

Khuyến nghị: THEO DÕI

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	21,000
Giá đóng cửa	20,800
Upside	1.0%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	24,000
Giá cut loss	19,000

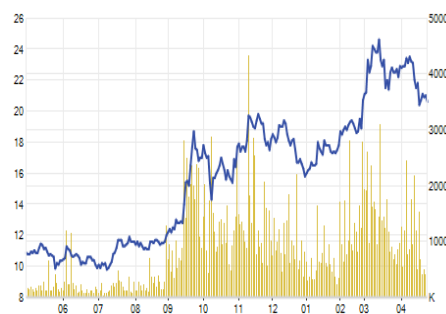
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (nghìn CP)	51,807
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,088
Giá cao nhất 52 tuần	25,000
KLGD TB10 ngày (nghìn CP)	1,003
Sở hữu NĐTNN	17.46%

Cổ đông lớn

Nguyễn Văn Thờ	19.33%
Nguyễn Đức Mạnh	8.10%
Tundra Vietnam Fund	5.20%

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.

Các báo cáo khác

[Link](#)

TĂNG TRƯỞNG NHANH

Quan điểm & Định giá

BSC khuyến nghị **Theo dõi** với cổ phiếu TNG với **giá mục tiêu 21,000** đồng/CP dựa trên phương pháp so sánh với P/E mục tiêu là 6x (mức P/E trung vị ngành hiện tại là 6.8x, mức P/E trung bình 2 năm của TNG là 5.3x). Chúng tôi đánh giá TNG là doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng cao trong thời gian tới, nhưng do chưa thấy có sự cải thiện đáng kể về quản lý dòng tiền và nợ vay của công ty nên mức định giá mục tiêu của chúng tôi đối với TNG hiện đang thấp hơn so với trung vị ngành.

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự báo doanh thu thuần năm 2019 của TNG đạt 4,366 tỷ đồng (+20.9% YoY) dựa trên giả định đơn hàng dệt may xuất khẩu ký kết trong năm đạt 182 triệu USD (+20.1% YoY), mảng thời trang nội địa TNG Fashion đạt 148 tỷ doanh thu (+10% YoY). LNST dự báo đạt 231.5 tỷ (+28.1% YoY), tương ứng với EPS = 3,492 đồng/CP, EPS pha loãng = 2,931 đồng/CP.

Luận điểm đầu tư

(1) Tình hình đơn hàng khả quan: Giá trị đơn hàng đã được xác nhận đến thời điểm hiện tại, phân bổ cho sản xuất đến hết T9/2019 là 161 triệu USD (tương đương 3,700 tỷ).

(2) Mở rộng công suất nhằm đáp ứng tăng trưởng đơn hàng: Nâng công suất NM Đồng Hỷ từ 9 lên 30 chuyền may (+10% công suất) giúp công ty đáp ứng tốt hơn tăng trưởng đơn hàng trong thời gian tới.

Rủi ro đầu tư

(1) Tốc độ tăng trưởng đơn hàng chậm hơn tốc độ mở rộng nhà máy mới gây áp lực lên lợi nhuận do hoạt động dưới mức tối ưu hoặc phải giảm giá để giành được đơn hàng.

(2) Rủi ro tài chính: hệ số Nợ/ Tổng tài sản khoảng 0.7, cao hơn so với trung bình một số doanh nghiệp cùng ngành là 0.65.

Cập nhật doanh nghiệp

(1) Kế hoạch kinh doanh 2019:

- Doanh thu 4,154 tỷ (+15% YoY), lợi nhuận sau thuế 208 tỷ (+15.4% YoY), cổ tức dự kiến 16-20%.

- Đầu tư mở rộng: (1) Nâng công suất NM Đồng Hỷ từ 9 lên 30 chuyền may (+10% công suất); (2) Dự án TNG Võ Nhai quy mô 32-36 chuyền may, dự kiến triển khai cuối 2019 và 2020.

- Phát hành tăng vốn: (1) phát hành cho cổ đông hiện hữu 10%; (2) phát hành ESOP 5%.

- Tái cấu trúc các mảng hoạt động khác: TNG Fashion & bất động sản.

(2) Kết quả kinh doanh Q1/2019:

- Doanh thu 806 tỷ (+34% YoY), LNST 37 tỷ (+72% YoY) nhờ biên gộp được cải thiện từ mức 17.5% lên 19%.

