

**NGÀNH: DỆT MAY**
**Ngày 16 tháng 05 năm 2018**

## CÔNG TY CỔ PHẦN DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (HSX: TCM)

### Lê Hồng Thuận

Chuyên viên phân tích

 Email: [thuanlh@fpts.com.vn](mailto:thuanlh@fpts.com.vn)

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 4343

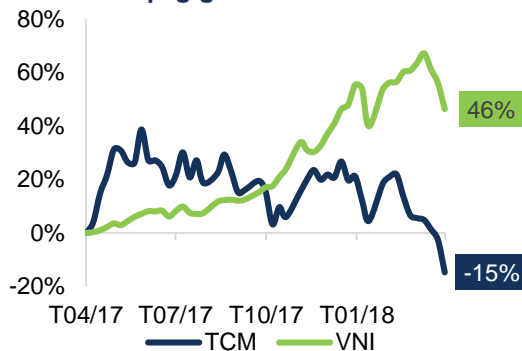
Giá hiện tại (VNĐ/cp):

**21.950**

Giá mục tiêu (VNĐ/cp):

**25.700**

Tăng/(giảm):

**17%**
**Khuyến nghị**
**MUA**
**Biến động giá TCM và VNIndex**


### Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	21.950
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	33.100
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	20.900
Số lượng CP niêm yết (cp)	51.653.829
Số lượng CP lưu hành (cp)	51.553.379
KLGD bình quân (cp/phiên)	685.039
% sở hữu nước ngoài	49%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1.131,60
P/E trailing	5,86x
EPS vnd/cp	3.162

Tên	Công ty cổ phần Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công
Địa chỉ	36 Tây Thạnh, P. Tây Thạnh, Q. Tân Phú, Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Sản xuất hàng dệt may (sợi, vải, hàng may mặc)
Chi phí chính	Lao động, bông...
Lợi thế cạnh tranh	Quy trình sản xuất hoàn thiện

## CẢI THIẾN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TCM của Công ty Cổ phần Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu của TCM là **25.700 VNĐ/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với các luận điểm như sau:

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**(1): Tỷ lệ lợi nhuận gộp cải thiện nhờ gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh cốt lõi:**

- **Mảng sợi:** Đây là mảng hoạt động không hiệu quả trong giai đoạn 2014 – 2017. TCM đã cắt giảm hoạt động của 2/4 nhà máy sợi từ cuối năm 2017;
- **Mảng vải:** doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng vượt trội, đặc biệt là vải xuất Nhật, tăng trưởng 40%/năm;
- **Mảng may:** năng suất lao động (NSLĐ) tại nhà máy Vĩnh Long liên tục tăng, đạt 31 USD/ người/ngày tại Q1/2018 (+19% yoy).

**(2): Chuyển nhượng tài sản tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận:** Nhà máy Sợi số 3 tại Đức Hòa, Long An rộng 7 ha sẽ được chuyển nhượng trong năm 2018. Dự kiến khoản thu nhập 1,2 triệu USD sẽ được ghi nhận vào Q2/2018.

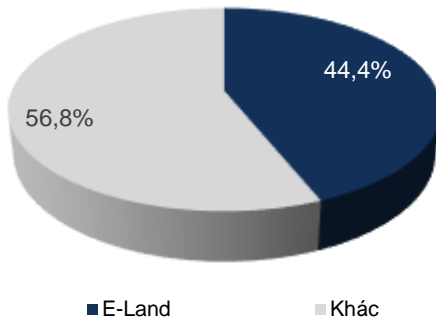
**(3): Giá cổ phiếu đang tương đối thấp so với các doanh nghiệp trong ngành:** TCM đang được giao dịch với EPS là 3.162 vnd/cp và P/E trailing là 5,86x, thấp hơn so với trung bình ngành 7,16x.

**Rủi ro đầu tư chính** bao gồm:

- (1) Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào;
- (2) Giảm nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu;
- (3) Hoạt động của công ty con ngoài ngành kém hiệu quả.

## KHÁI QUÁT VỀ DOANH NGHIỆP

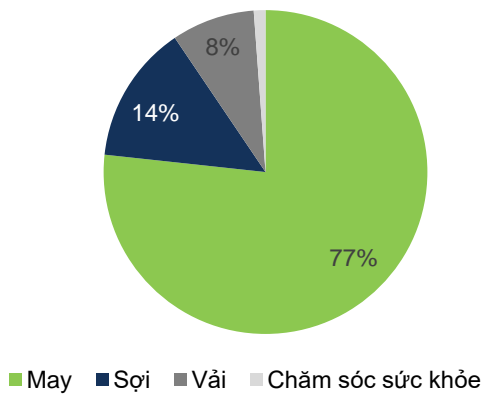
**Cơ cấu cổ đông TCM**



### Cổ đông lớn nhất là tập đoàn E-Land

E-Land là thương hiệu thời trang lớn tại thị trường Hàn Quốc và Trung Quốc với mạng lưới phân phối rộng và thương hiệu được ưa thích. Hiện tại tập đoàn E-Land (Hàn Quốc) đang nắm giữ 44,4% sở hữu của TCM thông qua E-Land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore và Công ty TNHH Eland Việt Nam. TCM sản xuất sản phẩm cho tập đoàn E-Land và các đơn vị trong tập đoàn tại Hàn Quốc, Hong Kong, Thượng Hải, Đài Loan... với tổng doanh thu lên tới 35 triệu USD/năm (tương đương 25% doanh thu xuất khẩu của TCM).

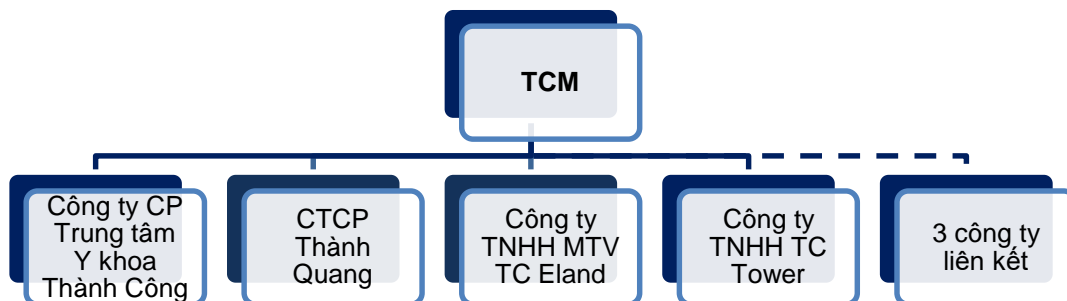
**Cơ cấu doanh thu**



**Doanh nghiệp hoạt động trong ngành dệt may** với sản phẩm chủ yếu là hàng may mặc, sợi, vải. Ngoài ra, doanh nghiệp còn cung cấp dịch vụ chăm sóc sức khỏe (~1% doanh thu).

**TCM có 4 công ty con và 3 công ty liên kết** hoạt động trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe, dệt may và kinh doanh bất động sản.

