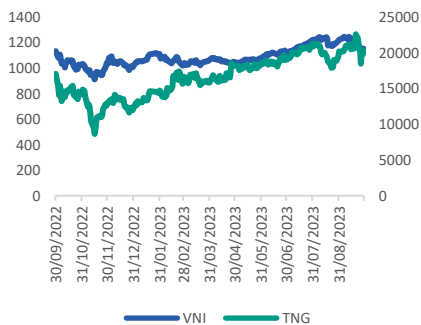


KHUYẾN NGHỊ		CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG) KỶ VỌNG LỢI NHUẬN HỒI PHỤC TRONG 2024		
Giá hiện tại:	19,900	Ngày viết báo cáo:	21/12/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG
Giá mục tiêu trước đây	21,700	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	114	Nguyễn Đức Mạnh 7.44%
Giá mục tiêu mới:	26,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,407	KOREA INVESTMENT 6.25%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản 6M (Triệu CP):	2.1	Tundra Vietnam Fund 2.24%
Tiềm năng tăng giá	30%	Sở hữu nước ngoài	22.6%	

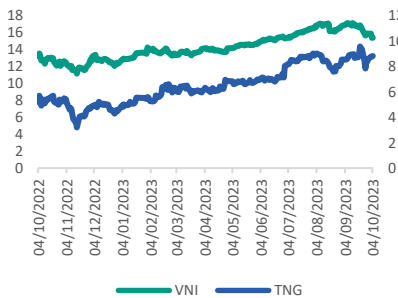
Bộ phận Research:

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, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **TNG** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **26,000 VNĐ/CP** (tăng 20% so với giá mục tiêu cũ, và +30% so với giá ngày 21/12/2023), mức P/E mục tiêu được nâng từ 8 lần lên 9 lần.

(1) BSC cho rằng trong giai đoạn từ 2023 – 2025, TNG sẽ hồi phục và tăng trưởng với tốc độ 27% CAGR/năm, mạnh hơn so với chu kỳ tăng trưởng trước đó 2020 – 2022 (22% CAGR/năm) nhờ (i) tập khách hàng mới phát triển trong giai đoạn thị trường dệt may khó khăn (Walmart, H&M,...) (ii) lượng đơn hàng gia tăng thêm từ những khách hàng cũ khi nhu cầu kỳ vọng hồi phục trong 2024 – 2025. Lưu ý: Trong chu kỳ tăng trưởng trước TNG đã được giao dịch với mức P/E trung bình = 8.5 lần

(2) TNG có triển vọng hồi phục tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành khác. Chúng tôi cho rằng trong giai đoạn 2024 - 2025 TNG sẽ hồi phục mạnh hơn các doanh nghiệp khác nhờ duy trì được mức quy mô doanh thu không bị giảm sút trong giai đoạn khó khăn của ngành may (hầu hết các doanh nghiệp giảm quy mô doanh thu 20% - 50%). Do vậy, khi đơn giá/đơn hàng dần hồi phục trở lại theo nhu cầu của thị trường, biên lợi nhuận được cải thiện sẽ giúp TNG tăng trưởng trở lại mạnh hơn các doanh nghiệp cùng ngành.

Do vậy dựa vào **(1) và (2)**, chúng tôi nâng mức P/E mục tiêu của TNG từ 8 lần lên 9 lần tương đương trung bình ngành và cao hơn mức P/E của chu kỳ trước (8.5 lần).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong 2024, BSC cho rằng TNG sẽ ghi nhận lợi nhuận hồi phục mạnh +47% yoy nhờ

- (1)** Đơn hàng xuất khẩu +16% yoy, trong đó đơn giá hồi phục +3% yoy
- (2)** Chi phí lãi vay giảm do lãi vay dài hạn giảm 2.6 điểm % so với cùng kỳ

Hiện tại, TNG đang được giao dịch ở mức P/E FW 2024 = 6.8 lần hợp lý để mua vào, thấp hơn trung bình chu kỳ trước = 8.5 và trung bình ngành dệt may = 8-9 lần.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với báo cáo trước đó, BSC dự báo DTT và LNST – CĐTS của TNG 2023 lần lượt đạt 6,945 tỷ đồng (+2.5% yoy) và 218 tỷ đồng (-26% yoy) thay đổi lần lượt -10%/-32% so với báo cáo trước đó, tương đương EPS fw 2023 = 1,935 VNĐ/CP và P/E fw 2023 = 9 lần

Năm 2024, BSC dự báo DTT và LNST – CĐTS của TNG lần lượt đạt 8,060 tỷ đồng (+15% yoy) và 321 tỷ đồng (+47% yoy), tương đương EPS fw = 2,852 VNĐ/CP và P/E fw 2024 = 6.8 lần.

RỦI RO: Nhu cầu/tồn kho tại thị trường Mỹ hồi phục/giảm chậm hơn kỳ vọng

Chỉ số	2023F	2024F	2025F	Peer	VNI		2022	2023F	2024F	2025F
PE (x)	9	6.8	5.5	14	13.4	Doanh thu thuần	6,772	6,945	8,060	9,813
PB (x)	1.3	1.1	1	2.1	1.7	Lợi nhuận gộp	999	923	1,112	1,351
ROE (%)	15%	17%	18%	16%	12%	LNST - CĐTS	293	218	321	404
ROA (%)	5%	6%	6%	8%	2%	EPS	2,787	1,935	2,852	3,589
						Tăng trưởng EPS	11%	-32%	47%	26%

I. DOANH SỐ 9T.2023 THẤP HƠN 10% SO VỚI KỲ VỌNG BSC DO NHU CẦU MAY MẶC TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÍNH CHƯA CÓ SỰ HỒI PHỤC RÕ RỆT.

