

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG)
Lê Hồng Thuận

Chuyên viên phân tích

 Email: thuanlh@fpts.com.vn

Điện thoại: (8424) - 3773 7070

Ext: 4343

Giá hiện tại:

14.800

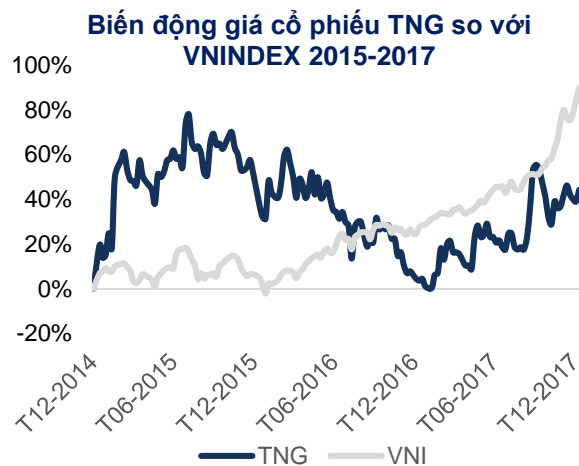
Giá mục tiêu:

15.300

Tăng/(giảm):

3%
Khuyến nghị

THEO DÕI

Biến động giá cổ phiếu TNG so với VNINDEX 2014-2017


THAY ĐỔI ĐỂ ĐỘT PHÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TNG của Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu của TNG là **15.300 VNĐ/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với các luận điểm như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TNG là một doanh nghiệp tiêu biểu của ngành dệt may Việt Nam với sản xuất chủ yếu theo phương thức gia công. Hoạt động sản xuất kinh doanh của TNG còn một số điểm yếu mà nếu có thể khắc phục, TNG sẽ có những cải thiện đáng kể và tạo mốc đột phá trong thời gian tới.

(1) Áp lực trả nợ lớn

TNG đang tài trợ tài sản chủ yếu từ nợ vay có lãi (62% cơ cấu tài sản từ nợ vay ngân hàng), gần gấp đôi mức trung bình ngành là 37% với tỷ lệ chi phí lãi vay/DTT là 3,6%, xấp xỉ tỷ lệ lợi nhuận thuần năm 2016. Nếu không có chi phí lãi vay, tỷ lệ lợi nhuận thuần của TNG có thể tăng gấp đôi tỷ lệ lợi nhuận thuần ở mức hiện tại.

(2) Quản lý dòng tiền chưa hiệu quả

Trong giai đoạn từ 2012 - 2016 doanh nghiệp liên tục đầu tư tài sản cố định để mở rộng các nhà máy may mới tại Đại Từ, Phú Bình, Phú Lương... nhằm đón đầu quy mô thị trường bùng nổ sau TPP. Tuy nhiên, việc TPP không có Mỹ (hay CPTPP) khiến tăng trưởng quy mô doanh thu và lợi nhuận không đạt như kỳ vọng và đẩy doanh nghiệp vào gánh nặng nợ vay lớn.

Với tình hình CFO tiếp tục âm hoặc rất thấp như hiện nay, cộng với CFI âm và số dư tiền mặt không lớn, việc phụ thuộc vào vay nợ là điều khó tránh khỏi với TNG. Từ đó, áp lực trả nợ tiếp tục gia tăng và hoạt động kinh doanh có thể bị cản trở do doanh nghiệp gặp khó khăn hơn trong quá trình huy động vốn.

Thông tin giao dịch
9/1/2018

Giá hiện tại (VNĐ/CP)	13.600
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	15.700
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	11.300
Số lượng CP niêm yết	41.117.291
Số lượng CP lưu hành	41.117.291
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	406.869
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	18,52%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	411
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	609

Thông tin chung	
Tên	Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG
Địa chỉ	434/1 Đường Bắc Kạn, P. Hoàng Văn Thụ, TP. Thái Nguyên, Tỉnh Thái Nguyên, Việt Nam
Doanh thu chính	Sản xuất hàng may mặc xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí nguyên phụ liệu may mặc, chi phí nhân công, chi phí lãi vay

Cơ cấu cổ đông	(%)
Nguyễn Văn Thời	19,33%
Nguyễn Đức Mạnh	6,08%
ASEAN Deep Value Fund và Rusdy Pranata	10,38%
Khác	64,21%

(3) Sản phẩm gia công đơn giản, dễ bị thay thế

Sản phẩm chủ lực của TNG là áo jacket bông, lông vũ, quần cargo short, hàng trẻ em... là các sản phẩm gia công đơn giản, ở phân khúc trung bình và thấp, dễ bị thay thế. Hiện tại một số doanh nghiệp may mặc trong ngành đã bắt đầu chỉ nhận các đơn hàng khó với giá gia công cao, một phần để tay nghề nhân công cải thiện, một phần định hình chiến lược trong cạnh tranh sản xuất sản phẩm may mặc. Nếu TNG vẫn tiếp tục sản xuất gia công đơn giản, khả năng cạnh tranh lâu dài sẽ bị hạn chế.

(4) Tuy nhiên cổ phiếu vẫn đang chờ đợi những tín hiệu tích cực từ thị trường EU, Mỹ và Canada

Xét về tổng thể, toàn ngành dệt may Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong ngắn hạn và trung hạn do các quốc gia lân cận với chi phí nhân công cạnh tranh chưa thể sản xuất ngay các sản phẩm may mặc với mức độ chi tiết và phức tạp cao và thay thế hoàn toàn Việt Nam (Chi tiết xem tại [Báo cáo ngành Dệt may 2017](#)).

Là một trong số các doanh nghiệp xuất khẩu dệt may điển hình với kim ngạch xuất khẩu lớn nhất cả nước (Chi tiết xem tại [Phụ lục 1](#)), TNG sẽ tiếp tục nhận các tín hiệu tích cực từ các thị trường xuất khẩu lớn như Châu Âu, Mỹ và Canada.

Tại thị trường Châu Âu, TNG vốn là đối tác lớn của Decathlon - chuỗi bán lẻ đồ thể thao lớn nhất của Pháp. Hãng này đã và đang có kế hoạch tăng doanh thu ký kết với TNG từ 10 – 20 triệu USD/năm (tương ứng với 10% tổng doanh thu của TNG) đến năm 2022. Tại thị trường Mỹ và Canada, TNG vốn là đối tác lớn của The Children's Place với sản phẩm phân phối tại Mỹ và Canada. Hãng này cũng có kế hoạch tăng doanh thu ký kết với TNG 10%/năm. Ngoài ra, các hiệp định thương mại tự do như EVFTA, CPTPP sẽ tiếp tục mở rộng các cơ hội thị trường cho TNG trong thời gian tới, từ đó, mở ra các cơ hội tăng trưởng đột phá cho doanh nghiệp.

I. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

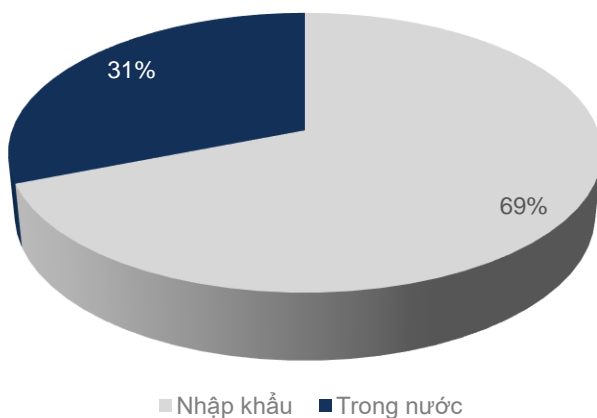
Chuỗi giá trị kinh doanh của TNG



Nguồn: FPTS tổng hợp

1. Nguyên liệu đầu vào

Nguồn nguyên vật liệu



Nguồn: FPTS tổng hợp

Nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu từ nhập khẩu

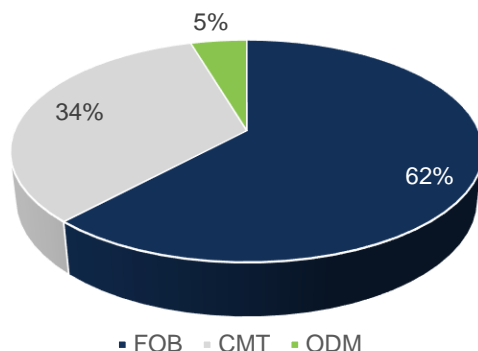
Nguyên vật liệu đầu vào trong sản xuất hàng may mặc bao gồm nguyên vật liệu chính (vải) và các vật liệu phụ (chỉ, khóa, cúc, vật liệu dưng, vật liệu cài...). Vải được TNG nhập khẩu chủ yếu theo yêu cầu của bên đặt hàng, theo đó, nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc (70 – 85%), ngoài ra, vải còn được nhập khẩu từ Đài Loan, Hàn Quốc, Pakistan...

