

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG)

Trương Thị Phúc Nguyên

Chuyên viên phân tích

Email: nguyenttp@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7596

Giá tại ngày 07/12/2020 (đồng/cp): 15.100

Giá mục tiêu (đồng/cp):

14.500

Chênh lệch:

-4%

Khuyến nghị
THEO DÕI

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

Biến động giá TNG

Thông tin giao dịch
07/12/2020

Giá hiện tại (đồng/cp) 15.100

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 16.700

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 7.700

Số lượng CP niêm yết (cp) 73.996.006

Số lượng CP lưu hành (cp) 73.996.006

KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày) 1.522.465

Vốn hóa (tỷ đồng) 1.043

EPS trailing 12 tháng (đồng/cp) 2.852

P/E trailing 12 tháng (lần) 5.19x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

Địa chỉ Số 434/1 đường Bắc Kạn, phường Hoàng Văn Thụ, TP.Thái Nguyên

Doanh thu chính May gia công các sản phẩm may mặc (áo jacket bông, quần cargo,...)

Chi phí chính Chi phí nguyên phụ liệu, chi phí nhân công

Rủi ro chính Phụ thuộc vào hai khách hàng lớn là Decathlon và The Children's Place

TÌM KIẾM ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG MỚI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TNG của Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu TNG là **14.500 đồng/cp**, thấp hơn 4% so với giá đóng cửa ngày 07/12/2020.

TNG chuyên gia công hàng may mặc theo phương thức CMT và FOB cấp 1, hoạt động kinh doanh chưa có những lợi thế cạnh tranh rõ ràng, trong khi tình hình tiêu thụ hàng may mặc đang gặp khó khăn do ảnh hưởng của dịch COVID-19. Theo đó, nhiều khách hàng của TNG đã xin hoãn thời gian thanh toán khiến khoản phải thu của doanh nghiệp tại ngày 30/09/2020 đã tăng lên gần 758 tỷ đồng, gấp 2,5 lần so với cuối năm 2019. Về tình hình đơn hàng, TNG cho biết hiện doanh nghiệp đã có đủ đơn hàng để sản xuất đến hết năm 2020 và đang tiếp tục nhận đơn hàng cho Q1 và Q2/2021.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu TNG ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời ở mức giá 14.500 đồng/cp. Khuyến nghị này được đưa ra dựa trên những yếu tố sau:

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Khả năng tận dụng EVFTA của TNG vẫn chưa rõ ràng.** Với EU là thị trường xuất khẩu lớn nhất (chiếm 50% doanh thu năm 2019), TNG được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ EVFTA nếu đáp ứng được quy tắc xuất xứ "Từ vải trở đi" của hiệp định này. Theo đó, doanh nghiệp phải sử dụng vải được sản xuất ở Việt Nam, Hàn Quốc, hoặc Nhật Bản. Hiện nay, TNG đang được chỉ định mua 40% vải trong nước, 50% vải nhập khẩu từ Trung Quốc, còn lại là nhập khẩu từ Đài Loan và Hồng Kông. Do đặc thù của phương thức CMT và FOB cấp 1, nguyên liệu đầu vào đi theo đơn đặt hàng nên việc tìm kiếm nhà cung cấp đáp ứng theo yêu cầu của EVFTA cần phải có sự đàm phán giữa TNG và bên đặt hàng.
- **Mảng bán lẻ thời trang nội địa chưa có tiềm năng tăng trưởng.** Hệ thống phân phối của TNG từ 42 cửa hàng/ đại lý khi mới ra mắt vào năm 2016 đã giảm còn 32 cửa hàng/ đại lý ở thời điểm hiện tại, tỷ trọng đóng góp của mảng này trong doanh thu giai đoạn 2017 – 2019 cũng chỉ quanh mức 4%. Chúng tôi cho rằng mảng hoạt động này chưa thể xem là động lực tăng trưởng của TNG trong các năm tiếp theo.
- **Mảng kinh doanh bất động sản đang được khai thác.** TNG bắt đầu lấn sân sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản từ năm 2018.

Hoạt động này mới chỉ đóng góp khoảng 1% doanh thu năm 2019. Do hoạt động kinh doanh bất động sản là không phải là hoạt động kinh doanh cốt lõi lâu dài của doanh nghiệp và chưa đủ cơ sở để xác định tỷ trọng đóng góp của mảng này trong tương lai, do đó, chúng tôi không tính đến giá trị của mảng kinh doanh bất động sản trong định giá cổ phiếu TNG.

RỦI RO ĐẦU TƯ

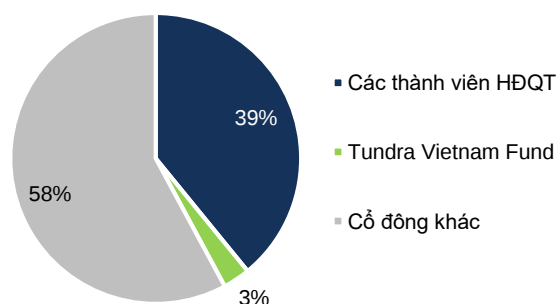
- **Rủi ro khả năng thanh toán.** Trong giai đoạn 2007 – 2017, TNG liên tục có nợ ngắn hạn vượt quá tài sản ngắn hạn, ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Theo đó, kể từ năm 2014, TNG chi trả cổ tức bằng tiền mặt rất ít (thay bằng trả cổ tức bằng cổ phiếu), đồng thời liên tục huy động vốn thông qua các khoản vay có lãi (vay ngân hàng, phát hành trái phiếu) hoặc phát hành thêm cổ phiếu. Năm 2018 và 2019, chỉ số khả năng thanh toán hiện hành của TNG đã được cải thiện (tương ứng đạt 1 và 1,1 lần), tuy nhiên vẫn thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành.
- **Rủi ro pha loãng EPS.** Tháng 12/2018, TNG đã phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với giá chuyển đổi là 13.800 đồng/cp, đáo hạn vào T12/2021. Doanh nghiệp đã chuyển đổi 78 tỷ đồng trái phiếu thành cổ phiếu (đợt 1 vào T12/2019 và đợt 2 vào T8/2020), số trái phiếu chuyển đổi còn lại là 127 tỷ đồng. Với thị giá hiện tại của cổ phiếu TNG là 13.000 – 14.000 đồng/cp thì có khả năng số trái phiếu còn lại sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu và làm pha loãng EPS của doanh nghiệp.

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành

Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG) khởi đầu là một doanh nghiệp nhà nước, được thành lập năm 1979 với tên gọi là Xí nghiệp may Bắc Thái. Xí nghiệp chuyên sản xuất quần áo trẻ em và đồ bảo hộ lao động theo chỉ tiêu của UBND tỉnh Thái Nguyên. Năm 2003, doanh nghiệp được cổ phần hóa thành CTCP May xuất khẩu Thái Nguyên. Đến năm 2007, doanh nghiệp đổi tên thành CTCP Đầu tư và Thương mại TNG và niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã chứng khoán là TNG.

Cơ cấu cổ đông

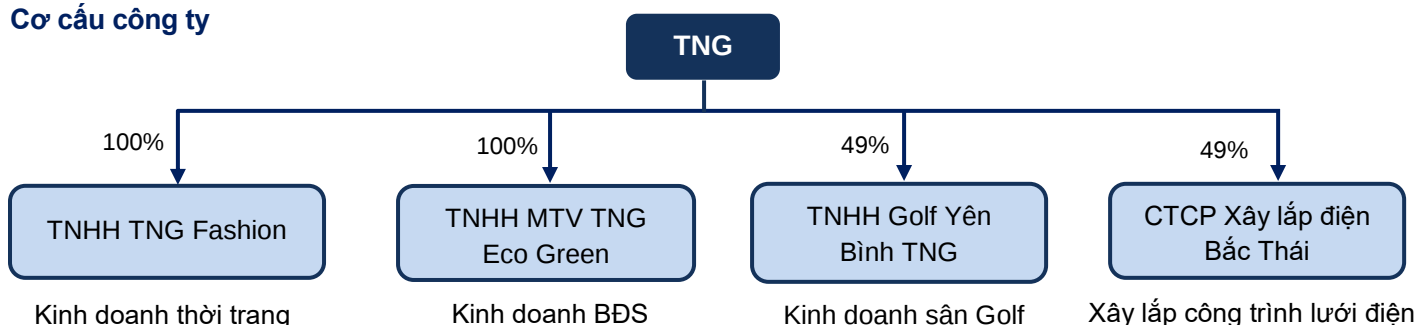


* Cập nhật tại ngày 07/12/2020
Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Nhóm cổ đông lớn nhất của TNG là các thành viên HĐQT với tỷ lệ sở hữu là 39%. Trong đó, ông Nguyễn Văn Thời – Chủ tịch HĐQT nắm giữ 17% cổ phần.

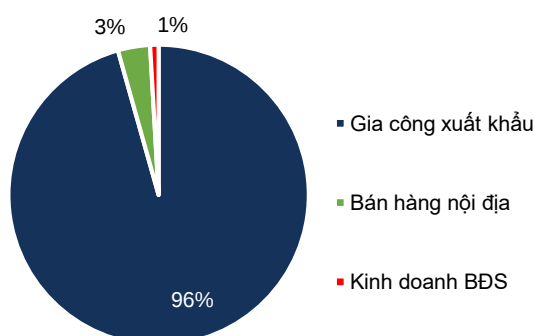
Nhóm cổ đông lớn thứ hai là quỹ đầu tư Tundra Vietnam Fund với tỷ lệ sở hữu là 3%. Từ tháng 09/2020, Tundra Vietnam Fund đã chính thức sáp nhập vào quỹ Sustainable Frontier, trên cơ sở hợp nhất với ba quỹ khác và sẽ tiếp tục đầu tư vào các thị trường: Pakistan, châu Phi và Việt Nam. Tundra nêu lý do sáp nhập bởi thị trường suy thoái mạnh dưới tác động của dịch COVID-19 khiến quỹ không còn đủ thanh khoản đảm bảo khả thi về mặt tài chính của một công ty quản lý quỹ.

Cơ cấu công ty



Từ năm 2010 đến năm 2018, TNG chỉ có 01 công ty liên kết duy nhất là CTCP Xây lắp điện Bắc Thái và không có công ty con. Đến năm 2019, doanh nghiệp đã thực hiện tái cấu trúc với việc thành lập thêm 01 công ty liên kết là công ty TNHH Golf Yên Bình TNG, và 02 công ty con là TNHH TNG Fashion và TNHH MTV TNG Eco Green để tách riêng mảng bán lẻ hàng thời trang nội địa và mảng kinh doanh bất động sản với hoạt động kinh doanh cốt lõi của Công ty là gia công hàng may mặc xuất khẩu.

Hoạt động kinh doanh chính



* Cơ cấu doanh thu của TNG năm 2019
Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của TNG là gia công hàng may mặc, đóng góp trên 95% doanh thu của doanh nghiệp kể từ khi thành lập. Sản phẩm gia công chính của TNG là áo jacket bông và quần cargo short,... xuất khẩu sang Mỹ và EU.

Từ năm 2016, TNG đã bắt đầu thâm nhập thị trường nội địa với các sản phẩm thời trang mang thương hiệu TNG

Từ năm 2018, TNG đã lấn sân sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản và hiện đang triển khai hai dự án bất động sản là khu nhà ở thương mại TNG Village và cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1.

Ngoài ra, TNG còn sản xuất các sản phẩm công nghiệp dệt may phụ trợ như: sản xuất bông tấm, gia công chần bông, sản xuất bao bì (túi PE, thùng Carton), thuê công nghiệp và in công nghiệp.

B. TỔNG QUAN MẢNG MAY VIỆT NAM

Quy mô sản xuất của ngành dệt may Việt Nam đã vượt xa nhu cầu nội địa, giá trị xuất khẩu dệt may năm 2019 đạt 39 tỷ USD, trong khi quy mô thị trường nội địa chỉ khoảng 5 tỷ USD.

