

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN TDT

**Nguyễn Hà My**

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: mynh2@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84 24) - 3773 7070 - 5953

Giá hiện tại: 12.000

Giá mục tiêu: 15.000

Tăng/(giảm): 25%

**Khuyến nghị**
**MUA**


### MỞ RỘNG QUY MÔ SẢN XUẤT ĐỂ TẬN DỤNG CƠ HỘI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TDT – Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển TDT, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu TDT là **15.000 đồng/cp**, cao hơn **25%** so với mức giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

### ĐIỂM HẤP DẪN KHI ĐẦU TƯ VÀO TDT

- ✓ **Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép từ 2013-2018 là 37,55%**

Từ năm 2012, Công ty cổ phần đầu tư và phát triển TDT đã có nhiều bước tiến mạnh mẽ. Với hoạt động chính là gia công hàng may mặc, doanh thu của TDT tăng từ 58,12 tỷ đồng (2013) lên 286,19 tỷ đồng (2018) và lợi nhuận sau thuế tăng từ 3,28 tỷ đồng (2013) lên 20,63 tỷ đồng (2018) song song với việc tăng vốn, mở rộng sản xuất rất nhanh.

- ✓ **TDT có nhiều dự án mở rộng năng lực sản xuất, đáp ứng các đơn hàng lớn hơn**

Do nhu cầu đơn hàng lớn mà năng lực sản xuất của doanh nghiệp còn nhỏ, TDT đã quyết định đầu tư nhiều dự án mở rộng. Nổi bật trong số đó là dự án nhà máy may Đại Từ với tổng số vốn đầu tư hơn 70 tỷ đồng. Dự án sẽ làm tăng công suất thêm 24 chuyền may, tương đương 2 triệu sản phẩm/năm sau khi hoàn thiện.

- ✓ **Doanh nghiệp hưởng lợi từ các hiệp định thương mại như EVFTA và CPTPP.**

Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) chính thức có hiệu lực với Việt Nam vào đầu tháng 1/2019 đã mở ra nhiều cơ hội cho doanh nghiệp dệt may nói chung và TDT nói riêng với việc hạ thấp thuế suất hàng may mặc. Bên cạnh đó hiệp định EVFTA cũng sẽ giúp TDT tiếp cận được những khách hàng mới ở châu

#### Thông tin giao dịch ngày 18/04/2019

Giá hiện tại (VND/cp)	12.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	15.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	11.200
Số lượng CP niêm yết	8.015.040
Số lượng CP đang lưu hành	8.015.040
KLGD bình quân 30 ngày	47.945
Vốn hóa (tỷ đồng)	98,58
EPS trailing (đồng)	2.574
P/E trailing	4,78

#### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển TDT
Địa chỉ	Xóm Thuần Pháp, xã Diêm Thụy, huyện Phú Bình, tỉnh Thái Nguyên
Doanh thu chính	Sản xuất hàng may sẵn, xuất khẩu hàng may mặc
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công
Rủi ro chính	Rủi ro về thiếu hụt dòng tiền do số ngày chuyển đổi lớn. Rủi ro pha loãng, CFO âm.

Danh sách cổ đông tại 04/2019	Tỉ lệ (%)
Chu Thuyền (CT HĐQT)	15,8
Nguyễn Việt Thắng (Phó CT HĐQT)	10,2
Nguyễn Huy Hoàng (Trưởng BKS)	4,1
Phạm Thái Hòa (KT trưởng)	2,0
Khác	67,9

Ấu. Ngoài ra, nhờ chiến tranh thương mại Mỹ- Trung vẫn chưa chấm dứt mà TDT được hưởng lợi với những đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam.

✓ **Cổ phiếu đang được định giá thấp so với giá trị hợp lý của doanh nghiệp**

Bằng cách sử dụng các phương pháp định giá, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của một cổ phiếu TDT là 15.000 đồng/cp, cao hơn 25% so với giá hiện tại. Chi tiết về định giá doanh nghiệp được trình bày [tại đây](#).

