

CTCP DM-ĐT-TM Thành Công (TCM – HSX)

Hưởng lợi từ nhu cầu hồi phục

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY16	Q3-FY16	+/-qoq	Q4-FY15	+/-yoy
Doanh thu thuần	763	790	-3%	648	18%
Lợi nhuận sau thuế	25	40	-37%	22	14%
EBIT	59	57	4%	36	63%
Tỷ suất EBIT	7,7%	7,2%	59bps	5,6%	214bps

Nguồn: TCM, RongViet Research

- **Mảng sợi:** Tái cấu trúc mảng sợi kỳ vọng cải thiện biên gộp
- **Mảng may:** Nhu cầu dệt may hồi phục và hoạt động ổn định ở nhà máy Vĩnh Long sẽ hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho TCM
- **Mảng vải:** Công suất sản xuất được gia tăng

Quan điểm và Định giá

KQKD của TCM trong các năm 2015-2016 có phần kém tích cực so với giai đoạn trước do khó khăn chung của ngành và yếu tố nội tại của Công ty. Nhu cầu sợi giảm mạnh trong khi tăng trưởng xuất khẩu dệt may của Việt Nam cũng chững lại. Về phía TCM, nhà máy mới ở Vĩnh Long vẫn chưa hoạt động ổn định khiến Công ty phải ghi nhận lỗ gần 50 tỷ đồng năm 2016.

Trong thời gian qua, TCM đã có nhiều nỗ lực tái cấu trúc các mảng kinh doanh chính như: (1) tăng tỷ lệ sợi sử dụng nội bộ từ 30% lên 40% và thanh lý một phần dây chuyền sản xuất sợi; (2) tăng công suất mảng vải từ 7 triệu m lên 10 triệu m và (3) nghiên cứu các mặt hàng sợi, vải có chất lượng với biên gộp cao. Những nỗ lực trên cùng với sự phục hồi nhu cầu dệt may, đặc biệt tại thị trường Mỹ, kết quả kinh doanh của TCM dự báo sẽ có nhiều cải thiện trong năm 2017. Mảng sợi dự báo hết lỗ và lợi nhuận gộp mảng vải và may dự báo tăng lần lượt 39% và 12%.

Do đó, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TCM là **25.300 đồng** và đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu này. So với khuyến nghị trong **"Báo cáo chiến lược năm 2017"**, định giá của TCM được điều chỉnh cao hơn 13% do Công ty có sự thay đổi trọng yếu về tỷ lệ khen thưởng phúc lợi.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	2.792	3.071	3.206	3.325
% tăng trưởng	9	10	4,4	3,7
Lợi nhuận sau thuế	154	114	178	191
% tăng trưởng	-9	-25,6	55,5	7,3
Tỷ suất LNST (%)	5,5	3,7	5,5	5,7
ROA (%)	6,7	4,3	6,3	6,7
ROE (%)	18,1	12,7	15,1	14,7
EPS (VND)	2.189	2.095	3.071	3.100
EPS đ/chính (VND)	3.127	2.328	3.071	3.100
Giá trị sổ sách (VND)	18.109	18.499	20.576	22.682
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	500	1.000	1.000
P/E (x)	13,4	6,9		
P/BV (x)	1,6	0,8		

Nguồn: TCM, RongViet Research, sử dụng giá đóng cửa ngày 03/04/2017

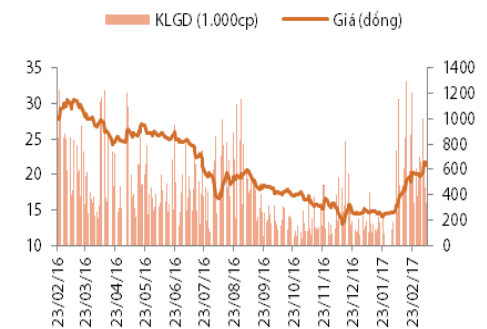
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	21.750
Giá mục tiêu (VND)	25.300

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật dụng cá nhân
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.068
SLCPLH	49.099.501
Beta	0,84
Free Float (%)	50
Giá cao nhất 52 tuần	30.610
Giá thấp nhất 52 tuần	13.050
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn cp)	605



Source: Bloomberg

Tỷ suất sinh lời (%)

	3M	1Y	3Y
TCM	48	-19	-13
VN30 Index	10	23	5
VN Index	7	29	23

Cổ đông lớn (%)

Eland (%)	43,3
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0

Võ Văn Quang

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1517

quang.vv@vdsc.com

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q4-FY16

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY16	Q3-FY16	+/(qoq)	Q4-FY15	+/(yoy)	FY2016	+/(yoy)
Doanh thu	763	790	-3,4%	648	17,8%	3.070	10%
Lợi nhuận gộp	117	117	0,0%	92	27,6%	419	-2%
Chi phí bán hàng và quản lý	58	60	-4,2%	55	4,4%	240	16%
Thu nhập HĐKD	59	57	4,5%	36	62,8%	179	-13%
EBITDA	83	79	5,5%	55	50,7%	265	-8%
EBIT	59	57	4,5%	36	62,8%	179	-19%
Chi phí tài chính	28	16	73,6%	23	23,1%	68	-22%
- Chi phí lãi vay	11	9	19,5%	8	28,8%	38	38%
Khấu hao	24	22	8,0%	19	27,5%	86	25%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	30	47	-36,3%	23	28,0%	133	-26%
Lợi nhuận sau thuế	25	40	-37,4%	22	14,4%	114	-20%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	25	40	-37,4%	22	14,4%	114	

