

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG

Mã chứng khoán: TNG

Sàn giao dịch: HNX



### DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN 2015 TĂNG TRƯỞNG CAO

Chúng tôi đánh giá cổ phiếu TNG tích cực dựa trên các luận điểm: (1) Hưởng lợi từ việc ký kết các Hiệp định thương mại như TPP, EVFTA; (2) Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh; (3) Triển vọng tăng trưởng dài hạn hết sức tích cực.

#### Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

	2012	2013	2014	2015e
Doanh thu	1.209	1.180	1.377	2.073
LN TT	23	17	64	104
LN ròng	22	14	53	88
Tổng tài sản	951	961	1198	-
Vốn CSH	213	212	262	-
EPS cuối kỳ	1.626	1.044	3.264	4.031
Giá trị sổ sách				

  

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014	2015e
% TT Doanh thu	-	-2,40%	16,69%	50,54%
% TT LNST		-36,36%	278,57%	66,04%
ROA	2,3%	1,5%	4,4%	-
ROE	10,3%	6,6%	20,2%	-

Nguồn: TNG, CTS tổng hợp

### NGÀNH CẤP 4: HÀNG MAY MẶC BÁO CÁO NGẮN 08/10/2015

#### Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị 06 tháng	MUA
Giá mục tiêu 06 tháng (VND)	32.062
Giá ngày 08/10/2015 (VND)	27.200
Tỷ lệ tăng giá (06 tháng)	17,80%

#### Thông tin cổ phiếu (08/10/2015)

Số lượng CP niêm yết	21.942.569
Số lượng CP lưu hành	21.942.569
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	614,39
Biến động giá 52 tuần	15.800-30.500
% sở hữu nước ngoài	21,55%
Room nước ngoài còn lại	27,45%
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	5,60%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	16,46%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

#### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



#### Cổ đông lớn

Nguyễn Văn Thời	12,26%
Asean Smallcap Fund	6,86%
Nguyễn Xuân Thụy	6,56%

(Nguồn: cafef.vn)

## MỤC LỤC

<b>LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ</b>	<b>3</b>
- Tiêu điểm (Key catalysts)	3
- Rủi ro	4
- Định giá cổ phiếu	5
<b>PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>6</b>
- Tình hình sản xuất kinh doanh	6
- Triển vọng 2015	6

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

#### Hưởng lợi lớn từ việc kí kết hiệp định TPP, EVFTA

Xuất khẩu vẫn là thị trường tiêu thụ chính của TNG với khoảng 90% doanh thu thuần từ bán hàng và cung cấp dịch vụ. Các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ (47%), EU (21%), Hàn Quốc (7%), Nhật Bản (6,5%). Do vậy, TNG nói riêng và ngành dệt may nói chung được đánh giá là được hưởng lợi nhiều nhất khi các Hiệp định thương mại quan trọng như TPP, EVFTA được ký kết và có hiệu lực. Tuy nhiên tác động từ các hiệp định này nhìn chung chưa thể mang lại tại tăng trưởng đột biến ngay lập tức, nhưng lại được xem là yếu tố ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Hiện nay TNG chưa đáp ứng được quy tắc xuất xứ "từ sợi trở đi" của TPP để hưởng mức thuế suất 0%, tuy nhiên doanh nghiệp đang trong giai đoạn tái cấu trúc, phát triển các nhà máy và công nghiệp phụ trợ để hoàn thiện quy trình sản xuất. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư nước ngoài cũng đang đẩy mạnh mảng sản xuất nguyên phụ liệu như bông, sợi.. tại Việt Nam nhằm đón đầu TPP cũng sẽ hỗ trợ được TNG trong giai đoạn đầu để có thể đáp ứng được yêu cầu các thị trường lớn trong khối.