Phụ liệu được cung cấp chủ yếu từ các doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp trong nước như YKK, Công ty CP Phụ liệu may Nha Trang...

Nhìn chung, nguyên vật liệu đầu vào của TNG chủ yếu từ nhập khẩu (69%).

2. Sản xuất

Cơ cấu doanh thu theo loại hình sản xuất năm 2017



Nguồn: FPTTS tổng hợp

TNG chủ yếu sản xuất hàng xuất khẩu theo phương thức FOB cấp 1

TNG hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất hàng may mặc xuất khẩu, tập trung dưới 2 hình thức FOB (mua nguyên vật liệu, sản xuất thành phẩm theo mẫu) và CMT (gia công từ nguyên vật liệu do bên đặt hàng cung cấp), trong đó chủ yếu là hình thức FOB (chiếm khoảng 62% doanh thu năm 2017). Cụ thể, TNG sản xuất theo phương thức FOB cấp 1 (nguồn mua nguyên vật liệu do bên đặt hàng chỉ định). Ngoài ra, TNG còn sản xuất sản phẩm thời trang mang thương hiệu TNGFashion phân phối chủ yếu tại thị trường miền Bắc (chiếm khoảng 5% doanh thu).

Sản phẩm chính của TNG là áo Jacket, quần Cargo short. Ngoài ra, công ty còn sản xuất sản phẩm mang thương hiệu TNG tiêu thụ trong nước và các sản phẩm phụ trợ như bao bì giấy, nhựa làm túi nilon, áo mưa nilon, nguyên phụ liệu ngành may mặc... chủ yếu đáp ứng nhu cầu tiêu thụ nội bộ.

Năng lực sản xuất của TNG (giai đoạn 2013 – 2015)

Tên sản phẩm	Đơn vị	2013	2014	2015
Áo jacket	Chiếc	7.400.000	8.400.000	9.400.000
Quần cargo short	Chiếc	9.800.000	11.100.000	13.100.000
Bông tấm	Triệu yads	2.000.000	4.500.000	7.000.000
Thùng carton	m2	2.500.000	250.000	6.500.000
Túi PE, PP	Tấn	150.000	6.500.000	550.000
Giặt công nghiệp	Chiếc	6.000.000	2.000.000	7.500.000
In công nghiệp	Chiếc	550.000	2.000.000	4.000.000
Thêu công nghiệp	Chiếc	2.700.000	2.000.000	4.000.000

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Trong lĩnh vực sản xuất hàng may mặc xuất khẩu, các sản phẩm chủ lực của TNG bao gồm áo jacket và quần cargo short. Đây là các sản phẩm gia công đơn giản, ở phân khúc trung bình và thấp, dễ bị thay thế. Với cạnh tranh gay gắt trên phương diện quốc gia về sản xuất hàng may mặc, ngành dệt may Việt Nam đang chịu cạnh tranh về chi phí sản xuất từ các quốc gia lân cận với chi phí nhân công giá rẻ như Campuchia, Myanmar... Tuy nhiên, các quốc gia cạnh tranh này với kinh nghiệm chưa nhiều nên mới sản xuất được các sản phẩm với các chi tiết đơn giản. Từ đó đòi hỏi các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc Việt Nam nói chung sản xuất các sản phẩm phức tạp hơn do đó nếu TNG chỉ sản xuất các sản phẩm đơn giản sẽ khó cạnh tranh với các công ty may mặc từ Campuchia, Myanmar...

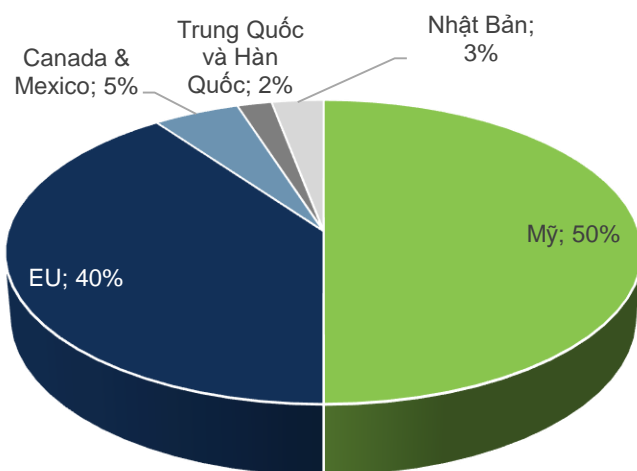
Các nhà máy may có thể mở rộng thêm quy mô sản xuất

Hiện tại chi nhánh may Việt Đức, Phú Bình, Sông Công đã đạt gần hết công suất, tuy nhiên các chi nhánh may Việt Thái và Đại Từ vẫn chưa đạt hết công suất (Việt Thái ~85%, Đại Từ ~50%). Do đó, TNG hoàn toàn có khả năng đáp ứng nhu cầu đặt hàng gia tăng trong thời gian tới.

3. Phân phối và tiêu thụ

Xuất khẩu

Cơ cấu doanh thu theo thị trường xuất khẩu năm 2016



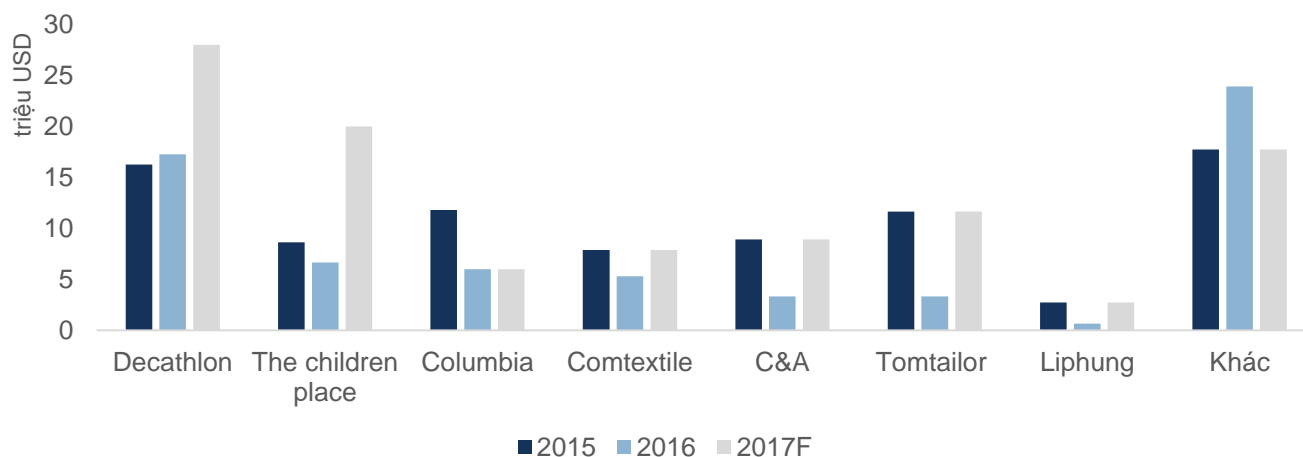
Mỹ và EU là thị trường tiêu thụ chủ yếu

Từ năm 2013 trở về trước, Mỹ là thị trường chính đem lại 65-75% doanh thu xuất khẩu cho công ty. Đến nay TNG đã chủ động mở rộng đa dạng thị trường với nhiều khách hàng lớn và ổn định tại các quốc gia khác. Mỹ và EU là thị trường xuất khẩu chủ đạo của TNG, theo đó, thị trường Mỹ bao gồm các khách hàng lớn như The Children's Place (TCP) và Columbia, thị trường EU bao gồm khách hàng lớn là Decathlon.

Nguồn: TNG, FPTs tổng hợp

Decathlon và The Children's place (TCP) là hai khách hàng lớn nhất của TNG (chiếm khoảng 40% tổng doanh thu ghi nhận), theo đó, doanh thu kế hoạch hay giá trị đơn hàng ký kết với 2 đối tác này (dự kiến giữa TNG với Decathlon và TCP) tăng khoảng 10 - 20 triệu USD/năm. Lưu ý đây là con số về giá trị đơn hàng giữa 2 khách hàng ký kết với TNG, còn về doanh thu để lại cho TNG (là doanh thu TNG hạch toán sổ sách kế toán) phụ thuộc vào từng đơn hàng, mặt hàng sản xuất và phương thức sản xuất (CMT hay FOB), nên doanh thu ghi nhận sẽ nhỏ hơn kế hoạch ký kết.

