

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG

Thông tin cổ phiếu

Ngày 22/09/2014

Mã chứng khoán	TNG
Ngành	Dệt may
Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	17.400
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	257,65
KLCP đang lưu hành	14.807.415
P/E trailing (thị trường)	8,76
P/B (thị trường)	1,12

- TNG là doanh nghiệp dệt may xuất khẩu quy mô trung bình của Việt Nam với 0,19% thị phần kim ngạch xuất khẩu.
- Kết quả kinh doanh trong giai đoạn 2011-2013 có xu hướng suy giảm. Nguyên nhân là do TNG mở rộng nhà máy để tăng năng lực sản xuất với việc sử dụng nhiều vốn vay trong đó bao gồm cả nguồn vốn ngắn hạn. Đến nay nhà máy vẫn chưa phát huy được hiệu quả do chưa lắp đầy được nhân sự cần thiết để hoạt động hết công suất. Biên LNR của TNG chỉ đạt 2%, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành do quản trị vốn lưu động chưa hiệu quả và sử dụng đòn bẩy tài chính cao.
- Nửa đầu năm 2014, lợi nhuận tăng mạnh nhờ kiểm soát chi phí lãi vay, chi phí bán hàng và chi phí QLDN hiệu quả hơn, đạt 40% KH. Điều này khiến chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ hoàn thành được 90% kế hoạch kinh doanh đã đặt ra.
- Hiệp định thương mại TPP hứa hẹn sẽ tạo ra động lực tăng trưởng cho TNG trong thời gian tới với sự đầu tư xây dựng cho 2 nhà máy may mới là Đại Từ và Phú Lương. Công ty đang trong giai đoạn cơ cấu tài chính và tái cấu trúc lại hoạt động công ty. Quá trình cấu trúc này bước đầu đã đem lại hiệu quả cho TNG khi LN tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm, tuy nhiên do kế hoạch đặt ra khá cao nên chúng tôi cho rằng TNG chỉ hoàn thành 90% kế hoạch. Theo đó, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của TNG khoảng 18.261 đồng/CP, cao hơn khoảng 5% so với thị giá hiện nay, do đó chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu TNG.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	6T.2014
DTT (tỷ đồng)	623	1.147	1.209	1.182	525
+/- yoy (%)	32%	84%	5%	-2%	8%
LNST (tỷ đồng)	24	25	22	25	20
+/- yoy (%)	33%	1%	-11%	15%	53%
TTS (tỷ đồng)	510	821	951	965	1.275
+/- yoy (%)	44%	61%	16%	1%	33%
VCSH (tỷ đồng)	148	215	213	220	230
+/- yoy (%)	64%	45%	-1%	3%	8,5%
Nợ/TTS (%)	75%	71%	74%	77%	82%
TS LN gộp (%)	22%	16%	20%	19%	21%

22.09.2014

NỘI DUNG:

- Giới thiệu chung về công ty : Trang 02
- Một số đặc điểm hoạt động: Trang 02
- Kết quả kinh doanh: Trang 05
- Phân tích SWOT: Trang 07
- Triển vọng ngành và DN 2014: Trang 07
- Định giá cổ phiếu: Trang 09
- Quan điểm đầu tư: Trang 11

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 13

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Nguyễn Nguyên Phương
+84 4 39360023 (ext. 1728)
nnphuong@vcbs.com.vn

22.09.2014
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

TS LN ròng(%)	4%	2%	2%	2%	4%
BV (đồng)	16.690	14.531	14.297	14.789	15.532
EPS - TTM (đồng)	3.117	1.963	1.626	1.875	1.986
ROA (%)	5%	3%	2%	3%	2%
ROE (%)	16%	11%	10%	12%	13%

GIỚI THIỆU CHUNG

Vài nét về công ty

Lịch sử hình thành: Tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái, thành lập năm 1979. Sau đó sáp nhập với Trại May mặc Gia công thuộc Ty thương nghiệp năm 1981. Năm 2003, chuyển đổi mô hình doanh nghiệp sang CTCP May Xuất khẩu Thái Nguyên với vốn điều lệ là 10 tỷ đồng. Năm 2007, công ty đổi tên thành CTCP Đầu tư và Thương mại TNG và chính thức niêm yết trên sàn HNX. Vốn điều lệ hiện nay khoảng hơn 134 tỷ đồng.

Lĩnh vực hoạt động chính: TNG có hoạt động chính là sản xuất kinh doanh trong lĩnh vực may mặc, chiếm khoảng 70% tổng doanh thu toàn công ty bao gồm các sản phẩm như áo Jackets, các loại quần âu, quần soóc, quần bò, quần áo trượt tuyết, váy các loại, hàng đồng phục, chủ yếu xuất khẩu sang Nhật Bản, Mỹ, EU...

Cấu trúc tổ chức công ty: gồm 2 công ty liên doanh liên kết, chi tiết như sau:

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu CP	Hoạt động chính	Vốn góp (đồng)
CTCP Xây lắp điện Bắc Thái	49%	Xây lắp điện	771.150.000
CTCP Thời trang TNG	35%	Bán thời trang	3.500.000.000

Cơ cấu sở hữu: TNG không có sở hữu nhà nước trong khi tỷ lệ sở hữu của nước ngoài cũng chiếm tỷ lệ thấp chỉ khoảng 12,89% còn lại đến 87,2% là thuộc sở hữu trong nước.

