

Khuyến nghị: **MUA**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	17,300
Giá đóng cửa	13,000
Upside	33.1%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT) **THEO DÕI**

anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá cut loss	N/A

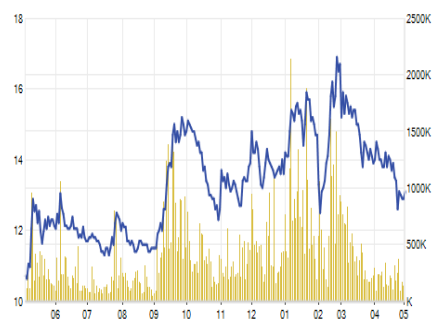
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (nghìn CP)	41,117
Vốn hóa (tỷ đồng)	530
Giá cao nhất 52 tuần	17,000
KLGD T bình 10 ngày (cp)	198,160
Sở hữu NĐTNN	21.64%

Cổ đông lớn

Nguyễn Văn Thờ	19.33%
Nguyễn Đức Mạnh	6.08%
Rusdy Pranata	5.50%
Tundra Vietnam Fund	5.15%
ASEAN Deep Value Fund	4.88%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

TNG là một trong những doanh nghiệp may mặc quy mô lớn với 10 nhà máy may, doanh thu xuất khẩu chiếm 98%. Với năng lực sản xuất lớn, TNG hiện đang là đối tác với nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng như Decathlon, TCP, Columbia

ĐƠN HÀNG KHẢ QUAN

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TNG với giá mục tiêu là 17,300 đồng theo phương pháp định giá so sánh P/E (giá định P/E mục tiêu là 6x- điều chỉnh giảm so với trung vị ngành là 7x do tỷ lệ nợ vay của TNG tương đối lớn), dựa trên kỳ vọng vào tình hình đơn hàng khả quan của doanh nghiệp trong năm 2018.

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự báo doanh thu thuần của TNG năm 2018 là 3,102 tỷ đồng (+24.7% YoY), trên cơ sở tình hình đơn hàng khả quan (tính đến hết ngày 30/4/2018, giá trị đơn hàng đã chốt của TNG đạt 130.5 triệu USD, cao hơn 28% giá trị đơn hàng xuất khẩu năm 2017). Biên lợi nhuận gộp được dự báo giảm nhẹ xuống mức 17.2% do chi phí nhân công tăng.

Lợi nhuận sau thuế ước đạt 131.8 tỷ (+14.6% YoY), tương đương với EPS = 2,885 đồng/CP (tính trên số CP lưu hành hiện tại, giá định trích quỹ KTPL 10%), EPS pha loãng 2,231 đồng/CP, P/E fw = 4.5x - thấp hơn so với trung vị ngành là 7x.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro tín dụng: Hoạt động của TNG phụ thuộc lớn vào nguồn vốn vay (63%), phần lớn là vay nợ ngắn hạn do đặc thù của doanh nghiệp may mặc xuất khẩu. Vốn lưu động ròng và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thường xuyên âm sẽ tiềm ẩn rủi ro đối với hoạt động của doanh nghiệp nếu nguồn tài trợ đột ngột bị thu hẹp.
- Rủi ro pha loãng: Công ty có kế hoạch phát hành thêm tương đương 38.6% số cổ phiếu lưu hành, thêm nữa, cân nhắc giữa phương án phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu để huy động thêm vốn, tiềm ẩn rủi ro pha loãng đối với cổ phiếu.

Cập nhật doanh nghiệp

- Kế hoạch kinh doanh 2018: Doanh thu 2,750 tỷ (+10.5% YoY), LNST 127 tỷ (+10.4% YoY)
- Quý 1/2018 tăng trưởng mạnh: Doanh thu Q1/2018 đạt 600.7 tỷ (+49.5% YoY); biên lợi nhuận gộp được duy trì ở mức 17.5%, LN sau thuế 21.74 tỷ (+ 49.8% YoY);
- Dự án Nhà ở xã hội: quy mô 196 căn hộ, hiện đang triển khai phần móng, dự kiến đến tháng 5/2018 sẽ bắt đầu mở bán.
- Kế hoạch phát hành tăng vốn: phát hành cổ phiếu trả cổ tức (20%), ESOP (5%), phát hành cho cổ đông hiện hữu (10%) và xem xét phát hành cho cổ đông chiến lược hoặc phát hành trái phiếu với giá trị 200 tỷ
- Phân phối lợi nhuận 2017: 20% cổ phiếu nhằm giữ lại lợi nhuận tái đầu tư.

