

## Ngành Dệt May

Báo cáo lần đầu

Tháng 06.2023

Mã giao dịch: TNG

Reuters: TNG.HN

Bloomberg: TNG VN Equity

### Khả năng duy trì đơn hàng từ đối tác chiến lược là lợi thế trong thời điểm khó khăn

**KQKD Q1/2023 khả quan hơn mặt bằng chung ngành Dệt May.** Doanh thu thuần và LNST Q1/2023 lần lượt là 1.335 tỷ đồng (+6%yoy) và 44 tỷ đồng (+14%yoy). TNG là doanh nghiệp niêm yết hiếm hoi trong ngành Dệt May ghi nhận tăng trưởng về cả doanh thu và lợi nhuận trong Q1/2023. Doanh nghiệp chủ động nhận các đơn hàng ở đơn giá thấp nhằm duy trì đơn hàng, đảm bảo việc làm giữ chân lao động và duy trì mối quan hệ với khách hàng.

**2023 dự kiến là một năm khó khăn đối với Dệt May Việt Nam.** Kim ngạch xuất khẩu Dệt may 4T2023 chỉ đạt 11,5 tỷ USD (-20%yoy) trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc tại các thị trường lớn như Mỹ và EU suy giảm do lạm phát. Kì vọng về hồi phục trong 2H2023 -1H2024 sẽ đến từ: (1) nền thấp của 2H2022 và 1H2023; (2) lạm phát tại thị trường Mỹ tiếp tục đà hạ nhiệt; và (3) tận dụng lợi thế EVFTA đối với một số mặt hàng sợi và quần áo được hưởng thuế 0% từ năm 2023.

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2023.** BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS năm 2023 của TNG lần lượt là 6.883 tỷ đồng (+2%yoy) và 219 tỷ đồng (-25%); lợi nhuận sụt giảm do: (1) doanh nghiệp chủ động giảm giá bán để duy trì đơn hàng; và (2) gánh nặng lãi vay lớn do doanh nghiệp vẫn duy trì D/A ở mức cao.

**Định giá và Khuyến nghị.** Sử dụng phương pháp FCFF và P/E để định giá mảng may, và phương pháp P/B để định giá mảng BĐS, BVSC đưa ra mức giá mục tiêu là **21.430 đồng/cp** đối với cổ phiếu TNG. Mức giá đóng cửa của TNG tại ngày 06/06/2023 là 20.400 đồng/cp tương ứng với tiềm năng tăng trưởng +5%, vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** với TNG ở mức giá này. TNG là cổ phiếu ngành Dệt May đáng chú ý trong thời gian tới vì: (1) doanh nghiệp có tệp khách hàng là đối tác chiến lược lâu năm, vì vậy khả năng duy trì đơn hàng tốt bất chấp thời điểm khó khăn chung của ngành; và (2) thông tin về ghi nhận doanh thu từ KCN Sơn Cẩm 1 có thể hỗ trợ về cả doanh thu và diễn biến giá cổ phiếu.

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **21.430**

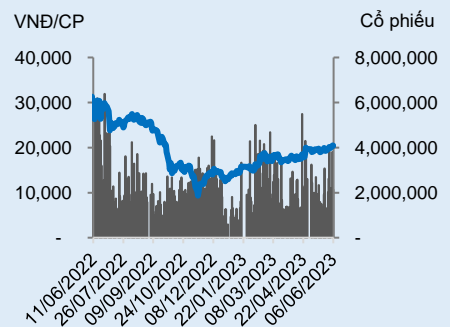
Giá thị trường (06/06/2023) 20.400

Lợi nhuận kỳ vọng **+5%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	9.333-31.309
Vốn hóa	2.1449 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	105.117.758
KLGD bình quân 10 ngày	2.412.661
% sở hữu nước ngoài	15,78%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.213
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	10,8%
Beta	0,8

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TNG	45,7%	4,1%	11,5%	40,8%
HNIndex	7,6%	6,9%	10,0%	6,2%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Hà Minh Anh**

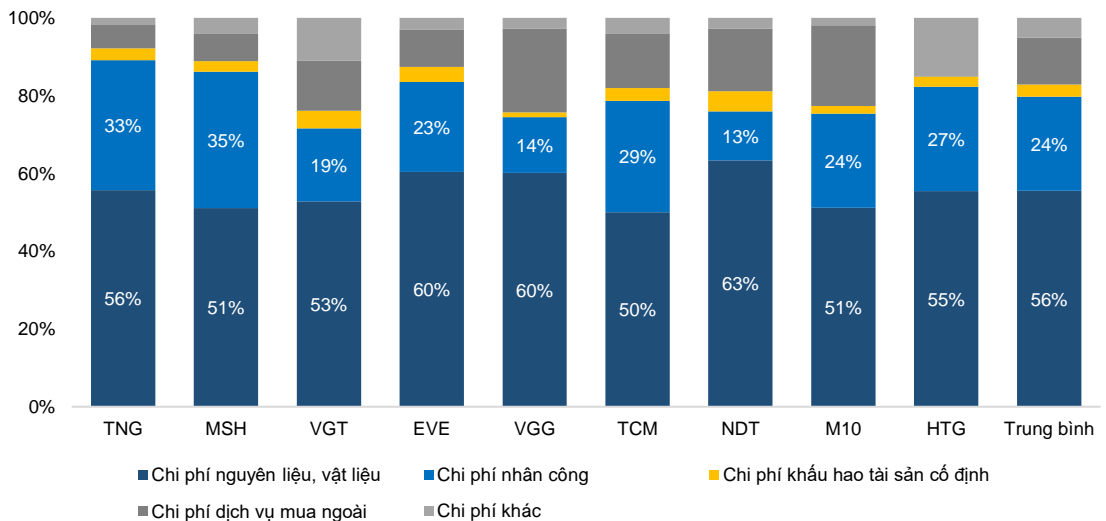
(84 24) 3928.8080 ext. 213

anhnhm@bvsc.com.vn

## Tổng quan ngành Dệt May Việt Nam

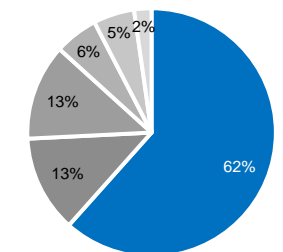
### Đầu vào phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của một số doanh nghiệp Dệt May Việt Nam



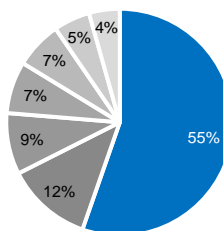
Nguồn: Fiin-X, BVSC tổng hợp

Kim ngạch Vải nhập khẩu vào Việt Nam năm 2022



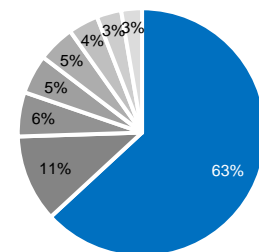
• Trung Quốc • Hàn Quốc • Đài Loan  
• Nhật Bản • Khác • Thái Lan

Kim ngạch Nguyên phụ liệu dệt, may, da, giày nhập khẩu vào Việt Nam năm 2022



• Trung Quốc • Khác • Hàn Quốc • Đài Loan  
• Mỹ • Thái Lan • Nhật Bản

Kim ngạch Xơ, sợi dệt nhập khẩu vào Việt Nam năm 2022



• Trung Quốc • Đài Loan • Hàn Quốc • Indonesia  
• Thái Lan • Ấn Độ • Khác • Nhật Bản

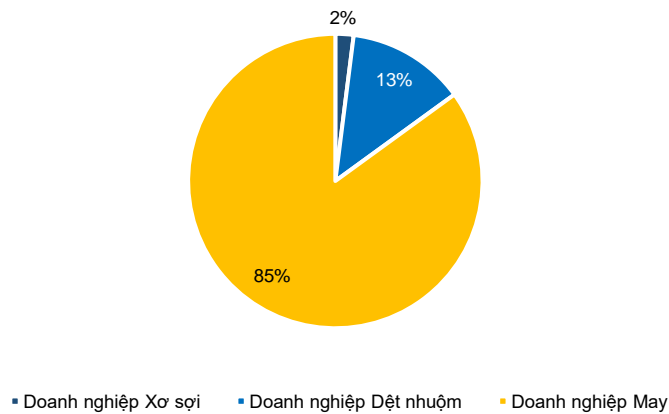
Nguồn: TCHQ

**Chi phí vải chiếm khoảng 60-70% chi phí nguyên vật liệu đầu vào, tuy nhiên lợi thế lại không thuộc về các doanh nghiệp vải nội địa. 64% tổng nguồn cung vải cho Việt Nam là từ nhập khẩu; cụ thể, 62% vải nhập khẩu vào Việt Nam là từ Trung Quốc, 13% từ Hàn Quốc, 13% từ Đài Loan, và 6% từ Nhật Bản. Tương tự, nguồn cung xơ sợi dệt và nguyên phụ liệu may mặc cũng đều bị chi phối bởi Trung Quốc. Sự chi phối của nguyên vật liệu nhập khẩu đến từ:**

- **Nguyên vật liệu sản xuất phụ thuộc vào chỉ định của khách hàng.** Doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu sản xuất theo loại hình CMT và FOB cấp 1 (chi tiết về hai hình thức sản xuất này ở mục 2. *Đầu ra chịu chi phối của khách hàng xuất khẩu*, trang 4). Hai hình thức này đều sử dụng vải do phía khách hàng cung cấp/chỉ định, vì vậy đa số là đều là vải từ các đơn vị nước ngoài mà đáp ứng yêu cầu và chuẩn mực của khách hàng.