#### Mục tiêu tăng trưởng cao

- **Riêng trong năm 2015**, mục tiêu tăng trưởng DT và LNST lần lượt là 30% và 41%. Đây là mức kế hoạch cao so với các doanh nghiệp cùng ngành cho thấy tiềm lực cũng như triển vọng tăng trưởng của TNG là rất khả quan.
- **Mục tiêu tăng trưởng bình quân giai đoạn 2015 -2020**

Kim ngạch xuất khẩu	125%/năm
Doanh thu bán lẻ	50%/năm
Doanh thu	121%/năm – 4.200 tỷ đồng năm 2020
Lợi nhuận sau thuế	138%/năm – 320 tỷ đồng năm 2020

#### Kế hoạch tăng Vốn điều lệ lớn

HĐQT cũng trình ĐHCĐ các phương án phát hành cổ phần tăng vốn điều lệ. Theo đó, trong thời gian tới công ty dự kiến tiến hành phát hành 5.485.642 cổ phiếu mệnh giá 10.000đ/cp cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 4:1, tổng giá trị dự kiến phát hành theo mệnh giá sẽ là gần 55 tỷ đồng. Dự kiến sau phát hành, TNG sẽ tăng vốn điều lệ lên hơn 274 tỷ đồng.

Ngoài ra, HĐQT cũng trình ĐHCĐ thông qua phương án phát hành 200.000 trái phiếu riêng lẻ chuyển đổi mệnh giá 1 triệu đồng cho Nhà đầu tư chiến lược. Kỳ hạn từ 2 đến 5 năm, tổng giá trị trái phiếu dự kiến chào bán tối đa 200 tỷ đồng.

HĐQT TNG cũng lên kế hoạch trong năm 2015 hoặc sang năm 2016, 2017 sẽ tiến hành phát hành cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) với khối lượng phát hành tối đa 1.371.410 cổ phần mệnh giá 10.000đ/CP cho cán bộ của TNG theo danh sách cán bộ đủ tiêu chuẩn được quyền mua cổ phiếu ESOP.

Rủi ro thanh khoản ở mức cao, tuy nhiên căn cứ vào kế hoạch kinh doanh 6 tháng cuối năm 2015 và 2016, kế hoạch về cơ cấu tài chính, phát hành trái phiếu chuyển đổi, và tăng vốn điều lệ, công ty có thể tạo ra đủ nguồn tiền để thực hiện nghĩa vụ tài chính khi đến hạn.

**Tiềm năng tăng trưởng cao trong dài hạn**

- **Tăng cường năng lực sản xuất, góp phần tăng trưởng DT mạnh từ năm 2016.** Tháng 02/2015, công ty đã đưa vào hoạt động giai đoạn 1 nhà máy Đại Từ với 10 dây chuyền may và sẽ nâng lên 16 dây chuyền trong năm 2015. Trong giai đoạn 2, công ty dự kiến tăng số dây chuyền lên 32 dây chuyền. Nhà máy sản xuất bông chính đi vào hoạt động trong năm 2015.
- **Dự địa phát triển ngành lớn.** Dệt may là ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, hiện vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng rất khả quan. Với hàng loạt các lợi thế đến từ các Hiệp định thương mại, ngành đang trở thành điểm đến hấp dẫn cho các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài, cho thấy thế mạnh và triển vọng tăng trưởng ngành là rất lớn.

**RỦI RO**

**Rủi ro thanh khoản cao.** Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao, kết thúc Q2/2015, nợ/tổng tài sản lên đến gần 80%, trong đó nợ NH chiếm tới 66,2%.

**Phụ thuộc vào nguyên phụ liệu nhập khẩu.** Công ty phải nhập khẩu 60% nguyên liệu. Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 50% doanh thu thuần. Do vậy, những biến động trong giá cả và số lượng nguyên liệu ảnh hưởng lớn tới kết quả kinh doanh.

**Rủi ro cạnh tranh nguồn lao động từ nhà máy Samsung.** Với mặt bằng lương cao hơn, nguy cơ Samsung – đơn vị hoạt động cùng địa bàn sẽ thu hút nhân sự là vấn đề đáng lo ngại trong thời gian tới của TNG.

**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU TNG****Phương pháp luận**

CTS sử dụng 02 phương pháp so sánh chỉ số P/E và P/B để đưa ra định giá cho cổ phiếu TNG. Đối tượng so sánh là các công ty cùng ngành được niêm yết trên sàn HSX và HNX.

	P/E	P/B
GMC	7,13	2,13
TCM	11,20	2,32
NPS	18,40	0,91
EVE	6,36	0,78
G20	7,49	1,10
TET	4,29	1,47
<b>Trung bình ngành</b>	<b>9.78</b>	<b>1,60</b>
<b>Tỉ lệ chiết khấu</b>		
<b>Chỉ số được so sánh</b>	<b>9,78</b>	<b>1.60</b>

**Kết quả định giá**

Dựa vào kết quả đạt được 8 tháng đầu năm, cũng như kế hoạch kinh doanh của Công ty, lợi nhuận sau thuế của TNG được ước tính đạt 88 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 4.031VND/cp.