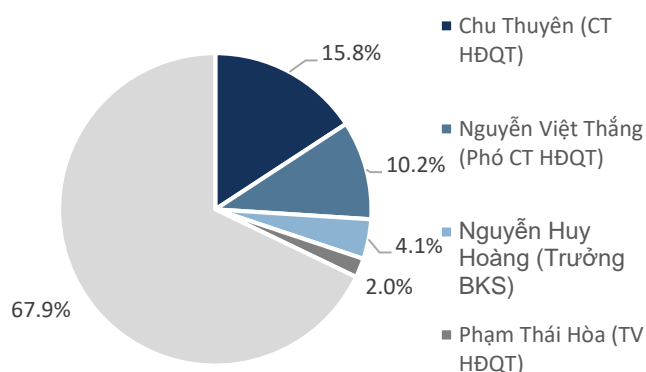
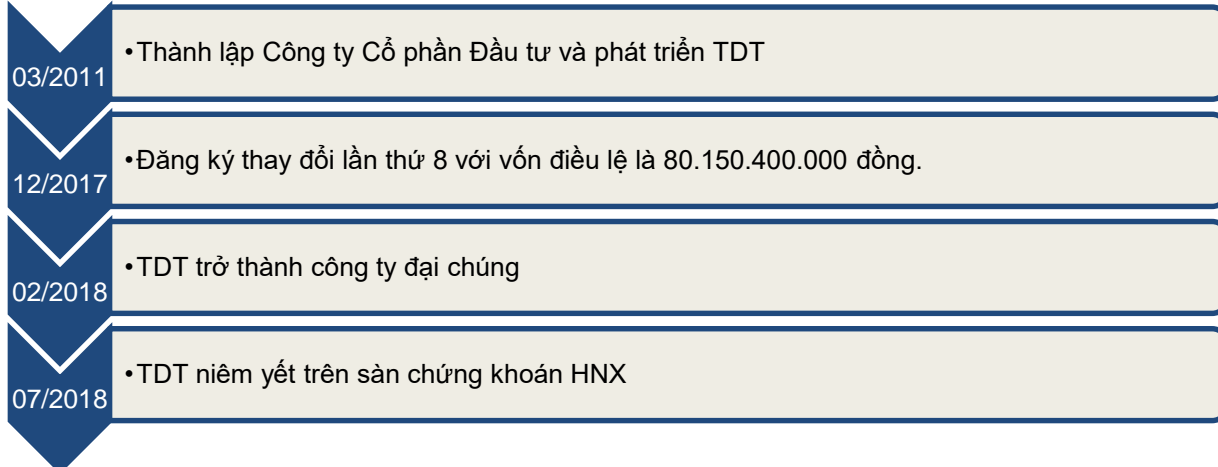
## RỦI RO ĐẦU TƯ

✓ **Dòng tiền hoạt động kinh doanh CFO của doanh nghiệp âm qua nhiều năm**

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh CFO của TDT âm qua nhiều năm do việc gia tăng hàng tồn kho quá nhanh. Điều này dẫn đến nhiều áp lực vay nợ.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành:

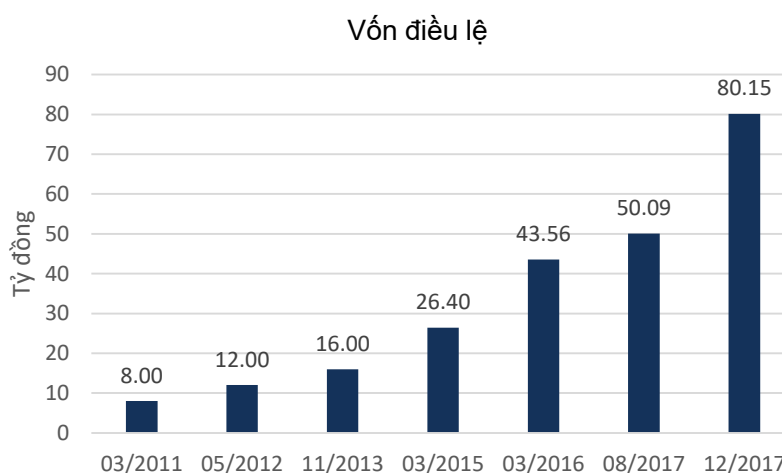


### Cơ cấu cổ đông:

✓ Cổ đông lớn nhất của TDT là ông Chu Thuyền- Chủ tịch HĐQT, chiếm 15,8% số cổ phiếu.

✓ Ban lãnh đạo là những người có nhiều kinh nghiệm làm việc trong lĩnh vực liên quan như: Ông Chu Thuyền nguyên là Giám đốc trung tâm thời trang TNG với hơn 10 năm kinh nghiệm; Ông Nguyễn Việt Thắng từng làm việc và giữ chức vụ trưởng phòng kinh doanh tại TNG trong suốt 7 năm,...