Doanh thu từ các khách hàng lớn của TNG (giai đoạn 2015 -2017F)



Nguồn: TNG, FPTs tổng hợp

Đơn hàng từ Decathlon năm 2017 có doanh thu kế hoạch đầu năm là 70 triệu USD, trong đó, doanh thu để lại cho TNG đạt khoảng 30 - 45%, do đó, doanh thu ghi nhận của TNG từ Decathlon ước đạt 28 triệu USD (yoy 65%). TNG chủ yếu thực hiện may áo jacket, quần short và áo thể thao cho Decathlon với tỷ lệ đơn hàng FOB đạt khoảng 50%. Decathlon là chuỗi bán lẻ đồ thể thao lớn nhất của Pháp với các điểm tiêu thụ trên toàn cầu, theo đó, Decathlon chủ yếu làm việc với TNG thông qua văn phòng đại diện tại Việt Nam. Từ cuối năm 2016, Decathlon đẩy mạnh bán đồ thể thao tại thị trường Việt Nam thay vì chủ yếu xuất ngược trở lại ra nước ngoài như trước, khiến các đơn đặt hàng từ Decathlon liên tục tăng mạnh, một phần lớn tiêu thụ tại thị trường nước ngoài, phần còn lại tiêu thụ tại chính thị trường Việt Nam.

Đơn hàng từ TCP năm 2017 có doanh thu kế hoạch là 20 triệu USD, đây cũng là doanh thu ghi nhận của TNG ước tính từ TCP (yoy 200%). TNG chủ yếu thực hiện may quần áo trẻ em cho TCP với tỷ lệ đơn hàng FOB đạt 100%. TCP là chuỗi bán lẻ thời trang trẻ em lớn nhất tại Mỹ, sản phẩm chủ yếu phân phối tại Mỹ và Canada vốn là thị trường rộng và có sức tiêu thụ lớn. Tăng trưởng doanh thu với TCP tăng mạnh trong năm 2017, một phần là do doanh thu năm 2016 từ TCP tương đối thấp so với trung bình các năm trước do các khách hàng từ Mỹ trong năm 2016 chờ đợi tín hiệu từ việc Mỹ có tham gia TPP hay không nên đơn hàng chậm lại. Tuy nhiên, sau năm 2017, các khách hàng từ khu vực này đã bình thường trở lại với tốc độ tăng trưởng bình quân yoy dự kiến từ TCP đạt khoảng 10%/năm.

Đơn hàng từ Columbia có xu hướng chậm lại từ năm 2016, tỷ trọng đơn hàng từ khách hàng này giảm từ 14% năm 2015 xuống còn 9% năm 2016 và tiếp tục có xu hướng giảm. Một phần nguyên nhân là tỷ trọng đơn hàng từ các khách hàng khác như Decathlon và TCP tăng lên, một phần khác là do Columbia cũng đặt hàng từ nhiều đơn vị sản xuất hàng may mặc khác tại Việt Nam như May Sài Gòn (GMC), May Sông Hồng... Nhìn chung, doanh thu kỳ vọng từ khách hàng này tương đương với năm 2016 (yoy 0%).

Trong giai đoạn trước 2017, các đơn hàng may mặc xuất khẩu của TNG chủ yếu thực hiện theo phương thức CMT và FOB, cụ thể là FOB cấp 1, theo đó, đơn vị đặt hàng chỉ định nơi nhập khẩu nguyên vật liệu. Điểm đáng lưu ý là TNG đã và đang triển khai thực hiện FOB cấp 2, theo đó, TNG sẽ chủ động nhập khẩu nguyên vật liệu cho Levi's. Doanh thu dự kiến từ Levi's trong năm 2018 đạt 1 triệu USD và sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới. Mặc dù, giá trị đơn hàng Levi's chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu xuất khẩu, tuy nhiên, đây là một tín hiệu tích cực đối với TNG với việc khách hàng quốc tế tin tưởng và giao cho TNG chủ động tìm nguồn nguyên vật liệu.

Nội địa

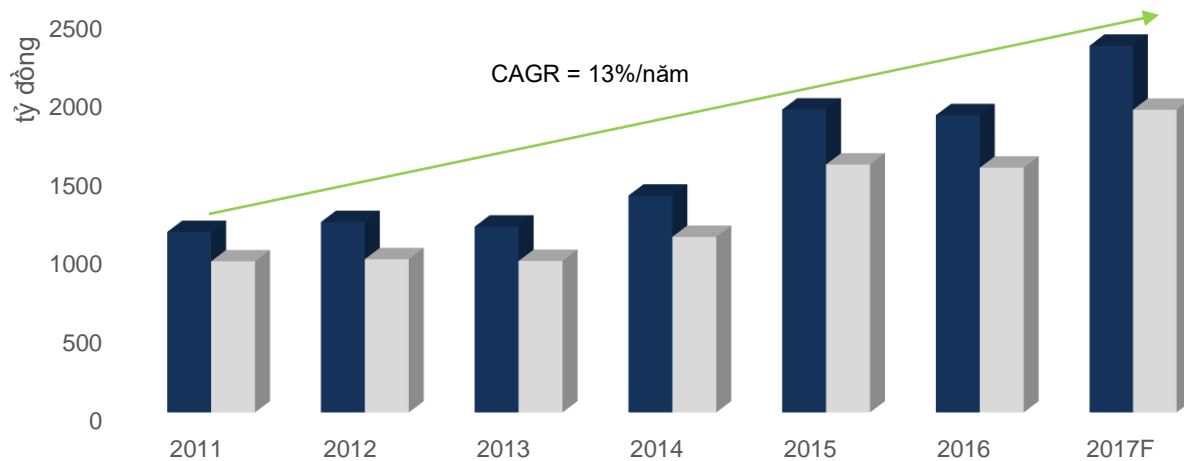
Bên cạnh việc tập trung đẩy mạnh doanh thu qua xuất khẩu, TNG có định hướng khẳng định vị thế tại thị trường trong nước với hệ thống chuỗi cửa hàng TNG Fashion Store giới thiệu và bán các sản phẩm mang thương hiệu TNG. Tính đến năm 2017, TNG có khoảng 26 cửa hàng và 14 đại lý trên hơn 20 tỉnh thành tại Việt Nam, chủ yếu tại các tỉnh thành phía Bắc.

Tính tới thời điểm 6 tháng đầu năm 2017, doanh thu từ chuỗi sản phẩm TNGFashion đạt xấp xỉ 45 tỷ đồng, đạt gần 60% tổng doanh thu cả năm 2016. Theo ước tính, cả năm 2017, doanh thu từ thị trường nội địa tăng trưởng 10% yoy đạt mức 75 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận từ TNGFashion vẫn âm trong năm 2017 với việc đầu tư xây dựng hệ thống cửa hàng.

II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu

Doanh thu TNG giai đoạn 2011 - 2017F



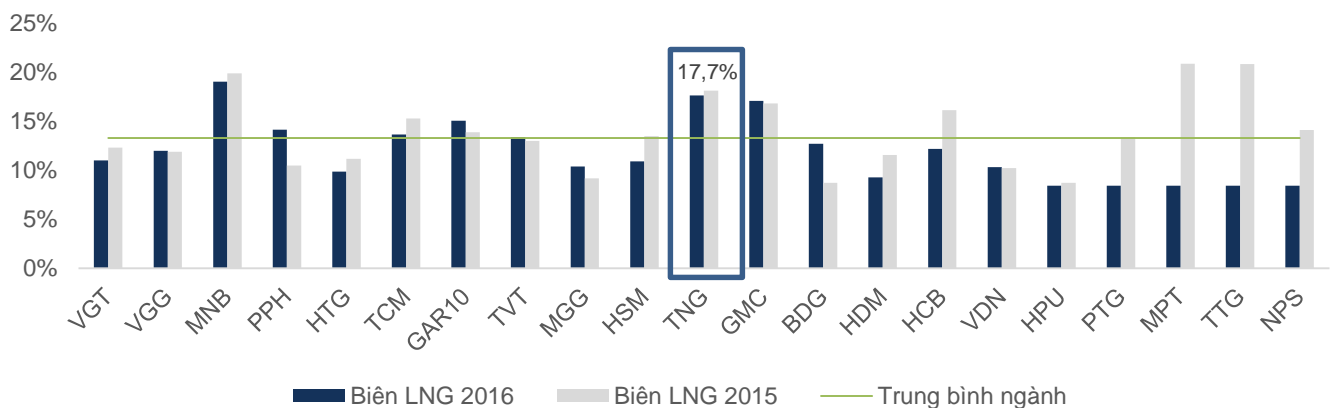
Nguồn: FPTIS Tổng hợp

Doanh thu liên tục tăng trưởng

Là doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc xuất khẩu, trong giai đoạn 2011 – 2017 doanh thu của TNG liên tục tăng trưởng với CAGR ~ 13%/năm. Doanh thu của TNG tăng từ 1.146 tỷ năm 2011 lên 2.269 tỷ (theo số liệu 11 tháng/2017) và ước tính đạt hơn 2.300 tỷ cả năm 2017.

