

MUA MẠNH

BSC

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

KQKD đang cải thiện ấn tượng

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	18,538
Giá đóng cửa	13,300
Upside	39.39%

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	41.12
Vốn hóa (tỷ đ)	547
Giá cao nhất 52 tuần	16,100
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	428,986

Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Văn Thời	19.33%
Nguyễn Đức Mạnh	6.08%
Rusdy Pranata	5.50%

Diễn biến giá

	1M	3M	1Y
TNG	15%	10%	12%
VN-Index	5%	6 %	23%

Diễn biến giá



Thực hiện

Lương Thu Hương
huonglt@bsc.com.vn

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua Mạnh cổ phiếu TNG với giá mục tiêu 18,538 đồng/cp (+39.39% so với mức giá đóng cửa ngày 15/09/2017) dựa trên 2 phương pháp định giá là FCFF và PE.

Catalyst

Nhà máy dệt may Việt Nam đã có những chuyển biến tích cực, 8T2017, xuất khẩu đạt 16.86 tỷ USD, +8.2%yoy (8T2016 chỉ đạt 5.5%yoy và cả năm 2016 chỉ đạt 4.6%yoy)

L luận điểm Đầu tư

Tập trung đơn hàng cho Decathlon và TCP (2 khách hàng đang mở rộng thị trường bán lẻ toàn cầu), chủ động giảm đơn hàng với khách hàng nhỏ

Xuất đơn hàng đầu tiên với Levi's trong tháng 10 – 11/2017, mặc dù giá trị không cao nhưng đánh dấu bước chuyển mình sang phương thức FOB đúng nghĩa (biên lợi nhuận 25% so với mức 17% như hiện tại)

Số dư hàng tồn kho tại 30/06/2017 ở mức cao nhất trong lịch sử, KQKD tháng 7 và 8 cải thiện tốt, triển vọng LN tăng trưởng ấn tượng trong Q3/2017.

Rủi ro Đầu tư

Ảnh hưởng của chính sách BHXH mới, chi phí BHXH +20%yoy

Sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao nhất nhóm Dệt may niêm yết

Chuỗi bán lẻ thời trang TNG hiện đang lỗ

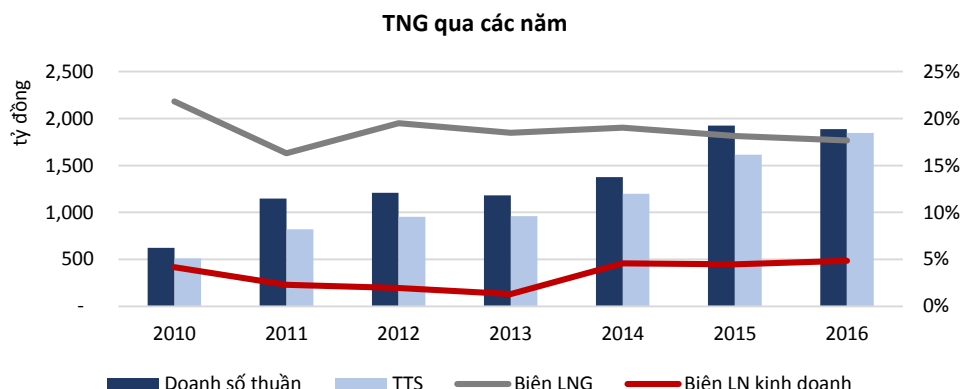
Các chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016	2017E
DTT (tỷ đ)	1,180	1,377	1,924	1,888	2,553
% tăng trưởng	-2.39%	16.67%	39.71%	-1.88%	35.25%
Tổng tài sản	961	1,198	1,614	1,846	2,275
Vốn chủ sở hữu	212	262	428	521	625
Vốn ĐL (tỷ đ)	135	163	295	343	411
LN gộp (tỷ đ)	218	262	349	333	450
LN sau thuế	14	53	71	81	111
Biên LN gộp	18.48%	19.03%	18.14%	17.65%	17.63%
ROE	6.64%	20.28%	16.66%	15.58%	17.76%
ROA	1.46%	4.44%	4.42%	4.40%	4.88%

Tổng quan về TNG

TNG là doanh nghiệp may xuất khẩu với tỷ trọng đơn hàng FOB chiếm khoảng 60% tổng giá trị đơn hàng, trong giai đoạn từ 2010 – 2016, doanh thu của TNG tăng trưởng với CAGR đạt 20%, cao hơn so với mức 13.4% của giá trị xuất khẩu toàn ngành Dệt may Việt Nam. Doanh thu của TNG tăng từ 623 tỷ đồng (2010) lên mức 1,888 tỷ đồng (2016).

Biên LNG của TNG trung bình đạt trên 17.5%, mức cao nhất so với các doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam. Tuy nhiên biên LN từ hoạt động kinh doanh / DTT chỉ đạt 5.03% vẫn thấp hơn trung bình ngành hiện là 6.60% (nhóm so sánh gồm TCM, GMC, VGG, TVT, PPH).