Các báo cáo khác

[Link](#)

(1) Kế hoạch sản xuất kinh doanh 2018

- Doanh thu: 2,750 tỷ (+10.5% YoY)
- Giá trị đơn hàng ký với một số đối tác lớn năm 2018: 134.8 triệu USD
- Lợi nhuận sau thuế: 127 tỷ (+10.4% YoY)

Chúng tôi đánh giá kế hoạch TNG đặt ra cho năm 2018 là tương đối thận trọng xét tương quan với nhu cầu dệt may xuất khẩu và tình hình đơn hàng khả quan từ đầu năm tới nay.

(2) Quý 1/2018 tăng trưởng mạnh

- Doanh thu Q1/2018 đạt 600.7 tỷ (+49.5% YoY); LNST 21.74 tỷ (+49.8% YoY).
- Số lượng đơn hàng đã chốt đến 30/4/2018 là 130.5 triệu USD (cao hơn 28% so với tổng giá trị đơn hàng xuất khẩu đã ký năm 2017 là 102 triệu USD).
- Chi phí giá vốn được kiểm soát tốt trong điều kiện chi phí nhân công tăng.

(3) Dự án Nhà ở xã hội dự kiến sẽ mở bán vào tháng 5/2018

Đây là dự án căn hộ chung cư được TNG xây dựng hướng tới để bán cho cán bộ nhân viên trên diện tích 2,800 m² của nhà máy cũ. Tòa nhà gồm 15 tầng, quy mô 196 căn hộ, diện tích 35-85 m²/căn với giá bán dự kiến từ 10-12 triệu/m². Dự án được tài trợ bằng tiền đóng trước của người mua nhà và tài trợ của ngân hàng (công ty chỉ đứng ra bảo lãnh cho CBNV vay tiền) nên sẽ ít ảnh hưởng đến dòng tiền và chi phí lãi vay của công ty. Hiện dự án đang trong quá trình thi công nền móng, dự kiến có thể bắt đầu mở bán từ tháng 5/2018.

(4) Kế hoạch phát hành tăng vốn

Trong năm 2018, công ty dự định sẽ phát hành thêm khoảng 15.9 triệu CP (tương đương 38.6% số CP lưu hành hiện tại) thông qua các hình thức

(1) Phát hành cổ phiếu trả cổ tức:

- Tỷ lệ thực hiện: 5:1 (tương đương 8.22 triệu CP)

(2) Phát hành ESOP:

- Tỷ lệ thực hiện: 5% (tương đương 2.46 triệu CP)
- Giá: 10,000 đồng/CP; hạn chế chuyển nhượng 1 năm

(3) Phát hành cho cổ đông hiện hữu nhằm bổ sung vốn lưu động và cơ cấu lại vốn.

- Tỷ lệ thực hiện: 10% (tính trên số lượng cổ phiếu lưu hành sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành ESOP).

Bên cạnh đó, TNG cũng đang cân nhắc phương án phát hành cho cổ đông chiến lược hoặc phát hành trái phiếu (không chuyển đổi hoặc chuyển đổi) với giá trị dự kiến 200 tỷ đồng nhằm mục đích bổ sung vốn lưu động cũng như cơ cấu lại nguồn vốn.

(5) Phương án phân phối lợi nhuận

Cổ tức chi trả năm 2017 dự kiến là 20% bằng cổ phiếu. Đây là năm thứ 3 liên tiếp, TNG không tiến hành trả cổ tức tiền mặt nhằm giữ lại lợi nhuận phục vụ cho hoạt động tái đầu tư. Đối với năm 2018, công ty dự kiến tỷ lệ chi trả cổ tức tối thiểu 16% bằng tiền hoặc cổ phiếu.