Cơ cấu cổ đông lớn



MỘT SỐ ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

Hoạt động sản xuất KD: Theo đặc trưng sản xuất của doanh nghiệp, chi phí nguyên liệu và chi phí nhân công thường chiếm tỷ cao trong tổng chi phí, tương ứng khoảng 49% và 39%.

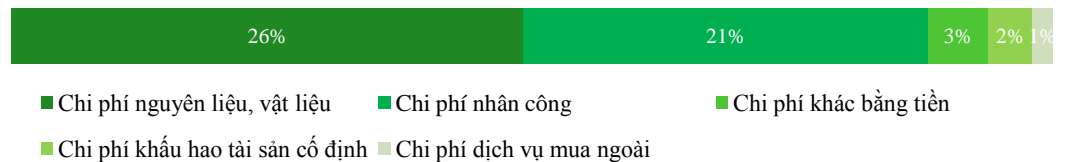
Phương thức sản xuất: TNG hiện đang hoạt động chủ yếu theo 2 phương thức sản xuất chính là CMT và FOB, cụ thể:

- CMT (Cut-Make-Trim): là phương thức sản xuất gia công toàn phần trong đó doanh nghiệp thực hiện việc cắt, may và hoàn thiện sản phẩm, toàn bộ nguyên liệu đầu vào được bên đặt hàng cung cấp.
- FOB (Free on Board): là phương thức sản xuất gia trong đó doanh nghiệp sản xuất chủ động trong việc mua nguyên liệu, gia công và bán thành phẩm cho bên đặt hàng. Phương thức này là phương thức xuất khẩu ở bậc cao hơn cũng như mang lại giá trị lợi nhuận cao hơn so với phương thức CMT.

TNG định hướng tập trung sản xuất theo phương thức FOB là chủ yếu và tiếp tục đa dạng hóa các mặt hàng sản xuất theo phương thức CMT.

Nguyên liệu đầu vào: Nhờ chủ động sản xuất bông tấm và chần bông, TNG đã giảm phụ thuộc vào nguyên liệu ngoại nhập, tỷ lệ nguyên liệu nhập khẩu nước ngoài đã giảm xuống 60% năm 2013 so với mức 90% năm 2007. Trong đó, TNG chủ yếu nhập khẩu bông tự nhiên từ Hàn Quốc, còn vải và phụ liệu may mặc, đa phần từ Trung Quốc. Hiện nay, chi phí nguyên liệu của TNG chiếm đến 49% tổng chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố, tương đương với 56% doanh thu thuần. Và đa phần sản phẩm làm ra dưới dạng FOB, TNG tự mua nguyên liệu và xuất thành phẩm cho đối tác. Do vậy, biến động về giá và số lượng nguyên liệu cung cấp trên thị trường có ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh của TNG.

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



(Nguồn: VCBS tổng hợp theo BCTC 6T.2014)

Năng lực sản xuất: Hiện TNG đang có khoảng 9.000 lao động làm việc tại 14 chi nhánh sản xuất bao gồm 10 chi nhánh may (trong đó có Chi nhánh Việt Đức và Sông Công 3 có quy mô sản xuất lớn nhất) và 4 chi nhánh chuyên sản xuất, cung cấp các dịch vụ, sản phẩm phụ trợ ngành dệt may chủ yếu nhằm đáp ứng nhu cầu nội bộ của công ty.

Lĩnh vực May: TNG đang sở hữu 177 dây chuyền may công nghiệp với tổng công suất khoảng 12 triệu áo jacket/năm, tương đương 1 triệu áo jacket/tháng.

Lĩnh vực Thêu: 16 máy thêu công nghiệp hiệu Tajima với 20 đầu có công suất là 42 triệu mũi thêu/năm.

Lĩnh vực Bông: gồm 2 mảng chính là (1) Sản xuất bông tấm có công suất 1.737 m/năm (tương đương 2 triệu yard/năm) và (2) Gia công chần bông có công suất 914,4 m/năm (tương đương 1 triệu yard/năm). Hiện nhà máy sản xuất bông tấm và chần bông đang hoạt động hết công suất, không những đáp ứng đủ nhu cầu nội tại của TNG mà còn dư bán cho các công ty khác.

Lĩnh vực Bao bì + Túi PE: (1) Sản xuất thùng các tông, hộp giấy từ 5-7 lớp có công suất 2 triệu m2 bao bì/năm, (2) Sản xuất túi PE, PP có công suất 1 triệu m2/năm.

Lĩnh vực Giặt: 12 máy giặt công nghiệp, 2 máy giặt mẫu, 22 máy sấy và 18 máy vắt, công suất trên 5 triệu sản phẩm/năm.

Sản phẩm đầu ra: Các sản phẩm may mặc chính của TNG bao gồm:

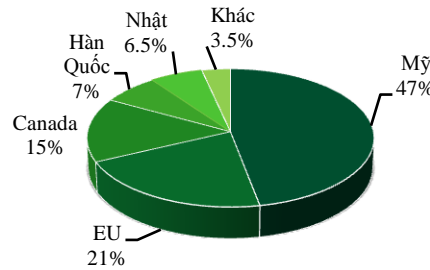
Hàng áo Jackets: Jacket chất liệu Micro, Jacket áo choàng dài, Jacket có bông, hàng jile, áo choàng, hàng trượt tuyết, hàng ép nhiệt Seam sealing, hàng đồng phục;

Hàng quần: Quần tây, quần soóc Cargo pants, quần lửng ngắn Cargo shorts, quần trượt tuyết, váy các loại, các loại chất liệu Denim, hàng đồng phục.