Tỷ lệ lợi nhuận gộp tương đối cao so với các doanh nghiệp trong ngành

Tỷ lệ lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp may



Nguồn: FPTIS Tổng hợp

Tỷ lệ lợi nhuận gộp sản xuất một số mặt hàng may mặc

Sản phẩm	Tỷ lệ lợi nhuận gộp
Áo jacket	18%
Quần áo thể thao	14%
Áo veston	20%
Áo sơ mi	12%
Đồng phục và bảo hộ lao động	4%

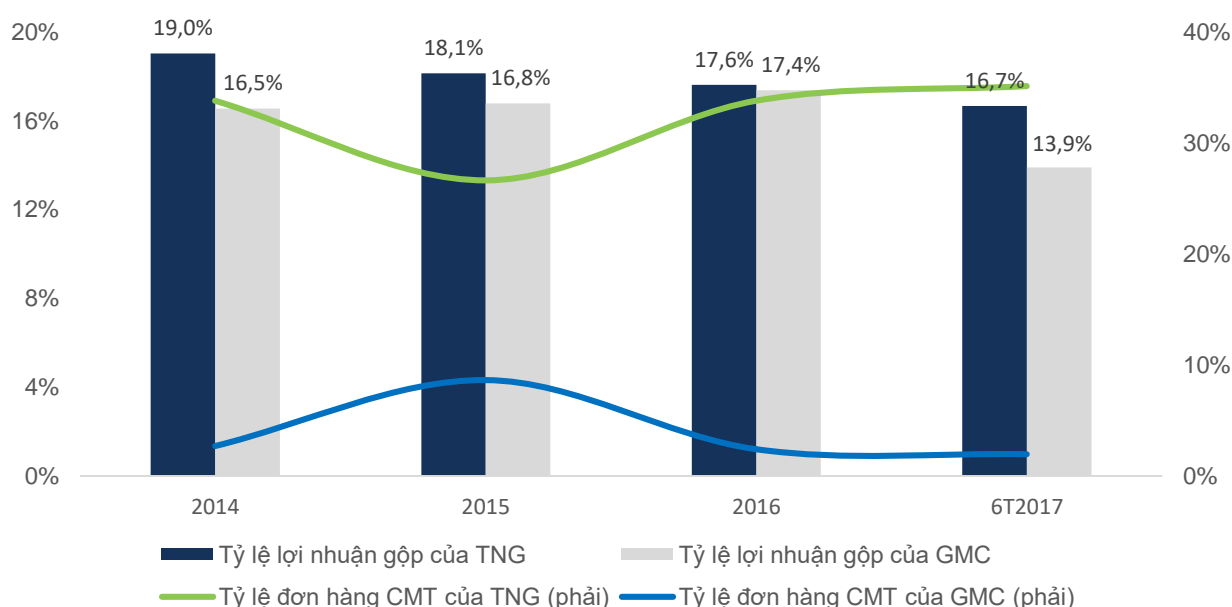
Nguồn: FPTIS Tổng hợp

TNG có tỷ lệ lợi nhuận gộp năm 2016 đạt 17,7%, cao hơn so với trung bình các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc (13%). Đối với sản xuất hàng may mặc, tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu cao hay thấp tùy thuộc vào sản phẩm sản xuất. Các đơn vị may tư nhân như TCM, TNG, GMC có tỷ lệ lợi nhuận gộp khoảng 14 - 17% do sản phẩm chủ yếu là áo jacket và quần áo thể thao. May Nhà Bè có sản phẩm chủ yếu là áo veston với đòi hỏi nhiều chi tiết may tỉ mỉ và biên lợi nhuận cao hơn (khoảng 20%). Các doanh nghiệp như May 10, May Việt Tiến, May Việt Thắng với tỷ trọng áo sơ mi lớn nên biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 12 - 14%.

Tuy nhiên tỷ lệ lợi nhuận gộp cao chủ yếu là do doanh nghiệp sản xuất theo phương thức CMT với tỷ trọng cao

Nếu so sánh với nhóm các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm và đối tác tương tự như May Sông Hồng (SHJS), May Sài Gòn (GMC), tỷ lệ lợi nhuận gộp của TNG tại mức 17,7% không phải là tỷ lệ cao vượt trội. Tỷ lệ lợi nhuận hàng FOB và CMT tại TNG, SHJS và GMC đều ở mức tương tự nhau. Cụ thể, đối với đơn hàng CMT, tỷ lệ lợi nhuận gộp khoảng 20 - 21% và đơn hàng FOB, tỷ lệ lợi nhuận gộp đạt 14 - 16% trong giai đoạn 2014 - 2016. Cần lưu ý, giá vốn CMT không bao gồm nguyên vật liệu chính (vải) mà chỉ bao gồm chi phí nhân công, vật liệu phụ và các chi phí thuê ngoài, còn giá vốn FOB bao gồm cả giá nguyên vật liệu. Như vậy, tỷ lệ lợi nhuận gộp đơn hàng CMT cao hơn tỷ lệ lợi nhuận gộp đơn hàng FOB.

So sánh tỷ lệ lợi nhuận gộp của TNG và GMC

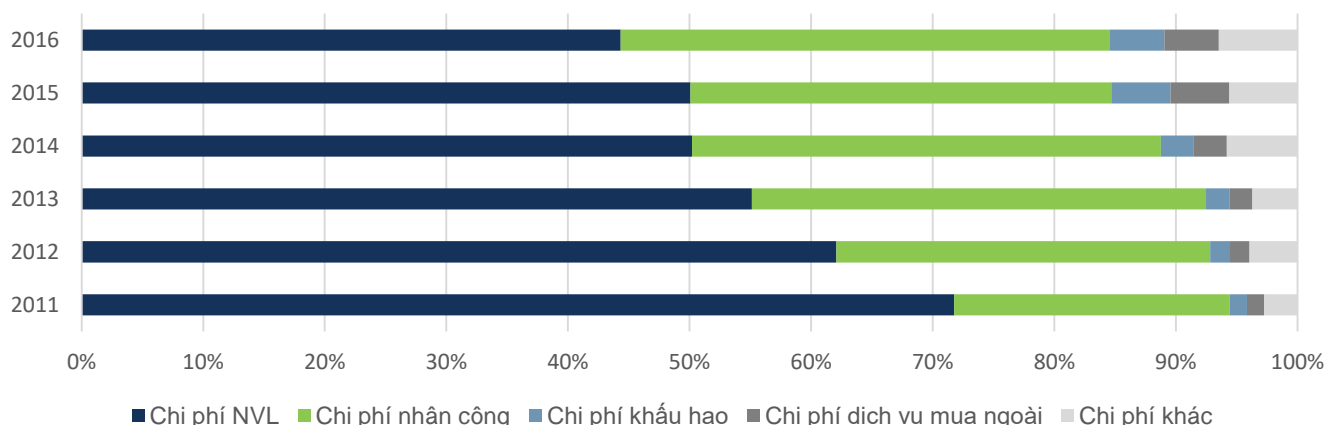


Nguồn: FPTIS Tổng hợp

Tỷ lệ lợi nhuận gộp/ doanh thu thuần của TNG cao hơn GMC do tỷ trọng sản xuất hàng CMT cao hơn. Cụ thể trong giai đoạn 2014 - 2016, tỷ trọng hàng CMT của TNG khoảng 30 - 35% thì tỷ lệ này ở GMC chỉ dưới 10%. Đây là nguyên nhân khiến tỷ lệ lợi nhuận gộp của TNG tương đối cao so với GMC. Trong xu thế của toàn ngành là giảm dần tỷ trọng hàng CMT, tăng tỷ trọng đơn hàng FOB và các hình thức có giá trị gia tăng cao hơn (ODM, OBM), doanh nghiệp cần có các định hướng thay đổi trong phương thức sản xuất cho phù hợp.

2. Chi phí sản xuất kinh doanh

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố TNG



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Chi phí nguyên vật liệu

Giống như các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc khác, chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của TNG (2016: 44%, 2011: 71%). Tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu giảm không phải do giá nguyên vật liệu giảm trong giai đoạn vừa qua mà nguyên nhân chủ yếu là do chi phí nhân công tăng mạnh trong cơ cấu chi phí, đặc biệt do tác động của các chính sách về tiền lương và bảo hiểm.

Trong năm 2016, tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu trong cơ cấu chi phí của TNG tương đối thấp so với các doanh nghiệp trong ngành như TCM và GMC (TNG: 44%, TCM: 51%, GMC: 52%). TNG sản xuất theo phương thức CMT và FOB cấp 1 với tỷ trọng CMT cao hơn so với TCM và GMC. Từ tháng 10/2017, doanh nghiệp bắt đầu nhận đơn hàng FOB cấp 2 từ Levi's (theo đó TNG chủ động tìm nguồn nguyên vật liệu) với doanh thu đạt xấp xỉ 400.000 USD (chiếm tỷ trọng ~1% doanh thu xuất khẩu).

Chi phí lao động

Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn (30 - 40%) trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh của TNG. TNG có số lượng lao động rất lớn so với doanh nghiệp trong ngành là TCM và GMC nhưng năng suất lao động (doanh thu/lao động) không cao do GMC và TCM chủ yếu sản xuất may mặc theo hình thức FOB, trong khi TNG chỉ khoảng 65 - 75% là FOB, phần còn lại là CMT có giá trị thấp (chỉ đạt tối đa 25% đơn giá FOB).