### Quá trình tăng vốn điều lệ:



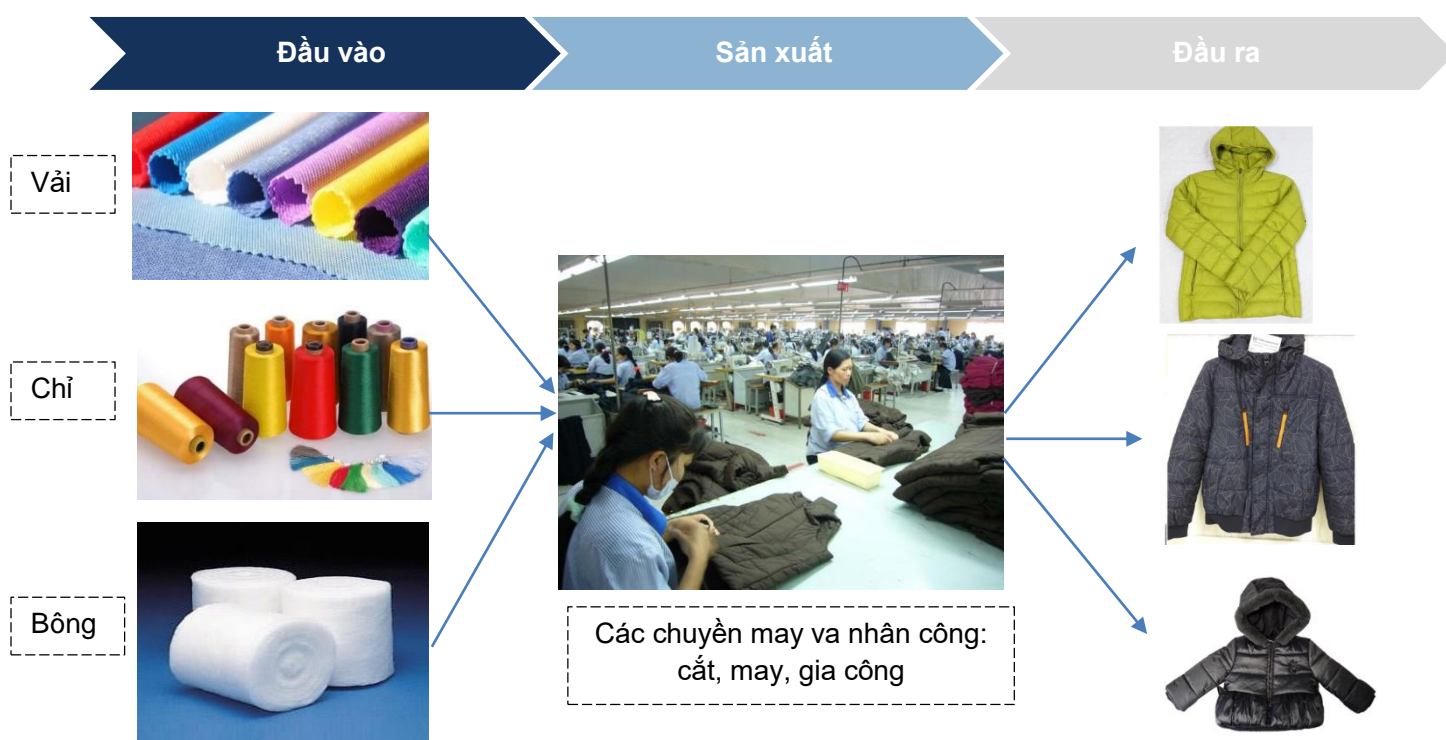
*Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp*

TDT được thành lập từ năm 2011 với vốn điều lệ chỉ vỏn vẹn 8 tỷ đồng. Sau 7 năm, vốn điều lệ tăng gấp 10 lần lên đến hơn 80 tỷ đồng. Doanh nghiệp đang có kế hoạch tăng vốn trong những năm tới để mở rộng quy mô sản xuất. Dự kiến trong quý 2/ quý 3 năm 2019, TDT sẽ tiếp tục phát hành cổ phiếu để tăng vốn điều lệ. Cụ thể:

- ✓ Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 100: 15, tức mỗi cổ đông sở hữu 100 cổ phần sẽ được thêm 15 cổ phần.
- ✓ Chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 100: 30, tức là cổ đông sở hữu 100 cổ phần được quyền mua thêm 30 cổ phần với giá 10.000 đồng/cổ phần.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