Về Năng lực sản xuất may, TNG đang có 6 chi nhánh may, tổng công suất 230 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, 22 cửa hàng thời trang, phủ rộng các tỉnh miền Bắc và một số tỉnh tại miền Nam (Cần Thơ, Hậu Giang, Kiên Giang, Tp. HCM).



Nguồn: BSC Research, BCTC TNG

Kết quả kinh doanh 8 tháng 2017 tăng trưởng ấn tượng. TNG vừa công bố KQKD tháng 8 với doanh thu đạt 354.56 tỷ đồng (+57.25%yoy), lũy kế 8T2017, DTT đạt 1,635 tỷ đồng (+25.67%yoy), biên LNG của 8T2017 đạt 16.94%, có giảm nhẹ so với mức 17.03% của cùng kỳ 2016. Đáng chú ý là LNST tháng 8/2017 đạt 19 tỷ đồng (+59%yoy), tỷ suất lợi nhuận đạt 5.39% (cao hơn nhiều so với mức trung bình 3.96% của 3 năm gần nhất).

BSC cũng lưu ý, thường trong chu kỳ 1 năm của TNG, Quý 2 và Quý 3 là 2 quý sẽ có KQKD đột biến do đặc điểm đơn hàng xuất khẩu dồn về giữa năm, Quý 4 và Quý 1 sẽ có LN thấp hơn 2 quý còn lại.

(1) Kỳ vọng từ Đơn hàng với Levi's – Bước chuyển mình sang phương thức FOB đúng nghĩa

Hiện nay tỷ lệ đơn hàng FOB và CMT đang chiếm khoảng 60 – 40% cơ cấu Doanh thu của TNG, mục tiêu trong tương lai TNG sẽ đẩy tỷ trọng FOB chiếm từ 70 – 80% Doanh thu, góp phần cải thiện biên lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Hai khách hàng lớn nhất của TNG là Decathlon và The Children's Place (TCP) đang chiếm khoảng 50% giá trị đơn hàng năm 2017, trong đó đơn hàng Decathlon là 45 triệu USD (+170%yoy) và TCP là 20 triệu USD (+240%yoy). Nguyên nhân của sự tăng mạnh với 2 khách hàng này là do năm 2017 TNG đã chủ động giảm đơn hàng từ những đối tác nhỏ và nhận thêm đơn hàng từ 2 đối tác. Dự kiến trong năm 2018, giá trị đơn hàng với Decathlon sẽ tăng 10%yoy và 35%yoy với TCP.

Với các đơn hàng của Decathlon, TNG thực hiện may áo jacket, quần short và áo thể thao, tỷ lệ hàng FOB và CMT đang là 50 – 50. Decathlon là chuỗi bán lẻ đồ thể thao lớn nhất Thế giới của Pháp. Năm 2016, doanh thu của Decathlon đạt 10 tỷ EUR, tăng 12%yoy nhờ mở thêm 164 cửa hàng mới trên toàn cầu, trong đó có 5 nước lần đầu thâm nhập là Mexico, Ivory Coast, Singapore, Malaysia và Slovenia (năm 2015 Decathlon mở mới 140 cửa hàng). Tính đến hết năm 2016, Decathlon đang hiện diện tại 28 quốc gia với 1,176 cửa hàng, trong đó top 3 nước có độ phủ lớn nhất là Pháp (301 cửa hàng), Trung Quốc (214 cửa hàng) và Tây Ban Nha (149 cửa hàng). Nếu xét về like for like sales growth thì năm 2016 đạt 4.4%, thấp hơn tỷ lệ tăng trưởng của năm 2015 (5%) và 2014 (6%). Trong năm 2017, Decathlon tiếp tục mở rộng chuỗi bán lẻ tại Trung Quốc (Hải Nam, Sơn Tây và Côn Minh) nhờ lối sống rèn luyện sức khỏe đang nhân rộng tại Trung Quốc, bên cạnh đó Decathlon cũng đang hướng tới thị trường Hongkong, Australia và Canada.

Với các đơn hàng của TCP, tỷ lệ đơn hàng FOB đang là 100%, TNG thực hiện may áo jacket, váy và quần. The Children's Place (TCP) là chuỗi bán lẻ thời trang trẻ em lớn nhất tại Bắc Mỹ. Công ty thiết kế, thuê sản xuất, bán hàng dưới thương hiệu "The Children's Place", "Place" và "Baby Place". Tính đến ngày 29/07/2017, TCP đang vận hành 1,026 cửa hàng tại Hoa Kỳ, Canada và Puerto Rico, bán trực tuyến tại thị trường Hoa Kỳ, Canada và có hơn 161 điểm phân phối quốc tế, vận hành bởi 7 đối tác nhượng quyền tại 19 quốc gia và Tmall (một trang web bán trực tuyến của Alibaba Group cho các thị trường gồm Trung Quốc đại lục, Hongkong, Macau và Đài Loan). Theo BCTC bán niên 2017 của TCP (kết thúc 29/07/2017), doanh thu thuần đạt hơn 810 triệu USD (+2.47%yoy), do các chi phí được tiết giảm trong kỳ nên LNTT bán niên đạt 45.2 triệu USD (+24%yoy).

