

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2016

 Khuyến nghị **OUTPERFORM**

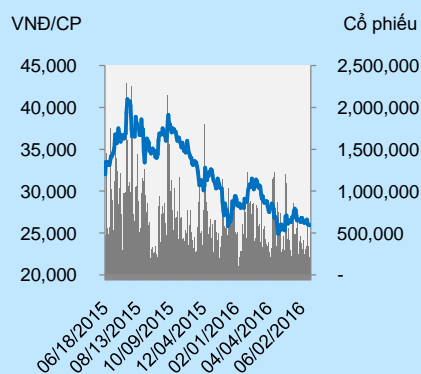
 Giá kỳ vọng (VND) **33.100**

Giá thị trường (16/6/2016) 25.900

Lợi nhuận kỳ vọng 27,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	24.900-41.000 VND
Vốn hóa	1.272 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	49.099.501
KLGD bình quân 10 ngày	362.826
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,8%
Beta	1,1

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	YTD	1T	3T	6T
TCM	-19,1%	-7,2%	-11,0%	-18,8%
VN-Index	7,7%	1,7%	9,5%	10,3%

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3914 6888 ext: 158

hathithuhang@baoviet.com.vn

CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công

Mã giao dịch: TCM

Reuters: TCM.HM

Bloomberg: TCM VN

Cơ hội tích lũy cổ phiếu ở vùng giá hấp dẫn

Cập nhật Kết quả kinh doanh Quý 1/2016

LNST Q1/2016 giảm 33% so với cùng kỳ. Kết thúc quý đầu tiên của năm, TCM đạt 739 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 21,4% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ xuất khẩu tăng trưởng mạnh 29% (chủ yếu do số lượng đơn hàng từ thị trường Mỹ và Hàn Quốc tăng). Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp giảm từ 14,4% trong Q1/2015 xuống 11,9% khiến lợi nhuận gộp chỉ đạt 88 tỷ đồng, không thay đổi so với quý 1/2015. TCM tiếp tục ghi nhận lỗ tài chính do chi phí lãi vay tăng và lỗ chênh lệch tỷ giá. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng mạnh lần lượt 27,3% yoy và 29,5% yoy lên mức 22 tỷ đồng và 23 tỷ đồng chủ yếu do chi phí nhân viên (chiếm tỷ trọng ~ 44%-46%) tăng ~40% yoy. Theo đó, lợi nhuận trước thuế chỉ đạt 26 tỷ đồng, giảm 28% so với cùng kỳ năm 2015. Biên lợi nhuận ròng giảm từ 5,5% xuống 3%, tương ứng với lợi nhuận sau thuế ở mức 22 tỷ đồng, giảm 33% yoy.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1/2016	Q1/2015	% YoY	KH 2016	% KH
Doanh thu	739	609	21,4%	3,263	22,7%
GVHB	(652)	(522)	24,9%		
Lợi nhuận gộp	88	88	0,3%		
<i>Biên LNG</i>	11,9%	14,4%	-		
Lãi/lỗ tài chính	(8)	(11)	-		
Chi phí bán hàng	(22)	(18)	27,3%		
Chi phí QLDN	(32)	(25)	29,5%		
LNTT	26	36	-27,8%	160	16,3%
LNST	22	33	-33,3%		
<i>Biên LNR</i>	3,0%	5,5%	-		

Nguồn: TCM

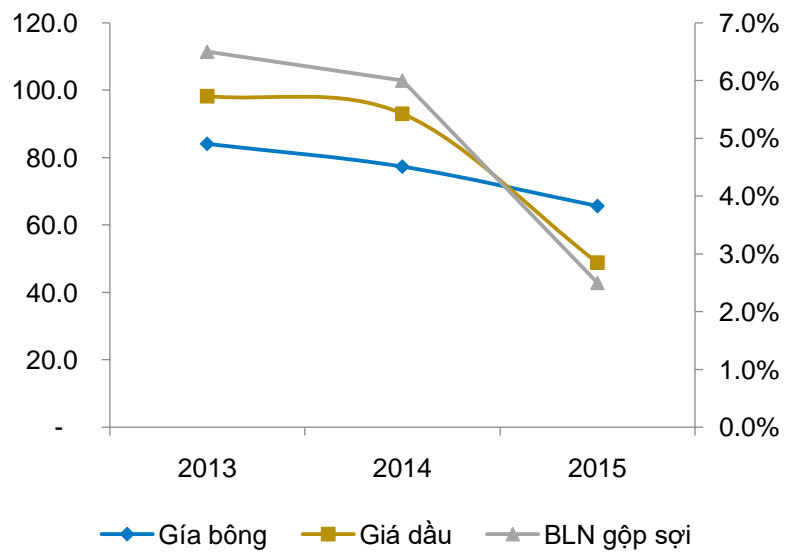
Triển vọng kinh doanh cả năm

Nhà máy May 1 Vĩnh Long dự kiến hết lỗ từ tháng 9/2016: TCM đã đưa vào hoạt động nhà máy May 1 từ tháng 7/2015 với 16 chuyền may. Lực lượng quản lý và lao động của nhà máy hầu như tuyển mới và chưa qua đào tạo, nên năng suất lao động còn thấp, chưa bù đắp được chi phí trong thời gian đầu nên năm 2015 nhà máy ghi nhận lỗ 37 tỷ đồng và tiếp tục lỗ trong 3 tháng năm 2016. Công ty cho biết đã tuyển được khoảng 1400 công nhân cho 26 chuyền may, năng suất lao động đã có sự cải thiện đáng kể và mức lỗ đang theo chiều hướng