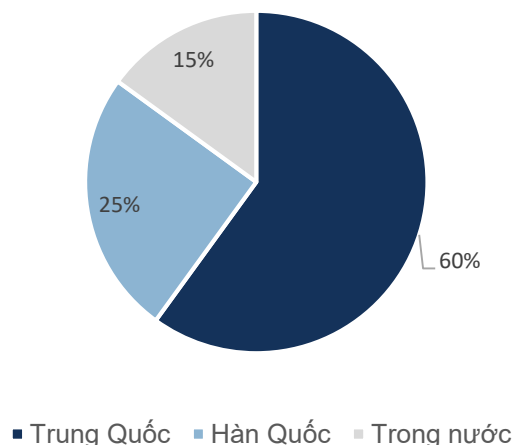
### Chuỗi giá trị của doanh nghiệp



*Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp*

## 1. Nguyên vật liệu

Nguồn nguyên vật liệu



Nguyên vật liệu đầu vào trong sản xuất của TDT chủ yếu là bông, vải. Công ty chủ yếu hoạt động kinh doanh may xuất khẩu theo hai phương thức là gia công CMT (gia công từ nguyên vật liệu do bên đặt hàng cung cấp) và FOB 1 (mua nguyên vật liệu từ nơi được bên đặt hàng chỉ định, sản xuất thành phẩm theo mẫu), vì thế nguồn nguyên vật liệu đều được định sẵn. Theo đó, chủ yếu nguyên vật liệu nhập từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Nguyên vật liệu từ nội địa chỉ chiếm 15%.

Bên cạnh đó, biến động giá nguyên vật liệu không gây ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Với hình thức gia công CMT, đơn vị đặt hàng là người mua nguyên vật liệu và đưa đến TDT sản xuất. Còn với hình thức FOB 1, công ty thỏa thuận trước một mức biên lợi nhuận theo phần trăm khi ký hợp đồng, nếu giá nguyên vật liệu biến động tăng, biên lợi nhuận không đổi dẫn đến lợi nhuận của TDT thậm chí được hưởng lợi tăng theo.

Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp

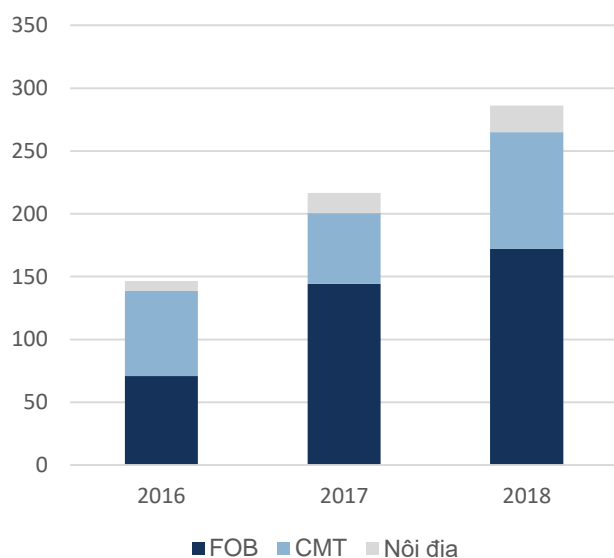
## 2. Sản xuất

### \* Sản phẩm chính của TDT

TDT chủ yếu sản xuất áo khoác trần bông, áo lông vũ, quần short, áo ghi-lê... cho cả nam, nữ và trẻ em. Sản phẩm của TDT thường tiêu thụ vào thời tiết thu- đông, điều này dẫn đến điểm rơi doanh thu và lợi nhuận của công ty vào quý 2, quý 3 hàng năm. Một điểm cần lưu ý là sản phẩm của TDT dễ sản xuất, không có công nghệ đặc biệt nên dễ bị cạnh tranh.