Bắt đầu xuất đơn hàng đầu tiên với Levi's trong tháng 10 và 11/2017

TNG cho biết đơn hàng đầu tiên với Levi's có giá trị 400,000 USD sẽ xuất xưởng trong tháng 10 và 11/2017, trước đó Levi's đã có các bước đánh giá nhà xưởng và kiểm tra mẫu hàng thử với TNG. Hiện doanh nghiệp cũng đang xúc tiến để tiếp tục ký đơn hàng với Levi's, mục tiêu giá trị đạt 1 triệu USD trong năm 2018.

Điểm khác biệt giữa Levi's 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 Levi's 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%).

BSC cũng lưu ý, mặc dù đơn hàng với Levi's sẽ mở ra bước ngoặt mới cho doanh nghiệp khi thực sự hoạt động theo phương thức FOB đúng nghĩa, nhưng điểm khó khăn nhất là việc tìm kiếm nguồn nguyên liệu có chất lượng đáp ứng tiêu chuẩn và giá cả hợp lý để có thể chào hàng với giá cạnh tranh. Ngoài ra, khâu dịch vụ và quan hệ với đối tác cũng phải đẩy mạnh thường xuyên.

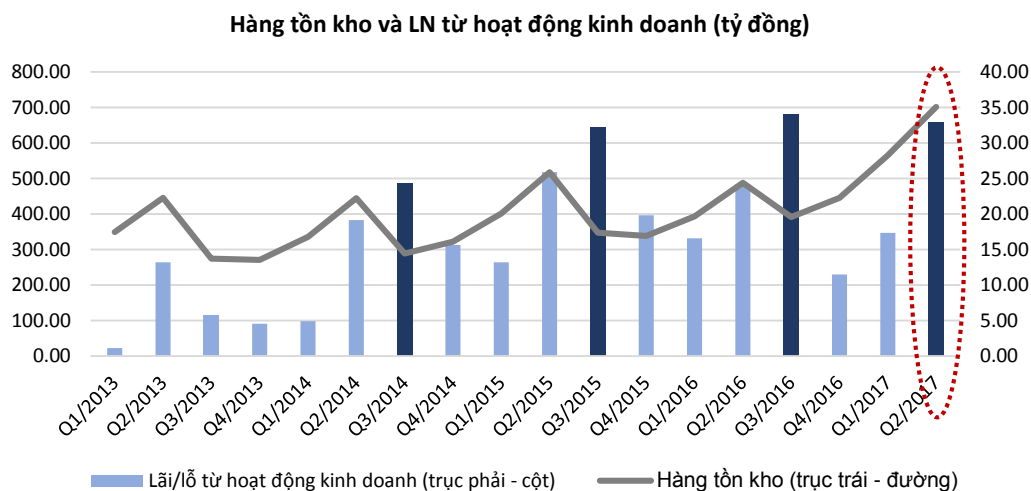
Hiện tại TNG đã mở văn phòng đại diện tại Mỹ (4 nhân viên) để phát triển thị trường Mỹ và duy trì quan hệ với Levi's. Với khâu mua hàng, doanh nghiệp cũng đang xúc tiến để mở văn phòng tại Thượng Hải, nhiệm vụ chính là mua nguyên liệu phục vụ sản xuất.

Đôi nét về Levi's, sản phẩm của Levi's được bán tại 50,000 điểm bán lẻ tại 110 nước. Năm 2016 doanh thu của Levi's đạt 4.6 tỷ USD (+3%yoy nếu loại bỏ biến động tỷ giá), biên LNG đạt 51.2% cao hơn so với mức 50.5% của cùng kỳ 2015. LNST 2016 đạt 291 triệu USD (+40%yoy).

(2) Hàng tồn kho ở mức cao nhất trong lịch sử, tín hiệu lạc quan cho KQKD 2H2017

Như đã phân tích ở trên, trong năm 2017, TNG chủ động cắt giảm đơn hàng từ đối tác nhỏ và chuyển qua 2 đối tác lớn, đơn hàng với Decathlon là 45 triệu USD (+170%yoy) và TCP là 20 triệu USD (+240%yoy). Theo BCTC 6T2017, doanh thu 1H đạt 998.84 tỷ đồng (+17%yoy), biên lợi nhuận gộp là 17.52%, tương tự cùng kỳ 2016. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trong 6T2017 đạt 50.21 tỷ đồng, chiếm 5.03% DTT, cải thiện tương đối tốt so với tỷ lệ 4.79% của 6T2016. LNST 6T2017 đạt 41.67 tỷ đồng (+4.44%yoy), tương đương EPS = 1,216 đồng.