- **Ngành Dệt nhuộm nội địa chưa đủ khả năng cạnh tranh.** Chuỗi giá trị ngành Dệt May có thể chia ra thành 3 công đoạn: Xơ sợi – Dệt nhuộm – Cắt may. Hiện chuỗi giá trị Dệt may Việt Nam còn chưa hoàn thiện, cụ thể là công đoạn Dệt nhuộm hiện còn chậm phát triển gây ra điểm nghẽn trong chuỗi Dệt may. Việc thiếu nguồn vải nội địa tuân theo chỉ định của khách hàng khiến các doanh nghiệp may phải phụ thuộc vào nguồn vải nhập khẩu.

**Các doanh nghiệp công nghiệp hỗ trợ chỉ chiếm 15% trong cơ cấu chuỗi giá trị dệt may Việt Nam**



*Nguồn: VITAS*

- **Thuế quan nhập khẩu đối với nguyên vật liệu dệt may hầu như bằng 0%.** Đây là con dao hai lưỡi đối với ngành Dệt May Việt Nam. Thuế quan nhập khẩu thấp giúp doanh nghiệp may mặc có thể tiếp cận nguồn nguyên vật liệu đa dạng với chi phí thấp. Mặt khác, việc này càng khiến cho nguồn cung vải nội địa khó cạnh tranh cả về mẫu mã lẫn giá bán.

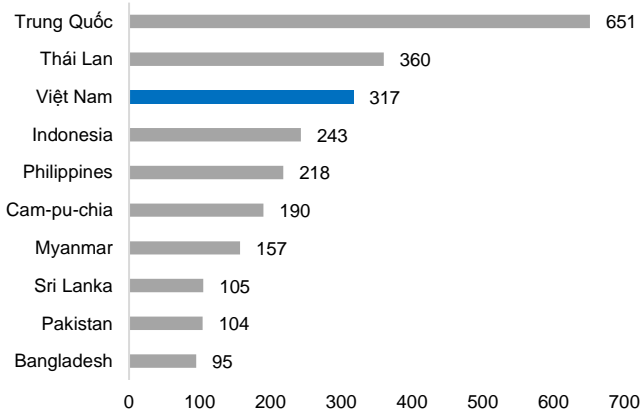
Đối tác nhập khẩu	Thuế cơ sở	Thuế nhập khẩu vào Việt Nam hiện tại	Hiệp định
Trung Quốc	0-12%	Đa số 0%	RCEP, ACFTA
Hàn Quốc	0-12%	Đa số 0%	RCEP
Đài Loan	N/A	3-12%	Chưa có FTA
Nhật Bản	0-12%	Đa số 0%	RCEP
Thái Lan	0-12%	Đa số 0%	RCEP, ATIGA
Indonesia	0-12%	Đa số 0%	RCEP, ATIGA

*Nguồn: Cổng thông tin WTO - FTA, BVSC tổng hợp*

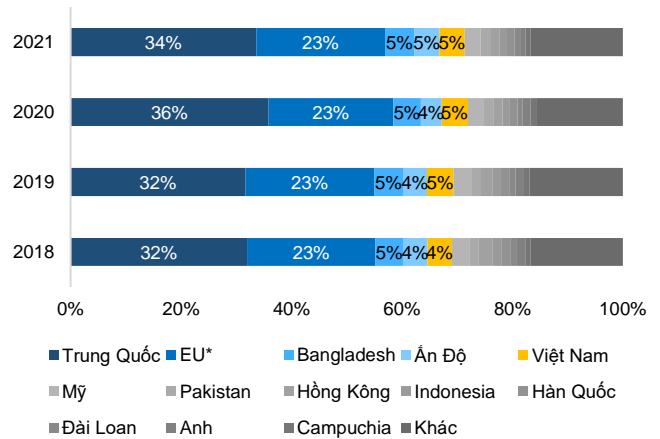
**Nhân công có tay nghề cao, tuy nhiên chi phí nhân công ngày càng thiếu cạnh tranh.** Dệt may là ngành thâm dụng lao động, vì vậy các doanh nghiệp may mặc luôn phải cân đối giữa thu hút lao động có tay nghề tốt và duy trì chi phí nhân công ở mức cạnh tranh. Bộ Công Thương ước tính thu nhập trung bình của lao động ngành dệt may đạt khoảng 3.800USD/năm (tương ứng với khoảng 7,4 triệu đồng/tháng) vào năm 2022, vì vậy có thể thấy chi phí nhân công tại Việt Nam hiện cao hơn so với mặt bằng chung khu vực châu Á. Lưu ý rằng hiện nước xuất khẩu dệt may lớn nhất trên thế giới là Trung Quốc hiện có mức thu nhập bình quân của lao động may cao hơn đa số các nước châu Á khác. Nước này gia tăng lợi thế cạnh tranh bằng cách đầu tư bài bản chuỗi giá trị Sợi-

Dệt-Nhuộm từ đầu thế kỉ thứ 20, nâng cao tay nghề của nhân công và đẩy mạnh đầu tư trang thiết bị hiện đại. Chiến lược của Trung Quốc có thể là bài học tham khảo giúp Việt Nam gia tăng lợi thế ngoài việc chỉ cạnh tranh bằng nhân công giá rẻ.

**Thu nhập trung bình hàng tháng của lao động ngành dệt may (USD)**



**Cơ cấu xuất khẩu Dệt may toàn cầu**



\* Sử dụng dữ liệu năm 2019-2022  
 Nguồn: International Labour Organization, Statista, BVSC tổng hợp

Nguồn: ITC  
 \* EU tuy có kim ngạch xuất khẩu Dệt may lớn, nhưng là vùng nhập siêu. Lý do là một số nước trong EU như Đức là đầu nhập khẩu sản phẩm và tái xuất khẩu trong khối EU.

### Đầu ra chịu chi phối của khách hàng xuất khẩu

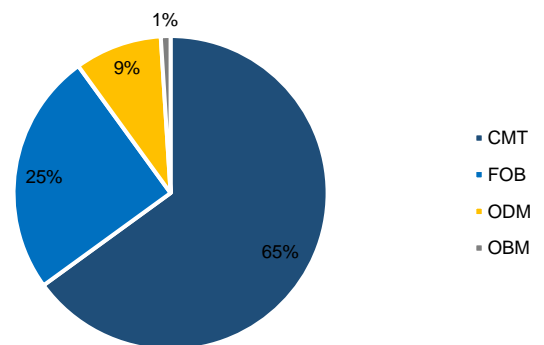
**Các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu sản xuất theo hình thức gia công.** 65% doanh nghiệp sản xuất bằng phương thức CMT (Cut-Make-Trim), 25% theo hình thức OEM/FOB (Original equipment manufacturer/Free on board). Vì vậy, rủi ro hiện hữu thường nhật là: (1) cạnh tranh đơn hàng giữa các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt trong bối cảnh đơn hàng giảm sút như 2H2022-1H2023; và (2) khách hàng chuyển một phần lượng đặt hàng từ Việt Nam sang các quốc gia khác.

**Các hình thức sản xuất may mặc phổ biến:**

Thiết kế	Sản xuất nguyên phụ liệu	Cắt may	Marketing và phân phối	BLNR
		CMT		~1-3%
	OEM/FOB*			~3-5%
ODM				~5-7%
OBM				>10%

\*FOB chia ra hai cấp độ là FOB cấp độ 1 (doanh nghiệp may mua nguyên liệu từ nhà cung cấp mà khách hàng chỉ định) và FOB cấp độ 2 (doanh nghiệp tự tìm nguồn nguyên liệu). Doanh nghiệp may Việt Nam chủ yếu theo hình thức FOB cấp độ 1 do chưa đủ năng lực tìm kiếm nguồn vải nội địa đạt yêu cầu của khách hàng.  
 Nguồn: Hiệp hội Dệt May Việt Nam

**Tỷ trọng các phương thức sản xuất của ngành dệt may Việt Nam**



Nguồn: Tổng liên đoàn lao động Việt Nam

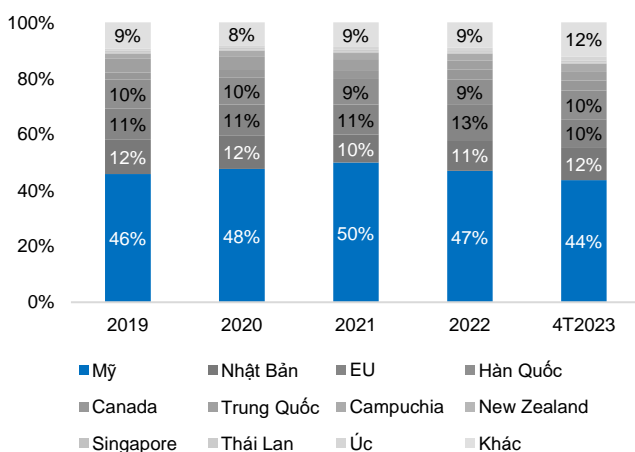
**Sản xuất dệt may chủ yếu phục vụ cho xuất khẩu.** 3 thị trường tiêu thụ lớn nhất của Việt Nam là Mỹ, Nhật Bản, và EU.