### \* TDT tăng tỉ trọng hàng FOB nhờ vào các nhà máy vệ tinh

Cơ cấu doanh thu theo nghiệp vụ

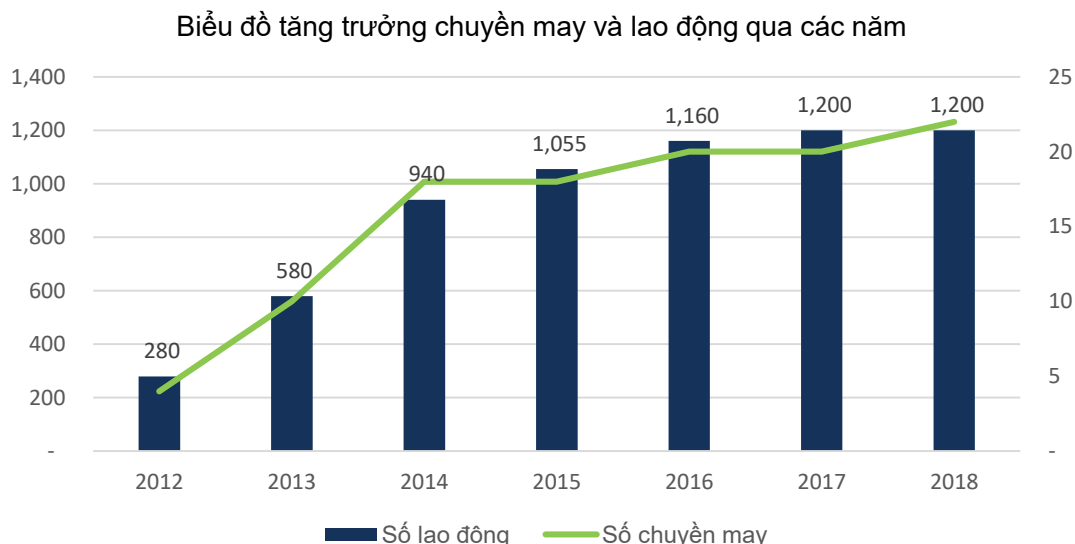


Từ năm 2016, TDT bắt đầu tham gia sản xuất theo phương thức FOB, chủ yếu là FOB 1 (người đặt hàng chỉ định nguồn cung cấp nguyên vật liệu). Tỷ trọng FOB trong tổng doanh thu của TDT ngày một tăng, từ 48% (2016) lên 60%(2018).

Một điều đáng chú ý ở TDT đó là: Khác với các doanh nghiệp cùng ngành, TDT định hướng chủ yếu sản xuất CMT do doanh nghiệp ký kết được các đơn hàng với biên lợi nhuận gộp của CMT lớn hơn FOB (biên LNG của CMT thường ở mức gần 30%, trong khi FOB tầm 20%). Bên cạnh đó, vì năng lực sản xuất còn hạn chế nên doanh nghiệp phải thuê một số nhà máy vệ tinh gia công bên ngoài. Các nhà máy vệ tinh của TDT nằm chủ yếu ở Ninh Bình và Nam Định. Năm 2018, nhà máy vệ tinh đóng góp 70% giá trị các đơn hàng FOB. Với mỗi đơn hàng này, TDT hưởng chênh lệch từ \$0,3- \$0,5/ 1 sản phẩm. Trong năm 2019, dự kiến các nhà máy vệ tinh tiếp tục sản xuất 60% giá trị các đơn hàng FOB.

Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp

\* Doanh nghiệp đẩy mạnh mở rộng quy mô sản xuất



*Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp*

Tính đến thời điểm cuối năm 2018, TDT hoạt động tối đa công suất với hai nhà máy là nhà máy Diêm Thụy (18 chuyền may) và nhà máy Thịnh Đức (4 chuyền may). Với tình hình nhu cầu đơn hàng tăng cao và bối cảnh dệt may tăng trưởng mạnh (năm 2018, Việt Nam xuất khẩu 36,2 tỷ USD hàng dệt may đi các thị trường, tăng 16% so với năm 2017), doanh nghiệp đã quyết định đầu tư một số dự án mở rộng sản xuất như sau:

- **Dự án mở rộng nhà máy Diêm Thụy:** quy mô 12 chuyền may (600 lao động), diện tích 1 ha với tổng vốn đầu tư là 25 tỷ đồng. Chiến lược của công ty đối với xưởng máy mở rộng này là việc đầu tư máy móc hướng đến những đơn hàng chất lượng cao, có biên lợi nhuận tốt hơn. Hiện tại, nhà máy đang lắp đặt và hoạt động 8 chuyền, chủ yếu để may áo jacket và áo lông vũ có biên lợi nhuận tốt hơn 15-20% so với trung bình các đơn hàng trước đó của TDT. Đến cuối năm 2019, 4 chuyền may tiếp theo dự kiến sẽ đi vào hoạt động.
- **Dự án chi nhánh may Đại Từ:** quy mô 24 chuyền may (1200 lao động), diện tích 4,7 ha với tổng vốn đầu tư là 70 tỷ đồng trong đó 50% được tài trợ bởi vốn vay. Tháng 4/2019, TDT đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và bắt đầu xây dựng dự án. Doanh nghiệp cũng lắp đặt và cho vận hành 3 chuyền sản xuất trên địa điểm thuê ở Đại Từ, tiếp tục thu hút lao động của địa phương. Dự kiến đến cuối năm 2019, giai đoạn 1 của dự án với quy mô 12 chuyền may sẽ được hoàn thiện.
- **Dự án dịch chuyển xí nghiệp may Thịnh Đức:** dịch chuyển và mở rộng xí nghiệp từ 4 chuyền may lên 12 chuyền may vào giai đoạn 2021-2023 với tổng vốn đầu tư là 40 tỷ đồng.