BSC cho rằng tình hình hiện tại của TNG tương đối khả quan, số dư hàng tồn kho tại thời điểm 30/06/2017 là 703.82 tỷ đồng, tăng so với số dư 566 tỷ đồng (31/03/2017) và 488 tỷ đồng (30/06/2016); thêm vào đó tình hình đơn hàng đang cải thiện tốt so với năm trước, hiện doanh nghiệp đã ký đến hết năm 2017, một số khách hàng đã ký sang năm 2018.



Nguồn: BCTC kiểm toán bán niên 2017 của TNG

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

Dự kiến cả năm 2017, DT sẽ đạt khoảng 2,553 tỷ đồng (+35%), LNST đạt kế hoạch 111 tỷ đồng (+37%yoy), EPS 2017 = 2,567 đồng (giả định trích 5% quỹ khen thưởng phúc lợi).

Về công suất sản xuất vẫn còn dư địa cho tăng trưởng, hiện tại TNG mới vận hành khoảng 88% công suất thiết kế, hoạt động 202 chuyền may trên tổng 230 chuyền may và 11,000 công nhân. Dự kiến năm 2018, TNG sẽ tăng thêm 10 chuyền may, tương ứng tăng thêm 500 công nhân.

(3) Chuỗi bán lẻ thời trang TNG mục tiêu hòa vốn trong năm 2017 – 2018

Từ thành công của các đối tác với chuỗi bán lẻ, TNG cũng đang hướng tới việc xây dựng thương hiệu cho chuỗi cửa hàng TNG. Năm 2016, TNG phát hành 200,000 cổ phiếu hoán đổi để sáp nhập với TNG Fashion. Lợi thế thương mại phát sinh là 16.59 tỷ đồng, năm 2016 doanh nghiệp đã ghi nhận vào chi phí là 3.15 tỷ đồng. Dự kiến phần còn lại sẽ được ghi nhận trong 2 năm tiếp theo, năm 2017 TNG sẽ ghi nhận khoảng 7 tỷ đồng vào chi phí, phân bổ đều trong 12 tháng.

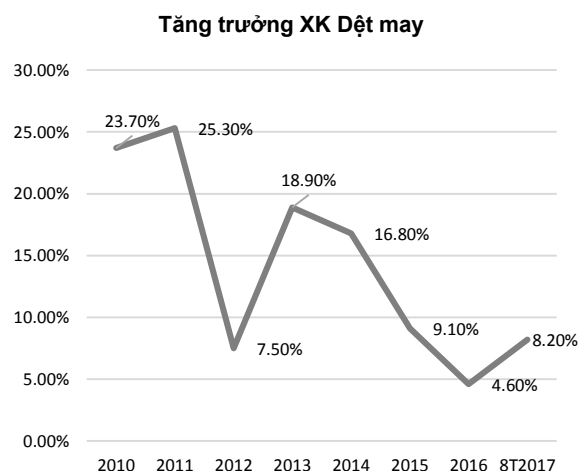
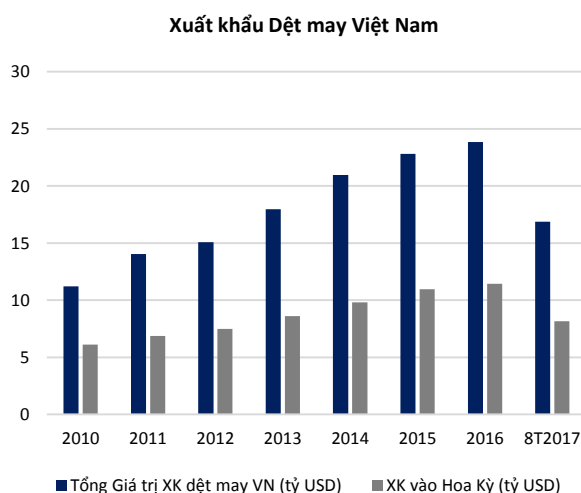
Tính đến hết năm 2016, TNG có 12 cửa hàng bán lẻ, doanh thu cả năm là 78 tỷ đồng. Năm 2017 ước lũy kế 8 tháng đạt gần 68 tỷ đồng với 22 cửa hàng. Chúng tôi cho rằng chuỗi thời trang chưa thực sự cải thiện về doanh thu do công ty đang trong quá trình xây dựng thương hiệu và hệ thống quản trị. Ước trong 8 tháng 2017, chuỗi thời trang đang lỗ khoảng 3 – 4 tỷ đồng, trong đó đã bao gồm hơn 4 tỷ ghi nhận lợi thế thương mại.

Chúng tôi cũng lưu ý ngành kinh doanh hàng thời trang có nhiều sự khác biệt so với may xuất khẩu thông thường bởi việc chọn mẫu thiết kế, số lượng sản phẩm sản xuất sẽ ảnh hưởng đến giá trị cũng như chất lượng hàng tồn kho, bên cạnh đó tay nghề của công nhân cũng yêu cầu cao hơn so với may xuất khẩu.