Kim ngạch xuất khẩu Mỹ năm 2022 đạt 17 tỷ USD (+8%yoy), là khách hàng lớn nhất của Việt Nam do xu hướng chuyển dịch một phần nguồn cung sang các nước châu Á khác nhằm giảm sự lệ thuộc vào Trung Quốc. Tuy nhiên, Việt Nam hiện đang hưởng lợi từ xu hướng trên ít hơn so với Bangladesh (kim ngạch xuất khẩu Mỹ +36%yoy lên mức 9,7 tỷ USD), do Bangladesh:

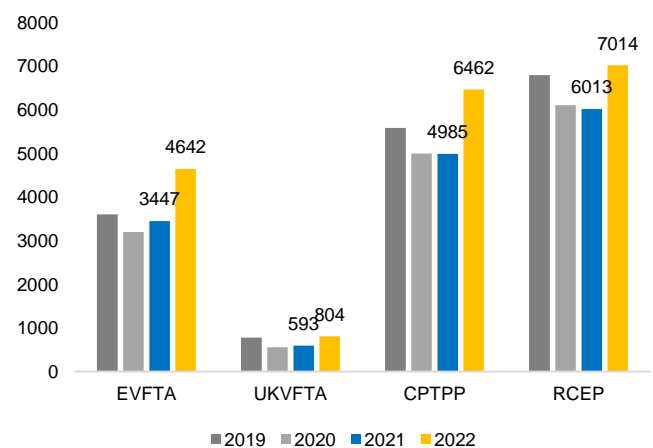
- Đa dạng nguồn nguyên liệu dệt may hơn Việt Nam. Trung Quốc chiếm khoảng 49% nguồn nhập khẩu nguyên liệu của Bangladesh, ít hơn so với mức 62% của Việt Nam (đồ thị *Kim ngạch Vải nhập khẩu vào Việt Nam năm 2022*, trang 2). Ấn Độ và Pakistan cũng là hai nhà phân phối nguyên liệu dệt may cho Bangladesh;
- Chi phí nhân công thấp so với mức trung bình ở châu Á (hình *Thu nhập trung bình hàng tháng của lao động ngành dệt may*, trang 3);
- Gia tăng các nhà máy lớn đầu tư theo tiêu chuẩn xanh. Bangladesh hiện đang sở hữu nhiều nhà máy xanh nhất trên thế giới, 52 trong số đó lọt vào top 100 nhà máy xanh hiện đại nhất trên thế giới. Do vậy, nước này tiếp tục là nơi mà nhiều nhãn hàng lựa chọn nhằm đẩy mạnh cam kết “xanh hóa” của mình.

Tuy nhiên, Bangladesh cũng đang gặp phải những khó khăn từ việc: (1) đơn đặt hàng suy giảm toàn cầu trong năm 2023; và (2) áp lực từ phía khách hàng về việc giảm giá bán. Nhìn chung, sự sụt giảm từ phía nhu cầu tiêu thụ đang và sẽ tiếp tục gây ra khó khăn cho các doanh nghiệp dệt may toàn cầu trong năm 2023.

**Cơ cấu xuất khẩu dệt may Việt Nam**



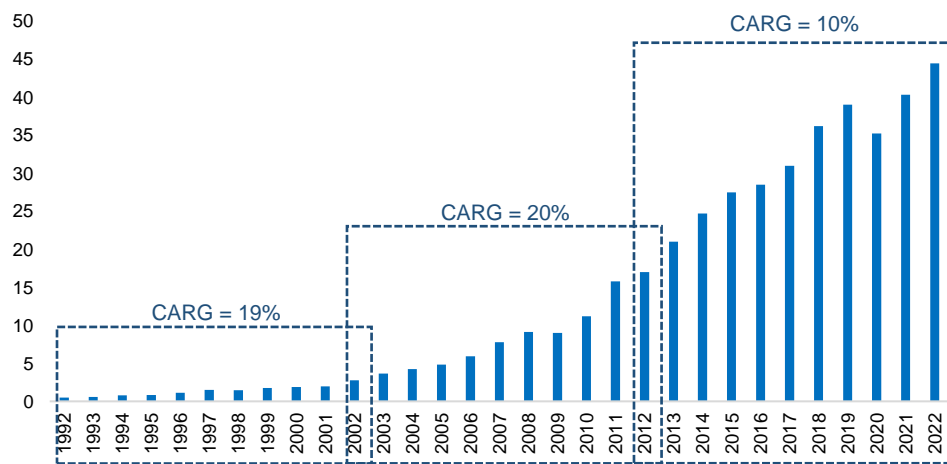
**Kim ngạch xuất khẩu dệt may theo các hiệp định**



Nguồn: TCTK

**Tốc độ phát triển của ngành Dệt May dự kiến sẽ giảm tốc trong trung hạn.** Ngành dệt may Việt Nam đã có bước chuyển mình nhanh chóng vào những năm 1990-2010 sau khi Việt Nam chủ trương mở rộng quan hệ ngoại giao với quốc gia trên thế giới như bình thường hóa mối quan hệ với Mỹ (1995), gia nhập ASEAN (1995), WTO (2006), v.v. Nguồn vốn nước ngoài chảy vào Việt Nam mạnh mẽ đã đẩy mạnh tăng trưởng giá trị xuất khẩu. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng ngành Dệt may Việt Nam dự kiến sẽ giảm tốc trong thời gian tới do xu hướng: (1) đa dạng hóa nguồn cung của các nhãn hàng; và (2) xanh hóa, đề cao tiêu dùng có ý thức (conscious consumption) của khách hàng. Đây là cơ hội để các doanh nghiệp lớn và có cơ sở vật chất phù hợp với tiêu chuẩn xanh gia tăng cạnh tranh với các doanh nghiệp nhỏ lẻ.

**Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam**



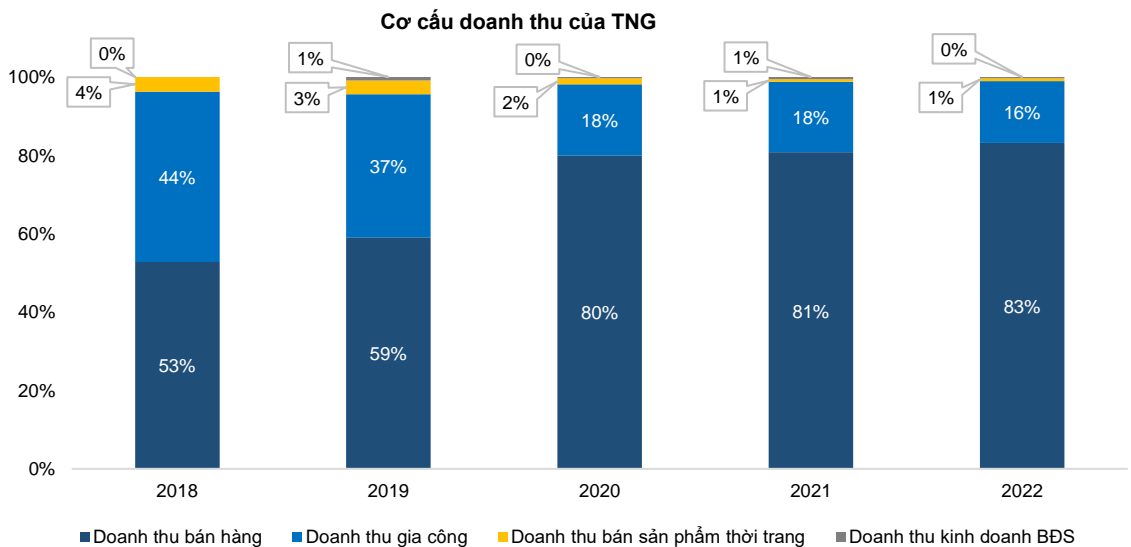
Nguồn: TCTK

## Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)

### Hồ sơ doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (TNG), tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái, được thành lập năm 1979. Năm 2003, Công ty chuyển đổi mô hình kinh doanh hoạt động là Công ty Cổ phần. Ngày 22/11/2007, TNG chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

Hoạt động kinh doanh chủ yếu của Công ty là: Sản xuất và mua bán hàng may mặc; Sản xuất bao bì giấy, nhựa làm túi nilon, áo mưa nilon và nguyên, phụ liệu hàng may mặc... TNG bắt đầu lấn sân sang mảng BĐS vào năm 2018, và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ mảng này vào năm 2019. Tuy nhiên, mảng BĐS có doanh thu không đều đặn do phụ thuộc vào tốc độ thi công và bàn giao dự án. Mảng may mặc hiện vẫn là mảng kinh doanh chính, đóng góp khoảng 99% doanh thu hàng năm của TNG. Tới năm 2022, TNG sở hữu 15 chi nhánh may với khoảng 322 chuyên may, trong đó có 12 nhà máy dệt thoi và 3 nhà máy dệt kim.

