

**TNG - MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 11/07/2023)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	19.900
KLGD TB 52 tuần	2.032.013
Vốn hoá (tỷ đồng)	2.091,84
Số lượng CPLH	113.523.002
% sở hữu nước ngoài	19,24%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Ngô Lê Nhật Hạ  
[nlha@vcbs.com.vn](mailto:nlha@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6990 ext 7246

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg Page:  
<VCBS><go>

**TNG: CHO THẤY DẤU HIỆU PHỤC HỒI TÍCH CỰC**

Lũy kế 6T23, trị giá xuất khẩu dệt may vẫn giảm 16,6% svck, tuy nhiên, ngành dệt may liên tục ghi nhận sự hồi phục qua các tháng trong 1H23. trị giá xuất khẩu trong Q2.23 đã tăng 21% sv quý trước, và xấp xỉ với trung bình xuất khẩu quý trong 2 năm rưỡi gần đây.

Trong đó tốc độ hồi phục nhanh nhất thuộc về thị trường xuất khẩu sang EU và Trung Quốc. Cụ thể, trị giá xuất khẩu tháng 5/2023 đã tăng trưởng dương, lần lượt +0,1% và +10,1% svck cho thị trường EU và Trung Quốc. Kết thúc 5T23, DTT của TNG đạt 2631 tỷ đồng (+6,1% svck), LNST đạt 83 tỷ đồng (-5,3% svck).

**Triển vọng:** Đi cùng với triển vọng hồi chung của ngành trong 2H23, dự kiến TNG sẽ tiếp tục được hưởng lợi, đặc biệt khi thị trường EU (chiếm khoảng 32% trong tổng doanh thu) đang hồi phục tích cực. Chúng tôi dự báo KQKD cả năm 2023 của TNG sẽ có thể đạt **295 tỷ đồng LNST** (+0,6% yoy), tương đương EPS đạt **2.596** đồng/cổ phiếu.

**Rủi ro:** Hoạt động kinh doanh của TNG vẫn tồn tại rủi ro tỷ giá, rủi ro biến động giá nguyên vật liệu (NVL) do cơ cấu xuất nhập khẩu chiếm phần lớn trong hoạt động của doanh nghiệp. Do đó, việc giá nguyên liệu biến động bất lợi so với dự báo có thể gây ảnh hưởng tới lợi nhuận ở cuối năm 2023 nếu tồn kho nguyên liệu giá rẻ không đáp ứng đủ sản xuất.

Chúng tôi khuyến nghị tiếp tục **MUA** đối với cổ phiếu TNG với giá mục tiêu là 24.485đ/cp cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	5.444	6.772	6.657	7.653
+/- yoy (%)	21,5%	24,4%	-1,7%	15,0%
LNST (tỷ đồng)	232	293	295	379
+/- yoy (%)	51,2%	26,1%	0,6%	28,7%
VCSH (tỷ đồng)	4.367	5.292	5.531	6.184
Nợ/TTS (%)	22,9%	21,2%	4,5%	11,8%
TS LN gộp (%)	1.462	1.651	1.946	2.325
ROA – TTM (%)	27,4%	12,9%	17,9%	19,5%
ROE – TTM (%)	47,6%	50,6%	47,3%	44,5%
EPS - TTM (đồng)	2.497	2.668	2.596	3.342

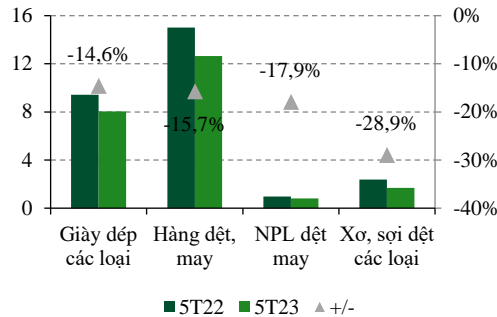
Nguồn: TNG, VCBS ước tính

**KẾT QUẢ KINH DOANH 5T23**

**Kết quả kinh doanh duy trì ổn định so với các doanh nghiệp cùng ngành**

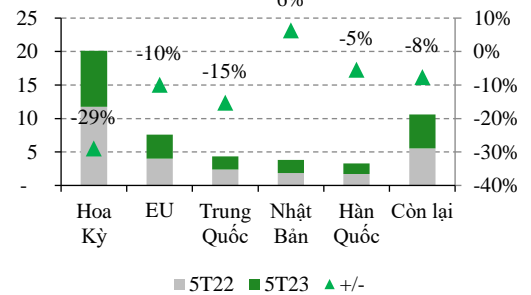
Lũy kế 6T23, nhu cầu may mặc tại các thị trường mục tiêu như Mỹ và EU vẫn chưa hồi phục, giá trị xuất khẩu của ngành dệt may chỉ đạt 23,2 tỷ USD (giảm 16,6% svck). Trong đó, trị giá xuất khẩu sang Mỹ và EU giảm lần lượt 29% và 10% svck. Mặt hàng xơ, sợi giảm 28,9% svck do cả sản lượng và giá bán đều giảm mạnh so với năm ngoái.