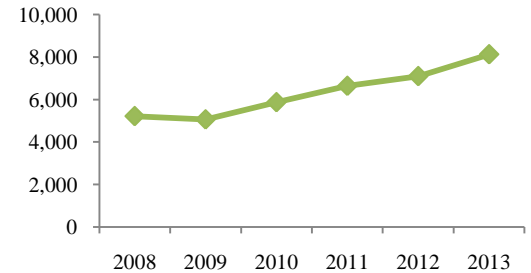
Thị trường tiêu thụ: Đa số các sản phẩm của TNG đều phục vụ xuất khẩu, chiếm khoảng 70% doanh thu toàn công ty. Thị trường xuất khẩu chính của TNG là Mỹ. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng đã cố gắng trong việc giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ và mở rộng sang các thị trường khác như Canada, EU, Hàn Quốc và Nhật Bản. Hiện, thị trường Mỹ vẫn đóng góp 47% tổng

doanh thu năm 2013 so với năm 2008 là 88%. Do đó, những biến động của nền kinh tế Mỹ trong giai đoạn khủng hoảng vừa qua cũng ảnh hưởng không nhỏ tới doanh thu của TNG. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá đây là thị trường tiềm năng cho TNG trong thời gian tới. Cụ thể trong giai đoạn từ 2008 – 2013, kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm may mặc của Việt Nam sang thị trường Mỹ có tốc độ tăng trưởng tốt 9,2% CAGR.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường của TNG



Kim ngạch xuất khẩu sản phẩm may mặc của Việt Nam sang thị trường Mỹ (triệu USD)



(Nguồn: TNG, Otexa.com)

Thị phần và vị thế công ty

Thị phần xuất khẩu của TNG chiếm khoảng 0,19% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của cả nước, lọt vào TOP 10 doanh nghiệp dệt may tư nhân lớn nhất Việt Nam.

Thị phần: Tính đến hết Q2.2014, thị phần xuất khẩu của TNG chiếm khoảng 0,19% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của cả nước, tương đương 17,5 triệu USD. Thị trường xuất khẩu hàng may mặc chính của Việt Nam nói chung và TNG nói riêng vẫn luôn là Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc. Năm 2013, giá trị hàng dệt may của Việt Nam xuất sang 4 thị trường này đạt 15,3 tỷ USD, chiếm tới 85,5% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của cả nước.

Vị thế công ty: Theo số liệu của Hiệp hội dệt may Việt Nam, TNG hiện đang nằm trong top các doanh nghiệp dệt may xuất khẩu cao nhất trong 6 tháng đầu năm 2014 với kim ngạch đạt 17,5 triệu USD. Trong năm 2013 vừa qua, TNG cũng lọt vào TOP 500 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam và TOP 10 doanh nghiệp dệt may tư nhân lớn nhất Việt Nam do Công ty CP Truyền thông VietNamNet xếp hạng.

Tương quan các doanh nghiệp

TNG là công ty có quy mô trung bình nhưng khả năng sinh lời thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành do công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao, liên tục đầu tư và mở rộng sản xuất kinh doanh nên chi phí tài chính và chi phí QLDN tăng mạnh khiến biên LN ròng bị thu hẹp.

Thông tin một số mã trong ngành sản xuất hàng may mặc xuất khẩu:

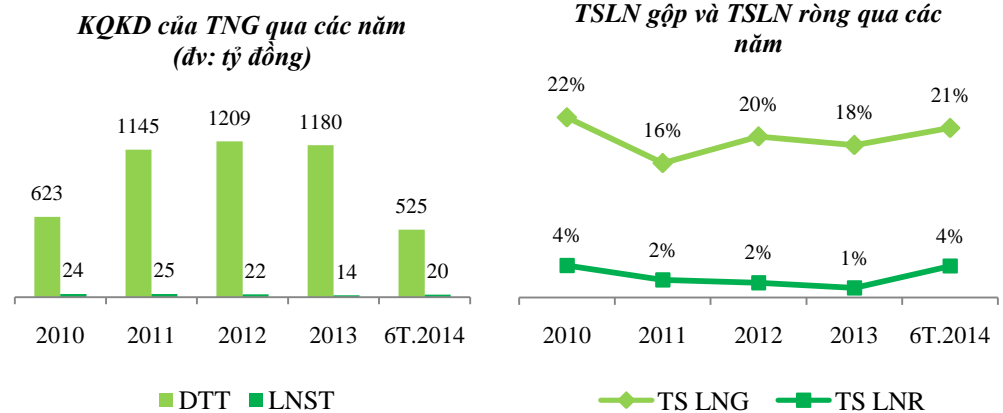
Mã	TTS (tỷ)	VCSH (tỷ)	Nợ/TTS	TS LNR	ROA (ttm)	ROE (ttm)	EPS (ttm)	BVPS
TNG	1.271	230	81,90%	2,42%	2,32%	12,81%	1.986	15.532
TCM	2.008	752	62,23%	5,63%	7,46%	19,91%	3.051	15.321
GMC	736	221	70,06%	4,32%	7,74%	25,86%	4.181	18.622
NPS	80	35	56,18%	6,49%	4,43%	10,11%	1.637	16.161
TB	1.024	310	67,59%	5,48%	6,55%	18,63%	2.714	16.409