TNG - CTCP Đầu tư và Thương mại TNG
Phân tích tài chính
14/05/2018

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018
Doanh thu thuần	402	597	849	641	601
LN gộp	72	102	145	117	105
DT tài chính	8	1	2	3	3
CP tài chính	(21)	(24)	(21)	(23)	(24)
Lãi vay	(16)	(18)	(19)	(211)	(18)
CP bán hàng	(10)	(14)	(21)	(21)	(22)
CP QLDN	(32)	(32)	(51)	(35)	(34)
Lãi/lỗ HĐKD	17	33	53	41	28
TNhap khác (ròng)	(1)	0	1	(8)	(2)
LN trước thuế	16	33	54	33	26
LN sau thuế	15	27	46	28	22
LN CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	15	27	46	28	22
EPS					
TS ngắn hạn	897	1,175	1,246	1,111	1,298
Tiền và TĐ Tiền	6	8	19	10	11
Phải thu ngắn hạn	276	411	622	433	496
Tồn kho	566	704	547	611	732
TS ngắn hạn khác	49	52	58	57	60
TS dài hạn	1,069	1,079	1,100	1,116	1,134
Phải thu dài hạn	2	7	6	7	8
TSCĐ	909	874	882	909	899
TSCĐ hữu hình	872	862	870	898	887
TS thuê tài chính	5	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	32	12	12	11	12
TS dở dang dài hạn	114	130	142	123	152
TS dài hạn khác	43	68	70	76	75
Tổng TS	1,966	2,254	2,346	2,227	2,431
Nợ phải trả	1,430	1,698	1,750	1,597	1,780
Nợ ngắn hạn	1,107	1,407	1,444	1,322	1,468
Vay ngắn hạn	916	1,148	1,174	1,075	1,219
Nợ dài hạn	323	291	306	275	313
Vay dài hạn	323	291	306	275	313
Vốn chủ sở hữu	536	556	602	629	651
Vốn góp	343	343	411	411	411
LN chưa phân phối	96	110	88	115	137
Tổng nguồn vốn	1,966	2,254	2,351	2,227	2,431
% qoq DTT		49%	42%	-24%	-6%
Biên ln gộp	18.0%	17.2%	17.0%	18.3%	17.5%
Lãi vay/ DTT	3.9%	3.1%	2.2%	32.9%	3.0%
CP bán hàng / DTT	2.5%	2.4%	2.5%	3.3%	3.7%
CP QLDN/DTT	7.9%	5.4%	6.0%	5.4%	5.6%
Biên ln thuần	3.6%	4.5%	5.4%	4.3%	3.6%

- Doanh thu thuần +49.6% YoY, năng suất lao động được cải thiện từ 12% đến 19%. Tình hình đơn hàng đến 15/4/2018 đạt 70% kế hoạch năm, trong đó 40.5% là đơn hàng của Decathlon, 24.2% là của TCP.

- Giá vốn tăng mạnh 50.7% do chi phí nhân công tăng trên 20% do điều chỉnh các chi phí tiền lương, bảo hiểm và tăng số lượng lao động để đáp ứng nhu cầu đơn hàng.

- Lợi nhuận sau thuế +49.8% nhờ hiệu suất sản xuất được cải thiện, công ty tập trung đơn hàng vào các khách hàng lớn, sản phẩm phù hợp với thể mạnh nên có biên lợi nhuận tốt hơn.

- Phải thu khách hàng + 80% YoY, trong đó số dư phải thu từ 2 khách hàng lớn là Decathlon và TCP chiếm trên 80%.

- Hàng tồn kho +29% YoY, trong đó 62% là thành phẩm. Hàng tồn kho tăng mạnh để đáp ứng tốc độ tăng trưởng của đơn hàng. Lưu ý: Hoạt động sản xuất của TNG bị chịu ảnh hưởng của yếu tố thời vụ, theo đó hàng tồn kho có xu hướng tăng cao trong Q1 và Q2 để phục vụ cho các đơn hàng trong Q3 và Q4.

- Tổng dư nợ vay + 13.4% YoY nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

- Vốn góp của CSH giữ nguyên so với cùng kỳ.

- Biên LNG giảm nhẹ so với cùng kỳ do chi phí nhân công tăng, nhưng vẫn duy trì được mức bình quân cả năm 2017.

TNG - CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

Phân tích tài chính

14/05/2018

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Q1 2017 Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	0.81	0.84	0.86	0.84	0.88
Hsố TT nhanh	0.26	0.30	0.44	0.34	0.34

- Khả năng thanh toán ngắn hạn cải thiện so với 2017, tuy nhiên vẫn thấp hơn 1

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.46	0.52	0.53	0.50	0.53
TSĐH/ TTS	0.54	0.48	0.47	0.50	0.47
Hsố Nợ/ TTS	0.73	0.75	0.75	0.72	0.73
Hsố Nợ/ VCSH	2.67	3.05	2.91	2.54	2.73
Nợ ngắn hạn / TTS	0.56	0.62	0.62	0.59	0.60
Nợ DH / TTS	0.16	0.13	0.13	0.12	0.13

