

TNG – PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 26/8/2021)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	31.900
KLGD TB 10 ngày	4.784.846
Vốn hoá (tỷ đồng)	2.330,43
Số lượng CPLH	79.536.951

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phùng Thị Quỳnh Liên
ptqlien@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh: Lũy kế 1H.2021, DTT đạt 2371 tỷ đồng, LNTT đạt 100 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 28,9% và 30% so với cùng kỳ. Sự cải thiện biên LN ròng chủ yếu đến từ việc công ty tăng tỷ trọng các khách hàng FOB và tiết giảm chi phí giúp biên LN ròng quý II.2021 đạt 4,2%, tốt hơn 2,4% của quý I.2021 và 2,9% cùng kỳ năm ngoái. Biên LN ròng đang dần quay trở lại ngưỡng trước dịch (năm 2016-2010 đạt 4,3-5%) chứng tỏ công ty đang cân đối được nguồn nguyên liệu đầu vào và thị trường xuất khẩu.

Triển vọng: Bên cạnh sự phục hồi hoạt động kinh doanh chính từ triển vọng ngành, động lực tăng trưởng mới của TNG đến từ mảng kinh doanh BĐS:

- (1) Việt Nam là một trong những nước xuất khẩu tiềm năng sang Mỹ trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ - Trung chưa hạ nhiệt và sang châu Âu sau hiệp định EVFTA được kí kết thành công.
- (2) Nhà máy Đồng Hỷ và Võ Nhai tiếp tục lắp đặt thêm chuyên may, nâng tổng công suất lên 9%.
- (3) Doanh thu BĐS tăng trưởng mạnh từ Cụm Công nghiệp Sơn Cầm 1 và dự án TNG Village 1. **Cụm công nghiệp Sơn Cầm 1** đang triển khai cho thuê và chúng tôi cho rằng khả năng cao diện tích cho thuê là 70% trong năm 2021. Phần lợi nhuận trước thuế dự kiến ghi nhận trong năm 2021 là 50%. Bên cạnh đó, **dự án TNG Village 1** đã hoàn thành 90% và đang bàn giao nhà. Chúng tôi dự báo doanh thu 237,5 tỷ, LNTT gần 43 tỷ và khả năng cao ghi nhận 50% trong năm 2021.

Khuyến nghị: TNG là đơn vị may công nghiệp xuất khẩu, chuyên các sản phẩm chủ lực như áo Jacket bông, hàng trẻ em; sản xuất bông tám, trần bông, túi PE các loại, giặt công nghiệp và gần đây là bất động sản. Công ty đã và đang trở thành đối tác tin cậy của rất nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng trên toàn thế giới như The children's Place, Asmara International Limited, Wishbone Co., Ltd, Haddad Apparel, Canda International GMBH & Co OHG, Desipro Pte,...

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG cho năm 2021 là **35.716** đồng/cổ phiếu.

Đơn vị: tỷ đồng	2020 A	2021F	Tăng trưởng
DTT (tỷ đồng)	4612	5348	19,4%
Giá vốn hàng bán	3804	4589	21%
LNTT (tỷ đồng)	186	376	102,6%
TTS (tỷ đồng)	3555	3890	9,4%
ROA (%)	4,3%	8%	
ROE (%)	13,4%	22,3%	

Nguồn: VCBS ước tính

KẾT QUẢ KINH DOANH 1H.2021

Tăng cường đơn hàng FOB có biên LB gộp cao và tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp giúp biên LN ròng cải thiện so với quý IV.2021 và cùng kỳ 2020

Lũy kế 1H.2021, DTT đạt 2371 tỷ đồng, LNTT đạt 100 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 28,9% và 30% so với cùng kỳ. Biên LN ròng quý II.2021 đạt 4,2%, tốt hơn con số 2,4% của quý I.2021 và 2,9% cùng kỳ năm ngoái. Biên LN ròng đang dần quay trở lại ngưỡng trước dịch (năm 2016-2010 đạt 4,3-5%) chứng tỏ công ty đang cân đối được nguồn nguyên liệu đầu vào và thị trường xuất khẩu.

Sự cải thiện biên LN ròng chủ yếu đến từ việc công ty khai thác, tăng tỷ trọng các khách hàng FOB chủ đạo cùng với việc khách hàng dịch chuyển đơn hàng từ các nước bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh (Ấn Độ, Bangladesh). TNG tập trung vào các dòng sản phẩm kỹ thuật và cao cấp hơn. Thêm nữa, chi phí bán hàng giảm 47% so với cùng kỳ, chỉ chiếm 1,6% DTT thay vì 4% cùng kỳ năm ngoái.