Dữ liệu cập nhật đến Q2.2014

Hiện nay, trên thị trường chứng khoán chỉ có 4 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất hàng may mặc xuất khẩu. So với ba doanh nghiệp còn lại, TNG là công ty có quy mô trung bình xét theo tổng tài sản và VCSH. TNG có khả năng sinh lời thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành do công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao, liên tục đầu tư và mở rộng sản xuất kinh doanh nên chi phí tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh khiến biên lợi nhuận ròng bị thu hẹp. Tỷ suất lợi nhuận ròng, ROA và ROE đều thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành đạt lần lượt là 2,42%, 2,32% và 12,81%. Đặc biệt khi so sánh với GMC, công ty có cùng quy mô về tài sản, hệ số ROA và ROE của GMC đều cao gấp đôi TNG.

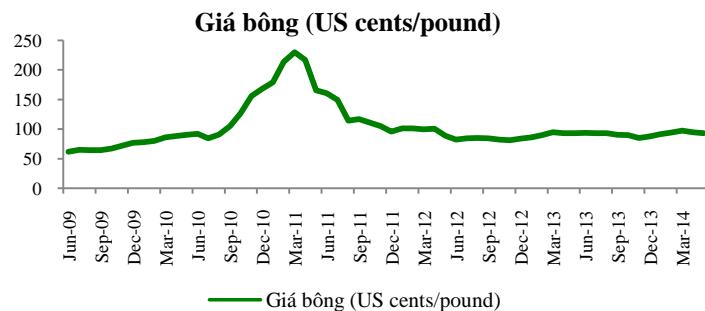
PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh: Kết thúc 6 tháng đầu năm 2014, TNG đã hoàn thành 36% kế hoạch doanh thu và 40% kế hoạch LNST.



(Nguồn: BCTC TNG, VCBS tổng hợp)

KQKD 2010-2011 tăng trưởng đột biến, đặc biệt là năm 2010: Doanh thu năm 2010 tăng 32% yoy và LNST tăng tương ứng 33% yoy. Xét về mặt giá trị, doanh thu của năm 2010 không cao bằng năm 2011, tuy nhiên biên LN của năm 2010 khá cao nên LN đạt mức tăng trưởng ấn tượng nhất trong 5 năm trở lại đây. Đây là kết quả của việc thắt chặt và đổi mới công tác quản lý chi phí hoạt động của công ty. Năm 2011, doanh thu tăng mạnh về giá trị, đạt 1.145 tỷ đồng (tăng 83,79% yoy) chủ yếu nhờ vào 2 yếu tố chính: (1) sự phục hồi của nền kinh tế Bắc Mỹ. Đây là thị trường xuất khẩu lớn nhất của TNG chiếm 83,4% kim ngạch xuất khẩu và đóng góp 48,7 triệu USD vào tổng doanh thu của doanh nghiệp trong năm 2011; (2) nhà máy Phú Bình 1 và 2 bắt đầu đi vào hoạt động. Hai nhà máy này đã giúp TNG nâng công suất sản xuất của mình thêm 2 triệu sản phẩm jackets/năm. Tuy nhiên biên LN gộp năm 2011 chỉ đạt 16% so với mức 22% năm 2010 do giá bông ở mức cao và chi phí khấu hao tăng. Biên LN ròng cũng giảm mạnh xuống còn 2% do chi phí lãi vay tăng mạnh (tăng 125% yoy và chiếm 4,5% DTT).



(Nguồn: www.indexmundi.com)

KQKD 2012-2013 tăng trưởng chững lại, có chiều hướng giảm: Doanh thu trong giai đoạn này bắt đầu tăng trưởng chững lại với tốc độ +1,46% CAGR (tính từ năm 2011). Với việc giá bông dần đi vào ổn định trong năm 2012 – 2013, biên LN gộp trong giai đoạn này cũng dần hồi phục đạt mức 19,51% năm 2012 và 18,48% năm 2013 (cao hơn so với trung bình các công ty xuất khẩu may mặc là 16,33%). Tuy nhiên, LNST giảm mạnh với tốc độ -25% CAGR do:

(1) TNG phụ thuộc nhiều vào việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao để đầu tư mở rộng sản xuất, đổi mới máy móc thiết bị, cải tạo nhà xưởng khiến gánh nặng chi phí lãi vay tăng đáng kể (+ 49,81% yoy năm 2012), trung bình chiếm đến 6,3% doanh thu thuần;

(2) Nhân công tuyển vào chưa đáp ứng được nhu cầu mở rộng quy mô sản xuất cả về số lượng lẫn chất lượng khiến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao (+39% yoy năm 2012 và +7,6% yoy năm 2013), trung bình chiếm tỷ trọng khoảng 9% doanh thu thuần.