Hình: Bảng tóm tắt KQKD Q3.2023

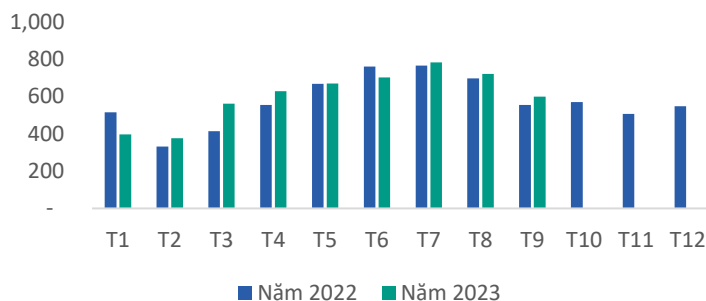
Tỷ đồng	Q3.2022	Q3.2023	% YoY	9M.2022	9M.2023	% YoY	Cập nhật kết quả kinh doanh
DT thuần	2,021	2,105	4%	5,262	5,439	3%	Q3.2023, TNG ghi nhận DTT và LNST-CĐTS: - DTT = 2,105 tỷ đồng (+4% yoy) - LNST - CĐTS = 69.5 tỷ đồng (-39% yoy) BSC đánh giá mặc dù doanh thu đi ngang nhưng lợi nhuận giảm mạnh so với cùng kỳ do: (1) Doanh thu thuần đi ngang so với cùng kỳ nhờ tập khách hàng ít chịu ảnh hưởng bởi vấn đề tồn kho hỗ trợ lượng đơn hàng duy trì ổn định. (2) LNST - CĐTS - 39% yoy do: - Biên lợi nhuận gộp giảm -1 điểm % so với cùng kỳ do (i) đơn giá giảm (ii) chi phí nhân công ước tính tăng +5% yoy. - Chi phí tài chính +38% yoy chủ yếu do (i) chi phí lãi vay +16% yoy (ii) lỗ tỷ giá ghi nhận trong Q3.2023.
Giá vốn	(1,721)	(1,815)	5%	(4,494)	(4,714)	5%	
Lãi gộp	300	290	-3%	769	724	-6%	
DT tài chính	33	29	-13%	69	79	15%	
CP tài chính	(68)	(93)	38%	(192)	(233)	21%	
<i>Lãi vay</i>	(59)	(68)	16%	(130)	(169)	31%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(26)	(39)	53%	(63)	(78)	25%	
CP QLDN	(106)	(99)	-7%	(286)	(268)	-7%	
Lãi từ HĐKD	133	87	-34%	296	225	-24%	
TN khác, rỗng	2	0	-83%	4	2	-54%	
LNST	130	85	-34%	284	211	-26%	
Thuế	(23)	(16)	-32%	(53)	(40)	-25%	
LNST	106	69	-35%	231	171	-26%	
CĐTS	-	-	-	-	1	-	
LNST-CĐTS	106	69	-35%	231	170	-26%	
Chỉ số							
Biên LNG	15%	14%	-1.0 bsp	15%	13%	-1.3 bsp	
Biên LNR	5%	3%	-2.0 bsp	4%	3%	-1.3 bsp	
SG&A/DT	7%	7%	+0.1 bsp	7%	6%	-0.3 bsp	

Nguồn: TNG, BSC research

Như vậy lũy kế 9T.2023, TNG ghi nhận doanh thu đạt 5,437 tỷ đồng (+3% yoy) thấp hơn 10% so với dự phóng của BSC ([link tham khảo báo cáo cũ](#)) chủ yếu do tăng trưởng đơn hàng xuất khẩu có dấu hiệu chững lại từ giữa T5.2023 khi nhu cầu may mặc chưa thật sự có sự hồi phục rõ rệt tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, EU.

BSC đánh giá doanh số của TNG nhìn chung vẫn tích cực hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ tập khách hàng không bị quá ảnh hưởng bởi vấn đề tồn kho (Decathlon, Sportmaster, Columbia Sportwear,...) đã hỗ trợ cho lượng đơn hàng của TNG không bị thiếu hụt.

Hình: Doanh số TNG 9T.2023 +3% yoy



Hình: KQKD của TNG duy trì mức khả quan so với ngành

Doanh nghiệp	Doanh thu 9T.2023
TNG	5,439 tỷ đồng (+3% yoy)
MSH	3,385 tỷ đồng (-23% yoy)
GIL	706 tỷ đồng (-76% yoy)
VGT	12,187 tỷ đồng (-14% yoy)

Nguồn: TNG

Nguồn: Fiipro

Tuy nhiên, lợi nhuận TNG ghi nhận giảm -26%, khi biên lợi nhuận gộp = 13.3% thu hẹp 1.2 điểm % so với cùng kỳ và 1.7 điểm % so với kỳ vọng hồi tháng 2 của BSC chủ yếu do (1) đơn giá các mặt hàng dệt may trung bình giảm -7% yoy do nhu cầu giảm tại các thị trường xuất khẩu chính (chi tiết hình trang 5) (2) chi phí nhân công +5% yoy.

II. TUY NHIÊN, TRONG 2024, BSC KỲ VỌNG KQKD CỦA TNG SẼ HỒI PHỤC +47% YOY NHỜ (1) TRIỂN VỌNG ĐƠN HÀNG TĂNG TRƯỞNG TRỞ LẠI VÀ (2) GIẢM CHI PHÍ LÃI VAY.