Nguồn: TCM

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4-FY16

Chỉ tiêu	Q4-FY16	Q3-FY16	+/(qoq)	Q4-FY15	+/(yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	15,3%	14,8%	0,5%	14,1%	1,2%
EBITDA/Doanh thu	10,9%	10,0%	0,9%	8,5%	2,4%
EBIT /Doanh thu	7,7%	7,2%	0,6%	5,6%	2,1%
TS lợi nhuận ròng	3,3%	5,0%	-1,8%	3,4%	-0,1%
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	3,3%	5,0%	-1,8%	3,4%	-0,1%
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	4	4	-0,4	3	0,6
-Khoản phải thu	9,1	12,0	-2,9	10,2	-1,1
-Khoản phải trả	6	7	-1,2	6	0,4
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	160,3%	136,8%	23,5%	137,5%	22,9%

Nguồn: TCM, (*) thường niên hóa

Kết quả kinh doanh Q4/2016 khá tích cực, nhưng không thể “cứu vớt” kết quả cuối năm

Theo báo cáo quý 4/2016, doanh thu và LNST của TCM ước đạt lần lượt 763 tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ) và 25 tỷ đồng (+14%). Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp của TCM có sự cải thiện rõ nét từ đầu năm đến nay, từ 11,9% Q1 lên 15,3% Q4, tiệm cận mức biên gộp của năm 2015. Chúng tôi cho rằng hoạt động ổn định hơn ở nhà máy Vĩnh Long và công suất gia tăng ở mảng vải là các yếu tố chính mang lại sự cải thiện này.

Tính chung cả năm 2016, TCM ghi nhận doanh thu ~3.070 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, LNST 3 quý đầu năm sụt giảm khá mạnh khiến lợi nhuận cả năm giảm 26% so với năm 2015.

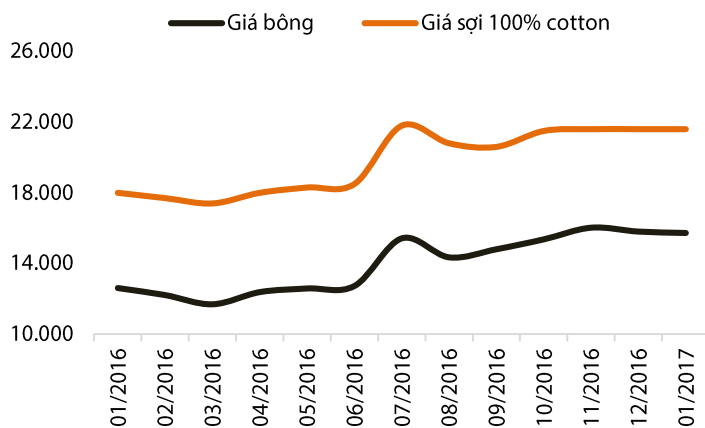
Triển vọng KQKD năm 2017 được chúng tôi dự báo khả quan

Mảng sợi: Việc tái cấu trúc mảng sợi kỳ vọng cải thiện biên gộp

Sợi vốn là hoạt động kinh doanh truyền thống của TCM với tỷ trọng lớn trong doanh thu (~25-30%). Đây là mảng đã từng được kỳ vọng sẽ mang lại lợi thế riêng cho TCM khi hiệp định TPP được thông qua. Tuy nhiên, tính không ổn định về biên lợi nhuận của mảng này cũng làm gia tăng tính rủi ro trong tổng thể hoạt động kinh doanh của TCM.

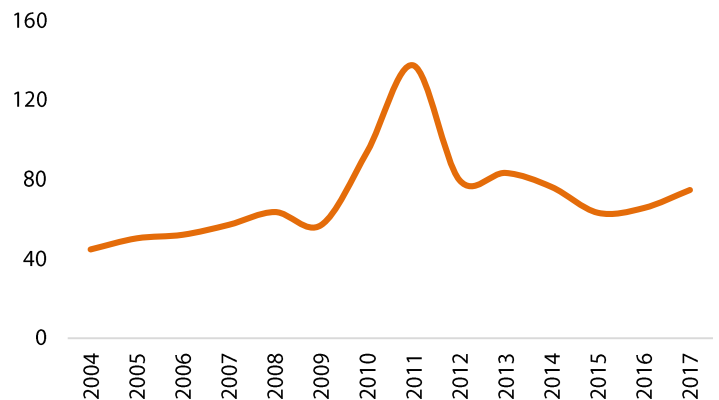
Ở nửa đầu năm 2016, giá bông chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ rệt khiến đơn hàng của TCM có phần chững lại do tâm lý chờ giá giảm thêm của khách hàng. Bên cạnh đó, hoạt động thua lỗ ở nhà máy sợi số 1 (sợi polyester) càng khiến biên gộp mảng sợi trong 6 tháng đầu năm 2016 ở mức âm (~-5%). Từ nửa cuối năm 2016, diễn biến giá bông và giá sợi khả quan hơn, đồng thời việc tái cấu trúc đã giúp biên gộp có sự hồi phục về 3%-4%. Tuy nhiên, mức lãi gộp này chỉ giúp TCM hòa vốn. Nhu cầu sợi sụt giảm có thể xem là khó khăn chung của ngành khi KQKD của nhiều doanh nghiệp sợi khác như STK và FTM cũng giảm mạnh trong năm 2016.

