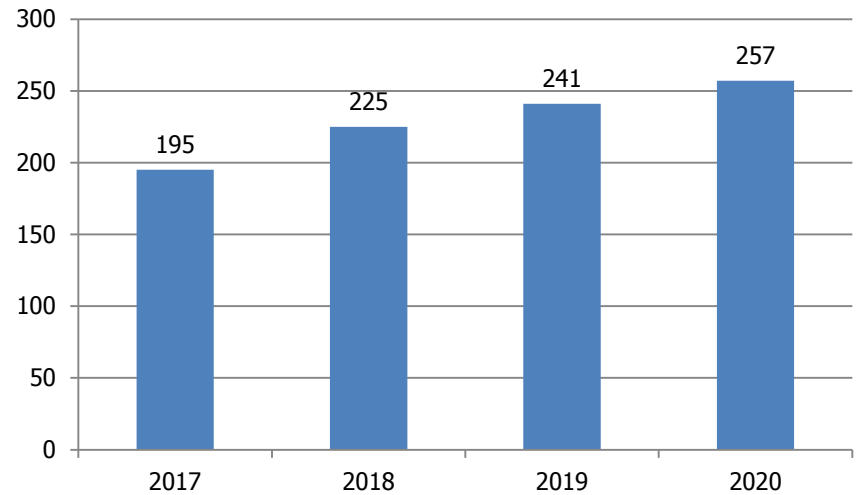
H2: Tập trung các khách hàng lớn (121 triệu USD)

H3: Cơ cấu các đơn hàng đã ký (103 triệu USD)

Tăng năng lực sản xuất, đáp ứng nhu cầu đơn hàng lớn

Việt Nam đang chuyển mình thành một trung tâm sản xuất dệt may mới. Thị trường dệt may toàn cầu đang phục hồi, trong đó Việt Nam có tốc độ tăng trưởng nhanh, đang từng bước chiếm lĩnh các thị trường dệt may lớn. Việt Nam đang dần là trung tâm sản xuất dệt may mới của thế giới là do Trung Quốc đang mất ưu thế cạnh tranh về chi phí sản xuất (nhân công và môi trường). Các đơn hàng dệt may có xu hướng chuyển dịch về Việt Nam để tận dụng lợi thế của các Hiệp định thương mại Việt Nam đang có (VJEP, VKFTA, EVFTA, CPTPP), Việt Nam có thể tăng thị phần lên nhiều lần ở thị trường EU khi EVFTA có hiệu lực do được hưởng ưu đãi thuế quan.

Hiện đối với thị trường EU, hàng dệt may của Việt Nam đang chiếm thị phần 3,2%. Đồng thời thị phần của Việt Nam tại thị trường các nước thành viên trong CPTPP có thể tăng lên gấp đôi trong thời gian tới, trong đó thị phần của Việt Nam tại Nhật Bản đang là 11,2%



H4: Số lượng chuyền may

Lượng hàng TNG đã ký xác nhận được 103 triệu USD, đơn hàng ký xác nhận đến hết quý 3 năm 2018. Công suất bình quân của tất cả các nhà máy TNG hiện đạt 80% so với công suất thiết kế

TNG đang có 11 nhà máy may và 2 nhà máy phụ trợ, tổng công suất 228 dây chuyền may, hoạt động 88% công suất, trong đó 5 chi nhánh phục vụ cho xuất khẩu là Việt Đức, Việt Thái, Đại Từ, Sông Công, Phú Bình, sản phẩm là áo Jackets – quần Chino; và chi nhánh Thời trang TNG hiện có 8 chuyền may (**H4, H5**)

TNG cũng có định hướng khẳng định vị thế tại thị trường trong nước với hệ thống chuỗi cửa hàng TNG Fashion Store giới thiệu và bán các sản phẩm mang thương hiệu TNG. Tính đến nay, TNG có khoảng 26 cửa hàng và 12 đại lý trên hơn 20 tỉnh thành tại Việt Nam, chủ yếu tại các tỉnh thành phía Bắc