**Cơ cấu tổ chức của TCM**

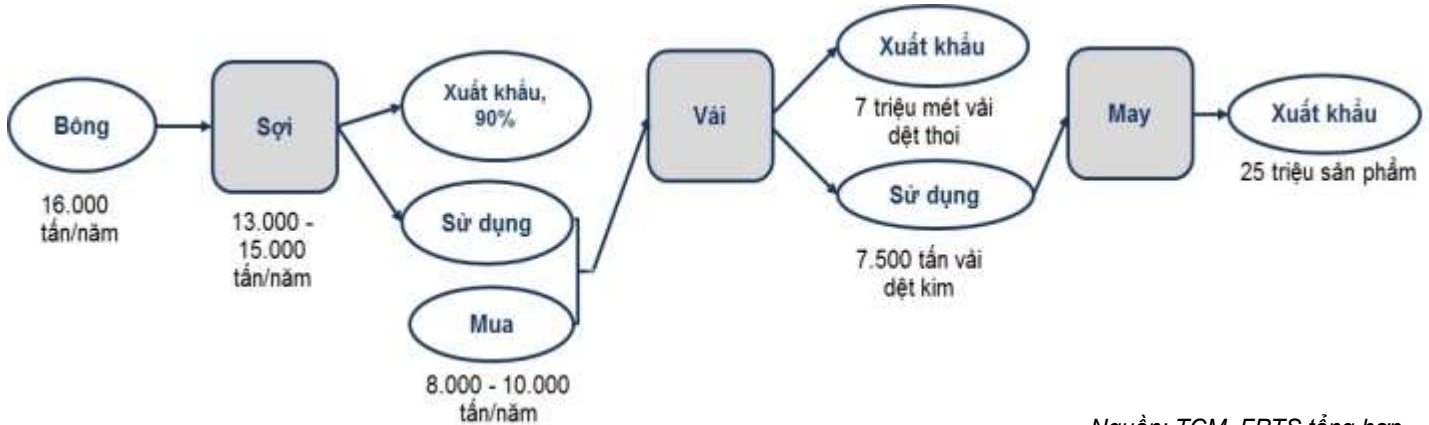


*Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp*

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Chuỗi sản xuất hoàn thiện

#### Chuỗi sản xuất của TCM



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

### Lợi thế đặc biệt so với các doanh nghiệp trong ngành dệt may

TCM là một trong số ít các đơn vị có chuỗi sản xuất hoàn thiện sợi-dệt-nhuộm-may. Khác với các doanh nghiệp dệt may trong nước, phần lớn chỉ thực hiện công đoạn may và phải mua ngoài nguyên vật liệu (vải). Thông thường thời gian nhập khẩu và vận chuyển nguyên vật liệu về xưởng sản xuất là 10 – 20 ngày. Việc chủ động sản xuất được vải làm nguyên vật liệu cho sản xuất hàng may mặc xuất khẩu, TCM có thể linh hoạt và chủ động trong việc đáp ứng thời gian giao hàng và quản lý chất lượng nguyên vật liệu.

### Chuỗi sản xuất hoàn thiện khiến TCM hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do

Với chuỗi sản xuất “từ sợi trở đi”, TCM đáp ứng được yêu cầu xuất xứ để được hưởng ưu đãi về thuế từ các nước thành viên Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP). Canada và Úc là các thị trường tiềm năng mà hiện nay TCM chưa tiếp cận được. Với mức ưu đãi thuế quan gần như 0% khi CPTPP có hiệu lực và khả năng có thể đáp ứng nhu cầu xuất xứ “từ sợi trở đi”, TCM được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi lớn từ CPTPP trong thời gian tới.

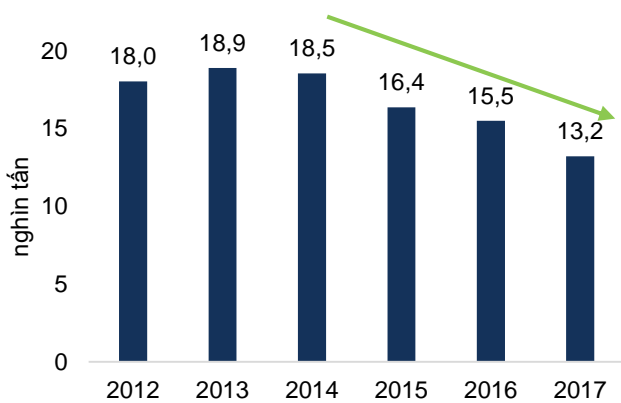
### Màng sợi

#### Đầu vào sản xuất sợi phụ thuộc hoàn toàn từ nhập khẩu

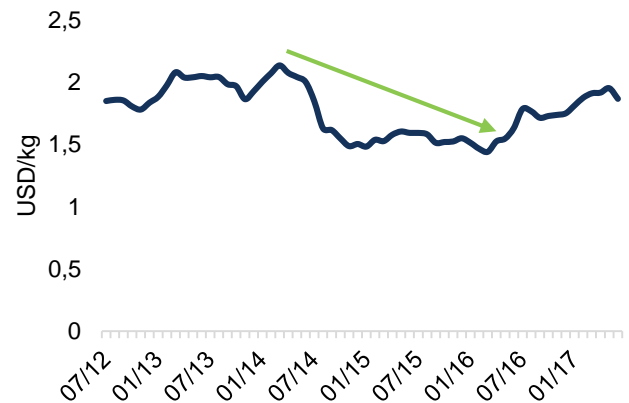
Sợi của TCM được sản xuất từ bông (95%) và xơ tổng hợp (5%). Bông nhập khẩu từ Mỹ, Brazil, Tây Phi và Xơ (Polyester, Viscose) nhập khẩu từ Thái Lan, Indonesia, Đài Loan. Bông được TCM chủ yếu mua trên thị trường giao ngay và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá vốn hàng bán sợi (60 - 70%). Do đó, giá bông trên thị trường thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất và tiêu thụ sợi của TCM.

## Hoạt động sản xuất sợi có hiệu quả không cao

Sản lượng sợi của TCM giai đoạn 2012 - 2017



Giá bông thế giới giai đoạn 2012 - 2017



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

Từ giữa năm 2014, giá bông trên thị trường giảm mạnh (từ mức trung bình 2 USD/kg xuống 1,5 USD/kg) khiến giá bán sợi đầu ra cũng giảm xấp xỉ 15%. Về phía sản lượng, việc giá sợi đầu ra giảm khiến giá vải dệt kim trên thị trường giảm, doanh nghiệp lựa chọn việc sử dụng nhiều hơn vải nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc thay vì sử dụng vải dệt kim tự sản xuất được. Từ đó, nhu cầu sử dụng sợi làm đầu vào cho sản xuất vải giảm. Cụ thể, sản lượng sợi giảm 12% (từ 18.540 tấn xuống 16.358 tấn năm 2015 – Chi tiết xem tại [Phụ lục 2](#)). Do đó, doanh thu mảng sợi giảm 20% (từ 966 tỷ đồng năm 2014 xuống 782 tỷ đồng năm 2015).

Kể từ cuối năm 2016, giá bông tăng trở lại khiến giá bán sợi tăng tương ứng, tuy nhiên mảng sợi lại bị cạnh tranh khốc liệt từ các nhà sản xuất sợi có vốn đầu tư FDI lớn tại Việt Nam nhằm đón đầu CPTPP. Cần lưu ý rằng, máy móc thiết bị mảng sợi của TCM hầu hết đã cũ so với các doanh nghiệp FDI nên khả năng cạnh tranh thấp hơn và hiệu quả hoạt động mảng sợi duy trì ở mức thấp (so với mảng vải và mảng may).