Hình 1: Diễn biến giá bông và sợi bông trên thị trường Trung Quốc (CNY/tấn)



Nguồn: VCOSA

Hình 2: Diễn biến giá bông thế giới (USD/pound)



Nguồn: Bloomberg

Gần đây, chúng tôi nhận thấy TCM đã nỗ lực giảm thiểu rủi ro ở mảng sợi thông qua một loạt hoạt động tái cấu trúc. Thứ nhất, Công ty đã thanh lý một số máy móc sản xuất sợi polyester vốn hoạt động kém hiệu quả và vừa hết khấu hao tại nhà máy sợi số 1 (quận 4, Tp. HCM). Việc thanh lý này ít ảnh hưởng đến sản lượng sợi của TCM khi nhà máy này chỉ đóng góp ~2% doanh thu mảng sợi. Nhà máy sợi số 2 (quận Tân Phú, Tp. HCM) cũng được TCM cân nhắc chuyển đổi công năng sang sản xuất vải, mảng có biên lợi nhuận cao hơn nhiều. Thứ hai, Công ty chủ động tăng tiêu thụ sợi nội bộ nhằm giảm rủi ro biến động giá. Tỷ lệ sợi sử dụng cho khâu dệt vải của TCM đã tăng đáng kể từ mức 10% (năm 2014) lên 30%-35% (2016) và có thể là 40% cho năm 2017. Về định hướng dài hạn, TCM sẽ nghiên cứu sản xuất các loại sợi chất lượng cao để đạt biên lợi nhuận cao hơn và tìm kiếm khách hàng mới. Với các bước chuẩn bị từ năm 2016, chúng tôi cho rằng mảng sợi sẽ không còn là "gánh nặng" về lợi nhuận cho TCM từ năm 2017 nếu giá bông và giá sợi duy trì ổn định.

Mảng may: Nhu cầu dệt may hồi phục và hoạt động ổn định ở nhà máy Vĩnh Long là hai yếu tố cơ bản thúc đẩy sự cải thiện kết quả kinh doanh.

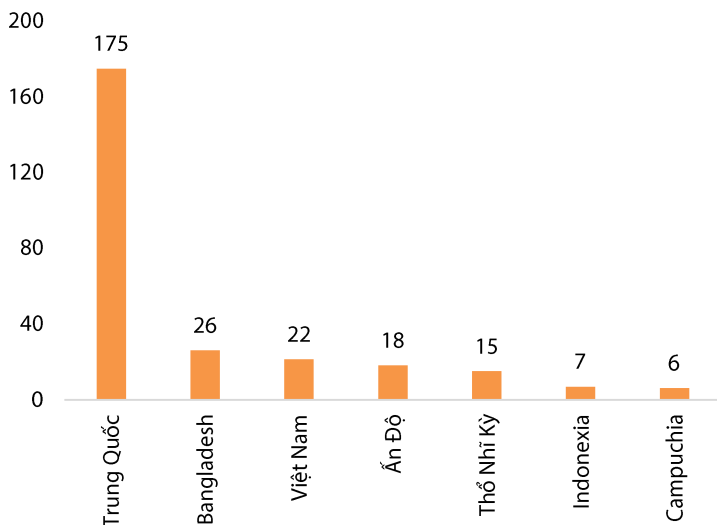
Trong năm 2016, mảng may tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong HĐKD của TCM với tỷ trọng doanh thu lên đến 65% và biên gộp cao nhất trong số các mảng kinh doanh chính. Tuy nhiên, biên gộp của mảng này đã giảm về 18-20% (năm 2016) so với con số ~22% trong năm 2015. Những khó khăn mà

mảng may đã phải đối mặt bao gồm (1) áp lực cạnh tranh khiến giá bán khó tăng, (2) đơn hàng tăng trưởng chậm và (3) hoạt động kém hiệu quả của nhà máy Vĩnh Long.

Cụ thể, khi TPP đang dần trở thành “câu chuyện của dĩ vãng”, cạnh tranh thị phần gia công dệt may giữa các quốc gia lại càng gia tăng, đặc biệt là xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang Myanmar, Campuchia và Bangladesh. Myanmar mới được Mỹ khôi phục quy chế GSP, giúp các doanh nghiệp dệt may nước này được miễn thuế khi xuất sang Mỹ. Như vậy, tương tự như Campuchia, Myanmar cũng sẽ được hưởng ưu đãi thuế quan tại các thị trường chính của Việt Nam là Mỹ và EU. Bangladesh dù bị loại khỏi hệ thống miễn thuế của Mỹ nhưng lợi thế về giá nhân công vẫn đang tiếp tục hỗ trợ việc thu hút các đơn hàng gia công lớn.