So sánh số lượng lao động của TNG, GMC, TCM

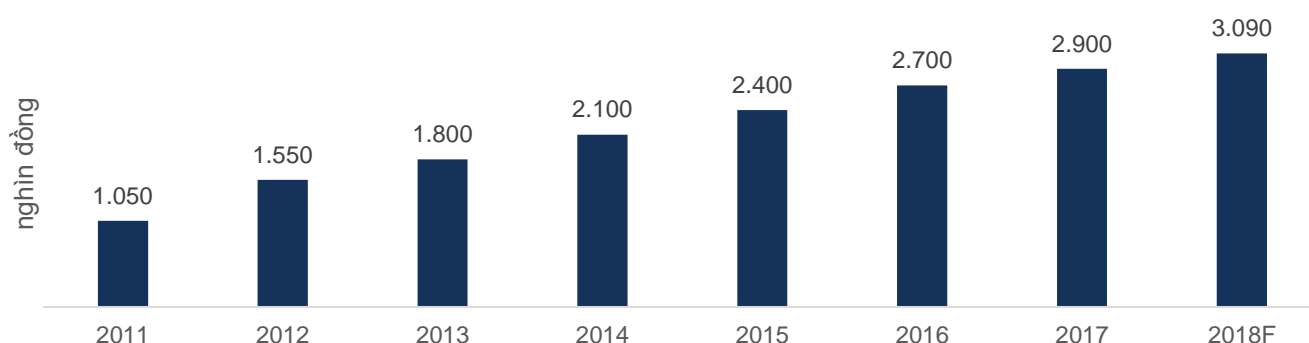
Doanh nghiệp	2012	2013	2014	2015	2016
TNG	7.259	7.268	8.963	9.313	10.033
GMC	3.496	3.797	4.250	4.372	4.178
TCM	4.286	4.591	4.577	4.921	6.592

Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Về chất lượng lao động, công nhân của TNG có tay nghề chưa cao. Trên địa bàn tỉnh Thái Nguyên có rất nhiều doanh nghiệp lớn cạnh tranh nguồn lực lao động với TNG như Samsung, Gonic, Gang Thép Thái Nguyên... Theo đó, làm việc trong các đơn vị như Samsung có mức lương khởi điểm tương đối cao so với công nhân may của TNG và có cơ hội làm thêm ngoài giờ nhiều khiến thu nhập cao hơn so với công nhân may. Ngoài ra, các chế độ phúc lợi và môi trường làm việc, cũng như danh tiếng của Samsung thu hút được sự quan tâm của nhiều lao động trên địa bàn hơn. Từ đó, khiến lực lượng lao động của TNG khó đạt tính ổn định, đồng thời lao động không đủ lâu để đào tạo tay nghề cao, đáp ứng nhu cầu mở rộng sản xuất của doanh nghiệp.

Về quy mô lao động, số lượng lao động của TNG đạt khoảng 10.000 lao động (gần gấp đôi so với số lượng lao động của TCM và GMC). Hiện tại, các khoản trích theo lương (bao gồm bảo hiểm y tế, bảo hiểm xã hội, bảo hiểm thất nghiệp, kinh phí công đoàn) được tính dựa trên mức lương tối thiểu nhân với hệ số cấp bậc. Do đó, TNG đã, đang và sẽ gặp những thách thức tương đối lớn về thay đổi mức lương tối thiểu được điều chỉnh hàng năm.

Lộ trình tăng lương tối thiểu khu vực 3 giai đoạn 2011- 2018F

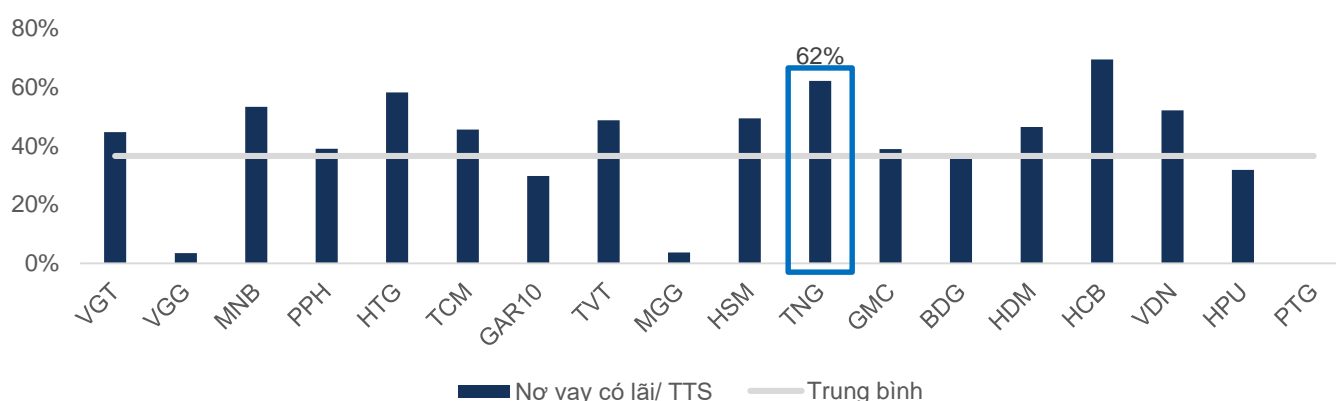


Nguồn: FPTSS Tổng hợp

Cụ thể, năm 2016, thay đổi về mức lương tối thiểu khu vực 3 từ 2,4 triệu lên 2,7 triệu khiến các khoản trích theo lương của doanh nghiệp tăng xấp xỉ 10 tỷ đồng. Năm 2017, thay đổi mức lương từ 2,7 triệu lên 2,9 triệu, các khoản trích theo lương tiếp tục tăng khoảng 7 tỷ đồng. Dự đoán trong năm 2018, thay đổi mức lương từ 2,9 triệu lên 3,09 triệu, các khoản trích theo lương tiếp tục tăng thêm 7 tỷ đồng nữa. Với lộ trình tăng lương tối thiểu được đề xuất, các khoản trích theo lương của TNG sẽ tiếp tục tăng khoảng 7 tỷ đồng/năm (xấp xỉ 8% lợi nhuận sau thuế năm 2016).

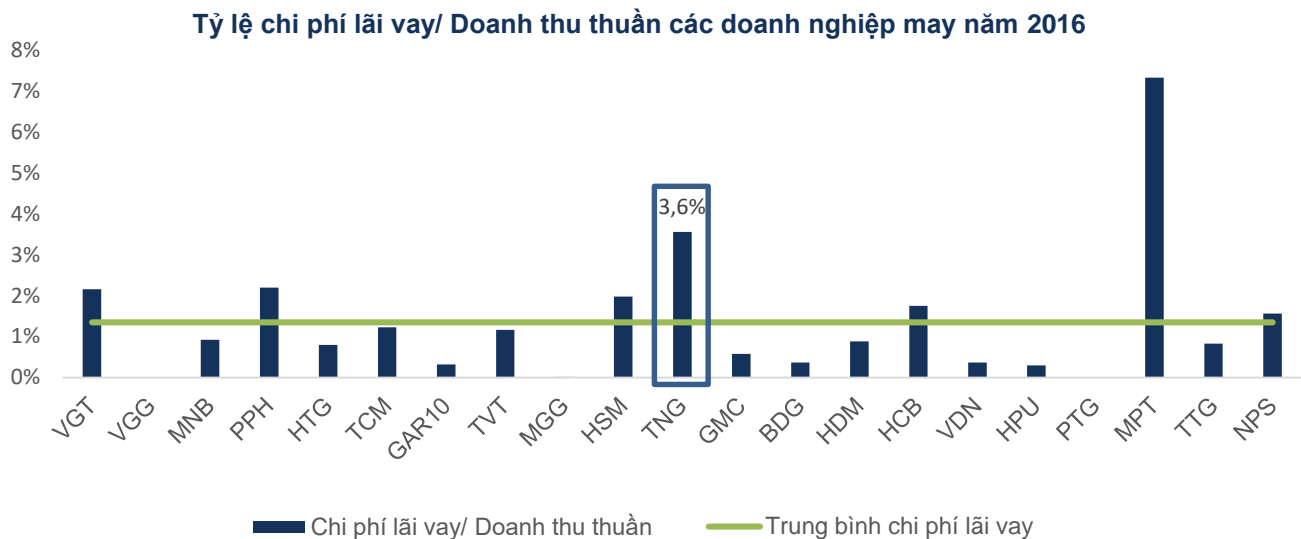
3. Dư nợ và chi phí lãi vay

Tỷ lệ nợ vay có lãi/ TTS các doanh nghiệp may



Nguồn: FPTIS Tổng hợp

TNG đang tài trợ tài sản chủ yếu từ nợ vay có lãi (62% cơ cấu tài sản từ nợ vay ngân hàng), gần gấp đôi mức trung bình ngành là 37%. Đây là điểm doanh nghiệp cần lưu ý khi thời gian tới nếu muốn tham gia sản xuất theo phương thức phức tạp hơn (FOB cấp 2, ODM), doanh nghiệp cần chủ động được vốn để nhập khẩu nguyên vật liệu hoặc huy động vốn từ ngân hàng. Với tỷ lệ nợ vay lớn, doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn hơn trong việc huy động vốn và ảnh hưởng tới khả năng nhận được các hợp đồng sản xuất hàng may mặc với giá trị gia tăng cao.



