

Khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG

HOSE: TCM

Dệt May

Giá mục tiêu 2017 (VND)

33,300

Giá thị trường (VND)

26,000

Tỷ lệ tăng giá

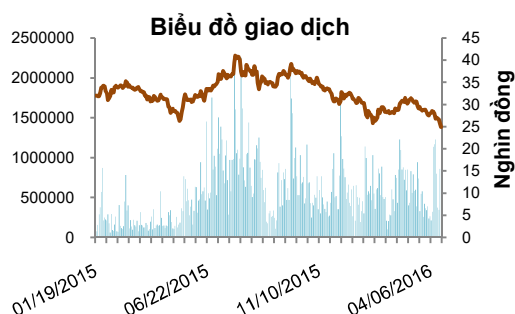
28.1%

Suất sinh lợi cổ tức

9.6%

Tỷ suất sinh lợi

37.7%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-14.5	-9.1	-9.7	-16.7
Tương đối	-17.9	-12.8	-23	-21.3

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Thông kê 26/04/2016

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 42.1k-24.8k

SL lưu hành (triệu cp) 49.2

Vốn hóa (tỷ đồng) 1,279

Vốn hóa (triệu USD) 57.52

% khối ngoại sở hữu 49%

Tỷ lệ cp tự do (%) 56.4

KLGD TB 3 tháng (cp) 598,904

VND/USD 22,235

Index: VNIndex / HNX 591.38/80.5

Cơ cấu sở hữu 26/04/2016

E-land Asia Holdings 43.23%

Ple., Ltd

Công ty CP Dệt may 6%

Đầu tư TM Thành Công

Lê Quốc Hưng 4.99%

Lâm Quang Thái 4.83%

Cổ đông khác 40.95%

Lê Thị Nu

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1460

Nu.lt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

CTCP DỆT MAY ĐẦU TƯ THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (HOSE: TCM) triển vọng phát triển từ nhà máy Vĩnh Long và hiệp định TPP

Năm 2015, doanh thu tăng trưởng 8.6% tuy nhiên lợi nhuận ròng giảm 8.7% so với cùng kỳ do sự chi phí khấu hao và chi phí lãi vay của nhà máy Vĩnh Long- đi vào hoạt động tháng 7/2015, và giảm giá 5% của VND so với USD- dẫn tới khoản lỗ tỷ giá 40 tỷ VND.

Mảng kinh doanh sản phẩm may mặc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu với 61.55%, tiếp theo là sợi và vải với 29.42% và 9.03%. Mảng kinh doanh may mặc cũng mang lại lợi nhuận biên lợi nhuận ròng cao nhất khoảng 9-10%, “cứu cánh” cho năm tài chính 2015 của TCM khi kinh doanh sợi chịu ảnh hưởng bởi giá dầu giảm.

Năm 2016, sự không chắc chắn của giá dầu và tỷ giá vẫn còn tiếp tục, TCM đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng với doanh thu 3,264 tỷ đồng và 160 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng 17% và 4.5% so với cùng kỳ. Đối với nhà máy Vĩnh Long, công ty kỳ vọng nhà máy sẽ hòa vốn vào tháng 8/2016.

Vi các đơn hàng chuyển dịch từ Trung Quốc sang Việt Nam để hưởng lợi từ giá nhân công rẻ hơn và hiệp định TPP sắp tới, chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ đạt các kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đã đề ra. Theo đó, mỗi cổ phần TCM có thể kiếm được 3,325 đồng lợi nhuận. Chúng tôi định giá TCM ở mức 33,300 đồng mỗi phần vào cuối năm 2017 dựa trên phương pháp so sánh, tạo ra tổng mức sinh lợi là 37.7% tương đương 17%/năm theo giá trị thị trường hiện tại 26,000 đồng mỗi cp. Xét tới sự tăng trưởng của TCM trong thời gian tới, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu này.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần	2,554	2,571	2,792	3,260	3,782
<i>Tăng trưởng (%)</i>	12	1	9	17	16
EBIT	181	205	219	250	313
EBITDA	237	264	289	340	411
<i>(Không bao gồm LN khác)</i>					
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	9.3	10.3	10.3	10.4	10.9
LNST	124	168	154	164	208
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	4.8	6.5	5.5	5.0	5.5
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.511	3.423	3.121	3.325	4.229
<i>Tăng trưởng (%)</i>	713	36	-9	7	27
ROE (%)	18	22	18	18	20
Nợ ròng/VCSH (%)	110	90	119	102	94
Nợ ròng/ EBITDA (x)	3.40	2.76	3.69	2.96	2.49
PE (x)	10.4	7.6	8.3	7.8	6.1
PB (x)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	8.8	7.6	8.1	6.7	5.7
Cổ tức (VND)	0	1,600	600	1,000	1,500
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	0	6.2	2.3	3.8	5.8