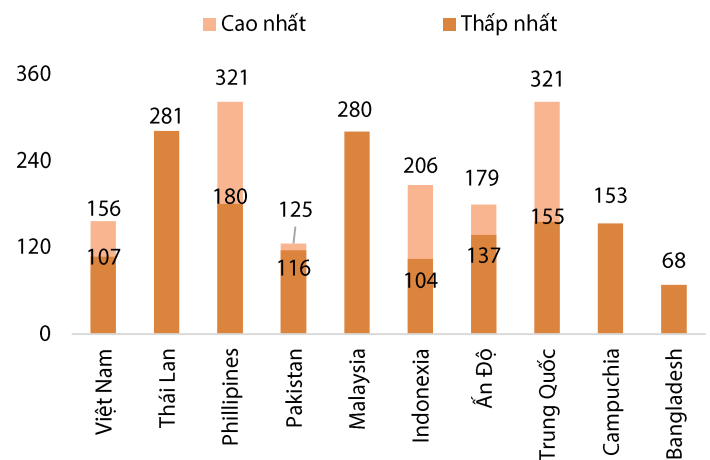
Tình hình cạnh tranh lại càng khốc liệt hơn trong bối cảnh nhu cầu dệt may tăng trưởng chậm lại. Trong năm 2016, nhu cầu hàng may mặc sụt giảm tại Trung Quốc (-1,7%) đã khiến giá trị đơn hàng từ đối tác Eland giảm nhẹ 2% (~20 tỷ đồng) so với năm 2015. Tuy nhiên, nhờ có thêm nhiều hợp đồng mới từ thị trường Mỹ, doanh thu mảng may vẫn tăng trưởng 10,4% so với năm 2015. Dù vậy, biên gộp từ thị trường Mỹ không hấp dẫn như các đơn hàng từ Eland (~22-25%) nên không thể duy trì ưu thế về biên gộp cho TCM. Trong năm 2017, chúng tôi cho rằng sự hồi phục của tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ tiếp tục hỗ trợ nhu cầu đơn hàng dệt may từ nước này (IMF dự báo kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng ~2,3% trong năm nay; Euler Hermes dự báo nhu cầu dệt may tại Mỹ và Trung Quốc sẽ hồi phục nhẹ, kéo theo giá hàng may mặc tăng 0,5% trong năm 2017 và 1,5% trong năm 2018 ở hai thị trường này).

Hình 3: Các nước xuất khẩu dệt may lớn nhất thế giới năm 2015
(đv: tỷ USD)



Nguồn: WTO, RongViet Research

Hình 4: Lương cơ bản tại một số quốc gia (USD/tháng)



Nguồn: ShengLu, BDG Asia, Rong Viet Research

Riêng nhà máy mới Vĩnh Long, dù năng suất lao động đang dần cải thiện nhưng vẫn chưa đạt được điểm hòa vốn. Ở nửa đầu năm 2016, nhà máy này lỗ ròng ~200.000 USD/tháng. Đến quý 4/2016, số lỗ hàng tháng đã giảm đáng kể, chỉ còn ~70.000-80.000 USD. Ước tính chung cho năm 2016, khoản lỗ từ nhà máy Vĩnh Long là ~50 tỷ đồng.

Được biết, doanh số hiện tại của công nhân tại nhà máy Vĩnh Long đã đạt 28USD/công nhân/ngày, khá gần với mức hòa vốn là 30USD/công nhân/ngày. Nhà máy hoạt động ổn định hơn cũng sẽ giúp TCM giảm bớt phần việc phải thuê gia công (hiện ~3 triệu sp) từ bên ngoài với chi phí cao hơn. Trong 2 tháng đầu năm 2017, sự cải thiện về năng suất của nhà máy Vĩnh Long là một trong những yếu tố dẫn đến biên gộp của TCM tăng thêm ~3 điểm phần trăm (YoY) và chúng tôi kỳ vọng nhà máy Vĩnh Long sẽ không còn lỗ trong năm nay.



Mảng vải: Triển vọng tăng trưởng từ việc gia tăng công suất

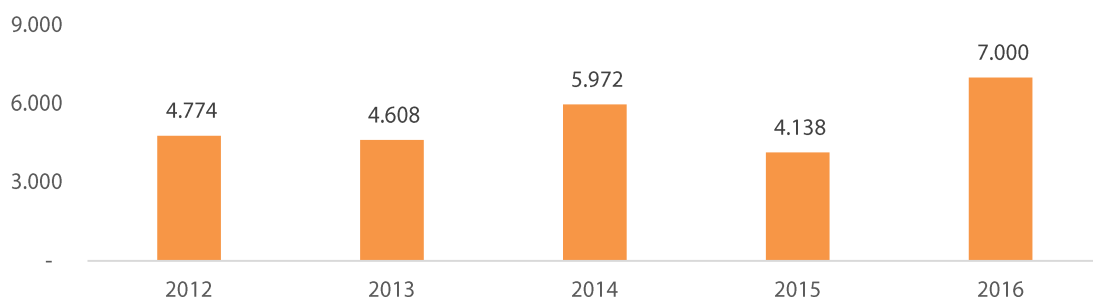
Ở mảng vải, TCM có 2 loại sản phẩm là vải dệt và vải đan kim với công suất thiết kế lần lượt là 10 triệu m/năm và 7.000 tấn/năm. Trong đó, vải đan kim được sử dụng nội bộ cho khâu may (đáp ứng 90% nhu cầu vải của khâu này. Ngược lại, đa phần vải dệt được xuất bán cho khách hàng Nhật Bản.

Từ năm 2014, định hướng nâng cao chất lượng sản phẩm để xuất khẩu sang Nhật Bản đã tạo bước ngoặt lớn cho TCM ở mảng **vải dệt**. Dù thị trường Nhật Bản khá khó tính với các quy định nghiêm ngặt về chất lượng sản phẩm nhưng bù lại biên lợi nhuận lại khá hấp dẫn (mảng vải hiện đang có biên lợi nhuận gộp khá tốt, ở mức 16%-18%). Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp của mảng vải dệt còn khá khiêm tốn, chỉ ~8% doanh thu.