## Thu hẹp hoạt động sản xuất sợi

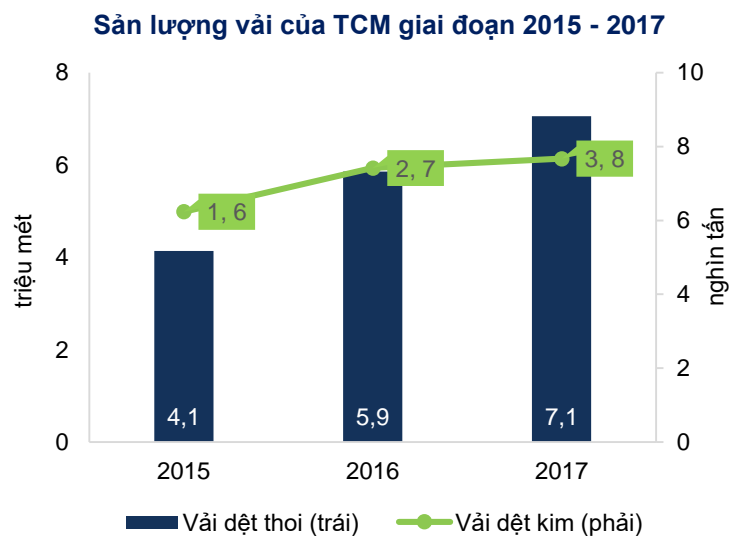
Trong năm 2016, tỷ trọng doanh thu mảng sợi chiếm 25 – 30% thì đến năm 2017, tỷ trọng mảng sợi chỉ còn khoảng 15 – 20%. Nguyên nhân chủ yếu là do mảng sợi ngày càng hoạt động kém hiệu quả. Vì vậy, Công ty đã quyết định cắt giảm sản xuất sợi và đóng cửa 2/4 nhà máy, bao gồm nhà máy tại quận Tân Bình và huyện Đức Hòa – tỉnh Long An. Với nhà máy tại quận Tân Bình, TCM dự kiến chuyển sang lĩnh vực Dệt (sản xuất vải). Với nhà máy huyện Đức Hòa, TCM sẽ chuyển nhượng nhà máy này trong năm 2018. Chi tiết xem tại [Phụ lục 1](#).

## Màng vải

### Chỉ một phần nhỏ sản phẩm sợi làm đầu vào màng vải

Sản lượng sợi năm 2017 đạt xấp xỉ 13.213 tấn (giảm 85% so với năm 2016). Trong đó sợi chủ yếu dùng để xuất khẩu (90%) sang Trung Quốc và Hàn Quốc để bán buôn. Sợi tổng hợp được mua thêm từ nước ngoài (Thái Lan, Indonesia, Đài Loan ~200 tấn/tháng) và các công ty sợi trong nước (STK và các doanh nghiệp FDI) ~ 8.000 - 10.000 tấn/năm. Sợi mua ngoài chủ yếu là sợi mà nội bộ không sản xuất được như sợi tổng hợp và sợi se chất lượng cao hơn. Hiện tại máy móc thiết bị màng sợi hầu hết đã cũ với tỷ lệ hao hụt trong quá trình sản xuất lớn.

### Tích cực mở rộng quy mô sản xuất vải



*Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp*

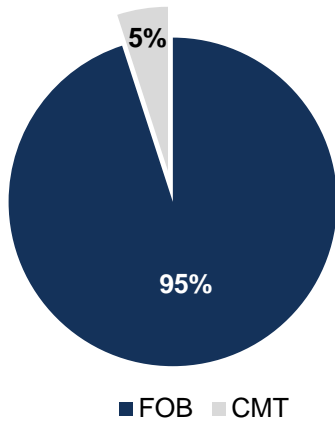
Màng vải là màng có tỷ lệ lợi nhuận/ doanh thu thuần cao nhất (~23%). Sản phẩm vải bao gồm vải dệt thoi và vải dệt kim. Vải dệt thoi chủ yếu là vải đồng phục xuất khẩu thị trường Nhật vốn thị trường ngách đem lại tỷ lệ lợi nhuận gộp vượt trội cho TCM. Vải dệt kim chủ yếu được công ty sử dụng làm nguyên vật liệu đầu vào cho màng may.

Như đã phân tích tại [Báo cáo ngành dệt may 2017](#), dệt nhuộm đang khâu đứt gãy của ngành dệt may Việt Nam. Các doanh nghiệp dệt may Việt Nam còn thiếu và yếu trong khâu sản xuất vải. Xét trên quy mô toàn ngành, TCM là một trong số ít các doanh nghiệp có khả năng sản xuất vải, đáp ứng nguyên liệu đầu vào cho sản xuất hàng may mặc. Bên cạnh đó, TCM cũng có thị trường tiêu thụ vải xuất khẩu ổn định và liên tục tăng về quy mô. Đặc biệt doanh thu các đơn hàng xuất Nhật Bản tăng trưởng xấp xỉ 40%/năm.

TCM đang có các kế hoạch nâng cao năng lực sản xuất vải thông qua việc đầu tư tài sản cố định trong lĩnh vực dệt nhuộm, đồng thời chuyển nhà máy sản xuất sợi cũ (tại quận Tân Bình) thành nhà máy sản xuất vải. Dự kiến sản lượng vải xuất khẩu có thể tăng 25% với công suất sản xuất vải từ 7 triệu mét lên 10 triệu mét và gia tăng sử dụng nội khối của lượng sợi sản xuất lên trên 40%.

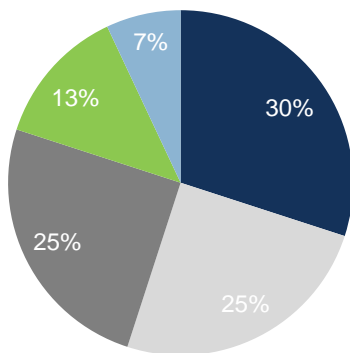
## Màng may

**Cơ cấu doanh thu màng hàng may mặc theo phương thức sản xuất**



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

**Thị trường xuất khẩu chính**



■ Hàn Quốc ■ Trung Quốc ■ Nhật ■ Mỹ ■ Khác

Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

## Chủ yếu sản xuất theo phương thức FOB

Xét theo hình thức sản xuất, TCM chủ yếu sản xuất theo phương thức FOB (95%) và CMT (5%). Theo đó, sản xuất theo phương thức FOB doanh nghiệp sẽ tự chịu trách nhiệm về nguyên liệu đầu vào còn theo phương thức CMT, doanh nghiệp được giao nguyên vật liệu từ bên đặt hàng và chỉ thực hiện khâu sản xuất. Với phương thức CMT, doanh nghiệp chỉ nhận được phí gia công bằng 25% doanh thu FOB trong khi thời gian sản xuất và lao động cần thiết như nhau. Như vậy việc sản xuất FOB càng nhiều sẽ có quy mô doanh thu càng lớn. Với khả năng tự sản xuất được vải, TCM có thể chủ động trong việc lựa chọn sử dụng nguyên vật liệu đầu vào vải nhập hoặc vải nội bộ tùy thuộc vào giá vải trên thị trường và yêu cầu cụ thể của từng đơn đặt hàng từ nước ngoài. Đây là một lợi thế rất lớn của TCM so với các doanh nghiệp cùng ngành.

