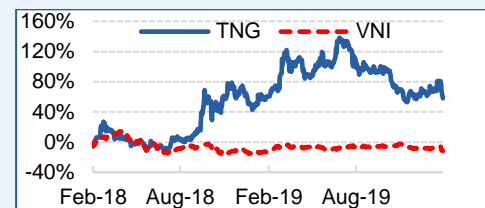


# CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) [KHÔNG ĐÁNH GIÁ]

BC công ty

<b>Ngành:</b>	<b>Dệt may</b>		<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>06/02/2020</b>	Tăng trưởng DT	-1,9%	31,8%	45,2%	27,7%
<b>Giá hiện tại:</b>	<b>14.500VND</b>	Tăng trưởng EPS*	1,2%	18,3%	63,8%	-1,2%
<b>Lợi suất cổ tức:</b>	<b>0%</b>	Biên LN gộp	17,7%	17,6%	17,7%	17,0%
		Biên LN ròng	4,3%	4,6%	5,0%	5,0%
		EV/EBITDA	8,1x	6,3x	4,6x	3,9x
		P/E báo cáo	10,2x	8,6x	5,3x	4,3x
		P/E pha loãng	10,2x	8,6x	5,3x	5,3x



GT vốn hóa:	40,9 tr USD		<b>TNG</b>	<b>Peers</b>	<b>VNI</b>
Room KN:	13,2 tr USD	P/E (trượt)	4,3x	6,8x	14,5x
GTGD/ngày (30n):	488.000USD	P/B (trượt)	1,0x	1,5x	2,2x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	125,5%	97,2%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	65,2 tr	ROE	24,8%	15,3%	15,3%
Pha loãng:	79,6 tr	ROA	8,2%	5,4%	2,5%

(\*) Tăng trưởng EPS pha loãng

## Tổng quan công ty:

Tính đến năm 2018, TNG là công ty xuất khẩu may mặc trong nước lớn thứ ba tại Việt Nam với 8 nhà máy sản xuất tại tỉnh Thái Nguyên. TNG chủ yếu sản xuất thời trang thể thao cho các công ty Châu Âu và Mỹ như Decathlon, Sportmaster và Haddad Brands.

**Lê Trọng Nghĩa**  
Chuyên viên

**Vũ Minh Đức**  
Trưởng phòng Cao cấp

## Nhà sản xuất dệt may tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam

- CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) là nhà sản xuất may mặc niêm yết tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2013-2019 doanh thu và LNST lần lượt là 26% và 59% so với MSH (13%, 32%), VGG (11%, 9%) và M10 (11%, 14%).
- Chúng tôi đánh giá tích cực cho triển vọng của TNG do nhu cầu gia tăng các khách hàng Châu Âu (chiếm 54% doanh số của TNG năm 2018) bao gồm (1) Decathlon (chiếm khoảng 44% doanh số), sẽ có vị thế hưởng lợi từ EVFTA vừa ký kết khi khách hàng này đã chuẩn bị được nhà cung cấp vải tại Việt Nam, và (2) Sportmaster, đã đăng ký tăng gấp ba lần giá trị đơn hàng trong năm 2020 so với 2019.
- Các yếu tố kể trên, cùng với các chiến lược để cải thiện năng suất lao động và mở rộng công suất, đã hỗ trợ cho kế hoạch CAGR doanh thu 10% và LNST 15% giai đoạn 2019-2022.
- TNG đã ghi nhận tăng trưởng tăng mạnh trong năm 2019 với LNST tăng mạnh 23% YoY nhờ tăng trưởng đơn hàng mạnh mẽ từ các khách hàng hiện hữu. Tuy nhiên, EPS pha loãng 2019 của TNG đã giảm 1% YoY khi lợi nhuận mạnh mẽ đã bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng pha loãng từ phát hành Trái phiếu chuyển đổi (CB) thực hiện vào cuối năm 2018.
- Định giá TNG tỏ ra hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi, với P/E báo cáo và pha loãng 2019 đạt lần lượt 4,3 lần và 5,3 lần, so với trung vị các công ty cùng ngành là 7,6 lần.
- Dù vậy, chúng tôi cho rằng nên áp dụng chiết khấu định giá cho TNG so với các công ty cùng ngành vì khả năng tạo tiền mặt yếu dẫn đến việc thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt không đều.
- Rủi ro đầu tư: chi phí lao động tăng do cạnh tranh gay gắt từ các công ty FDI; nguy cơ Mỹ áp thuế đối với hàng hóa may mặc từ Việt Nam; pha loãng từ chuyển đổi CB và phát hành ESOP.