- Giá trị đơn hàng ký đến thời điểm hiện tại phân bổ cho sản xuất đến hết T9/2019 là 161 triệu USD

- Công ty ước tính doanh thu 6T2019 đạt 2,200 tỷ đồng (+48% YoY).

Cập nhật doanh nghiệp

(1) Kế hoạch kinh doanh 2019:

Kết quả kinh doanh: Doanh thu 4,154 tỷ (+15% YoY), lợi nhuận sau thuế 208 tỷ (+15.4% YoY), EPS tương ứng là 2,930 đồng/CP (sau khi phát hành CP trả cổ tức và PH cho cổ đông hiện hữu). Tỷ lệ cổ tức dự kiến cho năm 2019 là 16-20%.

Kế hoạch mở rộng:

- Mở rộng NM May Đồng Hỷ từ 9 chuyền lên 30-35 chuyền may (+9-11% công suất), vốn đầu tư 250 tỷ.
- Dự án TNG Võ Nhai (quy mô 32-36 chuyền may/ 2 giai đoạn 2019-2020), vốn đầu tư 290 tỷ: đang trong quá trình lập dự án, giải phóng mặt bằng. TNG cho biết sau khi đầu tư xong NM Võ Nhai sẽ tạm dừng đầu tư mở rộng vì quy mô đã tương đối lớn, do đó sẽ giảm áp lực lên vốn đầu tư, nợ và dòng tiền.

Phát hành tăng vốn:

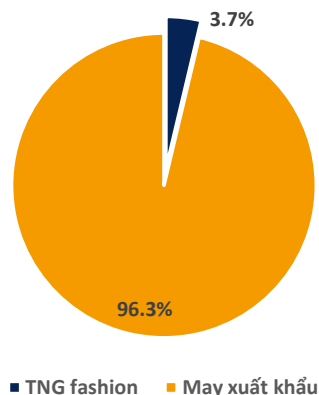
- Phát hành cho cổ đông hiện hữu 10% (tính trên vốn sau khi trả cổ tức cổ phiếu), tối đa 6.216 triệu CP để bổ sung vốn lưu động
- Phát hành ESOP 3.1 triệu CP, dự kiến thực hiện trong Q1/2020, giới hạn chuyển nhượng 1 năm.

Phương án tái cấu trúc các mảng hoạt động 2019:

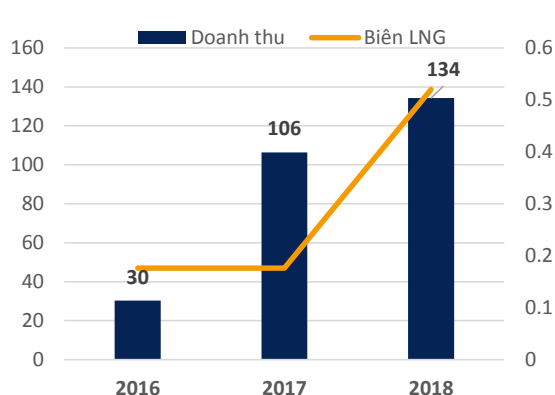
Tách riêng mảng thời trang (TNGFashion) và bất động sản, thành lập các công ty thành viên, sau đó tìm kiếm các đối tác khác để huy động thêm vốn.

- Đối với TNG Fashion (hiện đang sở hữu 32 cửa hàng, đóng góp 3.7% doanh thu 2018, biên LNG 52%) TNG dự kiến thành lập công ty với vốn điều lệ khoảng 30 tỷ, sau đó sẽ tìm kiếm các nhà đầu tư khác để cùng phát triển. Chúng tôi đánh giá đây có thể là động thái quyết liệt từ phía ban lãnh đạo để phát triển mảng thời trang sau nhiều năm chưa cho thấy bứt phá.

Cơ cấu doanh thu TNG - 2018



Kết quả hoạt động TNG Fashion



Nguồn: BCTC công ty

- Với mảng bất động sản, công ty hiện đang sở hữu:

(1) quỹ đất KCN 75ha tại KCN Sơn Cẩm (diện tích kinh doanh 47ha), đã giải phóng mặt bằng 10ha;

(2) 20 ha khu tái định cư và nhà ở thương mại ở Sơn Cẩm;

(3) dự án TNG Village (trước là nhà ở xã hội, đã được chuyển sang nhà ở thương mại) ở TP Thái Nguyên, bàn giao trong Q2-Q3/2019.