## Thị trường xuất khẩu chính là Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ, Trung Quốc

Sản phẩm của TCM chủ yếu được xuất khẩu sang Hàn Quốc (30%), Nhật Bản (18%), Trung Quốc (15%), Mỹ và EU. Hàng xuất Mỹ và Châu Âu chiếm tỉ trọng lớn trong giai đoạn trước nhưng trong khoản thời gian gần đây (kể từ năm 2015) hàng xuất Mỹ và EU giảm đáng kể (Mỹ: 13%, EU: 3%). Hàng xuất khẩu sang Hàn Quốc và Trung Quốc chủ yếu là đơn hàng với E-Land.

## Tình hình đơn hàng ổn định từ E-Land

Xuất khẩu sang các đơn vị liên quan với tập đoàn Eland chiếm tới 25 - 30% doanh thu/năm. Hiện tại, các đơn vị thuộc tập đoàn đã ký kết các hợp đồng xuất khẩu dài hạn với TCM, do đó, tình hình đơn hàng của TCM với các khách hàng này tương đối ổn định (khoảng 35 - 40 triệu USD/năm). Ngoài E-Land, danh mục khách hàng của TCM bao gồm Sanmar, Costo, Target, JC Penny, Connor, Jones Apparel, Perry Ellis, New Time Group, Dimensions, Eddie Bauer...



### Thị phần Top 10 thương hiệu thể thao tại Trung Quốc

Năm 2014			Năm 2015	
1	Nike	12,0%	Nike	16,1%
2	Adidas	12,0%	Adidas	15,0%
3	Anta	8,6%	Anta	9,2%
4	Xtep	4,9%	Xtep	5,3%
5	Li Ning	4,8%	Li Ning	5,2%
6	361 Degrees	3,7%	New Balance (*)	3,9%
7	Peak	2,3%	361 Degrees	3,4%
8	New Balance (*)	2,3%	Erke	2,9%
9	Toread	2,2%	Converse	2,4%
10	Asics	2,2%	Peak	2,3%

Nguồn: Euromonitor International

(\*): New Balance là thương hiệu thuộc tập đoàn E-Land

### E-Land là tập đoàn thời trang lớn

Tại thị trường Hàn Quốc, Tập đoàn E-Land được xếp hạng là tập đoàn thời trang hàng đầu về doanh thu trong nhiều năm liền và là thương hiệu thuộc top các thương hiệu hàng đầu tại Trung Quốc về sản phẩm thời trang cho phụ nữ và đồ thể thao. Tập đoàn này có một danh mục thương hiệu gồm 60 thương hiệu quốc gia và 40 thương hiệu riêng bao gồm các thương hiệu E-LAND, NEW BALANCE, SCOFIELD, TEENIE WEENIE, ROEM, PRICH, SCAT, BELFE, GEROLAMO và ENC...

Tại thị trường Trung Quốc, thương hiệu New Balance và E-Land của tập đoàn là thương hiệu xếp thứ 6 trong các thương hiệu thể thao được yêu thích nhất năm 2015 (thị phần 3,9%) và xếp thứ 4 trong các thương hiệu thời trang nữ được yêu thích nhất năm 2014 (thị phần 1%). Các thương hiệu này đều được TCM sản xuất theo hợp đồng với E-Land.

### Nhà máy tại Vĩnh Long đang cải thiện hiệu quả hoạt động

Hoạt động sản xuất được tiến hành tại 2 nhà máy tại Hồ Chí Minh (bao gồm 5 xưởng may) và nhà máy Vĩnh Long (đi vào hoạt động từ năm 2015). Chi tiết về công suất các nhà máy của TCM xem tại [Phụ lục 1](#). Nhà máy may mới ở Vĩnh Long được xây dựng với quy mô lớn và mục đích là địa điểm sản xuất chính sau này của doanh nghiệp trong trường hợp thành phố Hồ Chí Minh có quyết định di dời một số nhà máy ra khỏi khu vực nội thành.

#### Kết quả hoạt động của nhà máy Thành Công Vĩnh Long

Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2016	2017
Tổng doanh thu	104	121
Lợi nhuận sau thuế	-62	-46
Năng suất lao động (USD/người/ngày)	26	30

Nguồn: TCM, FPTIS tổng hợp

Trong giai đoạn đầu mới đi vào hoạt động, năng suất lao động ở Vĩnh Long tương đối thấp do công nhân vẫn đang trong quá trình học nghề, đồng thời, cán bộ quản lý chủ yếu tuyển mới, chưa có kinh nghiệm và năng lực quản lý tốt như tại Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, TCM đã nhìn nhận được điểm yếu này và đang khắc phục để nâng cao hiệu quả tại nhà máy Vĩnh Long, góp phần cải thiện lợi nhuận. Trong năm 2017, doanh thu của nhà máy Vĩnh Long đạt 120 tỷ đồng, tăng 16% so với năm 2016. Hiện tại năng suất lao động của công nhân tại Hồ Chí Minh và Vĩnh Long đạt 39 USD/người/ngày và 30 USD/người/ngày (2016: 26 USD/người/ngày).

### Mảng chăm sóc sức khỏe

#### Mảng chăm sóc sức khỏe đem lại doanh thu ổn định hàng năm khoảng 30 – 40 tỷ đồng (1% doanh thu)

Công ty cổ phần Trung Tâm Y khoa Thành Công là một trong các công ty con của TCM (tỷ lệ sở hữu 70,94%). Công ty chuyên cung cấp dịch vụ y tế, mua bán dược phẩm và trang thiết bị y tế. Lợi nhuận sau thuế của công ty con này hàng năm xấp xỉ 3 tỷ đồng, đóng góp vào lợi nhuận của TCM (~2% lợi nhuận hợp nhất năm 2017).

**Hầu hết công ty con và công ty liên kết chưa hoạt động hoặc lỗ**
**Tình hình hoạt động công ty con và công ty liên kết của TCM**

Tên công ty	Tỷ lệ góp vốn	Giá trị vốn góp (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	LNST 2017 (tỷ đồng)	Thay đổi	Ghi chú
Công ty CP Trung tâm Y khoa Thành Công	70,94%	14,1	2,6	3,0	15%	Xem thêm tại mảng chăm sóc sức khỏe
CTCP Thành Quang	98,56%	36,9	NA	NA	NA	Chưa đi vào hoạt động
Công ty TNHH MTV TC Eland	100,00%	3,0	2,5	0,3	-88%	Dự kiến giải thể giữa năm 2018
Công ty TNHH TC Tower	85,53%	127,3	NA	NA	NA	Dự kiến xây dựng TC Tower tại 37 Tây Thạnh
CTCP chứng khoán Thành Công	24,75%	82,0	9,4	-24,1	-356%	Đã trích dự phòng 8,5 tỷ đồng năm 2017
CTCP Du lịch Golf Vũng Tàu	30,00%	8,7	NA	NA	NA	Chưa đi vào hoạt động
CTCP Thành Phúc	23,79%	1,7	NA	NA	NA	Chưa đi vào hoạt động

*Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp*

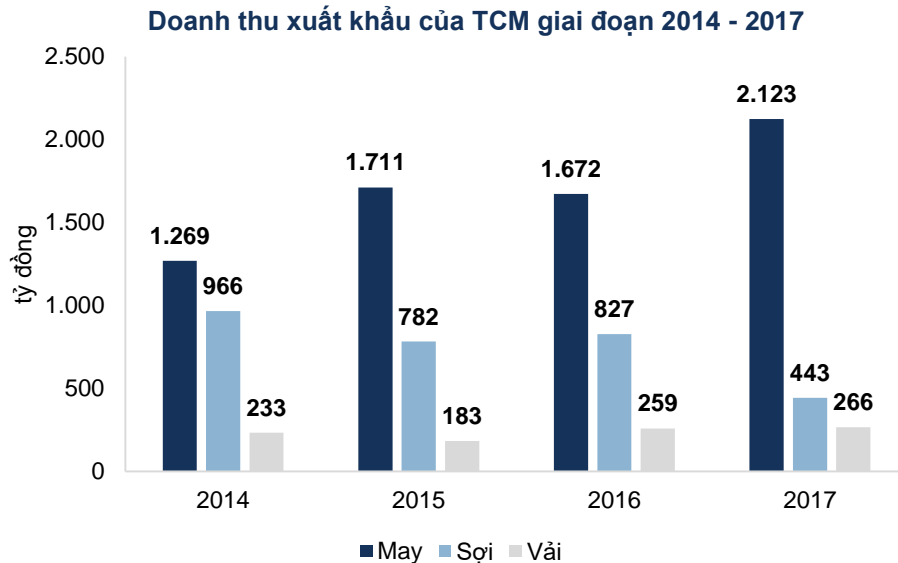
Ngoại trừ Trung Tâm Y khoa Thành Công, hoạt động đầu tư vào các công ty con và công ty liên kết không đạt hiệu quả cao, cụ thể:

- Công ty cổ phần Thành Quang thành lập ngày 25/5/2007 với mục đích kinh doanh hạ tầng cơ sở, sản xuất và mua bán sợi. Tính tới 31/12/2017, Công ty chưa đi vào hoạt động.
- CTCP Du lịch Golf Vũng Tàu (TCM bắt đầu đầu tư từ năm 2008) và CTCP Thành Phúc (TCM bắt đầu góp vốn từ năm 2007) cũng chưa đi vào hoạt động.
- Công ty CP chứng khoán Thành Công: TCM nhận cổ phần của CTCP chứng khoán Thành Công từ 22/7/2010. Trong năm 2017, công ty chứng khoán này lỗ 24,1 tỷ đồng, chủ yếu do gần như chấm dứt hoạt động cho vay Margin.
- Công ty TNHH MTV TC Eland thành lập ngày 6/5/2014 với mục đích kinh doanh sản phẩm may mặc tại thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, Công ty này cũng hoạt động không hiệu quả và dự kiến sẽ giải thể vào năm 2018.
- Công ty TNHH TC Tower thành lập ngày 31/10/2014 với mục đích xây dựng Khu nhà ở chung cư cao tầng kết hợp thương mại dịch vụ TC Tower tọa lạc tại số 37 đường Tây Thạnh, phường Tây Thạnh, quận Tân Phú, Tp.HCM (diện tích sử dụng đất là 9.898m<sup>2</sup>). Tuy nhiên đến nay phía Công ty vẫn chưa chốt được thời gian cụ thể triển khai cũng như chào bán sản phẩm. Chi tiết xem tại [Phụ lục 3](#).



## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

**Doanh thu tăng trưởng tốt, chủ yếu từ mảng may mặc**



*Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp*

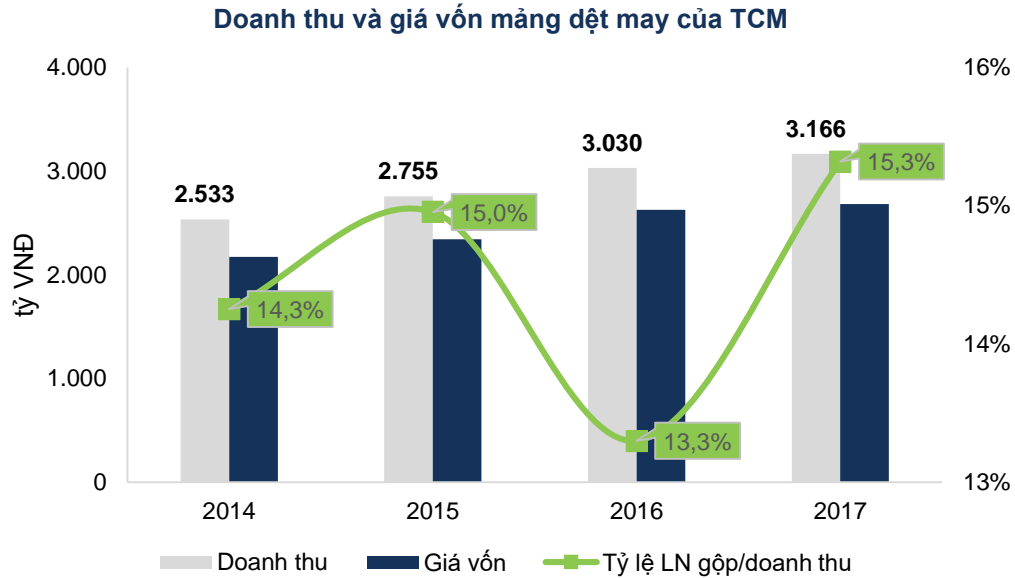
Doanh thu mảng dệt may tăng trưởng với tỷ lệ 7,7%/năm, chủ yếu là doanh thu xuất khẩu các mảng may, sợi, vải. Trong khi mảng sợi có xu hướng giảm mạnh về doanh thu thì doanh thu mảng may tăng mạnh bù lại sự sụt giảm mảng sợi. Nhìn chung, mảng may là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2014 – 2017.

**Mảng sợi:** Như trên đã đề cập, mảng sợi của TCM hầu như không có lợi nhuận (lỗ kéo dài) trong giai đoạn 2014 - 2017. Vì vậy, Công ty đã quyết định cắt giảm sản xuất sợi và đóng cửa hai nhà máy tại quận Tân Bình và huyện Đức Hòa – tỉnh Long An từ cuối năm 2017.

**Mảng vải:** Mảng vải chiếm tỷ trọng thấp nhất trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu của TCM (~10%). Năm 2015 là năm mảng vải bị gián đoạn sản xuất do doanh nghiệp thay thế hệ thống máy dệt vải cũ bằng hệ thống máy dệt khí thể hệ mới cho đơn hàng vải dệt xuất khẩu. Đây là bước chuẩn bị cho hướng phát triển thị trường vải xuất Nhật, vốn là thị trường đòi hỏi tiêu chuẩn kỹ thuật cao nhưng có tỷ lệ lợi nhuận rất tốt (23%), điều này được thể hiện qua quy mô đơn hàng xuất Nhật tăng mạnh và doanh thu từ mảng vải liên tục được cải thiện.

**Mảng may:** Doanh thu tăng mạnh (~35%) trong năm 2015 do tình hình đặt hàng tăng đột biến với các khách hàng lớn như E-Land và Sanmar (Mỹ). Tỷ trọng đơn hàng E-Land tăng mạnh trong giai đoạn này, chủ yếu phục vụ thị trường Hàn Quốc và Trung Quốc. Tuy nhiên, đến năm 2016, nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may tại thị trường Hàn Quốc có dấu hiệu bão hòa đồng thời về phía các đơn hàng từ Mỹ, bên đặt hàng cũng chờ đợi kết quả từ CPTPP nên doanh thu mảng may giảm nhẹ. Công suất sản xuất của TCM cũng cải thiện đáng kể từ năm 2015 và có thể đáp ứng nhu cầu các đơn hàng với việc nhà máy Thành Công Vĩnh Long.