Đối với triển vọng KQKD năm 2024, BSC đưa ra quan điểm KQKD của TNG sẽ hồi phục +47% yoy nhờ:

(1) Triển vọng đơn hàng hồi phục +16% yoy do (1.1) áp lực tồn kho giảm (1.2) thị trường bán lẻ quần áo Mỹ dần hồi phục về phía cuối năm 2024 (1.3) nguồn đơn hàng gia tăng

(2) Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện 0.5 điểm % so với cùng kỳ nhờ đơn giá cải thiện +3% yoy,

(3) Chi phí lãi giảm do kỳ vọng lãi suất vay dài hạn giảm 2.6 điểm % so với cùng kỳ.

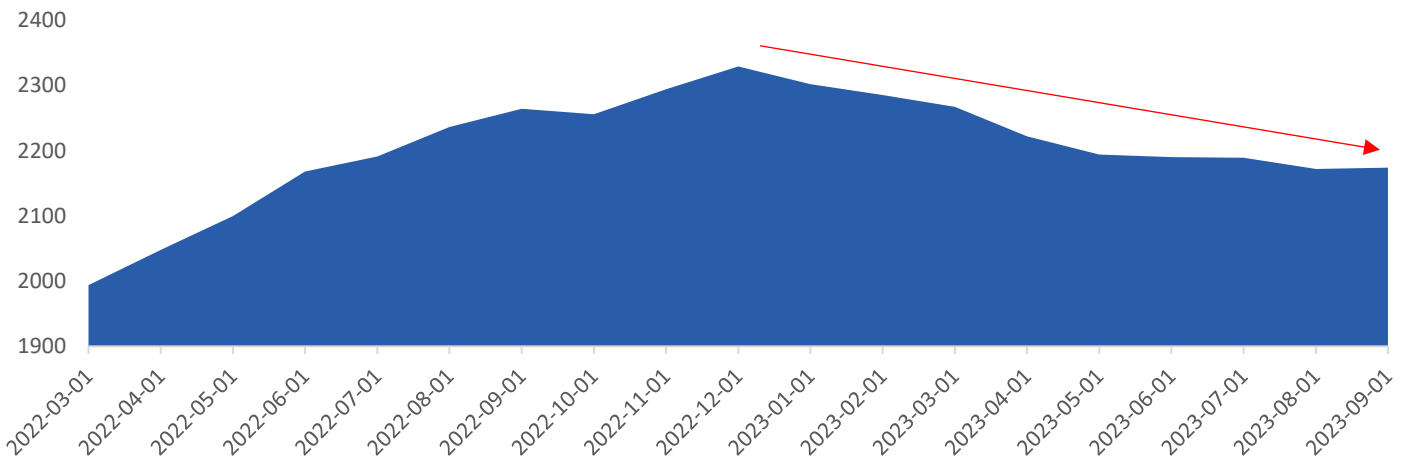
1. Triển vọng đơn hàng hồi phục +16% yoy nhờ (1.1) áp lực tồn kho giảm tại các thị trường xuất khẩu chính (1.2) thị trường bán lẻ quần áo Mỹ dần hồi phục về phía cuối năm 2024 (1.3) nguồn đơn đặt hàng kỳ vọng gia tăng ở một số khách hàng mới như Walmart, H&M.

1.1 BSC nhận thấy áp lực tồn kho quần áo tại Mỹ đã có xu hướng giảm – 11% so với vùng đỉnh.

BSC nhận thấy tồn kho quần áo tại thị trường Mỹ áp lực tồn kho quần áo tại Mỹ đã giảm do

- Các nhãn hàng tập trung xử lý, đẩy tồn kho trong 9T.2023
- So với báo cáo hồi tháng 2.2023, tồn kho quần áo mỹ = 2.151 tỷ USD đã ghi nhận giảm 10 tháng liên tiếp trở lại tương đương mức tồn kho trong 1H.2022.

Hình: Tồn kho quần áo tại thị trường Mỹ T10 = 2,151 tỷ USD ghi nhận tháng thứ 10 giảm liên tiếp.



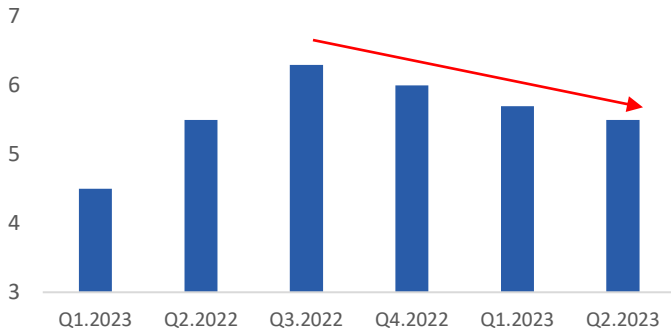
Nguồn: Fred

Ngoài ra, theo quan sát của BSC, mức tồn kho của nhóm khách hàng chính của TNG như Adidas, PUMA, Columbia Sportswear đã giảm về tiệm cận mức trung bình của những năm trước đó, cụ thể:

- Tồn kho Adidas = 5.5 tỷ EUR (-3.5% qoq) tương đương mức hàng tồn kho trong Q2.2022
- Tồn kho Puma = 1.9 tỷ EUR (-9.5% qoq) tương đương mức hàng tồn kho trong Q2.2022
- Riêng đối với tồn kho Columbia Sportswear (COLM) = 1.1 tỷ USD (+21% qoq, +20% yoy). BSC cho rằng mức tồn kho cao không quá ảnh hưởng đến COLM nhờ ghi nhận doanh số tăng trưởng mạnh tại khu vực EMEA +37% yoy, Châu Á +18% yoy, Canada +17% yoy.