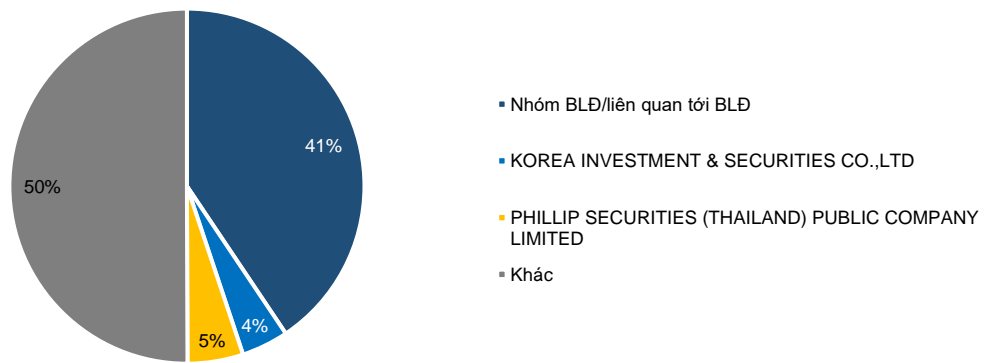




Nguồn: TNG, Fiinpro

**Cơ cấu cổ đông**

**Cơ cấu cổ đông của TNG (tính tới ngày 08/5/2023)**

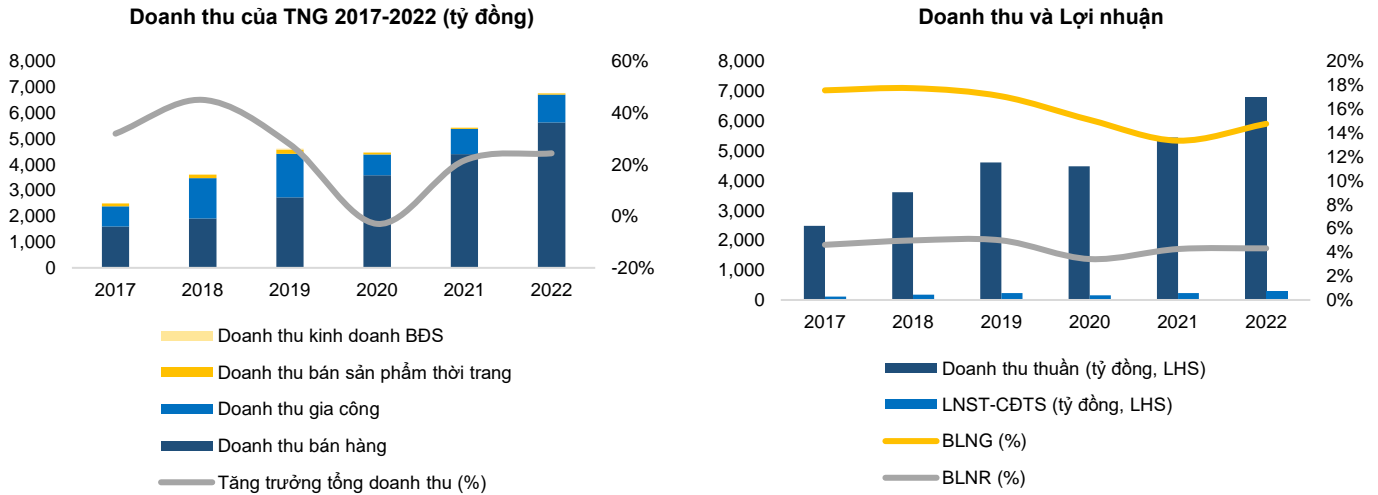


Nguồn: TNG

Nhóm BLĐ/liên quan tới BLĐ sở hữu khoảng 41% cổ phần tại TNG, đứng đầu là Chủ tịch Nguyễn Văn Thời (sở hữu khoảng 19% TNG) và Tổng Giám Đốc Nguyễn Đức Mạnh (sở hữu khoảng 8% TNG). Hai nhóm cổ đông ngoại là Korea Investment & Securities Co., Ltd (Hàn Quốc) và Phillip Securities Public Company Limited (Thái Lan) nắm lần lượt 4% và 5% cổ phần tại TNG. Cổ đông Korea Investment & Securities Co., Ltd là đơn vị nhận ủy thác của quỹ Asam Vietnam Mezzanine Focus Hedge Fund 1, đối tác mua 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi năm 2018 và 136 tỷ đồng trái phiếu trơn phát hành năm 2019 của TNG. Còn Phillip Securities Public Company Limited mới chính thức trở thành cổ đông lớn của TNG vào 21/3/2023 theo hình thức giao dịch cổ phiếu trên sàn HNX.



## Phân tích KQKD



Nguồn: TNG

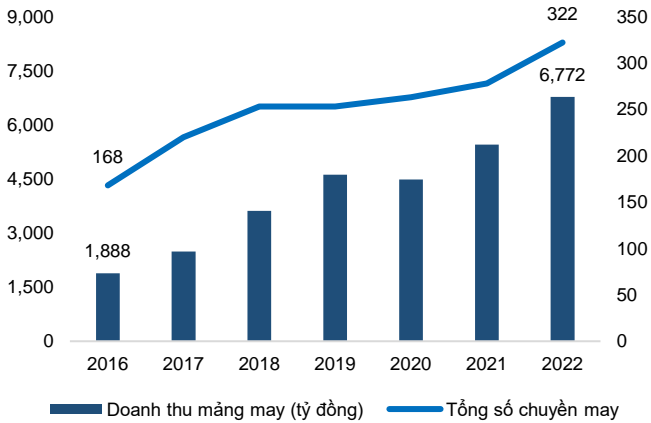
Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng khả quan trong giai đoạn 2017-2022 chủ yếu đến từ việc mảng may (chiếm 99% tổng doanh thu) tăng trưởng nhanh nhờ mở rộng chuyên may. TNG bắt đầu ghi nhận doanh thu mảng BĐS từ năm 2019, tuy nhiên mảng may mặc vẫn sẽ là mảng hoạt động cốt lõi trong dài hạn.

### Mảng may

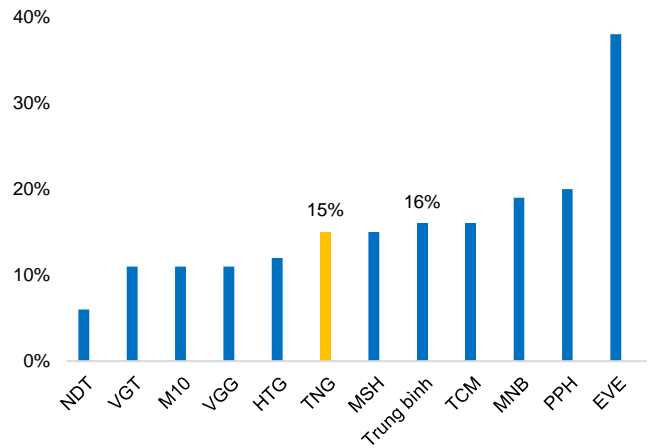
Tương tự với các doanh nghiệp dệt may trong ngành, chi phí nguyên vật liệu và chi phí nhân công là 2 chi phí lớn nhất đối với TNG, chiếm khoảng 90% chi phí sản xuất kinh doanh. Đa số vải đầu vào của TNG được nhập khẩu từ Trung Quốc và Đài Loan do 99% doanh thu tới từ gia công nên TNG phải tuân thủ yêu cầu về nhà cung cấp theo chỉ định của khách hàng.

**Doanh thu gia tăng nhanh chóng, tuy nhiên BLNG có xu hướng giảm.** Mảng may có tăng trưởng CARG 2017-2022 về doanh thu là 22%, khả quan nhờ việc liên tục mở rộng chuyên may mới. Biên lợi nhuận gộp theo xu hướng giảm từ năm 2018 tới nay do: (1) gia tăng chi phí khấu hao từ việc mở rộng chuyên may mới; và (2) dịch bệnh COVID ảnh hưởng tới cung-cầu của sản phẩm dệt may. Biên lợi nhuận gộp của TNG khó có thể bật tăng trong năm 2023 do doanh nghiệp đang chủ trương giảm giá bán nhằm giữ đơn hàng. TNG có biên lợi nhuận gộp ở mức trung bình ngành, do doanh nghiệp chủ yếu sản xuất các sản phẩm quần áo mặc thường ngày (casual wear) và quần áo thể thao (như áo jacket, quần áo trẻ em, quần áo nữ, v.v.). Phân khúc sản phẩm trên có biên lợi nhuận gộp thấp hơn các sản phẩm cao cấp như áo suits, veston (được sản xuất bởi MSH, MNB, v.v.).