**Cơ cấu xuất khẩu dệt may Việt Nam**



Nguồn: TCHQ, VCBS tổng hợp

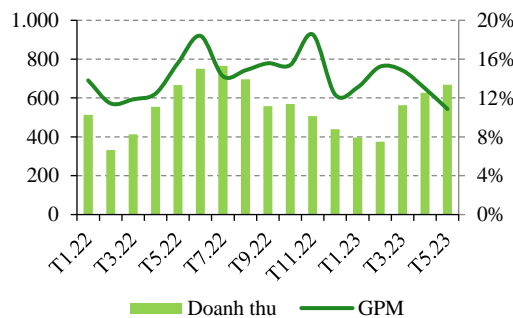
**Tăng trưởng svck theo thị trường xuất khẩu**



Nguồn: TCHQ, VCBS tổng hợp

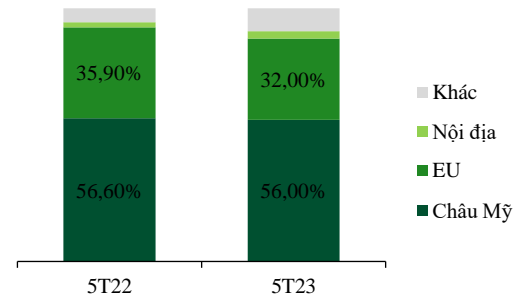
Đối với TNG, trị giá xuất khẩu 5T23 sang châu Mỹ và châu Âu vẫn duy trì ổn định svck, trong đó doanh thu xuất khẩu sang Mỹ còn tăng 2% svck. Kết quả này đến từ chiến thuật giảm giá đơn hàng, chấp nhận đơn hàng với biên thấp để duy trì sản lượng. Do đó, biên lợi nhuận gộp của TNG trong 5T23 thấp hơn so với mặt bằng chung trong năm 2023.

**Doanh thu và BLN gộp của TNG**



Nguồn: TNG, VCBS tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu của TNG theo thị trường**



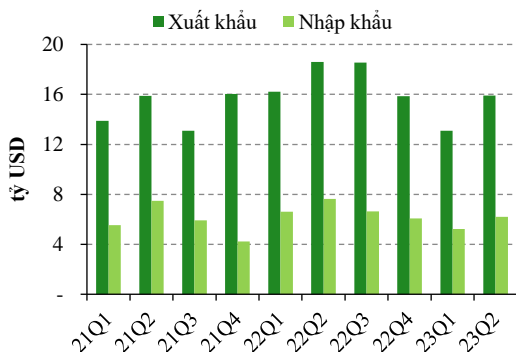
Nguồn: TNG, VCBS tổng hợp

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Thị trường xuất khẩu dệt may Việt Nam theo tháng vẫn phục hồi dần**

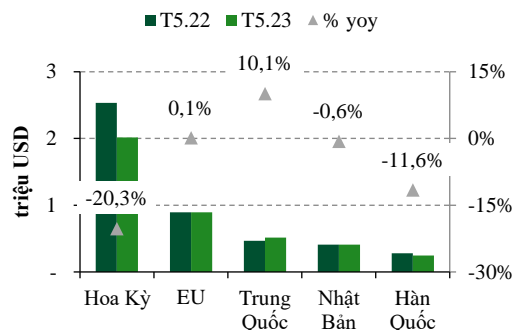
Trị giá xuất khẩu dệt may Việt Nam đang cải thiện dần dần trong 1H23, hiện nay trị giá xuất khẩu trong Q2.23 đã tăng 21% sv quý trước, và xấp xỉ với trung bình xuất khẩu quý trong 2 năm rưỡi gần đây. Đánh giá theo từng thị trường, xuất khẩu sang thị trường EU và Trung Quốc tăng trưởng khá tích cực. Cụ thể, trị giá xuất khẩu tháng 5/2023 đã tăng trưởng dương, lần lượt +0,1% và +10,1% svck cho thị trường EU và Trung Quốc.