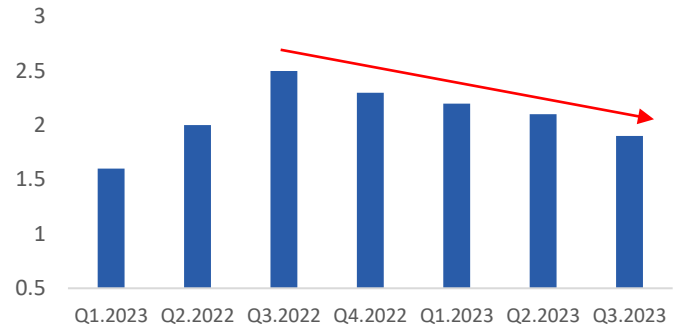
Nhìn chung, chúng tôi cho rằng xu hướng hàng tồn kho sẽ tiếp tục trong giảm Q4.2023 nhờ các đợt giảm giá cuối năm tại các thị trường Mỹ, Châu Âu (Black Friday, Cyber Monday, Boxing day,...) và các nhãn hàng sẽ tái nhập trở lại trong giai đoạn đầu năm 2024 để phục vụ thị trường cho vụ Xuân – Hè.

Hình: Tồn kho của Nike -3.5% qoq



Nguồn: Adidas

Hình: Tồn kho của Puma -9.5% qoq



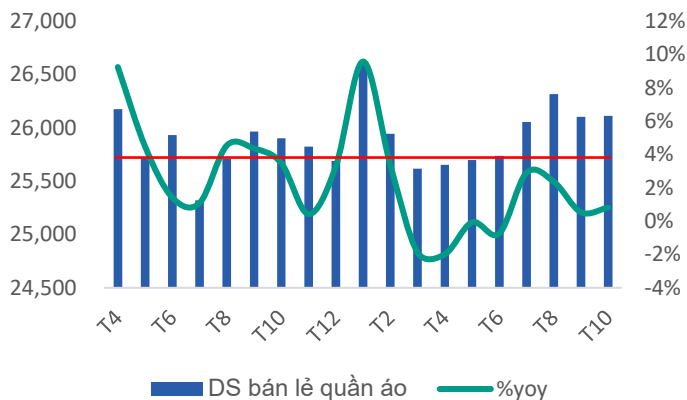
Nguồn: Puma

1.2 BSC kỳ vọng thị trường bán lẻ quần áo Mỹ sẽ dần hồi phục về phía cuối năm 2024 hỗ trợ doanh nghiệp dệt may cải thiện về lượng và đơn giá của các đơn hàng dệt may xuất khẩu.

Tháng 10.2023, doanh số bán lẻ quần áo tại Mỹ = 26.1 tỷ USD (+1% yoy, +0% mom) mặc dù tốc độ hồi phục đã có dấu hiệu chững lại tuy nhiên nhìn chung doanh số quần áo Mỹ đã thiết lập một mức nền mới khả quan hơn so với giai đoạn 2H.2022 và 1H.2023 nhờ lạm phát giảm và mức độ tự tin của người tiêu dùng quay trở lại.

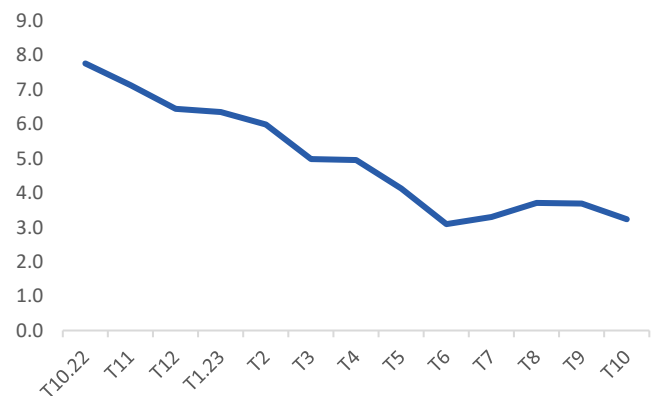
Trong 2024, BSC kỳ vọng thị trường bán lẻ quần áo tại Mỹ sẽ hồi phục dần về phía cuối năm nhờ (1) chi tiêu của người dân tăng trở lại do lạm phát duy trì xu thế giảm (2) nền kinh tế Mỹ được kỳ vọng sẽ hồi phục trở lại từ 2H.2024 - 2025

Hình: Doanh số bán lẻ quần áo Mỹ tạo một mức nền mới trong 2H.2023



Nguồn: Fred

Hình: Lạm phát tại Mỹ duy trì xu thế giảm



Nguồn: Fred

1.3 Nguồn đơn đặt hàng kỳ vọng gia tăng tại từ các khách hàng mới trong 2024

Trong 2023, ngoài duy trì lượng đơn hàng đối với những khách hàng hiện hữu như Decathlon, Columbia Sportswear, Nike, hay Sportmaster, TNG còn phát triển thêm một số khách hàng mới như Walmart, H&M, LIDL trong sản xuất nhiều mặt hàng như áo khoác, áo nỉ, áo bơi, quần legging,...