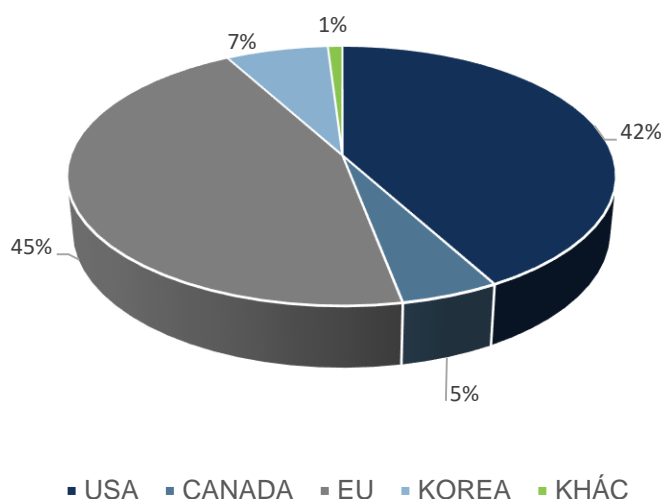
Bảng: Kế hoạch mở rộng sản xuất đến năm 2023

	2018	2019	2023
Tổng diện tích mặt bằng	4 ha	5,5-6 ha	8,5-10 ha
Quy mô lao động (người)	1.200	1.800	3.000
Công suất (sản phẩm/năm)	2.400.000	3.600.000	6.000.000

*Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp*

### 3. Phân phối và xuất khẩu

Tỷ lệ giá trị xuất khẩu sang các thị trường của TDT năm 2017



#### Hơn 92% doanh thu là xuất khẩu trong đó EU và Mỹ là thị trường xuất khẩu chính

Hiện tại hai thị trường tiêu thụ chủ yếu của TDT là Mỹ và EU, trong đó bao gồm các khách hàng lớn như Pan Pacific, Winners Creation (Mỹ) hay Asmara International, Capital World Trading (EU). TDT cũng làm việc với các khách hàng ở châu Á bao gồm nhiều thương hiệu may mặc lớn ở Hàn Quốc và Hồng Kông như Young Hyun, Sunyoun hay Evolution 3. Trong năm 2018, TDT đã ký hợp đồng với công ty SAE-A – công ty may mặc có doanh thu lớn Hàn Quốc. Mục tiêu trong những năm tới của TDT sẽ là tìm hiểu và phát triển thị trường Nhật, vốn là thị trường xuất khẩu dệt may lớn thứ 3 của Việt Nam.

Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp

#### \*Tình hình đơn hàng

**- Pan Pacific vẫn là khách hàng lớn nhất của TDT** (chiếm khoảng 50% tổng doanh thu ghi nhận). Với đơn hàng này, TDT chủ yếu thực hiện may áo jacket, quần short để xuất khẩu vào thị trường Mỹ. Pan Pacific chủ yếu bán sản phẩm cho các chuỗi siêu thị lớn của Mỹ như Walmart, Costco, Target. Năm 2019, dự kiến đơn hàng của Pan Pacific gia tăng 15%, chiếm 45% doanh thu của TDT.