**Khách hàng Châu Âu cũng đang theo bước các khách Mỹ trong việc tìm kiếm nguồn hàng may mặc khác ngoài Trung Quốc.** Dù không chịu những tác động trực tiếp từ tranh chấp thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc, các thương hiệu Châu Âu cũng đang tìm cách tối ưu hóa chuỗi cung ứng thông qua việc đa dạng hóa nguồn hàng. Theo khảo sát được QIMA (1 công ty hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp các giải pháp tuân thủ chuỗi cung ứng) thực hiện tại thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2019, 67% phản hồi từ người Châu Âu cho biết đã bắt đầu hoặc có kế hoạch trong tương lai gần lấy nguồn hàng từ các quốc gia mới.

**Thỏa thuận thương mại tự do giữa Châu Âu và Việt Nam sẽ thúc đẩy giá trị đơn hàng từ Decathlon.** Hàng may mặc nhập khẩu từ Việt Nam sang Châu Âu nếu thỏa quy tắc xuất xứ từ vải trở đi sẽ được miễn thuế trong vòng 7 năm tính từ khi thỏa thuận có hiệu lực so với mức thuế 9% hiện tại. Theo TNG, khi Chính phủ 2 nước tán thành thông qua thỏa thuận này, Decathlon sẽ tăng mạnh nguồn hàng hóa từ Việt Nam nhằm tận dụng mức thuế 0% khi công ty này đã mua vải từ các nhà cung cấp Việt Nam cho một số phân khúc sản phẩm.

**Các dự án bất động sản ngoài cốt lõi đem lại cơ hội ghi nhận khoản thu nhập bất thường.**  
TNG Village là một dự án nhà ở bình dân tại cơ sở hoạt động của TNG – Thái Nguyên. TNG còn đầu tư dự án khu công nghiệp 70 ha tại Thái Nguyên. Ban lãnh đạo vẫn chưa công bố kế hoạch lợi nhuận chi tiết cho các dự án này.