Sức mạnh tài chính**Khả năng thanh khoản**

	2013	2014	2015
Thanh toán hiện hành	1.02	1.01	0.95
Thanh toán nhanh	0.33	0.34	0.23

Năm 2015, tài sản ngắn hạn tăng 17% do sự gia tăng của hàng tồn kho – tăng khoảng 140 tỷ đồng, tương đương với 22% trong khi tiền và tương đương tiền giảm 38% từ 141 tỷ đồng năm 2014 xuống 88 tỷ đồng năm 2015. Đồng thời, khoản mục hàng tồn kho cũng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tài sản ngắn hạn với 67% (chủ yếu là thành phẩm, nguyên liệu, vật liệu và chi phí sản xuất kinh doanh dở dang) do đó đã dẫn đến sự chênh lệch khá lớn giữa chỉ số thanh toán nhanh và chỉ số thanh toán hiện hành.

Năm 2015, nợ ngắn hạn tăng 25%, trong đó phải trả người bán tăng 64.4% và vay ngắn hạn tăng 26.4% so với năm 2014. Các khoản mục này cũng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong nợ ngắn hạn với 17.2% và 66.4%. Do nhà máy Vĩnh Long đi vào hoạt động trễ hơn so với dự kiến ban đầu nên các nhà cung cấp cũng gia hạn thời gian trả nợ cho TCM với kỳ vọng về dòng tiền thu được nhà máy trong ngắn hạn.

Nhìn chung, mặc dù khả năng thanh khoản giảm nhẹ trong giai đoạn 2013-2015, dòng tiền được sử dụng để đầu tư tài sản cố định và vốn lưu động cho nhà máy Vĩnh Long- được kỳ vọng sẽ tạo ra dòng tiền sớm. Hơn nữa, phần lớn các khoản phải trả người bán thuộc về công ty E- land International Fashion, công ty liên doanh với tập đoàn E- land, nên áp lực thanh toán là không cao.

Khả năng trả nợ

	2013	2014	2015
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	169%	154%	180%
Tổng nợ/Tổng tài sản	63%	61%	64%

Một lần nữa, đòn bẩy tài chính có xu hướng tăng nhẹ trong giai đoạn 2013-2015, ảnh hưởng từ nhà máy mới. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tính thanh khoản và khả năng trả nợ sẽ được cải thiện trong tương lai gần khi TCM hưởng lợi khá nhiều từ các hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và thế giới.

Hiệu quả hoạt động

	2013	2014	2015
Vòng quay tổng tài sản	1.29	1.27	1.22
Vòng quay hàng tồn kho	3.57	3.45	3.30
Vòng quay khoản phải thu	16.89	17.63	19.08

Vòng quay tổng tài sản và vòng quay hàng tồn kho có xu hướng giảm nhẹ trong giai đoạn 2013- 2015. Mức gia tăng của tài sản nhanh hơn so với tốc độ tăng của doanh thu; đặc biệt trong năm 2015 do nhà máy tại Vĩnh Long mới đi vào hoạt động tháng 8/2015.

BÁO CÁO CẬP NHẬT –TCM – TĂNG TỶ TRỌNG

Mặc dù sự cạnh tranh khốc liệt trong ngành dệt may, TCM đã quản lý rất tốt khoản phải thu, thời gian thu tiền bình quân từ 18- 21 ngày.

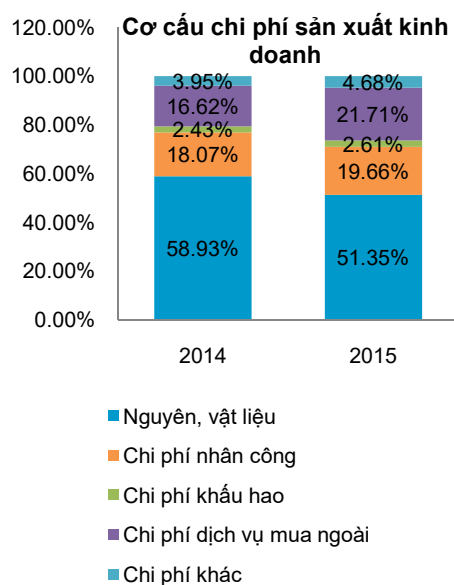
Kết quả kinh doanh 2015

Tỷ đồng	2014	2015	%n/n
Doanh thu	2,571	2,792	8.6%
EBITDA			
(Không bao gồm LN khác)	264	289	9.5%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	<i>10.3</i>	<i>10.3</i>	
Chi phí lãi vay ròng	24.7	24.7	
Lợi nhuận khác	1	-28	
LNST	168	154	-8.3%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	<i>6.5</i>	<i>5.5</i>	
EPS điều chỉnh (VND)	3.423	3.121	-8.8%
ROA (%)	8.3	6.7	
ROE (%)	22	18	