(4) Ngành Dệt may Việt Nam đang có những dấu hiệu tích cực hơn so với 2016

Theo thống kê của Tổng cục Hải quan, trong 8 tháng 2017, xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam đạt 16.86 tỷ USD, tăng 8.2%yoy. Trong đó xuất khẩu sang Hoa Kỳ đạt 8.16 tỷ USD (chiếm 48.4%) tăng trưởng 7.3%yoy, sang EU đạt 2.47 tỷ USD (+4.1%yoy) và sang Nhật Bản đạt 1.97 tỷ USD (+5%yoy).

Chúng tôi cho rằng Ngành Dệt may đang có những tín hiệu phục hồi khi so sánh với năm 2016, tăng trưởng xuất khẩu của 8 tháng 2016 chỉ đạt 5.5%yoy và cả năm 2016 chỉ đạt 4.6%yoy, đây là mức tăng thấp nhất của xuất khẩu dệt may tính từ năm 2010 đến nay.



Nguồn: Tổng cục Hải quan, BSC Research

Xét trong nhóm Dệt may niêm yết, chỉ có GMC là có hoạt động may xuất khẩu gần giống TNG nhất bao gồm áo jackets và quần shorts. Còn lại TCM chuyên về lĩnh vực may áo thun xuất khẩu; VGG, TVT chủ yếu chiếm lĩnh nhóm đồ công sở và PPH chuyên về sợi – dệt – vải, quần áo denim, quần tây, vest.

Mã CP	TTS	VCSH	DT 6T2017	% yoy	Biên LNG		Biên LN HĐKD		ROA 6T2017	ROE 6T2017	PE T12M	PB
					6T2017	6T2016	6T2017	6T2016				
TNG	2,254	556	999	17.00%	17.52%	17.69%	5.03%	4.79%	3.68%	14.92%	6.59	0.98
TCM	3,123	973	1,547	1.98%	16.37%	12.21%	6.96%	3.74%	5.86%	18.92%	8.57	1.62
GMC	844	298	710	1.73%	13.76%	15.91%	5.64%	7.94%	6.54%	18.53%	8.26	1.53
VGG	4,423	1,461	3,758	6.94%	12.29%	11.72%	5.89%	5.94%	8.79%	27.71%	5.82	1.61
TVT	1,770	661	1,305	17.25%	11.56%	12.76%	4.67%	4.98%	5.72%	16.49%	4.93	0.81
PPH	5,056	1,593	1,392	-8.58%	11.72%	14.94%	9.83%	14.14%	4.35%	14.59%	5.50	0.80

Nguồn: BSC Research, đơn vị: tỷ đồng

Theo đó, trong 1H2017 TNG cùng với TVT là doanh nghiệp có tăng trưởng doanh thu cao nhất trong nhóm so sánh, đạt 17%yoy. Biên LNG của TNG đạt 17.52%, mức cao nhất so với các doanh nghiệp còn lại. Tuy nhiên hiệu quả lợi nhuận ROA, ROE lại tương đối thấp so với trung bình ngành do tỷ lệ chi phí lãi vay và hoạt động trên doanh thu còn cao.

Tài chính Doanh nghiệp

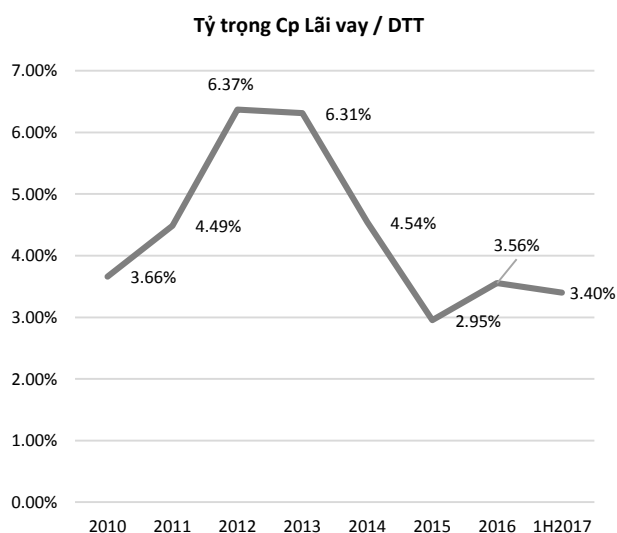
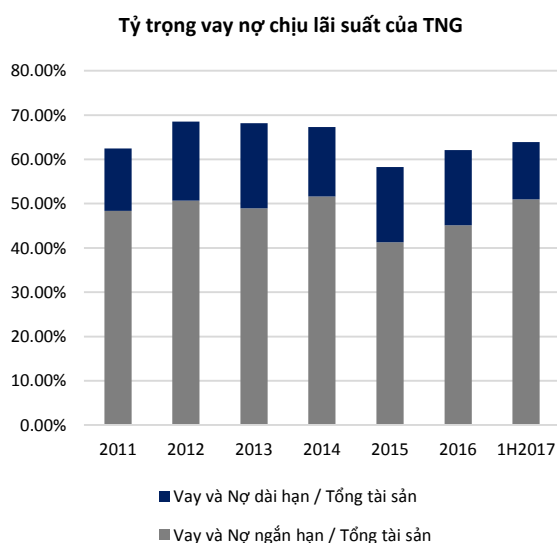
Sử dụng đòn bẩy tài chính cao nhất trong nhóm Dệt may Việt Nam

