

CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG)

Dự địa tăng giá chưa hấp dẫn khi đã qua giai đoạn tăng trưởng cao

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP), chúng tôi thực hiện định giá lần đầu cho cổ phiếu TNG. Chúng tôi cho rằng, giá cổ phiếu hiện nay đã phản ánh tương đối đầy đủ triển vọng tăng trưởng dài hạn của Công ty. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho TNG là **26.700 VND/cổ phiếu**, tương đương P/E dự phóng năm 2024 là 9,8 lần. Cùng với cổ tức tiền mặt dự kiến 800 VND trong một năm tới, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 9%, dựa trên giá đóng cửa ngày 02/12/2024.

• Hoạt động gia công hàng may mặc dự phóng giảm tốc trong bối cảnh ngành đã bão hòa

- Dự phóng doanh thu của TNG sẽ đạt 7.650 tỷ đồng (+8% YoY) vào năm 2024 và 8.800 tỷ đồng vào năm 2028, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 4%. Động lực tăng trưởng đến chủ yếu từ thị trường Châu Âu khi có thêm đơn hàng từ Decathlon.
- Biên gộp cải thiện từ mức 13,8% của năm 2023 lên 15,2% trong năm 2024 và đạt 15,6% tại năm 2028. Hai yếu tố giúp biên gộp mở rộng là (1) gia tăng đơn hàng giúp tối ưu chi phí sản xuất, và (2) gia tăng tỷ trọng hàng của Decathlon vốn có biên gộp khoảng 18%, cao hơn so với các khách hàng khác của TNG.
- Biên ròng của TNG có xu hướng cải thiện nhẹ trong giai đoạn dự phóng, đạt 4,0% vào năm 2024 và đạt 5,4% vào năm 2028 ([xem thêm tại trang 5](#)).
- Dự phóng LNST năm 2024 đạt 305 tỷ đồng (+2% YoY) và đạt 473 tỷ đồng vào năm 2028, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép 9%. EPS cho năm 2024 là 2.488 đồng.

• Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 còn nhiều dự địa cho thuê

- CCN Sơn Cẩm 1 là dự án của TNG nhằm thu hút các doanh nghiệp sản xuất phụ trợ dệt may về đầu tư tại Thái Nguyên. Chúng tôi giả định 47 ha có thể cho thuê còn lại sẽ được lấp đầy trong vòng 10 năm tới và giá cho thuê là 100 USD/m² với giá cho thuê tăng trưởng 1%/năm.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Cạnh tranh cao khiến TNG không duy trì được biên lợi nhuận như dự phóng của chúng tôi.
- Khách hàng TCP đang trong giai đoạn tái cơ cấu, hoạt động kinh doanh giảm sút nên tiềm ẩn rủi ro phải trích lập dự phóng nợ khó đòi. Điều này có thể ảnh hưởng tới lợi nhuận của TNG.
- Cơ cấu vốn với 75% là nợ vay (cao nhất trong các công ty dệt may nội địa) sẽ khiến Công ty dễ gặp rủi ro thanh khoản trong điều kiện kinh doanh không thuận lợi.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	5.444	6.772	7.095	7.649	8.005	8.373
Tăng trưởng (%)	21,5	24,4	4,8	7,8	4,6	4,6
EBITDA	555	722	694	832	869	903
LNST	267	407	300	305	325	367
Tăng trưởng (%)	59,4	52,3	-26,3	1,8	6,4	13,2
Biên ròng (%)	4,9	6,0	4,2	4,0	4,1	4,4
ROA (%)	6,1	7,7	5,7	5,0	5,2	5,8
ROE (%)	18,3	24,6	16,2	14,6	13,9	14,0
EPS cơ bản (VND)	2.880	3.868	2.640	2.488	2.647	2.996
GTSS (VND)	15.774	15.705	16.339	16.993	19.031	21.381
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	800	800	800	800	800
P/E (x)	11,7	9,7	7,8	10,2	9,6	8,5
P/BV (x)	1,7	1,7	1,2	1,5	1,3	1,2

Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 02/12/2024.

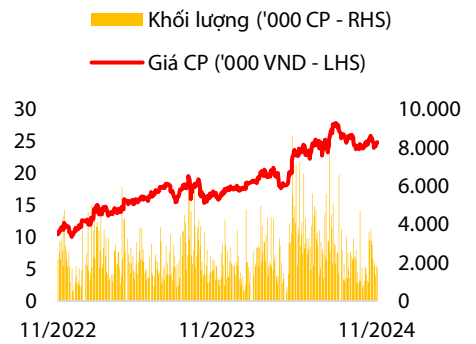
TÍCH LŨY

+9%

Giá thị trường (VND)	25.200
Giá mục tiêu (VND)	26.700
Cổ tức tiền mặt trong vòng 12 tháng	800 VND

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.089,6
SLCPDLH (triệu cp)	122,6
Beta	1,1
Free Float (%)	65
Giá cao nhất 52 tuần	27.800
Giá thấp nhất 52 tuần	15.800
KLGD bình quân 20 phiên	1.995



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
TNG	-3,4	57,4	120,7
VN30 Index	-0,7	20,0	19,7
VN-Index	-1,9	13,5	15,9

Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Văn Thời	18,53
Nguyễn Đức Mạnh	8,01
Trần Cảnh Thông	6,26
Fides	6,11
Khác	61,09
Gới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	31,69

Quản Cao

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ
ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF ĐỐI VỚI MẢNG DỆT MAY

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2024	10,4%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	5.742
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,8%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	61
Lãi suất phi rủi ro	2,8%	- Nợ vay	2.988
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	2.816
Beta	1,5	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	123
Exit EV/EBITDA	6,0x	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	22.968

Bảng 1: Độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu MẢNG DỆT MAY trên mỗi Cổ phiếu (VND)

		Exit EV/EBITDA				
		4	5	6	7	8
WACC	8,4%	15.197	20.663	26.129	31.595	37.062
	9,4%	13.983	19.243	24.502	29.761	35.020
	10,4%	12.823	17.885	22.946	28.008	33.069
	11,4%	11.712	16.585	21.459	26.332	31.205
	12,4%	10.649	15.342	20.036	24.729	29.423

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP PE ĐỐI VỚI MẢNG DỆT MAY

Mã cổ phiếu	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần 2023 (triệu USD)	EBITDA 2023 (triệu USD)	Biên góp (%)	Biên ròng (%)	P/E 2023 (lần)	EV/EBITDA 2023 (lần)
VGG VN Equity	Việt Nam	65	361	11	9,5	2,2	10,3	4,7
VGT VN Equity	Việt Nam	241	691	31	7,5	1,0	40,5	16,0
HTG VN Equity	Việt Nam	46	197	13	9,2	3,7	7,0	5,2
TCM VN Equity	Việt Nam	155	140	14	15,0	4,0	33,6	10,8
M10 VN Equity	Việt Nam	26	174	8	10,5	2,5	6,9	4,5
MGG VN Equity	Việt Nam	14	74	1	12,1	1,3	18,0	12,6
MSH VN Equity	Việt Nam	112	191	13	12,4	5,4	11,1	7,1
002687 CH Equity	Trung Quốc	375	211	41	49,9	13,6	13,0	6,8
PBRX IJ Equity	Indonesia	70	582	45	11,2	-0,2	24,1	7,9
Trung vị 5 năm của ngành dệt may (2018-2023)							9,4	7,4

Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu MẢNG DỆT MAY trên mỗi Cổ phiếu (VND)

			P/E				
			7,4x	8,4x	9,4x	10,4x	11,4x
EPS (VND)	2024	2.663	19.780	22.443	25.106	27.769	30.431
	2025	2.836	21.066	23.902	26.738	29.574	32.410

Nguồn: Fiinx, Bloomberg, CTCK Rông Việt

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF ĐỐI VỚI MẢNG CHO THUÊ CỤM CÔNG NGHIỆP

Tóm tắt định giá	
Thời gian dự phóng DCF	10 năm
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	450
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	123
Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	3.667

Nguồn: CTCK Rông Việt

Trong ngắn hạn và dài hạn 5 năm, chúng tôi cho rằng thị giá hiện tại của TNG đã phản ánh tương đối đầy đủ tiềm năng mà doanh nghiệp có thể thực hiện. Dựa trên phương pháp tổng các thành phần (SoTP), giá trị hợp lý của TNG là **26.700 đồng/cổ phiếu**, tương đương P/E 2024 dự phóng là 9,8 lần. Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình đối với cổ phiếu này.

Bảng 3: Tổng hợp định giá

Lĩnh vực kinh doanh	Phương pháp định giá	Giá trị vốn chủ sở hữu
Dệt may	FCFF	2.816
Bất động sản công nghiệp	FCFF	450
Tổng (Tỷ đồng)		3.265
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		123
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)		26.700

Nguồn: CTCK Rồng Việt

MỤC LỤC	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28	Trang 4
B. PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28	Trang 10
C. PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC DỆT MAY	Trang 11
D. PHỤ LỤC 3 – PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Trang 13
1. Tổng quan doanh nghiệp	Trang 13
2. Hoạt động kinh doanh chính	Trang 14
E. PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG NGÀNH DỆT MAY	Trang 18
1. Nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc tại Mỹ	Trang 18
2. Nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc tại Châu Âu	Trang 19
3. Tình hình cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước	Trang 20
F. PHỤ LỤC 5 – SO SÁNH CÁC HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI	Trang 22

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28 (Quay lại Mục lục)

Doanh thu: Lĩnh vực gia công hàng may mặc xuất khẩu đóng góp 99% tổng doanh thu của TNG. Chúng tôi dự phóng doanh thu của TNG sẽ đạt 7.650 tỷ đồng (+8% YoY) vào năm 2024 và 8.800 tỷ đồng vào năm 2028, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép là 4% (hình 1). Ngoài gia công, TNG hiện đang cho thuê đất tại cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1, doanh thu lĩnh vực này đóng góp không đáng kể nhưng lại mang tới dòng tiền ổn định cho Công ty. Mặt khác, TNG sẽ tạm dừng kinh doanh lĩnh vực thời trang thương hiệu và không còn đóng góp vào kết quả kinh doanh trong giai đoạn 2024 – 2028.

Lĩnh vực gia công hàng may mặc được dự phóng theo từng thị trường với các giả định sau:

- Thị trường Mỹ:** Trong giai đoạn 2018 – 2023, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ có bước nhảy vọt với tốc độ tăng trưởng kép là 25%, đạt 3.240 tỷ đồng (+10% YoY) vào năm 2023, tương ứng chiếm tỷ trọng 46% doanh thu thuần, với khách hàng chính là The Children Place (TCP). Giống với các công ty nội địa, TNG hưởng lợi nhờ xu hướng dịch chuyển nhà sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung vào năm 2018. Qua đó, đưa Mỹ trở thành thị trường chủ lực của TNG.

Dự phóng doanh thu đạt 3.700 tỷ đồng (+13% YoY) vào năm 2024 và 4.050 tỷ đồng vào năm 2028, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép 2%. Động lực tăng trưởng từ thị trường Mỹ là nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc giúp quy mô xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang Mỹ tăng trưởng kép 0,3% trong giai đoạn dự phóng và đạt 15,5 tỷ USD vào năm 2028 ([xem thêm tại trang 18](#)). Với mức độ cạnh tranh cao trong ngành ([xem thêm tại trang 20](#)), chúng tôi duy trì thị phần của TNG trong nhóm các công ty xuất khẩu của Việt Nam qua Mỹ ở mức 1% trong giai đoạn dự phóng.

Chúng tôi lưu ý rủi ro về hoạt động kinh doanh của TCP đang gặp khó khăn dù có tín hiệu tích cực trong Q2-FY24. TCP đang tái cơ cấu chuyển từ mô hình bán lẻ truyền thống sang thương mại điện tử. Với bối cảnh hiện tại, chúng tôi cho rằng TNG sẽ duy trì đơn hàng với TCP ở mức hiện tại để hỗ trợ TCP vượt qua giai đoạn này. Một vài thông tin về kết quả hoạt động trong nửa đầu năm 2024 của TCP như phần in nghiêng bên dưới:

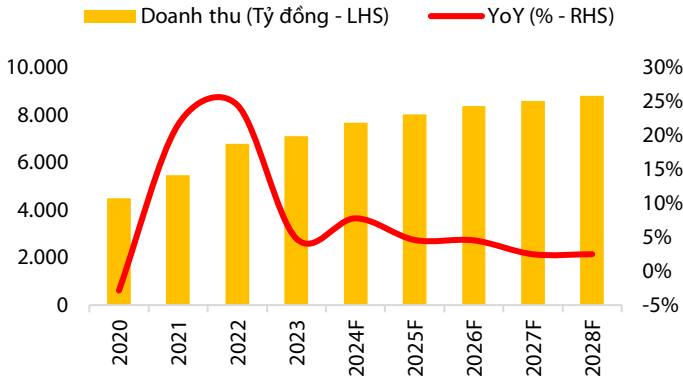
- Doanh thu và lợi nhuận suy giảm:** Lũy kế 2Q2024 (kỳ báo cáo từ tháng 01/02/2024 – 31/01/2025), LNST lỗ 70 triệu USD (tăng 5,7 triệu USD so với cùng kỳ) do doanh thu giảm 12% YoY, ghi nhận chi phí lỗ không bằng tiền 28 triệu USD do giảm giá thương hiệu Gymboree. Dòng tiền CFO âm 195 triệu USD do gia tăng tích trữ hàng tồn kho.
- Khả năng sinh lời cải thiện khi tái cấu trúc:** giảm lỗ từ hoạt động kinh doanh (EBIT) về mức 50 triệu USD (cùng kỳ lỗ 67 triệu USD) do (1) biên gộp tăng 720 bps YoY nhờ tối ưu chương trình khuyến mãi và chi phí vận chuyển, và (2) chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần giảm 120 bps YoY nhờ giảm số lượng của hàng. Tình hình kinh doanh của TCP sẽ được chúng tôi theo dõi và cập nhật khi có biến động bất thường.

- Thị trường Châu Âu:** Trong giai đoạn 2018 – 2023, doanh thu xuất khẩu sang Châu Âu tăng trưởng kép là 8%, đạt 2.650 tỷ đồng (-3% YoY) vào năm 2023, tương ứng chiếm tỷ trọng 38% doanh thu thuần, với khách hàng chính là Decathlon. Tốc độ tăng trưởng doanh thu từ châu Âu của TNG có diễn biến khá tương đồng với Decathlon khi hãng thời trang này cũng đạt CAGR 7% trong giai đoạn 2018 - 2023 ([xem thêm tại trang 10](#)).

Dự phóng doanh thu đạt 2.975 tỷ đồng (+11% YoY) vào năm 2024 và 3.560 tỷ đồng vào năm 2028, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép 5%. Chúng tôi dự phóng quy mô xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang Châu Âu duy trì ở mức 4,2 tỷ USD ([xem thêm tại trang 19](#)). Động lực tăng trưởng từ thị trường này đến từ việc TNG gia tăng thị phần trong nhóm các công ty xuất khẩu của Việt Nam từ mức 2,7% của năm 2023 lên 3,2% vào năm 2028 dựa trên kỳ vọng TNG sẽ nhận thêm đơn hàng của Decathlon dịch chuyển từ Trung Quốc sang để tối ưu chi phí sản xuất. Trong tháng 08/2024, TNG đã thành lập trung tâm thiết kế sản phẩm để phục vụ khách hàng này. Trước đây, trung tâm phát triển mẫu của Decathlon được đặt tại Vũ Hán. Sự hợp tác này sẽ tối ưu thời gian sản xuất từ khâu thiết kế đến lúc đưa sản phẩm ra mắt thị trường.

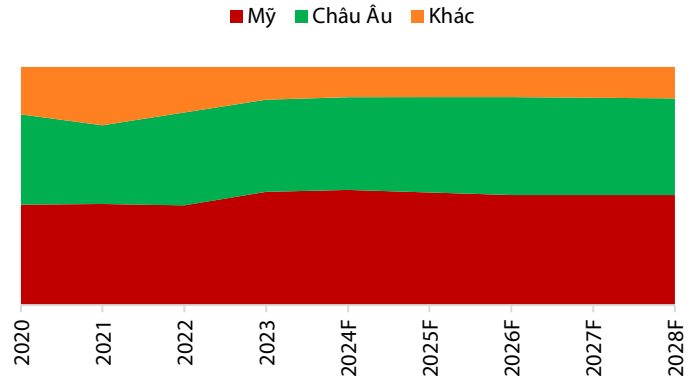
- Thị trường xuất khẩu khác**, gồm có Canada, các quốc gia Châu Á và Châu Phi. Trong giai đoạn 2018 – 2023, ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép 7%, đạt 930 tỷ đồng (-31% YoY) vào năm 2023, tương ứng với tỷ trọng 13% doanh thu thuần. Năm 2023, doanh thu tăng trưởng âm bởi bối cảnh lạm phát leo cao trên toàn cầu. Dự phóng doanh thu cho năm 2024 là 973 tỷ đồng (+5% YoY) khi nhu cầu tiêu dùng hồi phục từ mức nền thấp và đạt 1.168 tỷ đồng vào năm 2028, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép 5%. Thị trường này được chúng tôi dự phóng theo tốc độ tăng trưởng GDP đối với nước đang phát triển là 4 – 5%.

Hình 1: Doanh thu của TNG



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



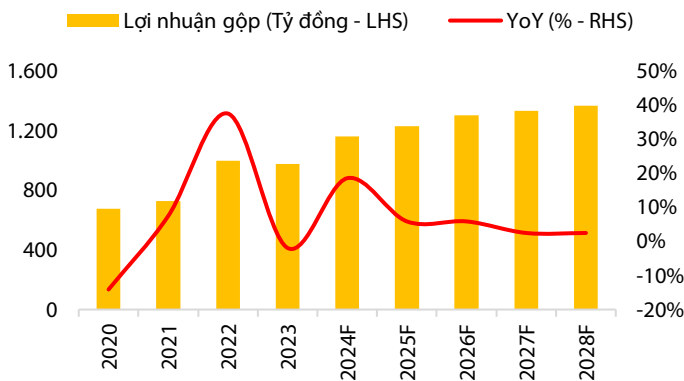
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Cho thuê đất tại CCN Sơn Cẩm 1: TNG đang cho công ty liên kết TNG Land thuê 2 ha với đơn giá là 100 USD/m² và đã ghi nhận 66 tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện. Chúng tôi giả định quỹ đất còn lại 47 ha ([xem thêm tại trang 17](#)) sẽ được lấp đầy trong 10 năm, từ 2025 – 2034 và giá cho thuê tăng trưởng trung bình 1%/năm, lên mức 110 USD/m² vào năm 2034.

Biên lợi nhuận gộp: Chúng tôi dự phóng biên gộp của TNG sẽ cải thiện từ mức 13,8% của năm 2023 lên 15,2% trong năm 2024 và đạt 15,6% tại năm 2028 (hình 4). Mặc dù, ngành dệt may có mức độ cạnh tranh cao, đặc biệt là về giá nhưng chúng tôi kỳ vọng TNG có thể mở rộng biên gộp nhờ (1) đơn hàng dồi dào giúp tối ưu chi phí sản xuất, giúp Công ty có khả năng ưu tiên những đơn hàng có giá trị cao, (2) gia tăng tỷ trọng hàng của Decathlon vốn có biên gộp khoảng 18%, cao hơn so với các khách hàng khác của TNG ([xem thêm tại trang 10](#)).

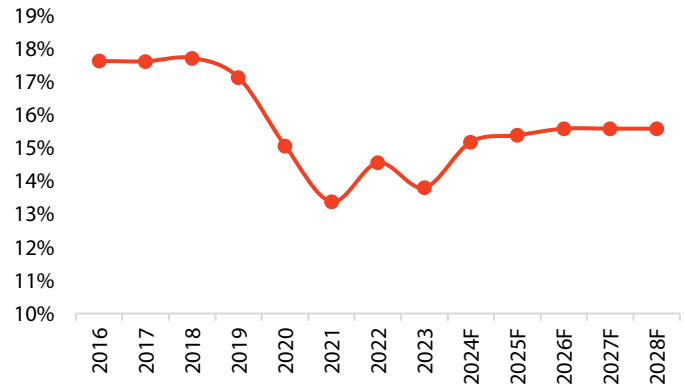
Dựa theo diễn biến quá khứ, chúng tôi kỳ vọng biên gộp cải thiện khi đơn hàng nhiều hơn trong giai đoạn dự phóng. Theo đó, thời điểm dịch COVID-19, bối cảnh chung của ngành dệt may là phải giảm giá gia công để có được đơn hàng, đồng thời sản xuất nhóm đồ bảo hộ có biên gộp thấp (khoảng 4%) dẫn đến biên gộp của TNG giảm từ 17,1% của năm 2019 về mức thấp nhất là 13,4% vào năm 2021. Năm 2022, biên gộp có cải thiện lên mức 14,6% (+120 bps YoY) nhờ đơn hàng dồi dào khi khách hàng gia tăng tích trữ hàng tồn kho. Năm 2023, nhu cầu tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi lạm phát trên toàn cầu, biên gộp của TNG bị thu hẹp về mức 13,8% (-80 bps YoY).

Hình 3: Lợi nhuận gộp của TNG



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhẹ khi gia tăng tỷ trọng hàng sản xuất cho Decathlon (%)



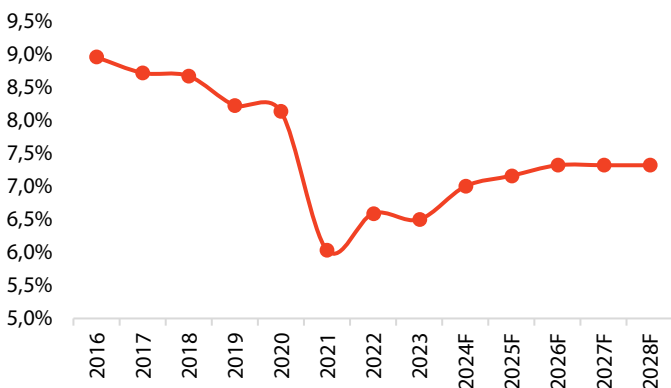
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN): Năm 2021, do ảnh hưởng của dịch COVID-19, TNG đã đóng các cửa hàng bán thời trang thương hiệu TNG, qua đó giảm chi phí thuê ngoài của công ty. Từ giai đoạn 2020 – 2023, chi phí BH&QLDN chiếm tỷ trọng trung bình 6,4% trên tổng doanh thu (hình 5). Chúng tôi nhận thấy mối tương quan dương giữa chi phí BH&QLDN và tỷ trọng doanh thu của Decathlon. Điều này xuất phát từ yêu cầu kiểm soát và kiểm tra chất lượng thành phẩm của Decathlon cao hơn so với các đối tác khác. Do đó, biên lợi nhuận gộp được mở rộng nhờ gia tăng tỷ trọng doanh thu của Decathlon sẽ đánh đổi với chi phí quản lý tăng thêm một tỷ lệ tương ứng. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu thuần sẽ tăng lên 7% vào năm 2024 và đạt 7,3% tại năm 2028.

Biên lợi nhuận ròng: Dự phóng biên ròng của TNG có xu hướng cải thiện nhẹ, đạt 4,0% (-23 bps YoY) vào năm 2024 và đạt 5,4% vào năm 2028 (hình 6). Điều này đến từ (1) biên gộp mở rộng nhiều hơn so với chi phí BH&QLDN như đã nêu phía trên, và (2) Chi phí lãi vay giảm dần do giảm nợ vay dài hạn (hình 8). [\(Quay lại trang 1\)](#)

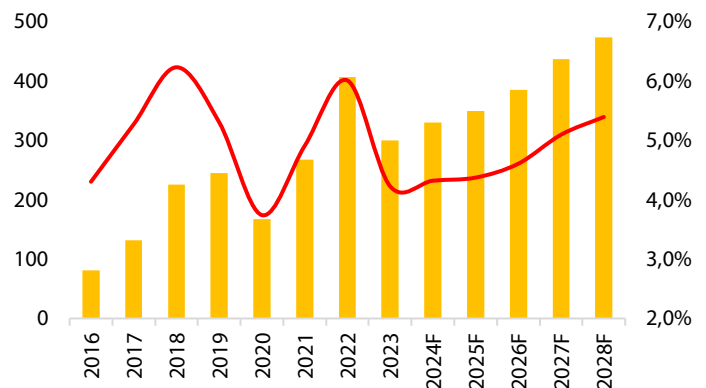
Dự phóng LNST năm 2024 đạt 305 tỷ đồng (+2% YoY) và đạt 473 tỷ đồng vào năm 2028, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép 9%.

Hình 5: Chi phí bán hàng và quản lý/Doanh thu thuần (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Lợi nhuận sau thuế và lợi nhuận ròng của TNG (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động: TNG có cùng tính chất đặc trưng với các doanh nghiệp trong ngành dệt may là **thâm dụng vốn lưu động**. Cụ thể, TNG luôn cần một lượng tiền lớn để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh, bao gồm việc thanh toán các khoản nợ ngắn hạn, chi phí sản xuất, và đảm bảo đủ hàng tồn kho. Ngoài ra, các công ty dệt may luôn bị chiếm dụng vốn bởi khách hàng nhưng phải thanh toán sớm cho nhà cung cấp bởi năng lực đàm phán yếu [\(tham khảo Nhật ký chuyên viên - Lợi nhuận của ngành gập rào cản trong bối cảnh cạnh tranh\)](#)

cao). So với trước dịch COVID-19, vòng quay vốn lưu động của TNG đã được tối ưu hơn rất nhiều nhờ chính sách tín dụng chặt chẽ từ thanh toán trả chậm sang bảo lãnh thanh toán, đồng thời áp dụng công nghệ trong sản xuất và quản lý tồn kho. Dự phóng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của TNG trong khoảng 80 – 85 ngày (trung bình ngành là 70 – 100 ngày) trong giai đoạn 2024 – 2028 dựa trên các giả định sau:

- **Số ngày tồn kho** là 62 ngày trong năm 2023, giảm đáng kể so với mức 81 ngày của năm 2022 do giảm tồn kho thành phẩm và nguyên vật liệu khi nhu cầu tiêu dùng yếu khiến các nhãn hàng tập trung giảm hàng tồn kho. Dự phóng giai đoạn 2024 – 2028, số ngày tồn kho tăng trở về mức là 70 – 75 ngày (hình 7), tương đương với mức trung vị của ngành bởi (1) để có thêm đơn hàng thì TNG phải tích trữ thêm nguyên liệu sản xuất, và (2) các nhãn hàng đã kinh nghiệm hơn trong việc quản lý tồn kho nên không có sự biến động mạnh trong việc nhập hàng.
- **Số ngày phải thu** là 40 ngày trong năm 2023, tăng 10 ngày so với năm 2022. Dư nợ của khách hàng lớn là TCP chiếm tỷ trọng lên tới 20% tổng phải thu của TNG. Do tình hình kinh doanh của TCP đang gặp khó khăn đã nêu bên trên, chúng tôi cho rằng TNG sẽ nới lỏng chính sách bán hàng hơn để hỗ trợ TCP và duy trì được đơn hàng từ khách hàng này. Dự phóng số ngày phải thu của TNG là 45 ngày trong giai đoạn 2024 – 2028 (hình 7).
- **Số ngày phải trả** là 29 ngày trong năm 2023, giảm mạnh so với năm 2022 là 42 ngày. Trong giai đoạn trước COVID-19, số ngày phải trả cho nhà cung cấp khoảng 30 ngày, tương đương mức trung bình của các doanh nghiệp dệt may nội địa. Tuy nhiên, giai đoạn 2020 – 2022, khi chuỗi cung ứng trì trệ, TNG thể hiện được khả năng đàm phán với nhà cung cấp khi kéo dài được thời gian thanh toán do TNG cũng bị khách hàng chiếm dụng vốn (hình 7). Do đó, chúng tôi dự phóng số ngày trả nợ cho nhà cung cấp của TNG là 35 ngày (cao hơn 5 ngày so với trung bình quá khứ) bởi TNG bị chiếm dụng vốn bởi khách hàng TCP.

Đầu tư TSCĐ: Với mô hình sản xuất và kinh doanh bất động sản, TNG có nhu cầu cao về đầu tư TSCĐ (bao gồm đầu tư nhà máy mới và thay thế/nâng cấp máy móc thiết bị).

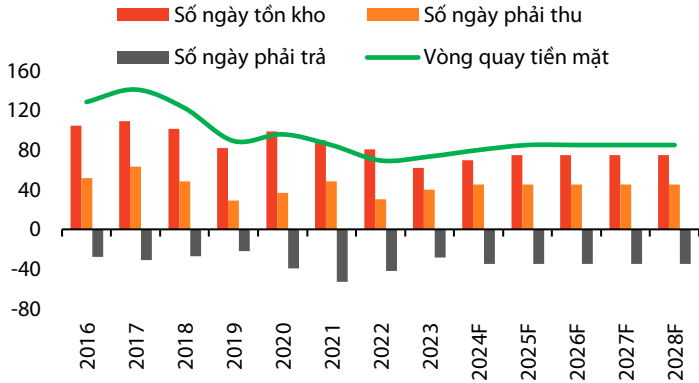
Trong giai đoạn 2018 – 2023, TNG đã đầu tư 2.800 tỷ đồng để xây dựng nhà máy và phát triển các dự án bất động sản (bao gồm Phú Lương, Sông Công, Võ Nai, Đồng Hỷ, Việt Thái, Việt Đức, tòa nhà TNG Village, CCN Sơn Cẩm 1) và trung bình 70 – 80 tỷ đồng cho mục đích thay thế/ nâng cấp máy móc thiết bị (chiếm tỷ trọng khoảng 1% doanh thu).

Trong giai đoạn 2024 – 2028, chúng tôi dự phóng TNG sẽ đầu tư thêm khoảng 300 tỷ đồng để hoàn thiện CCN Sơn Cẩm 1 (đã được phản ánh vào định giá của mảng cho thuê khu công nghiệp) và duy trì tỷ lệ 1% doanh thu dành cho thay thế/nâng cấp máy móc thiết bị.

Nợ vay: chiếm tỷ lệ 1,5 lần so với VCSH, TNG có cơ cấu nợ vay cao nhất so với các công ty dệt may nội địa. Trong đó, nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng 60% do đặc thù thâm dụng vốn lưu động. Mặt khác, nợ vay dài hạn cũng tăng nhanh kể từ năm 2020 do TNG đầu tư nhà máy mới và CCN Sơn Cẩm 1 đã nêu bên trên. Tỷ lệ bao phủ lãi vay (EBITDA/chi phí lãi vay) và chỉ số thanh toán nhanh (Quick liquidity ratio) lần lượt là 3,6 lần và 0,4 lần trong năm 2023, là mức thấp so với các công ty trong ngành (Phụ lục 2). Điều này hàm ý, TNG có thể gặp phải khó khăn để thanh toán các khoản nợ nếu điều kiện kinh doanh không thuận lợi.

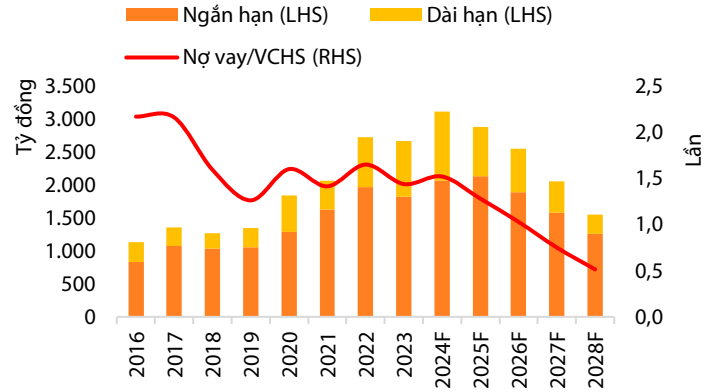
Trong giai đoạn 2024 – 2028, dự phóng nợ vay ngắn hạn vẫn duy trì ở mức cao khoảng 1.500 – 2.000 tỷ đồng, còn nợ vay dài hạn sẽ giảm dần theo kế ước của từng khoản vay. Qua đó, tỷ lệ nợ vay/VCSH được cải thiện dần sẽ làm giảm thiểu rủi ro trong cơ cấu cấu vốn của TNG.

Hình 7: Dự phóng chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của TNG (ngày)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

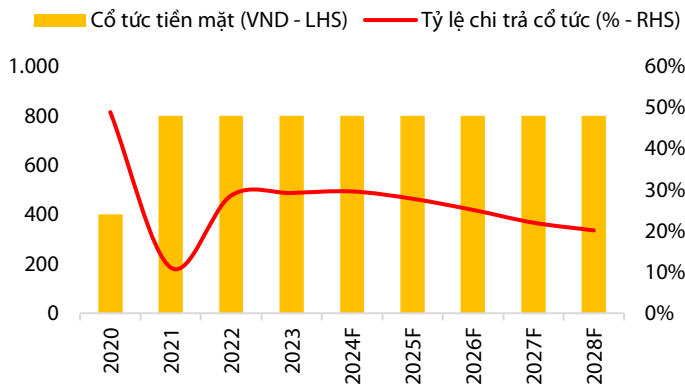
Hình 8: Dự phóng tổng nợ vay của TNG



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

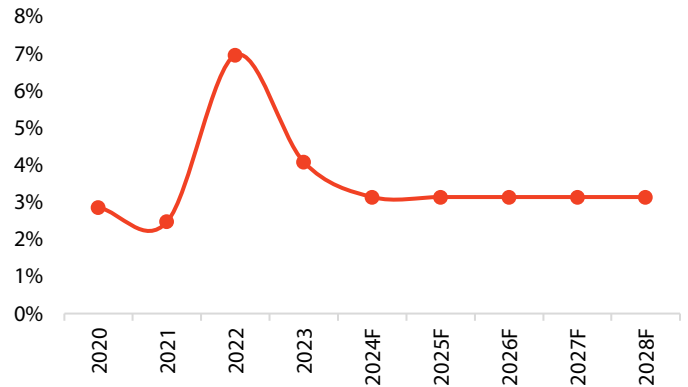
Chính sách cổ tức tiền mặt: TNG thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt hàng năm (800 đồng/cổ phiếu), tương đương với lợi suất cổ tức khoảng 3-4%/năm, thấp hơn so với lãi suất tiền gửi kỳ hạn một năm tại ngân hàng Vietcombank (4,6%/năm), do đó TNG không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 9: Chúng tôi giả định TNG sẽ duy trì mức cổ tức tiền mặt hàng năm 800 VND/cổ phiếu



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Lợi suất cổ tức của TNG (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của TNG

BÁO CÁO THU NHẬP	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	4.480	5.444	6.772	7.095	7.649	8.005	8.373	8.587	8.807
Giá vốn hàng bán	3.804	4.717	5.773	6.115	6.492	6.777	7.071	7.251	7.436
Lợi nhuận gộp	676	727	999	980	1.156	1.228	1.302	1.336	1.371
Chi phí bán hàng và quản lý	364	328	446	461	535	573	613	628	644
Các chi phí tài chính khác	29	10	28	51	31	31	35	40	42
EBITDA	435	555	722	694	832	869	903	920	941
Chi phí không hoạt động	18	11	18	24	26	27	28	29	30
Thu nhập không hoạt động	3	4	4	3	-	-	-	-	-
Thu nhập tài chính	34	60	121	99	18	21	21	22	22
Chi phí lãi vay	101	125	160	192	199	207	182	121	79
Thu nhập trước thuế (EBT)	200	316	473	353	390	415	468	542	599
Chi phí thuế TNDN	32	49	66	52	83	89	99	113	124
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích thiểu số	0	0	0	2	2	2	2	2	2
Lợi nhuận ròng	167	267	407	300	305	325	367	427	474
Biên ròng	3,7%	4,9%	6,0%	4,2%	4,0%	4,1%	4,4%	5,0%	5,4%
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	2.054	2.224	3.523	2.594	2.445	2.604	2.954	3.442	3.820

Nguồn: TNG, CTCK Rông Việt

Bảng 5: Bảng cân đối kế toán của TNG

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	133	14	512	284	442	391	446	439	459
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	15	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	451	719	559	775	943	986	1.031	1.057	1.084
Hàng tồn kho	1.026	1.159	1.280	1.039	1.244	1.391	1.451	1.487	1.525
Các tài sản ngắn hạn khác	92	134	256	147	224	235	245	251	258
Tài sản ngắn hạn	1.701	2.026	2.608	2.260	2.853	3.003	3.173	3.234	3.326
Tài sản cố định ròng	1.724	2.181	2.507	2.630	2.764	2.761	2.661	2.500	2.333
Đầu tư tại các công ty liên kết	-	-	-	-	141	141	141	141	141
Tài sản vô hình	27	24	21	162	153	144	136	127	118
Tài sản dài hạn khác	103	136	156	178	192	201	210	216	221
Tài sản dài hạn	1.854	2.342	2.684	2.971	3.250	3.247	3.148	2.983	2.813
Tổng tài sản	3.555	4.367	5.292	5.230	6.103	6.250	6.321	6.217	6.138
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	1.282	1.622	1.961	1.819	2.028	2.054	1.744	1.349	924
Các khoản phải trả	410	684	658	477	622	649	677	694	711
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	144	141	305	249	261	283	311	305	313
Nợ phải trả ngắn hạn	1.836	2.447	2.925	2.545	2.911	2.985	2.732	2.348	1.948
Nợ phải trả dài hạn	551	443	758	854	1.108	932	968	904	840
Tổng nợ phải trả	2.408	2.905	3.641	3.166	4.019	3.917	3.700	3.252	2.788
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	2	4	5	7	9
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phiếu phổ thông	740	927	1.051	1.135	1.226	1.226	1.226	1.226	1.226
Lợi nhuận giữ lại	124	232	251	173	311	560	849	1.192	1.577
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	284	303	349	547	547	547	547	547	547
Vốn chủ sở hữu	1.148	1.462	1.651	1.855	2.083	2.333	2.621	2.965	3.350
Tổng nguồn vốn	3.556	4.367	5.292	5.021	6.103	6.250	6.321	6.217	6.138

Nguồn: TNG, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28
Bảng 6: Doanh thu dự phóng theo mảng kinh doanh (tỷ đồng) (Quay lại Mục lục)

DOANH THU (TỶ ĐỒNG)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Mảng may mặc	4.396	5.381	6.702	7.018	7.645	7.995	8.355	8.562	8.775
Tăng trưởng YoY	0%	22%	25%	5%	8,9%	4,6%	4,5%	2,5%	2,5%
Tỷ trọng	98,1%	98,8%	99,0%	98,9%	100,0%	99,9%	99,9%	99,9%	99,8%
Thời trang TNG	69	33	49	57	-	-	-	-	-
Tăng trưởng YoY	-57%	-51%	46%	15%	-100%				
Tỷ trọng	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Bất động sản	15	32	20	20	2	5	9	12	16
Tăng trưởng YoY	-63,3%	109,1%	-38,6%	2,7%	-91,9%	208,3%	70,2%	42,9%	31,2%
Tỷ trọng	0,3%	0,6%	0,3%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Tổng cộng	4.480	5.446	6.771	7.095	7.647	8.000	8.364	8.574	8.791
Tăng trưởng YoY	-3,0%	21,6%	24,3%	4,8%	7,8%	4,6%	4,6%	2,5%	2,5%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Khả năng sinh lời

ĐƠN VỊ: TỶ ĐỒNG	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận gộp	676	727	999	980	1.156	1.227	1.300	1.334	1.368
Biên lợi nhuận gộp	15,1%	13,3%	14,8%	13,8%	15,1%	15,3%	15,5%	15,6%	15,6%
Tăng trưởng YoY	-14,1%	7,5%	37,6%	-1,9%	18,6%	5,9%	5,9%	2,5%	2,5%
Chi phí BH&QLDN	364	328	446	461	535	573	612	627	643
Chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần	8,1%	6,0%	6,6%	6,5%	7,0%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%
Tăng trưởng YoY	-9,9%	35,9%	3,3%	16,1%	7,0%	6,8%	2,5%	2,5%	-9,9%
EBIT	282	388	525	468	596	628	656	669	684
Biên EBIT	6,3%	7,1%	7,7%	6,6%	7,8%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%
Tăng trưởng YoY	37,4%	35,3%	-10,8%	27,5%	5,2%	4,6%	1,9%	2,3%	37,4%
LNST	167	267	407	300	305	324	367	427	473
Biên lợi nhuận ròng	3,7%	4,9%	6,0%	4,2%	4,0%	4,1%	4,4%	5,0%	5,4%
Tăng trưởng YoY	-31%	59,4%	52,3%	-26,3%	1,8%	6,3%	13,1%	16,3%	10,8%

Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Chỉ số hoạt động dự phóng

VỐN LƯU ĐỘNG	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày phải thu	36,8	48,2	30,1	39,9	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Số ngày tồn kho	98,4	89,7	80,9	62,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Số ngày phải trả	39,4	52,9	41,6	28,5	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0

Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Cổ tức tiền mặt hằng năm của TNG

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	400	800	800	800	800	800	800	800	800
Tỷ lệ chi trả cổ tức	48,8%	11,1%	28,6%	29,2%	29,6%	27,8%	25,1%	22,0%	20,1%
Tỷ suất cổ tức	2,9%	2,5%	7,0%	4,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC DỆT MAY ([Quay lại Mục lục](#))

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng chín công ty chuyên sản xuất hàng dệt may có mô hình kinh doanh tương đồng với TNG làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Tổng Công ty Cổ phần May Việt Tiến (VGG VN Equity): là doanh nghiệp may mặc tại Việt Nam được thành lập từ những năm 1970. Việt Tiến chuyên sản xuất các sản phẩm may mặc như áo sơ mi, quần tây, áo khoác và đồng phục với chất lượng cao. Ngoài ra, Việt Tiến còn sở hữu các thương hiệu thời trang riêng nhằm phục vụ nhu cầu tiêu dùng nội địa, như Viettien Smart Casual, San Sciario, TT-up, và Manhattan. Việt Tiến kinh doanh tại thị trường nội địa và xuất khẩu sang các thị trường quốc tế như Mỹ, Nhật Bản, EU.

Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) (VGT VN Equity): là tập đoàn nhà nước lớn nhất trong ngành dệt may của Việt Nam. Được thành lập vào năm 1995, Vinatex sở hữu một chuỗi cung ứng khép kín, từ nguyên liệu (như sợi và vải) đến sản xuất, phân phối các sản phẩm may mặc. Vinatex sản xuất quần áo và các sản phẩm thời trang khác thông qua các công ty con, phục vụ cho thị trường nội địa và xuất khẩu. Các sản phẩm của Vinatex xuất khẩu sang các thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Tổng Công ty Cổ phần Dệt may Hòa Thọ (HTG VN Equity): là doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam được thành lập từ những năm 1960. Hòa Thọ hiện nay hoạt động như một đơn vị thành viên của Vinatex. Hòa Thọ hoạt động trong sản xuất các sản phẩm may mặc như áo sơ mi, quần âu, quần jeans, quần áo bảo hộ và các mặt hàng may mặc khác. Ngoài ra, Hòa Thọ cũng sản xuất sợi và dệt vải, giúp tạo ra chuỗi cung ứng hoàn chỉnh. Sản phẩm của Hòa Thọ được xuất khẩu sang các thị trường như Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Công ty Cổ phần Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM VN Equity): là doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam, nổi bật với chuỗi cung ứng khép kín từ sản xuất nguyên liệu đến sản phẩm may mặc hoàn chỉnh. Thành Công hoạt động đa dạng từ sản xuất sợi, dệt vải, nhuộm đến sản xuất và xuất khẩu quần áo. Các sản phẩm chính bao gồm áo thun, áo sơ mi, quần tây, và các mặt hàng dệt may khác. Các sản phẩm của Thành Công được xuất khẩu sang nhiều thị trường lớn như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc, và EU.

Tổng Công ty May 10 - Công ty Cổ phần (M10 VN Equity): là doanh nghiệp may mặc tại Việt Nam, thành lập từ năm 1946. May 10 sản xuất các sản phẩm thời trang như áo sơ mi, quần âu, veston, áo khoác, và đồng phục. Công ty có một số thương hiệu riêng phục vụ thị trường nội địa như May 10, Eternity Grusz. Công ty cũng sản xuất hàng gia công cho các thị trường quốc tế như Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc.

Tổng Công ty Đức Giang - Công ty Cổ phần (MGG VN Equity): là doanh nghiệp dệt may uy tín tại Việt Nam, với lịch sử phát triển từ năm 1990. Đức Giang chuyên sản xuất các mặt hàng thời trang như áo sơ mi, quần âu, veston, đồng phục, áo khoác, và trang phục công sở cho cả nam và nữ. Đức Giang xuất khẩu sản phẩm sang các thị trường chính như Mỹ, EU, Nhật Bản, và Hàn Quốc.

Công ty Cổ phần May Sông Hồng (MSH VN Equity): là doanh nghiệp dệt may của Việt Nam, được thành lập vào năm 1988. May Sông Hồng sản xuất nhiều loại sản phẩm dệt may, bao gồm quần áo thời trang (áo khoác, áo thun, áo sơ mi, váy, quần jeans), quần áo thể thao, đồ ngủ, đồ lót, và đặc biệt là các sản phẩm chăn ga gối đệm. Công ty xuất khẩu sản phẩm đến nhiều thị trường quốc tế lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Zhejiang Giuseppe Garment Co., Ltd. (002687 CH Equity): là một công ty dệt may tại Trung Quốc, chuyên về sản xuất và gia công các sản phẩm may mặc chất lượng cao. Công ty chuyên sản xuất các loại trang phục, bao gồm áo khoác, áo thun, áo sơ mi, quần âu, váy, và các loại trang phục công sở khác. Sản phẩm của công ty tiêu thụ trên cả thị trường nội địa Trung Quốc và quốc tế như Mỹ, Nhật Bản và EU.

PT Pan Brothers Tbk (PBRX IJ Equity): là một trong những công ty dệt may lớn nhất tại Indonesia, được thành lập vào năm 1980. PT Pan Brothers chuyên sản xuất các sản phẩm may mặc cho cả nam và nữ, bao gồm quần áo thời trang, áo sơ mi, áo thun, áo khoác, quần jeans, đồng phục, và các sản phẩm thể thao.

PT Pan Brothers chủ yếu xuất khẩu sản phẩm sang các thị trường quốc tế lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản, và các khu vực khác. Công ty đã hợp tác với nhiều thương hiệu nổi tiếng như Adidas, Nike, Levi's.

Bảng 10: Mức định giá của các công ty dệt may tại Châu Á - Mức trung bình của ngành được tính từ chín công ty nêu trên

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
Tỷ trọng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Số ngày phải thu							
Trung bình	42,9	43,4	50,4	51,6	50,0	56,3	49,5
Trung vị	41,9	38,8	50,3	46,4	43,7	49,6	45,2
Số ngày tồn kho							
Trung bình	85,0	89,3	96,9	95,0	91,6	92,5	91,7
Trung vị	76,1	83,1	88,8	78,3	76,2	78,0	79,8
Số ngày phải trả							
Trung bình	36,3	38,0	46,7	48,9	43,0	44,4	43,0
Trung vị	33,5	29,0	39,8	45,5	36,5	28,6	35,2
Biên gộp (%)							
Trung bình	16,3	16,4	17,7	17,9	16,1	15,1	16,5
Trung vị	12,0	13,2	13,3	13,4	12,1	10,7	12,3
Biên EBIT (%)							
Trung bình	6,4	6,5	6,1	6,3	6,1	4,9	6,0
Trung vị	3,9	4,2	2,3	4,5	5,4	4,0	4,1
Biên ròng (%)							
Trung bình	4,4	4,6	3,9	4,2	4,1	3,4	4,1
Trung vị	2,3	2,8	2,0	2,5	2,7	2,2	2,4
Chỉ số thanh toán nhanh							
Trung bình	0,84	0,89	0,82	0,74	1,37	1,00	0,97
Trung vị	0,60	0,68	0,77	0,72	0,66	0,86	0,72
Chỉ tiêu nợ vay/VCSH							
Trung bình	0,9	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7
Trung vị	1,0	0,7	0,5	0,8	0,6	0,6	0,7
EV/EBITDA							
Trung bình	8,5x	6,7x	7,7x	8,3x	9,6x	8,5x	8,3x
Trung vị	6,9x	6,0x	7,1x	6,5x	9,9x	7,1x	7,4x
P/E							
Trung bình	13,7x	10,1x	9,0x	11,3x	12,0x	17,7x	12,6x
Trung vị	9,6x	8,6x	8,5x	9,0x	9,3x	11,1x	9,4x
P/B							
Trung bình	1,5x	1,2x	1,3x	1,4x	1,5x	1,2x	1,4x
Trung vị	1,3x	1,2x	1,0x	1,4x	1,5x	1,2x	1,3x
P/S							
Trung bình	0,5x	0,4x	0,5x	0,6x	0,7x	0,7x	0,6x
Trung vị	0,3x	0,3x	0,2x	0,3x	0,5x	0,3x	0,3x

Nguồn: Fiinx, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

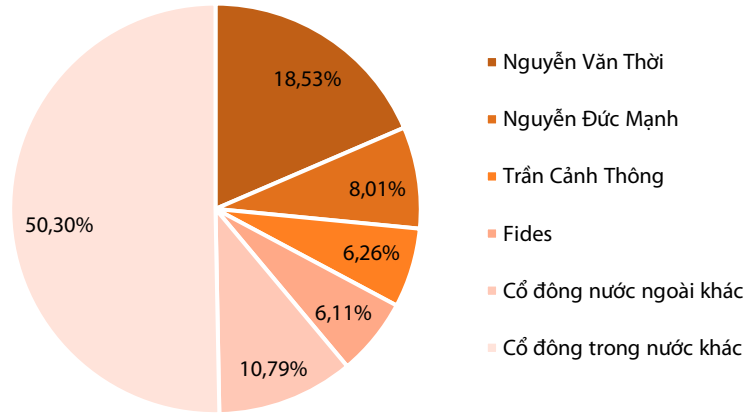
PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP (Quay lại Mục lục)

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đầu tư và thương mại TNG (HNX: TNG) tiền thân là xí nghiệp May Bắc Thái Nguyên được thành lập năm 1979. Năm 2007, được đổi tên thành CTCP Đầu tư và thương mại TNG và niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

TNG có năm cổ chủ lớn, chiếm 43,9% số cổ phiếu đang lưu hành: Nguyễn Văn Thời (Chủ tịch HĐQT) (18,5%), Nguyễn Đức Mạnh - con trai Chủ tịch HĐQT, kiêm Tổng giám đốc (8,0%), Trần Cảnh Thông (6,3%), Quỹ đầu tư Fides (Công ty quản lý tài sản đến từ Hàn Quốc) (6,0%).

Hình 11: Cơ cấu cổ đông của TNG



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Cấu trúc doanh nghiệp

TNG hiện nay đang sở hữu 48,81% tại CTCP TNG Land với số vốn góp là 140 tỷ đồng. Ông Nguyễn Văn Thời là chủ tịch HĐQT kiêm người đại diện pháp luật và Tổng giám đốc là ông Nguyễn Mạnh Linh (con trai chủ tịch HĐQT). Hiện này, công ty này đang quản lý hai dự án:

- Khởi công xây dựng dự án khu dân cư Đại Thắng với tổng mức đầu tư là 702 tỷ đồng, diện tích 11 ha. Mục đích xây dựng. Mục đích để xây dựng 100 lô shophouse 3 tầng, 32 lô biệt thự và 118 lô liền kề.
- TNG Land thuê lại 2 ha từ tập đoàn TNG để xây dựng nhà xưởng và cho thuê với giá 4 USD/m² tại CCN Sơn Cẩm 1.

Ngoài ra, hai công ty liên kết khác là CTCP đầu tư và xây dựng Bắc Thái và Công ty TNHH Golf Yên Bình TNG đang trong quá trình giải thể:

- CTCP đầu tư và xây dựng Bắc Thái đã dừng hoạt động và đang trong quá trình giải thể. TNG đã trích lập hết dự phòng giảm giá đầu tư vào công ty này, giá trị là 800 triệu đồng.
- TNG đang có cam kết góp vốn 147 tỷ đồng vào Công ty TNHH Golf Yên Bình TNG. Tính tới Q3-FY24, TNG chưa thực hiện góp vốn và công ty liên kết này đang làm thủ tục giải thể.

Bảng 11: Danh sách công ty liên kết

Công ty	Tỷ lệ quyền biểu quyết	Lĩnh vực kinh doanh	Tình trạng hoạt động
CTCP TNG Land	48,81%	Kinh doanh bất động sản	Kinh doanh lỗ
CTCP đầu tư và xây dựng Bắc Thái	48%	Xây lắp điện	Dừng hoạt động
Công ty TNHH Golf Yên Bình TNG	49%	Kinh doanh sân Golf	Đang giải thể
Công ty TNHH MTV TNG Eco Green		Kinh doanh bất động sản	Đã giải thể
Công ty TNHH TNG Fashion		Kinh doanh thời trang	Đã giải thể

Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

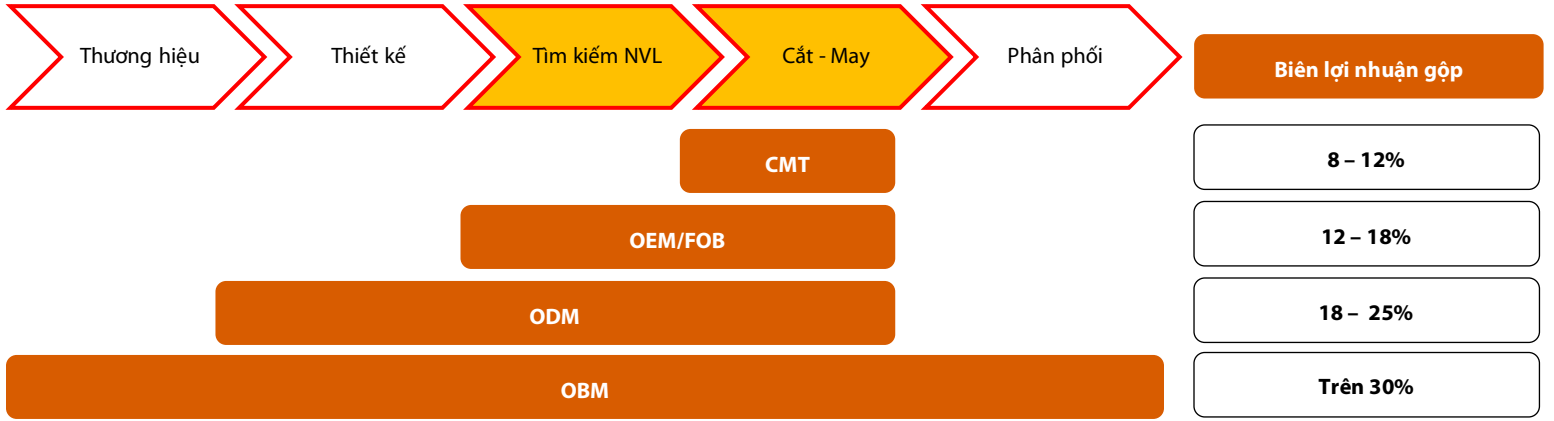
Hoạt động kinh doanh chính ([Quay lại Mục lục](#))

TNG là đơn vị may công nghiệp xuất khẩu với các sản phẩm chủ lực như áo Jacket bông, lông vũ, quần áo dán seam, quần sooc các loại, hàng trẻ em. Ngoài ra, TNG còn cung cấp các sản phẩm phụ trợ như bao bì giấy, in công nghiệp, thêu, nguyên phụ liệu và máy móc trong ngành may.

Giai đoạn 2018 – 2023, doanh thu của TNG đạt tốc độ tăng trưởng kép là 15%, trong đó hàng may mặc xuất khẩu chiếm 99% doanh thu thuần. Hai lĩnh vực là cho thuê văn phòng và thời trang TNG chiếm tỷ trọng doanh thu rất thấp, chỉ khoảng 1%. Trong đó:

- **Phương thức sản xuất:** TNG đang sản xuất theo hai phương thức là FOB cấp 1 và gia công CMT với tỷ trọng doanh thu là 86% – 14% trong 6T2024. Đối với hình thức CMT, Công ty sẽ nhận nguyên liệu từ nhãn hàng và sản xuất sau đó giao lại cho nhãn hàng. Đối với hình thức FOB cấp 1, TNG mua nguyên vật liệu theo chỉ định của nhãn hàng, sản xuất, sau đó bán lại cho nhãn hàng (hình 12). Do không phải chịu trách nhiệm tìm nguồn nguyên liệu nên biên lợi nhuận gộp đối với hai hình thức này không chênh lệch quá lớn (hình 14).
- **Theo thị trường tiêu thụ:** Mỹ và Châu Âu là hai thị trường xuất khẩu chính của TNG, với tỷ trọng doanh thu lần lượt là 46% và 38% trong năm 2023 (hình 15). Trước năm 2020, Châu Âu luôn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của TNG với khách hàng lớn là Decathlon (DCL). Giai đoạn 2020 – 2024, TNG đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ nhờ có thêm đơn hàng các từ Columbia Sportswear, The Children’s Place (TCP), The Haddad Brand qua đó đưa Mỹ trở thành đầu ra lớn nhất của TNG.
- **Các khách hàng lớn:** Trong 6T2024, Decathlon và TCP là hai khách hàng lớn nhất của TNG với tỷ trọng doanh thu lần lượt là 21,3% và 20,5% (hình 16). Trong đó:
 - **Decathlon:** TNG sản xuất trang phục thể thao theo phương thức FOB, với nhà cung cấp nguyên liệu được chỉ định là DESIPRO PTE LTD. Decathlon là một trong những hãng thời trang bán lẻ đồ thể thao lớn nhất trên thế giới, có trụ sở tại Pháp với 1.749 cửa hàng, phủ sóng trên 57 quốc gia. Không giống như các đối thủ cạnh tranh như Adidas và Nike, hai nhãn hàng này đang đầu tư ngày càng nhiều vào dòng sản phẩm “Lifestyle”, DCL tập trung vào phân khúc thị trường thể thao chuyên dụng, họ cung cấp trang phục cho hơn 86 môn thể thao trên toàn cầu. Nhờ chiến lược khác biệt mà doanh thu của DCL đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7% trong giai đoạn 2018 – 2023 giữa bối cảnh nhu cầu tiêu dùng kém do áp lực lạm phát. Do đó, TNG cũng nhận được đơn hàng từ DCL. Biên lợi nhuận gộp hàng may mặc của TNG cho đối tác DCL khoảng 18%. ([Quay lại trang 5](#))
 - **The Children’s Place:** TNG cũng cấp sản phẩm thời trang trẻ em theo hình thức FOB nhưng biên lợi nhuận gộp thấp hơn DCL, ở mức khoảng 14%. TCP là một trong những nhà bán lẻ quần áo đặc biệt dành cho trẻ em lớn nhất ở Bắc Mỹ. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của TCP gặp khó khăn và rơi vào tình trạng lãi/lỗ đan xen kể từ sau dịch COVID-19.

Hình 12: Chuỗi giá trị ngành may mặc



Nguồn: CTCK Rồng Việt

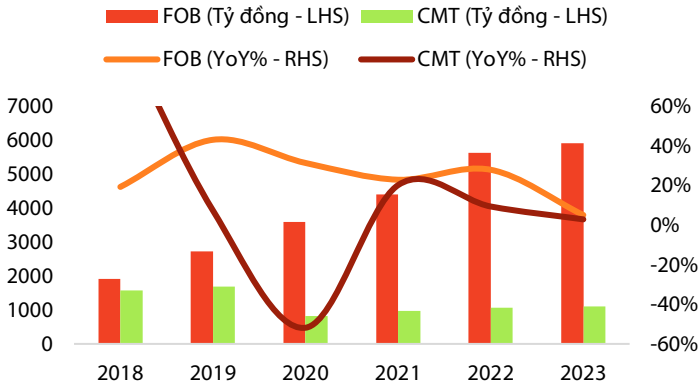
CMT (Cut, Make, Trim): Công ty may chỉ thực hiện các công đoạn cắt, may và hoàn thiện sản phẩm theo thiết kế và nguyên liệu khách hàng cung cấp.

FOB (Free on Board): Công ty may sẽ tham gia sâu hơn CMT trong quy trình sản xuất. Ngoài cắt, may và hoàn thiện sản phẩm theo thiết kế thì xưởng may có thể chủ động trong việc mua nguyên liệu. Trong đó, FOB cấp 1 là hình thức mà công ty mua nguyên vật liệu từ nhà cung cấp do bên nhân hàng chỉ định, còn đối với FOB cấp 2 là doanh nghiệp chịu trách nhiệm tìm nguồn nguyên liệu.

ODM (Original Design Manufacturer): Công ty may chủ động tạo ra những mẫu thiết kế, hoàn thiện sản phẩm và bán lại cho người mua.

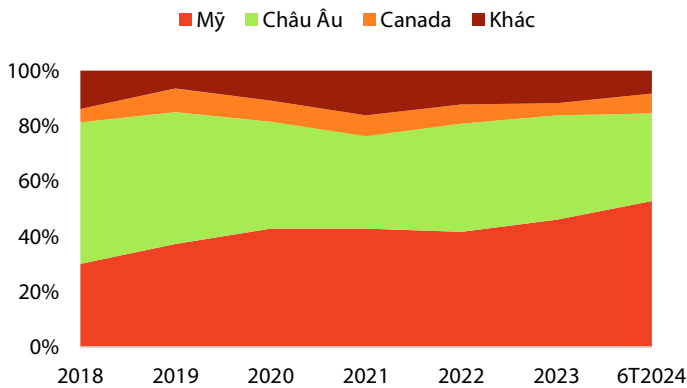
OBM (Original Brand Manufacturer): Công ty sản xuất và bán sản phẩm dưới thương hiệu của mình.

Hình 13: Cơ cấu doanh thu theo phương thức sản xuất



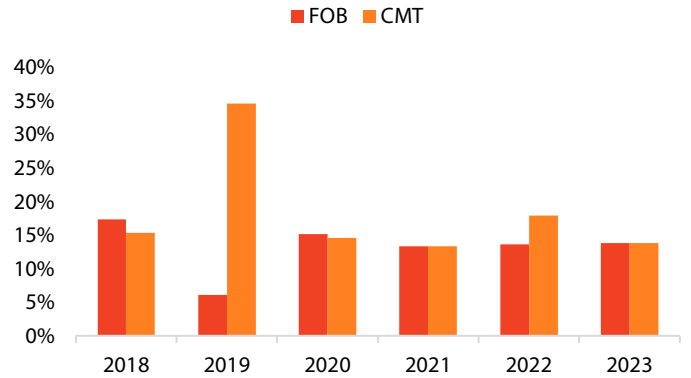
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu theo thị trường (%)



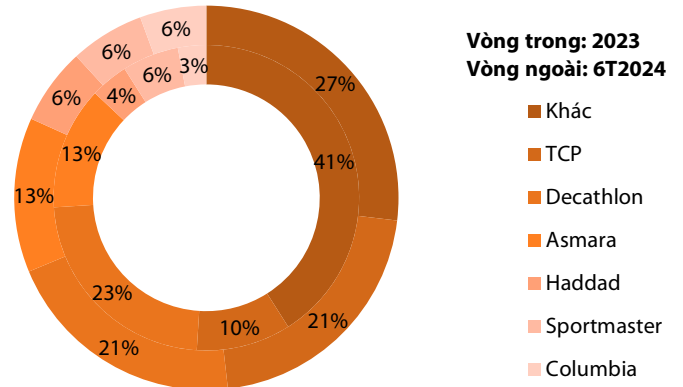
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp theo phương thức sản xuất (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Cơ cấu doanh thu theo khách hàng (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Vị thế của TNG so với các công ty khác trong nước

TNG là một trong những doanh nghiệp dệt may đầu ngành có năng lực cạnh tranh cao và sở hữu năng lực đàm phán với khách hàng khi so sánh với các công ty trong nước:

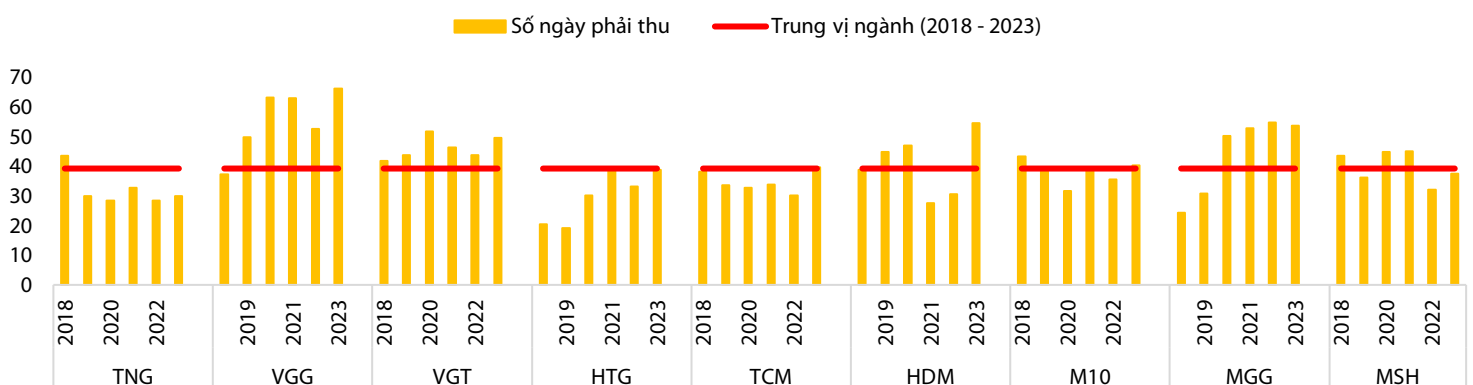
- Sở hữu 15 nhà máy may (12 chi nhánh dệt thoi và 3 chi nhánh dệt kim) với 336 chuyên may, có khả năng sản xuất được trên 56 triệu sản phẩm quần áo/năm, thuộc Top 3 công ty có năng lực sản xuất khi so sánh với các công ty dệt may đại chúng nội địa (bảng 7). Ngoài ra, nhà máy của TNG được áp dụng công nghệ tự động hóa từ khâu giá sơ đồ đến khâu trải vải, cắt, may (máy tra tay áo, tự động cắt chỉ, cố định mũi may, máy ép đường may). Hàm ý rằng, TNG có thể sản xuất được những đơn hàng lớn, đáp ứng tiêu chuẩn về chất lượng và thời gian sản xuất của nhãn hàng.
- Kể từ năm 2019, chính sách thu hồi nợ của TNG tương đối chặt chẽ, số ngày phải thu bình quân chỉ khoảng 35 ngày. Đây là mức thấp nhất khi so sánh với các công ty đại chúng khác (hình 17), và cũng ở mức thấp so với mặt bằng chung toàn ngành dệt may tại Việt Nam (từ 30 – 60 ngày). Điều này cho thấy sức mạnh trong việc đàm phán và mối quan hệ tín dụng tốt với khách hàng.
- Doanh thu xuất khẩu của TNG tăng trưởng kép (CAGR) 15% trong giai đoạn 2018 – 2023, dù cho chính sách thu nợ của TNG chặt chẽ hơn so với các công ty khác trong ngành. Năm 2023, điều kiện nhu cầu tiêu dùng suy yếu bởi tác động của lạm phát trên toàn cầu, TNG vẫn duy trì tăng trưởng +5% YoY, trong khi toàn ngành được chúng tôi ước tính tăng trưởng âm 9% YoY (hình 18). Điều này hàm ý, TNG nhận được sự tin tưởng và đơn hàng từ các đối tác.

Bảng 12: Thông tin về nhà máy của TNG và các doanh nghiệp trong nước

Công ty	Số lượng nhà máy	Số lượng chuyên may	Công suất thiết kế (triệu đvsp/năm)
VGG	20	N/A	42
VGT	N/A	1.607	410
HTG	12	N/A	31
TCM	3	N/A	22
M10	11	N/A	39
MGG	22	160	N/A
MSH	7	40	66
TNG	15	336	56

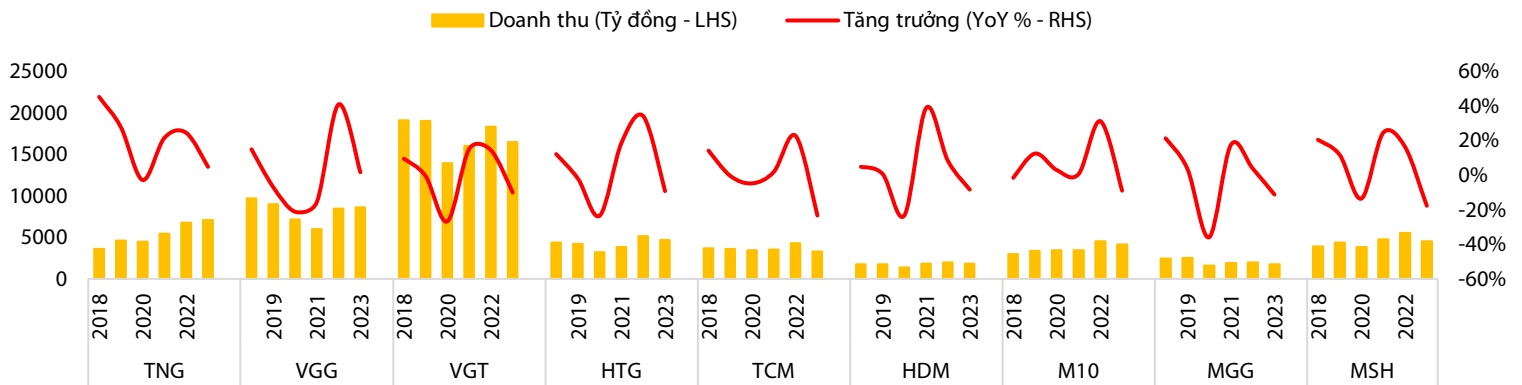
Nguồn: BCTN các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Số ngày phải thu của TNG thấp nhất so với các công ty khác trong ngành



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt, Mức trung vị không bao gồm TNG

Hình 18: Doanh thu của TNG đạt tốc độ tăng trưởng kép 15% trong giai đoạn 2018 – 2023, cao nhất so với các công ty nội địa



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Dự án cho thuê Cụm công nghiệp (CCN) Sơn Cẩm 1 (Quay lại trang 5)

CCN Sơn Cẩm 1 là dự án của TNG nhằm “lôi kéo” các doanh nghiệp sản xuất phụ trợ của ngành dệt may về đầu tư tại Thái Nguyên, với điểm nhấn nổi bật là xây dựng theo mô hình khu công nghiệp sinh thái, trong đó tiêu chí hướng đến là mô hình công nghiệp xanh, thân thiện với môi trường.

Quy mô dự án gần 70 ha, CCN được phân bổ thành hai khu vực chính: (1) TNG xây dựng nhà máy để phục vụ sản xuất và (2) phân lô cho thuê đất với cơ sở hạ tầng có sẵn. Chúng tôi ước tính tổng mức đầu tư cho toàn dự án ước tính khoảng 1.300 tỷ đồng.

- **Hoạt động đầu tư nhà máy:** Diện tích 21 ha được TNG sử dụng để xây dựng nhà máy may và nhà máy xử lý nước thải. Nhà máy Việt Đức đã đi vào hoạt động tại CCN vào tháng 04/2024 và nhà máy Việt Thái dự kiến hoàn tất di dời vào tháng 12/2024.
- **Hoạt động cho thuê đất:** Diện tích đất cho thuê là 49 ha, trong đó TNG sẽ xây dựng hạ tầng và cho thuê với mức giá 100 USD/m². Đối với hạng mục xây dựng nhà xưởng cho thuê sẽ được công ty liên kết TNG Land thực hiện.

TNG đang triển khai giải phóng mặt bằng (đã hoàn thành 87%) với số tiền đền bù lên tới 553 tỷ đồng. Công ty đang thực hiện xây dựng cơ sở hạ tầng trên khu đất đã được nhà nước giao, tổng mức đầu tư cho hạng mục này là 520 tỷ đồng.

Bảng 13: Thông tin dự án CCN Sơn Cẩm 1

Thông tin dự án CCN Sơn Cẩm 1	Đơn vị	Giá trị
Diện tích quy hoạch	Ha	70
Vòng đời dự án	Năm	50
Tiến độ giải phóng mặt bằng	%	87
Tổng mức đầu tư	Tỷ đồng	1.300
Tổng mức đầu tư cơ sở hạ tầng	Tỷ đồng	520
Diện tích cho thuê	Ha	49
Giá cho thuê	USD/m ²	100

Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG NGÀNH DỆT MAY (Quay lại Mục lục)

NHU CẦU TIÊU THỤ HÀNG MAY MẶC TẠI MỸ (Quay lại trang 4)

Chúng tôi dự báo giá trị xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam (HS Code 61 – 62) ([tham khảo Nhật ký chuyên viên - Ngành dệt may kỳ vọng tăng trong nửa cuối năm 2024 nhờ đơn hàng tăng](#)) sang thị trường Mỹ đi ngang với mức tăng trưởng kép 0,3% trong xuyên suốt giai đoạn dự phóng, đạt 15,5 tỷ USD vào năm 2028. Điều này đến từ các yếu tố sau:

- **Quy mô thị trường Mỹ được dự báo đã bão hòa và người dân không ưu tiên mua hàng hóa không thiết yếu**

- Trong giai đoạn COVID-19 và đứt gãy chuỗi cung ứng (2020 – 2023), giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ có mức tăng trưởng đột biến nhưng nhìn chung cả giai đoạn 2013 – 2023, nhóm sản phẩm này có xu hướng đi ngang, đạt giá trị trung bình là 86 tỷ USD (hình 21).
- Thu nhập thực tế hàng tuần (lương bình quân được điều chỉnh theo lạm phát) của người lao động tại Mỹ ghi nhận tăng trưởng 1,4% YoY trong Q3-FY24 (hình 19), nhưng 65% thu nhập của họ được sử dụng để thanh toán dịch vụ nhà ở, trong khi chi tiêu dành cho quần áo chiếm tỷ lệ 2,6% và vẫn đang trong xu hướng giảm (hình 20).

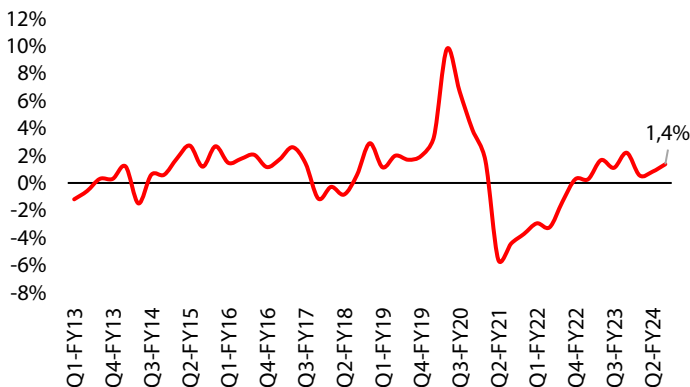
Chúng tôi sử dụng chi tiêu theo loại hàng hóa trong bộ chỉ số chi tiêu cá nhân (PCE – Personal Consumption Expenditures) để tính tỷ trọng theo giá trị các hàng hóa và dịch vụ mà người tiêu dùng chi tiêu trong quý.

- **Gia tăng thị phần xuất khẩu hàng may mặc vào Mỹ nhờ các nhãn hàng rời khỏi Trung Quốc**

Việt Nam được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển hàng hóa từ Trung Quốc, đặc biệt sau chiến tranh thương mại Mỹ - Trung vào năm 2018. Trong giai đoạn 2013 – 2023, thị phần xuất khẩu của Việt Nam vào Mỹ đã tăng gấp 1,8 lần, từ mức 10,0% lên 17,8% (hình 22). Tuy nhiên, những năm gần đây, thị phần của Việt Nam đi ngang quanh mức 18% do cạnh tranh cao tới từ các quốc gia khác, đặc biệt là Bangladesh nhờ mẫu mã sản xuất ngày càng đa dạng ([tham khảo Nhật ký chuyên viên - Ngành dệt may Việt Nam mất dần lợi thế cạnh tranh ở thị trường Mỹ và nội địa](#)). Chúng tôi cho rằng, xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc vẫn sẽ tiếp tục diễn ra, tuy nhiên “miếng bánh” này được chia sẻ sang các khu vực khác như Bangladesh, Indonesia, Ấn Độ nhiều hơn Việt Nam do chi phí nhân công giá rẻ. Chúng tôi dự phóng, thị phần của Việt Nam sẽ tăng thêm 5 bps mỗi năm trong giai đoạn 2024 – 2028.

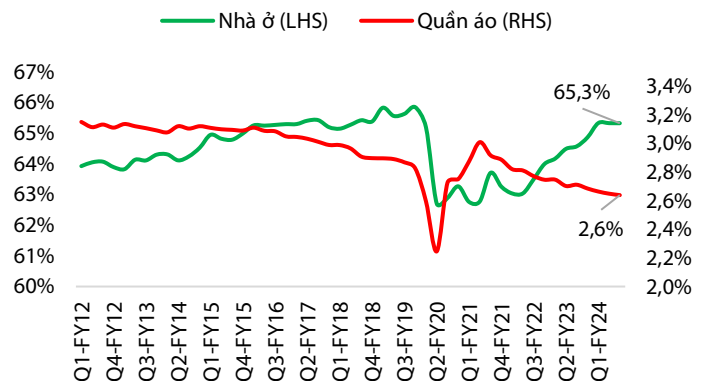
- **Lũy kế 8T2024, tổng giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ từ Việt Nam đạt 9,4 tỷ USD (đi ngang so với cùng kỳ), hoàn thành 61% dự phóng của chúng tôi.**

Hình 19: Sức mua thực tế của người tiêu dùng tại Mỹ có sự cải thiện 1,4% so với cùng kỳ...



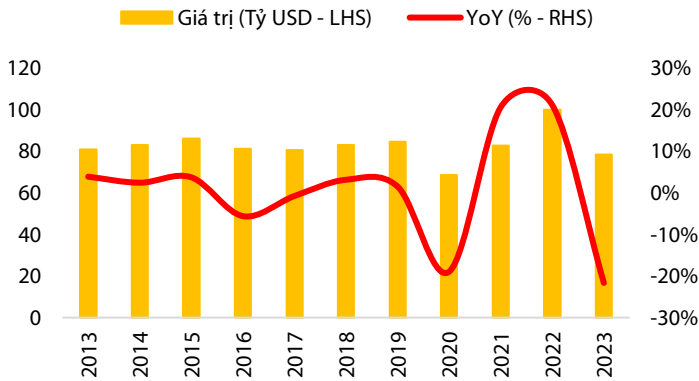
Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

Hình 20: ...Nhưng phần lớn dành cho hàng hóa thiết yếu như nhà ở, và phần chi tiêu cho quần áo đang trong xu hướng giảm kể từ năm 2021



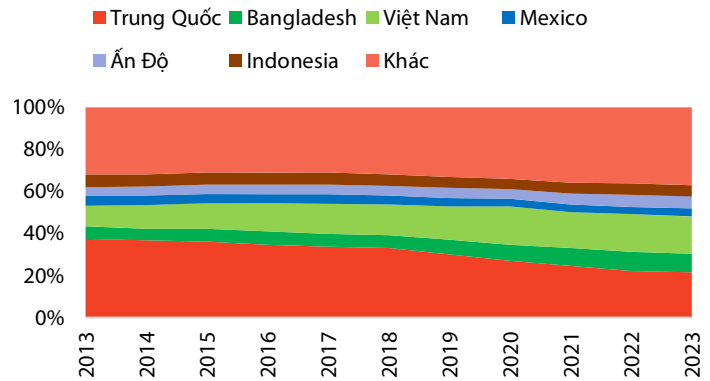
Nguồn: US Bureau, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Giá trị nhập khẩu của Mỹ theo HS code 61 – 62



Nguồn: US OTEXA, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Thị phần của Việt Nam được mở rộng nhờ các nhãn hàng rời xa Trung Quốc (%)



Nguồn: US OTEXA, CTCK Rồng Việt

NHU CẦU TIÊU THỤ HÀNG MAY MẶC TẠI CHÂU ÂU (Quay lại trang 4)

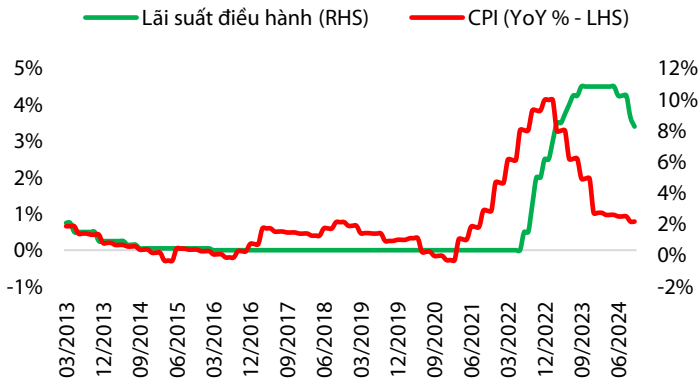
Chúng tôi dự báo giá trị xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam (HS Code 61 – 62) sang thị trường Châu Âu biến động nhẹ ở mức 4,2 tỷ USD trong xuyên suốt giai đoạn dự phóng. Điều này đến từ hai yếu tố:

- Tương tự Mỹ, giá trị nhập khẩu của Châu Âu được dự báo đã bão hòa. Chúng tôi kỳ vọng giá trị nhập khẩu hàng dệt may của Châu Âu hồi phục khi sức mua được cải thiện**

 - Trong giai đoạn COVID-19 và đứt gãy chuỗi cung ứng (2020 – 2023), giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Châu Âu có mức tăng trưởng đột biến nhưng nhìn chung cả giai đoạn 2013 – 2023, nhóm sản phẩm này có xu hướng biến động nhẹ quanh mức trung bình là 92 tỷ USD (hình 25).
 - Chúng tôi kỳ vọng sức mua thực tế của người tiêu dùng tại Châu Âu sẽ cải thiện khi lạm phát hạ nhiệt và nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ dẫn thâm thủng vào nền kinh tế (hình 23).
 - Năm 2023, người tiêu dùng tại Châu Âu duy trì tỷ trọng 4% chi tiêu cho nhóm sản phẩm quần áo, giày dép và xu hướng gần như không đổi trong 10 năm gần nhất (hình 24). Chúng tôi cho rằng, tỷ trọng này tiếp tục được duy trì trong giao đoạn dự báo.
- Việt Nam bất lợi khi cạnh tranh về giá so với Bangladesh dẫn đến không mở rộng được thị phần tại khu vực Châu Âu**

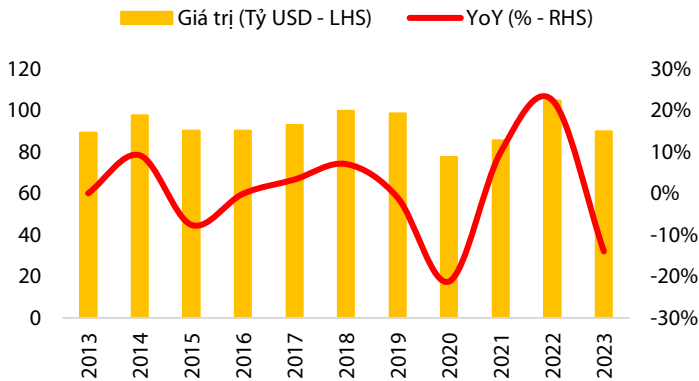
Không quá khác biệt so với các nhãn hàng tại Mỹ, các hãng thời trang của Châu Âu cũng nằm trong xu hướng dịch chuyển khỏi Trung Quốc. Trong giai đoạn 2013 -2023, thị phần xuất khẩu hàng may mặc từ Trung Quốc vào Châu Âu đã giảm từ 39,7% về mức 27,3% (hình 26). Dù cho, thị phần của Việt Nam cũng tăng từ 2,7% lên mức 4,5% trong giai đoạn này, nhưng phần lớn đơn hàng dịch chuyển sang Bangladesh, nơi có rào cản thuế quan và chi phí gia công thấp hơn Việt Nam ([xem thêm tại trang 22](#)). Do đó, chúng tôi dự báo thị phần xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam duy trì ở mức 4,5% trong giai đoạn 2024 – 2028.
- Lũy kế 6T2024, tổng giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Châu Âu từ Việt Nam đạt 1,84 tỷ USD (-6% YoY), hoàn thành 44% dự phóng của chúng tôi.**

Hình 23: Lạm phát hạ nhiệt và nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ kích thích tiêu dùng đối với nhóm hàng hóa không thiết yếu



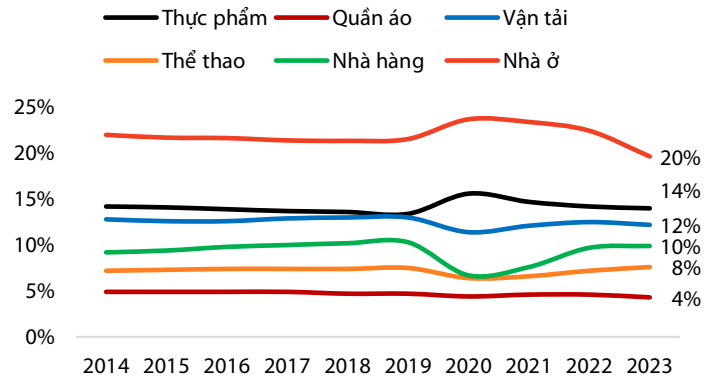
Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Giá trị nhập khẩu của các nước Châu Âu theo HS code 61 - 62



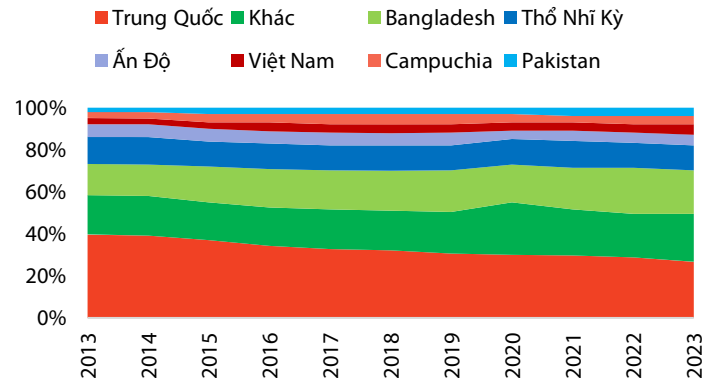
Nguồn: UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

Hình 24: ...Mức chi tiêu cho mặt hàng quần áo ổn định quanh mức 4% trong 10 năm gần nhất



Nguồn: EUROstat, CTCK Rồng Việt

Hình 26: Việt Nam không được hưởng lợi quá nhiều khi các nhân hàng Châu Âu rời xa Trung Quốc (%)



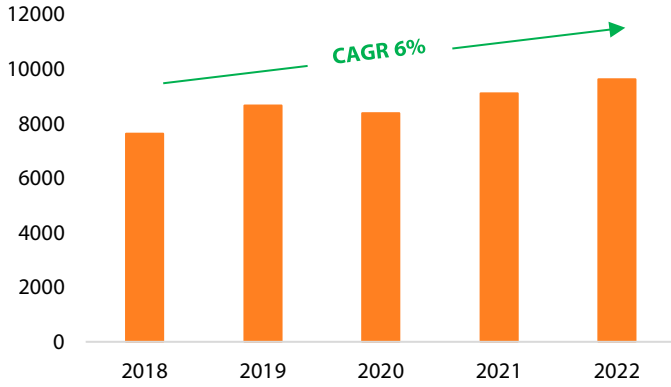
Nguồn: UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

TÌNH HÌNH CẠNH TRANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NƯỚC (Quay lại trang 4)

Mức độ cạnh tranh cao trong ngành và nguồn lực mạnh của khối FDI khiến các doanh nghiệp dệt may Việt Nam khó có thể mở rộng thị phần:

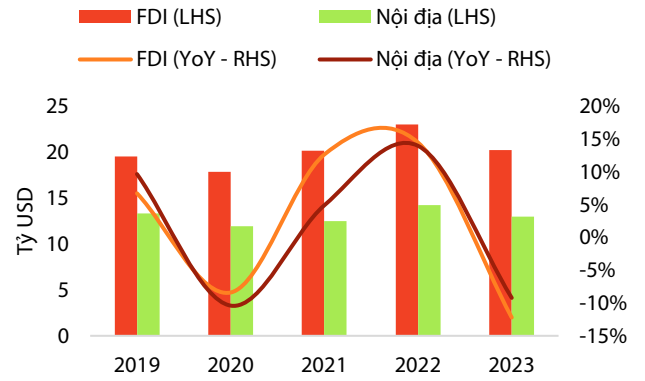
- Số lượng doanh nghiệp:** Theo niên giám thống kê 2023, tại Việt Nam có 9.600 doanh nghiệp may mặc, tốc độ tăng trưởng kép 6% trong giai đoạn 2018 – 2022 (hình 27), chiếm tỷ trọng khoảng 8% tổng số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực chế biến, chế tạo, xếp thứ 3 sau ngành sản xuất kim loại đúc sẵn và chế biến thực phẩm. Điều này cũng bắt nguồn bởi rào cản gia nhập thấp, rào cản rút lui cao và mức độ khác biệt hóa thấp. Do đó, các doanh nghiệp phải cạnh tranh để giành thị phần và thu về lợi nhuận hạn chế.
- Khối FDI chiếm phần lớn doanh thu xuất khẩu hàng may mặc:** Năm 2023, tổng giá trị xuất khẩu hàng dệt may đạt 33 tỷ USD (-11% YoY) nhưng đóng góp chính đến từ khối FDI với tỷ trọng là 61% (hình 28). Điều này hàm ý, các doanh nghiệp trong nước không những phải cạnh tranh lẫn nhau mà còn phải đối đầu với khối FDI có lợi thế về vốn và đơn hàng từ công ty mẹ.

Hình 27: Số lượng các doanh nghiệp may mặc tại Việt Nam



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Cơ cấu giá trị xuất khẩu dệt may



Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 5 – SO SÁNH CÁC HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI (Quay lại mục lục) (Quay lại trang 19)

Phần lớn thương mại của Mỹ được thực hiện theo cơ chế Tối huệ quốc (MFN) với mức thuế trung bình là 3,5% (5,2% đối với sản phẩm nông nghiệp). Trung Quốc là quốc gia bị áp thuế trừng phạt 7,5% đối với các sản phẩm nhập khẩu vào Mỹ. Trong khi đó các quốc gia Châu Á khác đều được đối xử bình đẳng dẫn đến lợi thế cạnh tranh của các quốc gia phụ thuộc vào chi phí sản xuất, thời gian xử lý đơn hàng, tuân thủ tiêu chuẩn ESG.

Liên minh châu Âu áp dụng đa dạng và linh hoạt các chương trình ưu đãi thuế quan cho các quốc gia đang phát triển. EU dành cho Việt Nam cơ chế ưu đãi thuế quan phổ cập (GSP). Theo nguyên tắc, khi một quốc gia ký FTA với EU và hiệp định đó có hiệu lực thì GSP sẽ kết thúc. **Biểu thuế đối với hàng may mặc theo EVFTA đang là 12%, cao hơn mức 9,6% của GSP.** Trong thời gian đầu EVFTA có hiệu lực, do các bước cắt giảm thuế trong biểu cam kết thuế quan của EU nên thuế quan ưu đãi của EU tại thời điểm EVFTA có hiệu lực có thể cao hơn so với mức thuế mà Việt Nam đang được hưởng trong GSP nên EU cung cấp thời hạn để Việt Nam chuyển đổi từ GSP sang EVFTA với lộ trình 7 năm. Ngay khi EVFTA có hiệu lực thì thuế suất sẽ giảm về mức 0%.

Tuy nhiên, để hưởng thuế suất ưu đãi của EVFTA thì doanh nghiệp dệt may phải đáp ứng được quy tắc “từ vải trở đi – fabric forward”. Một sản phẩm dệt may được coi là có xuất xứ theo EVFTA khi vải dùng cho sản phẩm đó phải dệt tại Việt Nam hoặc các nước thành viên EU, có nghĩa là, Việt Nam không thể nhập khẩu vải từ Trung Quốc để rồi sau đó xuất khẩu hàng may mặc sang EU và hưởng ưu đãi thuế quan được.

Do đó, Việt Nam sẽ gặp bất lợi hơn so với các quốc gia Châu Á khác như Bangladesh, Campuchia, Myanmar bởi nguyên liệu vải được nhập khẩu phần lớn từ Trung Quốc và Đài Loan.

Bảng 14: Chính sách thuế quan giữa các quốc gia trên thế giới

Quốc gia	Mỹ	Châu Âu				
	MFN	MFN	EBA for LDC	GSP+	GSP	FTA
Trung Quốc	MFN + trừng phạt 7,5%	MFN				
Bangladesh	MFN		0%			
Việt Nam	MFN				9,6%	Giảm thuế từ 12% về mức 0% theo lộ trình 7 năm
Ấn Độ	MFN				9,6%	
Indonesia	MFN				9,6%	
Campuchia	MFN		0%			
Myanmar	MFN		0%			
Lào	MFN		0%			
Sri Lanka	MFN			0%		
Pakistan	MFN			0%		

Nguồn: STK, CTCK Rông Việt

MFN (Most-Favored-Nation) – Theo nguyên tắc MFN, nếu một quốc gia giảm thuế đối với một quốc gia khác trong khuôn khổ thỏa thuận thương mại, thì quốc gia đó cũng phải áp dụng mức thuế giảm tương tự cho tất cả các quốc gia khác đã ký kết thỏa thuận MFN. Đây là một phần quan trọng trong các thỏa thuận thương mại quốc tế, đặc biệt là trong khuôn khổ của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO).

EBA for LDC (Everything but Arms for Least Developed Countries) – Tất cả các mặt hàng trừ vũ khí từ các nước kém phát triển. Miễn thuế quan cho hầu hết các sản phẩm: Các quốc gia LDCs được hưởng quyền miễn thuế quan đối với tất cả các sản phẩm xuất khẩu vào EU, ngoại trừ vũ khí và đạn dược. Điều này giúp giảm chi phí cho các quốc gia xuất khẩu và làm tăng khả năng cạnh tranh của hàng hóa từ các quốc gia này.

GSP (Generalized Scheme of Preferences) – là một chương trình ưu đãi thuế quan mà các quốc gia phát triển cung cấp cho các quốc gia đang phát triển, nhằm giúp các quốc gia này gia tăng xuất khẩu và thúc đẩy phát triển kinh tế.

GSP+ (Generalized Scheme of Preferences Plus) – chương trình ưu đãi thuế quan của Liên minh Châu Âu (EU) dành cho các quốc gia đang phát triển và kém phát triển nhất, nhằm thúc đẩy thương mại và phát triển kinh tế. GSP+ là một phần mở rộng của chương trình GSP, cung cấp các ưu đãi thuế quan sâu hơn cho các quốc gia đang phát triển, nhưng kèm theo yêu cầu quốc gia tham gia phải tuân thủ các tiêu chuẩn về quyền con người và bảo vệ môi trường.

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
 lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
 tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Ngân hàng
- Công nghệ

Đỗ Thạch Lam
Manager
 lam.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- BDS dân dụng
- Vật liệu xây dựng
- BDS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng
Manager
 hung.ltq@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Chiến lược Thị trường

Nguyễn Thủy Quyền
Senior Analyst
 quyen.nt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Bán lẻ
- Dược

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
 my.tth@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Hoàng Minh Thắng
Senior Analyst
 thang.hm@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Dầu khí

Cao Ngọc Quân
Analyst
 quan.cn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Lê Ngọc Hiến
Analyst
 hien.ln@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản
- Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
 hung.nb@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn
Analyst
 toan.vnv@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Macroeconomics

Phạm Hữu Luân
Analyst
 luan.ph@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst
 giao.ntq@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- BDS dân dụng
- BDS Khu công nghiệp

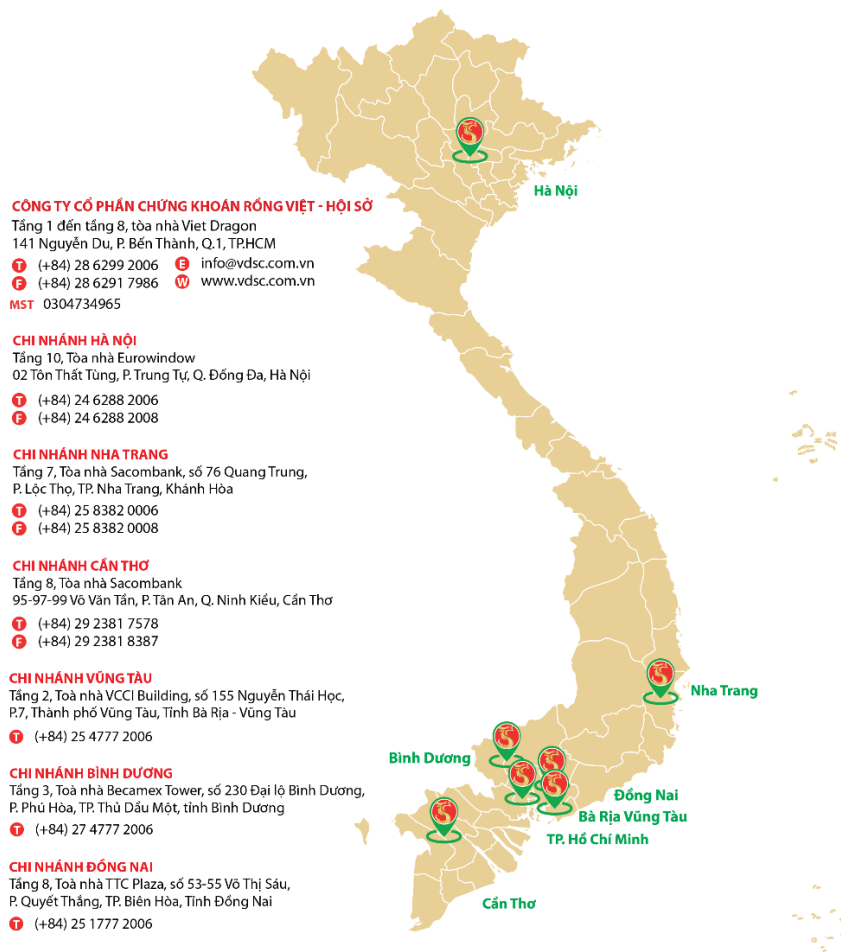
Tô Hạnh Trang
Analyst
 trang.th@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
 ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
 thao.ptp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2024.**