1. Thị trường xuất khẩu: cả đầu vào và đầu ra đều bị phụ thuộc vào các thị trường xuất nhập khẩu

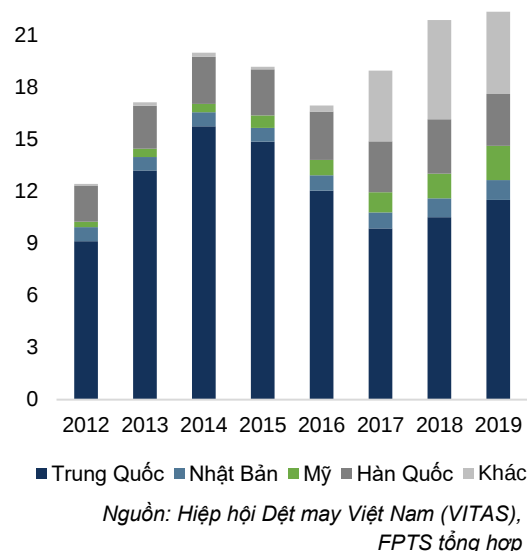
1.1. Đầu vào: Phụ thuộc vào vải nhập khẩu từ Trung Quốc

Tổng nhu cầu vải của các doanh nghiệp may vào khoảng 8 tỷ mét mỗi năm, Việt Nam tự sản xuất được khoảng 3 tỷ mét vải (đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu) và phải nhập khẩu 5 tỷ mét vải còn lại từ Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc. Trong đó, Trung Quốc là thị trường cung cấp vải chính của Việt Nam, chiếm trên 50% tỷ trọng qua các năm. Nguyên nhân khiến Việt Nam chưa thể tự chủ sản xuất vải mà phải nhập khẩu từ Trung Quốc do:

Thứ nhất, nhuộm và hoàn tất vải là công đoạn gây ô nhiễm môi trường do sử dụng nhiều loại hóa chất, hệ thống xử lý nước thải đạt chuẩn đòi hỏi vốn đầu tư lớn và thời gian thu hồi vốn lâu. Ngoài ra, do các địa phương lo ngại về vấn đề ô nhiễm môi trường nên cũng hạn chế cấp phép đầu tư cho các dự án dệt nhuộm;

Thứ hai, Việt Nam không có lợi thế về quy mô sản xuất vải so với Trung Quốc. Năng lực sản xuất vải của Việt Nam vào khoảng 3 tỷ mét/ năm, trong khi bên cạnh chúng ta là Trung Quốc – nhà cung cấp vải lớn nhất thế giới với năng lực sản xuất khoảng 80 tỷ mét/ năm (chiếm 53% sản lượng sản xuất vải trên toàn thế giới). Lợi ích kinh tế theo quy mô dẫn đến 1) Vải sản xuất từ Trung Quốc luôn có giá rẻ hơn khoảng 30% so với vải sản xuất ở Việt Nam; 2) Quy mô sản xuất lớn còn giúp Trung Quốc sản xuất được nhiều loại vải các khác nhau, đáp ứng được nhu cầu đa dạng của các nhà bán lẻ mà vẫn đảm bảo được lợi ích kinh tế; 3) Nhờ quy mô lớn nên Trung Quốc luôn có một lượng vải tồn kho lớn, sẵn sàng giao ngay chỉ trong vòng 10 ngày, trong khi Việt Nam sẽ phải dệt mới và giao hàng trong 40 – 60 ngày.

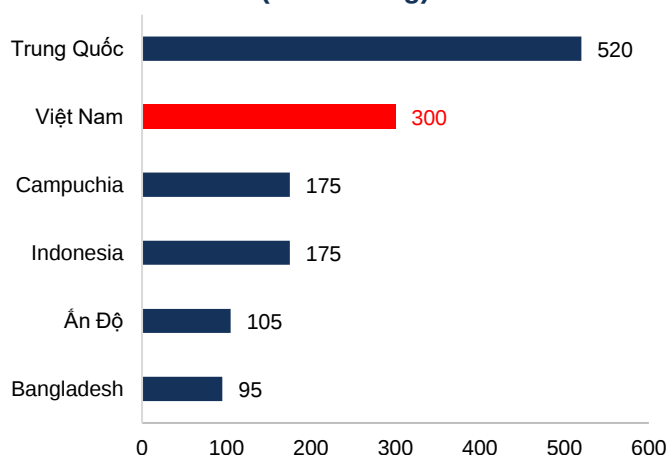
Giá trị nhập khẩu vải của Việt Nam từ các thị trường (Tỷ USD)



1.2. Sản xuất: Đang mất dần lợi thế nhân công giá rẻ

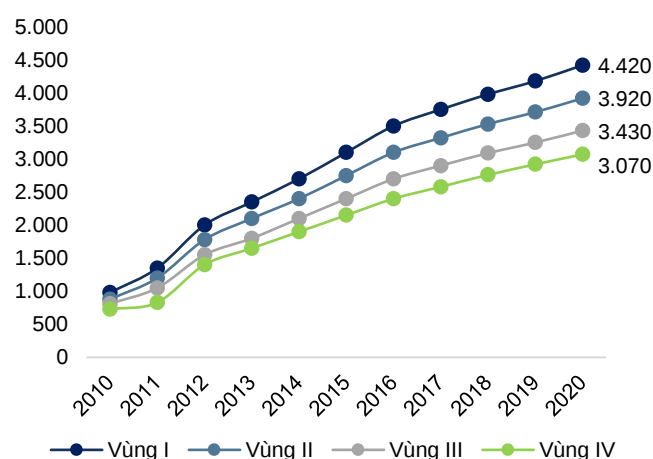
Sản xuất hàng may mặc là công đoạn thâm dụng lao động, lợi thế nhân công giá rẻ là yếu tố thu hút các đơn hàng gia công đến Việt Nam trong hơn 20 năm qua, tuy các doanh nghiệp may sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức khi Việt Nam đang mất dần lợi thế này. Chi phí nhân công bao gồm hai khoản mục chính là lương công nhân may và các khoản chi phí trích lập theo lương.

Lương công nhân may của 6 nước xuất khẩu dệt may lớn trên thế giới năm 2019 (USD/ tháng)



Nguồn: ILO, FPTs tổng hợp

Lương tối thiểu vùng giai đoạn 2010 - 2020 (Nghìn đồng/ tháng)



Nguồn: FPTs tổng hợp

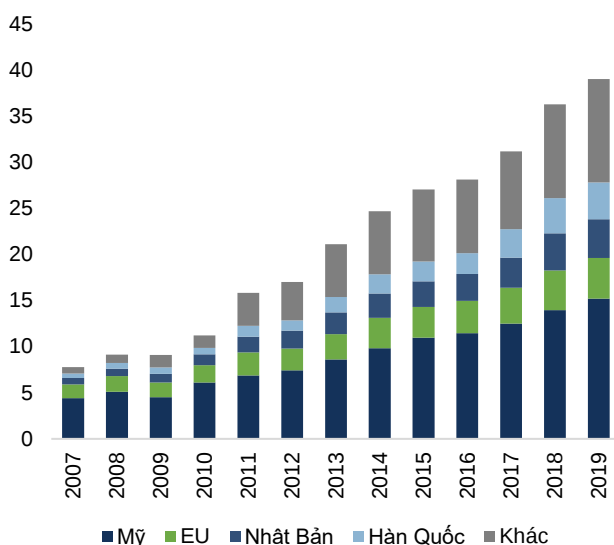
Lương nhân công may: Lương của công nhân may ở Việt Nam đã bắt đầu kém sức cạnh tranh so với nhiều quốc gia khác. Trong nhóm các nước xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất thế giới, lương công nhân may ở Việt Nam hiện nay chỉ xếp sau Trung Quốc và đã cao hơn các đối thủ khác như Indonesia, Campuchia, Ấn Độ và Bangladesh.

Các khoản chi phí trích lập theo lương: Việc tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ làm tăng các khoản chi phí trích lập theo lương. Hàng tháng, một doanh nghiệp may sẽ phải trích lập chi phí là 23,5% theo lương tối thiểu vùng (gồm: 17,5% bảo hiểm xã hội, 3% bảo hiểm y tế, 2% bảo hiểm thất nghiệp, và 1% kinh phí công đoàn). Các doanh nghiệp may ở Việt Nam đang có xu hướng dịch chuyển nhà máy sang các vùng có mức lương tối thiểu thấp hơn như vùng III và IV để tiết giảm chi phí trích lập theo lương.

1.3. Đầu ra: Triển vọng từ Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA)

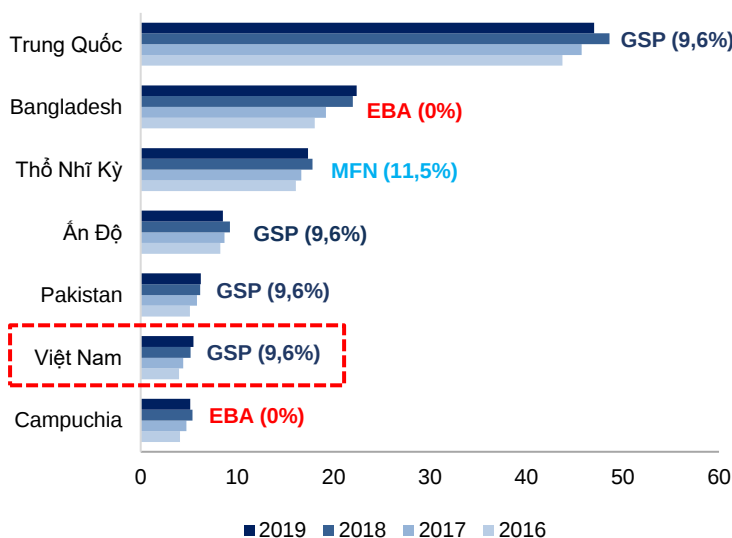
Là một ngành định hướng xuất khẩu, sự phát triển của ngành dệt may Việt Nam trong 20 năm qua phụ thuộc rất nhiều vào các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam đã ký kết. Với EU là thị trường xuất khẩu hàng may mặc lớn thứ hai của Việt Nam, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) được kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang EU trong các năm tới. EVFTA được ký kết vào ngày 30/6/2019 và đã chính thức có hiệu lực từ ngày 1/8/2020.

Các thị trường xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam (Tỷ USD)



Nguồn: Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), FPTS tổng hợp

Giá trị xuất khẩu hàng may mặc của các nước vào thị trường EU (Triệu USD)



Nguồn: Uncomtrade, FPTS tổng hợp

Ưu đãi thuế quan từ EVFTA sẽ giúp tăng tính cạnh tranh của hàng dệt may Việt Nam tại EU

So với các đối thủ cạnh tranh tại thị trường EU, thuế GSP¹ đang áp dụng cho hàng dệt may Việt Nam đang thấp hơn thuế MFN² của Thổ Nhĩ Kỳ, nhưng cao hơn thuế EBA³ của Bangladesh và Campuchia. Theo lộ trình xóa bỏ thuế của EVFTA, thuế áp dụng đối với hàng may mặc của Việt Nam sẽ về cùng mức 0% với Bangladesh và Campuchia. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi thế của Việt Nam sẽ ổn định hơn Bangladesh và Campuchia do danh sách các quốc gia được hưởng thuế theo EBA sẽ phải xem xét định kỳ và nếu không còn đáp ứng được các tiêu chí đưa ra sẽ bị loại bỏ khỏi danh sách, trong khi đó, ưu đãi thuế quan mà Việt Nam được hưởng từ EVFTA sẽ vẫn được duy trì sau khi hiệp định có hiệu lực.

Tuy nhiên, ngành dệt may Việt Nam chưa thể hưởng lợi ngay khi EVFTA có hiệu lực

EVFTA đã chính thức có hiệu lực từ ngày 1/8/2020, theo đó, thuế GSP 9,6% sẽ quay về mức thuế suất cơ sở MFN 12%, sau đó sẽ giảm theo lộ trình về đến 0%. Như vậy, đa số các sản phẩm dệt may của Việt Nam xuất khẩu sang EU (thuộc nhóm B5 và B7) sẽ bắt đầu được hưởng thuế quan ưu đãi từ năm 2021.

¹ GSP (Generalized System of Preferences): Là ưu đãi thuế dành cho một số hàng hóa nhập khẩu từ các nước đang phát triển.

² MFN (Most Favoured Nation): Thuế dựa trên nguyên tắc bình đẳng và không phân biệt đối xử giữa các nước thành viên WTO.

³ EBA (Everything But Arms): Tất cả các hàng hóa đều được hưởng thuế suất 0%, trừ vũ khí và chất nổ.

Nhóm hàng	Tỷ trọng xuất khẩu sang EU 2019	Lộ trình xóa bỏ thuế theo EVFTA							
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nhóm A	12%	0%							
Nhóm B3	11%	9%	6%	3%	0%				
Nhóm B5	58%	10%	8%	6%	4%	0%			
Nhóm B7	19%	11%	9%	8%	6%	5%	3%	2%	0%

Nguồn: VCCI, FPTs tổng hợp

Để được hưởng ưu đãi thuế quan, các doanh nghiệp phải đáp ứng được quy tắc xuất xứ “Từ vải trở đi”

Theo quy tắc xuất xứ “Từ vải trở đi” của EVFTA, các công đoạn từ dệt vải đến gia công hàng may mặc phải được thực hiện tại Việt Nam. Ngoài ra, EVFTA cho phép áp dụng quy tắc xuất xứ cộng gộp, tức là cho phép sử dụng vải nhập khẩu từ nước thứ 3 cùng có hiệp định thương mại tự do với Việt Nam và EU, kể cả hiện tại (Hàn Quốc) và tương lai (Nhật Bản và một số nước ASEAN đang đàm phán FTA với EU). Hiện nay, trên 50% nhu cầu vải của Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc, để tận dụng được EVFTA, các doanh nghiệp may cần phải tìm kiếm được nguyên liệu vải thay thế cho vải từ Trung Quốc bằng cách: (1) Hợp tác với các doanh nghiệp sản xuất vải trong nước để tạo tính liên kết cho chuỗi giá trị, hoặc (2) Tăng cường nhập khẩu vải từ các nước có hiệp định thương mại với cả Việt Nam và EU như Hàn Quốc, Nhật Bản.

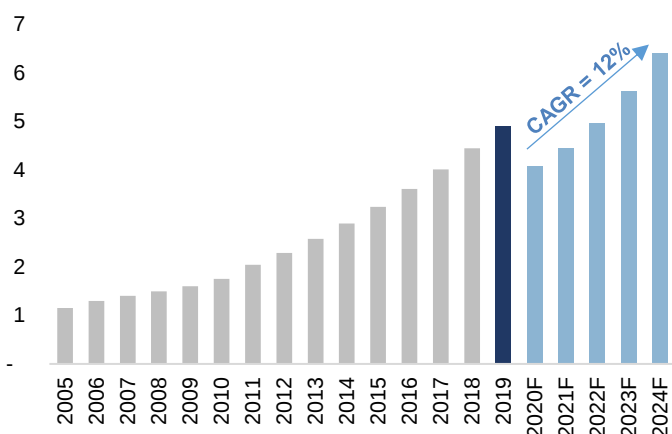
2. Thị trường nội địa: Thị trường nội địa phân mảnh do mức độ cạnh tranh cao

Theo dự báo của Euromonitor, thị trường bán lẻ hàng may mặc ở nội địa vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) trong giai đoạn 2020 – 2024F ước đạt 12%/năm. Tuy nhiên, do mức độ cạnh tranh cao nên thị trường rất phân mảnh, không có thương hiệu nào vượt quá 2% thị phần trong năm 2019.