Giai đoạn từ 2011 đến 1H2017, tổng Nợ chiếm trung bình khoảng 75% tổng Tài sản của TNG và đang có xu hướng điều chỉnh giảm nhẹ trong 3 năm trở lại đây. Trong đó, các

khoản vay chịu lãi suất, hiện chiếm khoảng 63% tổng Tài sản, mức tương đối cao so với trung bình ngành.

So sánh tại thời điểm 30/06/2017, chỉ số D/E của TNG là 3.05x trong khi nhóm các doanh nghiệp dệt may Việt Nam còn lại là TCM, GMC, VGG, TVT, PPH có D/E trung bình chỉ là 1.98x (cao nhất trong nhóm so sánh là TCM 2.21 và PPH là 2.17). Do đó, tỷ lệ chi phí lãi vay/DTT của TNG trong 6T2017 cũng ở mức tương đối cao, khoảng 3.4%, trung bình của nhóm so sánh là 1.53%.

Mặc dù vậy, do hưởng lợi từ hoạt động xuất khẩu nên cơ cấu vốn vay của TNG chủ yếu là USD, tỷ trọng khoảng 90% với vay ngắn hạn và 75% với vay dài hạn, lãi suất vay sẽ lợi thế hơn so với vay vốn VND trong bối cảnh chính sách tỷ giá VND/USD đang được duy trì khá ổn định. BSC ước tính lãi suất trung bình vay ngắn hạn của TNG khoảng 4.45% và vay dài hạn khoảng 6.5% (cho cả tiền VND và USD).



Nguồn: BSC Research

Các chỉ số hoạt động ở mức trung bình so với ngành Thế giới

Nhìn chung các chỉ số hoạt động của TNG chưa được cải thiện rõ nét, đặc biệt là năm 2016 khi toàn ngành Dệt may Việt Nam gặp khó khăn do tình trạng bị mất đơn hàng về những nước có nhân công rẻ hơn. Năm 2016, vòng quay hàng tồn kho của TNG là 3.92, chưa thực sự tốt khi trung bình ngành Thế giới là 4.10, các doanh nghiệp Việt Nam còn lại là VGG đạt 9.64, TVT 4.93 và chỉ tốt hơn TCM 3.51. Vòng quay khoản phải thu của TNG là 7.62, tốt hơn so với trung bình ngành Thế giới (6.49). Vòng quay khoảng phải trả năm 2016 ở mức 10.51, tương đương trung bình ngành Thế giới, tốt hơn so với TCM (11.54) và TVT (17.03), VGG có vòng quay phải trả tốt nhất trong nhóm doanh nghiệp dệt may Việt Nam, ở mức 6.61x.

Dự báo KQKD & Định giá cổ phiếu

Dự báo KQKD

Chúng tôi dự báo năm 2017, DTT của TNG sẽ đạt 2,553 tỷ (+35%yoy) do đơn hàng năm nay có cải thiện tích cực so với năm 2016. LNST 2017 đạt 111 tỷ đồng (+37%yoy) và hoàn thành kế hoạch năm, tương ứng EPS 2017 = 2,567 đồng (giả định trích 5% quỹ khen thưởng phúc lợi).

Do hiện tại TNG đang vận hành khoảng 88% công suất, hoạt động 202 chuyền may trên tổng 230 chuyền nên triển vọng tăng trưởng sẽ vẫn tiếp tục khi đơn hàng gia tăng. Về năm 2018, khách hàng đã xác nhận với TNG các đơn hàng chi tiết, giá trị ước tính tổng cộng là 95 triệu USD. Theo kế hoạch của doanh nghiệp là chưa có kế hoạch đầu tư lớn từ nay đến năm 2019, BSC giả định thận trọng mỗi năm tăng thêm khoảng 10 chuyền may cho năm 2018 – 2019 và tăng thêm 15 chuyền may cho năm 2020.

Về biên LNG, với kỳ vọng từ đơn hàng Levi's sẽ giúp tăng biên LNG cho TNG. BSC giả định thận trọng đơn hàng với Levi's đạt 1 triệu USD năm 2018 (chiếm 1.07% doanh thu may XK) và tạm thời chỉ tăng lên mức 5 triệu USD năm 2020 (chiếm 4% doanh thu may XK của TNG), hiện tại TNG đang xúc tiến thành lập văn phòng tại Thượng Hải để mua nguyên liệu sản xuất. Do đó, biên lợi nhuận từ hoạt động may xuất khẩu sẽ tăng từ 16.91% (2017) lên 17.37% (2020), BSC dự báo biên LNG ở mức rất thận trọng.

