

**Ngành dệt may**

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2017

 Khuyến nghị **OUTPERFORM**

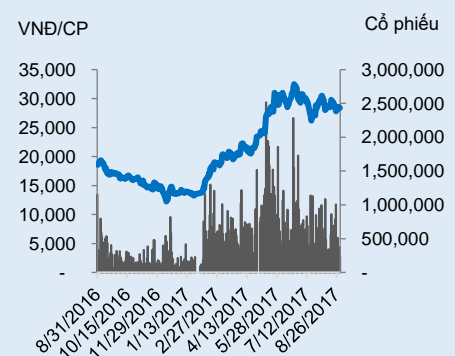
 Giá kỳ vọng (VND) **35.500**

Giá thị trường (31/8/2017) 28.400

Lợi nhuận kỳ vọng +25%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	12.240-32.500
Vốn hóa	1.464 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	51.553.379
KLGD bình quân 10 ngày	598.030
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,5%
Beta	1

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**


	YTD	1T	3T	6T
TCM	106,1%	-6,9%	-5,9%	42,9%
VN-Index	16,5%	-0,8%	4,3%	10,2%

Chuyên viên phân tích  
**Phạm Đức Hoàng Minh**  
 (84 8) 3914.6888 ext 256  
 phamdachhoangminh@baoviet.com.vn

# CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công

Mã giao dịch: TCM

Reuters: TCM.HM

Bloomberg: TCM VN

**Dự kiến khả năng vượt 20% kế hoạch lợi nhuận 2017. Khuyến nghị OUTPERFORM với mức giá kỳ vọng 35.500 đồng/cp.**

**Cập nhật kết quả kinh doanh 7T 2017**

Doanh thu thuần đạt khoảng 1.755 tỷ đồng (-3,8% yoy), hoàn thành 57% kế hoạch năm trong khi lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 128 tỷ đồng (+37% yoy), hoàn thành 74,9% kế hoạch lợi nhuận sau thuế, tăng mạnh so với cùng kỳ. TCM đạt kế hoạch năm 2017 với doanh thu là 3.243 tỷ đồng (+6% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 178 tỷ đồng (+55% yoy). Các điểm đáng chú ý bao gồm:

- Chuyển dịch dần mảng sợi sang vải:** 6 tháng đầu năm, mảng sợi cho doanh thu 364 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ 2016 nhờ giá bán sợi bình quân tăng theo giá bông đầu vào. Giá bông đã tăng 19,7% so với đầu năm nay. Biên lợi nhuận mảng sợi khoảng 4% trong tháng 7, cải thiện từ tình trạng lỗ có lúc lên đến -5% trong năm 2016 và dự kiến đạt 6% trong tháng 8/2017. Nhà máy sợi 3 với công suất 6.000 tấn/ năm đang được 2 đối tác hỏi mua và đang trong quá trình đàm phán để chuyển nhượng, dự kiến hoàn thành trong năm 2017. Nhà máy sợi 2 với công suất 6.500 tấn/năm đã dừng hoạt động từ tháng 12/2016, HĐQT đã phê duyệt chuyển dần sang hoạt động sản xuất vải với biên lợi nhuận gộp 23%. Vải dệt được xuất khẩu chủ yếu qua Nhật với doanh thu thuần trong 6 tháng 2017 là 132 tỷ đồng, tăng 33% so với cùng kỳ.
- Hàng may mặc giảm do đơn hàng từ Eland:** trong 6 tháng đầu năm, hàng may mặc cho doanh thu thuần khoảng 992 tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ 2016. Trong tháng 7, may mặc đạt doanh thu khoảng 9 triệu USD. Nguyên nhân sụt giảm là do đơn hàng Eland đã giảm tại thị trường chủ chốt Trung Quốc, khi Eland là đối tác lớn chiếm 40% tổng lượng hàng may mặc của TCM. Ước tính 7 tháng đầu năm doanh thu xuất khẩu vào Trung Quốc đạt 3 triệu USD, chiếm 30% sản lượng xuất khẩu.
- Nhà máy Vĩnh Long giảm lỗ:** Mặc dù chưa thể hòa vốn trong năm 2017 do nhân công vẫn trong quá trình học nghề, năng suất lao động đang dần được cải thiện. Dự tính năm 2017 nhà máy Vĩnh Long sẽ lỗ khoảng 0,5 -1 triệu USD (cùng kỳ lỗ 2,8 triệu USD). Nhà máy Vĩnh Long đã hoạt động full công suất và thuê đủ số lượng nhân viên lao động với hơn 1.500 công nhân, năng suất mỗi công nhân đã cải thiện từ mức 26 – 27 USD/người/ngày lên mức 30 USD/người/ngày. TCM đã ưu tiên chuyển nhiều đơn hàng đơn giản từ nhà máy Hồ Chí Minh vào nhà máy Vĩnh Long giúp tăng lợi nhuận, cùng với việc tăng năng suất lao động góp phần cải thiện mạnh mẽ hiệu quả hoạt động của nhà máy Vĩnh Long. Dự kiến nhà máy sẽ lấy thêm 7 ha đất trống xung quanh khu vực để nâng tổng diện tích lên 20 ha. Hiện tại diện tích khuôn viên nhà máy đang chiếm khoảng 1,5 hecta.