Năm 2024, BSC kỳ vọng TNG sẽ ghi nhận được nguồn đơn tăng thêm từ những đối tác mới trên do (i) trong Q3.2023, các nhà máy của TNG đã vượt qua bài kiểm định của các nhãn hàng kể trên về cả chất lượng và công suất nhà máy (ii) TNG cũng đáp ứng được các yêu cầu về ESG của khách hàng như xây dựng lộ trình sử dụng 100% năng lượng tái tạo, nguyên liệu tái chế, không sử dụng lò hơi đốt than mà thay thế bằng lò điện để giảm phát thải cacbon, đảm bảo chế độ cho người lao động.

Hình: Khách hàng mới của TNG trong 2023

Khách hàng	Quy mô doanh thu (tỷ USD)	Sản phẩm sản xuất	Nhà máy sản xuất	Công suất phân bố	Sản phẩm đã giao trong 2023
Walmart	84.3	Đồ dệt, phụ kiện thời trang	Võ Nhai 1&2	38%	450,000
H&M	22.3	Đồ dệt, phụ kiện thời trang	Sông Công 1&3	n/a	n/a

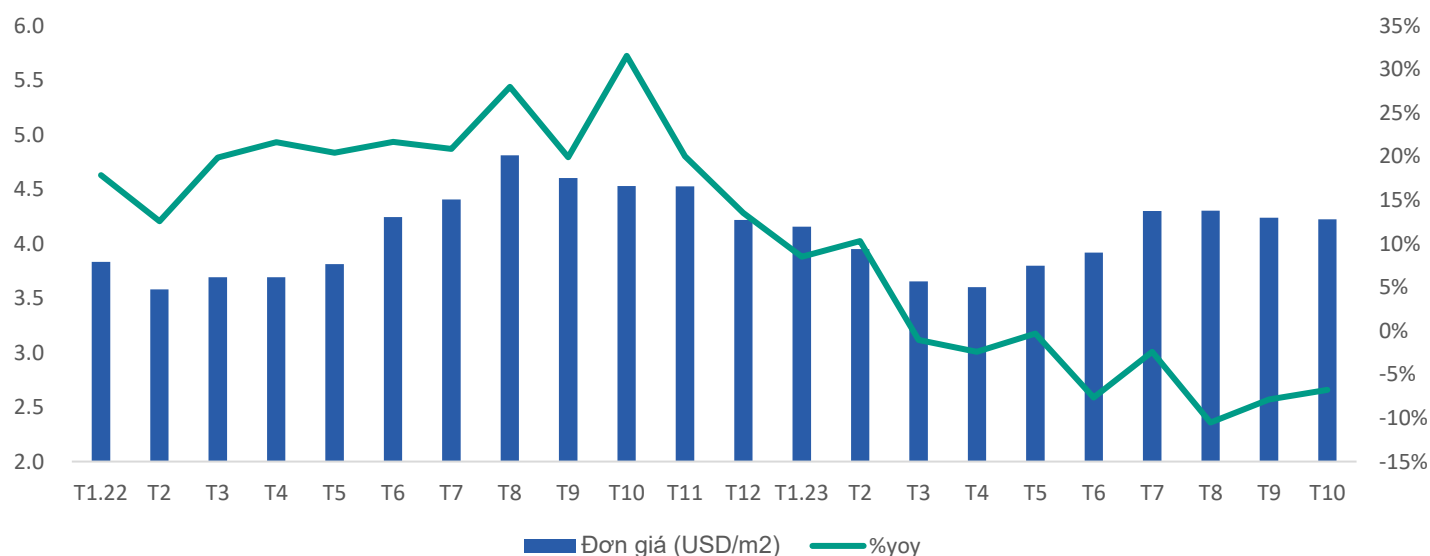
Nguồn: TNG, BSC tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng giảm 0.5 điểm % so với cùng nhờ đơn giá mặt hàng dệt may xuất khẩu hồi phục +3% yoy.

Hiện tại, đơn giá trung bình hàng dệt may xuất khẩu đi Mỹ T10 = 4.22 USD/m² (-7% yoy), ghi nhận mức giảm dần thu hẹp so với những tháng trước đó khi nhu cầu hàng may mặc tại thị trường Mỹ đã tạo một mức nền mới khả quan hơn so với 2H.2022 và 1H.2023.

Trong năm 2024, BSC kỳ vọng đơn giá các mặt hàng dệt may xuất khẩu sẽ có sự hồi phục +3% yoy nhờ (1) nhu cầu may mặc hồi phục tại Mỹ hỗ trợ các nhãn hàng không phải giảm giá để đẩy hàng tồn kho (2) tăng khối lượng hàng giá trị gia tăng cao, phức tạp (áo jacket, áo thu đông,...) (3) mức nền thấp của 2023, khi ước tính bình quân hiện tại đơn giá đã giảm -7%.

Hình: Mức giảm của đơn giá các mặt hàng dệt may xuất khẩu dần thu hẹp trong T10.2023



Nguồn: Cục thương mại Hoa Kỳ

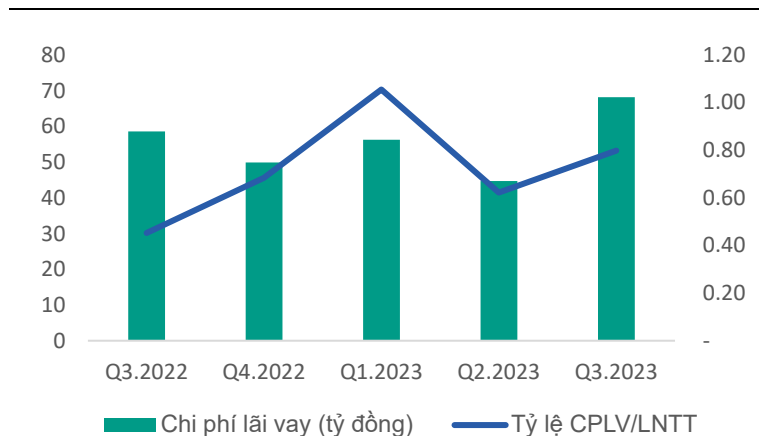
3. Trong 2024, chi phí lãi vay dài hạn kỳ vọng giảm trong 2024 do mặt bằng lãi suất huy động giảm.