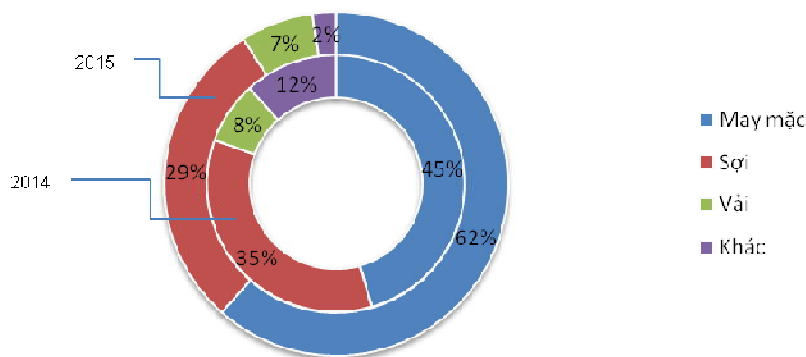
Năm 2015, giá dầu thô giảm mạnh cùng với điều tra bán phá giá sợi tại Thổ Nhĩ Kỳ và xu hướng tiêu dùng sản phẩm vải cotton pha polyester đã ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động của TCM.

Cụ thể, năm 2015, doanh thu tăng 8.6% so với cùng kỳ, từ 2,571 tỷ đồng năm 2014 lên 2,792 tỷ đồng. Mặc dù chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng 25.1% và 18.6% do hoạt động của nhà máy Vĩnh Long (công ty mẹ ghi nhận toàn bộ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của công ty con, công ty TNHH MTV Thanh Công- Vĩnh Long sở hữu công ty nhà máy Vĩnh Long, để hưởng ưu đãi thuế từ nhà máy), biên lợi nhuận gộp cao hơn đã giúp tốc độ tăng của EBITDA cao hơn so với tốc độ tăng của doanh thu.

Lợi nhuận gộp có xu hướng tăng nhẹ trong giai đoạn 2013-2015 từ 13.5% lên 15.3% do sự sụt giảm của nguyên vật liệu đầu vào, đây cũng là chi phí lớn nhất trong chi phí sản xuất kinh doanh của TCM và sự thay đổi cơ cấu doanh thu. Từ biểu đồ sau có thể thấy, đóng góp của doanh thu sản phẩm may mặc (có lợi nhuận gộp từ 20-25%) tăng lên 62% năm 2015 từ 45% năm 2014.



Cơ cấu doanh thu



Triển vọng kinh doanh 2016

Năm 2016, TCM sẽ tập trung ổn định hoạt động tại nhà máy Vĩnh Long 1. Nhà máy được kỳ vọng sản xuất 6 triệu sản phẩm trong năm nay, nâng tổng đầu ra của TCM tăng 33% lên 24 triệu trong năm nay.

TCM đặt mục tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế khá thận trọng lần lượt là 3,264 tỷ đồng và 160 tỷ đồng năm 2016, tương đương tăng 17% và 4% so với cùng kỳ, trong đó ước tính khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá là 30 tỷ đồng và từ nhà máy Vĩnh Long là 30 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ đạt được kế hoạch đã đặt ra:

- Nhà máy Vĩnh Long được kỳ vọng sẽ hòa vốn vào tháng 8/2016. Hơn nữa, với công suất thiết kế 9.6 triệu sản phẩm/năm, đây sẽ là động lực tăng trưởng của TCM trong tương lai
- TCM sẽ được hưởng lợi từ việc Việt Nam ký kết TPP và chi phí nhân công giá rẻ, từ đó sẽ lấy được các đơn hàng từ Trung Quốc.

Tiếp tục duy trì tỷ lệ sở hữu nước ngoài ở mức 49%

Công ty TC E-land, công ty liên doanh giữa TCM và tập đoàn E- land có trụ sở tại Singapore, được thành lập tháng 10/2015, hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ may mặc tại Việt Nam. Để tránh các rào cản kỹ thuật đối với nhà bán lẻ nước ngoài, TCM khó có thể nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên trên 51%, điều này sẽ khiến TCM trở thành công ty nước ngoài, trong tương lai gần.

Định giá

Chúng tôi định giá cp TCM ở mức 33,300 đồng tại thời điểm cuối 2017 dựa trên phương pháp so sánh.

	Ngành dệt may	Ước tính TCM năm 2017	Giá TCM năm 2017
PE	8.00x	EPS = VND4,230	33,800
PB	1.49x	BVPS = VND22,000	32,800
Trung bình			33,300

BÁO CÁO CẬP NHẬT –TCM – TĂNG TỶ TRỌNG

STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	12T PE (x)	PB (x)
1	GMC	Công ty CP Sản xuất Thương mại May Sài Gòn	465.64	6.75	2.00
2	TNG	Công ty CP Đầu tư Thương mại TNG	533.2	7.86	1.31
3	TCM	Công ty CP Dệt may Đầu tư Thương mại Thành Công	1,222.58	8.52	1.38
PE trung bình theo vốn hóa				8.00x	
PB trung bình theo vốn hóa					1.49x

* Loại trừ dữ liệu âm hoặc bất thường. Nguồn: StockPlus. Dữ liệu tại ngày 21/04/2016.