Chi phí bán hàng sẽ chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu so với giai đoạn trước do TNG đang mở rộng chuỗi cửa hàng thời trang, giả định trung bình chiếm khoảng 2.38% DTT cho giai đoạn 2017 – 2020. Chi phí QLDN sẽ chiếm trung bình khoảng 6.9% DTT, tương tự mức hiện tại.

Định giá cổ phiếu TNG

Để định giá TNG chúng tôi sử dụng 2 phương pháp là FCFF và PE với tỷ trọng mỗi phương pháp là 50 – 50.

Phương pháp FCFF 2 giai đoạn

Giai đoạn 1 từ 2017 – 2020 và giai đoạn 2 là sau năm 2020

Xác định beta thông qua beta trung bình ngành Thế giới trong 5 năm là 0.78, sử dụng phương pháp unleverage và leverage để xác định beta cho TNG.

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + ((1 - \text{Tax Rate}) \times (\text{Debt}/\text{Equity}))) = 0.59$$

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} \times (1 + ((1 - \text{Tax Rate}) \times (\text{Debt}/\text{Equity}))) = 1.75 \text{ (do D/E của TNG tương đối cao)}$$

Xác định Total Equity Risk Premium

1, Market risk premium (tính theo S&P500; tham khảo Damodaran calculation) = 5.69%

2, Country risk premium của Việt Nam (tính theo phương pháp CDS, tham khảo Damodaran calculation Jan 2017) = 2.74%

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

→ Total Equity Risk Premium = 5.69% + 2.74% = 8.43%

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Equity Risk premium	8.43%
Rf	4.72%
beta	1.75
ke	19.49%
kd	5.22%
E/A	26.87%
D/A	73.13%
Tax rate	16%
WACC	8.45%
g	2.00%

Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu TNG = 17,827 đồng

Phương pháp PE

EPS 2017 = 2,668

PE định giá = 7.5x

Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu TNG = 19,250 đồng

Tổng hợp 2 phương pháp

Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu TNG là 18,538 đồng/cp, +39.39% so với giá đóng cửa ngày 15/09/2017.

Phụ lục

Phân tích Độ nhạy

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		7.05%	7.55%	8.05%	8.55%	9.05%	9.55%	10.05%
Giá cổ phần	-0.5%	12,662	9,317	6,364	3,736	1,384	(735)	(2,653)
	0.0%	15,900	12,124	8,816	5,895	3,297	970	(1,125)
	0.5%	19,632	15,328	11,594	8,323	5,434	2,864	563
	1.0%	23,981	19,021	14,765	11,071	7,836	4,979	2,438
	1.5%	29,112	23,325	18,420	14,210	10,557	7,357	4,531
	2.0%	35,259	28,403	22,678	17,827	13,663	10,050	6,885
	2.5%	42,756	34,485	27,704	22,041	17,243	13,124	9,550
	3.0%	52,101	41,904	33,723	27,015	21,414	16,667	12,593
	3.5%	64,076	51,152	41,064	32,972	26,336	20,796	16,100
	4.0%	79,971	63,001	50,216	40,237	32,232	25,667	20,186
	4.5%	102,089	78,731	61,943	49,295	39,423	31,503	25,008

Nguồn: BSC dự báo

Bảng cân đối kế toán

TỶ VNĐ	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	701.12	771.18	1,191.59	1,275.55	1,328.53	1,442.47
Tiền và tương đương tiền	56.46	11.78	59.96	67.52	57.02	74.70
Các khoản phải thu	263.35	265.93	525.23	503.34	497.47	562.82
Hàng tồn kho, ròng	348.28	445.45	555.60	641.52	704.00	734.14
Tài sản lưu động khác	33.03	48.01	50.80	63.18	70.03	70.82
TÀI SẢN DÀI HẠN	912.52	1,075.05	1,083.86	1,051.10	1,028.45	1,027.44
Phải thu dài hạn	0.47	4.28	6.40	-	-	-
Tài sản cố định	734.56	900.91	878.03	888.66	909.41	919.28
GTCL TSCĐ hữu hình	686.77	884.52	865.01	878.59	900.83	910.77
GTCL Tài sản thuê tài chính	8.35	5.67	3.45	1.61	0.09	-
GTCL tài sản cố định vô hình	39.44	10.72	9.57	8.45	8.49	8.51
Tài sản dở dang dài hạn	157.32	105.45	129.82	95.44	50.74	40.50
Tài sản dài hạn khác	20.16	64.40	69.61	67.01	68.31	67.66
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1,613.65	1,846.22	2,275.45	2,326.65	2,356.98	2,469.91
NỢ PHẢI TRẢ	1,185.57	1,325.11	1,650.07	1,638.08	1,591.01	1,609.43
Nợ ngắn hạn	912.02	1,011.01	1,261.71	1,299.72	1,302.65	1,371.06
Nợ dài hạn	273.55	314.10	388.37	338.37	288.37	238.37
VỐN CHỦ SỞ HỮU	428.08	521.11	625.37	688.57	765.96	860.49
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1,613.65	1,846.22	2,275.45	2,326.65	2,356.98	2,469.91