TRIỂN VỌNG 2021

Việt Nam là một trong những nước xuất khẩu tiềm năng sang Mỹ trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ - Trung chưa hạ nhiệt và sang châu Âu khi hiệp định EVFTA có hiệu lực từ tháng 8/2020

- (1) **Ngành dệt may Việt Nam đang phục hồi việc xuất khẩu sang thị trường Mỹ.** Theo báo cáo của Bộ Công thương Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt và may mặc ước đạt 18,6 tỷ USD, tăng 14,1% so với cùng kỳ; kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi dệt các loại tăng 43,4%; kim ngạch xuất khẩu vải màn, vải kỹ thuật khác tăng 62,8%. Xuất khẩu may mặc sang thị trường Mỹ phục hồi và Mỹ là thị trường lớn của xuất khẩu may mặc Việt Nam khi thị trường này thường chiếm hơn 40% giá trị xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam nói chung. Đối với TNG, các đối tác từ Mỹ thường chiếm từ 36-40% tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn.

Giá trị nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ từ 2015-Q1.2021

Đơn vị: triệu USD

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H.2021
China	48,885	45,163	44,990	46,954	42,898	25,265	16,699
Vietnam	11,151	11,356	12,157	12,935	14,427	13,391	13,726
Mexico	5,902	5,792	6,025	6,126	5,992	3,398	2,510
India	7,951	7,948	8,193	8,545	8,907	6,816	3,516
Canada	2,243	2,180	2,226	2,329	2,182	1,033	453
Bangladesh	5,658	5,547	5,331	5,687	6,196	5,418	5,890
Indonesia	5,414	5,140	4,984	4,926	4,888	3,314	3,572
Honduras	2,812	2,673	2,584	2,712	2,957	1,847	2,360
Pakistan	3,210	2,900	2,944	3,064	3,261	2,693	1,787
Cambodia	2,538	2,199	2,218	2,502	2,834	3,278	2,996
All other	30,771	29,281	29,573	31,735	33,146	23,149	18,058
US general	126,535	120,180	121,224	127,513	127,689	89,602	71,567

Thị phần nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ từ 2015-Q1.2021

Đơn vị: %

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H.2021
China	39%	38%	37%	37%	34%	28%	23%
Vietnam	9%	9%	10%	10%	11%	15%	19%
Mexico	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%

India	6%	7%	7%	7%	7%	8%	5%
Canada	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
Bangladesh	4%	5%	4%	4%	5%	6%	8%
Indonesia	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
Honduras	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
Pakistan	3%	2%	2%	2%	3%	3%	2%
Cambodia	2%	2%	2%	2%	2%	4%	4%
All other	24%	24%	24%	25%	26%	26%	25%
US general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: US DOC, VCBS tổng hợp

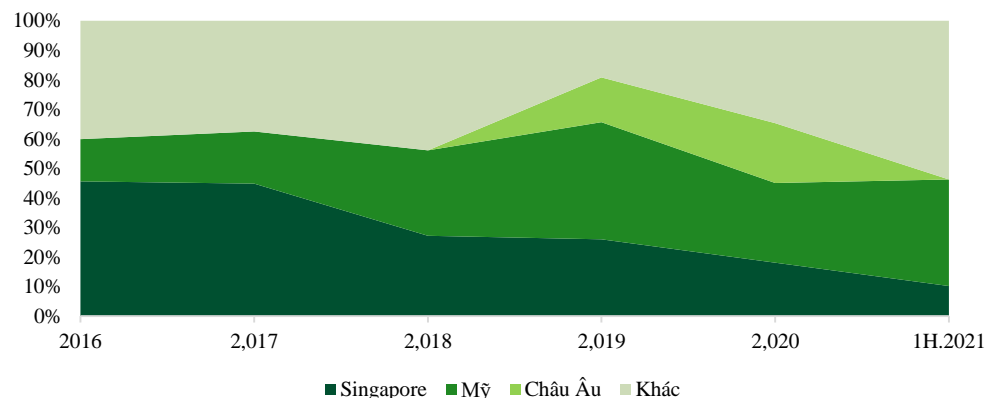
Thị trường tiêu dùng bán lẻ Mỹ đang dần phục hồi khi nước này đang hoàn tất việc tiêm chủng vắc-xin Covid-19 tới toàn bộ dân số trong bối cảnh căng thẳng Mỹ - Trung chưa hạ nhiệt là cơ hội cho các công ty gia công may mặc gia tăng giá trị xuất khẩu. Trong khi đó, Việt Nam luôn duy trì vị trí thứ 2 trong số các nước có giá trị nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ, sau Trung Quốc và thị phần nhập khẩu hàng may mặc của Việt Nam vào Mỹ đang gia tăng hàng năm.