Các đơn vị trực thuộc	Chuyên may	Năng lực sản xuất/năm (nghìn sp)	Sản phẩm
May Việt Đức	35	1.500	Áo jacket
May Việt Thái	17	960	Áo jacket
May Đại Từ	35	5.000	Áo jacket
Sông Công	77	3.600	Áo jacket
		9.000	Quần Chino, botton
May Phú Bình	66	3.600	Áo jacket
		9.000	Quần Chino, botton

H5: Năng lực sản xuất; nguồn:TNG, 2018

Bên cạnh đó TNG sẽ mở rộng sản xuất kinh doanh bằng việc đầu tư mở rộng các nhà máy sản xuất hàng may mặc. Trong chiến lược phát triển 2017 -2020, TNG sẽ đầu tư xây dựng mới các nhà máy như: TNG Phú Lương, TNG Võ Nhai với tổng số vốn lên tới 1.460 tỷ đồng

Cải tiến phương thức sản xuất, nâng cao giá trị thặng dư

Xuất khẩu dệt may năm 2017 đạt thặng dư cao nhất, đứng đầu trong tất cả ngành hàng xuất khẩu năm 2017 của Việt Nam, đạt 15,51 tỷ USD, tăng 7,15% so với năm 2016

Giá trị thặng dư thương mại của ngành dệt may tăng cao một phần nhờ vào việc gia tăng tỷ lệ xuất khẩu sản phẩm may mặc sản xuất theo phương thức ODM (lên ý tưởng, thiết kế, chào bán). Năm 2016, số lượng doanh nghiệp sản xuất theo phương thức ODM chiếm khoảng 3%, năm 2017 đã tăng lên 7% và dự kiến sẽ tăng lên 11% trong năm 2018

Theo thống kê chưa đầy đủ của Hiệp hội dệt may (Vitas), số doanh nghiệp Việt Nam làm theo phương thức OEM vẫn chiếm tới 70%, doanh nghiệp làm theo phương thức FOB chiếm 20% và doanh nghiệp làm theo hình thức ODM và OBM còn rất khiêm tốn, mới dừng lại ở mức lần lượt là 9% và 1%.

Hiện tại, phần lớn doanh thu của TNG đến từ mảng gia công cho các thương hiệu thời trang quốc tế, phát triển lên phương thức làm hàng FOB. Bên cạnh việc tiếp tục khai thác từ các phương thức này, TNG cũng đã chuẩn bị những điều kiện thiết yếu và tiến tới phương thức sản xuất ODM. Đây cũng chính là một trong những định hướng chiến lược của TNG trong thời gian tới

TNG Fashion hiện chiếm 5% doanh thu. Trong khoảng 10 năm tiếp theo, doanh thu và lợi nhuận chính của TNG có được là từ TNG Fashion do sự dịch chuyển dòng hàng CMT và FOB.

Có rất nhiều đơn vị cùng ngành phát triển thương hiệu thời trang trong nước như: Ivy moda, Chic-land, Kelly Bui, Seven AM, Nem, Eva de eva, Format, Pantino, Elise, Yody, Emspo,..... Lợi thế của TNG Fashion so với các đơn vị sản xuất thương hiệu nội địa ở trên là:

- + TNG là đơn vị gần 40 năm trong nghề hỗ trợ về chất lượng, cách may...
- + TNG có hệ thống test sản phẩm theo tiêu chuẩn xuất khẩu và quốc tế.
- + TNG có nguồn cung từ các nhà cung cấp dồi dào.
- + TNG sản phẩm thân thiện môi trường, độc lạ: Sơ mi Bamboo, sơ mi modal..., siêu nhẹ, siêu bền
- + hàng Organic cotton.