BSC kỳ vọng trong 2024 lãi suất vay dài hạn của TNG sẽ giảm 2.6% do (1) lãi suất huy động giảm 2% – 3% so với vùng đỉnh (2) hầu hết các khoản vay dài hạn của TNG đều thả nổi, gắn với lãi suất huy động 12 tháng và kỳ vọng TNG sẽ được hưởng lãi suất thấp điều chỉnh trong năm 2024. Trong 2024, chúng tôi cho rằng việc giảm chi phí lãi vay sẽ đóng góp 30% vào tổng cơ cấu lợi nhuận tăng thêm của TNG.

Hình: Các khoản vay dài hạn và lãi suất hiện tại/kỳ vọng của TNG trong 2023/2024

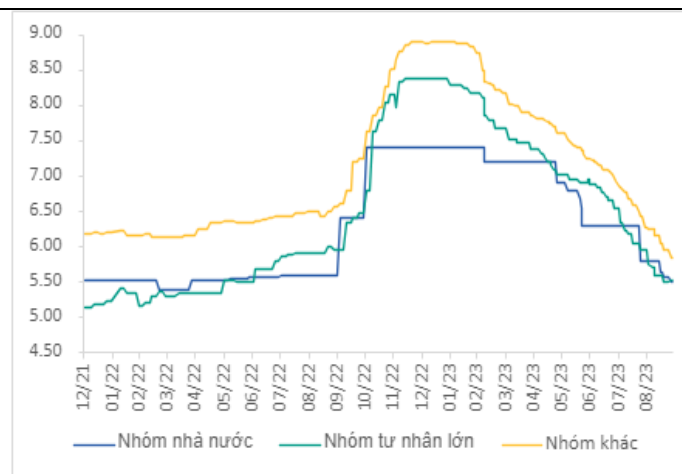
Khoản vay (tính tại thời điểm kết thúc Q2.2023)	Trị giá (tỷ đồng)	Hạn mức (tỷ đồng)	Số lần điều chỉnh /năm	Lãi suất hiện tại	Lãi suất sau điều chỉnh	Ghi chú
Vay dài hạn tại BIDV - CN Thái Nguyên	328	571	2 lần/năm	11.50%	9.3%	Lãi suất thả nổi: 4% + Lãi suất huy động dân cư 12 tháng
Vay dài hạn tại CTG - CN Thái Nguyên	108	180	2 lần/năm	12.50%	8.8%	Lãi suất thả nổi: 3.5% + Lãi suất huy động dân cư 12 tháng
Vay dài hạn tại VCB - CN Thái Nguyên	97	241	1 lần/năm	11.50%	8.6%	Lãi suất thả nổi: 3.3% + Lãi suất huy động dân cư 12 tháng

Hình: Tỷ lệ chi phí lãi vay/LNTT của TNG



Nguồn: Fiinpro

Hình: Mặt bằng lãi suất đang có xu hướng giảm



Nguồn: BSC tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với báo cáo trước đó, BSC dự báo DTT và LNST – CĐTTS của TNG 2023 lần lượt đạt 6,945 tỷ đồng (+2.5% yoy) và 218 tỷ đồng (-26% yoy) thay đổi lần lượt -10%/-32% so với báo cáo trước đó, tương đương EPS fw 2023 = 1,935 VNĐ/CP và P/E fw 2023 = 9 lần do:

- Giá trị đơn hàng dệt may xuất khẩu +3% yoy, giảm -10% so với báo cáo trước đó do nhu cầu các mặt hàng dệt may xuất khẩu chưa hồi phục như kỳ vọng trong Q2.2023 và Q3.2023.
- Biên lợi nhuận gộp = 13.3% thu hẹp 1.7% so với báo cáo trước đó do đơn giá mặt hàng dệt may xuất khẩu thấp hơn -7% so với kỳ vọng.

Năm 2024, BSC dự báo DTT và LNST – CĐTTS của TNG lần lượt đạt 8,060 tỷ đồng (+16% yoy) và 321 tỷ đồng (+47% yoy), tương đương EPS fw = 2,852 VNĐ/CP và P/E fw 2024 = 6.8 lần. Dựa trên giả định:

- Giá trị đơn hàng +16% yoy do (1) áp lực tồn kho giảm (2) nhu cầu quay trở lại về phía cuối năm tại thị trường Mỹ (3) nguồn đơn tăng thêm từ khách hàng mới.
- Biên lợi nhuận gộp = 13.8% cải thiện 0.5% so với 2023 nhờ kỳ vọng đơn giá +3% yoy.
- Tỷ lệ SG&A/DTT = 5.6% tương đương Q3.2023.
- Chi phí lãi vay dài hạn giảm 2.6 điểm % so với 2023.