Khác với gia công hàng may mặc, bán hàng ở thị trường nội địa đòi hỏi doanh nghiệp phải tham gia vào các hoạt động như nghiên cứu thị trường, thiết kế, phân phối sản phẩm,...đây vốn không phải là thế mạnh của các doanh nghiệp dệt may Việt Nam. Một số doanh nghiệp niêm yết được xem là có chỗ đứng trên thị trường nội địa như Việt Tiến, Nhà Bè, May 10,... đều là các thành viên của Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) và đã có lịch sử hoạt động lâu dài trong ngành dệt may. Tuy nhiên, các doanh nghiệp này cũng chỉ tập trung ở phân khúc thời trang công sở với đặc thù là mẫu mã quy chuẩn và ít có sự thay đổi. Trong khi đó, các thương hiệu nước ngoài thường tập trung vào dòng sản phẩm casualwear và sportwear, các sản phẩm này có mẫu mã đa dạng và đòi hỏi phải có sự thay đổi liên tục ([Phụ lục 1: Một số nhãn hiệu nội địa của các doanh nghiệp dệt may niêm yết](#)).

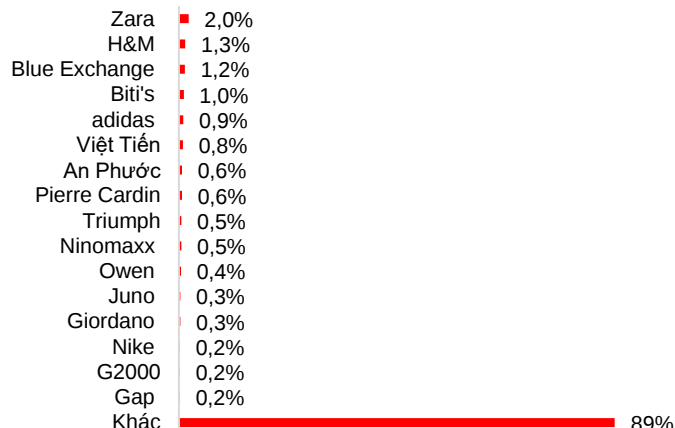
Trong 3 năm trở lại đây, nhiều thương hiệu thời trang lớn đã bắt đầu gia nhập thị trường nội địa, nổi bật là ba “ông lớn” trong ngành bán lẻ thời trang là Zara (2016), H&M (2017) và Uniqlo (2019). Mặc dù Zara và H&M mới chỉ gia nhập thị trường nội địa, nhưng đã chiếm lĩnh vị trí thứ nhất và thứ hai trong cơ cấu thị phần năm 2019. Các thương hiệu này đã có mức tăng trưởng doanh thu rất ấn tượng, nhưng lợi nhuận vẫn còn khiêm tốn do đang đẩy mạnh đầu tư cho hoạt động phát triển thị trường ([Phụ lục 2: Kết quả kinh doanh của Zara, H&M, Uniqlo](#)).

Quy mô thị trường bán lẻ hàng may mặc ở Việt Nam (Tỷ USD)



Nguồn: Euromonitor, FPTs tổng hợp

Thị phần của các thương hiệu bán lẻ thời trang ở Việt Nam năm 2019



Nguồn: Euromonitor, FPTs tổng hợp

3. Tác động của dịch COVID – 19 đến ngành dệt may Việt Nam

Các sự kiện tác động đến ngành dệt may Việt Nam



Đầu năm 2020, dịch COVID-19 bùng phát tại Trung Quốc khiến các nhà máy ở quốc gia này phải ngưng hoạt động, các doanh nghiệp dệt may ở Việt Nam lo ngại thiếu hụt nguyên liệu sản xuất khi đến 50% nguyên liệu dệt may được nhập khẩu từ Trung Quốc. Giữa T3/2020, tình hình dịch bệnh bắt đầu được kiểm soát tại Trung Quốc và nguồn cung nguyên liệu đã được nối lại.

Đến cuối T3/2020, dịch lan rộng sang Mỹ và EU (hai thị trường chiếm trên 50% giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam qua các năm) khiến tình hình tiêu thụ dệt may sụt giảm mạnh. Từ giữa tháng 3/2020, nhiều khách hàng lớn ở Mỹ và EU đã thông báo giãn hoặc hủy đơn hàng của Việt Nam.

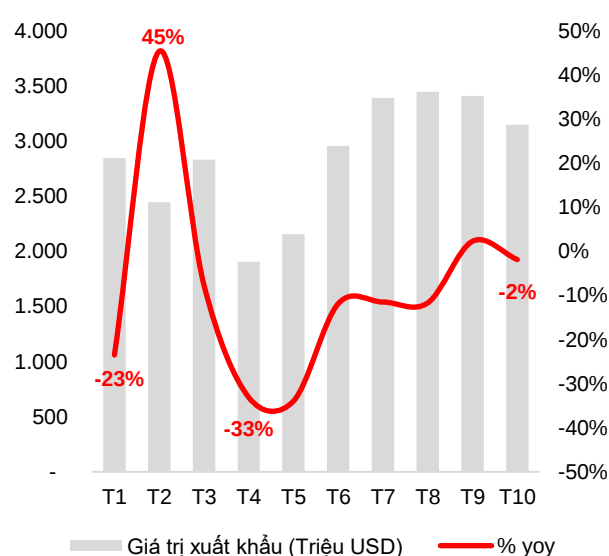
Kể từ T5/2020, làn sóng đệ đơn xin bảo hộ phá sản của các nhà bán lẻ lớn ở Mỹ khiến các doanh nghiệp Việt Nam gặp khó khăn trong việc thu hồi công nợ. Trong bối cảnh dịch COVID-19 tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của các khách hàng lớn, các doanh nghiệp Việt Nam cần đánh giá tình hình tài chính của khách hàng định kỳ để phòng tránh rủi ro từ các khoản phải thu khách hàng.

Giá trị xuất khẩu dệt may có dấu hiệu phục hồi từ T6/2020

Giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam sau khi giảm xuống thấp nhất trong T4 và T5/2020, đã có dấu hiệu phục hồi kể từ T6/2020. Lũy kế 10T/2020, giá trị xuất khẩu dệt may đạt 29 tỷ USD (-11% yoy). Theo ước tính của Hiệp hội Dệt may Việt Nam, giá trị xuất khẩu dệt may trong 2 tháng cuối năm ước đạt 6 tỷ USD (tương đương cùng kỳ năm ngoái), nâng tổng giá trị xuất khẩu năm 2020 đạt 35 tỷ USD (-10% yoy).

Theo thông lệ hằng năm, kể từ tháng 9 các doanh nghiệp may đã nhận đơn hàng đến cuối năm và cho nửa đầu năm sau, nhưng hiện nay các doanh nghiệp mới chỉ nhận đơn hàng theo từng tháng, thậm chí từng tuần. Một số doanh nghiệp lớn đã có đơn hàng đến cuối năm 2020 nhưng tình hình đơn hàng cho năm 2021 vẫn chưa khả quan. Hơn nữa, hàng may mặc không phải là sản phẩm thiết yếu nên khả năng phục hồi sau đại dịch cũng sẽ chậm. Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), ngành dệt may Việt Nam đến năm 2021 vẫn nằm trong giai đoạn chịu ảnh hưởng của dịch COVID-19.

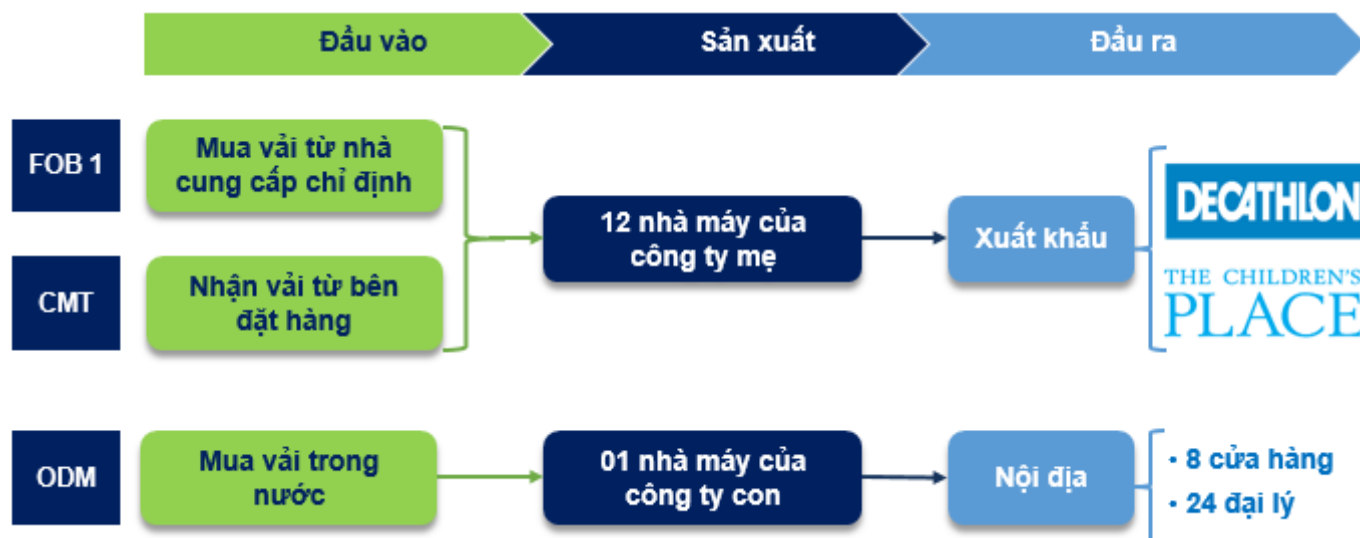
Giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam các tháng đầu năm 2020



Nguồn: Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), FPTS tổng hợp

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của TNG



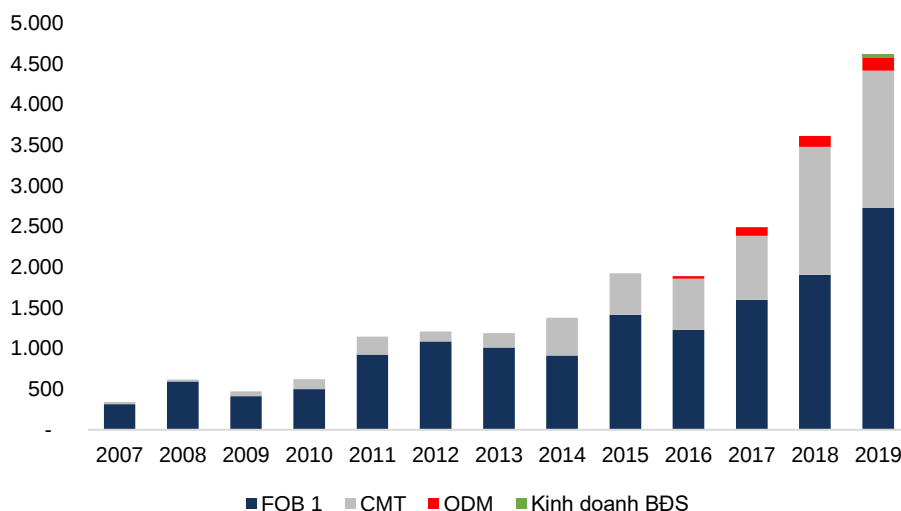
Nguồn: FPTs tổng hợp

Mảng gia công xuất khẩu: Hoạt động kinh doanh cốt lõi của TNG là gia công hàng may mặc (theo phương thức FOB 1 và CMT) và xuất khẩu cho các thương hiệu thời trang lớn trên thế giới như Decathlon, The Children's Place, hoạt động này đóng góp trên 95% doanh thu của doanh nghiệp kể từ khi thành lập. Năm 2019, TNG đứng thứ 9 trong số các doanh nghiệp dệt may có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất cả nước và đứng thứ 3 trong số các doanh nghiệp dệt may niêm yết, chỉ sau Tổng CTCP May Việt Tiến (UPCoM: VGG) và CTCP May Sông Hồng (HSX: MSH) ([Phụ lục 3: Các doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc tiêu biểu năm 2019](#)).

Mảng thời trang nội địa: Từ năm 2016, TNG bắt đầu khai thác thị trường nội địa với các sản phẩm thời trang mang thương hiệu TNG (phương thức ODM). Hoạt động này mới chỉ đóng góp khoảng 4% doanh thu của TNG từ năm 2017 đến năm 2019, nhưng đây cũng là điểm tạo nên khác biệt của TNG so với phần lớn các doanh nghiệp dệt may Việt Nam chỉ chuyên may gia công hàng may mặc.

Mảng bất động sản: Đáng chú ý, kể từ năm 2018, TNG đã bắt đầu lấn sân sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản, hoạt động này đã đóng góp khoảng 1% doanh thu của TNG trong năm 2019.