Tính đến quý 4/2016, Công ty đã hoàn tất nâng công suất thiết kế từ 7 triệu lên 10 triệu mét vải để tiếp tục thâm nhập thị trường Nhật Bản. Do đó, chúng tôi ước tính mảng vải có thể sẽ đóng góp ~14,3 triệu USD cho doanh thu năm 2017. Ngoài ra, giai đoạn 2 của nhà máy Vĩnh Long và nhà máy sợi số 2 cũng được định hướng sản xuất vải dệt.

Đối với vải **đan kim**, TCM đang hợp tác với Viện nghiên cứu dệt Hàn Quốc để sản xuất các loại vải đan có chất lượng cao (giữ ấm, hấp thụ nước thông minh) với định hướng kinh doanh loại vải này từ năm 2017. Đồng thời, bộ phận kinh doanh vải đan kim cũng đã được thành lập để tìm kiếm khách hàng. Trong giai đoạn đầu, chúng tôi cho rằng TCM sẽ phải tăng tiêu thụ nội bộ loại vải này cho các đơn hàng may chất lượng cao từ E-land khi khách hàng mua vải chưa nhiều. Về dài hạn, việc thương mại hóa vải đan kim kỳ vọng sẽ giúp TCM cải thiện biên gộp.

Hình 5: Sản lượng vải dệt của TCM (1.000 m vải)

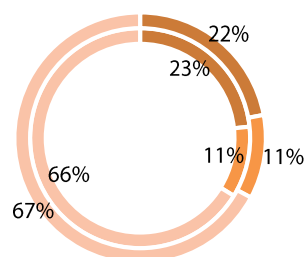


Nguồn: TCM, RongViet Research

Nhìn chung, chúng tôi dự báo mảng sợi sẽ không còn ghi nhận lỗ và mảng vải sẽ đóng góp nhiều hơn vào kết quả hoạt động của TCM (chiếm ~10% tổng doanh thu) trong năm 2017. Xu hướng này có thể sẽ tiếp diễn trong những năm tiếp theo khi TCM nâng dần tỷ lệ sợi sử dụng nội bộ và nhập thêm máy móc sản xuất vải. Đối với mảng may, đây vẫn sẽ là mảng quan trọng nhất và được TCM chú trọng phát triển. Tuy nhiên, trước rủi ro cạnh tranh với Bangladesh, Myanmar và các quốc gia khác, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu mảng này sẽ chỉ duy trì ở mức 4-5%/năm.

Hình 6: Tỷ lệ đóng góp doanh thu theo mảng dự kiến

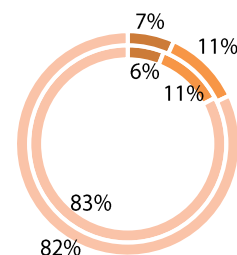
■ Sợi để bán ■ Vải dệt thoi ■ Sản phẩm may



Nguồn: TCM, RongViet Research,
(*) Vòng trong (2017), vòng ngoài (2018)

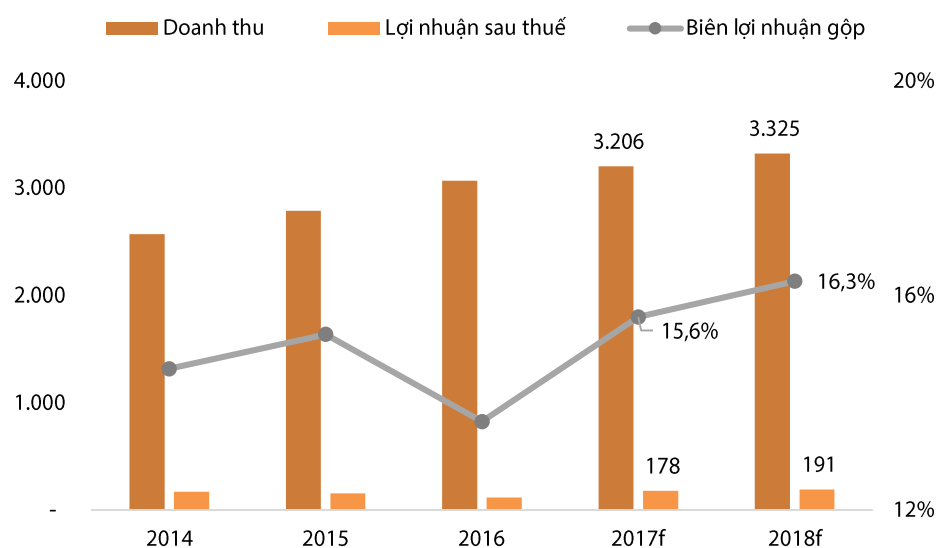
Hình 7: Tỷ lệ đóng góp lợi nhuận gộp theo mảng dự kiến

■ Sợi để bán ■ Vải dệt thoi ■ Sản phẩm may



Nguồn: TCM, RongViet Research,
(*) Vòng trong (2017), vòng ngoài (2018)

Hình 8: Dự báo kết quả kinh doanh 2017 và 2018 (tỷ đồng)



Nguồn: TCM, RongViet Research

Quan Điểm Và Định Giá

KQKD của TCM trong các năm 2015-2016 có phần kém tích cực so với giai đoạn trước do khó khăn chung của ngành và yếu tố nội tại của Công ty. Nhu cầu sợi giảm mạnh trong khi tăng trưởng xuất khẩu dệt may của Việt Nam cũng chững lại. Về phía TCM, nhà máy mới ở Vĩnh Long vẫn chưa hoạt động ổn định khiến Công ty phải ghi nhận lỗ gần 50 tỷ đồng năm 2016.