**Tỷ lệ lợi nhuận gộp cải thiện nhờ cắt giảm mảng sợi kém hiệu quả và tăng hiệu quả mảng may**



*Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp*

**Tỷ lệ lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh chính**

Sợi	5 - 7%
Vải	23%
May	15 - 20%

Mảng sợi là mảng có tỷ lệ lợi nhuận gộp thấp nhất (5 – 7%). Do đó, trong giai đoạn từ 2014 – 2017, TCM cắt giảm sản lượng thì tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu được cải thiện qua các năm.

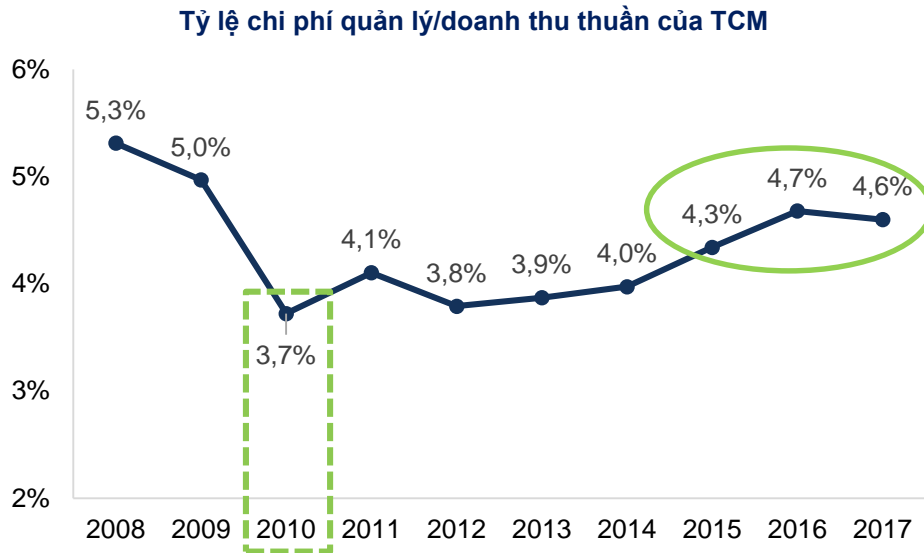
Năm 2016, tỷ lệ lợi nhuận gộp giảm đáng kể (2015: 15,0%; 2016: 13,3%) do các yếu tố ảnh hưởng đến chi phí sản xuất như: (1) chi phí lao động tăng do thay đổi về mức lương tham gia bảo hiểm xã hội; (2) nhà máy may Thành Công Vĩnh Long bắt đầu đi vào hoạt động với năng suất lao động chưa cao kéo tỷ lệ lợi nhuận gộp mảng may giảm đáng kể.

Năm 2017, tỷ lệ lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu đến từ:

**(1) Tiếp tục thu hẹp mảng sản xuất sợi kém hiệu quả:** trong năm 2017, Công ty đã quyết định đóng cửa hai nhà máy tại quận Tân Bình và huyện Đức Hòa – tỉnh Long An. Sau cắt giảm, hoạt động sản xuất sợi chỉ còn tại 2 nhà máy, chuyên phục vụ các đơn hàng nội bộ và xuất khẩu với lợi nhuận tốt hơn.

**(2) Nâng cao năng suất lao động tại nhà máy may Thành Công Vĩnh Long:** Trong năm 2017, nhà máy hoạt động liên tục và tay nghề lao động nâng cao khiến nhà máy có thể nhận các đơn hàng với độ khó và giá trị cao khiến năng suất lao động đã được cải thiện đáng kể từ 26 USD/người/ngày (2016) lên 30 USD/người/ngày (2017).

## Quản lý chi phí được cải thiện



*Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp*

Năm 2009 E-Land đầu tư hơn 30% tổng số cổ phần và tham gia vào Hội đồng quản trị. Đây là sự kiện đánh dấu một giai đoạn mới trong quá trình phát triển của TCM. Cụ thể, tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu thuần của TCM cải thiện đáng kể sau khi E-Land tham gia quản trị (2009: 5%; 2010: 3,7%). Tỷ lệ này được duy trì ở mức thấp (khoảng 3,8 – 4,1%) cho đến năm 2015 khi nhà máy mới Thành Công Vĩnh Long đi vào hoạt động. Trong giai đoạn mới đi vào hoạt động, nhà máy Thành Công Vĩnh Long chưa đạt được tối đa công suất (~60%), doanh thu đóng góp còn thấp (chỉ đạt 5 – 6 triệu USD/năm), trong khi đó chi phí quản lý tăng mạnh. Cụ thể, trong năm 2015 và 2016, doanh thu tăng trưởng 10% (yoy) trong khi đó, tỷ lệ tăng trưởng chi phí quản lý là 18,6% (yoy). Từ năm 2017, tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu thuần có xu hướng giảm dần cùng với hoạt động nhà máy Thành Công Vĩnh Long dần đi vào ổn định.

## Lãi từ chuyển nhượng tài sản hỗ trợ lợi nhuận

Năm 2017, lãi từ chuyển nhượng tài sản cố định đạt 41,2 tỷ đồng (~17,5% lợi nhuận trước thuế), trong đó, TCM đã bán đất tại khu công nghiệp Xuyên Á – Huyện Đức Hòa – tỉnh Long An. Diện tích khu đất chuyển nhượng năm 2017 là 10 ha với doanh thu xấp xỉ 50 tỷ đồng và ghi nhận lợi nhuận là 26,9 tỷ đồng.

TCM dự định bán nhà máy Sợi số 3 tại Đức Hòa – tỉnh Long An rộng 7 ha trong năm 2018 (xem chi tiết [phụ lục 1](#)). Hợp đồng chuyển nhượng đã được ký kết từ cuối năm 2017. Kỳ vọng thu nhập từ việc bán tài sản này đạt 1,2 triệu USD, sẽ được ghi nhận vào Q2/2018.

**Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2018**

**Tình hình thực hiện kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2018 của TCM trong Q1/2018**

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2018 (tỷ VNĐ)	Q1/2018 (tỷ VNĐ)	% kế hoạch 2018
Doanh thu	3.166	848	27%
Lợi nhuận sau thuế	189	49	26%

*Nguồn: TCM, FPTIS tổng hợp*

**Doanh thu tăng trưởng 9,3% yoy, đạt 27% kế hoạch:** Tính tới thời điểm Q1/2018, doanh thu thuần của TCM đạt 848 tỷ (+9,3% YoY), thấp hơn với mức tăng trưởng toàn ngành là 11,9%. Tuy nhiên, cần lưu ý, mảng sợi của doanh nghiệp đã được cắt giảm 50% sản lượng từ cuối năm 2017, do đó, nếu so sánh với cùng kỳ năm 2017, doanh thu mảng sợi đã giảm 40% yoy.

**Hiện tại doanh nghiệp đã có đủ đơn hàng sản xuất tới hết Q3/2018.** Các doanh nghiệp dệt may toàn ngành mới ký kết được đơn hàng sản xuất tới hết Q2, một số ít doanh nghiệp ký được đến hết Q3/2018. Với đơn hàng ổn định từ tập đoàn E-Land, TCM luôn đảm bảo được tình hình sản xuất liên tục và hiệu quả hoạt động kinh doanh cao. Tổng giá trị đơn hàng đã ký kết ước tính đạt 105 triệu USD (~80% kế hoạch doanh thu năm 2018).