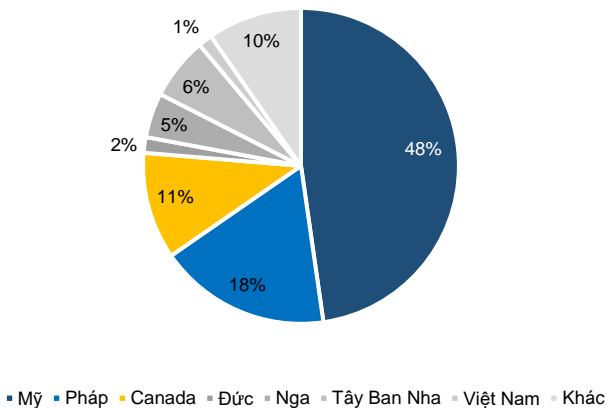
**Doanh nghiệp đẩy mạnh mở rộng chuyên may trong giai đoạn 2016-2022**



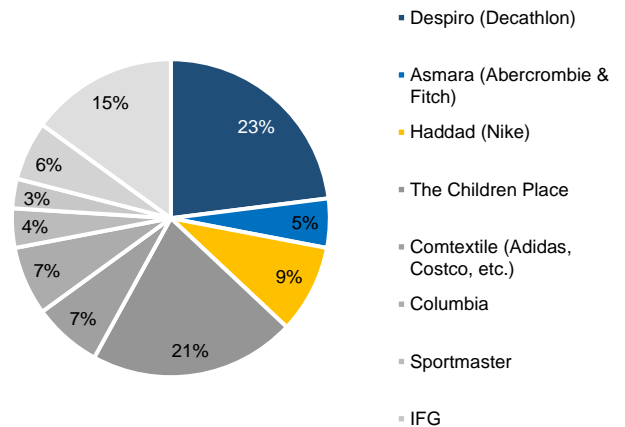
**So sánh BLNG của một số doanh nghiệp may mặc**



**Cơ cấu doanh thu theo thị trường Q1/2023**



**Cơ cấu doanh thu mảng may theo khách Q1/2023**



Nguồn: TNG

**Duy trì mối quan hệ bền vững với khách hàng chiến lược.** Decathlon (DCL) bắt đầu là khách hàng của TNG từ năm 2015, và hiện là khách hàng lớn nhất và đối tác chiến lược của doanh nghiệp, chiếm 23% cơ cấu doanh thu mảng may năm 2022. Sản phẩm TNG sản xuất cho DCL bao gồm: áo jacket, quần áo và dụng cụ thể thao (bơi, leo núi, v.v.). Ngoài ra, TNG cũng bán bông thừa từ nhà máy Bông phụ trợ cho nhà máy DCL tại Ấn Độ, tuy nhiên doanh thu này không đáng kể. Hiện nhà máy Sông Công 1-4 và một phần của nhà máy Phú Bình 1 (khoảng 135 chuyên may) chủ yếu được sử dụng làm đơn hàng cho DCL. TNG chia sẻ tình hình tồn kho của DCL vẫn ở mức cao, vì vậy có một số mã hàng DCL delay giao hàng từ Q1/2023 sang Q2/2023. Trong ngắn và trung hạn, DCL có chiến lược tiếp tục đẩy mạnh khai thác thị trường Trung Quốc. DCL bắt đầu đặt chân vào thị trường Trung Quốc vào năm 1989, và tới năm 2020, khoảng 313 cửa hàng DCL đã được mở tại Trung Quốc, chỉ ít hơn tại thị trường mẹ là Pháp 15 cửa hàng. Giá bán thấp nhưng không hi sinh chất lượng, chiến lược mở rộng nhanh chóng và truyền thông qua cả kênh truyền thống và hiện đại là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng của DCL tại thị trường Trung Quốc.

**Xu hướng “xanh hóa” của các nhãn hàng lớn cũng đã được nhìn nhận và đáp ứng từng bước bởi TNG.** Tới năm 2020, nhà máy Sông Công của TNG đã được chứng nhận LOTUS Bạc. Chứng nhận LOTUS là chứng chỉ kiến trúc, công trình xanh do Hội đồng Công trình xanh Việt Nam (VGBC) và tổ chức Hội đồng Công trình xanh Thế giới (WorldGBC) cấp. Một số sáng kiến “xanh hóa” của nhà máy Sông Công bao gồm:

Chỉ tiêu	Sáng kiến	Kết quả
<b>Tiết kiệm năng lượng</b>	Tường nhà máy theo cơ chế tản nhiệt nhanh chóng	Giảm thiểu 22% lượng năng lượng tiêu thụ
<b>Tiết kiệm nước</b>	Sử dụng hoàn toàn nước mưa để tưới cây trong khu vực nhà máy	Giảm thiểu 42% lượng nước từ vòi
<b>Sử dụng nguyên vật liệu hiệu quả</b>	Sử dụng vật liệu xây dựng tái chế và từ địa phương.	+ 49% vật liệu sử dụng làm dự án là từ vật liệu tái chế + 68% vật liệu xây dựng là từ địa phương
<b>Bảo vệ sức khỏe và môi trường làm việc</b>	Cảm biến khí CO <sub>2</sub>	

### Mảng Bất động sản

TNG bắt đầu lấn sân sang mảng BĐS vào năm 2018, và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ mảng này vào năm 2019. Hiện TNG đang sở hữu 2 dự án là Chung cư TNG Village 1 và Khu công nghiệp (KCN) Sơn Cẩm 1. TNG đã hoàn thiện và bàn giao 156 trên tổng số 186 căn hộ; các căn hộ chưa bán phần lớn được các chuyên gia nước ngoài làm việc tại các KCN thuê dài hạn. Vì vậy, doanh thu từ dự án trong năm 2023 dự kiến sẽ không đáng kể.

Dự án của TNG	CAPEX (tỷ đồng)	Tiến độ
TNG Village 1	160	Đã bán 156/186 căn. Còn lại cho thuê dài hạn.
KCN Sơn Cẩm 1	1.177	30ha cho thuê đang đàm phán giai đoạn cuối với ít nhất 2 khách hàng.
TNG Village 2	917	Đợi chấp thuận chủ trương đầu tư.
KDC Đại Thắng	360	Đang đấu giá.
KDC Hồng Tiến	885	Đang đấu giá.
KCN Sơn Cẩm 2	N/A	N/A

Dự án Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1		
Thông tin dự án	Ghi chú	
Tổng diện tích	70 ha	Trong đó, 21ha là hạ tầng phụ trợ như bãi đỗ xe, cây xanh, v.v.
Diện tích cho thuê	49 ha	
Tiến độ	Đang mở bán	
<b>Vốn đầu tư</b>	<b>1.177 tỷ đồng</b>	Bao gồm chi phí GPMB và 520 tỷ đồng chi phí hạ tầng.
Từ Nợ vay	70%	
Từ vốn tự có	30%	

Nguồn: TNG  
Dữ liệu tính tới tháng 5/2023

Dự án KCN Sơn Cẩm 1 đã được cấp sổ đỏ cho 40ha, hiện đang đàm phán với khách hàng để dự kiến cho thuê trong Q2/2023. Trong tổng số 49ha cho thuê, TNG dự kiến sử dụng 19ha làm văn phòng cho mảng kinh doanh BĐS và công nghệ phụ trợ, còn lại 30 ha cho thuê. Khách hàng tiềm năng bao gồm các công ty dệt của Trung Quốc và Nhật Bản.

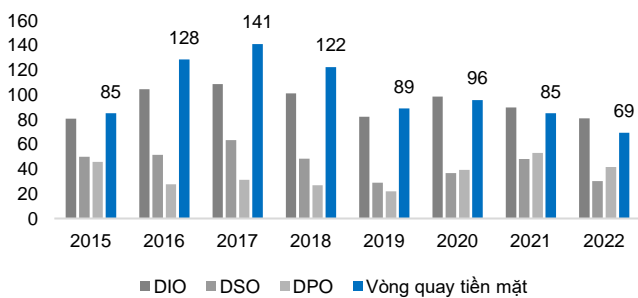
Trong trung và dài hạn, TNG chia sẻ sẽ tiếp tục đầu tư các dự án BĐS tiếp theo sử dụng quỹ đất tại Thái Nguyên. Tuy nhiên, những khó khăn của thị trường BĐS trong thời điểm hiện tại khiến TNG sẽ chưa triển khai luôn KCN Sơn Cẩm giai đoạn 2 trong thời gian tới. Vì vậy, việc ghi nhận KQKD BĐS sẽ chỉ đến từ cho thuê KCN Sơn Cẩm 1 và cho thuê/bán 30 căn chung cư ở TNG Village.