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019
<b>Doanh thu</b>	<b>1.888</b>	<b>2.489</b>	<b>3.613</b>	<b>4.612</b>	Tiền và tương đương	12	10	13	292
Giá vốn hàng bán	-1.555	-2.052	-2.972	-3.827	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>333</b>	<b>437</b>	<b>641</b>	<b>785</b>	Các khoản phải thu	266	432	478	303
Chi phí bán hàng	-29	-67	-102	-128	Hàng tồn kho	445	611	822	851
Chi phí quản lý DN	-140	-150	-211	-252	TS ngắn hạn khác	48	57	61	136
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>164</b>	<b>220</b>	<b>328</b>	<b>405</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>771</b>	<b>1.111</b>	<b>1.375</b>	<b>1.583</b>
Doanh thu tài chính	16	14	28	21	TS dài hạn (gộp)	1.417	1.532	1.705	2.023
Chi phí tài chính	-88	-90	-136	-134	- Khấu hao lũy kế	-411	-500	-594	-713
Trong đó, chi phí lãi vay	-67	-74	-92	-111	TS dài hạn (ròng)	1.006	1.032	1.111	1.310
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	3	-8	-5	-2	TS dài hạn khác	69	83	110	126
<b>LNTT</b>	<b>95</b>	<b>137</b>	<b>214</b>	<b>290</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.075</b>	<b>1.115</b>	<b>1.221</b>	<b>1.436</b>
Thuế TNDN	-14	-22	-34	-59	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.846</b>	<b>2.226</b>	<b>2.595</b>	<b>3.019</b>
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>81</b>	<b>115</b>	<b>180</b>	<b>231</b>	Phải trả ngắn hạn	118	175	219	219
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	833	1.075	1.031	1.035
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>81</b>	<b>115</b>	<b>180</b>	<b>231</b>	Nợ ngắn hạn khác	61	71	122	135
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>81</b>	<b>115</b>	<b>180</b>	<b>231</b>	Tổng nợ ngắn hạn	1.011	1.321	1.373	1.390
EBITDA	253	322	441	525	Nợ dài hạn	314	275	229	397
EPS báo cáo, VND	1.422	1.682	2.755	3.387	Nợ dài hạn khác	0	0	200	165
EPS điều chỉnh, VND	1.422	1.682	2.755	3.387	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.325</b>	<b>1.596</b>	<b>1.801</b>	<b>1.952</b>
EPS pha loãng, VND	1.422	1.682	2.755	2.722	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	0	0	0	800	Vốn cổ phần	343	411	493	652
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	24%	Thặng dư vốn CP	31	31	31	35
<sup>(1)</sup> điều chỉnh theo khoản mục bất thường					Lợi nhuận giữ lại	81	115	180	231
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	Vốn khác	67	72	90	149
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	-1,9%	31,8%	45,2%	27,7%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>521</b>	<b>629</b>	<b>794</b>	<b>1.067</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	-1,0%	34,1%	48,9%	23,7%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.846</b>	<b>2.226</b>	<b>2.595</b>	<b>3.019</b>
Tăng trưởng LNTT	7,7%	44,2%	56,8%	35,2%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	59,2	59,2	59,2	65,2
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	1,2%	18,3%	63,8%	-1,2%	CP quỹ cuối năm (triệu)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Biên LN gộp %	17,7%	17,6%	17,7%	17,0%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>56</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>
Biên LN từ HĐ %	8,7%	8,8%	9,1%	8,8%	Lợi nhuận sau thuế	81	115	180	231
Biên EBITDA	13,4%	12,9%	12,2%	11,4%	Khấu hao	89	102	113	120
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	4,3%	4,6%	5,0%	5,0%	Thay đổi vốn lưu động	-182	-273	-166	84
ROE %	17,1%	20,0%	25,3%	24,8%	Điều chỉnh khác	12	-10	-12	45
ROA %	4,7%	5,6%	7,5%	8,2%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-81</b>	<b>-66</b>	<b>116</b>	<b>479</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-250	-141	-210	-236
Số ngày tồn kho	93	94	88	80	Đầu tư, ròng	4	2	2	0
Số ngày phải thu	51	51	46	31	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-247</b>	<b>-139</b>	<b>-208</b>	<b>-236</b>
Số ngày phải trả	35	24	23	21	Cổ tức đã trả	0	0	0	0
TG luân chuyển tiền	110	121	111	90	Tăng (giảm) vốn	16	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	41	-39	-47	168
CS thanh toán hiện hành	0,8	0,8	1,0	1,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	166	242	-44	4
CS thanh toán nhanh	0,3	0,3	0,4	0,4	Tiền từ các hoạt động TC khác	-21	0	186	-137
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0	0,2	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>202</b>	<b>204</b>	<b>95</b>	<b>36</b>
Nợ/Tài sản	62,1%	60,7%	48,5%	47,4%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-45</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>279</b>
Nợ/Vốn sử dụng	68,8%	68,2%	61,3%	57,3%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>292</b>
Nợ/Vốn CSH	217,8%	213,0%	157,0%	106,8%					
Khả năng thanh toán lãi vay	2,4	3,0	3,6	3,6					

Nguồn: dữ liệu công ty, VCSC



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

- Hoàng Thủy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.