giảm dần. Dựa trên giả định số chuyển may hoạt động đều, tay nghề lao động ngày càng nâng cao, công ty ước tính nhà máy có thể sản xuất ~ 4-5 triệu sản phẩm và dự kiến sẽ đạt điểm hoà vốn từ tháng 9/2016.

❑ **Mảng kinh doanh sợi vẫn gặp khó khăn.** Giá bông xơ sợi trên thị trường liên tục biến động khó lường và có mối liên hệ chặt chẽ với diễn biến của giá dầu. Thêm vào đó, khách hàng đang có xu hướng chuyển sang sợi nhân tạo với mức giá cạnh tranh và tính năng đa dạng hơn tạo sự bất lợi cho TCM trong mảng kinh doanh sợi. Nhằm giảm thiểu tổn thất cho công ty, TCM đã thực hiện tái cơ cấu sản phẩm, giảm lượng sợi bán ra, tăng tỷ trọng sợi sử dụng cho nội bộ và pha trộn nguyên liệu để đưa ra sản phẩm mới, phù hợp nhu cầu và xu hướng thị trường.

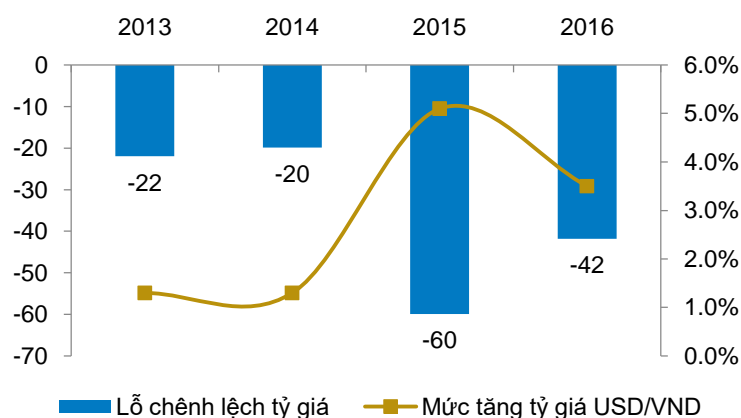
Diễn biến giá bông, giá dầu và BLN gộp mảng sợi



(Nguồn: Bloomberg, BVSC ước tính)

❑ **Rủi ro từ lỗ chênh lệch tỷ giá.** Năm 2015, tỷ giá USD/VND biến động mạnh khiến TCM chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lên đến gần 60 tỷ đồng. Tính từ đầu năm 2016 đến nay VND đã mất giá ~ 1% so với USD và sẽ tiếp tục chịu sức ép giảm giá trong những tháng tới. BVSC dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 3-4% so với năm ngoái trên cơ sở cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam đạt thặng dư khoảng 5 tỷ USD, Fed sẽ tăng lãi suất thêm 1%, và thị trường tài chính quốc tế không có những biến động lớn và bất ngờ, chẳng hạn đến từ Trung Quốc tiếp tục phá giá CNY... Do đó, dựa trên giả định thận trọng, chúng tôi ước tính công ty sẽ chịu lỗ chênh lệch tỷ giá dự kiến khoảng 42 tỷ đồng trong năm 2016.

Mối tương quan giữa lỗ chênh lệch tỷ giá và biến động USD/VND



(Nguồn: SBV, BVSC)

Ước tính kết quả kinh doanh năm 2016. Trong năm nay, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh sợi sẽ khó có sự cải thiện do xu hướng giá bông và giá sợi được dự báo vẫn ở mức thấp. Trong khi đó, mảng kinh doanh vải sẽ tiếp tục giữ ổn định nhờ đơn hàng từ các khách hàng Nhật vẫn duy trì đều. Mảng may mặc vẫn là động lực chính giúp TCM tăng trưởng doanh thu khi năng lực sản xuất của công ty sẽ tăng ~5 triệu sản phẩm/năm lên ~21 triệu sản phẩm/năm. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt ~3.054 tỷ đồng, tăng 9,4% so với năm 2015. Chi phí khấu hao tăng tăng sẽ ảnh hưởng bất lợi đến biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên việc thu hẹp mảng kinh doanh sợi và tăng dần tỷ trọng sản phẩm may mặc trong cơ cấu doanh thu giúp biên lợi nhuận thay đổi theo hướng tích cực. Theo đó, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ tăng từ mức 15,3% ở năm 2015 lên 15,5% trong năm 2016, đưa lợi nhuận gộp đạt 474 tỷ đồng, tăng 11,2% yoy.