#### - Doanh nghiệp tiếp tục ký kết hợp đồng với nhiều khách hàng mới

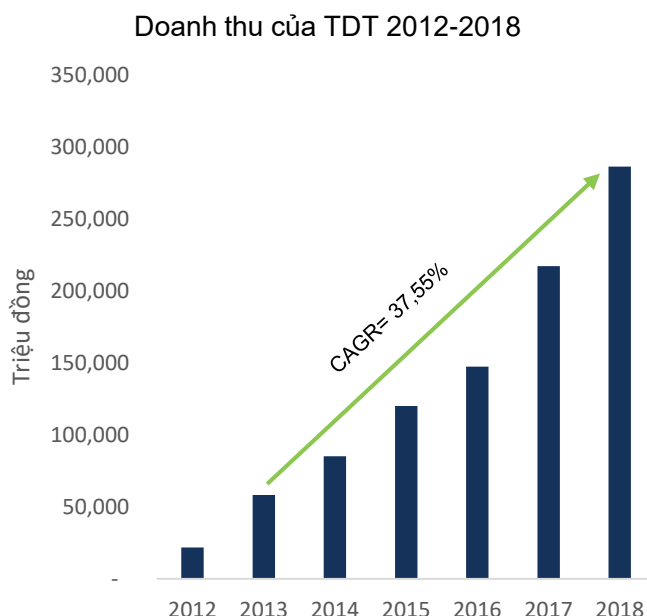
- Đơn hàng từ Premier Exim USA: Premier Exim là một nhà nhập khẩu lớn các sản phẩm may mặc cho các thương hiệu của Mỹ như: Walmart, Kohl's, Target, Costco. Trong năm 2018, TDT đã ký kết hợp đồng cung ứng sản phẩm may mặc theo hình thức FOB 1 với Premier Exim. Hợp đồng trị giá xấp xỉ 1,2 triệu USD, đóng góp 28 tỷ đồng vào doanh thu của cả năm 2018. Dự kiến trong năm 2019, khách hàng này mong muốn đặt các đơn hàng với TDT có tổng giá trị tối thiểu từ 5 triệu USD. Đơn hàng của Premier Exim chủ yếu là quần short, bộ jumpsuit đơn giản nên biên lợi nhuận không cao như đơn hàng Jacket.
- Đơn hàng từ SAE-A: SAE-A là công ty may mặc có doanh thu lớn nhất ở Hàn Quốc, hoạt động ở 10 quốc gia, trong đó chủ yếu quần áo sản xuất ở Việt Nam sẽ được công ty xuất khẩu sang Mỹ. SAE-A cũng cho xây dựng nhà máy may ở tại Hà Nội và Hồ Chí Minh, bao gồm 24.440 lao động, sản xuất gần 120 triệu sản phẩm/năm. TDT và SAE-A vừa ký kết hợp đồng trong đó hiện tại SAE-A sẽ bao công suất 2 chuyền may, giá trị hợp đồng 1-2 triệu USD. Đến cuối năm 2019 khi giai đoạn 1 nhà máy Đại Từ hoàn thành, dự kiến SAE-A sẽ bao công suất 12 chuyền may, đóng góp mỗi năm khoảng 80- 100 tỷ đồng vào doanh thu của TDT.



## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### 1. Doanh thu

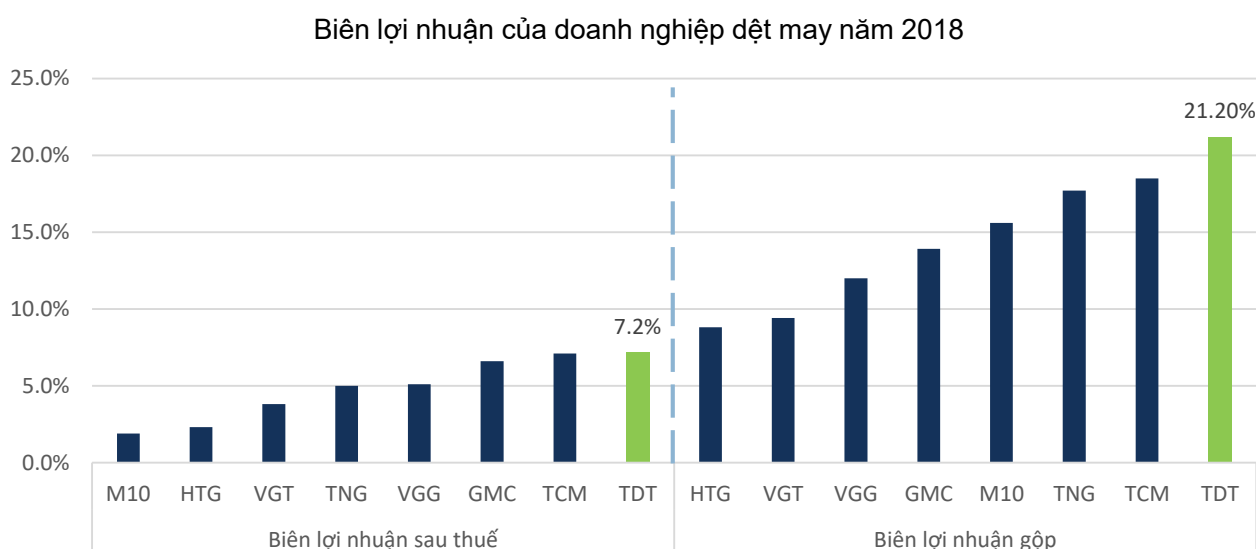
- Doanh thu tăng trưởng mạnh qua các năm