**Giá trị xuất nhập khẩu dệt may Việt Nam theo quý**



Nguồn: TCHQ, VCBS tổng hợp

**Trị giá xuất khẩu dệt may Việt Nam T5.23 svck**

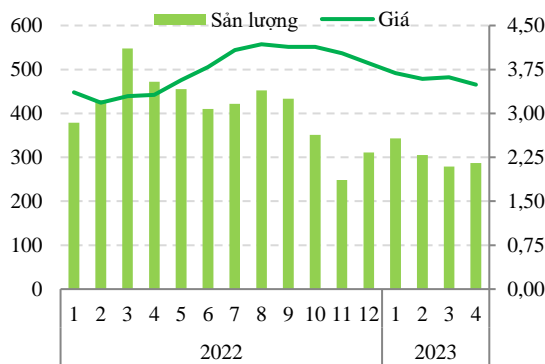


Nguồn: TCHQ, VCBS tổng hợp

**Giá may mặc vẫn duy trì ổn định trong khi giá NVL điều chỉnh mạnh**

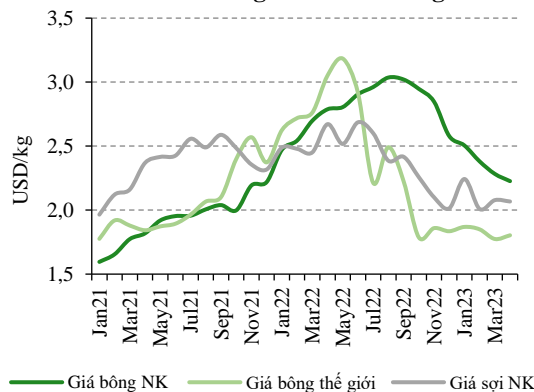
Giá NVL đầu vào bao gồm bông, xơ, sợi vẫn duy trì giảm sau khi tạo đỉnh vào Q3.22, hiện nay giá đã điều chỉnh lại về so với mức thấp. Theo chia sẻ của các doanh nghiệp, toàn bộ bông tồn kho giá cao của phần lớn các doanh nghiệp dệt may sẽ được giải quyết hết trong giữa tháng 7, muộn nhất là sang tháng 8, do đó, dự kiến giá nhập NVL tồn kho như xơ, sợi, bông sẽ giảm dần từ đầu Q2 đồng thời làm giảm giá thành sản xuất cho các doanh nghiệp trong ngành. Trong khi đó giá bán các sản phẩm quần áo sang thị trường Mỹ có điều chỉnh đồng pha nhưng vẫn duy trì ổn định so với năm 2022.

**Sản lượng và giá quần áo Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ**



Nguồn: OTEXA, VCBS tổng hợp

**Giá NVL trung bình theo tháng**

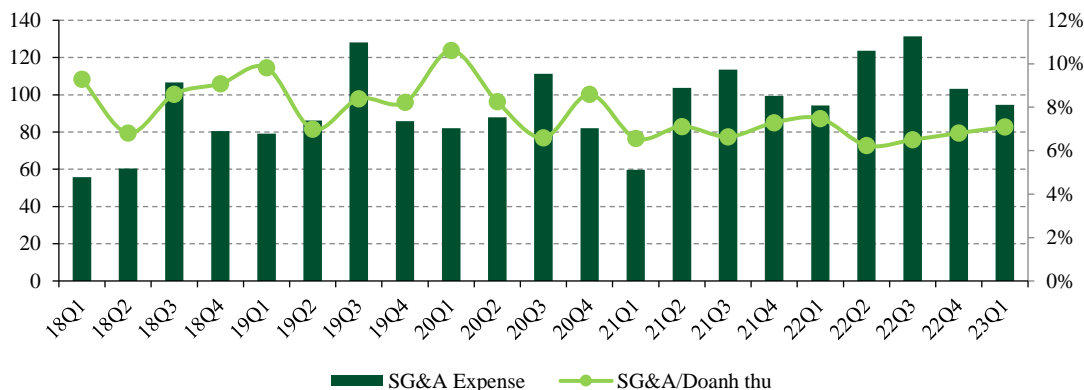


Nguồn: TCHQ, Capital IQ, VCBS tổng hợp

**Áp dụng nhiều công nghệ hiện đại để tối ưu chi phí**

TNG là một trong cách doanh nghiệp tiên phong trong ngành dệt may đặc biệt quan tâm và gấp rút xúc tiến đầu tư, áp dụng công nghệ tự động hóa vào quản trị cũng như hệ thống. Tạo lợi thế cho TNG trong việc tăng năng xuất lao động, giảm áp lực về nhân công, phần nào giải quyết vấn đề thiếu hụt lao động trong ngành dệt. Thông qua quy trình quản trị đơn hàng hiện đại, tiện lợi cũng tăng sự gắn kết với thị trường, tệp khách hàng tiềm năng cũng sẽ được cải thiện. Nhờ việc tích cực đẩy mạnh áp dụng công nghệ hiện đại, chi phí SG&A đã giảm dần từ năm 2021 và duy trì ổn định ở mức thấp tầm 6-7% trên tổng doanh thu.

Tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu của TNG



Nguồn: TNG, VCBS tổng hợp

## Chưa có dự án mới về mảng BDS

Trong năm 2023, doanh thu mảng BĐS của TNG chủ yếu vẫn đến từ CCN Sơn Cẩm 1, chưa thấy doanh nghiệp có động thái triển khai dự án mới. TNG đang huy động chủ yếu qua trái phiếu để đầu tư vào xây dựng BĐS, nhờ có hoạt động may mặc duy trì được dòng tiền ổn định, nên lượng trái phiếu phát hành chưa có dấu hiệu bị chậm trễ. Dự kiến kiến doanh nghiệp phát hành thêm 400 tỷ VNĐ trái phiếu trong năm 2022 sau khi đã hoàn thành hết nghĩa vụ nợ của khoản trái phiếu 300 tỷ được phát hành từ năm 2017.

## Rủi ro

TNG là công ty may mặc lâu đời tiên phong trong việc sản xuất xanh, chất lượng sản phẩm đã tạo được uy tín cho cả thị trường trong và ngoài nước, đồng thời là đối tác lâu năm với nhiều nhãn hàng lớn như Decathlon, Haddad, Columba, v.v. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của TNG vẫn tồn tại rủi ro đến từ việc rủi ro tỷ giá, rủi ro biến động giá NVL do cơ cấu xuất nhập khẩu chiếm phần lớn trong hoạt động của doanh nghiệp.

- Rủi ro tỷ giá:** Vốn chủ yếu xuất khẩu hàng may mặc, việc tỷ giá biến động bất thường có thể gây ảnh hưởng đáng kể đến doanh nghiệp.
- 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 biến động bất lợi so với dự báo có thể gây ảnh hưởng tới lợi nhuận ở cuối năm 2023 nếu tồn kho nguyên liệu giá rẻ không đáp ứng đủ sản xuất.
- 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.

## THÔNG TIN KHÁC

### Phát hành thêm cổ phiếu riêng lẻ trong năm 2023

Trong cuộc họp ĐHĐCĐ 2023, TNG đã thống nhất hủy bỏ phương án phát hành cổ phiếu riêng lẻ năm 2022, đồng thời phê duyệt phương án phát hành mới trong năm 2023 với tổng số cổ phiếu chào bán là 12,4 triệu cổ phiếu, tương ứng 11% số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

## ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng

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

- Doanh thu dự kiến vẫn xấp xỉ so với 2022 với kỳ vọng phục hồi nửa cuối năm 2023. Ước tính

doanh thu sẽ giảm nhẹ 1-2% svck do nền doanh thu tương đối tốt trong năm 2022.

(2) Do TNG chấp nhận đơn hàng biên thấp trong nửa đầu năm, dù cuối năm sẽ được hưởng lợi nhờ giá NVL giảm tuy nhiên theo đánh giá, biên lợi nhuận gộp cả năm vẫn giảm nhẹ 1%.

Như vậy, chúng tôi ước tính TNG có thể đạt **295 tỷ đồng LNST năm 2023** (+0,6% yoy), tương đương EPS đạt **2.596 đồng/cổ phiếu**.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	6.772	6.657	7.653
+/-yoy (%)	24,4%	-1,7%	15,0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	999	935	1.102
+/-yoy (%)	37,6%	-6,4%	17,8%
<b>LNST</b>	293	295	379
+/- %	26,1%	0,6%	28,7%
<b>EPS (đồng/cổ phiếu)</b>	2.668	2.596	3.342

Nguồn: VCBS ước tính

## Kết hợp các phương pháp

định giá: mức giá hợp lý  
24.485 đồng/CP

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	23.012	50%
Chiết khấu FCFE	25.958	50%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>24.485</b>	

Nguồn: VCBS ước tính

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**MUA:** Giá mục tiêu là 24.485 đồng/cp

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 ni, 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, v.v. Dựa trên triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi khuyến nghị **MUA** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG cho năm 2023 là **24.485 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  
ldquang@vcbs.com.vn

**Ngô Lê Nhật Hạ**  
Chuyên viên Phân tích  
nlha@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

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