Nguồn: BSC dự báo

Dự báo Kết quả kinh doanh

Tỷ VNĐ	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh số thuần	1,923.94	1,887.75	2,553.12	3,032.53	3,175.29	3,383.80
Giá vốn hàng bán	1,574.94	1,554.55	2,103.00	2,497.38	2,613.01	2,783.34
Lãi gộp	349.00	333.20	450.12	535.16	562.28	600.45
Thu nhập tài chính	18.33	15.62	16.98	16.93	16.95	16.94
Chi phí tài chính	97.90	88.19	101.61	97.30	94.35	92.76
Trong đó: Chi phí lãi vay	56.84	67.12	72.49	68.18	65.23	63.64
Chi phí bán hàng	36.67	28.94	60.72	72.12	75.51	80.47
Chi phí quản lý doanh nghiệp	146.52	140.13	172.34	209.24	219.09	233.48
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	86.25	91.57	132.44	173.42	190.27	210.68
Thu nhập khác	1.79	5.96	1.09	1.29	1.35	1.44
Chi phí khác	0.01	2.73	1.28	1.52	1.59	1.69
Thu nhập khác, ròng	1.78	3.23	(0.19)	(0.22)	(0.23)	(0.25)
Lãi/lỗ ròng trước thuế	88.03	94.80	132.25	173.20	190.03	210.43
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	16.73	13.62	21.16	27.71	30.41	33.67
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại						
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	16.73	13.62	21.16	27.71	30.41	33.67
Lãi/lỗ thuần sau thuế	71.30	81.18	111.09	145.49	159.63	176.76
Lợi ích của cổ đông thiểu số						
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	71.30	81.18	111.09	145.49	159.63	176.76
Lãi cơ bản trên cổ phiếu			2,567	3,361	3,688	4,084

Nguồn: BSC dự báo, giả định trích 5% quỹ KTPL

Các chỉ số tài chính

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Chỉ tiêu về khả năng thanh toán						
+ Hệ số thanh toán ngắn hạn	0.78	0.78	0.73	0.72	0.77	0.76
+ Hệ số thanh toán nhanh	0.37	0.32	0.24	0.25	0.35	0.27
2. Chỉ tiêu về cơ cấu vốn						
+ Tài sản Ngắn hạn/ Tổng tài sản	0.46	0.47	0.43	0.45	0.43	0.42
+ Tài sản Dài hạn/ Tổng tài sản	0.54	0.53	0.57	0.55	0.57	0.58
+ Hệ số Nợ/ Tổng tài sản	0.74	0.78	0.78	0.78	0.73	0.72
+ Hệ số Nợ/ Vốn chủ sở hữu	2.83	3.47	3.54	3.57	2.77	2.54
+ Vay và Nợ ngắn hạn / Tổng tài sản	48.33%	50.65%	48.96%	51.61%	41.32%	45.10%
+ Vay và Nợ dài hạn / Tổng tài sản	14.14%	17.86%	19.20%	15.67%	16.95%	17.01%
3. Chỉ tiêu về năng lực hoạt động						
+ Vòng quay hàng tồn kho	5.98	4.44	3.72	3.78	4.68	3.92
+ Vòng quay các khoản phải thu	10.33	8.27	7.97	9.18	8.78	7.13
+ Vòng quay các khoản phải trả	17.44	16.35	15.03	16.59	11.69	10.50
Số ngày hàng tồn kho	60.99	82.26	98.22	96.66	77.99	93.18
Số ngày khoản phải thu	35.34	44.15	45.80	39.77	41.57	51.17
Số ngày khoản phải trả	20.93	22.33	24.28	21.99	31.22	34.76
CCC	75.40	104.09	119.74	114.44	88.35	109.59
4. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời						
+ Hsố lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần (%)	2.14%	1.81%	1.19%	3.86%	3.71%	4.30%
+ Hsố lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (%)	11.44%	10.27%	6.64%	20.28%	16.66%	15.58%
+ Hệ số lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	2.99%	2.30%	1.46%	4.44%	4.42%	4.40%
+ Hệ số lợi nhuận từ HĐKD/Doanh thu thuần	2.30%	1.93%	1.30%	4.56%	4.48%	4.85%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	3.83	4.47	4.54	4.57	3.77	3.54
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	1.40	1.27	1.23	1.15	1.19	1.02
Hệ số Lãi trước thuế, lãi suất/Doanh thu	0.07	0.08	0.08	0.09	0.08	0.09
Hệ số lãi trước thuế/Lãi trước thuế, lãi suất	0.34	0.23	0.19	0.51	0.61	0.59
Hệ số lãi ròng/Lãi trước thuế	0.91	0.93	0.82	0.83	0.81	0.86

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>