Là doanh nghiệp sử dụng nhiều lao động, tiền lương và mức đóng bảo hiểm tăng sẽ tạo áp lực đẩy chi phí hoạt động của TCM tăng trong năm nay. Do vậy, chi phí bán hàng và quản lý ước tính tăng lần lượt 13,7% và 11,9% lên mức 98 tỷ đồng và 136 tỷ đồng. Ngoài ra, như đã trình bày ở trên, TCM sẽ gánh chịu lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 42 tỷ đồng trong năm nay nếu USD/VND tăng 3,5% yoy.

Dựa trên triển vọng này, chúng tôi dự báo TCM sẽ đạt 170 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế năm nay, tăng 10,8% so với năm 2015. EPS 2016 ~3.469 VND/CP.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2015	2016 E	% YoY	KH2016	% KH
Doanh thu	2.792	3.055	9.4%	3.263	93,6%
Lợi nhuận gộp	426	474	11,1%		
Biên LNG	15,3%	15,5%	-		
Lãi/lỗ tài chính	(63)	(45)	-		
Chi phí bán hàng	-86	-98	13,7%		
Chi phí QLDN	(121)	(136)	11,9%		
LNST	154	170	10,8%	160	106,4%

(Nguồn: BVSC ước tính)

- Áp lực tăng chi phí hoạt động, khấu hao
- Rủi ro lỗ tỷ giá cao
- Lỗ từ nhà máy May Vĩnh Long
- Thuế tăng lên 15% từ mức 7,5%

- Chuỗi sản xuất khép kín
- Năng lực sản xuất ngày càng gia tăng
- Triển vọng tích cực khi TPP có hiệu lực
- Mảng bán lẻ thời trang còn nhiều tiềm năng
- Cam kết hỗ trợ từ Eland

Chúng tôi cho rằng chi phí hoạt động tăng, rủi ro tỷ giá cao và lỗ từ nhà máy May Vĩnh Long sẽ là yếu tố ảnh hưởng bất lợi đến kết quả kinh doanh của công ty trong năm 2016. Tuy nhiên về dài hạn, việc sở hữu chuỗi dây chuyền sản xuất khép kín, đáp ứng yêu cầu của TPP - lợi thế mà ít công ty có được - cùng với năng lực sản xuất ngày càng gia tăng sẽ là yếu tố tạo ra sự bứt phá về doanh thu và lợi nhuận cho công ty. BVSC đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu TCM ở mức giá mục tiêu 33.100 đồng/cp, kỳ vọng tăng 27,8% so với mức giá đóng cửa ngày 16/6/2016. Hiện tại, cổ phiếu TCM hiện đang được giao dịch với P/E forward ~7,46 lần, khá hấp dẫn để nhà đầu tư tích lũy thêm cổ phiếu.

Báo cáo cập nhật TCM
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0,00%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	51,00%

CỔ ĐÔNG LỚN

E-land Asia Holdings Pte., LTD Singapore	43,32 %
--	---------

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	2.284	2.554	2.571	2.792	3.055
Giá vốn	2.116	2.209	2.195	2.365	2.581
Lợi nhuận gộp	167	346	376	426	474
Doanh thu tài chính	13	13	13	24	25
Chi phí tài chính	67	66	47	87	70
Lợi nhuận sau thuế	(19)	124	168	154	170

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2012	2013	2014	2015	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	91	118	141	88	134
Các khoản phải thu ngắn hạn	216	194	187	200	308
Hàng tồn kho	610	613	625	781	852
Tài sản cố định hữu hình	678	697	740	871	863
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	122	133	135	140	138
Tổng tài sản	1.966	1.989	2.060	2.509	2.614
Nợ ngắn hạn	991	946	986	1.231	1.253
Nợ dài hạn	345	301	260	382	386
Vốn chủ sở hữu	623	736	807	896	975
Tổng nguồn vốn	1.966	1.989	2.060	2.509	2.614

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	4,0%	11,9%	0,7%	8,6%	9,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-116,7%	-755,6%	36,0%	-8,7%	10,8%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	7,3%	13,5%	14,6%	15,3%	15,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	-0,8%	4,8%	6,5%	5,5%	5,6%
ROA (%)	-0,9%	6,3%	8,3%	6,7%	6,6%
ROE (%)	-2,8%	18,2%	21,8%	18,1%	18,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	68,0%	62,7%	60,5%	64,3%	62,7%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	214,5%	169,5%	154,4%	180,1%	168,1%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	(451)	2.511	3.423	3.121	3.469
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.926	14.956	16.406	18.205	19.817

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999