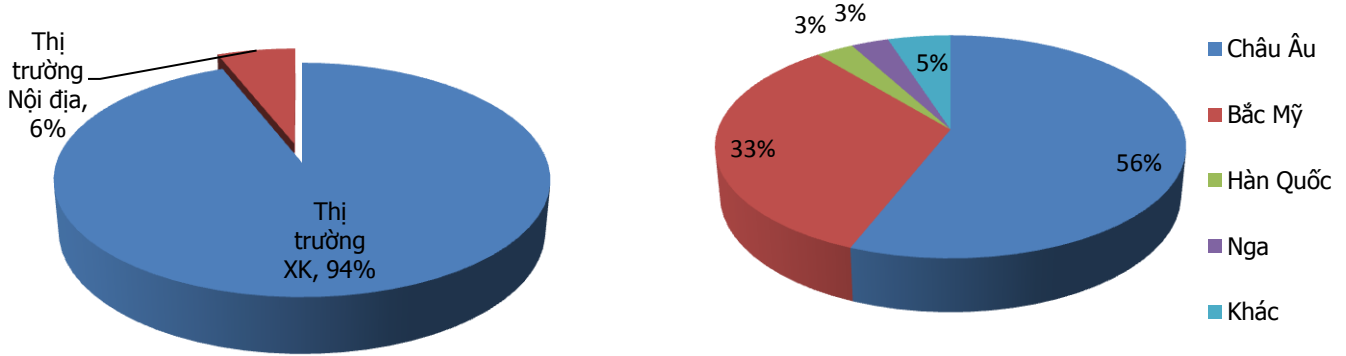
Tổng quan về công ty

Sản phẩm, dịch vụ: May công nghiệp xuất khẩu sản phẩm chủ lực: Áo Jacket Bông, Lông vũ, Quần áo dán seam, quần sooc, các loại, váy, hàng trẻ em, quần áo nỉ, hàng dệt kim... Bông tấm, trần bông, thêu công nghiệp, thùng Carton, túi PE các loại, giặt công nghiệp, sản xuất hàng nội địa mang thương hiệu TNG

Vị thế của TNG trong ngành: TNG nằm trong top 10 doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam. TNG đang chiếm những lợi thế lớn trong toàn ngành; trong các thế mạnh đó phải kể đến các hợp đồng gia công Quốc tế cho các nhãn hiệu nổi tiếng như ZARA, MANGO, GAP, C&A, CK, TCP, Columbia, Walmart, Mark & Spencer, Target, Decathlon, JCPenney, The Children Place, addidas, nike, the north face,.... Mục tiêu lâu dài mà TNG hướng đến là bán hàng trực tiếp cho các nhà bán lẻ hàng đầu thế giới nhằm gia tăng lợi nhuận. Mặt khác, TNG cũng đang tận dụng thế mạnh, khai thác và củng cố vị thế của mình đối với thị trường thời trang trong nước

Mạng lưới khách hàng: Thị trường xuất khẩu của TNG gồm các quốc gia: Mỹ, Hồng Kong, Canada, Mexico, EU ...Mạng lưới cửa hàng: TNG hiện có 28 cửa hàng trên hơn 20 tỉnh thành ở Việt Nam. Trong năm 2017, đã tiến hành mở rộng thêm 19 điểm bán lẻ trong toàn quốc

Thị trường kinh doanh (H6,H7): Thị trường xuất khẩu chiếm 94%, thương hiệu thời trang nội địa có mạng lưới hơn 28 cửa hàng tại 22 tỉnh thành phố trên cả nước, kế hoạch đến năm 2019 công ty sẽ có cửa hàng/đại lý ở 63/63 tỉnh thành cả nước