- **Bất động sản có lợi nhuận đột biến:** Việc nhượng lại mảnh đất thuê của KCN Xuyên Á mang lại 26,9 tỷ đồng lợi nhuận trong tháng 7/2017, nâng lợi nhuận sau thuế tháng 7 tăng 152% so với cùng kỳ 2016. TCM dự tính sẽ chuyển nhượng 7 ha đất của nhà máy sợi số 3 tại KCN Đức Hòa – Long An, trong đó nhà máy chiếm 1,4 ha ngay trong năm 2017. Mảnh đất tại KCN Trảng Bàng cũng được dự tính sẽ bán trước 1 ha trong năm nay cho đối tác, với tổng diện tích mảnh đất là 2,9 ha.
- **Quá trình nói room sẽ hoàn tất trong năm 2017:** TCM đã trình Ủy Ban Chứng Khoán kế hoạch nói room khối ngoại từ 49% lên 70% trong năm 2017 và làm việc với đơn vị tư vấn. Do HĐQT đã duyệt chia thưởng cổ phiếu 5%, việc tính toán lại tỷ lệ và số lượng cổ phiếu cho đề án nói room khối ngoại sẽ khiến kế hoạch chậm lại. Cùng với việc bổ sung các giấy tờ về hoạt động kinh doanh của TCM, dự kiến trong năm 2017 kế hoạch nói room sẽ hoàn tất. Đối tác Eland có thể mua thêm cổ phần để nâng tổng tỷ lệ sở hữu lên 51%, khi room cho nhà đầu tư nước ngoài đã đầy từ tháng 9/2011.

#### **Dự báo lợi nhuận năm 2017 tăng 84,8% yoy**

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu thuần đạt 3.409 tỷ đồng (+11% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 212,6 tỷ đồng (+84,8% yoy). **EPS đạt 3.704 đồng/cp và P/E forward 7,67 lần** với các giả định chính như sau:

- Giá sợi hồi phục giúp biên lợi nhuận mảng sợi duy trì ở mức 4%.
- Sản lượng vải dệt xuất khẩu tăng 30,6%, giúp vải chiếm 13,3% trong tổng doanh thu. Biên gộp mảng vải ở mức 21,5%.
- Sản lượng hàng may mặc tăng 4,7%. Dự kiến việc chuyển nhượng nhà máy sợi số 3 tại KCN Đức Hòa – Long An sẽ mang lại lợi nhuận lớn; việc chuyển nhượng 1 ha đất tại KCN Trảng Bàng với giá 50 USD/m<sup>2</sup> cũng tạo ra 11,2 tỷ đồng doanh thu. Tuy nhiên kế hoạch chuyển nhượng chưa hoàn tất nên chúng tôi không đưa phần lợi nhuận này vào giả định.

**Tiềm năng từ mảng bất động sản trong tương lai:** Dự án TC1 liên doanh giữa TCM và Eland, trong đó TCM sở hữu khoảng 85% và Eland 15% sẽ được khởi công vào tháng 8/2018. Được chia thành 4 block, với block 1 sẽ được chào bán từ tháng 1/2019 gồm hơn 600 căn hộ, office; diện tích mỗi căn hộ từ 65 – 70 m<sup>2</sup> có giá bán từ 900 – 1.000 USD/m<sup>2</sup>. Dự án có tổng chi phí đầu khoảng 38 triệu USD (chưa tính tiền đất).