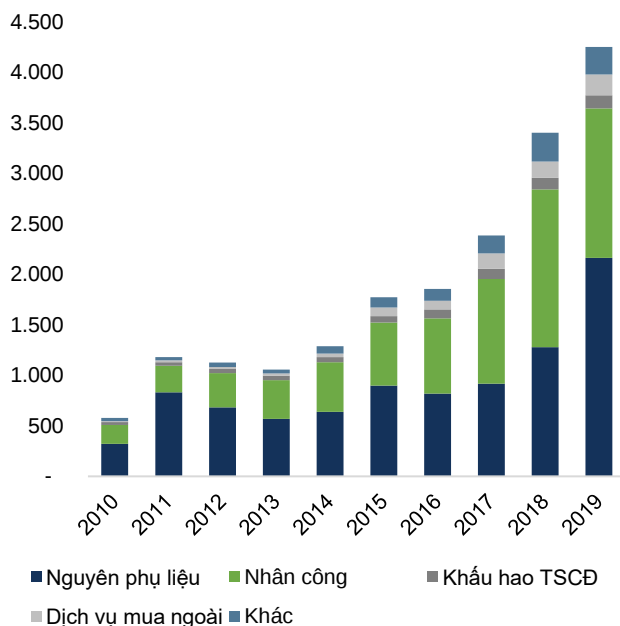
Cơ cấu doanh thu của TNG theo phương thức sản xuất trong giai đoạn 2007 - 2019 (Tỷ đồng)



Nguồn: TNG, FPTs tổng hợp

1. Màng gia công xuất khẩu

Chi phí SXKD theo yếu tố của TNG giai đoạn 2010 - 2019 (Tỷ đồng)



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Đặc thù chung của các doanh nghiệp gia công hàng may mặc, chi phí nguyên phụ liệu và chi phí nhân công là hai khoản mục chi phí trọng yếu. Chi phí nguyên phụ liệu và chi phí nhân công của TNG trong giai đoạn 2010 – 2020 lần lượt chiếm khoảng 50% và 40% trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố.

Đối với chi phí nguyên phụ liệu, TNG sẽ nhận vải từ bên đặt hàng (phương thức CMT) hoặc mua vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định (phương thức FOB cấp 1). Do đó, biến động giá vải trên thị trường sẽ không ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp. Thay vào đó, TNG và bên đặt hàng sẽ thỏa thuận trước một mức tỷ suất lợi nhuận theo phần trăm trên giá trị hợp đồng ký kết ([Phụ lục 4: Các phương thức sản xuất hàng may mặc](#))

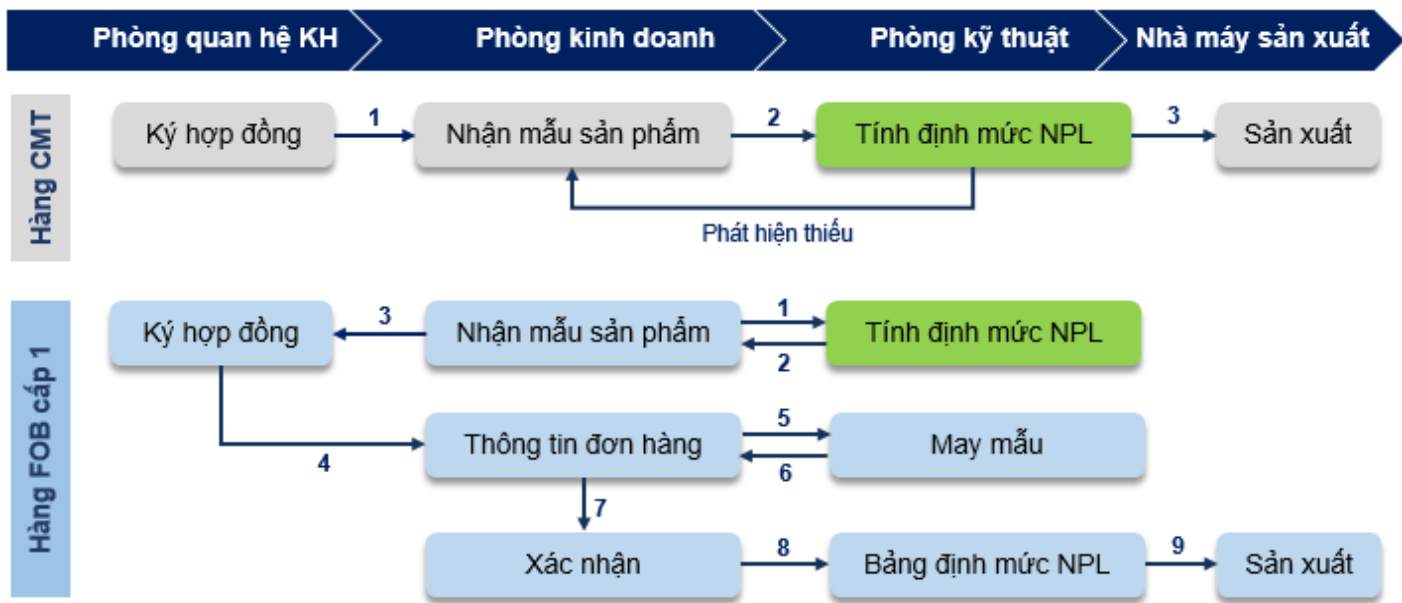
Đối với chi phí nhân công, đây gần như là khoảng chi phí trọng yếu duy nhất mà một doanh nghiệp gia công có thể tiết giảm. Theo đó, TNG chủ trương mở rộng nhà máy mới và di dời các nhà máy cũ sang các vùng có lương tối thiểu thấp để tiết giảm các chi phí trích lập theo lương.

1.1. Đầu vào: Nguyên liệu đầu vào được chỉ định bởi khách hàng

• Chi phí nguyên phụ liệu được các bên xem xét trước khi ký kết đơn hàng

Đối với chi phí nguyên phụ liệu, do đặc thù của phương thức CMT và FOB cấp 1, TNG sẽ xây dựng trước lưu đồ định mức nguyên phụ liệu cho từng đơn hàng và sẽ được các bên xem xét trước khi tham gia ký kết. Theo đó, biến động giá vải trên thị trường sẽ không ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Lưu đồ định mức nguyên phụ liệu của đơn hàng CMT và FOB cấp 1



Nguồn: FPTS tổng hợp

Sau khi các bên đã ký kết đơn hàng, TNG sẽ nhận vải từ bên đặt hàng (phương thức CMT), hoặc mua vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định (phương thức FOB cấp 1). Phương thức FOB cấp 1 mang lại giá trị cao hơn so với phương thức CMT vì ngoài hoạt động gia công, doanh nghiệp còn phải bỏ vốn ra để mua và vận chuyển nguyên liệu. Do các nhà máy hiện đã hoạt động hết công suất, TNG chủ trương sẽ giảm tỷ trọng đơn hàng CMT và tăng tỷ trọng đơn hàng FOB cấp 1 để tăng giá trị cho mỗi đơn hàng ký kết.

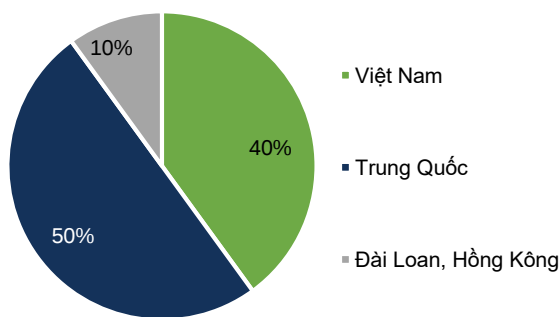
Việc tăng tỷ trọng đơn hàng FOB cấp 1 đòi hỏi doanh nghiệp phải có nguồn lực về vốn để nhập khẩu nguyên liệu. Trong giai đoạn 2007 – 2017, TNG liên tục có nợ ngắn hạn vượt quá tài sản ngắn hạn, ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Năm 2018 và 2019, chỉ số khả năng thanh toán hiện hành của TNG đã được cải thiện, tương ứng đạt 1 và 1,1 lần, tuy nhiên vẫn thấp hơn các doanh nghiệp được so sánh. Chúng tôi cho rằng, việc phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay sẽ khiến doanh nghiệp gặp khó khăn hơn trong việc huy động vốn để tăng tỷ trọng đơn hàng FOB cấp 1 trong thời gian tới.

• **Việc chuyển đổi sang nhà cung cấp khác đòi hỏi phải có sự đàm phán với bên đặt hàng**

Hiện nay, TNG được chỉ định mua 40% nguyên liệu vải trong nước, 50% nguyên liệu vải được nhập khẩu từ Trung Quốc, còn lại là nhập khẩu từ Đài Loan và Hồng Kông. Các phụ liệu dệt may như vải lót, khóa kéo, nút,... thường chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu chi phí nguyên phụ liệu và TNG được chủ động mua từ các nhà cung cấp trong nước.

Kể từ khi EVFTA có hiệu lực kèm theo quy tắc xuất xứ “Từ vải trở đi”, sau đó là sự bùng phát của dịch COVID-19 ở Trung Quốc gây gián đoạn nguồn cung nguyên phụ liệu, các doanh nghiệp bắt đầu đề cập đến việc chuyển đổi nhà cung cấp để giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc, đồng thời tận dụng được ưu đãi thuế quan từ EVFTA. TNG cũng cho biết doanh nghiệp sẽ tích cực tìm kiếm nhà cung cấp thay thế ở Việt Nam và Hàn Quốc. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, đối với các doanh nghiệp gia công như TNG, việc chuyển đổi sang nhà cung cấp khác phụ thuộc hoàn toàn vào việc đàm phán với bên đặt hàng.

Tỷ trọng mua nguyên liệu vải của TNG từ các thị trường



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Các nhà cung cấp phụ liệu dệt may cho TNG năm 2019

Tên nhà cung cấp	Quốc gia	Phụ liệu
Công ty TNHH YKK Việt Nam	Việt Nam	Khóa kéo
Công ty TNHH Phụ Tùng Nút áo Quốc Tế Unitex	Việt Nam	Nút áo
Công ty TNHH Sản xuất và Thương mại Trung Dũng	Việt Nam	Chỉ may

Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

1.2. Sản xuất: Mở rộng nhà máy mới sang vùng III và vùng IV để tiết giảm chi phí nhân công

Chi phí nhân công gồm 2 khoản mục chính là lương công nhân may và các khoản trích lập theo lương. Cụ thể:

• **Lương công nhân may**

Lương công nhân may phụ thuộc vào các yếu tố như: tay nghề, loại sản phẩm sản xuất, cạnh tranh lao động ở khu vực,...do các yếu tố đặc thù này nên rất khó so sánh lương công nhân may giữa các doanh nghiệp trong ngành. Hơn nữa, thu nhập trung bình mà các doanh nghiệp công bố thường tính chung cho cả khối gián tiếp (khối văn phòng) và khối trực tiếp (công nhân trực tiếp tham gia sản xuất sản phẩm) nên lương thực tế của công nhân may có thể thấp hơn mức thu nhập trung bình được công bố.

Biến động lao động và thu nhập trung bình của công nhân may ở một số doanh nghiệp

	Số lao động							Thu nhập trung bình 2019 (Triệu đồng/người/tháng)
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
TNG	6.000	7.618	9.313	9.544	11.110	14.199	14.863	9,5
MSH	8.469	8.181	9.860	10.234	9.975	10.496	9.989	9,8
TCM	4.559	4.514	4.920	5.029	4.888	7.330	7.364	11,2
GMC	3.320	4.156	4.300	4.137	4.101	4.118	3.773	10,9

Nguồn: BCTN của các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

• Các khoản trích lập theo lương

Chi phí trích lập theo lương sẽ được tính theo lương tối thiểu vùng. Theo đó, hàng tháng doanh nghiệp sẽ phải trích lập chi phí là 23,5% trên lương tối thiểu vùng, gồm: 17,5% bảo hiểm xã hội, 3% bảo hiểm y tế, 2% bảo hiểm thất nghiệp, và 1% kinh phí công đoàn. Việc tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ làm tăng các khoản chi phí trích lập theo lương của doanh nghiệp.

TNG chủ trương mở rộng nhà máy mới sang các vùng có lương tối thiểu thấp hơn nhằm giảm bớt chi phí trích lập theo lương. TNG hiện có 12 nhà máy gia công, tất cả các nhà máy được đặt tại tỉnh Thái Nguyên. Ngoại trừ các nhà máy đã được xây dựng từ trước năm 2008 đều thuộc vùng II, các nhà máy mở rộng sau năm 2010 của TNG đều được xây dựng ở vùng III và vùng IV.

Thông tin các nhà máy gia công đang hoạt động của TNG

Tên nhà máy	Năm thành lập	Địa chỉ	Diện tích nhà xưởng (m2)	Vùng	Số chuyên may	Số lao động
Việt Đức	1979	TP. Thái Nguyên	9.847	II	25	1.350
Việt Thái	1979	TP. Thái Nguyên	12.691	II	20	1.080
Sông Công 1,2,3	2006 - 2008	TP. Sông Công	14.000	II	88	4.288
Phú Bình 1,2,3,4	2011 - 2013	Huyện Phú Bình	93.131	III	52	3.780
Đại Từ	2015	Huyện Đại Từ	13.388	III	35	1.890
Đồng Hỷ (giai đoạn 1)	2018	Huyện Đồng Hỷ	12.760	III	9	486
Võ Nhai (giai đoạn 1)	2019	Huyện Võ Nhai	27.000	IV	16	2.400
Tổng			182.817		245	15.274

Nguồn: TNG, FPTIS tổng hợp

Ngoài ra, TNG còn có dự định di chuyển nhà máy Việt Đức và nhà máy Việt Thái (thuộc vùng II) lên Cụm công nghiệp Sơn Cầm (thuộc vùng III). Đây là hai nhà máy được xây dựng từ những ngày đầu thành lập Công ty, có vị trí ở trung tâm TP. Thái Nguyên, hai khu đất của các nhà máy chuẩn bị di dời cũng sẽ được chuyển đổi đầu tư và kinh doanh bất động sản, tuy nhiên doanh nghiệp chưa có kế hoạch cụ thể. Nếu di chuyển hai nhà máy này từ vùng II sang vùng III, mức lương tối thiểu vùng sẽ giảm từ 3,92 triệu đồng/ người/ tháng xuống 3,43 triệu đồng/ người/ tháng. Với tổng quy mô lao động của hai nhà máy là 2.430 lao động thì chi phí trích lập theo lương của TNG sẽ giảm khoảng 3,4 tỷ đồng/năm (tương đương 8,4% tổng LNST năm 2019 của hai nhà máy này).