KQKD 6T.2014, doanh thu tăng nhẹ, LNST tăng đột biến nhờ cơ cấu lại chi phí: Doanh thu đạt 525 tỷ đồng (+6,5% yoy) tương đương với 36% kế hoạch đặt ra và LNST đạt 20 tỷ đồng (+56,33% yoy) tương đương 40% kế hoạch. Việc TNG cơ cấu lại chi phí hoạt động của mình, ổn định nguồn lao động đã góp phần nới rộng biên LN ròng lên 4%. Cụ thể, chi phí bán hàng giảm 62% yoy và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 92% yoy. Ngoài ra, do mặt bằng lãi suất cho vay cũng giảm từ 0,5% đến 1% so với cùng kỳ năm 2013 giúp cho chi phí lãi vay của TNG giảm 13,92% yoy.

Các chỉ tiêu tài chính khác

TNG có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn trung bình ngành, khả năng thanh toán thấp. Công ty hiện đang tăng vốn hứa hẹn sẽ giúp tăng khả năng thanh toán và giảm chi phí lãi, cải thiện biên LN.

Cơ cấu vốn và khả năng thanh toán: Cơ cấu vốn của TNG thiên về sử dụng vốn vay, với tỷ lệ đòn bẩy tài chính khá cao so với trung bình ngành và ngày càng tăng (từ 3,44 năm 2010 lên 4,54 năm 2013). Kể từ năm 2010 cho đến nay, TNG liên tục gặp khó khăn trong việc cân đối và quản lý nguồn vốn lưu động do sử dụng vốn ngắn hạn để đầu tư tài sản cố định. Vốn lưu động hiện đang âm khoảng 194 tỷ đồng. Đồng thời, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của TNG năm 2013 đang ở mức 119 ngày, cao hơn nhiều so với trung bình ngành là 91 ngày. Theo đó, các hệ số thanh toán ngắn hạn, tiền mặt và hiện hành đều thấp hơn trung bình ngành, lần lượt đạt 0,78, 0,24 và 0,01. Bên cạnh đó, hệ số khả năng thanh toán lãi vay của TNG hiện đang ở mức thấp là 1,23 so với trung bình ngành là 9,17.

TNG có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 134,6 tỷ đồng lên 284,8 tỷ đồng thông qua việc trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, cổ đông chiến lược và cán bộ công nhân viên theo chương trình ESOP. Sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu vào tháng 6 vừa qua, TNG đã nâng tổng vốn điều lệ của mình lên 148 tỷ đồng. Theo kế hoạch, việc phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và cho cán bộ công nhân viên sẽ thực hiện trong quý 4 tới. Trong khi đó, việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược vẫn chưa có mốc thời gian cụ thể. Nếu thành công, kế hoạch tăng vốn này sẽ giúp công ty giảm bớt nợ, cải thiện đáng kể khả năng thanh toán lãi vay của TNG trong thời gian tới.

Khả năng sinh lời: Tổng tài sản của TNG tăng mạnh từ năm 2009 đến nay với tốc độ 31% CAGR nhờ tập trung đầu tư máy móc và xây dựng nhà xưởng. Tuy nhiên việc đầu tư tài sản này chưa đem lại hiệu quả rõ ràng cho doanh nghiệp khi KQKD tăng trưởng chậm có phần chững lại với 1,46% CAGR. Chúng tôi cho rằng TNG đang gặp nhiều khó khăn trong quản lý doanh nghiệp và sắp xếp vốn khi quy mô tăng trưởng mạnh kể từ năm 2010. Do vậy, các chỉ số ROE (ttm), ROA (ttm) của TNG đều thấp hơn so với các công ty cùng lĩnh vực kinh doanh tương ứng với 12,81% và 2,32%.

Dòng tiền: Tính đến hết Q2.2014, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của TNG đang âm 197 tỷ đồng chủ yếu là do đọng hàng tồn kho. Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư của TNG cũng âm 48 tỷ đồng do chi phí mua sắm và xây dựng tài sản cố định tăng cao. Theo đó, dòng tiền