### Phân tích chỉ số tài chính

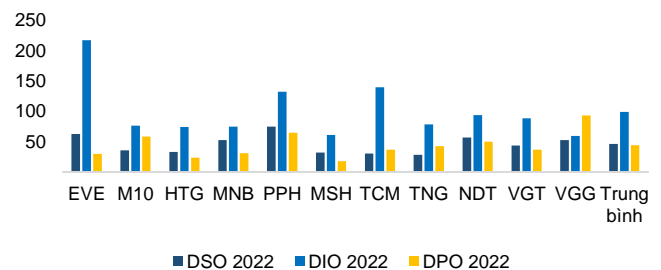
**Vòng quay tiền mặt cải thiện.** Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của TNG hiện chỉ ở mức trung bình ngành. Điều tích cực là doanh nghiệp đã dần cải thiện vòng quay tiền mặt từ 2020 tới nay, nhờ việc thay đổi trong phương thức thanh toán giúp giảm khoản phải thu.

**Chỉ số thanh toán thấp hơn và sử dụng đòn bẩy nhiều hơn trung bình ngành.** Chỉ số thanh toán của TNG có sự cải thiện từ năm 2020 tới nay, tuy nhiên vẫn nhỏ hơn 1 và thấp hơn so với trung bình ngành. Để có nguồn tiền phục vụ sản xuất, doanh nghiệp đã phát hành trái phiếu, một hình thức dùng nợ dài hạn để chi trả chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công mà không làm tăng chỉ tiêu thanh toán nhanh trong hiện tại. Với khả năng thanh toán thấp, doanh nghiệp đứng trước rủi ro mất thanh khoản trong trường hợp khách hàng chậm trả nợ/phá sản.

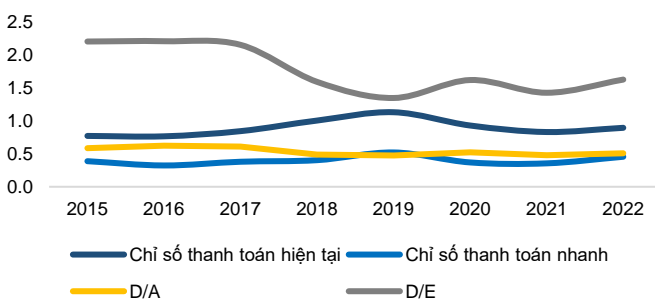
**Chỉ tiêu hoạt động của TNG 2015-2022**



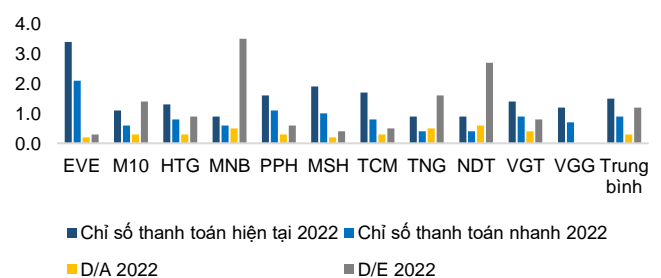
**Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của TNG ở mức trung bình ngành**



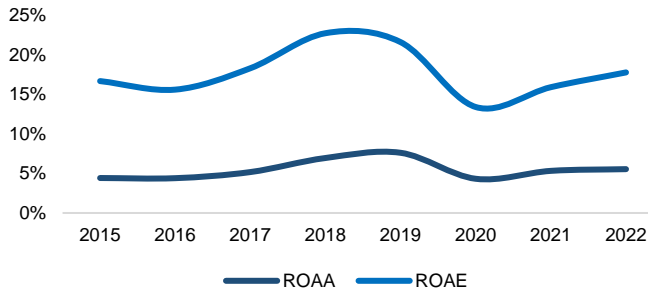
**Chỉ số thanh toán và nợ của TNG 2015-2022**



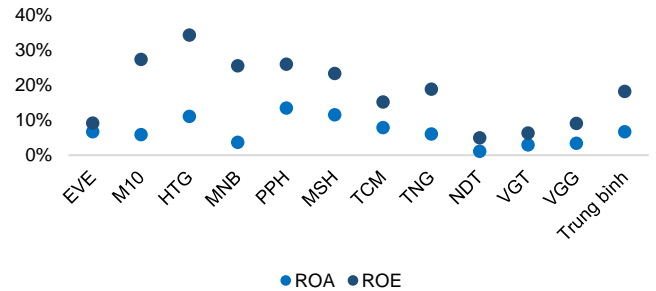
**Chỉ số thanh toán và nợ của ở mức thấp-trung bình so với mặt bằng chung ngành Dệt may**



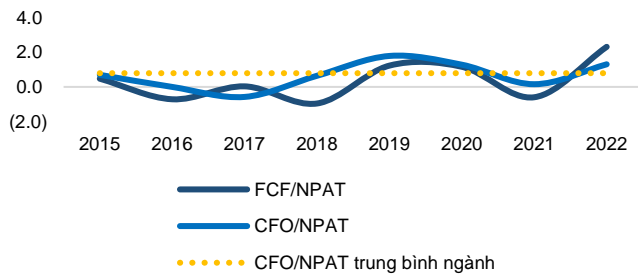
Chỉ số sinh lời của TNG 2015-2022



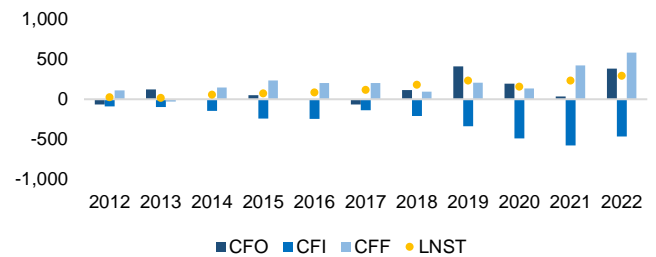
Chỉ số sinh lời chỉ ở mức trung bình ngành



Dòng tiền từ hoạt động có phần cải thiện trong năm 2022 và cao hơn trung bình ngành



Nhu cầu vốn lớn để mở rộng chuyên may, phải phụ thuộc nhiều vào nợ vay do có độ trễ giữa dòng tiền hoạt động và lợi nhuận.



Nguồn: Finpro

## TNG có KQKD Q1/2023 khả quan hơn mặt bằng chung ngành Dệt May

### KQKD Q1 và tháng 4/2023 của TNG

Chỉ tiêu	Q1/2023	Tăng trưởng %yoy	Tăng trưởng %qoq	Tháng 4/2023	Tăng trưởng %yoy
Doanh thu thuần	1.335	5,9%	-11,9%	627	13,0%
Biên lợi nhuận gộp	14,4%	189 bps hoặc bằng 1,2 lần	-117 bps hoặc bằng 0,9 lần	N/A	N/A
Lợi nhuận gộp	192	21,9%	-18,5%	N/A	N/A
LNST sau CĐTS	44	13,7%	-27,6%	61	8,9%
Biên LNST sau CĐTS	3,3%	22 bps hoặc bằng 1,1 lần	-71 bps hoặc bằng 0,8 lần	N/A	N/A

### KQKD Q1/2023 của một số doanh nghiệp Dệt May niêm yết

Mã CK	Tên	Sàn giao dịch	Doanh thu Q1/2023	%yoy	LNST Q1/2023	%yoy	Kế hoạch doanh thu 2023 so với 2022 (%yoy)	Kế hoạch LN ròng 2023 so với 2022 (%yoy)
ADS	Damsan YarnTex	HOSE	295	-34%	13	-54%	76%	18%
EVE	Everpia	HOSE	150	-22%	7	-54%	8%	-40%
FTM	FORTEX	UPCOM	36	-36%	-50	10%	-100%	-100%
GIL	Bình Thanh Im-export	HOSE	157	-89%	-39	-136%	-53%	-71%
HTG	Hoa Tho Textile - Garment	UPCOM	1272	-5%	48	-39%	-13%	-40%

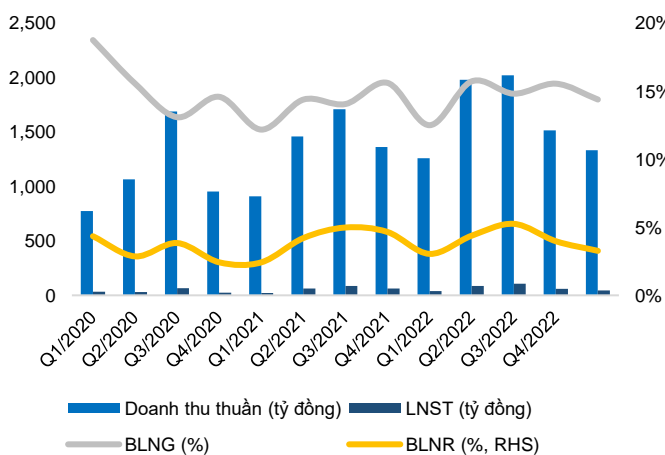
M10	Garment 10 Corporation	UPCOM	881	3%	23	2%	-8%	-29%
MNB	Nha Be Garment	UPCOM	931	0%	18	-10%	N/A	N/A
MSH	Song Hong Garment	HOSE	637	-51%	27	-67%	-13%	-17%
NDT	Nam Dinh Textile Garment	UPCOM	329	-7%	-1	-102%	3%	-13%
PPH	Phong Phu Corp.	UPCOM	405	-9%	125	-23%	29%	-17%
STK	Century Synthetic Fiber	HOSE	288	-55%	2	-98%	2%	4%
TCM	Thanh Cong Textile Garment	HOSE	876	-22%	55	-25%	N/A	N/A
TNG	TNG Investment And Trading	HNX	1335	6%	44	14%	0%	2%
VGG	Viet Tien Garment	UPCOM	1855	22%	19	-25%	-5%	-10%
VGT	VINATEX	UPCOM	4215	-14%	93	-72%	-11%	-50%