**Tỷ lệ lợi nhuận gộp tăng nhờ gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh cốt lõi:** Tỷ lệ lợi nhuận gộp đạt 17,3% (cùng kỳ 2016 đạt 16,8%) nhờ:

- (1) cắt giảm hoạt động mảng sợi với tỷ lệ lợi nhuận gộp thấp;
- (2) tỷ trọng mảng vải với biên lợi nhuận cao nhất tăng từ 9,38% năm 2017 lên 11,7% tổng doanh thu Q1/2018;
- (3) năng suất lao động tại nhà máy may tại Vĩnh Long cải thiện từ 30 USD/người/ngày lên 31 USD/người/ngày trong Q1/2018.

**Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng tốt:** LNST Q1/2018 đạt 49 tỷ (+ 8,9% YoY lợi nhuận điều chỉnh thu nhập bất thường năm 2017). Ngoài ra, cần lưu ý, thời điểm ghi nhận doanh thu chuyển nhượng đất tại nhà máy Sợi số 3 tại Đức Hòa – tỉnh Long An rộng 7 ha là Q2/2018, do đó, lợi nhuận của TCM sẽ tiếp tục được cải thiện trong thời gian này.

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ TCM

Chúng tôi định giá TCM sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 50/50. Giá trị cổ phiếu TCM tổng hợp theo hai phương pháp này là **25.700 VNĐ/cp**. Với hoạt động kinh doanh lãi liên tục được cải thiện theo hướng hiệu quả hơn, đồng thời hoạt động chuyển nhượng hỗ trợ kết quả kinh doanh. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho mục tiêu trung và dài hạn.

Với dự án TC Tower, hiện tại TCM chưa có kế hoạch về thời gian thực hiện dự án, do đó, chúng tôi chưa tính toán tác động của dự án vào dự phóng của chúng tôi tại thời điểm này. Thông tin cập nhật về dự án được đề cập trong [Phụ lục 3](#).

### Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
1	<b>Phương pháp chiết khấu dòng tiền</b>	<b>24.700</b>	<b>50%</b>
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	24.210	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	25.166	
2	<b>Phương pháp so sánh P/E</b>	<b>26.800</b>	<b>50%</b>
	<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>25.700</b>	

### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	6,27%	Phần bù rủi ro	7,33%
Chi phí sử dụng nợ	4%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,52
Chi phí sử dụng VCSH	10,22%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	3,58%	Thời gian dự phóng	5 năm

### Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	728
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	282
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.262
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	8
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.251</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)	52
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>24.210</b>

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: tỷ đồng)			Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu			1.300
Số lượng cổ phiếu (triệu)			52
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)			25.166
Giá mục tiêu		VNĐ/cp	24.700

### Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành dệt may niêm yết:

Mã CP	VCSH (31/12/17) (tỷ đồng)	Tài sản (31/12/17) (tỷ đồng)	Lợi nhuận 2017 (tỷ đồng)	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	Biên LNG 2017	ROA	ROE	P/E 2017
VGG	1.474	4.169	396	8.452	5%	9%	27%	5,46
PPH	1.649	5.303	188	3.024	8%	4%	11%	5,97
MNB	629	2.226	115	4.217	4%	5%	18%	11,57
HTG	438	1.962	79	3.877	2%	4%	18%	5,78
M10	369	1.365	53	3.028	3%	4%	14%	13,03
TVT	703	1.557	91	2.533	5%	6%	13%	4,80
MGG	233	771	26	2.026	2%	3%	11%	7,50
GMC	298	655	68	1.610	4%	10%	23%	6,25
HDM	218	648	41	1.654	3%	6%	19%	6,32
TNG	629	2.226	115	2.488	4%	5%	18%	4,90
P/E trung bình các doanh nghiệp so sánh								7,16x
TCM	1.071	3.035	193	3.209	4%	6%	18%	5,86x



## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

HĐKD	2017	2018F	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3.209	3.058	3.164	3.277	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	2.706	2.535	2.623	2.717	+ Tiền và đầu tư TC ngắn hạn	282	362	254	311
Lợi nhuận gộp	503	523	541	560	+ Các khoản phải thu	475	442	451	462
- Chi phí bán hàng	112	107	111	115	+ Hàng tồn kho	806	814	1.139	1.267
- CF QLDN	148	141	145	151	+ Tài sản ngắn hạn khác	44	44	44	44
Lợi nhuận thuần HĐKD	243	275	285	295	Tổng tài sản ngắn hạn	1.607	1.663	1.889	2.083
- (Lỗ)/lãi HĐTC	2	1	1	1	+ Nguyên giá tài sản cố định	1.911	1.911	1.911	1.911
- Lợi nhuận khác	37	19	-	-	+ Khấu hao lũy kế	(721)	(827)	(933)	(1.038)
EBIT	283	295	286	296	+ Giá trị còn lại tài sản cố định	1.190	1.084	978	873
- Chi phí lãi vay	48	44	38	34	+ Đầu tư tài chính dài hạn	101	101	101	101
Lợi nhuận trước thuế	235	251	248	262	+ Tài sản dài hạn khác	126	123	121	118
- Thuế TNDN	43	50	50	52	+ Xây dựng cơ bản dở dang	12	12	12	12
LNST	193	201	198	210	Tổng tài sản dài hạn	1.429	1.320	1.212	1.104
EPS (đ)	3.162	3.693	3.311	3.499	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.035</b>	<b>2.983</b>	<b>3.101</b>	<b>3.187</b>
					<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	+ Phải trả người bán	292	249	257	267
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,7%	17,1%	17,1%	17,1%	+ Vay và nợ ngắn hạn	969	918	928	956
Tỷ suất LNST	6,0%	6,6%	6,3%	6,4%	+ Nợ ngắn hạn khác	366	346	346	346
ROE	18,0%	16,5%	14,3%	13,9%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.626</b>	<b>1.513</b>	<b>1.531</b>	<b>1.568</b>
ROA	6,3%	6,7%	6,4%	6,6%	+ Vay và nợ dài hạn	294	209	140	71
EBIT/Doanh thu	8,8%	9,6%	9,0%	9,0%	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>337</b>	<b>253</b>	<b>184</b>	<b>115</b>
LNST/LNTT	81,9%	80,0%	80,0%	80,0%	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.964</b>	<b>1.766</b>	<b>1.715</b>	<b>1.683</b>
LNTT / EBIT	83,1%	85,2%	86,8%	88,4%	+ Thặng dư	23	23	23	23
Vòng quay tổng tài sản	1,06	1,03	1,02	1,03	+ Vốn điều lệ	517	542	597	597
Đòn bẩy tài chính	2,83	2,45	2,24	2,12	+ LN chưa phân phối	299	318	332	346
					+ Các quỹ	231	332	430	535
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	8	9	10	10
CS thanh toán hiện hành	98,8%	110%	123%	133%	+ Cổ phiếu quỹ	(6)	(6)	(6)	(6)
CS thanh toán nhanh	49,2%	56,1%	49,0%	52,1%	Vốn chủ sở hữu	1.072	1.217	1.386	1.504
CS thanh toán tiền mặt	17,3%	24,0%	16,6%	19,8%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.035</b>	<b>2.983</b>	<b>3.101</b>	<b>3.187</b>
Nợ / Tài sản	0,65	0,59	0,55	0,53	<b>Chỉ số hiệu quả hoạt động</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Nợ / Vốn CSH	1,83	1,45	1,24	1,12	Số ngày phải thu	49	48	47	47
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,52	1,24	1,11	1,04	Số ngày tồn kho	105	105	105	105
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,31	0,21	0,13	0,08	Số ngày phải trả	36	36	36	36
Khả năng TT lãi vay	5,91	6,77	7,56	8,66	Thời gian luân chuyển tiền	119	118	117	117