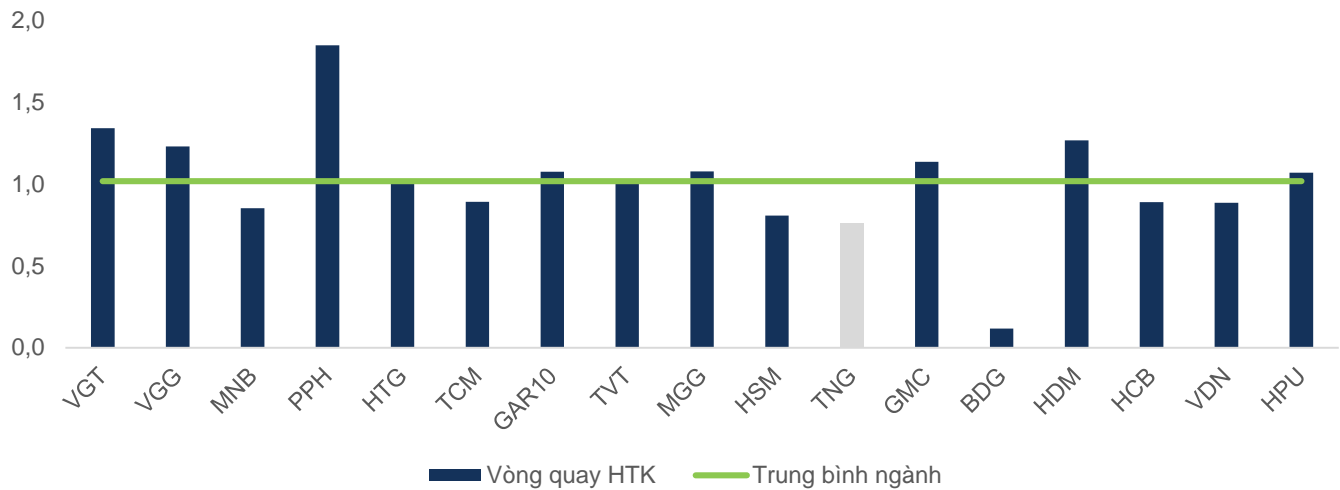
Nguồn: FPTIS Tổng hợp

Chi phí lãi vay đang là gánh nặng lớn của doanh nghiệp. TNG là doanh nghiệp có tỷ lệ chi phí lãi vay lớn nhất trong các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc có quy mô doanh thu trên 1.000 tỷ VNĐ (tỷ lệ chi phí lãi vay/DTT là 3,6%, xấp xỉ tỷ lệ lợi nhuận thuần năm 2016). Hiện tại tỷ lệ chi phí lãi vay năm 2016 của TNG gấp ba lần so với các doanh nghiệp trong ngành. Nếu không có chi phí lãi vay, tỷ lệ lợi nhuận thuần của TNG có thể tăng gấp đôi tỷ lệ lợi nhuận thuần ở mức hiện tại.

Khả năng thanh toán nợ được cải thiện nhưng vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro

Tính tới thời điểm tháng 11/2017, tổng nợ vay có lãi của doanh nghiệp duy trì ở mức 1.300 tỷ đồng (trong đó, nợ ngắn hạn là 1.000 tỷ đồng). Tổng tài sản ngắn hạn chỉ xấp xỉ số tiền nợ ngắn hạn này (1.120 tỷ đồng), chưa kể đến doanh nghiệp cần đáp ứng các khoản nợ ngắn hạn khác như khoản phải trả người bán ngắn hạn (200 tỷ đồng).

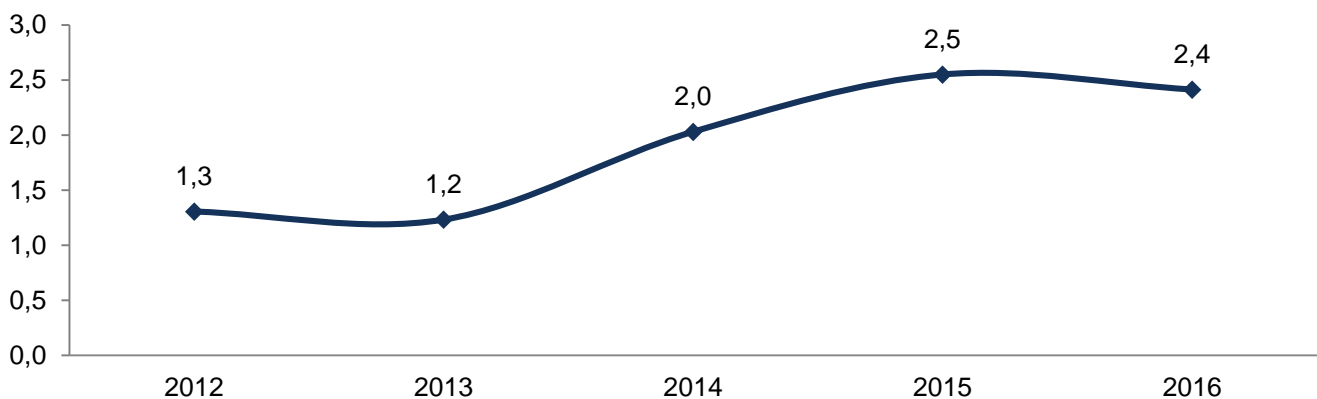
So sánh chỉ số thanh toán hiện hành của TNG với trung bình ngành năm 2016



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Chỉ số thanh toán hiện hành của TNG (0,76) thấp hơn so với trung bình ngành (1,02). Đây là điểm cần lưu ý khi đầu tư vào doanh nghiệp. Chỉ số thanh toán hiện hành nhỏ hơn 1 thể hiện các khoản tài sản ngắn hạn không đủ bù đắp các khoản nợ đến hạn. Theo đó, chỉ số này của TNG liên tục nhỏ hơn 1 (<1) trong nhiều năm (từ 2012 – 2016) và không có dấu hiệu cải thiện.