H6: Cơ cấu thị trường giai đoạn 2016 - 2017

H7: Cơ cấu thị trường xuất khẩu giai đoạn 2016 - 2017

Về đầu vào sản xuất: Đối với TNG, nguyên vật liệu chiếm bình quân 50% giá vốn hàng bán (Nguyên liệu địa phương: 1%, trong nước: 30%, nhập khẩu 69%) Công ty thường mua nguyên vật liệu từ nhiều nguồn khác nhau, cả trong nước và nước ngoài. Song tỷ trọng nguyên vật liệu dệt may từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Hồng Kông, Đài Loan luôn chiếm phần lớn do chất lượng đáp ứng được yêu cầu, chủng loại phong phú và giá cả cạnh tranh. Ngoài ra, Công ty còn nhập nguyên liệu phụ liệu từ những nước khác như Pa-kix-tan, Ma-lay-xi-a,..

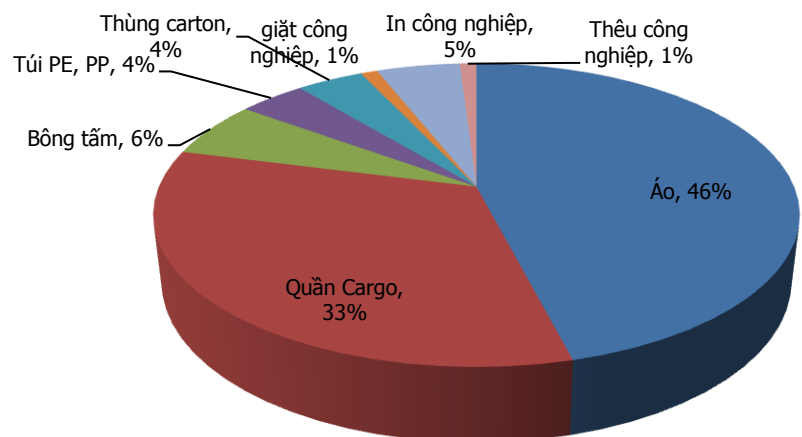
Do đó biến động về giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng rất lớn tới doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Phần lớn sản phẩm của TNG dưới dạng hợp đồng mua nguyên phụ liệu, xuất thành phẩm, còn gọi là FOB. Nguyên vật liệu tốt với giá cạnh tranh sẽ giúp Công ty tiết kiệm chi phí, qua đó giúp Công ty tăng lợi nhuận đáng kể

Doanh thu:

Cơ cấu doanh thu đến từ 60% FOB và 40% CMT, các mảng khác không đáng kể.

Sản phẩm xuất khẩu chính của TNG là áo Jacket và quần Cargo short sang Bắc Mỹ (33%), EU (56%), Canada và Mexico, Hàn Quốc, Nga và thị trường khác (**H8**)

Vitas cho biết, trong quý 1/2018, riêng mặt hàng may mặc đạt 5,98 tỷ USD, tăng 12,49%, tăng khá so với mức 9,7% của quý 1/2017. Về thị trường xuất khẩu, những thị trường xuất khẩu trọng điểm như Mỹ, các nước tham gia Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), EU, Hàn Quốc, Trung Quốc, ASEAN... đều tăng mạnh, tốc độ tăng vượt trội so với cùng kỳ năm 2017. Các mặt hàng xuất khẩu bứt phá mạnh trong 2 tháng đầu năm 2018 là áo thun, áo jacket, áo sơ mi.