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Tình hình hoạt động của các nhà máy của TCM

Lĩnh vực	Địa điểm	Tình trạng	Công suất
<b>Sợi</b>	Xưởng sợi 1 ở Q4	đang hoạt động	10.000 tấn/năm
	Trảng Bàng, Tây Ninh	đang hoạt động	
	Long An	dự kiến bán trong năm 2018	
	Trụ sở chính	đang nghiên cứu đầu tư chuyển sang Dệt	
<b>Đan</b>	4 xưởng ở Hóc môn, Nhị Xuân	đang hoạt động	7.000 tấn/năm
<b>Dệt</b>	2 xưởng ở Hồ Chí Minh	đang hoạt động	7 triệu mét/năm
<b>Nhuộm</b>	1 xưởng ở Hồ Chí Minh	đang hoạt động	10 triệu mét vải dệt và 8.000 tấn vải đan/năm
<b>May</b>	5 xưởng ở HCM	đang hoạt động	23 triệu sản phẩm/năm
	1 nhà máy ở Vĩnh Long	đang hoạt động	

Nguồn: TCM, FPTTS tổng hợp

### Phụ lục 2: Tình hình sản xuất tại TCM giai đoạn 2013 - 2017

Chỉ tiêu chủ yếu	Đơn vị	2013	2014	2015	2016	2017
Sản phẩm chủ yếu						
- Sợi	Tấn	18.886	18.540	16.358	15.500	13.213
- Vải dệt thoi	1.000m	4.608	5.972	4.138	5.856	7.056
- Vải dệt kim	Tấn	4.199	4.213	6.236	7.418	7.672
- SP may	1.000SP	14.744	14.596	18.432	25.330	24.465
Doanh thu	1.000 Tỷ đồng	2,52	2,54	2,79	3,07	3,21
Trong đó: doanh thu xuất khẩu	1.000USD	108.333	108.037	114.754	125.586	127.884

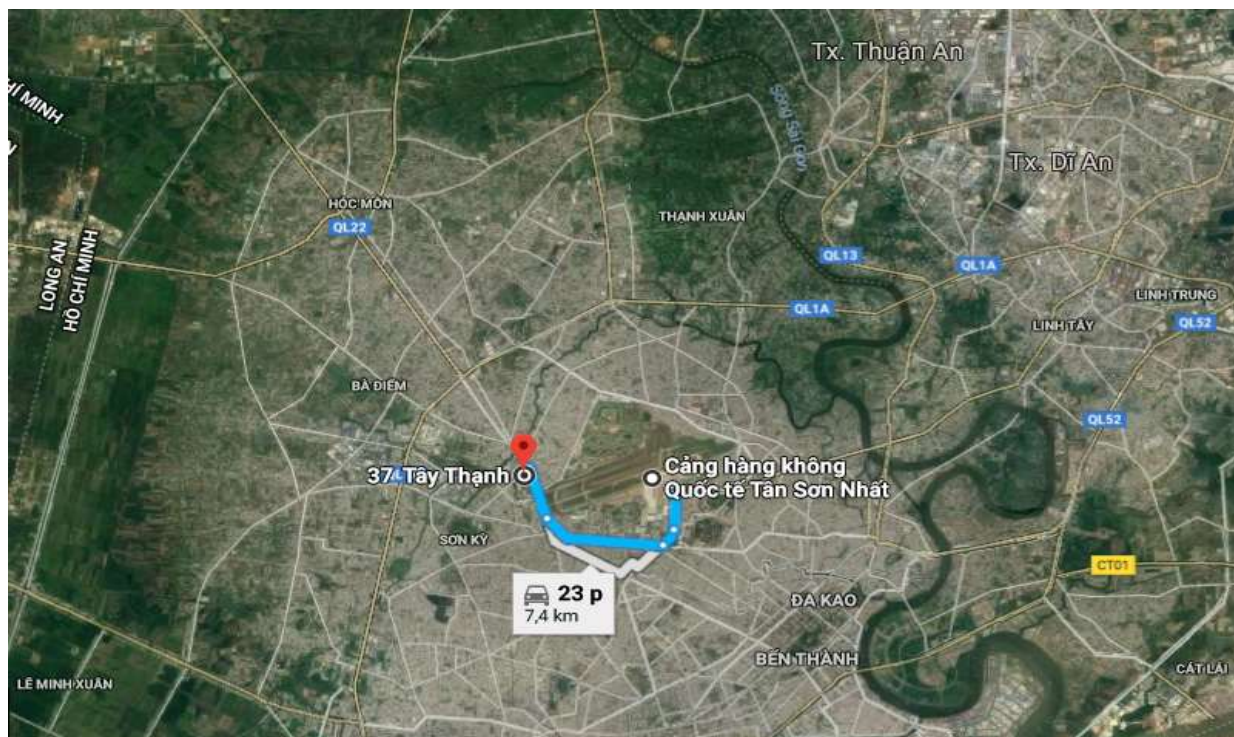
Nguồn: TCM, FPTTS tổng hợp

**Phụ lục 3: Cập nhật thông tin dự án TC Tower**

Chỉ tiêu	Chi tiết
Diện tích sử dụng	9.898 m <sup>2</sup>
Tổng vốn đầu tư	963 tỷ đồng
Địa chỉ (*)	37 đường Tây Thạnh, Phường Tây Thạnh, quận Tân Phú, HCM
Mục tiêu và quy mô	Đầu tư xây dựng chung cư cao tầng kết hợp thương mại dịch vụ. TC Tower được chia thành 4 block, block 1 sẽ được chào bán vào tháng 1/2019 gồm hơn 600 căn hộ và office, diện tích mỗi căn hộ từ 65-70 m <sup>2</sup> có giá bán dao động trong khoảng 900-1.000 USD/m <sup>2</sup> .
Tình trạng	Đã được UBND Tp HCM cấp giấy chứng nhận đầu tư từ 2014. Tuy nhiên đến nay phía Công ty vẫn chưa chốt được thời gian cụ thể triển khai cũng như chào bán sản phẩm.
Thời gian hoạt động	đến 28/6/2061
Số vốn đã góp	135,808 tỷ đồng (bao gồm giá trị quyền sử dụng đất 6 triệu USD và tiền mặt 400.000 USD)
Tỷ lệ sở hữu của TCM	85%

**(\*) Vị trí dự án TC Tower**

Dự án tại 37 đường Tây Thạnh, cách Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất 7,4 km. Hiện tại, giá bán đất trung bình ở khu vực này là khoảng 100 triệu VNĐ/m<sup>2</sup>.



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 57 cổ phiếu TCM và chuyên viên phân tích nắm giữ 700 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 <https://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**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 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, Q1,  
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888