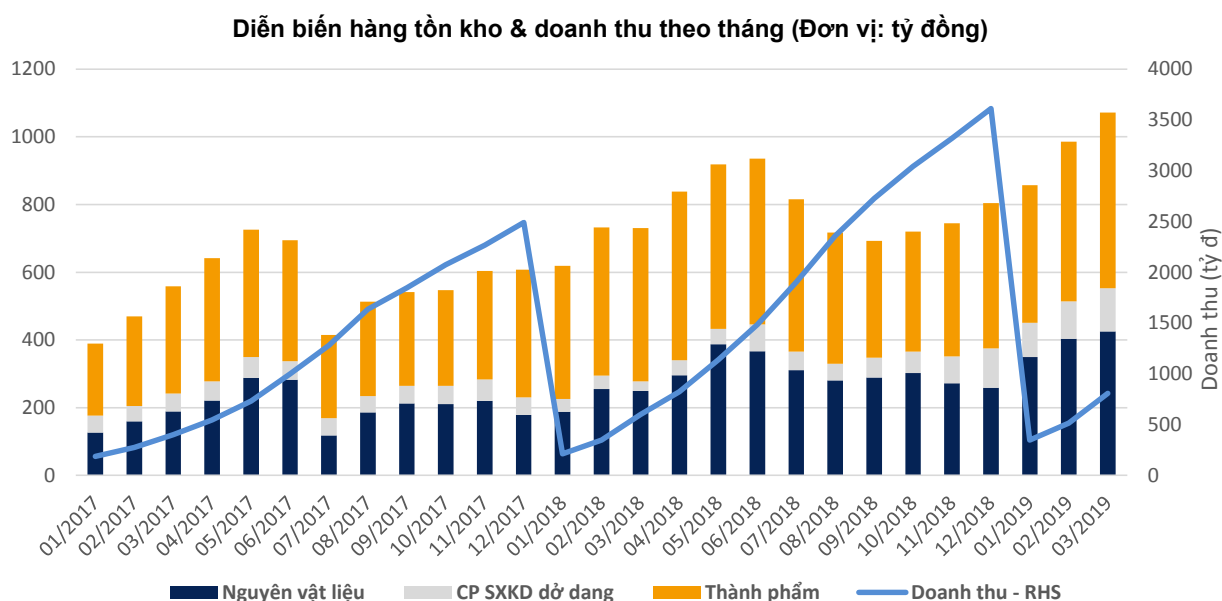
Chúng tôi đánh giá việc TNG tách riêng mảng bất động sản là một động thái tích cực, làm giảm bớt quan ngại của chúng tôi liên quan đến rủi ro quản trị dòng tiền và phát triển các dự án bất động sản và KCN của TNG đã đề cập trong các báo cáo trước.

Cập nhật doanh nghiệp

(1) Kết quả kinh doanh Q1/2019:

Doanh thu thuần đạt 806 tỷ (+34% YoY), LNST đạt 37.3 tỷ (+72% YoY), tương ứng hoàn thành 19.4% và 18% kế hoạch cả năm.

Tồn kho tại 31/3/2019 là 1,070 tỷ đồng (+45% so với cùng kỳ 2018), tạo tiền đề cho tăng trưởng cao trong những tháng tiếp theo. Hàng tồn kho của TNG thường cao trong khoảng tháng 3 – tháng 7, thời gian cao điểm để thực hiện các đơn hàng mùa thu đông, phản ánh vào doanh thu năm trong 2 quý cuối năm.



Nguồn: BCTC công ty

- **Giá trị đơn hàng ký đến thời điểm hiện tại phân bổ cho sản xuất đến hết T9/2019 là 161 triệu USD**, trong đó thị trường EU(28): 80 triệu USD (tỷ trọng 50%), Mỹ 50 triệu USD (31%), các nước CPTPP 18 triệu USD (11%), Nga- Belarus 11 triệu USD (7%). **Công ty ước tính doanh thu 6T2018 đạt 2,200 tỷ đồng (+48% YoY).**

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự báo doanh thu thuần năm 2019 của TNG đạt 4,366 tỷ đồng (+20.9% YoY) dựa trên giả định:

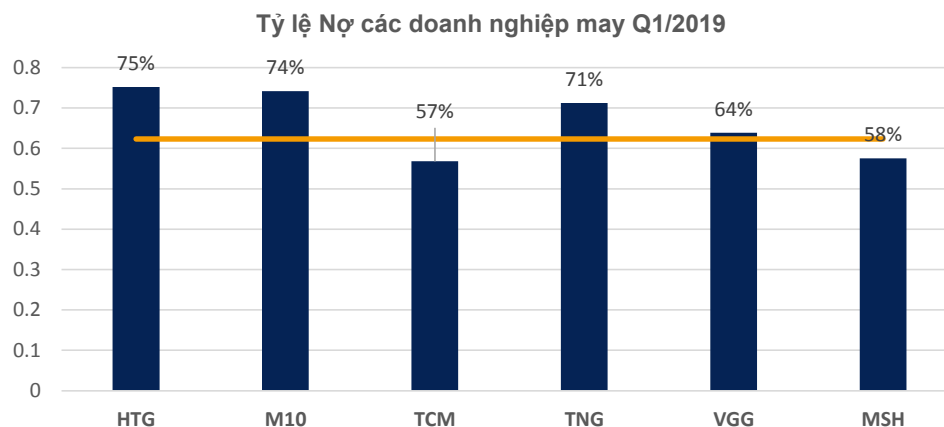
- Đơn hàng **dệt may xuất khẩu** ký kết trong năm đạt **182 triệu USD (+20.1% YoY).**

- Màng thời trang nội địa **TNG Fashion** đạt **148 tỷ doanh thu (+10% YoY).**

Ước tính đơn hàng của chúng tôi dựa trên đánh giá triển vọng ngành khả quan trong năm 2019 và giá trị đơn hàng đã được xác nhận của công ty phân bổ sản xuất đến tháng 9/2019 là 161 triệu USD.

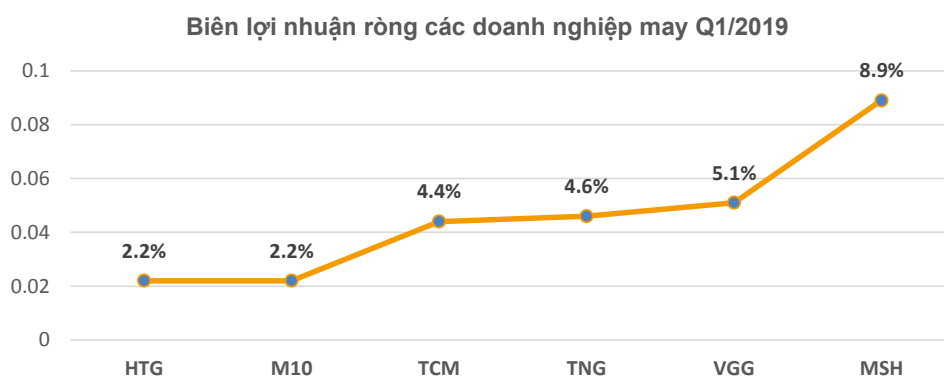
Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ từ 17.7% lên 17.8% nhờ tăng năng suất lao động và hiệu quả quản lý chi phí. **LNST dự báo đạt 231.5 tỷ (+28.1% YoY), tương ứng với EPS = 3,492 đồng/CP, EPS pha loãng = 2,931 đồng/CP.**

Tỷ lệ nợ vay của TNG ở mức tương đối cao so với trung bình ngành



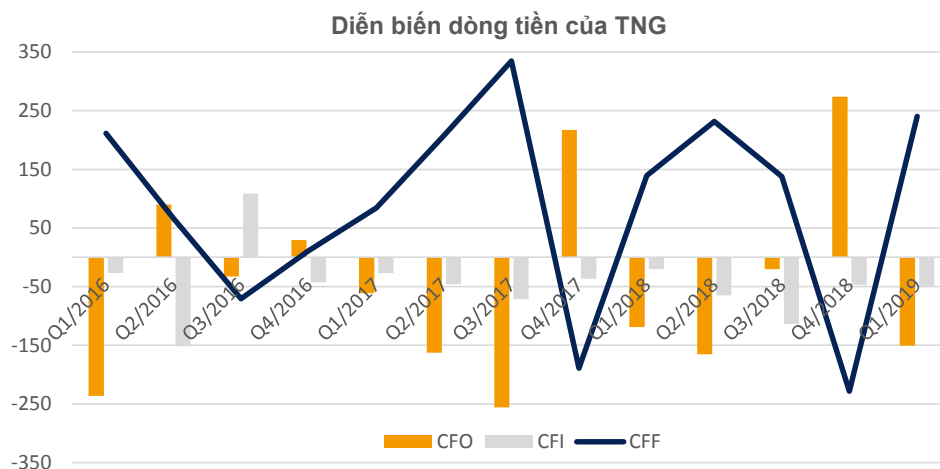
Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Biên LN ròng của TNG quý 1/2019 ở mức tương đương với trung bình ngành



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của TNG thường dồn vào giai đoạn cuối năm trong khi các quý còn lại phải dựa vào dòng tiền tài chính để chi trả cho các chi phí.