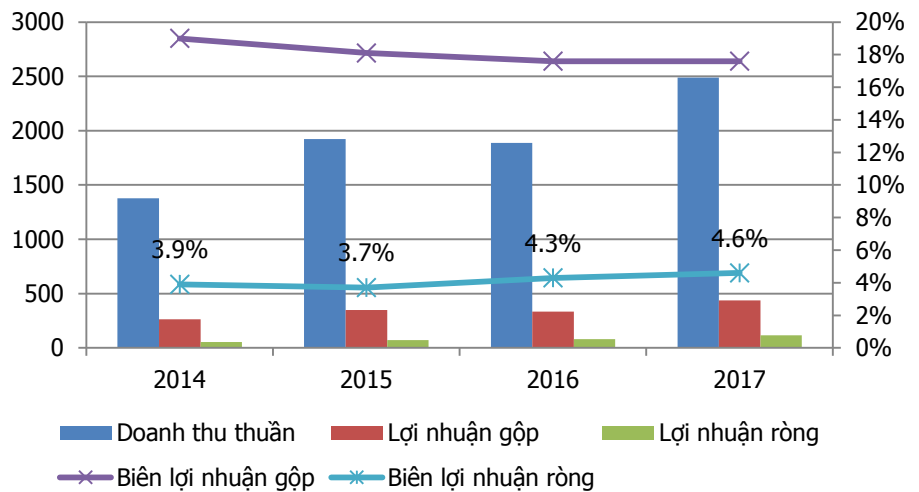
H8: Cơ cấu doanh thu các sản phẩm

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận là nhờ mở rộng quy mô

Doanh thu của TNG tăng trưởng với CAGR đạt 21,8%, giai đoạn 2014 -2017, cao hơn so với mức 10,79% của ngành dệt may năm 2017. Doanh thu của TNG liên tục tăng qua các năm nhờ quá trình mở rộng quy mô sản xuất, kế hoạch đến năm 2020 TNG sẽ xây mới thêm 2 nhà máy: TNG Phú Lương, TNG Võ Nhai để nâng số chuyên may từ 228 năm 2017 lên 257 vào năm 2020. Theo chiến lược phát triển của TNG, công ty sẽ từng bước tăng dần tỷ lệ doanh thu hàng nội địa từ 5% lên 10 -15% đến năm 2020.

Biên lợi nhuận gộp được duy trì ở mức cao nhờ chính sách cơ cấu lại khách hàng tập trung vào các khách hàng lớn có thương hiệu và uy tín như: Decathlon, TCP, Handad (Nike)...do vậy doanh thu từ hợp đồng FOB được tăng lên so với doanh thu từ CMT thông thường, qua đó giúp TNG cải thiện biên lợi nhuận gộp. TNG duy trì biên lợi nhuận gộp trong 3 năm qua ở mức bình quân 17,8%, cao hơn bình quân các doanh nghiệp trong ngành có cùng quy mô ở mức 14,8%

Biên lợi nhuận ròng mỏng nhưng đang được cải thiện qua các năm: Mặc dù có biên lợi nhuận gộp khá cao nhưng chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp đã ăn mòn lợi nhuận khiến biên lợi nhuận ròng của TNG mỏng, tuy nhiên dấu hiệu tích cực là tỷ lệ này đang tăng dần kể từ năm 2015 và TNG đang đặt mục tiêu đạt 5% từ năm 2018 trở đi (**H9**)



H9: Hiệu quả kinh doanh giai đoạn 2014 – 2017

Phân tích Dupont

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
ROE	20.30%	16.65%	15.58%	18.27%
Hệ số gánh nặng thuế	82.7%	81.0%	85.7%	84.1%
Hệ số gánh nặng lãi vay	50.7%	60.8%	58.6%	64.9%
Tỷ suất LN/DT	9.2%	7.5%	8.6%	8.5%
Vòng quay TTS bình quân	1.15	1.19	1.02	1.12
Hệ số đòn bẩy	4.57	3.77	3.54	3.54
ROE (5)	20.30%	16.65%	15.58%	18.27%
Biên lợi nhuận	3.9%	3.7%	4.3%	4.6%
Vòng quay TTS bình quân	1.15	1.19	1.02	1.12
Hệ số đòn bẩy	4.57	3.77	3.54	3.54
ROE (3)	20.30%	16.65%	15.58%	18.27%

Gánh nặng thuế	82.7%	81.0%	85.7%	84.1%
ROA	10.6%	8.9%	8.8%	9.5%
Hệ số đòn bẩy kép	2.32	2.29	2.07	2.30
ROE (3)	20.30%	16.65%	15.58%	18.28%