Hình: Chi tiết giả định dự phóng

	Đơn vị	TH 2022	Ước tính 2023 mới	Ước tính 2024	Ước tính 2025
Kim ngạch xuất khẩu	Triệu USD	240	252	293	357
% growth			5%	16%	22%
Tài chính					
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	6,772	6,945	8,060	9,813
% growth			3%	16%	22%
May mặc xuất khẩu		5,633	5,915	6,879	8,401
% growth			5%	16%	22%
Gia công		1,070	995	1,144	1,373
% growth			-7%	15%	20%
Bán SP thời trang		49	16	18	19
BĐS, khác		20	20	20	20
Lợi nhuận gộp		999	923	1,109	1,351
Biên lợi nhuận gộp		15%	13.3%	13.8%	13.8%
Chi phí bán hàng		(78.29)	(100.01)	(120.90)	(147.20)
Biên chi phí bán hàng		1.2%	1.4%	1.5%	1.5%
Chi phí quản lý		(368)	(344)	(411)	(500)
Biên chi phí quản lý		5.4%	5.0%	5.1%	5.1%
Chi phí tài chính		(301.66)	(300.66)	(301.60)	(350.41)
Chi phí lãi vay		(159.53)	(240.43)	(223.74)	(253.10)
Lợi nhuận trước thuế		359	267	393	495
Lợi nhuận sau thuế		293	218	321	404
LNST - CĐTTS		293	218	321	404
% growth			-26%	47%	26%
EPS		2,787	1,935	2,852	3,589

Nguồn: BSC dự phóng

IV. ĐỊNH GIÁ.

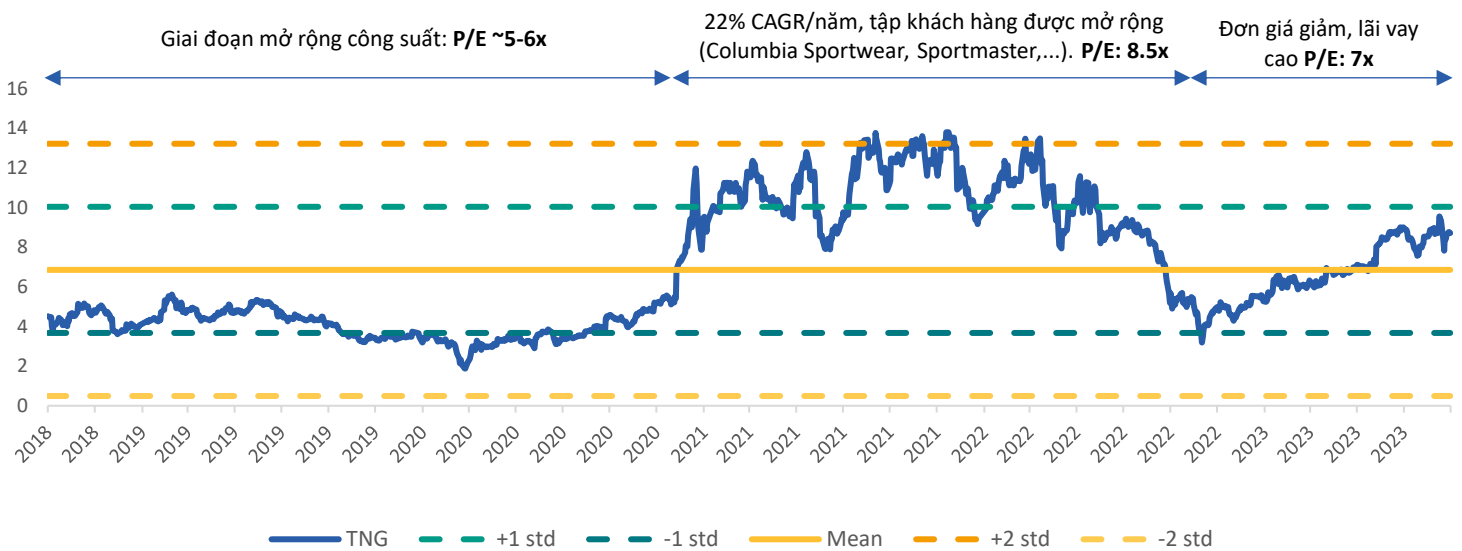
So với báo cáo trước đó, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **TNG** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **26,000 VNĐ/CP** (tăng 20% so với giá mục tiêu cũ, và +30% so với giá ngày 21/12/2023), mức P/E mục tiêu được nâng từ 8 lần lên 9.

(1) BSC cho rằng trong giai đoạn từ 2023 – 2025, TNG sẽ hồi phục và tăng trưởng với tốc độ 27% CAGR/năm, mạnh hơn so với chu kỳ tăng trưởng trước đó 2020 – 2022 (22% CAGR/năm) nhờ (i) tập khách hàng mới phát triển trong giai đoạn thị trường dệt may khó khăn (Walmart, H&M,...) (ii) lượng đơn hàng gia tăng thêm từ những khách hàng cũ khi nhu cầu kỳ vọng hồi phục trong 2024 – 2025. Lưu ý: Trong chu kỳ tăng trưởng trước TNG đã được giao dịch với mức P/E trung bình = 8.5 lần

(2) TNG có triển vọng hồi phục tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành khác. Chúng tôi cho rằng trong giai đoạn 2024 - 2025 TNG sẽ hồi phục mạnh hơn các doanh nghiệp khác nhờ duy trì được mức quy mô doanh thu không bị giảm sút trong giai đoạn khó khăn của ngành may (hầu hết các doanh nghiệp giảm quy mô doanh thu 20% - 50%). Do vậy, khi đơn giá/đơn hàng dần hồi phục trở lại theo nhu cầu của thị trường, biên lợi nhuận được cải thiện sẽ giúp TNG tăng trưởng trở lại mạnh hơn các doanh nghiệp cùng ngành khác.