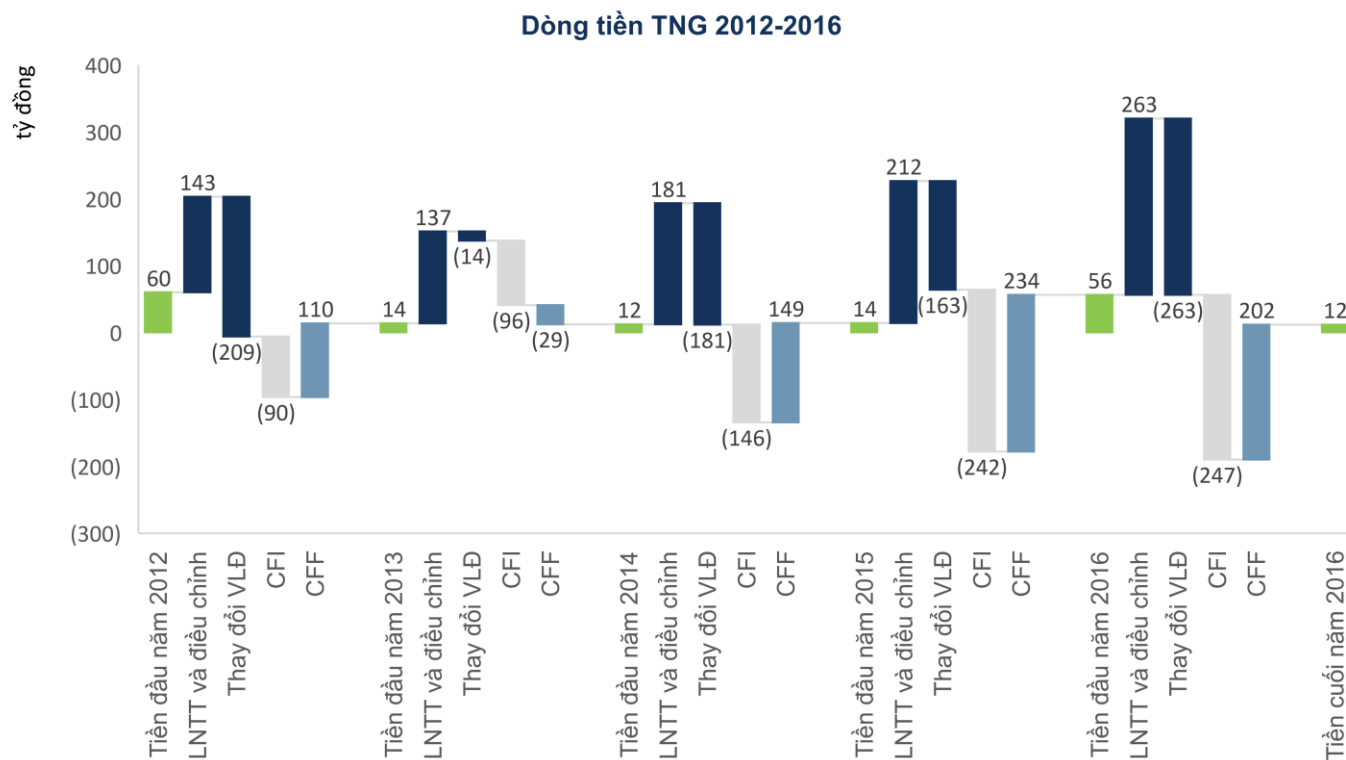
Khả năng chi trả lãi vay TNG



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Trái lại, khả năng chi trả lãi vay của TNG cũng được cải thiện qua các năm. Tỷ lệ lợi nhuận trước thuế và lãi vay/lãi vay năm 2016 đạt 2,41 lần (gần 2 lần tỷ lệ này của năm 2013).

4. Dòng tiền



Nguồn: FPTIS Tổng hợp

TNG có những rủi ro nhất định về dòng tiền

Trong giai đoạn từ 2012 - 2016 doanh nghiệp liên tục đầu tư tài sản cố định để mở rộng các nhà máy may mới tại Đại Từ, Phú Bình, Phú Lương... nhằm đón đầu quy mô thị trường bùng nổ sau TPP. Tuy nhiên, việc TPP không có Mỹ (hay CPTPP) khiến tăng trưởng quy mô doanh thu và lợi nhuận không đạt như kỳ vọng và đẩy doanh nghiệp vào gánh nặng nợ vay lớn. Điều này thể hiện qua việc dòng tiền hoạt động đầu tư (CFI) liên tục âm trong giai đoạn này. Tổng dòng tiền hoạt động đầu tư lũy kế đạt 820 tỷ đồng.

Dòng tiền hoạt động tài chính qua các năm chỉ đủ bù đắp dòng tiền hoạt động đầu tư. Theo đó, doanh nghiệp không chi trả cổ tức bằng tiền nhiều qua các năm như các cổ phiếu cùng ngành khác ví dụ TCM và GMC. Doanh nghiệp huy động vốn thông qua các khoản vay có lãi hoặc phát hành thêm cổ phiếu, dòng tiền tích lũy từ hoạt động kinh doanh không đủ tài trợ thêm cho hoạt động đầu tư.

So sánh chi trả cổ tức bằng tiền của các doanh nghiệp ngành may niêm yết

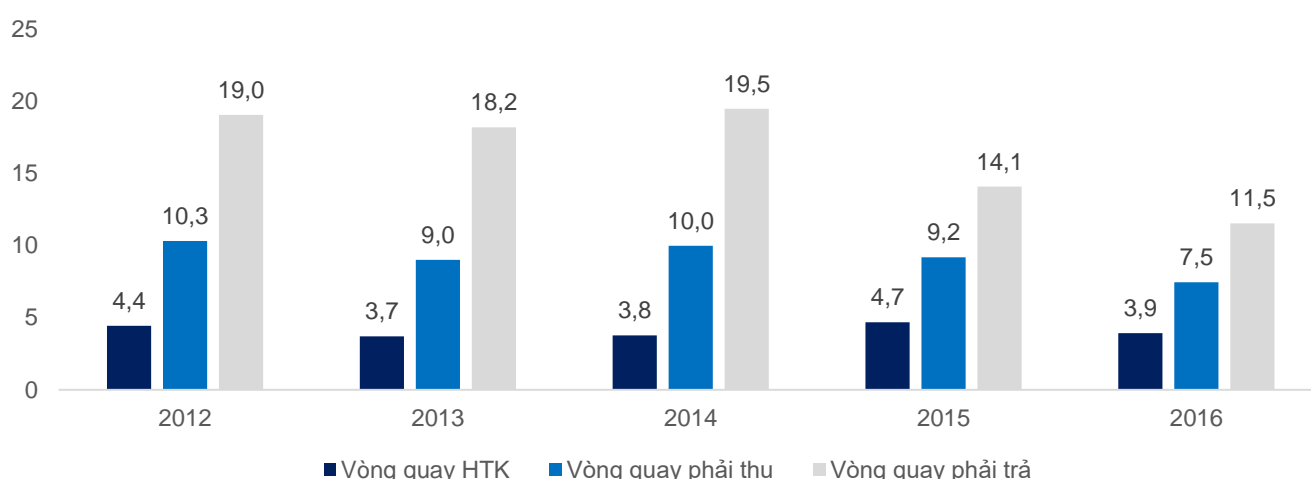
Mã CP	2017	2016	2015	2014	2013	2012
TNG	-	-	6%	-	10%	6%
TCM	5%	10%	6%	16%	-	8%
GMC	30%	30%	30%	-	15%	35%

Nguồn: FPTIS tổng hợp

Mặc dù quy mô doanh thu tăng trưởng 50% trong giai đoạn 2012 - 2016 (từ 1.200 tỷ lên 1.900 tỷ), dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) không lớn hoặc âm trong giai đoạn này khiến khoản mục tiền và tương đương tiền thời điểm cuối năm tại cuối năm 2016 rất thấp (12 tỷ). Nếu so với các doanh nghiệp trong ngành như TCM và GMC, chỉ riêng TNG có xu hướng dòng tiền như vậy, 2 doanh nghiệp còn lại có dòng tiền hoạt động kinh doanh dương trong giai đoạn này (ngoại trừ năm 2015 với tình hình tỷ giá biến động phức tạp). Với tình hình CFO tiếp tục âm hoặc rất thấp như hiện nay, cộng với CFI âm và số dư tiền mặt không lớn, việc phụ thuộc vào vay nợ là điều khó tránh khỏi với TNG, từ đó, áp lực trả nợ tiếp tục gia tăng. Với quy mô vay nợ càng lớn, chi phí lãi vay càng cao và khả năng huy động càng giảm sẽ ảnh hưởng không nhỏ tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

5. Chỉ số về hiệu quả hoạt động

Vòng quay hàng tồn kho, phải thu và phải trả của TNG giai đoạn 2012 - 2016



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

So với các doanh nghiệp trong ngành dệt may, vòng quay hàng tồn kho, vòng quay khoản phải thu và vòng quay khoản phải trả của TNG trong năm 2016 tương đối thấp.

Vòng quay hàng tồn kho của TNG là 3,9 vòng (Trung bình ngành 5,9 vòng), cho thấy số ngày hàng tồn kho trung bình khoảng 90 ngày, tương đương với 3 tháng. Số ngày tồn kho này phù hợp với chu trình sản xuất của TNG với thời gian sản xuất trung bình từ 60 - 90 ngày.

Vòng quay khoản phải thu của TNG là 7,5 vòng (Trung bình ngành 9,9 vòng). Vòng quay khoản phải trả của TNG là 11,5 vòng (Trung bình ngành là 15,7 vòng). Tuy nhiên, trung bình trong quá khứ (giai đoạn 2012 - 2015), vòng quay khoản phải thu và phải trả của TNG cũng đạt ở mức trung bình ngành. Điểm khác biệt là năm 2016, cả vòng quay khoản phải thu và phải trả đều giảm so với giai đoạn trước và chỉ mang tính chất tạm thời tại thời điểm năm 2016.

III. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ TNG

Chúng tôi định giá TNG sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 50/50. Giá trị cổ phiếu TNG theo 2 phương pháp có mức bình quân là **15.300 VNĐ/cp**, cao hơn 8% so với mức giá đóng cửa ngày 9/1/2018. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	15.400	50%
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	15.028	
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	15.735	
	Phương pháp so sánh P/E	15.100	50%
	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	15.300	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2017	9,89%	Phần bù rủi ro	8,87%
Chi phí sử dụng nợ	8,17%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,44
Chi phí sử dụng VCSH	16,37%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,15%	Thời gian dự phóng	10 năm

Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	1.732.601
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	32.091
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.117.687
Giá trị vốn chủ sở hữu	647.005
Số lượng cổ phiếu	41
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	15.735

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu)			Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu			617.906
Số lượng cổ phiếu			41
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)			15.028
	Giá mục tiêu	VNĐ/cp	15.400

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành dệt may niêm yết:

Doanh nghiệp	Mã CP	Doanh thu 2016 (tỷ đồng)	Giá trị vốn hóa (9/1/2018) (tỷ đồng)	VCSH (31/12/2016) (tỷ đồng)	Biên LNG 2016	ROE	P/E trailing
Tập đoàn Dệt May Việt Nam	VGT	15.462	6.600	7.594	4%	8%	7,69x
Tổng Công Ty Cổ phần May Việt Tiến	VGG	7.526	2.509	1.315	5%	30%	3,58x
Tổng Công ty Cổ phần Phong Phú	PPH	3.238	1.144	1.630	8%	17%	6,06x
Tổng Công ty Cổ phần Dệt may Hòa Thọ	HTG	3.198	416	355	2%	20%	7,87x
Công ty Cổ phần Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công	TCM	3.071	1.459	916	4%	13%	7,52x
Tổng Công ty Việt Thắng - CTCP	TVT	2.492	449	625	5%	19%	3,40x
Tổng Công ty Đức Giang - Công ty Cổ phần	MGG	2.131	309	234	2%	22%	6,04x
Công ty Cổ phần Sản xuất Thương mại May Sài Gòn	GMC	1.611	423	279	4%	22%	5,83x
Công ty Cổ phần Dệt - May Huế	HDM	1.478	247	206	3%	21%	5,42x
PE trung bình ngành							6,24x
Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG	TNG	1.888	609	521	4%	16%	
Giá mục tiêu						VNĐ/cp	15.100

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

HKD	2015	2016	2017F	2018F	CĐKT	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	1.924	1.888	2.414	2.682	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	1.575	1.555	1.992	2.219	+ Tiền và tương đương	56	12	32	61
Lợi nhuận gộp	349	333	422	463	+ Các khoản phải thu	263	266	279	308
- Chi phí bán hàng & CF QLDN	183	169	216	241	+ Hàng tồn kho	348	445	486	541
Lợi nhuận thuần HKD	166	164	206	222	+ Tài sản ngắn hạn khác	33	48	56	57
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(23)	(5)	-	-	Tổng tài sản ngắn hạn	701	771	853	968
- Lợi nhuận khác	2	3	-	-	+ Nguyên giá tài sản cố định	1.064	1.312	1.362	1.544
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	145	162	206	222	+ Khấu hao lũy kế	(330)	(411)	(504)	(603)
- Chi phí lãi vay	57	67	71	63	+ Giá trị còn lại tài sản cố định	735	901	858	941
Lợi nhuận trước thuế	88	95	135	159	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
- Thuế TNDN	17	14	21	24	+ Tài sản dài hạn khác	21	69	62	56
LNST	71	81	115	135	+ Xây dựng cơ bản dở dang	157	105	205	73
EPS (đ)	2.986	2.369	2.795	2.729	Tổng tài sản dài hạn	913	1.075	1.125	1.070
					Tổng Tài sản	1.614	1.846	1.978	2.038
					Nợ & Vốn chủ sở hữu				
					+ Phải trả người bán	197	118	172	191
					+ Vay và nợ ngắn hạn	667	833	802	800
					+ Nợ ngắn hạn khác	48	61	63	67
					Nợ ngắn hạn	912	1.011	1.038	1.058
					+ Vay và nợ dài hạn	274	314	315	235
					Nợ dài hạn	274	314	315	235
					Tổng nợ	1.186	1.325	1.353	1.293
					+ Thặng dư	30	31	31	31
					+ Vốn điều lệ	295	343	411	493
					+ LN chưa phân phối	48	81	109	128
					+ Các quỹ	56	67	75	93
					+ Vốn khác	0	0	0	0
					Vốn chủ sở hữu	428	521	625	745
					Tổng cộng nguồn vốn	1.614	1.846	1.978	2.038
Chỉ số khả năng sinh lợi	2015	2016	2017F	2018F	Chỉ số hiệu quả vận hành	2015	2016	2017F	2018F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,1%	17,7%	17,5%	17,3%	Số ngày phải thu	48	49	39	38
Tỷ suất LNST	3,7%	4,3%	4,8%	5,0%	Số ngày tồn kho	79	94	86	85
ROE DuPont	20,7%	17,1%	20,1%	19,6%	Số ngày phải trả	26	30	22	25
ROA DuPont	5,1%	4,7%	6,0%	6,7%	Thời gian luân chuyển tiền	101	113	103	99
Tỷ suất EBIT	7,5%	8,6%	8,5%	8,3%	COGS / Hàng tồn kho	5	3	4	4
LNST/LNTT	81,0%	85,6%	84,9%	84,9%					
LNTT / EBIT	60,8%	58,5%	65,7%	71,4%					
Vòng quay tổng tài sản	119,2%	102,2%	122,0%	131,6%					
Đòn bẩy tài chính	3,77	3,54	3,16	2,73					
Chỉ số TK và đòn bẩy TC	2015	2016	2017F	2018F					
CS thanh toán hiện hành	0,77	0,76	0,82	0,91					
CS thanh toán nhanh	0,39	0,32	0,35	0,40					
CS thanh toán tiền mặt	0,06	0,01	0,03	0,06					
Nợ / Tài sản	0,73	0,72	0,68	0,63					
Nợ / Vốn CSH	2,77	2,54	2,16	1,73					
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,56	1,60	1,28	1,07					
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,64	0,60	0,50	0,31					
Khả năng TT lãi vay	2,55	2,41	2,91	3,50					

PHỤ LỤC

Một số doanh nghiệp xuất khẩu điển hình trong 9 tháng năm 2017 (1000 USD)

Doanh nghiệp	Kim ngạch	Doanh nghiệp	Kim ngạch
Tổng Công ty CP May Việt Tiến	389.020	Công ty TNHH Haivina	101.732
Công ty TNHH may Tinh Lợi	343.870	Công ty TNHH Hanesbrands Vn	101.723
Công ty TNHH Gain Lucky (VN)	220.165	Công ty TNHH Quốc tế Chutex	92.130
Công ty CP May Sông Hồng	193.444	Công ty TNHH HANSAETN	91.703
Công ty Hanesbrands VN Huế	172.427	Công ty TNHH May Mặc BOWKER	90.761
Công ty TNHH Sakurai VN	158.239	Công ty TNHH Apparel Far Eastern	90.570
Công ty TNHH Panko Vina	154.345	Công ty Đức Giang- Công ty CP	90.515
Tổng Công ty May 10 - Công ty CP	154.135	Công ty TNHH Dệt may Hoa Sen	90.063
Công ty CP - Tổng Công ty May Bắc Giang	152.998	Công ty TNHH YAKJIN VN	88.017
Công ty TNHH Nobland VN	149.239	Công ty TNHH sản xuất hàng thể thao	86.948
Công ty TNHH HANSAE VN	141.517	Công ty TNHH Hansoll Vina (Hsv)	86.121
Công ty TNHH Dệt May Eclat Vn	138.884	Công ty Cp may xuất khẩu Hà Bắc	83.389
Công ty Regina Miracle International VN	135.650	Công ty Youngor Smart Shirts VN	82.604
Công ty TNHH Fashion Garments 2	130.604	Công ty TNHH VINA KOREA	81.551
Công ty TNHH Youngone Nam Định	127.021	Công ty may mặc Makalot Vn	78.313
Tổng Công ty CP Dệt May Hòa Thọ	126.826	Công ty SCAVI Huế	77.967
Công ty TNHH Worlodon (VN)	126.312	Công ty TNHH TAV	76.625
Công ty CP May XK Hà Phong	125.535	Công ty TNHH Esquel Garment Manufacturing(Vn)	75.934
Công ty CP Đầu Tư và Thương Mại TNG	121.089	Công ty Shinwon Ebenezer VN	75.116
Công ty May Mặc Quảng Việt	116.887	Công ty CP May & DV Hưng Long	72.637
Công ty CP Quốc Tế Phong Phú	115.166	Công ty TNHH, LD Vĩnh Hưng	72.625
Công ty TNHH ESPRINTA (VN)	114.530	Công ty TNHH Crystal Martin(VN)	72.622
Công ty TNHH Eins Vina	113.136	Công ty CP DM-ĐT-TM Thành Công	71.409
Công ty CP Đồng Tiến	109.453	Công ty TNHH Shints Bvt	69.840
Tổng Công ty May Nhà Bè - Công ty Cp	105.387	Công ty CP May Tiền Tiến	68.642
Công ty TNHH Din Sen VN	103.104	Công ty TNHH E.Land VN	66.041
Công ty TNHH Hansae TG	102.364	Công ty TNHH Unisoll Vina	65.078
Tổng cộng 54 doanh nghiệp	6.342.023	<i>Tỷ trọng</i>	<i>35%</i>
Hơn 8000 doanh nghiệp còn lại	11.925.636	<i>Tỷ trọng</i>	<i>65%</i>

Nguồn: FPT S Tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 906 cổ phiếu TNG và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu TNG nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi, quận Tây Hồ, TP. Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 37737070 / 62717171

Fax: (84.24) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax: (84.28) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận

Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax: (84.236) 3553888