Việc sử dụng đòn bẩy cao đã gây áp lực lên gánh nặng lãi vay qua đó làm hao mòn lợi nhuận của TNG, xong cũng phải thấy rằng nguyên nhân chính là do công ty đang có chính sách tập trung vào các khách hàng lớn làm hàng tồn kho và các khoản phải thu chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản, dẫn đến công ty phải sử dụng đòn bẩy nợ để làm vốn lưu động và để giải quyết vấn đề này TNG đã trình ĐHCĐ vừa qua kế hoạch phát hành cổ phiếu cho tối tác chiến lược hoặc qua phát hành trái phiếu. Vì vậy chúng tôi cho rằng mặc dù công ty đang sử dụng đòn bẩy cao nhưng mang tính thời điểm và không đáng lo ngại do thời điểm quý 2 và quý 3 thường là điểm rơi về doanh thu của ngành may mặc, đây là tín hiệu tích cực trong ngắn hạn. Việc TNG có định hướng khẳng định vị thế tại thị trường trong nước với hệ thống chuỗi cửa hàng TNG Fashion Store giới thiệu và bán các sản phẩm mang thương hiệu TNG sẽ giúp công ty có dòng tiền ổn định, giúp công ty cân đối nguồn vốn lưu động trong dài hạn vốn là bài toán mà công đang gặp phải hiện nay

Kết quả kinh doanh

Tổng kết năm 2017, doanh thu thuần của TNG tăng trưởng 32% lên 2.489 tỷ đồng; từ đó công ty báo lãi tăng trưởng 42% đạt hơn 115 tỷ đồng

Cho năm 2018, Công ty đặt kế hoạch doanh thu 2.750 tỷ đồng (+ 10,5% yoy) và lợi nhuận ròng 127 tỷ đồng (+ 10,4% yoy)

Kết thúc quý 1/2018, công ty đạt 600,73 tỷ đồng, tăng 50% so với cùng kỳ và hoàn thành 21% kế hoạch năm, đây cũng là quý 1 có mức doanh thu cao nhất trong 3 năm qua. Bên cạnh đó, lợi nhuận cổ đông công ty mẹ đạt 21,73 tỷ đồng, tăng 50% so với cùng kỳ và hoàn thành 17% kế hoạch năm

Theo công ty, kết quả này là do TNG đã vận hành tối đa năng lực sản xuất của công ty; thực hiện cơ cấu lại khách hàng tập trung vào các khách hàng lớn có thương hiệu

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018

Cho năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 3.008 tỷ đồng (+21% yoy) dựa trên tình hình đơn hàng khả quan ngay trong quý 1, LNST cổ đông công ty mẹ đạt 145 tỷ đồng (+26% yoy), EPS dự kiến đạt 2.951 đồng/CP (tính trên vốn mới)

Kết quả dự phóng dựa trên các giả định:

- Phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ: trả cổ tức 2017 bằng cổ phiếu tỷ lệ 20%, ESOP 5% và chào bán cho cổ đông hiện hữu 10%, vốn điều lệ sau khi phát hành tăng từ 411,17 tỷ đồng lên 571,64 tỷ đồng.
- Số lượng đơn hàng tăng mạnh, đến ngày 03/05 giá trị đơn hàng đã được phân bổ cho năm 2018 là 103 triệu USD (85% kế hoạch năm)
- Biên lợi gộp, biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 18% và 4,8% do công ty tận dụng được khách hàng lớn có thương hiệu như Decarlon, TCP, Levy...và cắt giảm chi phí
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 3.008 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ và cao hơn kế hoạch của công ty 9%. Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ đạt 145 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ và cao hơn kế hoạch của công ty 14%