từ hoạt động tài chính dương 240 tỷ đồng để bù đắp cho sự thiếu hụt dòng tiền từ HĐKD và HĐĐT. Dòng tiền này đến chủ yếu từ việc tăng vay nợ ngân hàng (+3,1% yoy, tương đương 21 tỷ đồng) và lợi nhuận giữ lại thông qua việc trả cổ tức bằng cổ phiếu cho cổ đông (tương đương 13,5 tỷ đồng). Tuy vậy, dòng tiền thu về này vẫn chưa đủ lớn nên lưu chuyển tiền thuần trong kỳ vẫn ở mức âm là 5,6 tỷ đồng.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> Là một trong những công ty có năng lực sản xuất may lớn nhất miền Bắc; Thiết lập được mối quan hệ đối tác lâu dài với một số nhãn hiệu nổi tiếng trên thế giới như Mango, C&A, Columbia, Levi's, GAP, Decathlon, JCPenny...; Bước đầu dần xây dựng chuỗi cung ứng để chủ động được nguồn nguyên liệu và được hưởng lợi về thuế suất khi Việt Nam gia nhập TPP và các hiệp định tự do thương mại. 	<ul style="list-style-type: none"> Tỷ lệ phụ thuộc nguồn nguyên phụ liệu vào thị trường nước ngoài còn cao (~60%); Số lượng đơn hàng sản xuất theo phương thức ODM còn thấp nên giá trị gia tăng của công ty tạo ra chưa cao, dẫn đến lợi nhuận chưa cao; Nhân lực có trình độ chưa đáp ứng đủ nhu cầu mở rộng hoạt động sản xuất; Nợ doanh nghiệp đang ở mức cao, vốn lưu động âm và khả năng thanh toán nợ còn yếu.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> Thị trường nội địa tiềm năng còn nhiều dư địa để phát triển, đặc biệt xu hướng sử dụng các sản phẩm made-in-Vietnam được ngày càng ưa chuộng; Triển vọng khả quan từ các hiệp định tự do thương mại đang được đàm phán với các thị trường xuất khẩu chính của TNG gồm hiệp định TPP, EVFTA và VKFTA; Các nhà máy sản xuất của TNG vẫn chưa hoạt động hết công suất; Cơ hội tăng thị phần xuất khẩu do có sự dịch chuyển nhẹ các đơn hàng từ Trung Quốc sang các nước đang phát triển khác; 	<ul style="list-style-type: none"> Để được tham gia vào các hiệp định tự do thương mại thì TNG sẽ phải tuân thủ một số các điều kiện về mặt thuế quan và nguồn gốc hàng hóa, giảm phụ thuộc vào các nguồn nguyên liệu ngoài khu vực mậu dịch tự do, đặc biệt là từ Trung Quốc – nguồn cung cấp tới 60% nguyên liệu của TNG; Chính sách ân hạn thuế 275 ngày của Bộ Tài chính có nguy cơ bị hủy sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh xuất khẩu hàng FOB (tạm nhập nguyên liệu, tái xuất thành phẩm) của TNG; Cạnh tranh thu hút nhân lực trong vùng bởi dự án nhà máy Samsung tại Thái Nguyên; Rủi ro về trả nợ lãi vay khi sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

Triển vọng ngành

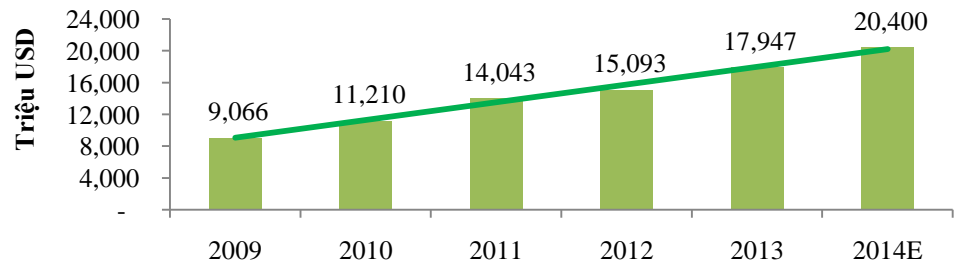
Dự địa phát triển của ngành còn rất

Ngành dệt may luôn được kỳ vọng và xác định là một trong những ngành xuất khẩu mũi nhọn của Việt Nam. Trong giai đoạn từ 2009 đến 2013, kim ngạch xuất khẩu của ngành dệt may nói

lớn khi cơ hội Việt Nam tham gia ký kết các hiệp định tự do thương mại như TTP đang đến gần.

chung và hàng may mặc nói riêng luôn duy trì tốc độ tăng trưởng tốt và ổn định, tương ứng với 20,5% CAGR và 18,6% CAGR. Theo báo cáo của Bộ Công thương, 7 tháng đầu năm 2014, xuất khẩu dệt may đạt 11,48 tỷ USD, tăng 19,4% yoy và hoàn thành 56% kế hoạch xuất khẩu dự kiến của toàn ngành. Ngành dệt may Việt Nam cũng dần khẳng định mình trên thị trường quốc tế thể hiện qua việc các đơn hàng của các công ty may xuất khẩu trong nước hầu như đều tăng về số lượng và giá trị. So với năm 2013, kim ngạch xuất khẩu tại các thị trường lớn đều tăng trưởng ấn tượng với hai con số: thị trường Mỹ tăng 14,85%; thị trường châu Âu tăng trên 26%; thị trường Nhật Bản tăng 13,82%; thị trường Hàn Quốc tăng 36%.

Kim ngạch XK hàng may mặc (USD)



(Nguồn: Tổng cục thống kê, Bộ Công thương)

Thủ tướng Chính phủ và Bộ Công thương đã lần lượt ra các quyết định mang tính chiến lược về quy hoạch phát triển ngành công nghiệp Dệt may Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến 2030. Các quyết định nêu rõ kế hoạch đầu tư phát triển vùng nguyên liệu, đào tạo nhân lực cũng như đẩy mạnh các đàm phán thương mại đa quốc gia nhằm đa dạng hóa thị trường cho ngành dệt may. Tuy nhiên, các hiệp định thương mại đang đàm phán, đặc biệt là hiệp định TPP khả năng cao sẽ bị đẩy lùi vào nửa đầu năm 2015.