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

TNG - CTCP Đầu tư và Thương mại TNG
Phân tích tài chính
08/05/2019

BSC

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
Doanh thu thuần	806	887	1,240	886	806
LN gộp	150	144	219	163	150
DT tài chính	3	6	9	10	3
CP tài chính	(29)	(37)	(45)	(30)	(29)
Lãi vay	(23)	(24)	(24)	(25)	(23)
CP bán hàng	(27)	(22)	(29)	(29)	(27)
CP QLDN	(52)	(39)	(78)	(52)	(52)
Lãi/lỗ HĐKD	45	53	75	63	45
TNhap khác (ròng)	0	0	(0)	(3)	0
LN trước thuế	45	53	75	60	45
LN sau thuế	37	45	63	50	37
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	37	45	63	50	37
EPS					

- Doanh thu thuần đạt 806 tỷ (+34% YoY) nhờ công ty nhận được nhiều đơn hàng may xuất khẩu cho quý đầu năm.

- Chi phí lãi vay tăng mạnh 30% so với cùng kỳ do nợ vay (ngắn và dài hạn) đầu kỳ tăng 8% so với 2018.

- Tỷ lệ biên lợi nhuận ròng được duy trì ở mức tương đương 2H2018 ở mức 5%. BSC nhận thấy mức biên lợi nhuận ròng của TNG được cải thiện đáng kể từ Q2/2018, dao động trong khoảng 5-6%.

TS ngắn hạn	1,668	1,723	1,508	1,371	1,668
Tiền và DT ngắn hạn	54	114	14	13	54
Phải thu ngắn hạn	465	627	734	489	465
Tồn kho	1,071	922	695	808	1,071
TS ngắn hạn khác	79	60	65	61	79
TS dài hạn	1,214	1,147	1,193	1,210	1,214
Phải thu dài hạn	19	8	8	8	19
TSCĐ	963	937	942	979	963
TS dở dang dài hạn	138	128	155	132	138
TS dài hạn khác	94	74	88	91	94
Tổng TS	2,882	2,870	2,701	2,581	2,882
Nợ phải trả	2,051	2,189	1,957	1,787	2,051
Nợ ngắn hạn	1,619	1,934	1,683	1,358	1,619
Vay ngắn hạn	1,267	1,475	1,311	1,031	1,267
Nợ dài hạn	432	255	274	429	432
Vay dài hạn	232	255	274	229	232
Vốn chủ sở hữu	831	681	744	795	831
Vốn góp	493	411	493	493	493
LN chưa phân phối	218	149	130	181	218
Tổng nguồn vốn	2,882	2,870	2,701	2,581	2,882

- Phải thu khách hàng -20% YoY, nhưng Q1/2019 lại phát sinh khoảng 128 tỷ phải thu khác (tăng 50 tỷ so với cùng kỳ).

- Hàng tồn kho +46% YoY, trong đó thành phẩm chủ yếu là thành phẩm (chiếm 48.4%, +14.6% YoY); và nguyên vật liệu (chiếm 39.7%; +70.2% YoY).

- TSDH chiếm 42% tổng TS, không có thay đổi nhiều so với thời điểm đầu năm.

- Vay ngắn hạn +23% YTD, vay dài hạn và trái phiếu chuyển đổi không thay đổi nhiều so với đầu năm.

% yoy DT	101%	49%	46%	38%	0%
Biên ln gộp	18.7%	16.3%	17.6%	18.4%	18.7%
Lãi vay/DTT	2.9%	2.7%	2.0%	2.8%	2.9%
CP bán hàng/DTT	3.3%	2.5%	2.3%	3.3%	3.3%
CP QLDN/DTT	6.5%	4.3%	6.3%	5.8%	6.5%
Biên ln thuần	4.6%	5.1%	5.1%	5.7%	4.6%

- Biên lợi nhuận gộp tăng từ 17.5% lên 18.7% cho thấy hiệu quả quản lý chi phí được cải thiện đáng kể.