BÁO CÁO CẬP NHẬT –TCM – TĂNG TỶ TRỌNG

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH TCM	Giá hiện tại (VND):	26,000	Giá mục tiêu (VND):	33,300	Vốn hóa (tỷ đồng):	1,279
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	2,284	2,554	2,571	2,792	3,260	3,782
Tăng trưởng (%)	4	12	1	9	17	16
GVHB	2,116	2,209	2,195	2,365	2,762	3,204
Chi phí bán hàng và QLDN	143	164	171	207	248	265
EBITDA (Không bao gồm LN khác)	79	237	264	289	340	411
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	3.5	9.3	10.3	10.3	10.4	10.9
Khấu hao	55	56	59	69	90	98
Lợi nhuận từ HĐKD	24	181	205	219	250	313
Biên LN HĐKD (%)	1.1	7.1	8.0	7.9	7.7	8.3
Chi phí lãi vay ròng	55.7	42.0	24.7	24.7	29.4	28.5
% so với nợ ròng	6	5	3	3	3	3
Khả năng chi trả lãi vay(x)	0.4	4.3	8.3	8.9	8.5	11
Lãi/lỗ khác	11	-5	1	-28	-28	-40
Thuế	-2	11	13	13	29	36
Thuế suất hiệu dụng (%)	8	8	7	8	15	15
Lợi nhuận ròng	-19	124	168	154	164	208
Biên lợi nhuận ròng (%)	-0.8	4.8	6.5	5.5	5.0	5.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.27	0.30	-0.04	0.21	0.20	0.20
LN dành cho công ty mẹ	-20	124	168	154	164	208
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	44.7	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
EPS hiệu chỉnh (VND)	-0.410	2,511	3,423	3,121	3,325	4,230
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	-118	713	36	-9	7	27
Cổ tức (VND)	1,500	0	1,600	600	1,000	1,500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	15	0	16	6	10	15

BÁO CÁO CẬP NHẬT –TCM – TĂNG TỶ TRỌNG

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay khoản phải thu (x)	16.39	16.89	17.63	19.08	19.08	19.08
Vòng quay hàng tồn kho (x)	3.25	3.61	3.55	3.37	3.55	3.49
Vòng quay khoản phải trả (x)	6.9	7.3	7.0	6.3	6.5	6.5
Thay đổi vốn lưu động	-93	17	-46	155	15	20
Capex	25	68	97	235	130	250
Các khoản mục dòng tiền khác	-25	16	-48	-111	-60	-90
Dòng tiền tự do	79	111	128	-278	109	36
Phát hành cp	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	67	31	49	59	49	73
Thay đổi nợ ròng	-12	-80	-79	337	-60	37
Nợ ròng cuối năm	887	807	728	1,065	1,005	1,042
Giá trị doanh nghiệp (EV)	2,173	2,093	2,014	2,351	2,291	2,328
Tổng VCSH	623	736	807	896	985	1,084
Lợi ích cổ đông thiểu số	6.35	6.38	6.34	6.55	6.5	6.5
VCSH	617	729	801	889	979	1,077
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14	15	16	18	20	22
Nợ ròng / VCSH (%)	142	110	90	119	102	96
Nợ ròng / EBITDA (x)	11.22	3.40	2.76	3.69	2.96	2.54
Tổng tài sản	1,966	1,989	2,060	2,509	2,564	2,736

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%)	-3	18	22	18	18	20
ROA (%)	-0.94	6.26	8.32	6.73	6.46	7.86
ROIC (%)	1.1	7.9	9.2	7.6	7.4	8.7
WACC (%)	8.9	9.1	9.0	8.0	8.57	8.81
EVA (%)	-7.8	-1.2	0.2	-0.4	-1.2	0
PER (x)	-61.5	10.0	7.4	8.1	7.8	6.1
EV/EBITDA (x)	27.0	8.7	7.5	8.0	6.7	5.7
EV/FCF (x)	27.1	18.5	15.4	-8.3	21	64
PBR (x)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
PSR (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
EV/sales (x)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5.2	2.4	3.8	4.6	3.8	5.8

BÁO CÁO CẬP NHẬT –TCM – TĂNG TỶ TRỌNG

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Năng lượng, hàng hóa, logistics

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Tiêu dùng

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tv@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

BÁO CÁO CẬP NHẬT –TCM – TĂNG TỶ TRỌNG

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.