Top 10 nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ từ 2015 – 2020

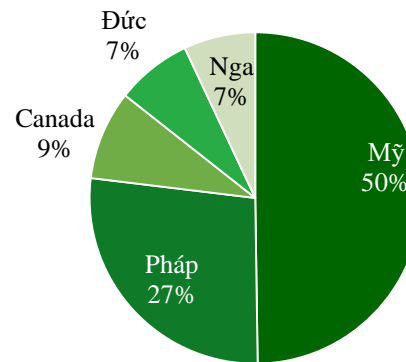
Top	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	China	China	China	China	China	China
2	Vietnam	Vietnam	Vietnam	Vietnam	Vietnam	Vietnam
3	India	India	India	India	India	India
4	Mexico	Mexico	Mexico	Mexico	Bangladesh	Bangladesh
5	Bangladesh	Bangladesh	Bangladesh	Bangladesh	Mexico	Mexico
6	Indonesia	Indonesia	Indonesia	Indonesia	Indonesia	Indonesia
7	Pakistan	Pakistan	Pakistan	Pakistan	Pakistan	Pakistan
8	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras
9	Cambodia	Cambodia	Canada	Cambodia	Cambodia	Italy
10	Italy	Canada	Cambodia	Italy	Italy	Canada

Nguồn: US DOC, VCBS tổng hợp

Tỉ trọng đối tác trong Phải thu ngắn hạn



Thị trường xuất khẩu của TNG



Nguồn: BCTC của TNG, VCBS tổng hợp

- (2) **Thị trường châu Âu với ưu đãi về thuế cũng là cơ hội cho TNG thâm nhập sâu hơn vào thị trường này.** Hiệp định EVFTA chính thức được Quốc hội thông qua vào tháng 6/2020 và có hiệu lực từ tháng 8/2020. Theo cam kết của EVFTA, trong số các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam vào EU, hàng dệt may sẽ được EU xóa bỏ thuế quan với 77,3% kim ngạch xuất khẩu trong 5 năm, 22,7% kim ngạch còn lại cũng sẽ được EU xóa bỏ thuế quan sau 7 năm (theo tapchitaichinh.vn).
- (3) **Thị trường châu Á cũng là thị trường xuất khẩu tiềm năng của TNG, chủ yếu là Singapore.** Singapore đang đạt tỉ lệ tiêu dùng khá cao, do đó thị trường tiêu dùng bán lẻ may mặc được kì vọng phục hồi tốt. Bối cảnh này thuận lợi cho TNG trong việc xuất khẩu hàng hóa sang thị trường này.

Nhà máy Đồng Hỷ và Võ Nhai tiếp tục lắp đặt thêm chuyên may, nâng tổng công suất lên 9%

Nhà máy Đồng Hỷ lắp đặt nốt 24/33 chuyên may, nhà máy Võ Nhai lắp đặt thêm 21/35 chuyên may, tăng 150% công suất hiện có của 2 nhà máy này, giúp nâng tổng công suất của công ty lên khoảng 9%. Thêm nữa, TNG đã kín đơn hàng đến hết tháng 9/2021 và chỉ nhận đơn hàng từ tháng 10 trở đi.

Doanh thu BĐS tăng trưởng mạnh từ Cụm Công nghiệp Sơn Cầm 1 và dự án TNG Village 1

Từ năm 2021, doanh thu mảng BĐS dự báo nở rộng trong cơ cấu doanh thu của TNG. Trong năm 2021, doanh thu BĐS chủ yếu đến từ Cụm Công nghiệp Sơn Cầm 1 và dự án TNG Village 1.

- (1) **Cụm công nghiệp Sơn Cầm 1 đang triển khai cho thuê và chúng tôi cho rằng khả năng cao diện tích cho thuê là 70% trong năm 2021.** CCN Cụm công nghiệp Sơn Cầm 1 đang triển khai cho thuê và dự kiến diện tích cho thuê là 35ha trong năm 2021 với giá thuê tốt hơn trong khu vực và chúng tôi dự báo ghi nhận 50% doanh thu và lợi nhuận từ phần đất đã cho thuê này.
- (2) **Dự án TNG Village 1 đã hoàn thành 90% và đang bàn giao nhà.** Dự án này có quy mô 2.841m², diện tích sàn xây dựng 19.950m² gồm 17 tầng và 01 tầng hầm. Tổng số căn 186 căn với diện tích từ 41m²-76m²/ căn. Hiện dự án đã bàn giao 70% số căn và tiếp tục đẩy mạnh bán hàng. Chúng tôi dự phóng doanh thu dự kiến 237,5 tỷ, LNTT gần 43 tỷ và khả năng cao ghi nhận 50% trong năm 2021.