Trong thời gian qua, TCM đã có nhiều nỗ lực tái cấu trúc các mảng kinh doanh chính như: (1) tăng tỷ lệ sợi sử dụng nội bộ từ 30% lên 40% và thanh lý một phần dây chuyền sản xuất sợi; (2) tăng công suất mảng vải từ 7 triệu m lên 10 triệu m và (3) nghiên cứu các mặt hàng sợi, vải có chất lượng với biên gộp cao. Những nỗ lực trên cùng với sự phục hồi nhu cầu dệt may, đặc biệt tại thị trường Mỹ, kết quả kinh doanh của TCM dự báo sẽ có nhiều cải thiện trong năm 2017. Mảng sợi dự báo hết lỗ và lợi nhuận gộp mảng vải và may dự báo tăng lần lượt 39% và 12%.

Do đó, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TCM là **25.300 đồng** và đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu này. So với khuyến nghị trong “[Báo cáo chiến lược năm 2017](#)”, định giá của TCM được điều chỉnh cao hơn 13% do Công ty có sự thay đổi trọng yếu về tỷ lệ khen thưởng phúc lợi. TCM dự kiến trình ĐHĐCĐ phương án trích lập quỹ KT-PL là 15% trong năm 2017 (dự báo của chúng tôi là 25%), khiến EPS năm 2017 của TCM được điều chỉnh tăng từ 2.700 đồng lên 3.071 đồng.

Bảng 3: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	25.122	50%	12.561
PE	25.490	50%	12.745
Tổng cộng		100%	25.306

Nguồn: RongViet Research

PHỤ LỤC: NHẬN ĐỊNH VỀ TÁC ĐỘNG CỦA CÁC HIỆP ĐỊNH FTA, CHÍNH SÁCH THUẾ BIÊN GIỚI CỦA MỸ VÀ CÂU CHUYỆN “NƠI ROOM”

Các hiệp định FTAs có thể mang lại hiệu quả không lớn hoặc chưa rõ ràng

Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP) giữa ASEAN và 6 đối tác đã có FTA với ASEAN là Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ, Australia và New Zealand (đàm phán từ 9/5/2013) kỳ vọng sẽ mang lại nhiều lợi ích cho Việt Nam, trong đó có ngành dệt may.

Trong khi đó, phần lớn nguyên liệu bông của TCM mua từ Mỹ và Brazil; sợi tổng hợp chủ yếu được nhập từ Indonexia và Thái Lan. Về doanh thu, Trung Quốc và Hàn Quốc là các thị trường lớn nhất của mặt hàng sợi; Nhật Bản là thị trường chính mảng vải; Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản và EU là khách hàng thân thiết của các sản phẩm may mặc của TCM. Như vậy, hơn một nửa doanh thu của TCM đến từ các nước trong khối RCEP.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động của hiệp định RCEP tới TCM, nếu được kí kết và áp dụng, là chưa rõ ràng khi mà RCEP có thể chỉ giống như văn bản hợp nhất các FTA mà Việt Nam vốn đã từng đàm phán như Nhật Bản (có hiệu lực ngày 01/10/2009) và Hàn Quốc (có hiệu lực ngày 20/12/2015). Bên cạnh đó, khối ASEAN và Trung Quốc cũng đã đạt được đồng thuận ở ACFTA (trong đó Hiệp định thương mại hàng hóa có hiệu lực từ tháng 07/2005).

Hiệp định thương mại tự do EU – Việt Nam (EV-FTA) với lộ trình giảm thuế hàng dệt may Việt Nam từ ~8-12% về 0% cũng được nhiều nhà đầu tư quan tâm do TCM đáp ứng đầy đủ các yêu cầu về xuất xứ của Hiệp định này. Tuy nhiên, giá trị tăng thêm cho TCM có thể không lớn khi khối EU chỉ chiếm 10-15% tổng doanh thu may mặc của TCM. Bên cạnh đó, EV-FTA sẽ tiếp tục thu hút dòng vốn FDI cho lĩnh vực dệt – nhuộm. Điều này có thể giúp nhiều doanh nghiệp may mặc trong nước tiếp cận nguồn nguyên liệu vải rẻ hơn; tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng các doanh nghiệp này sẽ chủ động hạ mức phí gia công để tăng sức cạnh tranh với Campuchia, Bangladesh hay Myanmar. Biên lợi nhuận mảng may mặc của TCM, khi đó, sẽ ít nhiều bị ảnh hưởng khi phần lớn nguyên liệu vải của TCM là tự sản xuất (~90%).

Ngoài ra, **Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP)** nếu không có Mỹ cũng sẽ không hỗ trợ nhiều cho KQKD của TCM trong ngắn hạn khi Mỹ là thị trường lớn của TCM và Việt Nam vốn đã có hiệp định FTA với Nhật Bản.