Nguồn: Fiinpro, BVSC tổng hợp

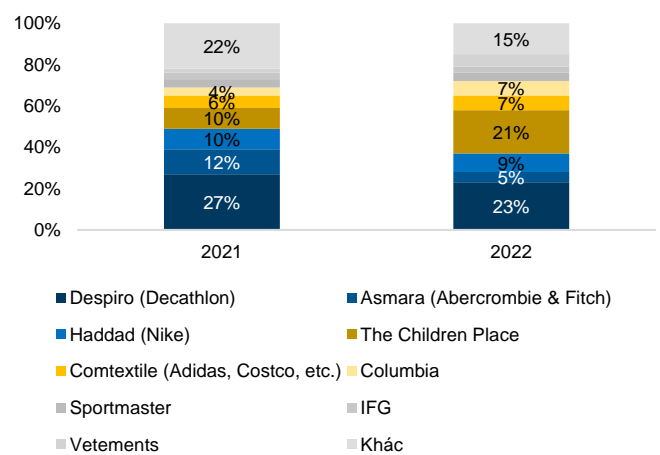
**Đơn hàng ổn định mang lại tăng trưởng KQKD Q1/2023.** Doanh thu thuần và LNST Q1/2023 lần lượt là 1.335 tỷ đồng (+6%yoy) và 44 tỷ đồng (+14%yoy). TNG là doanh nghiệp niêm yết hiếm hoi trong ngành Dệt May ghi nhận tăng trưởng về cả doanh thu và lợi nhuận trong Q1/2023. Doanh nghiệp chủ động nhận các đơn hàng ở đơn giá thấp nhằm duy trì đơn hàng, đảm bảo việc làm giữ chân lao động và duy trì mối quan hệ với khách hàng. Bên cạnh đó, mối quan hệ hợp tác bền vững với khách hàng lớn như Decathlon và The Children Place cũng giúp TNG giữ được lượng đơn đặt hàng ổn định trong Q1/2023 (2 khách hàng trên chiếm 44% tổng doanh thu mảng may năm 2022 của TNG).

**LNST vẫn tăng trưởng, tuy nhiên chi phí lãi vay vẫn là gánh nặng.** Chi phí lãi vay +66%yoy, do TNG tiếp tục duy trì D/A ở mức 51%. Trong 5 năm trở lại đây, TNG dựa vào nguồn vay nợ dài hạn để nhanh chóng mở rộng chuyên may, vì vậy trong bối cảnh đơn hàng có thể sụt giảm trong những quý tới, gánh nặng lãi vay có thể mang tới khó khăn về dòng tiền.

**Doanh thu thuần và Lợi nhuận theo quý**



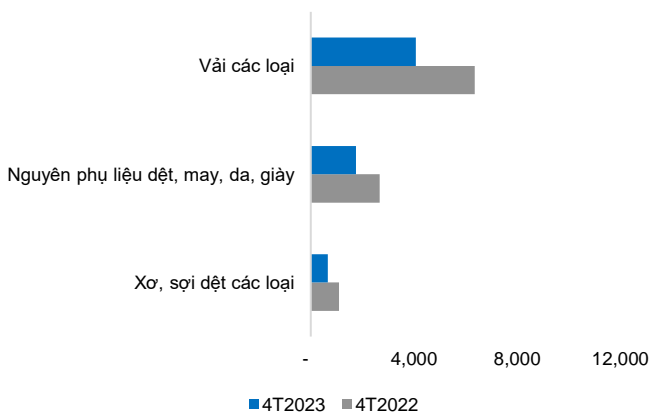
**Cơ cấu doanh thu theo khách hàng**



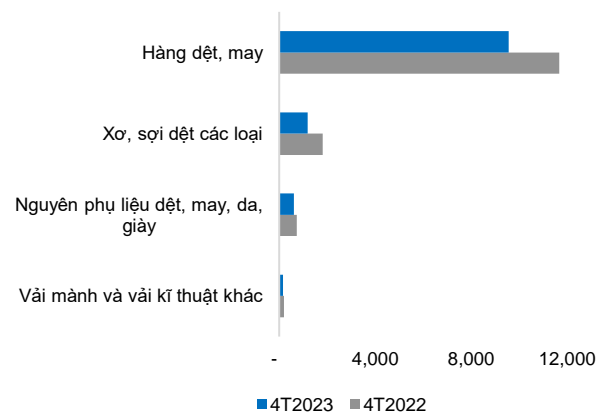
## 2023 dự kiến là một năm khó khăn đối với Dệt May Việt Nam

**1H2023 đầy khó khăn.** Kim ngạch xuất khẩu Dệt may 4T2023 chỉ đạt 11,5 tỷ USD (-20%yoy) trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc tại các thị trường lớn như Mỹ và EU suy giảm do lạm phát. Số liệu nhập khẩu nguyên vật liệu may mặc 4T2023 cũng ảm đạm khi giảm -36%yoy. Nguyên vật liệu may mặc của doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu là từ nguồn nhập khẩu, vì vậy, việc nhập khẩu nguyên vật liệu may mặc giảm tốc trong 4 tháng đầu năm cho thấy doanh nghiệp sản xuất chưa nhận được tín hiệu hồi phục tích cực từ phía khách hàng.

**Nhập khẩu nguyên vật liệu may mặc giảm sút trong 4T2023 (triệu USD)**

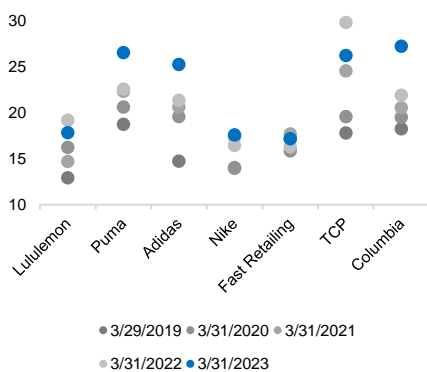


**Xuất khẩu các mặt hàng may mặc 4T2023 suy giảm so với cùng kì (triệu USD)**

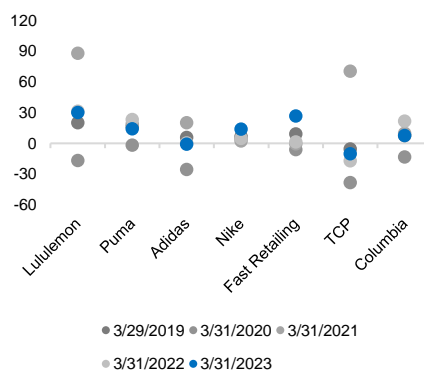


Nguồn: Fiin-X, BVSC tổng hợp

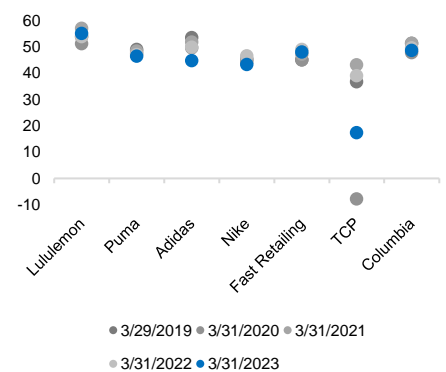
**Hàng tồn kho/Doanh thu thuần của một số nhãn hàng thời trang lớn (%)**



**Tăng trưởng doanh thu của một số nhãn hàng thời trang lớn (%yoy)**



**Biên lợi nhuận gộp của một số nhãn hàng thời trang lớn (%yoy)**



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

**Kì vọng hồi phục trong Q4/2023-1H2024.** Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) và Hiệp Hội Dệt May Việt Nam (VITAS) đã đưa ra các kịch bản tăng trưởng năm 2023 của ngành Dệt may Việt Nam; nhìn chung mức tăng trưởng tích cực nhất cũng chưa bằng mức +9%yoy của năm 2022. Một số doanh nghiệp dệt may niêm yết cũng đưa ra kế hoạch doanh thu thận trọng cho năm 2023. Số liệu tới cuối tháng 3/2023 của các nhãn hàng lớn cho thấy: (1) lượng hàng tồn kho vẫn ở mức cao kỉ

lục trong quý gần nhất nhất; và (2) Nhiều nhãn hàng ghi nhận tăng trưởng so với cùng kì, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp ở mức thấp do chính sách giảm giá bán nhằm thu hút khách hàng trong bối cảnh nhu cầu ảm đạm. Điều này cho thấy việc chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu như may mặc vẫn chưa thoát khó khăn trong Q1/2023. Kì vọng về hồi phục trong Q4/2023 -1H2024 sẽ đến từ: (1) nền thấp của Q4/2023 và 1H2023; (2) lạm phát tại thị trường Mỹ tiếp tục đà hạ nhiệt; và (3) tận dụng lợi thế EVFTA đối với một số mặt hàng sợi và quần áo được hưởng thuế 0% từ năm 2023.