- Các tỷ lệ CPBH và QLDN được duy trì ổn định lần lượt ở mức 6% và 9% doanh thu.

TNG - CTCP Đầu tư và Thương mại TNG
Phân tích tài chính
08/05/2019

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Q1 2018 Q2 2018 Q3 2018 Q4 2018 Q1 2019

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	0.88	0.89	0.90	1.01	1.03
Hsố TT nhanh	0.34	0.37	0.44	0.37	0.32

- KNTT ngắn hạn tăng trong khi KNTT ngắn hạn chưa có cải thiện do tỷ trọng HTK lớn và +33% YTD.

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.53	0.60	0.56	0.53	0.58
TSDH/ TTS	0.47	0.40	0.44	0.47	0.42
Hsố Ng/ TTS	0.73	0.76	0.72	0.69	0.71
Hsố Ng/ VCSH	2.73	3.23	2.63	2.25	2.47
Nợ ngắn hạn / TTS	0.60	0.67	0.62	0.53	0.56
Nợ DH / TTS	0.13	0.09	0.10	0.16	0.15

- Cơ cấu tài sản có sự dịch chuyển sang TSNH với tỷ trọng tăng lên 58%.
 - Nợ phải trả/ tổng nguồn vốn vẫn duy trì ở mức cao 71% - trung bình một số DN may mặc tương tự là 66%.
 - Tỷ lệ nợ vay/ tổng TS là 59%, trong đó vay ngắn hạn chiếm 75%, trái phiếu chuyển đổi 200 tỷ.

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	3.4	3.5	3.7	3.8	3.6
Vquay phải thu	5.9	5.6	6.1	6.4	7.0
Vquay phải trả	12.2	12.6	11.7	12.1	12.4
Số ngày HTK	107.0	104.0	99.0	96.0	101.0
Số ngày phải thu	62.0	65.0	60.0	57.0	52.0
Số ngày phải trả	30.0	29.0	31.0	30.0	29.0
CCC	139.0	140.0	128.0	123.0	124.0

- Tốc độ luân chuyển hàng tồn kho tăng đáng kể từ 3.4 lên 3.6 vòng.
 - Khoản phải thu được thu hồi nhanh hơn, số ngày phải thu giảm 10 ngày trong khi số vòng quay khoản phải trả không biến động nhiều

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	3.6%	5.1%	5.1%	5.7%	4.6%
LNST/VCSH (%)	0.9%	1.7%	2.3%	1.9%	1.4%
LNST/TTS	3.4%	6.8%	8.9%	6.5%	4.6%
LN từ HĐKD/DTT	8.2%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%

- Khả năng sinh lời của TNG nhìn chung được cải thiện so với cùng kỳ nhờ hiệu suất sử dụng tài sản tăng.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	3.73	4.23	3.63	3.25	3.47
DT/TTS	0.26	0.33	0.44	0.34	0.30
EBIT/DT	0.08	0.10	0.09	0.09	0.09
EBT/EBIT	0.53	0.63	0.67	0.73	0.63
lãi ròng/LNTT	0.84	0.85	0.84	0.84	0.84

6. Định giá

PE	4.4	3.9	N/A	N/A	N/A
PB	0.7	0.7	N/A	N/A	N/A
EPS	2,480	2,850	N/A	N/A	N/A
BVPS	15,833	16,561	N/A	N/A	N/A

7. Tăng trưởng (%)

TTS	23.7%	27.7%	15.2%	15.9%	18.5%
Nợ	24.5%	29.4%	11.8%	11.9%	15.2%
DTT	49.6%	48.3%	46.1%	38.3%	34.2%
LN gộp	44.7%	40.9%	51.1%	38.8%	43.5%
LNST	49.8%	67.1%	38.0%	82.3%	71.7%
EPS					

- TNG giữ được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tương đối cao kể từ 2018.

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ âm, MACD cắt xuống đường trung tâm.
- Chỉ báo RSI: Vùng trung lập, tiếp cận vùng quá bán.
- Đường MAS: MA 20 hội tụ với MA50, MA 200 duy trì xu hướng tăng.