Chính sách thuế biên giới có thể khiến các khách hàng của TCM đẩy mạnh dịch chuyển đơn hàng sang những nơi chi phí thấp hơn

Thị trường Mỹ là “cứu cánh” cho TCM trong năm 2016 nhưng có thể sẽ là “mối lo ngại” trong năm 2017 nếu chính sách thuế điều chỉnh biên giới, trong đó có nội dung hàng hóa, dịch vụ được nhập khẩu từ nước ngoài sẽ chịu mức thuế 20%, được thông qua. Chúng tôi cho rằng sẽ có ba khả năng xảy ra:

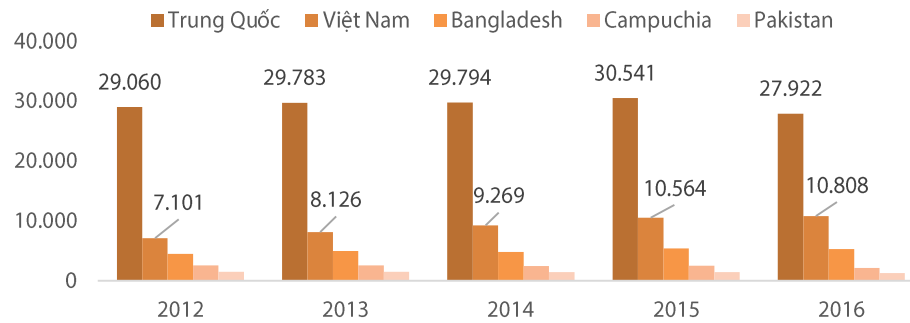
Khả năng thứ nhất, các nhà phân phối hàng may mặc ở Mỹ sẽ thuê may gia công trong nước. Với đặc thù thâm dụng lao động như dệt may, mức thuế 20% là không đủ để thu hút các nhà sản xuất Mỹ tham gia vào khâu gia công vì chênh lệch thu nhập tối thiểu giữa công nhân Mỹ (\$7,2/giờ) và các nước chuyên may mặc là rất lớn (Việt Nam: \$0,8/giờ, Trung Quốc: \$1,7/giờ, Ấn Độ: \$0,8/giờ, Bangladesh: \$0,4/giờ). Do đó, rủi ro nước Mỹ tự sản xuất hàng may mặc là rất thấp.

Khả năng thứ hai, các nhà bán lẻ Mỹ sẽ chuyển gánh nặng thuế này sang người tiêu dùng. Khi đó, trong ngắn hạn, người tiêu dùng Mỹ có thể phản ứng tức thời bằng việc cắt giảm chi tiêu các mặt hàng nhập khẩu (trong đó có quần áo). Tuy nhiên, chính sách thuế này kỳ vọng sẽ tạo thêm công ăn việc làm cho người dân Mỹ và theo đó là thúc đẩy tiêu dùng với các mặt hàng thiết yếu. Do đó, về dài hạn, nhu cầu với hàng dệt may sẽ bị ảnh hưởng không nhiều.

Khả năng thứ ba, rủi ro lớn nhất mà chúng tôi quan ngại là sự dịch chuyển đơn hàng. Chính sách thuế này của Mỹ có thể khiến các công ty Mỹ đẩy mạnh việc dịch chuyển đơn hàng sang các khu vực có chi phí

sản xuất thấp hơn. Vị thế của Việt Nam so với các nước đối thủ hiện đang ở mức ổn do: (1) Ưu thế về chi phí sản xuất nếu so với Trung Quốc, (2) Thị trường mục tiêu của các doanh nghiệp Bangladesh hiện vẫn là EU và (3) Việt Nam có ưu thế về quy mô sản xuất nếu so với Campuchia hay Pakistan. Tuy nhiên, với các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp dệt may hiện nay, việc các đối thủ của Việt Nam gia tăng năng lực sản xuất để mở rộng thị trường chỉ là vấn đề thời gian. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm tình trạng dịch chuyển đơn hàng sẽ có những tác động rõ rệt hơn đến TCM nói riêng, doanh nghiệp dệt may nói chung trong trường hợp chính sách thuế điều chỉnh biên giới được thực thi.

Hình 9: Kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ từ một số quốc gia (triệu USD)



Nguồn: OTEXA, Rong Viet Research

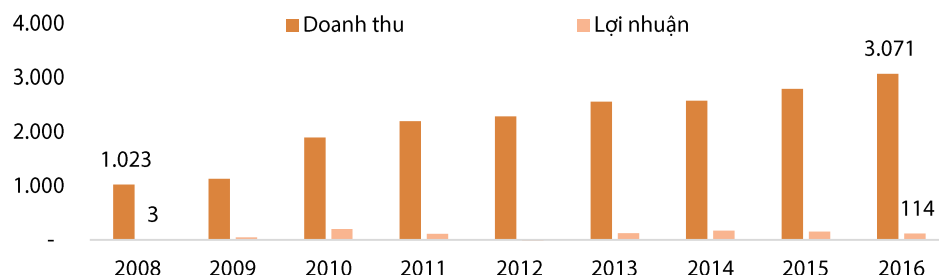
Tác động của câu chuyện “nới room” tới giá cổ phiếu còn phụ thuộc nhiều vào định hướng của Eland đối với TCM

Vào ngày 07/04/2017, TCM dự kiến trình đại hội cổ đông xét duyệt phương án nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài từ 49% lên 70% trong năm 2017, tiến tới nới room hoàn toàn trong những năm sau đó (thời điểm cụ thể chưa được quyết định). TCM đã chuyển các ngành nghề gây ra các vướng mắc trong việc nới room (bất động sản, bán lẻ thời trang) sang công ty con nên nếu được Đại hội đồng cổ đông thông qua, TCM sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài.

Từ năm 2009, sau khi Eland đầu tư vào TCM và nắm 38% cổ phần, kết quả kinh doanh của TCM đã có sự chuyển biến rõ nét. Trong giai đoạn 2008-2016, doanh thu của TCM đã tăng trưởng trung bình 15%/năm. LNST cũng ghi nhận mức tăng ấn tượng trong 2 năm đầu kể từ khi Eland góp mặt (từ ~3 tỷ, năm 2008 lên ~200 tỷ, năm 2010). Do đó, việc thị trường kỳ vọng vào những lợi ích từ câu chuyện “nới room” là có cơ sở.

Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh đơn hàng gay gắt như hiện nay, chúng tôi không loại trừ khả năng Eland sẽ chuyển một phần đơn hàng qua các cơ sở sản xuất có giá thành rẻ hơn ở các nước khác và vị thế của TCM có thể bị giảm sút. Bên cạnh đó, việc TCM bị đối xử như một doanh nghiệp FDI cũng sẽ là một vấn đề mà Eland phải cân nhắc. Dựa vào những lo ngại trên chúng tôi không đánh giá cao khả năng Eland sẽ nâng tỷ lệ sở hữu tại TCM lên trên 50%.

Hình 10: Doanh thu và lợi nhuận TCM giai đoạn 2008-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: TCM, Rong Viet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
Doanh thu thuần	2.792	3.071	3.206	3.325
Giá vốn	2.365	2.652	2.706	2.784
Lãi gộp	426	419	500	541
Chi phí bán hàng	86	97	101	106
Chi phí quản lý	121	144	144	150
Thu nhập từ HĐTC	24	26	2	2
Chi phí tài chính	87	68	56	53
Lợi nhuận khác	5	-6	3	3
LN từ liên doanh, liên kết	5	3	3	3
Lợi nhuận trước thuế	167	133	207	239
Thuế TNDN	13	18	28	48
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	1	1	1
Lợi nhuận sau thuế	154	114	178	191
EBIT	219	179	255	285
EBITDA	289	265	342	379

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
Tăng trưởng				
Doanh thu	8,6	10,0	4,4	3,7
EBITDA	9,3	-8,2	29,0	10,9
EBIT	6,8	-18,6	42,7	11,8
Lợi nhuận sau thuế	-8,8	-25,6	55,5	7,3
Tổng tài sản	29,5	12,4	1,4	-1,2
Vốn chủ sở hữu	10,2	2,2	11,2	10,2

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	15,3	13,6	15,6	16,3
EBITDA/ Doanh thu	10,3	8,6	10,7	11,4
EBIT/ Doanh thu	7,9	5,8	7,9	8,6
LNST/ Doanh thu	5,5	3,7	5,5	5,7
ROA	6,1	4,1	6,2	6,7
ROIC hay RONA	16,6	12,6	17,2	17,5
ROE	17,3	12,6	17,6	17,1

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	13,9	8,3	13,5	13,5
Vòng quay hàng tồn kho	3,0	3,6	3,1	3,6
Vòng quay khoản phải trả	6,4	5,2	6,8	6,8

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,0	0,9	0,9	1,0
Nhanh	0,3	0,4	0,3	0,4

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	130,2	141,5	132,0	106,1
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	92,0	98,4	97,1	70,3
Vay dài hạn/ Vốn CSH	38,3	43,1	34,9	35,8

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
Tiền	88	91	98	83
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5	30	4	5
Các khoản phải thu	200	369	237	246
Tồn kho	781	729	863	775
Tài sản ngắn hạn khác	98	86	91	95
Tài sản cố định hữu hình	951	1.009	1.078	1.149
Tài sản cố định vô hình	96	209	186	159
Đầu tư vào liên doanh, liên kết	140	142	145	147
Tài sản dài hạn khác	143	150	148	165
TỔNG TÀI SẢN	2.509	2.820	2.860	2.825
Tiền hàng phải trả và ứng trước	372	514	400	412
Vay và nợ ngắn hạn	818	894	981	782
Vay và nợ dài hạn	340	392	352	399
Vay và nợ dài hạn khác	42	43	48	50
Khoản phải trả dài hạn khác	39	61	61	61
Quỹ đầu tư phát triển công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	1.614	1.905	1.843	1.704
Vốn đầu tư của CSH	492	463	492	492
Cổ phiếu quỹ	-6	-6	-6	-6
Lợi nhuận giữ lại	236	201	247	279
Lợi nhuận/lỗ khác	50	50	50	50
Nguồn kinh phí và quỹ khác	117	171	227	298
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	889	908	1.010	1.114
Lợi ích cổ đông thiểu số	7	7	7	7

LƯU CHUYỂN TIẾNG	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
LNTT	167	133	207	239
Khấu hao	30	56	87	94
Các điều chỉnh	55	78	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(260)	(27)	(149)	38
Tiền thuần từ HĐKD	(8)	240	145	371
Thay đổi TSCĐ	(180)	(254)	(140)	(146)
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	(56)	46	22	(3)
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	5	3	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	(230)	(205)	(118)	(149)
Nhận/trả lại vốn góp	-	-	-	-
Vay mới/trả nợ vay	289	127	(39)	46
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	(103)	(154)	14	(284)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	187	(27)	(25)	(237)
Tiền thuần trong kỳ	141	88	96	98
Tiền đầu năm	141	88	96	98
Ảnh hưởng của tỷ giá	(52)	8	2	(15)
Tiền cuối kỳ	88	96	98	83

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 LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007. 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.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

Tầng 08, 95-97-99 Võ Văn Tần, Quận Ninh Kiều, Tp Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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, 2017.**