**Kịch bản kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam 2023 theo Vinatex**

Kịch bản	Tăng trưởng ngành (%yoy)	Kim ngạch xuất khẩu dự kiến	Bối cảnh
Xấu	-5%	42 tỷ USD	Suy thoái kinh tế toàn cầu
Khả thi	0%	44 tỷ USD	Lạm phát, lãi suất của các nước tiêu thụ vẫn chưa giảm/đi ngang.
Tốt	5%	46 tỷ USD	Vĩ mô ổn định, xung đột địa chính trị cơ bản kết thúc

**Kịch bản kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam 2023 theo VITAS**

Kịch bản	Tăng trưởng ngành (%yoy)	Kim ngạch xuất khẩu dự kiến	Bối cảnh
Kém tích cực	4%	45-46 tỷ USD	
Tích cực	8%	47-48 tỷ USD	Nhu cầu toàn cầu phục hồi mạnh ngay trong Q3 và Q4/2023.

Nguồn: Vinatex, VITAS

**Một số sản phẩm dệt may hưởng lợi từ EVFTA trong giai đoạn 2023-2025:**

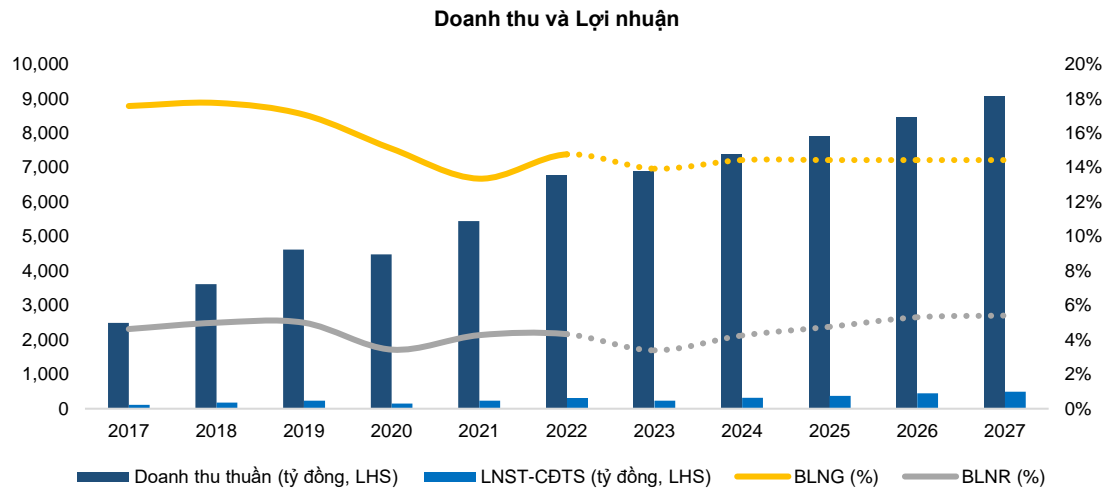
Mã HS	Tên sản phẩm	Lộ trình giảm thuế	Năm bắt đầu được hưởng thuế 0%
Thuộc Chương 55	Sợi staple polyester	B3	2023
Thuộc Chương 61	Áo choàng, áo jacket, áo cardigan, quần dài, đồ lót, áo phông, đồ bơi	B3, B5	2023, 2025

Nguồn: Tài liệu EVFTA 2020

**Dự phóng KQKD**

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	Giải thích
<b>Doanh thu</b>	<b>6.772</b>	<b>6.886</b>	<b>7.381</b>	<b>7.917</b>	+ Chỉ bao gồm doanh thu từ mảng may đo việc ghi nhận KQKD từ BĐS phụ thuộc vào tiến độ dự án, và (2) ngoài dự án TNG Village 1 và KCN Sơn Cẩm 1 thì TNG chưa có kế hoạch cụ thể đối với các dự án còn lại.
%yoy	24,3%	1,7%	7,2%	7,3%	
<b>+ May xuất khẩu</b>	<b>6.703</b>	<b>6.838</b>	<b>7.330</b>	<b>7.861</b>	+ Duy trì tỷ lệ FOB (doanh thu bán hàng) và CMT (doanh thu gia công) như hiện tại + Không mở rộng chuyển may mới trong năm 2023. Tốc độ mở rộng chuyển may năm 2024-2027 là 5%/năm.
<b>+ May nội địa</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	+ Duy trì tỷ lệ ODM (doanh thu thời trang nội địa) như hiện tại.
<b>BLNG (%)</b>	<b>14,8%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	+ BLNG suy giảm năm 2023 do doanh nghiệp giảm giá bán nhằm duy trì đơn hàng.
<b>+ May xuất khẩu</b>	<b>14,7%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	
<b>+ May nội địa</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>293</b>	<b>233</b>	<b>313</b>	<b>376</b>	
%yoy	26,1%	-20,4%	34,5%	20,0%	
EPS (đồng/cp)	2.787	1.697	2.282	2.739	
<b>P/E (x, tại giá thị trường ngày 06/06/2023)</b>	<b>7,3</b>	<b>12,0</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	





### Định giá và Khuyến nghị

Đối với mảng may, nhằm phản ánh khó khăn ngắn hạn lẫn cho thấy tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ việc đều đặn mở rộng chuyên may, BVSC sử dụng kết hợp 2 phương pháp P/E và FCFF với tỷ trọng 60:40. Đối với mảng BĐS, BVSC sử dụng phương pháp so sánh P/B do khó khăn trong việc xác định thời điểm ghi nhận doanh thu và chưa có nhiều thông tin về các dự án trong tương lai.

Valuation Summary			Note
<b>Textiles:</b>	<b>Price</b>	<b>Weight</b>	
FCFF	22.815	60,0%	
P/E	11.881	40,0%	Sử dụng P/E 7x, tương ứng với mức của hiện tại do chưa có nhiều thông tin tích cực của ngành để re-rate.
<b>Average</b>	<b>17.331</b>		
<b>Real Estate:</b>	<b>Price</b>		
P/B	2.988		Sử dụng P/B 2x, tương đương trung bình 5 năm của ngành.
<b>Total Target Price</b>	<b>21.430</b>		
Last Price (06/06/2023)	20.400		
Upside	5%		

BVSC đưa ra mức giá mục tiêu là **21.430 đồng/cp** đối với cổ phiếu TNG. Mức giá đóng cửa của TNG tại ngày 06/06/2023 là 20.400 đồng/cp tương ứng với tiềm năng tăng trưởng +5%, vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** với TNG ở mức giá này. TNG là cổ phiếu ngành Dệt May đáng chú ý trong thời gian tới vì: (1) doanh nghiệp có tệp khách hàng là đối tác chiến lược lâu năm, vì vậy khả năng duy trì đơn hàng tốt bất chấp thời điểm khó khăn chung của ngành; và (2) thông tin về ghi nhận doanh thu từ KCN Sơn Cầm 1 có thể hỗ trợ về cả doanh thu và diễn biến giá cổ phiếu.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>
Doanh thu thuần	4.480	5.444	6.772	6.883
Giá vốn	3.804	4.717	5.773	5.925
Lợi nhuận gộp	676	727	999	959
Doanh thu tài chính	34	60	121	104
Chi phí tài chính	144	170	302	334
Lợi nhuận sau thuế	154	232	293	233

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	133	14	512	1.073
Các khoản phải thu ngắn hạn	451	719	559	723
Hàng tồn kho	1.026	1.159	1.280	1.468
Tài sản cố định hữu hình	1.250	1.501	1.812	2.283
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.555</b>	<b>4.367</b>	<b>5.292</b>	<b>5.913</b>
Nợ ngắn hạn	1.282	1.622	1.961	1.996
Nợ dài hạn	571	457	715	945
Vốn chủ sở hữu	1.148	1.462	1.651	2.032
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.555</b>	<b>4.367</b>	<b>5.292</b>	<b>5.913</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-2,9%	21,5%	24,4%	1,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-33,2%	51,2%	26,1%	-20,4%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	15,1%	13,3%	14,8%	13,9%
Lợi nhuận thuần biên	3,4%	4,3%	4,3%	3,4%
ROA	4,7%	5,9%	6,1%	4,2%
ROE	13,9%	17,8%	18,8%	12,7%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản	52,1%	47,6%	50,6%	49,7%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	161,4%	142,2%	162,1%	144,8%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.076	2.506	2.787	1.697
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.514	15.774	15.705	14.789

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Hà Minh Anh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

#### Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính  
khanhdl@bvsc.com.vn

#### Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng  
hoalt@bvsc.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng  
thaotp@bvsc.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT  
phuts@bvsc.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng  
anhnhm@bvsc.com.vn

#### Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản  
manhtd@bvsc.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán  
phuonglh@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón  
hoangnd@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng  
tramnhb@bvsc.com.vn

#### Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản  
minhtnn@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD  
duongtt@bvsc.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888