Chỉ tiêu (Tỷ vnd)	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần	1,888	2,489	3,008
Lợi nhuận gộp	333	437	544
Lợi nhuận ròng	81	115	145

Biên lợi nhuận gộp	17.6%	17.6%	18.1%
Biên lợi nhuận ròng	4.3%	4.6%	4.8%
ROA	4.4%	5.2%	5.5%
ROE	15.6%	18.3%	18.4%
EPS (vnd)	2,370	2,797	2,951
BV (vnd)	15,208	15,305	16,076

Nguồn: TNG, MBS

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E, P/B và P/S để định giá cổ phiếu TNG. Chúng tôi lựa chọn ra các doanh nghiệp có quy mô vốn hóa và hoạt động kinh doanh tương đồng với công ty đang niêm yết trên 2 sàn để xác định mức P/E, P/B và P/S phù hợp đối với cổ phiếu. Theo đó giá mục tiêu của TNG vào khoảng 16.269 đồng, tiềm năng tăng giá 21,6% so với ngày 14/05/2018

MCK	Vốn hóa (Tỷ đồng)	EPS (vnd)	P/E (ttm, lần)	P/B (ttm, lần)	P/S (ttm, lần)	ROE (%)
EVE	772	1.213	15,17	0,84	0,78	5,4%
GMC	402	4.224	6,12	1,37	0,25	22,9%
TCM	1.100	3.713	5,74	1,03	0,34	19,3%
TVT	454	4.141	5,22	0,72	0,18	13,1%
Trung bình	682	3.323	8,06	0,99	0,39	15,2%
Trung vị	613	3.927	5,93	0,94	0,30	16,2%
TNG	555	2.797	4,83	0,88	0,22	18,3%

Nguồn: MBS

Phương pháp	Giá cp	Tỷ trọng
P/E	17.499	40%
P/B	15.111	30%
P/S	15.786	30%
Bình quân (vnd)	16.269	

SƠ SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

	Đơn vị	TNG	EVE	GMC	TCM	TVT
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	41.12	41.98	15.56	51.65	21.00
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	15,304	21,832	18,897	20,595	29,956
Doanh số/CP	VNĐ	60,525	23,688	103,181	62,126	120,501
EPS cơ bản	VNĐ	2,797	1,213	4,224	3,713	4,141
Tiềm lực tài chính						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.01	0.80	0.17	0.08	0.09
Tỷ suất thanh toán nhanh		0.34	2.29	0.59	0.37	0.58
Tỷ suất thanh toán hiện thời		0.84	5.88	1.15	0.99	1.10
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.44	0.20	0.12	0.27	0.15
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0.12	0.14	0.04	0.10	0.07
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH		2.15	0.26	1.19	1.18	0.98
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.61	0.18	0.39	0.42	0.44
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		2.10	0.18	1.94	1.52	1.06
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.59	0.13	0.63	0.54	0.48
Tổng công nợ/Vốn CSH		2.54	0.39	2.08	1.83	1.22
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.72	0.28	0.68	0.65	0.55
Hiệu quả quản lý						
ROE%	%	20.0%	5.4%	22.9%	19.3%	13.1%
ROA%	%	5.7%	4.3%	7.3%	6.6%	5.2%
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	48	73	56	44	50
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	95	225	67	105	68
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	26	28	29	36	19
Tài chính hiện nay						
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	4.62%	5.12%	4.04%	6.00%	3.57%
EBIT	Tỷ VNĐ	220.04	61.23	76.21	243.09	125.29
EBITDA	Tỷ VNĐ	321.86	101.21	104.19	349.25	240.49
Hệ số quay vòng tài sản		1.22	0.83	1.79	1.10	1.51
Hệ số quay vòng vốn CSH		4.33	1.06	5.60	3.23	3.81
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	17.6%	33.2%	16.3%	15.7%	11.0%
Tỷ suất EBITDA	%	12.9%	10.2%	6.5%	10.9%	9.5%
Tỷ suất EBIT	%	8.8%	6.2%	4.8%	7.6%	5.0%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	5.5%	6.4%	5.1%	7.3%	4.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	5.8%	6.4%	4.3%	6.0%	4.1%
Định giá						
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	555.1	772.4	402.1	1,100.2	453.6
Giá trị doanh nghiệp/EBIT		8.61	14.31	8.62	9.18	8.55
P/S		0.22	0.78	0.25	0.34	0.18
P/Tangible Book		0.90	0.85	1.38	1.30	0.65
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	1,895	876	657	2,232	1,071
P/E		4.83	15.17	6.12	5.74	5.22
Giá trị doanh nghiệp/Doanh số		0.76	0.88	0.41	0.70	0.42
P/B		0.88	0.84	1.37	1.03	0.72