Do vậy dựa vào (1) và (2), chúng tôi nâng mức P/E mục tiêu của TNG từ 8 lần lên 9 lần tương đương trung bình ngành và cao hơn mức P/E của chu kỳ trước (8.5 lần).

TNG P/E 5yrs



Hình: Định giá cổ phiếu

Phương pháp P/E	Giá trị
EPS 2024	2,852 VNĐ
P/E mục tiêu = 9 lần	9
Giá trị hợp lý TNG theo phương pháp P/E (VNĐ/CP)	26,000

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5,444	6,772	6,945	8,060	9,813
Giá vốn hàng bán	(4,717)	(5,773)	(6,023)	(6,951)	(8,462)
Lợi nhuận gộp	727	999	923	1,109	1,351
Thu nhập tài chính	60	121	102	132	156
Chi phí tài chính	(170)	(302)	(301)	(302)	(350)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(125)	(160)	(240)	(224)	(253)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-	-	-	-
Chi phí BH	(86)	(78)	(100)	(121)	(147)
Chi phí QLDN	(242)	(368)	(344)	(411)	(500)
Lãi từ HĐKD	288	373	281	407	509
Thu nhập khác, ròng	(7)	(14)	(14)	(14)	(14)
LNTT	281	359	267	393	495
Thuế TNDN	(49)	(66)	(49)	(72)	(91)
LNST	232	293	218	321	404
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	232	293	218	321	404
EPS	2,506	2,787	1,935	2,852	3,589

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	14	512	881	1,298	2,128
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	719	559	573	665	809
Hàng tồn kho	1,159	1,280	1,306	1,332	1,358
TS ngắn hạn khác	134	256	263	305	372
TS ngắn hạn	2,026	2,608	3,022	3,600	4,668
Phải thu dài hạn	21	11	11	13	15
TSCĐ nguyên giá	2,527	3,010	3,039	3,069	3,099
Khấu hao	(1,025)	(1,197)	(1,409)	(1,624)	(1,840)
TSĐT nguyên giá	33	33	32	31	30
Khấu hao	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
TS dở dang dài hạn	671	684	684	684	684
ĐT dài hạn	-	-	-	-	-
TS dài hạn khác	115	145	149	173	210
TS dài hạn	2,342	2,684	2,505	2,345	2,198
Tổng TS	4,367	5,292	5,527	5,945	6,866
Nợ phải trả	825	963	997	1,138	1,367
Vay ngắn hạn	1,622	1,961	1,882	2,144	2,571
Tổng Nợ ngắn hạn	2,447	2,925	2,879	3,282	3,937
Vay dài hạn	457	715	864	685	707
Nợ dài hạn khác	1	2	2	2	2
Tổng Nợ dài hạn	458	717	866	687	709
Tổng Nợ phải trả	2,905	3,641	3,745	3,969	4,646
Vốn góp	927	1,051	1,051	1,051	1,051
Thặng dư vốn	41	41	41	41	41
Vốn chủ khác	262	285	285	285	285
Lãi chưa phân phối	232	251	382	576	820
Lợi ích CĐTS	-	23	23	23	23
Tổng VCSH	1,462	1,651	1,782	1,976	2,220
Tổng nguồn vốn	4,367	5,292	5,527	5,945	6,866

LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
(Lỗ)/LNTT	281	359	267	393	495
Khấu hao và phân bổ	164	195	212	214	216
Thay đổi vốn lưu động	(361)	(74)	(17)	(45)	(49)
Điều chỉnh khác	(48)	(98)	(49)	(72)	(91)
LCTT từ HĐKD	36	382	413	490	572
Tiền chi mua TSCĐ	(579)	(470)	(29)	(29)	(29)
Đầu tư khác	2	3	-	-	-
LCTT từ HĐĐT	(577)	(467)	(29)	(29)	(29)
Tiền chi trả cổ tức	(30)	(116)	(86)	(127)	(160)
Tiền từ vay ròng	452	628	70	84	448
Tiền thu khác	-	73	-	-	-
LCTT từ HĐTC	422	585	(16)	(44)	288
Dòng tiền đầu kỳ	133	14	512	881	1,298
Tiền trong kì	(119)	499	368	418	830
Dòng tiền cuối kỳ	14	512	881	1,298	2,128

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hố TT ngắn hạn	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
Hố TT nhanh	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
Cơ cấu vốn					
Hố Nợ/TTS	67%	69%	68%	67%	68%
Hố Nợ/VCSH	199%	221%	210%	201%	209%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	90	81	79	70	59
Số ngày phải thu ngắn hạn	48	30	30	30	30
Tỉ suất lợi nhuận					
Lợi nhuận gộp	13%	14.8%	13.3%	13.8%	13.8%
Lợi nhuận LNST	4%	4%	3%	4%	4%
ROE	16%	18%	12%	16%	18%
ROA	5%	6%	4%	5%	6%
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	22%	24%	3%	16%	22%
Tăng trưởng EBIT	41%	28%	-2%	22%	21%
Tăng trưởng LNTT	51%	28%	-26%	47%	26%
Tăng trưởng EPS	21%	11%	-31%	47%	26%
SLCP lưu hành (triệu)	93	105	113	113	113
BVPS	15,774	15,704	15,822	17,543	19,708

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về 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 VND 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 8-9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