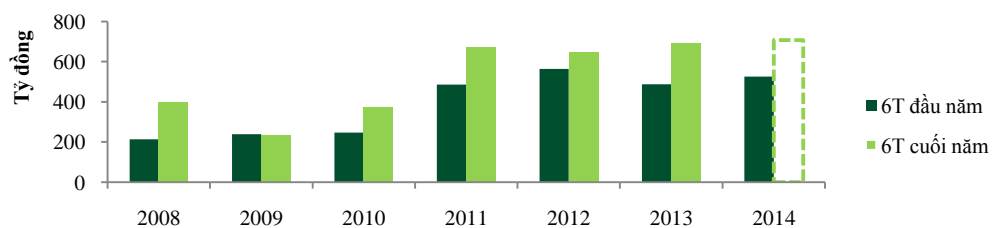
Trong thời điểm kinh tế còn nhiều khó khăn như hiện nay, dệt may được đánh giá là một trong số ít những ngành vẫn giữ được tăng trưởng dương và ổn định. Và qua các số liệu thống kê của ngành cũng như chủ trương của chính phủ, chúng tôi nhận thấy rằng tiềm năng phát triển của ngành dệt may vẫn còn dư địa rất lớn và sẽ kéo dài ít nhất khoảng 20 năm nữa.

Triển vọng năm 2014

Tiếp tục kiểm soát tốt chi phí bán hàng và chi phí QLDN như 6 tháng đầu năm theo đó LNST nửa cuối năm 2014 sẽ đạt khoảng 25 tỷ đồng (+178% yoy), lũy kế cả năm LNST đạt 45 tỷ đồng (+105% yoy, hoàn thành 90% kế hoạch). EPS ước tính đạt mức 1.580 đồng.

TNG đặt kế hoạch doanh thu đạt 1.426 tỷ đồng (+19% yoy) và LNST đạt 50 tỷ đồng (+356% yoy). Kế hoạch này đặt ra từ tháng 04.2014, dựa trên kết quả sản xuất kinh doanh của Q1.2014. Tính đến hết Q2.2014, TNG đã hoàn thành được 40% kế hoạch LNST và 36% kế hoạch DTT.

Doanh thu theo kỳ bán niên



(Nguồn: TNG, VCBS tổng hợp)

Ngành dệt may có tính mùa vụ do hầu hết các đơn hàng tập trung nhiều vào mùa cao điểm là từ tháng 5 đến tháng 8 (tức Q2-Q3) và giảm dần về cuối năm (mùa thấp điểm là Q1). DT 6 tháng

cuối năm thường cao hơn DT 6 tháng đầu năm. Qua trao đổi với doanh nghiệp, số lượng đơn hàng của TNG khá ổn định và có chiều hướng gia tăng qua từng năm do đã tạo dựng được uy tín với các đối tác. Do vậy, DT 6 tháng cuối năm 2014 của TNG có thể tăng cao hơn 35% so với DT 6T đầu năm, đạt khoảng 709 tỷ. Theo đó, DT cả năm 2014 ước tính sẽ đạt 1.234 tỷ (tương đương 87% kế hoạch đặt ra).

Giá nguyên liệu bông đang xuống thấp nhất so với 4 năm trở lại đây, diễn biến khá ổn định và có khả năng tiếp tục giảm trong giai đoạn tới do Trung Quốc giảm khối lượng dự trữ bông. Tuy nhiên giá nguyên liệu thô khác như sợi tổng hợp được dự đoán sẽ biến động nhẹ trong nửa cuối năm 2014. Biên LN gộp do vậy cũng sẽ không biến động nhiều.

Chi nhánh Phú Bình 3 và 4 của TNG đã được đưa vào hoạt động khoảng hơn 1 năm trở lại đây nhưng vẫn chưa hoạt động được hết công suất do thiếu nguồn nhân lực có trình độ, tỷ lệ nghỉ việc khá cao nên chi phí để đào tạo và quản lý doanh nghiệp chưa thể cải thiện ngay lập tức. Tuy nhiên, nguồn nhân lực của hai chi nhánh này bắt đầu đi vào ổn định và đem lại kết quả khả quan cho TNG trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi cho rằng TNG sẽ tiếp tục kiểm soát tốt chi phí bán hàng và chi phí QLDN. Theo đó, LNST nửa cuối năm 2014 sẽ đạt khoảng 25 tỷ đồng (+178% yoy), lũy kế cả năm LNST đạt 45 tỷ đồng (+105% yoy, hoàn thành 90% kế hoạch). EPS ước tính đạt mức 1.580 đồng.

Kế hoạch tăng vốn đợt 2 của TNG vào quý 4 này thông qua việc phát hành 5.676.191 cổ phiếu (tương đương khoảng 57 tỷ đồng) cho cổ đông hiện hữu và cán bộ công nhân viên được chúng tôi đánh giá là khả thi và sẽ giúp phần giảm bớt hệ số nợ của TNG. Theo đó, LN và khả năng thanh toán của công ty cũng sẽ được cải thiện dần. Hiện tại, những vấn đề chính của TNG cần giải quyết chính là việc cơ cấu lại nguồn vốn để giảm chi phí lãi vay, tăng cường quản lý nâng cao chất lượng nhân công.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối:
giá hợp lý 22.983 đồng/CP

Chúng tôi so sánh các chỉ số tài chính của 3 công ty trong ngành dệt may chuyên xuất khẩu hàng may mặc giống TNG và tính trung bình P/E và P/B của các công ty này:

Mã	Giá (VNĐ)	BVPS (VNĐ)	EPS (TTM)	P/E	P/B
TCM	34.100	15.321	3.051	11,18	2,23
GMC	34.900	18.622	4.181	8,35	1,87
NPS	16.400	16.161	1.637	10,02	1,01
Trung bình			2.956	9,85	1,70