Dự án nhà máy Đồng Hỷ giai đoạn 2 (20 chuyên may) và nhà máy Võ Nhai giai đoạn 2 (18 chuyên may) dự kiến xây dựng vào năm 2021, nhưng do ảnh hưởng của dịch COVID-19, doanh nghiệp cho biết 2 dự án này sẽ tạm hoãn cho đến khi thị trường thuận lợi hơn, dự kiến vào cuối năm 2022, đầu năm 2023.

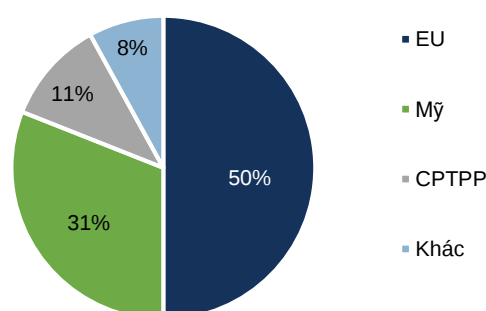
1.3. Đầu ra: Phụ thuộc khả năng duy trì đơn hàng với các khách hàng lớn

• Mỹ và EU là hai thị trường tiêu thụ chính của TNG

Từ năm 2013 trở về trước, Mỹ là thị trường tiêu thụ chính đóng góp 65 – 75% tổng doanh thu cho TNG. Đến nay, TNG đã chủ động tìm kiếm khách hàng ở các thị trường khác để đa dạng hóa thị trường. Hiện nay, EU và Mỹ là hai thị trường tiêu thụ lớn nhất của TNG, lần lượt chiếm 50% và 31% doanh thu năm 2019.

Với EU là thị trường tiêu thụ lớn nhất, TNG được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ EVFTA. Quy tắc xuất xứ “Từ vải trở đi” của EVFTA quy định để được hưởng thuế 0% khi xuất khẩu vào thị trường EU, doanh nghiệp phải sử dụng vải được sản xuất tại Việt Nam hoặc Hàn Quốc, Nhật Bản. Tuy nhiên, hiện nay TNG đang nhập khẩu 60% nguyên liệu từ các nước: Trung Quốc (50%), Đài Loan và Hồng Kông (10%).

Cơ cấu các thị trường xuất khẩu của TNG năm 2019



Nguồn: TNG, FPTIS tổng hợp

TNG cho biết doanh nghiệp chưa có ý định tự sản xuất vải do hoạt động sản xuất vải khác hoàn toàn với hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp. Theo đó, TNG sẽ vẫn tiếp tục nhận vải từ bên đặt hàng (CMT) hoặc nhập khẩu vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định (FOB 1). Do nguyên liệu đầu vào đi theo đơn đặt hàng nên việc tìm kiếm nhà cung cấp thay thế đòi hỏi phải có sự đàm phán với bên đặt hàng. Chúng tôi cho rằng đây là câu chuyện cân bằng lợi ích của việc cắt giảm thuế quan từ EVFTA và chi phí tăng thêm từ việc tìm kiếm nhà cung cấp để thay thế cho các nhà cung cấp vải giá rẻ ở Trung Quốc.

• Decathlon và The Children's Place là hai khách hàng lớn nhất của TNG

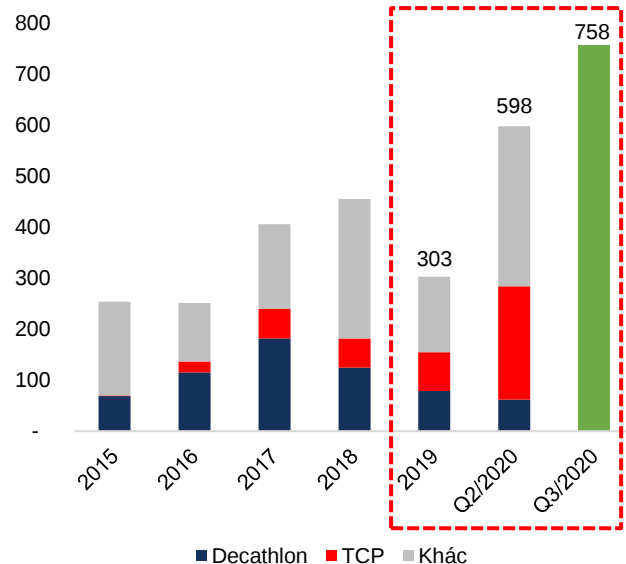
Hoạt động gia công hàng may mặc có đặc điểm là tỷ suất lợi nhuận không cao, nhưng ổn định và yêu cầu phải duy trì được đơn hàng ký kết với các khách hàng lớn. Các doanh nghiệp ngành may thường có 2 – 3 khách hàng lớn lâu năm là các thương hiệu thời trang lớn trên thế giới. Việc phụ thuộc vào đơn hàng ký kết với các khách hàng lớn là đặc thù chung của các doanh nghiệp may gia công.

Các đơn hàng lớn của TNG giai đoạn 2014 - 2020
(Triệu USD)

	2015	2016	2017	2019	2020
Decathlon	15	20	28	58	65
TCP	8	8	20	32	38
Columbia	13	18	6	6	-
Ash City	2	4	-	-	-
C&A	6	7	9	5	7
Asmara	4	-	-	-	-
Mango	5	6	-	2	-
Comtextile	6	5	7	-	-
Tomtailor	-	-	12	-	-
Tom/ANF	-	-	-	8	34
Sportmaster	-	-	-	3	11
Haddad	-	-	-	-	11
Levy	-	-	-	4	7

Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp
(*) Người viết không có số liệu năm 2018

Khoản phải thu khách hàng của TNG
giai đoạn 2015 - Q3/2020 (Tỷ đồng)



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Decathlon và TCP là hai khách hàng lớn lâu năm của TNG, chiếm khoảng 50% doanh thu năm 2019. Columbia cũng từng là khách hàng lớn của TNG, nhưng đơn hàng từ Columbia đã bắt đầu giảm dần kể từ năm 2017 và Columbia hiện không còn là khách hàng lớn của TNG. Ở Việt Nam, Columbia cũng là khách hàng lớn lâu năm của CTCP Garmex Sài Gòn (HSX: GMC), đóng góp khoảng 50% doanh thu của GMC năm 2019. TNG cho biết việc giảm đơn đặt hàng là do khách hàng Columbia thay đổi chính sách đặt hàng, muốn tập trung vào một số nhà cung cấp chính ở miền Nam.



Decathlon là thương hiệu thời trang thể thao của Pháp được thành lập năm 1976, hiện có hơn 1.000 cửa hàng bán lẻ ở 57 quốc gia. Decathlon là khách hàng lớn nhất của TNG ở thị trường EU.

Toàn bộ nguyên liệu vải cho các đơn hàng của Decathlon đang được TNG mua từ CTCP Dệt Trần Hiệp Thành. Nếu tiếp tục duy trì nguồn nguyên liệu trong nước, các đơn hàng từ Decathlon có khả năng sẽ được hưởng ưu đãi thuế của EVFTA. CTCP Dệt Tân Hiệp Thành được thành lập từ năm 1985, nằm trong KCN Trảng Bàng (Tây Ninh), chuyên sản xuất và cung cấp vải dệt kim (công suất: 9.000 tấn/năm) và vải dệt thoi (công suất: 36 triệu mét vải /năm). Năm 2019, TNG đã sử dụng tổng cộng 23,7 triệu mét vải, như vậy, công suất hiện tại của CTCP Dệt Trần Hiệp Thành hoàn toàn có thể đáp ứng đủ nguyên liệu vải cho Decathlon nếu có gia tăng đơn hàng.

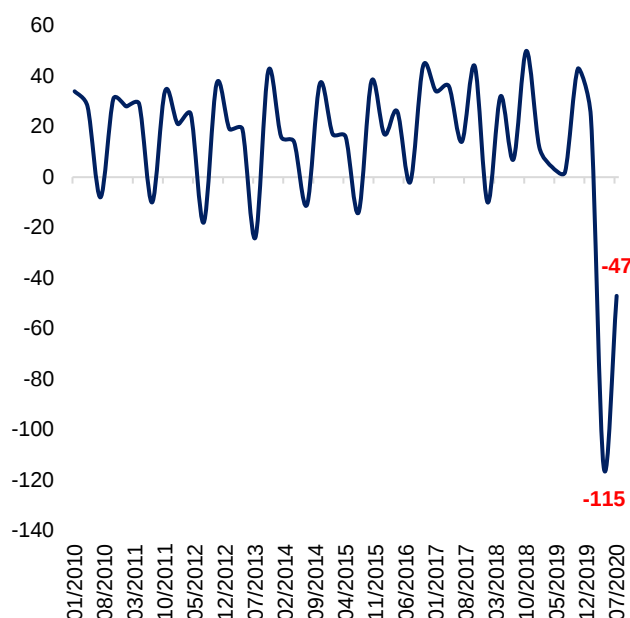


The Children's Place (TCP) (NASDAQ: PLCE) là thương hiệu thời trang dành cho trẻ em được thành lập năm 1969, TCP chủ yếu phân phối ở thị trường Mỹ và Canada với hơn 1.100 cửa hàng. TCP là khách hàng lớn nhất của TNG ở thị trường Mỹ.

Do ảnh hưởng của dịch COVID-19 khiến tình hình tiêu thụ hàng may mặc ở các thị trường Mỹ và EU gặp khó khăn, nhiều khách hàng đã xin hoãn thời gian thanh toán. Theo đó, khoản phải thu khách hàng của TNG đã tăng rất mạnh kể từ đầu năm 2020, tại thời điểm 30/09/2020, khoản phải thu khách hàng đã tăng lên gần 758 tỷ đồng, gấp 2,5 lần so với cuối năm 2019.

Trong đó, khoản phải thu từ The Children's Place (TCP) tại ngày 30/06/2020 đã tăng lên 222 tỷ đồng, gấp 3 lần so với cuối năm 2019. Kết quả kinh doanh của TCP đã sụt giảm mạnh vào tháng 04/2020, lợi nhuận sau thuế âm 115 triệu USD, đây là mức thấp kỷ lục kể từ năm 2010. Cũng giống như tình hình chung của các nhà bán lẻ thời trang ở Mỹ, hoạt động kinh doanh của TCP đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi dịch COVID-19. Chúng tôi cho rằng, trong bối cảnh dịch COVID-19 vẫn tiếp tục tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của các khách hàng lớn, TNG cần đánh giá tình hình tài chính của khách hàng định kỳ để phòng tránh rủi ro khoản phải thu khi các khách hàng đề đơn xin bảo hộ phá sản.

**Lợi nhuận sau thuế theo quý của TCP
31/01/2010 - 31/07/2020 (Triệu USD)**



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

2. Mạng thời trang nội địa

Mạng thời trang nội địa hiện do công ty con của TNG là công ty TNHH TNG Fashion (TNGF) đảm nhận, TNGF có 1 nhà máy với công suất là 8 chuyền may. Điểm khác biệt lớn nhất giữa hoạt động may gia công xuất khẩu và bán hàng ở thị trường nội địa là doanh nghiệp phải thực hiện thêm 2 công đoạn là thiết kế và phân phối.

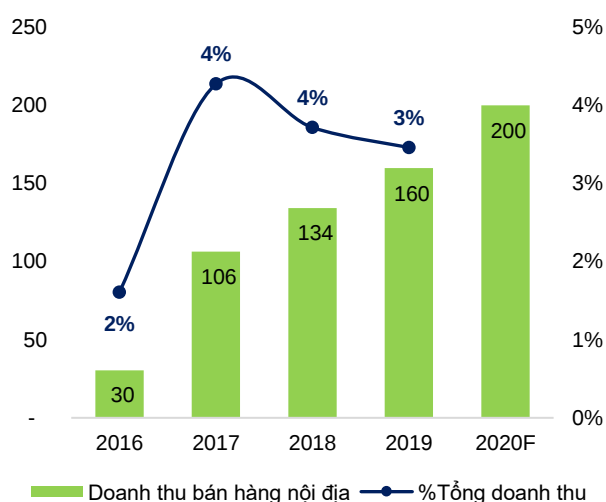
Thiết kế: TNG đã xây dựng Trung tâm thiết kế thời trang TNG vào Q2/2016 (TP.Thái Nguyên), trung tâm này đóng vai trò là nơi nghiên cứu và đưa ra các mẫu thiết kế cho các sản phẩm ở thị trường nội địa. Cũng giống như các doanh nghiệp gia công xuất khẩu và có hoạt động bán hàng ở thị trường nội địa như Việt Tiến, Nhà Bè, May Đức Giang, May 10,... sản phẩm chủ lực của TNGF cũng là các sản phẩm thời trang công sở như áo vest, áo sơ mi, quần âu.