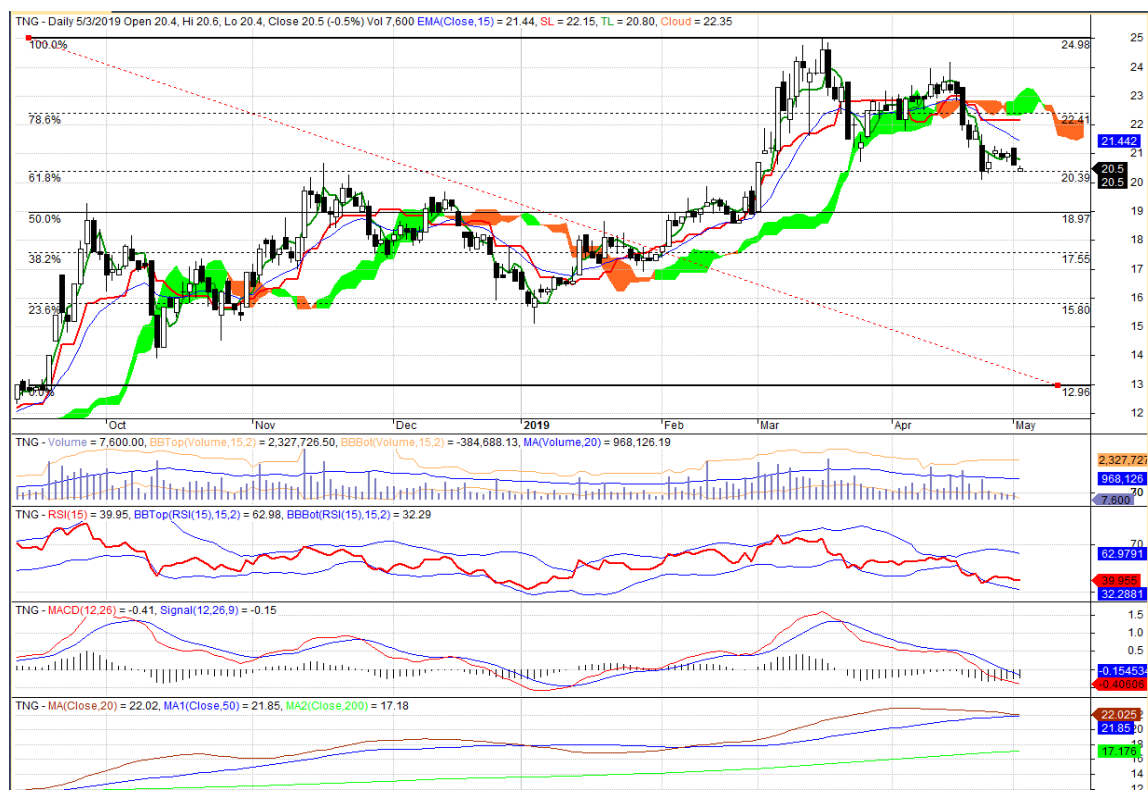
Nhận định

TNG hiện đang nằm trong xu hướng tích lũy tại ngưỡng giá 20.4 sau khi điều chỉnh từ vùng đỉnh 24. Thanh khoản vẫn đang suy yếu cho thấy chu kỳ tích lũy còn kéo dài. Chỉ báo RSI đang đi ngang củng cố xu hướng này trong khi chỉ báo MACD vẫn đang duy trì xu hướng điều chỉnh. 3 đường MA đang hội tụ tại ngưỡng giá 20-21 với xu hướng đi ngang. Dải mây ichimoku vẫn đang nằm trên đường giá với xu thế đi ngang cho thấy nhịp tích lũy vẫn tiếp tục. Như vậy, TNG sẽ duy trì xu hướng tích lũy tại vùng giá 20-21 trong trung hạn.

Khuyến nghị

Vị thế mua chưa rõ ràng, động lực tăng giá chưa hình thành với xu hướng tích lũy còn khá mạnh. Cổ phiếu thích hợp cho các nhà đầu tư trung và dài hạn. Mở vị thế tại ngưỡng giá 20.5 và cắt lỗ tại ngưỡng giá 19. Chốt lãi tại vùng giá 23-24.

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>

Thuyết minh khuyến nghị:

Mua Mạnh: Lợi nhuận kỳ vọng cao hơn 20%
(đã bao gồm cổ tức).

Mua: Lợi nhuận kỳ vọng từ mức 10% đến 20%
(đã bao gồm cổ tức).

Theo dõi: Lợi nhuận kỳ vọng từ mức -15% đến 10%
(đã bao gồm cổ tức)

N/A: Cổ phiếu chưa có định giá, đang trong quá trình theo dõi đánh giá.