Dữ liệu cập nhật đến Q2.2014, dữ liệu giá ngày 22.09.2014

Phương pháp so sánh P/E:

$$\begin{aligned}
 \text{Giá hợp lý của TNG} &= \text{P/E trung bình ngành} \times \text{EPS (TTM) của TNG} \\
 &= 9,85 \times 1.986 \\
 &= \mathbf{19.562 \text{ (đồng/CP)}}
 \end{aligned}$$

Phương pháp so sánh P/B:

$$\begin{aligned}
 \text{Giá hợp lý của TNG} &= \text{P/B trung bình ngành} \times \text{BVPS của TNG} \\
 &= 1,70 \times 15.532 \\
 &= \mathbf{26.404 \text{ (đồng/CP)}}
 \end{aligned}$$

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh như sau:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh P/E	19.562	50%
So sánh P/B	26.404	50%
Giá hợp lý	22.983	

Phương pháp chiết khấu dòng cổ *Giả định:*

tức: giá hợp lý 13.539 đồng/CP

- Kế hoạch tăng vốn của TNG lên 284 tỷ đồng vào Q4.2014 thành công, khả năng thanh toán được cải thiện;
- TNG sẽ tăng trưởng mạnh trong 5 năm tới, nhất là các năm 2015 và 2016 nhờ (1) hưởng lợi từ việc Việt Nam ký kết các hiệp định thương mại đa quốc gia, (2) năng suất sản xuất tăng đáng kể do các nhà máy mới của TNG là nhà máy Đại Từ và Phú Lương sẽ dần đi vào hoạt động; sau đó sẽ giảm dần trong 3 năm tiếp theo để bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định với $g = 4\%$ (tương đương tốc độ tăng trưởng của các nền kinh tế mới nổi);

Tốc độ tăng trưởng	2015	2016	2017	2018	2019
TNG	8%	10%	7%	5%	4%

- Do đã đầu tư khá nhiều vào cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2010-2014 nên chúng tôi cho rằng tỷ lệ tái đầu tư của TNG sẽ giảm dần trong các năm tiếp theo. Theo đó, tỷ lệ chia cổ tức sẽ tăng dần trong giai đoạn 2014 – 2018, cụ thể như sau:

Tỷ lệ trả cổ tức	2015	2016	2017	2018	2019
TNG	90%	90%	95%	95%	95%

- Tỷ suất chiết khấu trong giai đoạn 2014 - 2018:
 - Lãi suất phi rủi ro: $R_f = 5,79\%$ (lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm)
 - Phần bù rủi ro: $R_p = 7,97\%$ (nguồn: Aswath Damodaran)
 - Beta = 1,19 (nguồn: VCBS)
 - $k_{ce} = R_f + \text{Beta} \times R_p = 5,79\% + 1,19 \times 7,97\% = 15,27\%$

Theo đó:

Mức giá cổ phiếu TNG sẽ là: **$P = 13.539$ đồng/CP** (Bảng tính toán chi tiết ở phụ lục đính kèm)

Kết hợp các phương pháp định giá:

mức giá hợp lý 18.261 đồng/CP

Mức giá hợp lý của cổ phiếu TNG là:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	22.983	50%
Chiết khấu dòng cổ tức	13.539	50%
Giá hợp lý	18.261	

Quan điểm đầu tư: *NẮM GIỮ*

Hiệp định thương mại TPP hứa hẹn sẽ tạo ra động lực tăng trưởng cho TNG trong thời gian tới với sự đầu tư xây dựng cho 2 nhà máy may mới là Đại Từ và Phú Lương. Công ty đang trong giai đoạn cơ cấu tài chính và tái cấu trúc lại hoạt động công ty. Quá trình cấu trúc này bước đầu đã đem lại hiệu quả cho TNG khi LN tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm, tuy nhiên do kế hoạch đặt ra khá cao nên chúng tôi cho rằng TNG chỉ hoàn thành 90% kế hoạch. Theo đó, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của TNG khoảng 18.261 đồng/CP, cao hơn khoảng 5% so với thị giá hiện nay, do đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu TNG.

PHỤ LỤC

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận và cổ tức, ROE giai đoạn 2015 - 2019

Năm/Đơn vị (tỷ VNĐ)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tăng trưởng LNST (%)	8,00%	10,00%	7,00%	5,00%	4,00%
LNST	48,6	53,5	57,2	60,1	62,5
Cổ tức	43,7	48,1	54,3	57,1	59,3
Bổ sung VCSH	4,9	5,3	2,9	3,0	3,1
VCSH	371,6	377,0	379,8	382,8	385,9
ROE (%)	13,1%	14,2%	15,1%	15,7%	16,2%
ROE trung bình 2014-2018 (%)	14,84%				
g-sau kể từ năm 2018 (%)	1,48%				

Bảng 2: Dự báo giá cổ phiếu theo phương pháp DDM

Năm/Đơn vị (tỷ VNĐ)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Cổ tức	43,7	48,1	54,3	57,1	59,3
Giá VCSH 2019					436,7
Chiết khấu về 2015	37,9	36,2	35,5	32,3	243,7
Tổng	358,6				
KLCP	28.483.648				
Giá cổ phiếu	13,539				

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12.17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 - 4 - 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Tòa nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812