Phân phối: TNGF phân phối các sản phẩm thông qua kênh online và kênh offline. Đối với kênh online, doanh nghiệp đã thành lập website <https://tngfashion.vn/> để phân phối các sản phẩm của TNG, đồng thời mở cửa hàng trực tuyến trên trang thương mại điện tử Shopee. Đối với kênh offline, TNGF hiện có 08 cửa hàng, 24 đại lý bán lẻ và đều tập trung tại các tỉnh thành phía Bắc, các cửa hàng của TNG thường có diện tích lớn (từ 100 – 300m²), được đặt tại trung tâm các thành phố lớn hoặc trong các trung tâm thương mại.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này khá cao, vào khoảng 40%, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng gia công xuất khẩu chỉ vào khoảng 17 - 18%. Tuy nhiên, do doanh nghiệp tự phân phối sản phẩm nên các chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng cao khiến cho lợi nhuận của mảng này hiện mới chỉ ở mức hòa vốn.

Cuộc cạnh tranh giữa các thương hiệu bán lẻ thời trang ở thị trường nội địa là thách thức lớn đối với thương hiệu non trẻ như TNG, hệ thống phân phối của TNGF từ 42 cửa hàng/ đại lý bán lẻ khi mới ra mắt vào năm 2016 đã giảm còn 32 cửa hàng/ đại lý tính đến thời điểm hiện tại, đồng thời, tỷ trọng đóng góp của mảng này trong tổng doanh thu giai đoạn 2017 – 2019 cũng chỉ duy trì quanh mức 4%. Chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh này của TNG vẫn còn trong giai đoạn thử nghiệm và chưa thể xem là động lực thúc đẩy tăng trưởng cho doanh nghiệp trong các năm tiếp theo.

Doanh thu bán hàng nội địa của TNG (Tỷ đồng)



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

3. Màng kinh doanh bất động sản

TNG bắt đầu lấn sân sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản từ năm 2018. Năm 2019, TNG thành lập công ty TNHH MTV TNG Eco Green (công ty con) để tách riêng hoạt động đầu tư bất động sản. Do đây là hoạt động kinh doanh ngoài ngành và TNG vẫn chưa có kinh nghiệm trong lĩnh vực này, TNG chủ trương sẽ nắm giữ 51% vốn tại TNG Eco Green và thu hút thêm vốn từ các đối tác có kinh nghiệm trong thời gian tới. TNG hiện đang có hai dự án đang được triển khai là dự án nhà ở thương mại TNG Village và dự án cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1.

• Dự án nhà ở thương mại TNG Village

Chung cư thương mại TNG Village được khởi công xây dựng vào năm 2018, bắt đầu được mở bán đợt 1 vào tháng 10/2019 và đợt 2 vào tháng 11/2019 với giá bán trung bình là 14 – 15 triệu đồng/m². TNG đã bán được 110 căn hộ trong năm 2019, ghi nhận 42 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản. Số căn hộ còn lại đã được bán và sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2020, ước tính khoảng 31 tỷ đồng.

Thông tin dự án TNG Village

Địa điểm	206 Minh Cầu, TP.Thái Nguyên
Tổng diện tích	2.841 m ²
Diện tích xây dựng	1.175 m ²
Vốn đầu tư	170 tỷ đồng
Quy mô dự án	Gồm 17 tầng nổi và 1 tầng hầm, tổng cộng 186 căn hộ
Giá bán	14 – 15 triệu đồng/m ²

Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Hình ảnh của TNG Village



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

• Dự án Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1

Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 do TNG làm chủ đầu tư hạ tầng kỹ thuật. Dự án này nằm ở vị trí có hệ thống giao thông khá thuận tiện: Đường bộ cách cao tốc Thái Nguyên – Hà Nội khoảng 1km, đường sắt cách ga đường sắt Quán Triều đi tuyến Hà Nội – Thái Nguyên khoảng 5km, và đường hàng không cách sân bay quốc tế Nội Bài khoảng 69km.

Thông tin cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1

Địa điểm	Xã Sơn Cẩm, huyện Phú Lương, tỉnh Thái Nguyên
Tổng diện tích	70 ha
Diện tích xây dựng	56 ha
Vốn đầu tư	500 tỷ đồng
Kế hoạch triển khai	Đã giải phóng: 25 ha Đến 12/2020: 50 ha Đến 01/2021: 70 ha
Ngành nghề thu hút	Các ngành công nghiệp hỗ trợ (sản xuất cơ – kim khí, linh kiện điện tử), dệt may, dược,...
Dự kiến khả năng bán hàng	2021: 50% 2022: 40% 2023: 10%

Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Vị trí cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1



Nguồn: FPTS tổng hợp

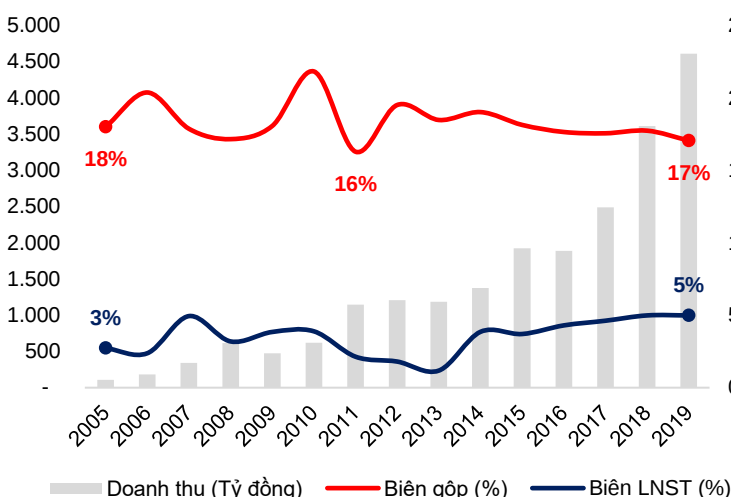
Ngoài hai dự án trên, TNG dự kiến sẽ di dời nhà máy Việt Đức và nhà máy Việt Thái ở trung tâm TP.Thái Nguyên lên Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 và chuyển đổi hai khu đất này sang kinh doanh bất động sản, tuy nhiên, doanh nghiệp chưa có kế hoạch cụ thể.

4. Nhận định kết quả kinh doanh của TNG giai đoạn 2005 – 2019

Doanh thu của TNG trong giai đoạn 2005 – 2019 đã tăng trưởng rất mạnh với CAGR đạt 31%/năm, cao hơn hẳn so với mức tăng trưởng trung bình của ngành dệt may Việt Nam là 16%/năm (xét trong cùng giai đoạn). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp của TNG gần như đi ngang trong giai đoạn này, dao động trong khoảng từ 17 – 18%, kéo theo tỷ suất lợi nhuận sau thuế ở quanh mức từ 3 – 5%. Có thể thấy rằng, sự tăng trưởng doanh thu của TNG chủ yếu đến từ việc liên tục đầu tư mở rộng nhà máy mới, nhưng do vẫn duy trì hình thức gia công (CMT và FOB cấp 1) mà tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp hầu như không có sự thay đổi lớn trong giai đoạn này.

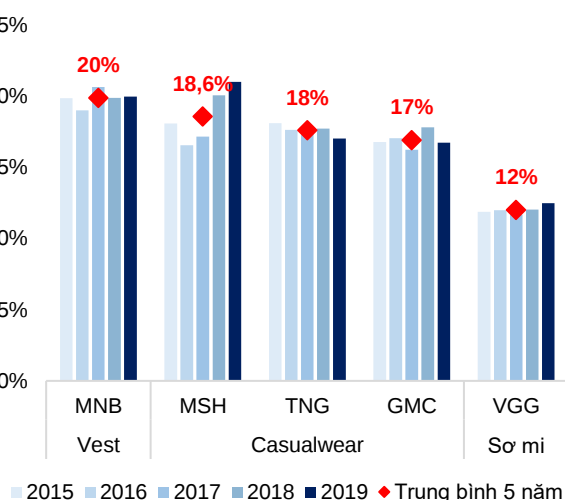
So với các doanh nghiệp khác trong ngành, đây là mức tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình của một doanh nghiệp may gia công các sản phẩm casualwear (áo khoác, quần áo thể thao,...).

Kết quả kinh doanh của TNG giai đoạn 2005 - 2019



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp giai đoạn 2015 - 2019



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

5. Cập nhật kết quả kinh doanh 9T/2020 và kế hoạch kinh doanh năm 2020 của TNG

Kết quả kinh doanh 9T/2020 của TNG

Đơn vị: Tỷ đồng	9T/2019	9T/2020	%yoy
Doanh thu thuần	3.568	3.529	-1%
Lợi nhuận gộp	601	532	-11%
Chi phí bán hàng	95	119	
Chi phí QLDN	199	162	
DT tài chính	16	25	
CP tài chính	101	106	
Lợi nhuận khác	-2	(14)	
LNTT	219	156	-29%
LNST	174	129	-26%

Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Dự phóng kết quả kinh doanh 2020 của TNG

	2019	2020F	%yoy
Doanh thu	4.612	4.395	-4,7%
LNST	230	165	-28,3%

Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Trong 9 tháng đầu năm 2020, hoạt động kinh doanh của TNG đã bị ảnh hưởng tiêu cực do dịch COVID-19 bùng phát tại Mỹ và EU, là hai thị trường xuất khẩu chủ lực của TNG. Lũy kế 9T/2020, doanh thu của TNG đạt 3.529 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 129 tỷ đồng, mặc dù doanh thu chỉ giảm 1% nhưng lợi nhuận sau thuế lại giảm 26% so với cùng kỳ. Lý giải nguyên nhân lợi nhuận giảm, doanh nghiệp cho biết do việc tiêu thụ hàng may mặc gặp khó khăn, khách hàng yêu cầu giảm giá bán một số mặt hàng từ 1 – 2% so với giá đã ký ban đầu, trong khi đó, doanh nghiệp vẫn phải thanh toán các khoản chi phí cố định để vận hành nhà máy, đặc biệt là chi phí lương nhân công khiến lợi nhuận sau thuế giảm mạnh hơn.

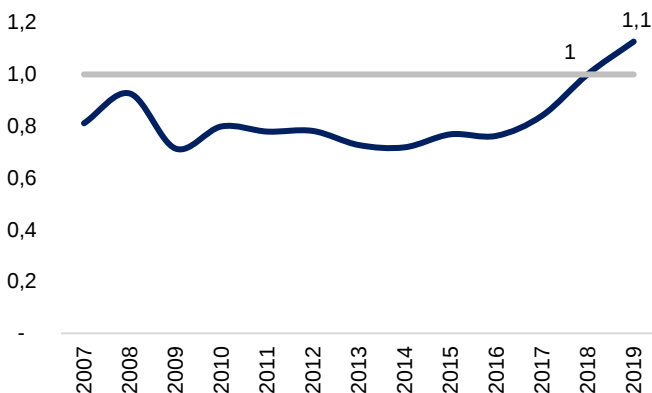
Tình hình đơn hàng các tháng cuối năm 2020, TNG cho biết hiện doanh nghiệp đã có đủ đơn hàng để sản xuất đến hết năm 2020 và đang tiếp tục nhận đơn hàng cho Q1 và Q2/2021. Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh Q4/2020 của TNG sẽ đạt khoảng 866 tỷ đồng doanh thu (-14% yoy) và 36 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-37% yoy). Theo đó, kết quả kinh doanh năm 2020 đạt khoảng 4.395 tỷ đồng doanh thu (-5% yoy và hoàn thành 96% kế hoạch) và 131 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-43% yoy và hoàn thành 57% kế hoạch).

D. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Khả năng thanh toán

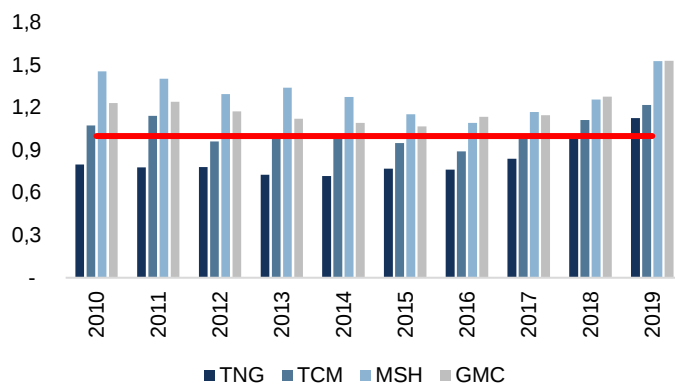
Đặc thù chung của các doanh nghiệp dệt may, tài sản ngắn hạn (chủ yếu là hàng tồn kho và khoản phải thu) và nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản và cơ cấu nguồn vốn, do đó, chúng tôi sử dụng chỉ số thanh toán hiện hành để xem xét khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Khả năng thanh toán hiện hành của TNG giai đoạn 2007 - 2019



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Chỉ số khả năng thanh toán hiện hành của các doanh nghiệp giai đoạn 2010 - 2019



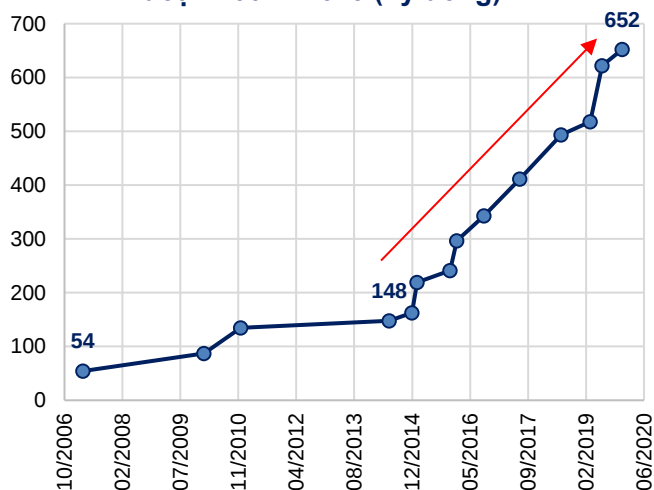
Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

2007 – 2017: Rủi ro về khả năng thanh toán khi liên tục có nợ ngắn hạn vượt quá tài sản ngắn hạn

Kể từ thời điểm niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2007 cho đến năm 2017, TNG liên tục có nợ ngắn hạn vượt quá tài sản ngắn hạn, dẫn đến vốn lưu động ròng âm và ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Khả năng tiếp tục hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc vào việc phát hành cổ phiếu bổ sung, tiếp tục nhận được các khoản vay từ ngân hàng, và hoạt động kinh doanh có lãi trong tương lai.

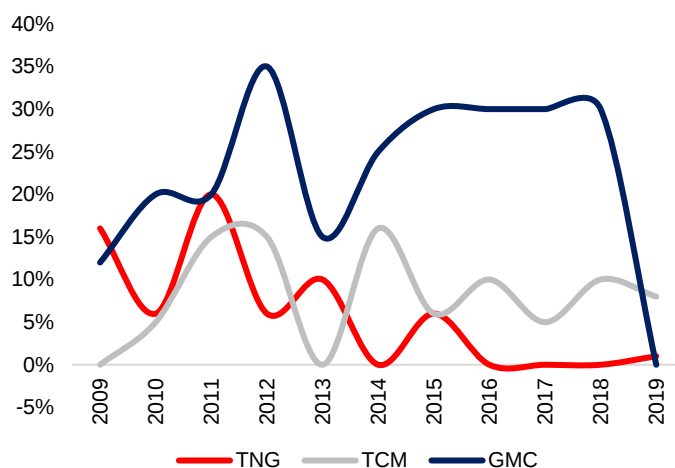
Theo đó, kể từ năm 2014, doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền mặt rất ít (thay bằng trả cổ tức bằng cổ phiếu), đồng thời liên tục huy động vốn thông qua các khoản vay có lãi (vay ngân hàng, phát hành trái phiếu) hoặc phát hành thêm cổ phiếu, ESOP.

Lộ trình tăng vốn điều lệ của TNG giai đoạn 2007 - 2019 (Tỷ đồng)



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt của các doanh nghiệp may giai đoạn 2009 - 2019



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

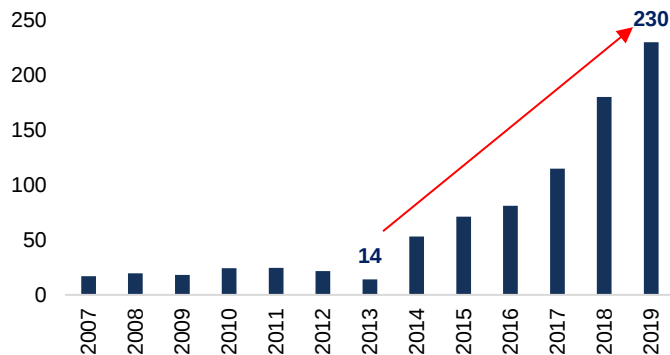
2018 – 2019: Khả năng thanh toán được cải thiện, nhưng vẫn thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành

Năm 2018 và 2019, chỉ số khả năng thanh toán hiện hành của TNG đã bắt đầu được cải thiện, tương ứng đạt 1 và 1,1 lần, tuy nhiên vẫn thấp hơn các doanh nghiệp được so sánh. Chỉ số khả năng thanh toán hiện hành được cải thiện nhờ việc kiểm soát chặt chẽ tiến độ thanh toán từ khách hàng.

2. Quản lý dòng tiền

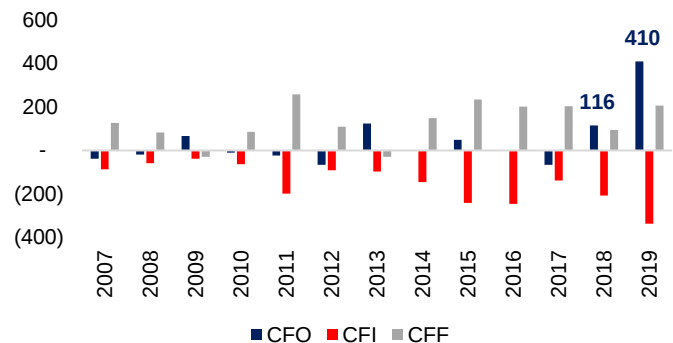
Doanh thu và lợi nhuận của TNG liên tục tăng trưởng qua các năm, đặc biệt là trong giai đoạn 2014 – 2019; tuy nhiên, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) luôn ở mức thấp hoặc âm trong giai đoạn này. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) thấp khiến doanh nghiệp phải huy động vốn từ hoạt động tài chính (vay ngân hàng, phát hành cổ phiếu, trái phiếu,...) để tài trợ cho hoạt động đầu tư (xây dựng nhà máy mới).

Lợi nhuận sau thuế của TNG giai đoạn 2007 - 2019 (Tỷ đồng)



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Dòng tiền của TNG giai đoạn 2007 - 2019 (Tỷ đồng)



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

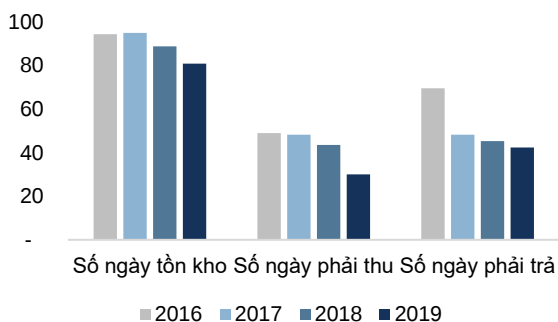
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) không đi liền với kết quả lợi nhuận tốt do doanh nghiệp bị tồn đọng vốn ở hàng tồn kho và khoản phải thu. TNG liên tục mở rộng nhà máy mới, theo đó doanh nghiệp phải việc tích trữ tồn kho nguyên liệu để phục vụ sản xuất (TNG may theo phương thức FOB cấp 1 là chủ yếu, doanh nghiệp sẽ phải bỏ vốn ra để mua nguyên liệu từ nhà cung cấp cho bên đặt hàng chỉ định), kéo theo đó là sự tăng lên của khoản phải thu từ khách hàng.

Năm 2019, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của TNG đã được cải thiện đáng kể, đạt 410 tỷ đồng, cao nhất kể từ khi doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán năm 2007. Doanh nghiệp cho biết, sự thay đổi này chủ yếu do thay đổi phương thức thanh toán với bên đặt hàng. Cụ thể, TNG đã chuyển hẳn từ phương thức thanh toán trả chậm qua phương thức bao thanh toán⁴ đối với hầu hết các khách hàng lớn như Decathlon và TCP, dựa trên sự hỗ trợ từ các ngân hàng quốc tế như Standard Chartered, HSBC.

3. Hiệu quả hoạt động

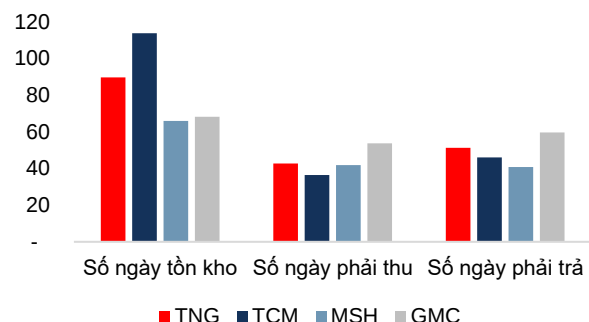
Nhìn chung, các chỉ số hiệu quả hoạt động của TNG đều được cải thiện trong giai đoạn 2016 – 2019. So sánh chỉ số hiệu quả hoạt động trung bình trong giai đoạn 2016 – 2019, số ngày phải thu và số ngày phải trả của TNG không có quá nhiều khác biệt so với các doanh nghiệp khác. Số ngày tồn kho có sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp do đặc thù hoạt động sản xuất kinh doanh. TCM có số ngày tồn kho cao nhất do ngoài sản xuất hàng may mặc, TCM còn sản xuất cả sợi và vải nên số lượng hàng tồn kho nhiều hơn và biến động tùy thuộc vào tình hình kinh doanh. TNG, MSH và GMC đều khá tương đồng trong hoạt động sản xuất kinh doanh (doanh thu chủ yếu đến từ gia công hàng may mặc) nên số ngày tồn kho cũng không có nhiều chênh lệch.

Hiệu quả hoạt động của TNG giai đoạn 2016 - 2019



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trung bình 4 năm 2016 - 2019



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

⁴ Phương thức bao thanh toán được hiểu là việc các đơn vị bao thanh toán (ngân hàng Standard Chartered, HSBC) mua lại các khoản phải thu từ bên bán hàng (TNG).

E. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Dựa trên những phân tích về tổng quan mảng may Việt Nam, hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính của TNG, chúng tôi giả định kết quả kinh doanh của TNG giai đoạn 2020F – 2025F như sau:

DOANH THU

• Mảng gia công xuất khẩu

Số chuyền may: Giả định nhà máy Đồng Hỷ giai đoạn 2 (20 chuyền may) sẽ được xây dựng vào năm 2022, trong đó, 10 chuyền may sẽ được lắp đầy vào năm 2022 và 10 chuyền may còn lại được lắp đầy vào năm 2023. Nhà máy Võ Nhai giai đoạn 2 (18 chuyền may) sẽ được xây dựng vào năm 2024, trong đó, 9 chuyền may sẽ được lắp đầy vào năm 2024 và 9 chuyền may còn lại được lắp đầy vào năm 2025.

Doanh thu/chuyên may: Giả định doanh thu trên mỗi chuyền may được cải thiện 5% mỗi năm trong giai đoạn 2021 – 2025 nhờ các biện pháp cải thiện năng suất lao động.

• Mảng thời trang nội địa

TNG cho biết doanh thu nội địa năm 2020 ước đạt 200 tỷ đồng. Do ảnh hưởng của dịch COVID-19, doanh thu bán hàng thời trang nội địa bị sụt giảm mạnh, nhưng được bù đắp nhờ bán khẩu trang vải. Giai đoạn 2021 – 2025, TNG cho biết sẽ đẩy mạnh bán hàng nội địa qua các đại lý và cửa hàng mới chỉ được mở khi có kết quả tích khả thi nhưng chưa có kế hoạch cụ thể. Giả định doanh thu ở thị trường nội địa tăng trưởng theo tốc độ tăng trưởng trung bình trong giai đoạn 2018 – 2019.

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN GỘP

Chi phí nguyên phụ liệu và chi phí nhân công là hai khoản mục chi phí chính trong giá vốn hàng bán. Trong đó:

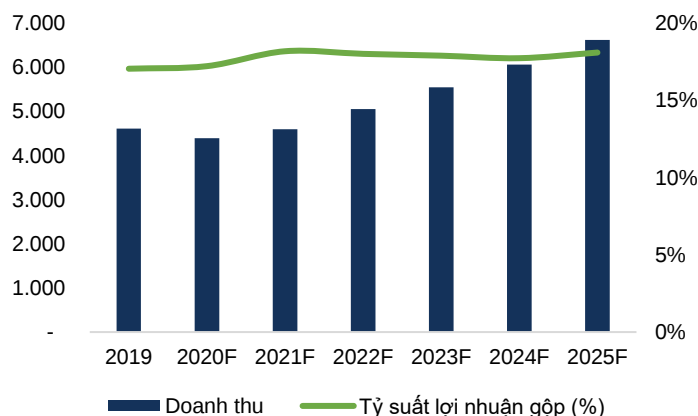
Chi phí nguyên phụ liệu: TNG sẽ nhận vải từ bên đặt hàng (CMT) hoặc nhập khẩu vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định (FOB 1), do đó, chi phí nguyên phụ liệu sẽ biến động theo giá trị đơn hàng mà không phụ thuộc vào giá vải trên thị trường.

Chi phí nhân công: TNG có dự định di chuyển nhà máy Việt Đức và nhà máy Việt Thái (thuộc vùng II) lên Cụm công nghiệp Sơn Cẩm (thuộc vùng III) để tiết giảm chi phí nhân công nhưng doanh nghiệp chưa có kế hoạch cụ thể. Do đó, chúng tôi cho rằng nhân công của doanh nghiệp vẫn không có nhiều thay đổi trong thời gian tới.

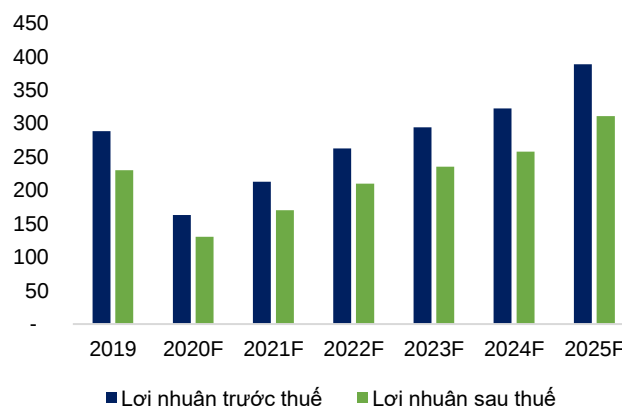
Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp bằng trung bình 5 năm quá khứ. Riêng năm 2020, do tác động của dịch COVID-19 gây khó khăn trong việc tiêu thụ nên TNG phải chiết khấu hàng bán cho khách hàng, giả định, tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2020 sẽ giảm còn 15%.

Từ những giả định trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của TNG trong giai đoạn 2020F - 2025F như sau:

Kết quả dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2020F-2025F



Kết quả dự phóng LNTT và LNST của TNG giai đoạn 2020F-2025F



F. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu TNG sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu TNG được xác định là **14.500 đồng/cp**, thấp hơn 4% so với mức giá đóng cửa ngày 07/12/2020, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	14.300	50%
2	Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	14.600	50%
Giá trung bình của hai phương pháp (đồng/ cổ phiếu)		14.500	

Note: Mức giá mục tiêu trên không bao gồm giá trị của mảng kinh doanh bất động sản. Do kinh doanh bất động sản là không phải là hoạt động kinh doanh cốt lõi lâu dài của doanh nghiệp (chỉ đóng góp 1% doanh thu năm 2019) và chưa đủ cơ sở để xác định tỷ trọng đóng góp của mảng này trong tương lai, do đó, chúng tôi không tính đến giá trị của hoạt động kinh doanh bất động sản trong định giá cổ phiếu TNG.

CÁC GIẢ ĐỊNH CỦA PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	11,9%	Phần bù rủi ro	10%
Chi phí sử dụng nợ	6,8%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,68
Chi phí sử dụng VCSH	21,7%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	4%	Thời gian dự phóng	5 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỦA PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)		2.652.601
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu đồng)		1.109
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)		1.596.868
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		1.056.843
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)		73.996.005
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		14.300
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		1.080.325
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		14.600

G. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

(Đơn vị: Tỷ đồng)

HKDK	2018	2019	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	4.612	4.395	4.601	5.054	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	3.825	3.638	3.764	4.143	+ Tiền và tương đương	293	414	359	462
Lợi nhuận gộp	787	757	837	911	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
- Chi phí bán hàng	130	104	112	133	+ Các khoản phải thu	364	609	627	673
- Chi phí quản lý DN	249	284	287	303	+ Hàng tồn kho	860	952	1.015	1.103
Lợi nhuận thuần HKDK	407	370	438	475	+ Tài sản ngắn hạn khác	77	67	71	77
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(115)	(207)	(225)	(213)	Tổng tài sản ngắn hạn	1.594	2.042	2.072	2.315
- Lợi nhuận khác	(4)	-	-	-	+ Nguyên giá TS CĐHH	1.789	1.883	1.974	2.249
LNTT và lãi vay	289	163	213	263	+ Khấu hao lũy kế	(697)	(820)	(952)	(1.100)
- Chi phí lãi vay	101	186	202	190	+ Giá trị còn lại TS CĐHH	1.092	1.062	1.022	1.149
Lợi nhuận trước thuế	289	163	213	263	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
- Thuế TNDN	58	33	43	53	+ Tài sản dài hạn khác	98	98	98	98
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ XD cơ bản dở dang	169	0	0	0
LNST	230	131	170	210	Tổng tài sản dài hạn	1.433	1.226	1.188	1.319
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tổng Tài sản	3.027	3.268	3.261	3.633
LNST của cổ đông CT Mẹ	230	131	170	210	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	3.266	1.454	2.077	2.532	+ Phải trả người bán	229	267	254	293
EBITDA	418	282	345	411	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.051	1.324	1.437	1.602
Khấu hao	129	119	132	148	+ Quỹ khen thưởng	3	23	17	23
Tăng trưởng doanh thu	28%	-5%	5%	10%	Nợ ngắn hạn	1.373	1.415	1.743	1.841
Tăng trưởng LN HKDK	24%	-9%	18%	9%	+ Vay và nợ dài hạn	546	403	144	109
Tăng trưởng EBIT	35%	-43%	31%	23%	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Tăng trưởng EPS	-11%	-55%	43%	22%	Nợ dài hạn	546	403	144	109
Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F	Tổng nợ	1.961	2.146	1.985	2.171
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,1%	17,2%	18,2%	18,0%	+ Thặng dư	35	35	35	35
Tỷ suất LNST	5,0%	3,0%	3,7%	4,2%	+ Vốn điều lệ	652	739	739	739
ROE DuPont	24,7%	11,9%	14,2%	15,3%	+ LN chưa phân phối	230	101	239	406
ROA DuPont	8,2%	4,1%	5,2%	6,1%	Vốn chủ sở hữu	1.067	1.122	1.276	1.463
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6,3%	3,7%	4,6%	5,2%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST/LNTT	79,7%	80,0%	80,0%	80,0%	Tổng cộng nguồn vốn	3.027	3.268	3.261	3.633
LNTT / EBIT	100%	100%	100%	100%	Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019	2020F	2021F
Vòng quay tổng tài sản	1,6	1,4	1,4	1,5	Tiền đầu năm	13	293	414	359
Đòn bẩy tài chính	3,0	2,9	2,7	2,5	Lợi nhuận sau thuế	289	131	170	210
Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F	+ Khấu hao	129	119	132	148
Số ngày phải thu	24,0	45,3	44,7	43,9	+ Điều chỉnh	(58)	6	(27)	(22)
Số ngày tồn kho	82,5	96,3	99,2	97,9	+ Thay đổi vốn lưu động	51	(301)	(90)	(84)
Số ngày phải trả	18,1	22,2	20,2	21,2	Tiền từ hoạt động KD	410	-46	186	252
Thời gian luân chuyển tiền	88,4	119,4	123,8	120,6	+ Thanh lý tài sản cố định	0	-	-	-
COGS / Hàng tồn kho	3,71	3,76	3,85	3,90	+ Chi mua sắm TSCĐ	(337)	89	(95)	(279)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F	+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
CS thanh toán hiện hành	1,13	1,12	1,16	1,22	+ Các hđ đầu tư khác	0	-	-	-
CS thanh toán nhanh	0,57	0,59	0,64	0,71	Tiền từ hđ đầu tư	(337)	89	(95)	(279)
CS thanh toán tiền mặt	0,19	0,22	0,31	0,39	+ Cổ tức đã trả	-	(52)	-	-
Nợ / Tài sản	0,48	0,47	0,46	0,44	+ Tăng (giảm) vốn	25	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	1,24	1,17	1,12	1,02	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	273	113	165
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,13	1,10	1,07	1,03	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	(143)	(259)	(35)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,11	0,07	0,05	-0,01	+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	2,85	0,88	1,05	1,38	Tiền từ hoạt động TC	206	78	(146)	130
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	280	122	(56)	104
					Tiền cuối năm	293	414	359	462

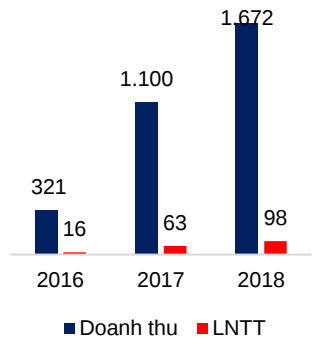
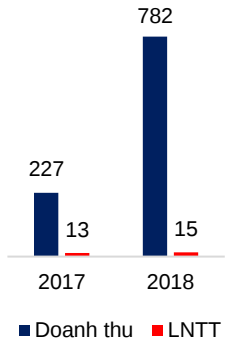
H. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Một số nhãn hiệu nội địa của các doanh nghiệp dệt may niêm yết ([Trở về nội dung chính](#))

	Việt Tiến	May Nhà Bè	May Đức Giang	May 10
Nhãn hiệu	      	  	  	      
Số cửa hàng	474	200	56	36
DT nội địa năm 2019 (tỷ đồng)	1.252	641	323	239
% DT 2019	14%	13%	13%	7%

Nguồn: FPTs tổng hợp

Phụ lục 2: Kết quả kinh doanh của Zara, H&M, Uniqlo ([Trở về nội dung chính](#))

	ZARA	H&M	UNI QLO
Ngày khai trương cửa hàng đầu tiên	8/9/2016	9/9/2017	6/12/2019
Số lượng cửa hàng	8 cửa hàng (Hà Nội, Đà Nẵng, TP.HCM)	2 cửa hàng (Hà Nội, TP.HCM)	4 cửa hàng (Hà Nội, TP.HCM)
Kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)			n/a.

Nguồn: FPTs tổng hợp

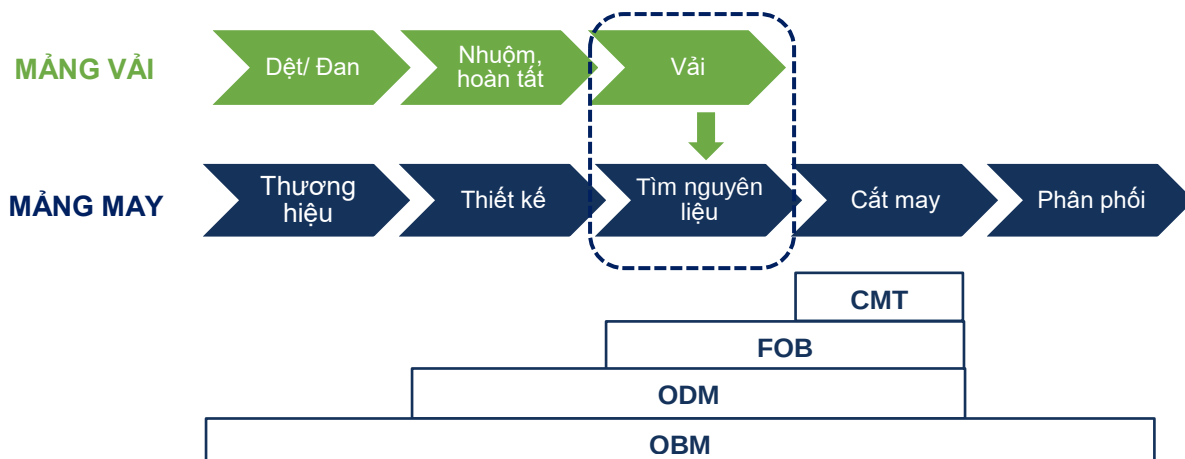
Phụ lục 3: Các doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc tiêu biểu năm 2019 (Triệu USD) [\(Trở về nội dung chính\)](#)

STT	Doanh nghiệp	Giá trị	STT	Doanh nghiệp	Giá trị
1	TNHH May Tinh Lợi	669.302	11	TNHH Hanesbrands VN Huế	212.887
2	TCT CP May Việt Tiến	554.404	12	CTCP Quốc Tế Phong Phú	212.621
3	TNHH Regina Miracle International	455.591	13	CTCP May 10	209.748
4	TNHH Worldon (VN)	415.123	14	TNHH Crystal Martin (VN)	209.483
5	TNHH Gain Lucky (VN)	412.474	15	TNHH Panko Vina	204.178
6	TNHH Sakurai VN	292.778	16	TNHH Fashion Garments 2	196.094
7	CTCP May Sông Hồng	254.969	17	TCT CP Dệt May Hoà Thọ	195.328
8	CTCP May Xuất Khẩu Hà Phong	251.408	18	TNHH Youngone Nam Định	193.003
9	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	245.723	19	TNHH May Mặc First Team Vn	189.289
10	CTCP Sản xuất Hàng thể thao	237.525	20	TNHH Din Sen VN	188.438

Nguồn: Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

Phụ lục 4: Các phương thức sản xuất hàng may mặc [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Các doanh nghiệp ngành may có 4 phương thức sản xuất chính là CMT, FOB, ODM và OBM. Do phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu nên đa số các doanh nghiệp may Việt Nam vẫn thực hiện theo phương thức CMT và FOB. Trong đó, 65% các doanh nghiệp thực hiện CMT, 30% số doanh nghiệp may FOB.



Phương thức CMT (nhận nguyên liệu từ bên đặt hàng, cắt may và xuất khẩu thành phẩm): CMT là phương thức có giá trị gia tăng thấp nhất, lợi nhuận thu về là phí gia công, trong bối cảnh Việt Nam đang dần mất lợi thế nhân công giá rẻ thì biên lợi nhuận mà doanh nghiệp thu về sẽ ngày càng hẹp lại. Việc chuyển đổi sang các phương thức sản xuất cao hơn đang là xu hướng phát triển của ngành.

Phương thức FOB (mua nguyên liệu, thực hiện cắt may và xuất khẩu thành phẩm): Phương thức FOB mang lại giá trị gia tăng cao hơn CMT vì ngoài phí gia công như CMT, doanh nghiệp còn có thể nhận được lợi nhuận từ việc bỏ chi phí ra để mua nguyên liệu. Các doanh nghiệp đầu ngành như May Thành Công (TCM), May Sông Hồng (MSH), Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) đều đã chuyển sang sản xuất chủ yếu theo FOB.

Phương thức ODM: Một số doanh nghiệp khác như May Việt Tiến (VGG), May 10 (M10), May Nhà Bè (MNB),... ngoài sản xuất để xuất khẩu, cũng có một phần nhỏ sản xuất để bán lẻ ở thị trường nội địa với thương hiệu riêng (phương thức OBM). Các nhà sản xuất tại các nền kinh tế đang phát triển tham gia vào phương thức OBM chủ yếu phân phối sản phẩm tại thị trường nội địa và thị trường các quốc gia lân cận.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 342 cổ phiếu TNG, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 3 773 7070/271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888