- Cơ cấu tài sản có sự dịch chuyển sang TSNH với tỷ trọng 53%
- Tỷ lệ nợ 73% - cao hơn so với TB một số doanh nghiệp dệt may có quy mô tương đương; nợ ngắn hạn chiếm 60% tổng tài sản. Tỷ lệ nợ vay duy trì ở mức cao có xu hướng gia tăng cho thấy áp lực tìm kiếm nguồn tài trợ đối với TNG, cũng như rủi ro tiềm ẩn đối với DN

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	3.0	3.1	3.8	3.5	3.1
Vquay phải thu	7.3	5.8	5.4	7.9	6.7
Vquay phải trả	11.8	11.8	13.2	14.1	13.0
Số ngày HTK	121.1	119	96	105	118
Số ngày phải thu	49.9	63	68	46	54
Số ngày phải trả	30.9	31	28	26	28
CCC	140.1	151	136	125	144

- Hiệu suất sinh lời của tổng tài sản được cải thiện khi máy móc được huy động sản xuất hiệu quả, năng suất lao động tăng lên
- Các chỉ tiêu vòng quay hàng tồn kho và phải trả không đổi so với cùng kỳ trong khi tốc độ thu hồi khoản phải thu chậm hơn. Tuy nhiên số ngày khoản phải thu bình quân vẫn dưới ngưỡng 90 ngày của doanh nghiệp.

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	3.6%	4.5%	5.4%	4.3%	3.6%
LNST/VCSH (%)	16.6%	16.2%	18.1%	20.0%	20.6%
LNST/TTS	4.2%	4.0%	4.7%	5.5%	5.2%
LN từ HĐKD/DTT	4.3%	5.5%	6.3%	6.4%	4.7%

- Khả năng sinh lời của TNG nhìn chung được cải thiện so với cùng kỳ nhờ hiệu suất sử dụng tài sản tăng. Ngoài ra, ROE tăng lên nhờ một phần nhờ công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	3.80	4.09	3.81	3.54	3.71
DT/TTS	1.00	0.99	1.09	1.19	1.15
EBIT/DT	0.08	0.08	0.08	0.16	0.15
EBT/EBIT	0.59	0.59	0.63	0.34	0.35
lãi ròng/LNTT	0.86	0.86	0.85	0.84	0.84

6. Định giá

PE	5.7	6.8	6.0	5.0	N/A
PB	0.7	0.8	1.0	0.9	N/A
EPS	2,017	2,028	2,409	2,801	N/A
BVPS	15,631	16,226	14,638	15,308	N/A

7. Tỷ lệ (%)

% qoq DTT		49%	42%	-24%	-6%
Biên ln gộp	18.0%	17.2%	17.0%	18.3%	17.5%
Lãi vay/ DTT	3.9%	3.1%	2.2%	32.9%	3.0%
CP bán hàng / DTT	2.5%	2.4%	2.5%	3.3%	3.7%
CP QLDN/DTT	7.9%	5.4%	6.0%	5.4%	5.6%
Biên ln thuần	3.6%	4.5%	5.4%	4.3%	3.6%

- Biên LNG của TNG tương đối cao so với các doanh nghiệp trong ngành, tuy nhiên tỷ lệ chi phí hoạt động và chi phí lãi vay còn lớn.

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Giảm giá trung hạn, Đì ngang ngắn hạn
- Chỉ báo MACD giảm và bám sát đường tín hiệu, kết hợp với xu hướng giảm trong trung hạn và đi ngang trong ngắn hạn của chỉ báo RSI, củng cố xu hướng hiện tại của cổ phiếu.
- Thanh khoản: giá trị thanh khoản thấp trung bình 10 phiên đạt khoảng 2.54 tỷ đồng/phiên.

Nhận định

TNG đang trong xu hướng giảm giá trung hạn bám sát ngưỡng kháng cự SMA20. Hiện tại, giá cổ phiếu đang có xu hướng đi ngang trong ngắn hạn với biên độ nhỏ 12.7 – 13.2 với thanh khoản có xu hướng giảm. Các chỉ báo kỹ thuật cho thấy khả năng giá cổ phiếu sẽ tiếp tục xu hướng hiện tại trong thời gian tới.

Khuyến nghị

Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi diễn biến giá cổ phiếu cho tới khi xuất hiện những phiên tăng mạnh vượt ngưỡng kháng cự trên SMA20 với thanh khoản tốt.

Đồ thị kỹ thuật



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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