**Khuyến nghị đầu tư:** Dù giá cổ phiếu đã tăng 106,1% kể từ đầu năm phản ánh kỳ vọng KQKD 2017 tăng trưởng đột biến, BVSC cho rằng câu chuyện vẫn chưa dừng lại ở đây và nhấn mạnh rằng vẫn còn nhiều yếu tố tích cực hỗ trợ việc tăng giá cổ phiếu trong giai đoạn cuối năm nay và đầu năm sau: (i) Thay đổi kế hoạch kinh doanh, cắt giảm mảng sợi với biên thấp, tập trung vào mảng vải với biên lợi nhuận và sản lượng tăng cao; (ii) Nhà máy Vĩnh Long cải thiện kết quả kinh doanh, nâng cao năng suất lao động, tăng số lượng đơn hàng giá trị cao cùng việc hưởng thuế suất ưu đãi; (iii) Các dự án bất động sản tiếp

**Báo cáo cập nhật TCM**

tục được khởi công mang lại lợi nhuận đột biến; (iv) Quá trình nới room khối ngoại hoàn tất sẽ hỗ trợ cho việc tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá kỳ vọng **35.500 đồng/cổ phiếu**.

**Một số chỉ số tài chính của TCM**

Chỉ số tài chính		2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu	Tỷ đồng	2.792	3.071	3.409	3.596
LNST	Tỷ đồng	154	114	212	199
P/E	x		16,30	7,67	8,17
P/B	x		1,98	1,96	1,85

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Doanh thu	2.554	2.571	2.792	3.071
Giá vốn	(2.209)	(2.195)	(2.365)	(2.652)
Lợi nhuận gộp	346	376	426	419
Doanh thu tài chính	13	13	24	26
Chi phí tài chính	(66)	(47)	(87)	(68)
Lợi nhuận sau thuế	124	168	154	114

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	118	141	88	96
Các khoản phải thu ngắn hạn	156	135	157	346
Hàng tồn kho	613	625	781	729
Tài sản cố định hữu hình	575	553	679	770
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	133	135	140	142
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.989</b>	<b>2.060</b>	<b>2.509</b>	<b>2.820</b>
Nợ ngắn hạn	946	986	1.231	1.468
Nợ dài hạn	301	260	382	437
Vốn chủ sở hữu	736	814	896	916
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.989</b>	<b>2.060</b>	<b>2.509</b>	<b>2.820</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	11,9%	0,7%	8,6%	10,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-712,7%	36,3%	-8,8%	-25,6%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	13,5%	14,6%	15,3%	13,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4,8%	6,5%	5,5%	3,7%
ROA (%)	6,2%	8,3%	6,7%	4,3%
ROE (%)	18,2%	21,7%	18,0%	12,6%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,63	0,61	0,64	0,68
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,69	1,53	1,80	2,08
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.511	3.423	3.121	2.323
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.956	16.535	18.205	18.609

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Phạm Đắc Hoàng Minh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**  
Phó Giám đốc khối  
luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**  
Ngân hàng, Bảo hiểm  
nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**  
Thép, Phân bón, Điện  
chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Phan Thùy Trang**  
Cao su tự nhiên, Mía đường  
phanthuytrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**  
Công nghệ thông tin  
nguyentientung@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**  
Phó Giám đốc khối  
ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**  
Bất động sản  
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**  
Vật liệu xây dựng  
lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**  
Ô tô & Phụ tùng  
truongsyphu@baoviet.com.vn

**Hà Thị Thu Hằng**  
Dược  
hathithuhang@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**  
Hạ tầng Nước  
thaianhhao@baoviet.com.vn

**Phạm Đắc Hoàng Minh**  
Dệt may  
phamdachoangminh@baoviet.com.vn

### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**  
Phó Giám đốc khối  
[nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn)

**Bạch Ngọc Thắng**  
Kinh tế trường  
[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)

**Trần Hải Yến**  
Chuyên viên vĩ mô  
[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)

**Trần Đức Anh**  
Chiến lược thị trường  
[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)

**Trần Xuân Bách**  
Phân tích kỹ thuật  
[tranxuanbach@baoviet.com.vn](mailto:tranxuanbach@baoviet.com.vn)



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888