Giá trị doanh nghiệp/EBITDA

5.89

8.65

6.31

6.39

4.45

Nguồn: finpro

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Đơn vị	2013	2014	2015	2016	2017
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	13.46	16.29	29.48	34.26	41.12
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	15,715	16,093	14,520	15,208	15,304
Doanh số/CP	VNĐ	87,680	84,548	65,258	55,093	60,525
EPS cơ bản	VNĐ	1,044	3,264	2,183	2,255	2,797
Tiềm lực tài chính						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.02	0.02	0.06	0.01	0.01
Tỷ suất thanh toán nhanh		0.24	0.25	0.35	0.27	0.34
Tỷ suất thanh toán hiện thời		0.73	0.72	0.77	0.76	0.84
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.87	0.72	0.64	0.60	0.44
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0.19	0.16	0.17	0.17	0.12
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH		3.10	3.07	2.20	2.20	2.15
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.68	0.67	0.58	0.62	0.61
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		2.67	2.85	2.13	1.94	2.10
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.59	0.62	0.57	0.55	0.59
Tổng công nợ/Vốn CSH		3.54	3.57	2.77	2.54	2.54
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.78	0.78	0.73	0.72	0.72
Tài chính hiện nay						
EBIT	Tỷ VNĐ	88.76	127.27	165.81	164.13	220.04
EBITDA	Tỷ VNĐ	133.41	178.55	229.14	252.78	321.86
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	18.5%	19.0%	18.1%	17.7%	17.6%
Tỷ suất EBITDA	%	11.3%	13.0%	11.9%	13.4%	12.9%
Tỷ suất EBIT	%	7.5%	9.2%	8.6%	8.7%	8.8%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	1.5%	4.7%	4.6%	5.0%	5.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	1.3%	4.6%	4.5%	4.9%	5.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	1.2%	3.9%	3.7%	4.3%	4.6%
Hệ số quay vòng tài sản		1.23	1.28	1.37	1.09	1.22
Hệ số quay vòng vốn CSH		5.56	5.81	5.58	3.98	4.33
Hiệu quả quản lý						
ROE%	%	6.6%	22.5%	20.7%	17.1%	20.0%
ROA%	%	1.5%	4.9%	5.1%	4.7%	5.7%
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	41	37	40	49	48
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	98	97	79	94	95
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	25	23	32	37	26
Định giá						
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	186	225	407	473	567
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	829	1,016	1,291	1,608	1,908
P/E		13.22	4.23	6.32	6.12	4.93
P/B		0.88	0.86	0.95	0.91	0.90
P/S		0.16	0.16	0.21	0.25	0.23
Giá trị doanh nghiệp/Doanh số		0.70	0.74	0.67	0.85	0.77
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA		6.21	5.69	5.63	6.36	5.93
Giá trị doanh nghiệp/EBIT		9.34	7.99	7.78	9.80	8.67

Nguồn: finpro

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Phạm Văn Quỳnh Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn

Ngô Quốc Hưng Email: hung.ngoquoc@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@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

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 $\leq -20\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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 CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). 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 tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 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 HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn