

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

**Hà Huy Thắng**

Chuyên viên phân tích

Email: thanghh@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Ngọc Đức**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

### Biến động giá VNINDEX và TNG



Thông tin giao dịch	24/08/2023
Giá hiện tại (VND/cp)	18.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	25.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	8.600
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	113,5
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	113,5
KLGDĐQ 30 ngày (triệu cp/ngày)	1,7
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	23,2
Vốn hóa (tỷ VND)	2.361
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	2.825
P/E Trailing 12 tháng	7,36x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG
Địa chỉ	P.Hoàng Văn Thụ, Tp. Thái Nguyên.
Kinh doanh	Máy gia công xuất khẩu
Chi phí	Nguyên vật liệu và nhân công
Rủi ro chính	Phụ thuộc vào khách hàng lớn

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Chủ tịch và người liên quan	30,1%
Phillip Securities (Thailand)	5,7%
Korea Investment & Securities	4,3%
ASEAN Deep Value Fund	1,8%
Khác	58,1%

Giá thị trường	18.000	
Giá mục tiêu	22.700	<b>MUA</b>
Chênh lệch	+26,1%	

## NỖ LỰC DUY TRÌ ĐƠN HÀNG

Năm 2023, TNG đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng khi tiêu thụ ở thị trường xuất khẩu yếu, doanh thu đạt 6.800 tỷ (tương đương 2022), lợi nhuận sau thuế ~299 tỷ (+2,5% YoY). Tới H1/2023, TNG hoàn thành 49% kế hoạch doanh thu và 34% lợi nhuận sau thuế do đơn hàng H1/2023 sinh lời thấp - ảnh hưởng bởi nhu cầu sụt giảm mạnh.

### KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Tổng giá trị thành phần để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu TNG ở **22.700 VND/cp**, cao hơn **26,1%** so với giá đóng cửa ngày 24/08/2023. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu TNG khi giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh một phần khó khăn ngắn hạn của doanh nghiệp. Các luận điểm chính như sau:

- TNG chấp nhận mức sinh lời thấp hơn để duy trì doanh thu khi nhu cầu thị trường giảm sâu. Năm 2023, doanh thu dự phóng ở 6.728 tỷ đồng (tương đương 2022), lợi nhuận sau thuế đạt 230 tỷ đồng (-21% YoY), hoàn thành 99% và 77% kế hoạch.
- Triển vọng trung hạn khả quan hơn nhờ: (1) Nhu cầu thị trường hồi phục (2) Nhóm sản phẩm dệt may chính tăng trưởng và (3) TNG tiếp tục mở rộng công suất. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2025 kỳ vọng đạt 7.874 tỷ và 341 tỷ, tương ứng CAGR 2023 - 2025 lần lượt là 8,2%/năm và 21,8%/năm. ([chi tiết](#))
- Mảng bất động sản chưa có doanh thu như kỳ vọng ban đầu do tiến độ cho thuê Cụm công nghiệp (CCN) Sơn Cẩm chậm. Cho giai đoạn 2023 – 2025, chúng tôi cho rằng bất động sản sẽ chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ do TNG giảm diện tích cho thuê CCN Sơn Cẩm và chưa có kế hoạch phát triển dự án mới. ([chi tiết](#))

### YẾU TỐ THEO DÕI

- **Nhu cầu nhập khẩu của Mỹ và EU:** Trong nửa cuối năm, cầu nhập khẩu hàng may mặc có thể tiếp tục bị kìm hãm do tiêu dùng tăng trưởng thấp – hạn chế bởi thu nhập thực tăng chậm và các khoản tiết kiệm dần cạn kiệt.
- **Lãi suất:** TNG chịu rủi ro lãi suất với ~85% nợ vay có lãi suất thả nổi. Với TNG chúng tôi ước tính, nếu lãi suất thay đổi tăng (giảm) 01 đpt thì tương ứng chi phí lãi vay sẽ tăng (giảm) 20 tỷ, tương đương ~8,5% lợi nhuận trước thuế dự phóng năm 2023.

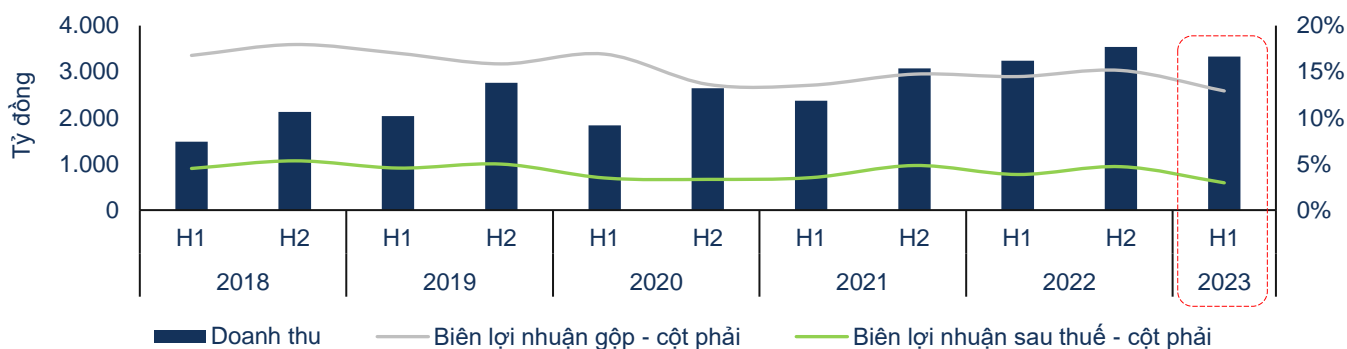
## A. KẾT QUẢ KINH DOANH H1/2023

Năm 2023, TNG đặt kế hoạch kinh doanh đi ngang khi tiêu thụ tại các thị trường dự báo suy yếu, với 6.800 tỷ doanh thu (bằng 2022) và 299 tỷ lợi nhuận sau thuế (+2,5% YoY). Trong đó, 99% doanh thu và lợi nhuận vẫn sẽ đến từ mảng may, ngược lại bất động sản sẽ chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ khi TNG chưa có doanh thu từ dự án CCN Sơn Cẩm.

Trong H1/2023, doanh thu tăng trưởng nhẹ +2,7% YoY (đạt ~3.333 tỷ đồng) nhưng lợi nhuận sau thuế giảm đáng kể -19% YoY (đạt ~101,4 tỷ đồng), chủ yếu do (1) TNG nhận các đơn hàng sinh lời thấp để duy trì doanh thu và sản lượng – đây là thực trạng chung của các doanh nghiệp dệt may trong giai đoạn khó khăn và (2) Chi phí lãi vay tăng cao do mặt bằng lãi suất tăng trong Q4/2022 – Q1/2023.

### Biểu đồ 1: Doanh thu H1/2023 đi ngang nhưng khả năng sinh lời giảm

Kết quả kinh doanh bán niên trong 2018 - 2023



Nguồn: TNG

Cụ thể các chỉ tiêu kết quả kinh doanh

### Bảng 1: Kết quả kinh doanh H1/2023 của TNG

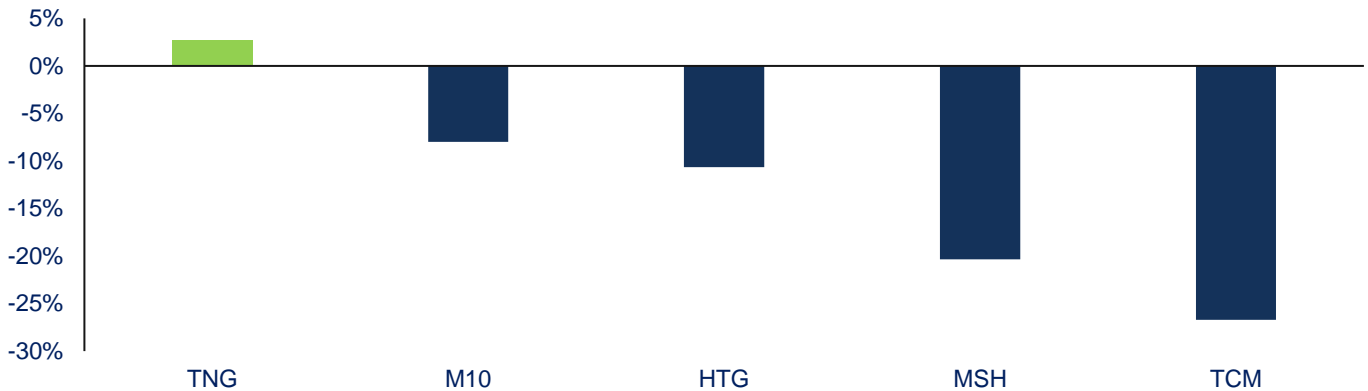
Đơn vị: Tỷ đồng	H1/2023	H1/2022	%YoY	% Hoàn thành KH
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.333</b>	<b>3.241</b>	<b>+2,7%</b>	<b>49%</b>
May xuất khẩu	3.316	3.225	+2,8%	
Bất động sản	8,7	11,6	-25,4%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>430</b>	<b>469</b>	<b>-8,3%</b>	
% Biên lợi nhuận gộp	12,9%	14,5%	-1,6 đpt	
May xuất khẩu	428	464	-7,6%	
% Biên lợi nhuận gộp	12,9%	14,5%	-1,6 đpt	
Bất động sản	4,3	4,5	-5,0%	
% Biên lợi nhuận gộp	48,9%	38,4%	+10,4 đpt	
Doanh thu tài chính	50,5	35,7	+41,3%	
Chi phí tài chính	139,9	124,5	+12,3%	
<b>Trong đó: Chi phí lãi vay</b>	<b>101</b>	<b>70,9</b>	<b>+42,4%</b>	
Chi phí bán hàng & quản lý	207	217	-4,6%	
% Doanh thu	6,2%	6,7%	-0,5 đpt	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>101,4</b>	<b>125,2</b>	<b>-19,0%</b>	<b>34%</b>

Nguồn: TNG

**Doanh thu thuần** đạt 3.333 tỷ đồng (+2,7% YoY) với 99% là doanh thu dệ may. Đây là kết quả tương đối tích cực so với các doanh nghiệp tương đồng trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành – đến từ tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu suy giảm ([chi tiết](#)). So với quá khứ TNG tăng trưởng chậm hơn đáng kể - nếu không tính giai đoạn Covid (H1/2020) tăng trưởng YoY của H1/2023 thấp nhất trong 5 năm gần đây.

### Biểu đồ 2: TNG giữ được tăng trưởng doanh thu

Tăng trưởng doanh thu H1/2023 của một số doanh nghiệp dệ may



*Nguồn: BCTC các doanh nghiệp*

**Lợi nhuận gộp** đạt ~430 tỷ đồng (-8,3% YoY), tương ứng biên lợi nhuận gộp ở 12,9% (-1,6 đpt YoY). Trong đó, biên lợi nhuận gộp giảm mạnh ở Q2 (-3,8 đpt YoY và -2,5 đpt QoQ) phản ánh TNG phải nhận nhiều đơn hàng sinh lời thấp khi cầu thị trường giảm mạnh (doanh thu dệ may thường chậm 01 quý so với đơn hàng, tương ứng doanh thu Q2 đến từ các đơn hàng ký mới trong 2023, Q1 bao gồm cả giao các đơn hàng đã ký từ Q4/2022). Chúng tôi ước tính khoảng 60% doanh thu trong H1/2023 đến từ các đơn hàng có biên lợi nhuận ~11,2% - thấp hơn bình thường khoảng 02% - 03%.

Theo đánh giá từ Hiệp hội Dệ may Việt Nam, phần lớn các doanh nghiệp dệ may đang chấp nhận làm các đơn hàng lợi nhuận thấp hơn bình thường để duy trì sản lượng và giữ chân người lao động. Chiến lược này giúp doanh nghiệp nhanh chóng ổn định sản xuất khi nhu cầu thị trường hồi phục.

**Chi phí lãi vay** đạt ~101 tỷ đồng, tăng mạnh +42,7% YoY do bị ảnh hưởng bởi (1) Chi phí vay nợ tăng khi lãi suất USD và VND đều tăng mạnh (lần lượt 4,3 đpt và 2,2 đpt từ tháng 10/2022)<sup>1</sup> và (2) Dư nợ trung bình H1/2023 tăng +12,6% YoY. Trong đó, chúng tôi ước tính lãi suất tăng đóng góp 60% vào mức tăng của lãi vay – phản ánh rủi ro lãi suất khi 85% nợ vay của TNG có lãi suất thả nổi (trong đó 70% là nợ USD, 30% là VND).

<sup>1</sup> Chi phí lãi vay phản ánh trễ khoảng 01 quý so với thời điểm lãi suất biến động, do đó tới H1/2023 TNG vẫn chịu ảnh hưởng của lãi suất tăng cao từ nửa sau năm 2022 và đầu năm 2023

## B. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH TNG

### I. Triển vọng ngắn hạn

Chúng tôi dự phóng TNG có thể hoàn thành 99% kế hoạch doanh thu ở 6.728 tỷ đồng (tương đương 2022), với giả định TNG sẽ tiếp tục nhận các đơn hàng có lợi nhuận thấp để bù đắp phần sụt giảm ở các thị trường chính.

Với lợi nhuận sau thuế, chúng tôi cho rằng TNG sẽ hoàn thành 76,9% kế hoạch, đạt 230 tỷ đồng (-21,2% YoY) chủ yếu do (1) Biên lợi nhuận gộp 2023 dự phóng ở 12,7% (giảm 2,1 đpt YoY) do khả năng sinh lời của đơn hàng trong H2/2023 vẫn thấp khi nhu cầu hồi phục chậm và (2) Chi phí lãi vay dự phóng tăng +14,1% YoY (3) Nhóm chi phí quản lý và bán hàng dự phóng cải thiện nhẹ, chiếm 5,5% doanh thu – tương ứng giảm 01 đpt so với cùng kỳ.

**Bảng 2: Tổng hợp kết quả dự phóng**

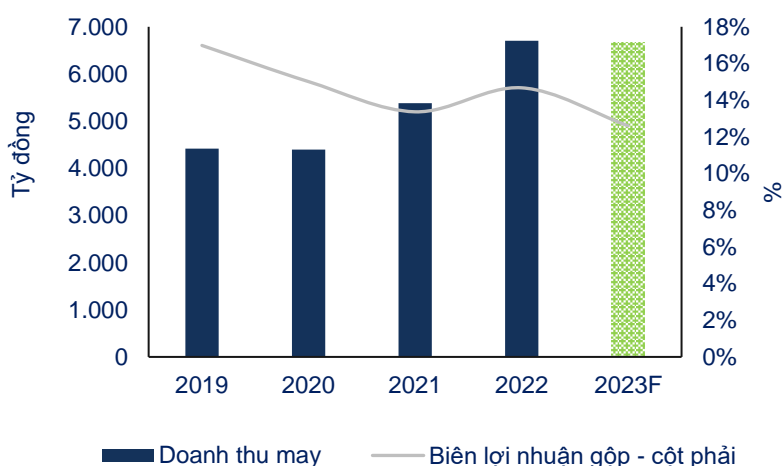
Đơn vị: Tỷ đồng	Năm 2023F	%YoY	%KH	KH
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>6.728</b>	<b>-0,7%</b>	<b>99%</b>	<b>6.800</b>
Mảng may xuất khẩu	6.718	-0,5%		
Mảng bất động sản	8,1	-59,0%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>857</b>	<b>-14,2%</b>		
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,7%	-2,1 đpt		
May xuất khẩu	840	-14,5%		
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,7%	-2,1 đpt		
Bất động sản	4,0	-53,7%		
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	50%	+6,0 đpt		
<b>Chi phí lãi vay</b>	<b>18</b>	<b>+14,1%</b>		
Chi phí bán hàng & quản lý	355	-17,8%		
% Doanh thu	5,5%	-1,0 đpt		
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>230</b>	<b>-21,2%</b>	<b>76,9%</b>	<b>299</b>

Nguồn: FPTS ước tính

### 1. Mảng may: doanh thu đi ngang, biên lợi nhuận gộp thấp hơn cùng kỳ

**Biểu đồ 3: Doanh thu đi ngang, lợi nhuận gộp giảm**

Dự phóng kết quả kinh doanh may xuất khẩu 2023F



Nguồn: FPTS ước tính

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng may sẽ đi ngang ở 6.718 tỷ đồng do tiêu dùng suy yếu kìm hãm đối tác gia tăng đơn hàng cho TNG. Lợi nhuận gộp dự phóng đạt 840 tỷ (-14,5% YoY) tương ứng biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 12,7% (giảm -2,1 đpt YoY) – dựa trên giả định TNG sẽ tiếp tục nhận các đơn hàng lợi nhuận thấp trong H2/2023 khi cầu tại thị trường chính hồi phục chậm.

Tiến độ đặt đơn hàng mới của đối tác vẫn tương đối chậm so với 2022 – tới tháng 08/2023 TNG mới nhận đủ đơn hàng đến hết tháng 10 và đang tiếp tục đàm phán đơn hàng cho Q4 (để so sánh, tại tháng 7 năm 2022 TNG đã nhận đủ đơn hàng cho kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2022).

Cụ thể, chúng tôi dự kiến doanh thu sang EU sẽ thấp hơn cùng kỳ do sụt giảm đơn hàng của khách hàng lớn Decathlon (chiếm 90% doanh thu tại EU). Ngược lại TNG sẽ duy trì được doanh thu tại Mỹ nhờ các đơn hàng nhỏ và bù đắp sụt giảm tại EU bằng đơn hàng từ các thị trường khác.

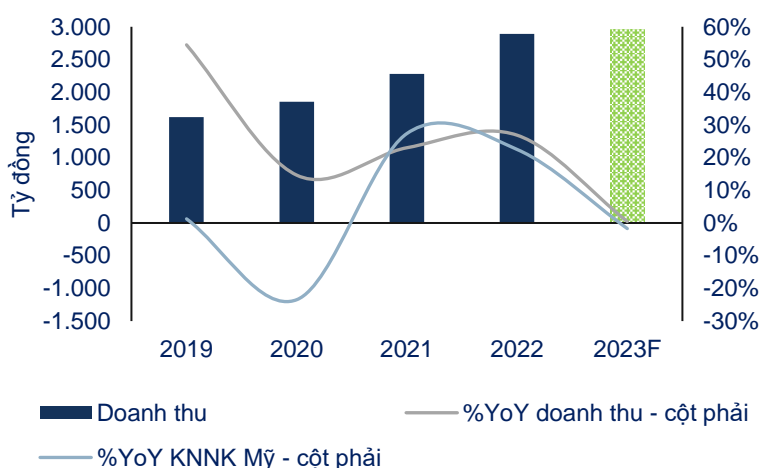
**Bảng 3: Tổng hợp dự phóng doanh thu của TNG tại thị trường chính**

Thị trường	Tỷ trọng	Doanh thu (tỷ đồng)	% YoY
Thị trường Mỹ	44%	2.963	+0,5%
Thị trường EU	29%	1.875	-9,2%
Thị trường khác	27%	1.802	+9,3%

Nguồn: FPT S ước tính

### Thị trường Mỹ (44% doanh thu)

**Biểu đồ 4: Doanh thu sang Mỹ dự phóng đi ngang trong 2023**



Nguồn: FPT S ước tính

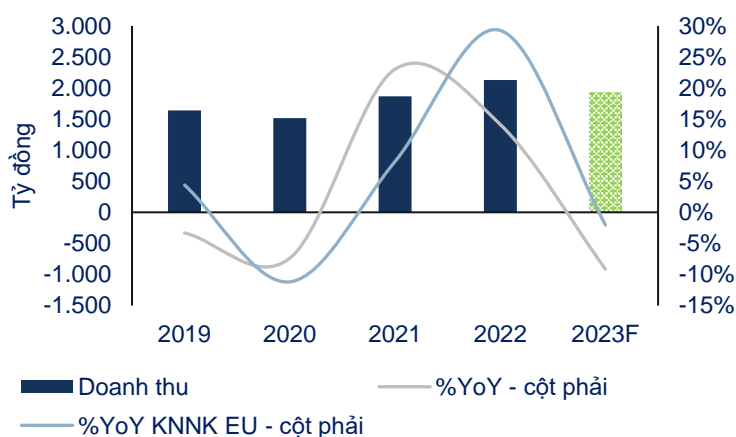
Dự phóng doanh thu của TNG tại Mỹ năm 2023 đạt ~2.963 tỷ đồng – tương ứng chỉ tăng +0,5% YoY – do cầu nhập khẩu của thị trường Mỹ dự phóng giảm -1,7% YoY, đến từ:

(1) Các doanh nghiệp hạn chế nhập khẩu khi tồn kho hàng may mặc vẫn ở mức cao – cuối Q2/2023 giá trị tồn kho khoảng 6,7 tỷ USD cao hơn +8,8% YoY và cao hơn +8,9% so với trung bình giai đoạn trước Covid.

(2) Tiêu dùng 2023 tăng chậm ở +02% YoY (giảm 0,7 đpt so với +2,7% YoY ở 2022), do thu nhập thực sự giảm trong H2/2023 bởi (i) tiền lương thực tế tăng chậm do áp lực lạm phát và (ii) khoản tiết kiệm tích lũy dần cạn kiệt.

### Thị trường EU (29% doanh thu)

**Biểu đồ 5: Doanh thu sang EU dự phóng sụt giảm trong 2023**



Nguồn: FPT S ước tính

Dự phóng doanh thu xuất khẩu của TNG sang EU năm 2023 đạt ~1.875 tỷ đồng – tương ứng giảm -9,2% YoY – do tiêu dùng hàng may mặc của EU tăng trưởng thấp khiến cầu nhập khẩu của khách hàng lớn thu hẹp.

Trong 2023, chúng tôi dự phóng kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của EU sẽ giảm -02% YoY do tiêu dùng dự phóng chỉ ở +0,5% YoY (giảm 3,5 đpt so với mức 04% năm 2022), hạn chế bởi lạm phát cao và điều kiện tín dụng thắt chặt (theo European Commission).

**Doanh thu với khách hàng lớn suy giảm.** Khách hàng Decathlon (DCL) – chiếm 26% tổng doanh thu may, 90% doanh thu của TNG tại EU: Dự phóng doanh thu của TNG với DCL năm 2023 đạt ~1.681 tỷ đồng (tương ứng giảm -9,8% YoY) do doanh số của DCL sụt giảm khi cầu tiêu thụ hàng may mặc tại thị trường EU thu hẹp (chiếm ~60% doanh thu của hãng).

### Các thị trường khác

Chúng tôi dự phóng doanh thu của TNG tại các thị trường khác sẽ đạt ~1.802 tỷ đồng trong năm 2023, tăng +9,3% YoY, đến từ TNG chủ động nhận thêm nhiều đơn hàng ở các thị trường nhỏ để bù đắp doanh thu sụt giảm tại EU.

### 2. Mảng bất động sản chưa mang lại doanh thu và lợi nhuận đáng kể ([quay lại](#))

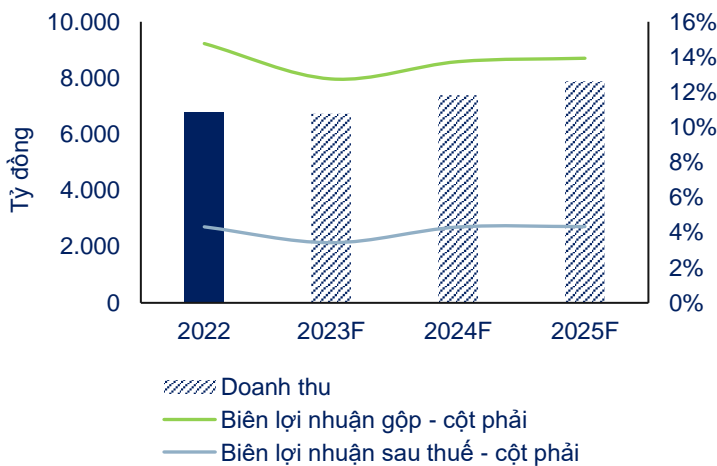
Lĩnh vực bất động sản dự phóng chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2023 – lần lượt khoảng 0,2% và 0,4% – chủ yếu do doanh nghiệp chỉ còn ghi nhận doanh thu cho thuê của dự án TNG Village.

Với Cụm công nghiệp (CCN) Sơn Cẩm, chúng tôi cho rằng sẽ chưa có doanh thu trong năm nay. Đến tháng 08/2023, TNG vẫn trong quá trình đàm phán cho thuê 27ha thương phẩm của dự án.

Ngoài ra, diện tích cho thuê đã giảm 45% (từ 49ha xuống còn 27ha) so với giả định trong [Báo cáo lần đầu](#) của chúng tôi do TNG thay đổi kế hoạch kinh doanh CCN Sơn Cẩm. Cụ thể, TNG đã sử dụng 15ha để làm nhà máy cho mảng dệt may và chuyển nhượng 7ha cho công ty con TNG Land, diện tích cho thuê còn lại là 27ha.

## II. Triển vọng trung hạn khả quan nhờ mảng may hồi phục ([quay lại](#))

**Biểu đồ 6: Dự phóng kết quả kinh doanh TNG**



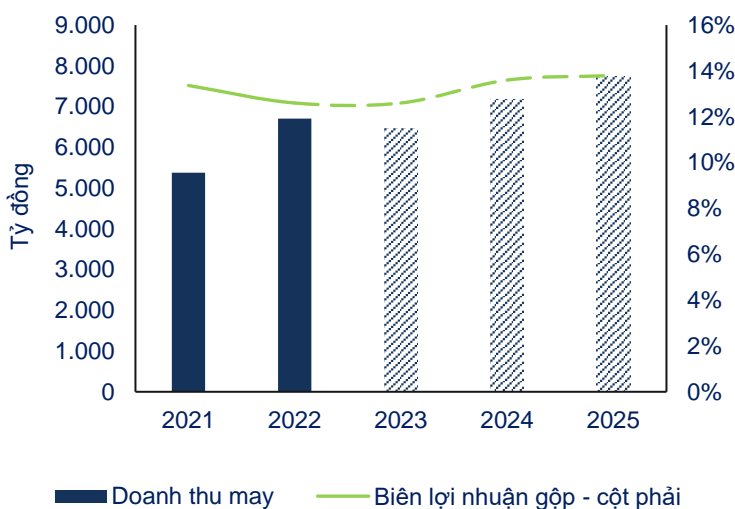
Nguồn: FPT S ước tính

Chúng tôi cho rằng triển vọng trong 02 năm tới của TNG phụ thuộc lớn vào triển vọng mảng may xuất khẩu, khi TNG định hướng tiếp tục mở rộng công suất. Với mảng bất động sản, TNG chưa có kế hoạch phát triển dự án mới, theo đó doanh thu chỉ đến từ TNG Village và CCN Sơn Cẩm. Trong đó, chúng tôi không đưa vào dự phóng doanh thu có thể ghi nhận của CCN Sơn Cẩm do chưa có thông tin chính xác về thời gian cho thuê.

Dự phóng tới năm 2025 doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của TNG lần lượt đạt 7.874 tỷ đồng, 1.096 tỷ đồng và 341 tỷ đồng tương ứng CAGR 2023 – 2025 đạt: 8,2%/năm, 13%/năm và 21,8%/năm. Trong đó, mảng may đóng góp 99% doanh thu và 99% lợi nhuận gộp.

### Triển vọng trung hạn mảng may khả quan

**Biểu đồ 7: Doanh thu tăng trưởng, biên lợi nhuận hồi phục**



Nguồn: FPT S ước tính

Chúng tôi kỳ vọng mảng may sẽ tăng trưởng từ nửa cuối năm 2024, đến từ:

- (1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ cầu nhập khẩu tại 02 thị trường Mỹ và EU hồi phục.
- (2) Nhu cầu nhóm sản phẩm cốt may chính (quần áo thể thao, trẻ em) tăng nhanh thúc đẩy đổi tác gia tăng đơn hàng.
- (3) TNG đáp ứng được đơn hàng gia tăng với kế hoạch mở rộng công suất tới năm 2025.

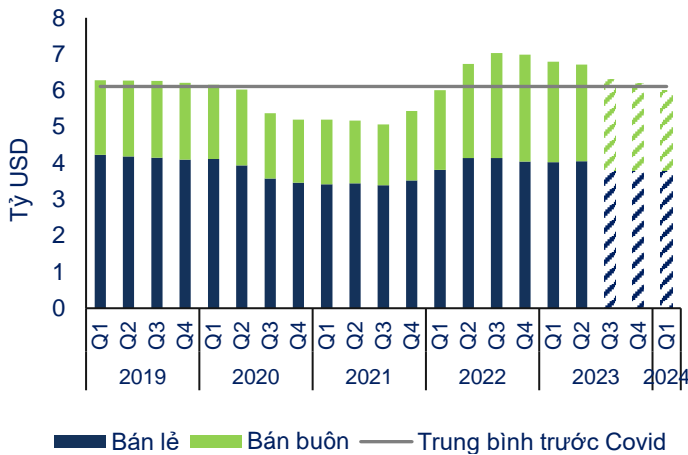
Theo đó, dự phóng tới 2025 doanh thu dệt may của TNG đạt khoảng 7.728 tỷ đồng (CAGR: 8,2%/năm từ 2023) và lợi nhuận gộp đạt khoảng 1.066 tỷ đồng (CAGR: 13%/năm từ 2023), tương đương biên lợi nhuận gộp ở 13,9% (bằng với biên lợi nhuận gộp 2019 - 2022).

## (1) Nhu cầu thị trường hồi phục:

**Thị trường Mỹ:** Chúng tôi kỳ vọng cầu nhập khẩu quần áo của Mỹ sẽ tăng nhẹ trong năm 2024 với kim ngạch nhập khẩu dự phóng tăng trưởng +1,8% YoY, chủ yếu được thúc đẩy bởi tồn kho hàng may mặc tiếp tục xu hướng giảm và trở về mức trung bình trước dịch trong Q1/2024. Ngược lại tiêu dùng cả năm 2024 yếu sẽ kìm hãm nhập khẩu (dự phóng ở +0,5% YoY) - hạn chế bởi tỷ lệ thất nghiệp tăng và điều kiện tín dụng thắt chặt (*Theo World Bank*).

**Biểu đồ 8: Kỳ vọng tới Q1/2024 tồn kho hàng may mặc giảm về mức trung bình trước dịch.**

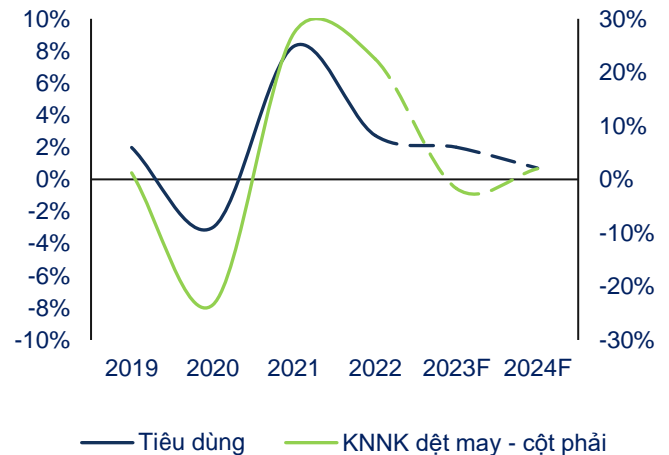
Dự phóng tồn kho hàng may mặc Mỹ



Nguồn: BEA, FPTS ước tính

**Biểu đồ 9: KNNK có thể bị kìm hãm bởi tiêu dùng suy yếu trong năm 2024**

Dự phóng tăng trưởng KNNK quần áo và tiêu dùng của Mỹ

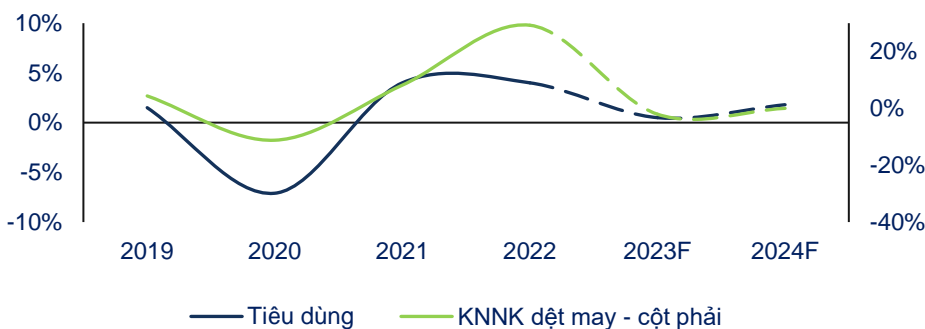


Nguồn: Conference Board, FPTS ước tính

## Thị trường EU:

**Biểu đồ 10: Kim ngạch nhập khẩu hồi phục nhờ tiêu dùng tăng trưởng**

Dự phóng tăng trưởng KNNK quần áo và tiêu dùng của EU



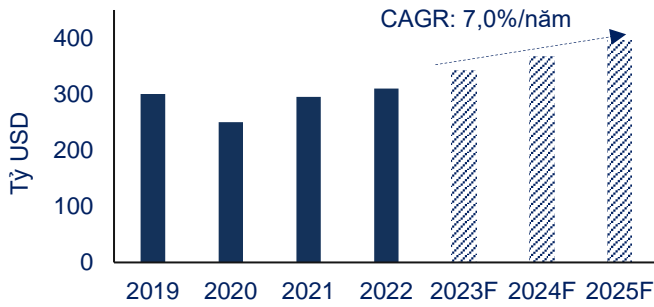
Nguồn: EC, FPTS ước tính

Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch nhập khẩu quần áo của EU tăng trưởng ở +2,8% YoY trong 2024 dựa trên giả định chi tiêu hộ gia đình tăng +1,8% YoY (+1,3 đpt so với 2023F) – đến từ đến từ thu nhập thực cải thiện khi lạm phát hạ nhiệt và tiền lương tăng trưởng, *theo European Commission*.

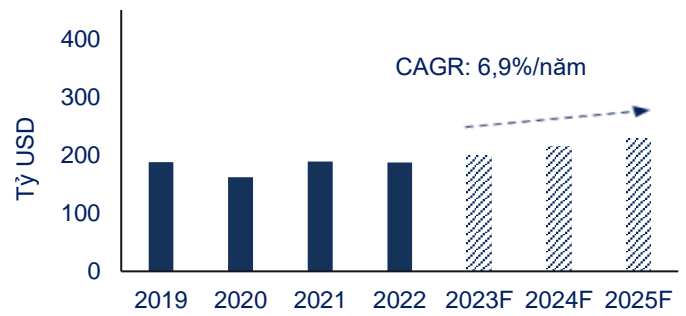
**(2) Nhu cầu sản phẩm tăng trưởng nhanh:** TNG hưởng lợi khi nhu cầu nhóm sản phẩm cốt may chính (quần áo thể thao, trẻ em) có mức độ tăng trưởng cao hơn trung bình ngành (chỉ ở ~4,6%/năm). Doanh thu với khách hàng bán lẻ O2 mặt hàng này lần lượt chiếm 48% và 30% doanh thu may năm 2022.

**Nhóm quần áo thể thao:** Doanh thu nhóm quần áo thể thao toàn cầu ước đạt ~371 tỷ USD ở 2022 và dự phóng đạt 455 tỷ USD vào năm 2025 – tương ứng tăng trưởng +7,0%/năm (*theo Euromonitor*) với các yếu tố thúc đẩy nhu cầu như sau: (1) Người tiêu dùng ngày càng chú ý đến thể thao để cải thiện sức khỏe (2) Đồ thể thao được sử dụng nhiều hơn trong hoạt động thường ngày nhờ tính thẩm mỹ cải thiện.

**Nhóm quần áo trẻ em:** Doanh thu nhóm quần áo trẻ em toàn cầu ước đạt ~187,3 tỷ USD ở 2022 và dự phóng đạt 319 tỷ USD vào năm 2030 – tương ứng +6,9%/năm (*theo Globe Newswire*) với các yếu tố thúc đẩy chính như sau: (1) Số lượng trẻ sơ sinh tăng trưởng ổn định (2) Nhu cầu sử dụng quần áo trẻ em có thương hiệu ngày càng cao.

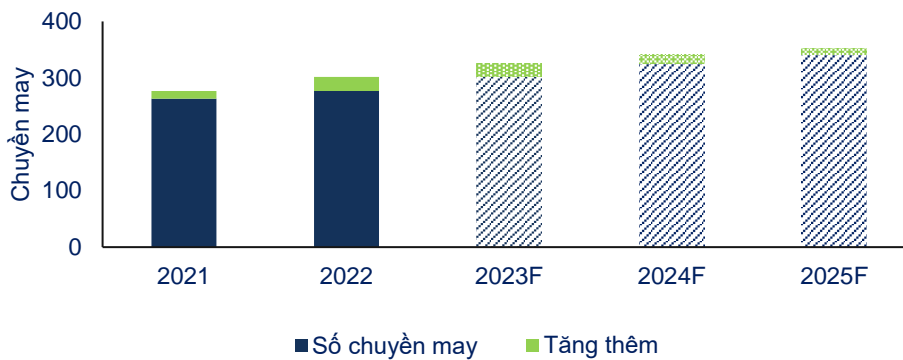
**Biểu đồ 11: Dự phóng tăng trưởng doanh thu toàn cầu của nhóm quần áo thể thao**


Nguồn: McKinsey, Euromonitor

**Biểu đồ 12: Dự phóng tăng trưởng doanh thu toàn cầu của nhóm quần áo trẻ em**


Nguồn: Globe Newswire

### (3) Công suất:

**Biểu đồ 13: Dự phóng tăng trưởng công suất của TNG**


Nguồn: TNG, FPTs ước tính

Tới năm 2025, công suất của TNG dự phóng sẽ tăng 8% so với 2023 (từ 326 chuyên lên 352 chuyên) theo kế hoạch của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch phù hợp do các nhà máy may của TNG hiện đều đạt trên 90% công suất và nhu cầu đặt may được dự báo sẽ hồi phục và tăng trưởng từ nửa cuối năm 2024.

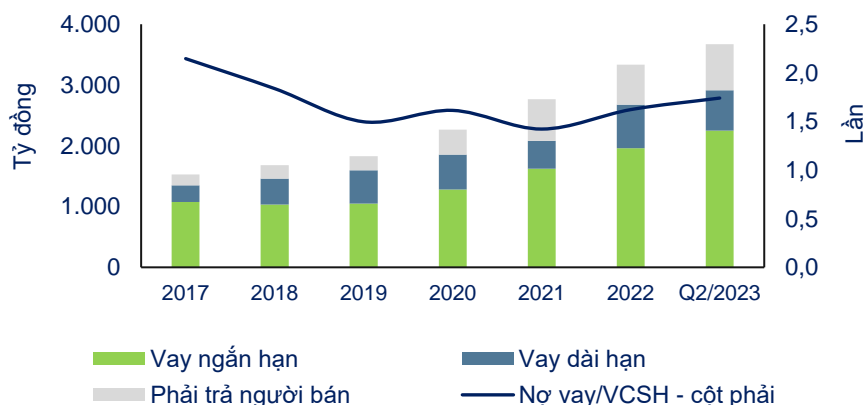
## C. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

**TNG đối mặt với rủi ro thanh toán, áp lực chi phí lãi vay và rủi ro tỷ giá khi sử dụng đòn bẩy nợ vay cao để mở rộng quy mô nhanh.** Trong đó, chúng tôi đánh giá rủi ro thanh toán chưa đáng ngại, do khả năng thu tiền từ khách hàng được hỗ trợ bởi: (i) khách hàng có uy tín dụng cao và (ii) khoản phải thu được phân tán. Ngược lại, chi phí lãi vay của TNG chịu ảnh hưởng của biến động lãi suất. Rủi ro tỷ giá (phần lớn đến từ 70% nợ vay bằng USD) được bù đắp bởi 99% doanh thu bằng USD.

### 1. TNG duy trì tỷ lệ nợ vay cao kéo theo rủi ro thanh toán và lãi vay

**Biểu đồ 14: Nợ vay chiếm phần lớn nguồn vốn**

Cơ cấu nguồn vốn của TNG



Nguồn: TNG

Duy trì đòn bẩy nợ vay cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành giúp TNG tăng trưởng nhanh trong giai đoạn nhu cầu đặt may mở rộng, mặt khác khiến TNG phải đối mặt với rủi ro thanh toán và rủi ro lãi suất. Từ năm 2017 đến nay tỷ lệ nợ vay/VCSH của TNG ở 1,5 – 1,9 lần, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp MSH (0,54), TCM (0,46).

Nợ vay chiếm ~74% nợ phải trả của TNG, trong đó 60% là nợ vay ngắn hạn - chủ yếu dùng để tài trợ cho mua nguyên liệu dệt may trong kỳ.



## 2. TNG có chỉ số thanh toán hiện thời thấp trong ngành nhưng chưa đáng ngại

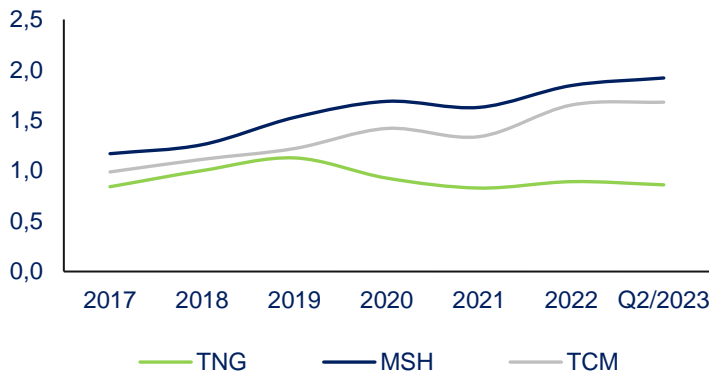
TNG chịu rủi ro thanh toán lớn hơn các doanh nghiệp cùng ngành với tỷ lệ thanh toán hiện thời thấp, tuy nhiên chúng tôi đánh giá rủi ro này chưa đáng ngại, do được hạn chế bởi:

(1) Khách hàng có uy tín tín dụng cao khi không có lịch sử nợ xấu với TNG. Bên cạnh đó, kết quả kinh doanh của đối tác tăng trưởng tích cực là yếu tố giúp giảm thiểu rủi ro không thu được tiền cho TNG. (chi tiết kết quả kinh doanh của một số đối tác lớn tại [Mỹ](#) và [EU](#), chiếm ~60% doanh thu may)

(2) Rủi ro không thu được tiền cũng được phân tán khi không có đối tác nào chiếm quá 30% khoản phải thu - chiếm tỷ trọng lớn nhất là TCP với 24,9%.

**Biểu đồ 15: Rủi ro thanh toán lớn hơn trung bình ngành**

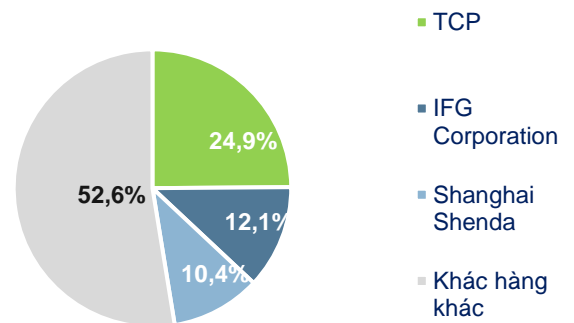
Chỉ số thanh toán hiện thời của các doanh nghiệp



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

**Biểu đồ 16: Rủi ro phải thu được phân tán**

Cơ cấu khoản phải thu tại Q2/2023



Nguồn: TNG

## 3. Áp lực lãi suất hạ nhiệt trong nửa cuối năm

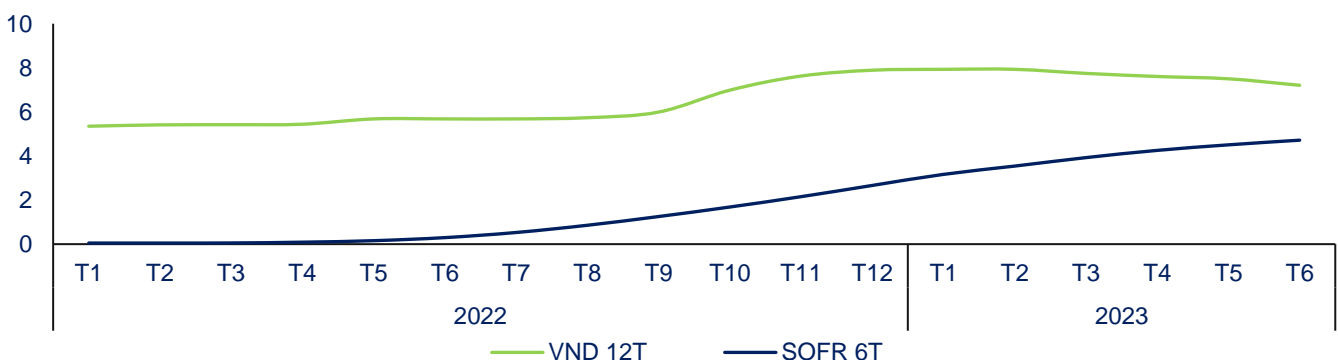
TNG chịu tác động tiêu cực khi lãi suất tăng với tỷ lệ vay nợ cao và ~85% nợ vay có lãi suất thả nổi. Tại Q2/2023 chúng tôi ước tính khoảng 68% nợ vay (~1.450 tỷ đồng) phụ thuộc vào lãi suất USD kỳ hạn 06 tháng và 32% (~700 tỷ) phụ thuộc vào biến động lãi suất VND kỳ hạn 12 tháng.

Cho nửa cuối 2023, chúng tôi đánh giá rủi ro lãi suất sẽ giảm khi: (1) lãi suất USD tăng chậm lại dựa trên kỳ vọng FED dừng tăng lãi suất khi nền kinh tế Mỹ suy yếu trong H2/2023 và (2) lãi suất VND nhiều khả năng cũng sẽ không tăng để phản ánh các chính sách kích thích kinh tế của Việt Nam - từ tháng 04/2023 tới nay lãi suất huy động VND đã giảm khoảng 0,94 đpt.

Với TNG, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay sẽ tăng khoảng 20 tỷ nếu mặt bằng lãi suất tăng 01 đpt, tương ứng với ~8,5% lợi nhuận trước thuế dự phóng năm 2023.

**Biểu đồ 17: Lãi suất tăng chậm lại**

Lãi suất huy động VND kỳ 12T và USD kỳ 6T từ 2022 – tháng 07/2023



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

## D. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ

Dựa trên phương pháp tổng giá trị các thành phần (gồm mảng may và mảng bất động sản), chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu TNG là **22.700 VND/cp**, cao hơn **26,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 24/08/2023, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TNG.

Giá mục tiêu của cổ phiếu TNG giảm khoảng 11.900 VND/cp (tương đương ~53%) so với Báo cáo định giá lần đầu T04/2022, các thành phần có thay đổi như sau: thành phần DCF giảm 11.300 VND/cp, thành phần P/B của bất động sản giảm 600 VND/cp.

Phương pháp định giá	T08/2023	T04/2022	Nguyên nhân thay đổi
Chiết khấu dòng tiền DCF (VND/cp)	21.100	32.400	Biên lợi nhuận gộp dự phóng năm 2023 giảm do nhu cầu thị trường giảm mạnh. Chi phí lãi vay năm 2023 tăng.
Định giá P/B mảng bất động sản (VND/cp)	1.600	2.200	Định giá của thị trường cho các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp giảm.
Tổng giá trị (VND/cp)	22.700	34.600	

### Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
<b>MUA</b>	<b>T04/2022</b>	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

### Thay đổi quan trọng trong mô hình định giá

Yếu tố	Báo cáo T08/2023	Báo cáo T04/2022	Cơ sở giả định
Biên lợi nhuận gộp mảng may năm 2023	12,7%	15,1%	TNG làm nhiều đơn hàng có biên lợi nhuận gộp thấp.
Số chuyển may của doanh nghiệp năm 2023	326	332	Điều chỉnh theo kế hoạch của doanh nghiệp

## I. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

## II. Kết quả định giá mảng may theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF

### 1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T08/2023	T04/2022
Chi phí sử dụng VCSH	18,2%	17,9%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	12,2%	11,0%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	2,50%	2,42%
Hệ số beta không đòn bẩy	0,75	0,73
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%	9,46%
Tăng trưởng dài hạn	02%	02%
Thời gian dự phóng	10 năm	10 năm

**2. Kết quả định giá**

<b>Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)</b>		<b>Giá trị</b>
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu		2.417.293
(+) Tiền và đầu tư tài chính		926
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		0
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>		<b>2.418.219</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		113
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>21.302</b>
<b>Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)</b>		<b>Giá trị</b>
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp		5.269.701
(+) Tiền và đầu tư tài chính		926
(-) Vay nợ		2.906.358
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		0
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>		<b>2.364.269</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		113
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>20.826</b>

**III. Kết quả định giá mảng bất động sản theo phương pháp so sánh P/B**
**1. Ước tính giá trị sổ sách dự án bất động sản CCN Sơn Cẩm**

<b>Đơn vị</b>	<b>Tổng (tỷ đồng)</b>	<b>Trung bình mỗi cổ phiếu (VND/cp)</b>
(1) Tài sản	565	4.977
Giá trị đầu tư	565	3.393
(2) Các khoản vay	385	1.584
(3) Giá trị vốn chủ sở hữu = (1) – (2)	179	1.233

**2. Kết quả định giá P/B**

<b>Giá trị sổ sách trung bình mỗi cổ phiếu</b>	<b>Hệ số P/B trung bình</b>	<b>Giá trị (VND/cp)</b>
1.233	1,03	1.639

**3. Các cổ phiếu bất động sản áp dụng tính hệ số P/B trung bình**

<b>Doanh nghiệp</b>	<b>Mã CK</b>	<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	<b>Giá trị sổ sách mảng BĐS (tỷ đồng)</b>	<b>P/B</b>
CTCP Phát triển đô thị Kinh Bắc	KBC	23.795	19.799	1,2x
CTCP Long Hậu	LHG	1.384	1.483	0,9x
CTCP Phát triển đô thị công nghiệp số 2	D2D	889,6	921	0,9x
<b>Trung bình</b>				<b>1,03</b>

## E. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6.772	6.728	7.394	7.874
- Giá vốn hàng bán	5.784	5.870	6.379	6.777
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>999</b>	<b>857</b>	<b>1.015</b>	<b>1.096</b>
- Chi phí bán hàng	(78)	(67)	(73)	(117)
- Chi phí quản lí DN	(368)	(300)	(367)	(391)
- Lợi nhuận khác	(14)	-	-	-
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>553</b>	<b>490</b>	<b>575</b>	<b>588</b>
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(21)	(25)	(26)	(27)
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	<b>518</b>	<b>465</b>	<b>549</b>	<b>561</b>
- Chi phí lãi vay	(160)	(182)	(151)	(135)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>359</b>	<b>283</b>	<b>394</b>	<b>422</b>
- Thuế TNDN	(66)	(53)	(75)	(80)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>293</b>	<b>230</b>	<b>319</b>	<b>342</b>
EPS (đ)	2.660	2.054	2.896	3.103

Khả năng sinh lợi	2022A	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,8%	12,7%	13,7%	13,9%
Tỷ suất LNST	4,3%	3,4%	4,3%	4,3%
ROE DuPont	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA DuPont	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,7%	6,9%	7,4%	7,1%
LNST/LNTT	81,7%	81,3%	81,0%	81,0%
LNTT / EBIT	69,2%	60,9%	71,8%	75,2%
Vòng quay tổng tài sản	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Đòn bẩy tài chính	310,2%	288,9%	246,8%	230,3%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023F	2024F	2025F
Thanh toán hiện hành	0,89	0,89	0,97	1,01
Thanh toán nhanh	0,45	0,37	0,42	0,47
Thanh toán tiền mặt	0,18	0,06	0,08	0,14
Nợ / Tài sản	0,51	0,43	0,37	0,36
Nợ / VCSH	1,62	1,12	0,88	0,81
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,19	0,87	0,75	0,75
Nợ dài hạn / VCSH	0,43	0,25	0,12	0,06
Khả năng TT lãi vay	-3,25	-2,56	-3,64	-4,16

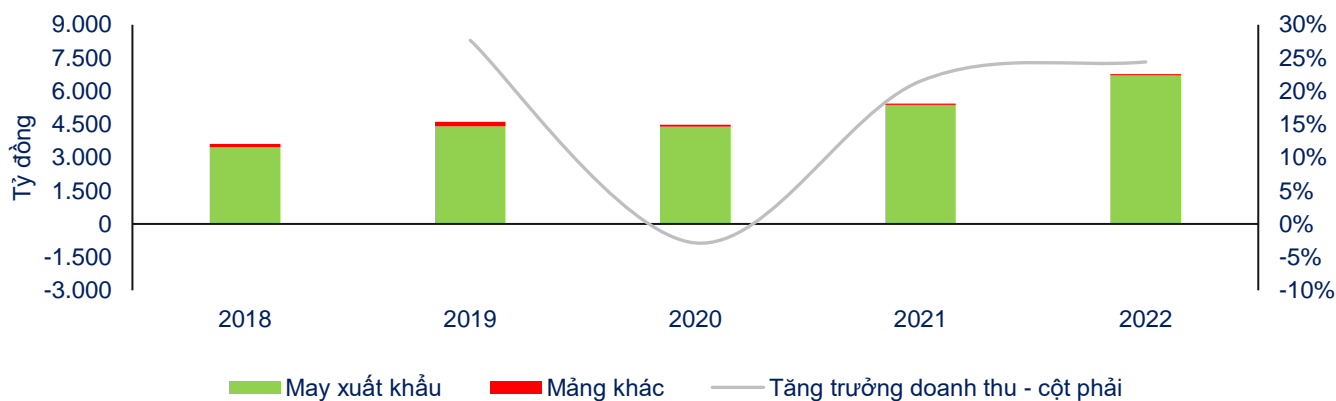
CĐKT	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản</b>	<b>5.292</b>	<b>4.748</b>	<b>4.803</b>	<b>5.125</b>
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	512	151	193	370
+ Các khoản phải thu	559	615	688	727
+ Hàng tồn kho	1.280	1.270	1.379	1.465
+ Tài sản ngắn hạn khác	256	157	170	179
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.608</b>	<b>2.193</b>	<b>2.430</b>	<b>2.741</b>
+ Nguyên giá TSCĐHH	2.962	3.090	3.315	3.551
+ Khấu hao lũy kế	(1.171)	(1.372)	(1.587)	(1.794)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	1.791	1.717	1.729	1.757
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	145	145	145	145
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2.684</b>	<b>2.555</b>	<b>2.373</b>	<b>2.384</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.292</b>	<b>4.748</b>	<b>4.803</b>	<b>5.125</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	658	705	774	825
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.961	1.581	1.543	1.704
+ Nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2.925</b>	<b>2.462</b>	<b>2.509</b>	<b>2.727</b>
+ Vay và nợ dài hạn	715	461	249	132
+ Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>717</b>	<b>461</b>	<b>249</b>	<b>132</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.898</b>	<b>1.498</b>	<b>1.759</b>	<b>1.939</b>
+ Thặng dư	41	41	41	41
+ Vốn điều lệ	1.051	1.051	1.051	1.051
+ LN chưa phân phối	251	369	511	648
+ Khác	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.651</b>	<b>1.825</b>	<b>2.045</b>	<b>2.266</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>5.292</b>	<b>4.748</b>	<b>4.803</b>	<b>5.125</b>

Hiệu quả vận hành	2022A	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	28,5	28,0	29,0	29,0
Số ngày tồn kho	78,6	80,0	80,0	80,0
Số ngày phải trả	35,5	38,3	38,3	38,3
Thời gian luân chuyển tiền	71,5	69,7	70,7	70,7
COGS / Hàng tồn kho	4,5	4,6	4,6	4,6

**F. PHỤ LỤC**
**I. Kết quả kinh doanh 2022 (trở về)**

Năm 2022, kết quả kinh doanh của TNG tăng trưởng tích cực với doanh thu đạt ~6.778 tỷ đồng (+24,5% YoY) lợi nhuận sau thuế đạt 292 tỷ đồng (+25,8% YoY) hoàn thành lần lượt 112% và 104% kế hoạch.

Trong đó, mảng may vẫn là động lực tăng trưởng chính – chiếm 99% doanh thu, giá trị đạt ~6.702 tỷ đồng (+24,6% YoY). Mảng may tăng trưởng tốt nhờ tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu hồi phục, theo đó thúc đẩy đối tác gia tăng đơn hàng với TNG.

**Biểu đồ 18: Doanh thu của TNG giai đoạn 2018 - 2022**

*Nguồn: TNG*

Chi tiết kết quả kinh doanh:

**Bảng 4: Kết quả kinh doanh năm 2022**

Đơn vị: Tỷ đồng	Năm 2022	%YoY	%TH/KH
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>6.772</b>	<b>+24,4%</b>	<b>112%</b>
Mảng may xuất khẩu	6.703	+24,6%	
Mảng bất động sản	19,8	-38,6%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>999</b>	<b>+29,8%</b>	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,8%	+0,6 đpt	
May xuất khẩu	983	+36,8%	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,7%	+1,3 đpt	
Bất động sản	8,7	+51,7%	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	44,2%	+26,3 đpt	
Doanh thu tài chính	121	+101,4%	
Chi phí tài chính	301	+77,6%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	159	+27,7%	
Chi phí bán hàng & quản lý	452	+35,9%	
% Doanh thu	6,7%	-0,2 đpt	
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>292</b>	<b>+25,5%</b>	<b>104%</b>

*Nguồn: TNG*

Các thay đổi chính:

**(1) Doanh thu** ~6.772 tỷ đồng, mở rộng +24,4% YoY – đóng góp chủ yếu bởi tăng trưởng của mảng may xuất khẩu. TNG đã nhận được thêm đơn hàng từ các đối tác khi nhu cầu tiêu dùng dệt may phục hồi ở thị trường Mỹ và EU – tiêu dùng hàng may mặc ở 02 thị trường này tăng lần lượt +6,6%YoY và +04% YoY.

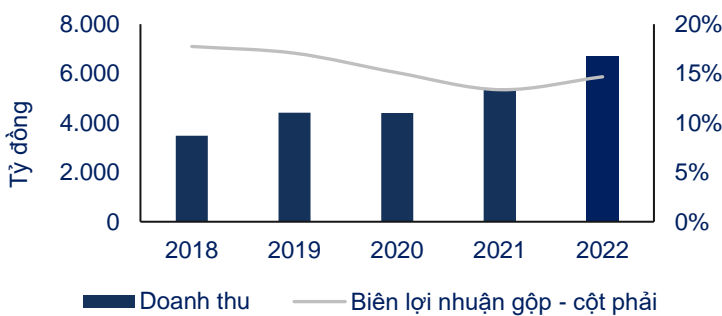
**(2) Lợi nhuận gộp đạt 999 tỷ đồng (+29,8% YoY)** tương ứng biên lợi nhuận gộp ở mức 14,8% (tăng nhẹ 0,6 đpt YoY) chủ yếu nhờ giá nguyên liệu dệt may giảm dần từ Q2 2022. Tới tháng 12/2022, giá xơ và bông nguyên liệu nhập khẩu đã hạ nhiệt với -10% YTD và +3,5% YTD.

**(3) Thu nhập tài chính ròng** (Doanh thu tài chính – Chi phí tài chính) âm 180 tỷ đồng (cùng kỳ âm 109 tỷ) chủ yếu do khoản chi phí lãi vay của TNG tăng mạnh +33,2%, đến từ doanh nghiệp tăng vay ngắn hạn và chi phí trả lãi trái phiếu. Chúng tôi ước tính, tiền lãi trái phiếu TNG đã trả trong năm 2022 khoảng 53 tỷ đồng, tương đương ~33% tổng chi phí lãi vay, trong khi năm 2021 khoản này chỉ có tỷ trọng khoảng 24%.

**Cụ thể các mảng kinh doanh của TNG:**

**1. Màng may**

**Biểu đồ 19: Doanh thu màng may năm 2022**

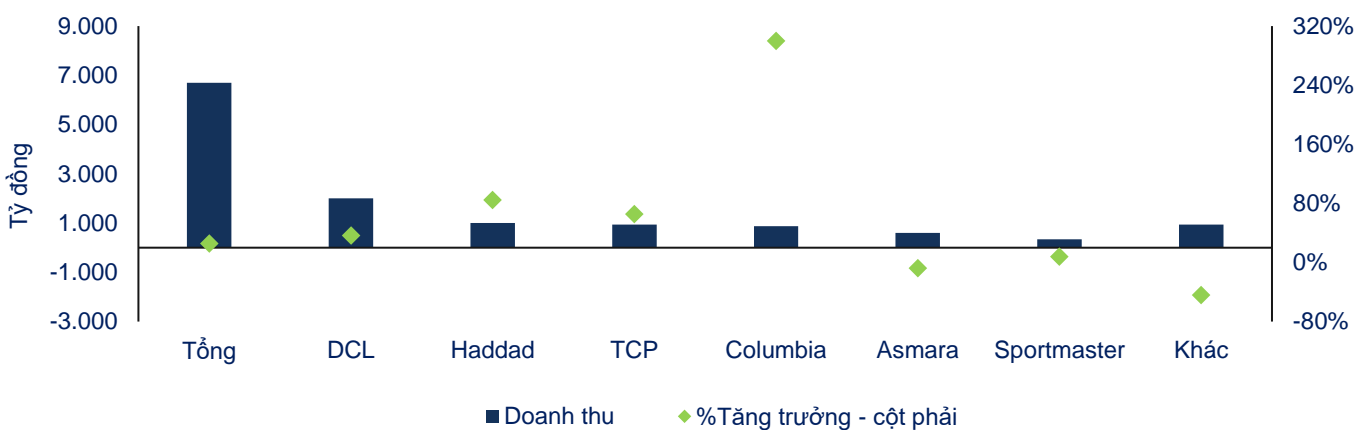


Năm 2022, doanh thu màng may đạt 6.703 tỷ đồng (+24,6% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ ở các thị trường xuất khẩu chủ lực hồi phục và tăng trưởng cao, theo đó thúc đẩy đối tác gia tăng đơn hàng với TNG. Cụ thể doanh thu với 04 khách hàng lớn (72% doanh thu): Decathlon (chiếm 30% doanh thu) +38,3% YoY, Haddad (chiếm 15% doanh thu) +86,7% YoY, TCP (chiếm 14% doanh thu) +67,5% YoY.

Biên lợi nhuận gộp đạt ~14,7% (cải thiện 1,3 đpt so với 2021) nhờ chi phí nguyên liệu giảm.

Nguồn: TNG

**Biểu đồ 20: Doanh thu may với các khách hàng**



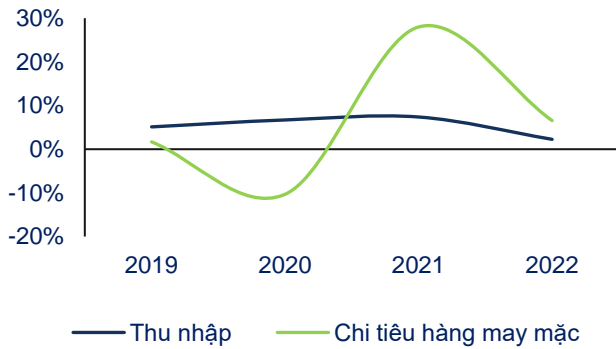
Nguồn: TNG

Cụ thể kết quả kinh doanh tại thị trường lớn Mỹ (44% doanh thu) và EU (32%) doanh thu:

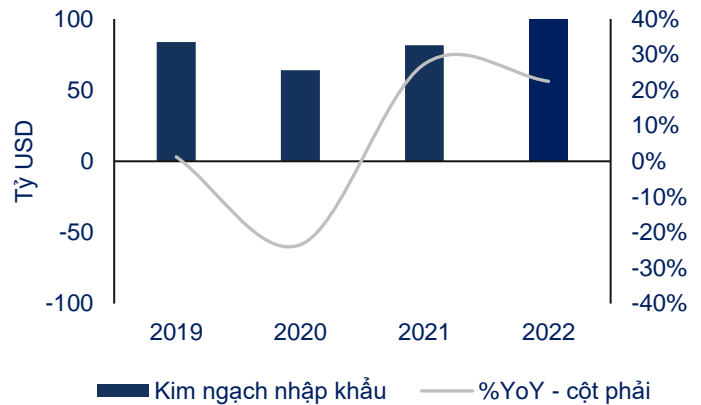
**Thị trường Mỹ (44% doanh thu)**

Năm 2022, doanh thu xuất khẩu của TNG sang Mỹ tăng trưởng cao ở +28,9% YoY nhờ đà tăng trưởng cao của tiêu dùng hậu Covid. Cụ thể,

Kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ tăng ở +25,5% YoY (giá trị đạt ~100 tỷ USD) do người tiêu dùng chi tiêu nhiều hơn cho hàng may mặc ở mức +6,6% YoY. Điều này được hỗ trợ phần lớn bởi thu nhập tăng lên +2,3% YoY và sử dụng phần tiền tiết kiệm dư thừa từ thời kỳ Covid.

**Biểu đồ 21: Tăng trưởng thu nhập và chi tiêu hàng may mặc**


Nguồn: Bureau of Economic Analysis

**Biểu đồ 22: Kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc Mỹ**


Nguồn: OTEXA

### Các khách hàng lớn tại Mỹ (quay lại)

(1) *The Children Palace (TCP)* đóng góp 14% doanh thu của TNG năm 2022 – tương đương ~891 tỷ đồng. Đơn hàng của TNG với đối tác TCP tăng trưởng cao trong năm ở +63,7% YoY nhờ hoạt động kinh doanh của TCP phục hồi theo tiêu dùng của thị trường Mỹ. Doanh thu của TCP đã tăng +25,8% YoY trong năm tài chính 2022, giá trị đạt ~ 1,9 tỷ USD.

TCP là đối tác lâu năm của TNG với các sản phẩm đặt may chủ yếu là quần áo trẻ em – có biên lợi nhuận khoảng 14%. Tại Mỹ, TCP là nhãn hàng bán lẻ thời trang trẻ em có quy mô lớn, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng đã chậm lại với CAGR chỉ ~2,1%/năm từ 2017. Hiện nay, TCP đang tiếp tục tiến hành tái cấu trúc các kênh bán hàng nhằm tăng trưởng doanh thu và cắt giảm chi phí – cắt giảm các cửa hàng bán lẻ, đồng thời mở rộng kênh Online.

**Biểu đồ 23: Tăng trưởng doanh thu của TNG với TCP**


Nguồn: TNG, FPT S ước tính

**Biểu đồ 24: Kết quả kinh doanh của TCP**

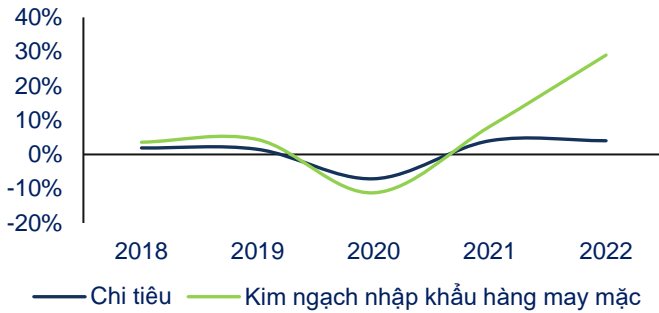

Nguồn: Bloomberg

(2) *Columbia (COLM)* đóng góp 10% doanh thu của TNG. Năm 2022, doanh thu từ đối tác này tăng mạnh ở +238% YoY (giá trị đơn hàng đạt 737 tỷ đồng), nhờ kết quả kinh doanh của COLM tăng trưởng tích cực. Doanh thu của COLM tăng +11% YoY trong năm 2022, phản ánh nhu cầu tiêu dùng cao tại thị trường Bắc Mỹ.

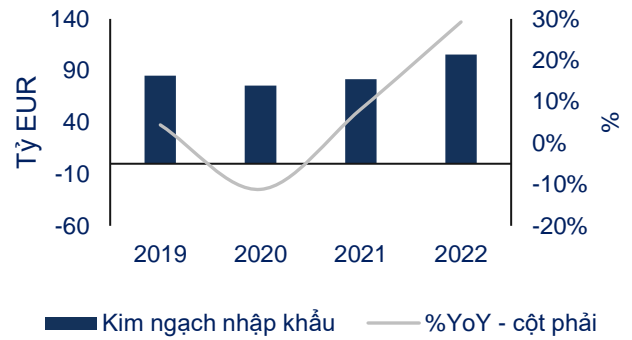
Columbia là khách hàng quen thuộc của TNG – từ năm 2017 đến nay chiếm khoảng 05% - 10% trong doanh thu may của TNG. COLM là tập đoàn bán lẻ thời trang lớn của Mỹ - sở hữu các thương hiệu có tiếng: Columbia, Sorel, Praha – thị trường của COLM tập trung tại khu vực Bắc Mỹ (73% doanh thu). Trong giai đoạn 2017 – 2022, doanh thu COLM tăng trưởng bình quân 8,9%/năm.

### Thị trường EU (32% doanh thu)

Năm 2022, doanh thu xuất khẩu của TNG sang EU tăng trưởng cao ở +14% YoY nhờ đà tăng trưởng cao của tiêu dùng hậu Covid. Kim ngạch nhập khẩu dệt may của EU đã tăng mạnh ở +29% YoY nhờ chi tiêu thực tăng trưởng +04% YoY.

**Biểu đồ 25: Tăng trưởng chi tiêu và kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của EU**


Nguồn: Euro Commission

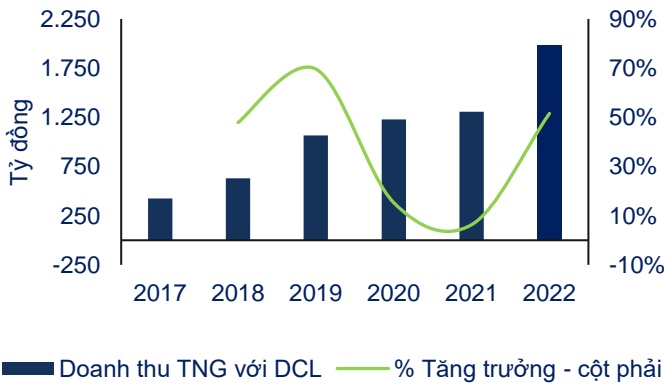
**Biểu đồ 26: Kim ngạch nhập khẩu dệt may của EU**


Nguồn: Eurostat

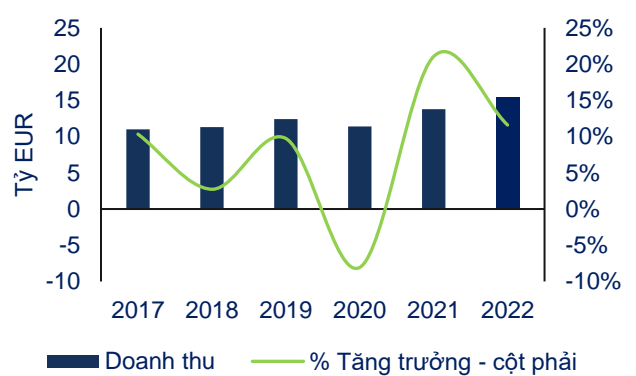
### Khách hàng lớn tại EU ([quay lại](#))

**Decathlon (DCL)** đóng góp 30% doanh thu cho TNG năm 2022 – tương đương ~1.980 tỷ đồng. Đơn hàng của TNG với đối tác DCL tăng thêm +50% YoY nhờ hoạt động kinh doanh của DCL tăng trưởng tốt khi tiêu dùng hàng may mặc hồi phục. Doanh thu của DCL đã tăng +12% YoY trong năm tài chính 2022, giá trị đạt ~ 15,4 tỷ EUR.

Decathlon là đối tác lớn nhất của TNG với các sản phẩm dệt may chủ yếu là áo khoác, găng tay – có biên lợi nhuận gộp khoảng 14% - 16%. Trong lĩnh vực đồ thể thao, DCL là nhãn hàng bán lẻ lớn nhất thế giới với ~1.751 cửa hàng tại 72 quốc gia, doanh thu DCL tăng trưởng bình quân 7,5%/năm trong 2016 – 2022. 50% doanh thu của DCL đến từ thị trường EU, trong đó khoảng 30% từ Pháp và 20% từ các quốc gia Đức, Italia, Tây Ban Nha

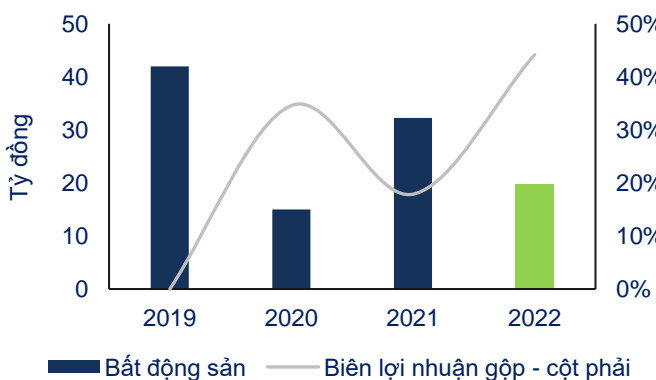
**Biểu đồ 27: Tăng trưởng doanh thu của TNG với DCL**


Nguồn: TNG, FPTS ước tính

**Biểu đồ 28: Kết quả kinh doanh của DCL**


Nguồn: Decathlon, FPTS tổng hợp

## 2. Mảng bất động sản

**Biểu đồ 29: Doanh thu mảng bất động sản**


Nguồn: TNG

Mảng bất động sản của TNG trong năm 2022 chỉ chiếm 0,3% doanh thu và 0,9% lợi nhuận gộp, giá trị lần lượt đạt 19,8 tỷ (-38,6% YoY) và 7,2 tỷ (+51% YoY).

Doanh thu năm 2022 giảm do TNG chỉ còn ghi nhận phần nhỏ doanh thu dự án TNG Village và cho thuê 55 căn hộ tại dự án này - phần lớn doanh thu đã được ghi nhận trong 2019 – 2021.

Biên lợi nhuận gộp của mảng bất động sản đạt 44,2% cải thiện 26,3 đpt so với 2022 do TNG không phải chịu các chi phí phát triển dự án mà chỉ tập trung vào cho thuê và bảo trì dự án TNG Village.



**Đối với dự án Cụm Công Nghiệp Sơn Cầm:** Diện tích bán thương mại giảm 45% do TNG đã thay đổi kế hoạch kinh doanh. Theo đó, doanh nghiệp sẽ dùng 15ha cho nhà máy nội bộ và 7ha chuyển nhượng cho công ty con TNG Land, 27ha còn lại để cho thuê (giảm 24ha so với kế hoạch ban đầu là cho thuê toàn bộ 49ha thương phẩm). TNG cho biết toàn bộ phần diện tích này đã được cấp sổ đỏ và sẵn sàng cho thuê.

**Bảng 5: Kế hoạch kinh doanh Cụm công nghiệp Sơn Cầm**

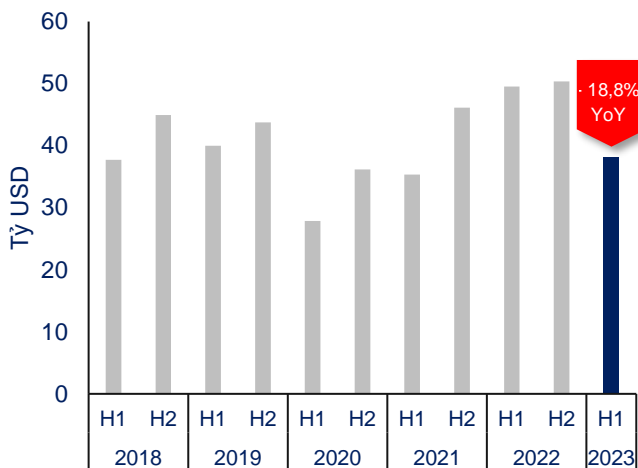
	Kế hoạch ban đầu	Kế hoạch điều chỉnh
Diện tích bán thương mại (ha)	49	25
Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	1.331	300

Nguồn: TNG, FPT S ước tính

## II. Nhập khẩu quần áo của Mỹ và EU suy giảm trong H1/2023 ([quay lại](#))

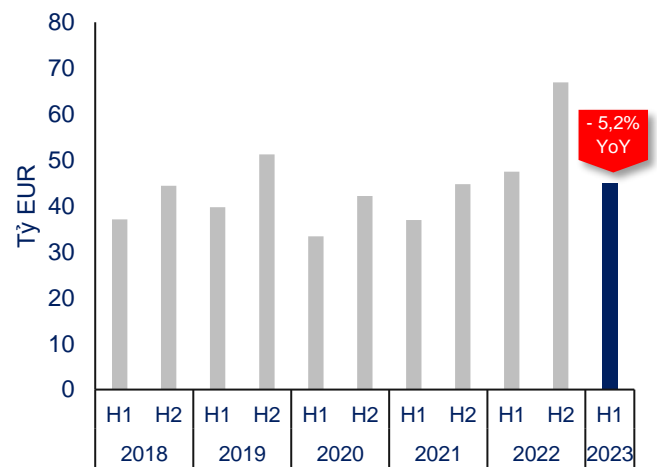
Trong H1/2023, kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc tại thị trường Mỹ và EU (chiếm 73% doanh thu may của TNG) đã giảm lần lượt -18,8% YoY và -5,2% YoY do tiêu dùng quần áo tăng chậm – tác động bởi lạm phát cao. Trong đó, cầu nhập khẩu tại Mỹ bị kìm hãm thêm bởi hàng tồn kho may mặc cao hơn +8,9% so với trung bình trước Covid.

**Biểu đồ 30: Kim ngạch nhập khẩu dệt may Mỹ H1/2023**



Nguồn: OTEXA

**Biểu đồ 31: Kim ngạch nhập khẩu dệt may EU H1/2023**



Nguồn: Eurostat

**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 0 cổ phiếu TNG, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của 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**

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

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3773 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: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6291 0607

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

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.23) 6355 3888