(3) Một số dự án BĐS khác của TNG:

Đơn vị: triệu đồng

Dự án	Tổng mức đầu tư	Nhu cầu vốn	Phân bổ vốn		
			2021	2022	2023
Khu đô thị TNGreen Sơn Cẩm	787.449	284.000		70.000	70.000
TNG Village 2	916.939	550.000	50.000	250.000	250.000
Khu đô thị TNG Việt Đức	774.477				200.000
Khu đô thị TNG Việt Thái	725.832	620.000		70.000	200.000
Khu đô thị Núi Cốc Escape	8.903.400	2.500.000	100.000	600.000	600.000
Cụm CN Sơn Cẩm mở rộng 30ha	500.344	366.821		73.364	146.728

Nguồn: TNG, VCBS tổng hợp

Rủi ro

TNG là công ty may mặc lâu đời tại Việt Nam đã tạo được uy tín từ chất lượng sản phẩm ở trong nước lẫn thị trường quốc tế. TNG đã tạo được quan hệ đối tác lâu năm với nhiều doanh nghiệp tại Mỹ và châu Âu. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của TNG vẫn tồn tại rủi ro đến từ việc rủi ro tỷ giá, rủi ro chuỗi cung ứng (nguyên liệu đầu vào, vận chuyển,...) gián đoạn do ảnh hưởng của dịch bệnh.

- (1) **Rủi ro hoạt động:** ngành dệt may là ngành thâm dụng lao động, do đó, nếu công ty bị đình trệ sản xuất do diễn biến của dịch bệnh thì công ty sẽ gặp khó khăn trong việc thúc đẩy sản xuất đúng tiến độ và có thể chịu tổn thất do bồi thường đơn hàng nếu không đúng tiến độ.
- (2) **Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào:** TNG chủ yếu gia công theo hình thức FOB loại 2, tức là tự tìm kiếm đầu vào nguyên liệu, do đó, việc giá nguyên liệu tăng mạnh gần đây có thể gây ảnh hưởng tới lợi nhuận ở cuối năm 2021 nếu tồn kho nguyên liệu giá rẻ không đáp ứng đủ sản xuất.
- (3) **Rủi ro vận chuyển:** Hoạt động kinh doanh của TNG chủ yếu phục vụ xuất khẩu, do đó, rủi ro từ việc khan hiếm container và chi phí vận chuyển tăng cao cũng ảnh hưởng đến chi phí và lợi nhuận của TNG.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- (1) TNG sẽ tăng biên lợi nhuận FOB lên 16.5% thay vì 15.1% của năm 2020 do công ty đã tìm được nguồn nguyên liệu đầu vào đáp ứng các đơn hàng đến hết năm 2021
- (2) Chi phí bán hàng của TNG sẽ giảm về mức trung bình của năm 2018 và 2019 do công ty đã cân đối được chi phí dịch vụ mua ngoài và xuất nhập hàng

Như vậy, chúng tôi ước tính TNG có thể đạt **376 tỷ đồng LNTT năm 2021** (+102,6% yoy), tương đương EPS đạt **4.055 đồng/cổ phiếu**.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: tỷ đồng	2020 A	2021F	Tăng trưởng
DTT (tỷ đồng)	4612	5348	19,4%
Giá vốn hàng bán	3804	4589	21%
LNTT (tỷ đồng)	186	376	102,6%
TTS (tỷ đồng)	3555	3890	9,4%
ROA (%)	4,3%	8%	
ROE (%)	13,4%	22,3%	

Nguồn: VCBS ước tính

Giá trị hợp lý

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền cho việc định giá:

Mảng dệt may	Tỷ trọng	
So sánh P/E	27.265	50%
Chiết khấu FCFE	27.726	50%
Giá trị hợp lý	27.496	
Mảng Bất động sản		
RNAV	8.220	
Giá mục tiêu	35.716	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị:

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

TNG là đơn vị may công nghiệp xuất khẩu, chuyên các sản phẩm chủ lực như áo Jacket bông, lông vũ, quần áo dán seam, quần sooc các loại, váy, hàng trẻ em, quần áo nỉ, hàng dệt kim; sản xuất bông tằm, trần bông, thêu công nghiệp, thùng carton, túi PE các loại, giặt công nghiệp. Công ty đã và đang trở thành đối tác tin cậy của rất nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng trên toàn thế giới như The children's Place, Asmara International Limited, Wishbone Co., Ltd, Haddad Apparel, Sportmaster Ltd, Canda International GMBH & Co OHG, Desipro Pte,...

Dựa trên triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG cho năm 2021 là **35.716 đồng/cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng
Phân tích & Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA
Trưởng nhóm
Phân tích doanh nghiệp
mdtuan@vcbs.com.vn

Phùng Thị Quỳnh Liên
Chuyên viên Phân tích
ptqlien@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
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: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
Phòng Giao dịch Tây Hồ	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
Phòng Giao dịch Hoàng Mai	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630