Phương pháp P/E	Tỷ trọng	EPS (VND/cp)	P/E TB	Định giá	Giá trị CP
	50%	4.031	9,78	39.423	19.712
Phương pháp P/B	Tỷ trọng	BVPS (VND/cp)	P/B TB	Định giá	Giá trị CP
	50%	15.437	1,60	24.699	12.350
<b>Giá trị cổ phiếu kết hợp hai phương pháp (VND/cp)</b>					<b>32.062</b>

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

#### 8 tháng đầu năm 2015 hoàn thành 70% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm

Doanh thu và LNST 6 tháng đầu năm 2015 đạt 797,4 tỷ đồng (+51,9 và 70% y-o-y). Bên cạnh nâng cao năng lực sản xuất thông qua việc đưa vào hoạt động giai đoạn 1 nhà máy Đại Từ từ tháng 2/2015, việc gia tăng tỷ trọng sản xuất xuất khẩu theo hình thức FOB lên 50% so với mức 30% của năm 2014 là một trong những nguyên nhân chính khiến LNST đạt mức tăng trưởng ấn tượng.

Lũy kế 8 tháng đầu năm 2015, DTT đạt 1.254,8 tỷ đồng, LNST đạt 51,7 tỷ đồng. Theo đó TNG đã hoàn thành 70% kế hoạch doanh thu và LNST cả năm 2015.

#### Doanh thu, lợi nhuận được cải thiện đáng kể

- **Chi phí đầu vào giảm.** NPL đầu vào NK chủ yếu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (>60%), hưởng lợi từ việc đồng NDT và Won giảm.
- **Hưởng lợi từ USD tăng giá.** Thị trường XK chính là Mỹ chiếm tới 47%.

#### Tỷ suất LN gộp cao nhất trong các DN niêm yết, tuy nhiên biên lãi ròng lại ở mức thấp

Biên LN gộp thường xuyên đạt mức cao nhất trong các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, đạt 20% trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên biên lãi ròng lại ở mức thấp do nhu cầu sử dụng vốn cho việc mở rộng hoạt động đầu tư, 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.

### TRIỂN VỌNG NĂM 2015

#### Kế hoạch kinh doanh 2015

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2015	Tăng trưởng
<b>Doanh thu thuần (Tỷ đồng)</b>	1.790	30%
<b>Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)</b>	75	41%
<b>Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu (%)</b>	4%	-
<b>Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế /Vốn điều lệ bình quân (%)</b>	16%	-
<b>Cổ tức (%Vốn điều lệ)</b>	16-20%	-

Nguồn: TNG

#### Doanh thu, Lợi nhuận 2015 dự kiến tăng mạnh vào thời điểm cuối năm, TNG nhiều khả năng vượt mức kế hoạch kinh doanh đề ra đầu năm.

Theo yếu tố chu kỳ, doanh thu và lợi nhuận của TNG thường tăng mạnh vào 2 quý cuối năm do đây là thời gian các nhà bán lẻ tại Mỹ và Châu Âu tích hàng cho dịp lễ cuối năm.

Trên thực tế, doanh thu 6 tháng cuối năm luôn ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn so với 6 tháng đầu năm, tốc độ tăng trưởng này trong ba năm trở lại đây lần lượt là 14,4%, 42,3% và 62,3%. Do vậy, nếu không có những biến động bất thường tác động đến hoạt động sản xuất kinh doanh, cùng với kết quả thực tế đạt được tính đến hết tháng 8/2015, nhiều khả năng TNG sẽ vượt mức kế hoạch đề ra.

DTT và LNST 2015 ước đạt 2.073 tỷ đồng và 88 tỷ đồng, tăng lần lượt 50,5% và 66,4% so với năm 2014.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của CTS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%



Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công thương ('VietinBankSc') là một công ty chứng khoán được cấp giấy phép với đầy đủ các chức năng nghiệp vụ.

VietinBankSc được niêm yết trên sàn GDCK Hà Nội (HNX) với mã giao dịch "CTS"

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.