Trong giai đoạn 2013-2018, doanh thu của TDT liên tục tăng trưởng với CAGR= 37,55%/năm, cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành được so sánh. Doanh thu của TDT tăng từ 21,6 tỷ năm 2012 lên đến 286,2 tỷ đồng năm 2018. Năm 2019, công ty tiếp tục đặt kế hoạch doanh thu đạt 356,5 tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng 24,6%yoy. Với tình hình đơn hàng tốt (công ty đã có đơn hàng để sản xuất đến hết tháng 9 năm 2019) và việc quy mô sản xuất được mở rộng, chúng tôi đánh giá TDT có khả năng hoàn thành 105,7% kế hoạch về doanh thu, đạt 376,7 tỷ đồng.

Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp

- Biên lợi nhuận cao nhất trong các doanh nghiệp dệt may được so sánh



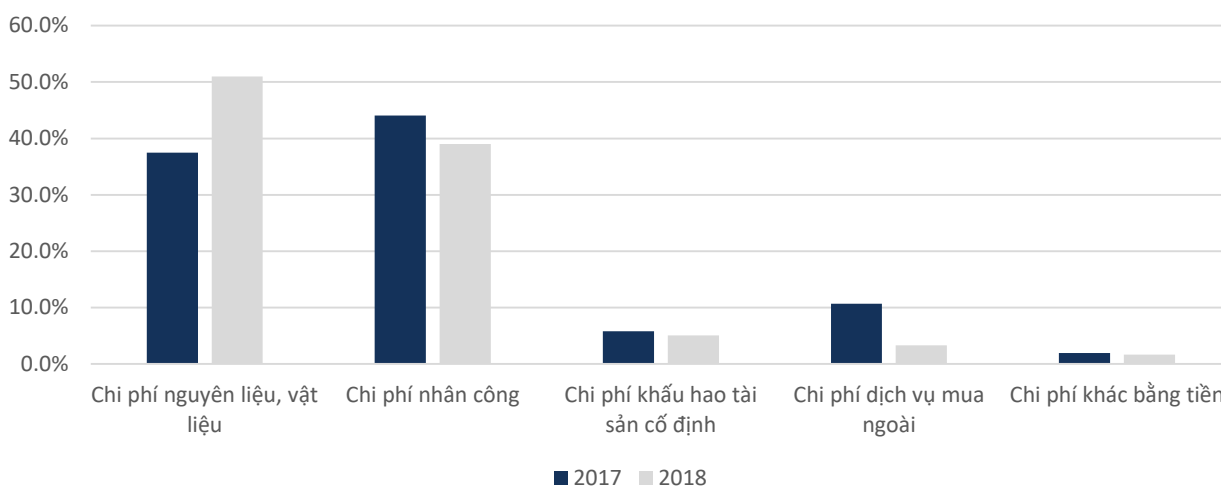
Nguồn: FPTS tổng hợp

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, TDT là công ty có biên lợi nhuận rất tốt vì tập trung sản xuất các đơn hàng CMT với biên lợi nhuận cao. Đối với các đơn hàng CMT sản xuất tại nhà máy TDT, biên lợi nhuận gộp có thể lên đến gần 30%. Với đơn hàng FOB do phần lớn là gia công bên ngoài nên biên thấp hơn, rơi vào khoảng 18-20%. Biên lợi nhuận cao là do năng suất lao động liên tục được cải thiện, từ 30 USD/người/ngày (2017) lên 35 USD/người/ngày (2018) trong khi con số này ở TCM là 33 USD/người/ngày (2018).

Xét về biên lợi nhuận sau thuế, TDT hiện đang được hưởng ưu đãi với mức thuế suất doanh nghiệp 8,5% từ năm 2015-2018, chính vì thế khiến biên lợi nhuận sau thuế của TDT ở mức cao trong ngành là 7,2%. Từ năm 2019-2022, mức thuế suất doanh nghiệp áp dụng với nhà máy Diêm Thụy và Thịnh Đức là 17%. Khi nhà máy mới Đại Từ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận, nhà máy sẽ được hưởng ưu đãi thuế suất 10 năm: 2 năm đầu miễn thuế, 4 năm tiếp theo thuế suất 8,5%, 4 năm cuối thuế suất 17%. Đây là nhà máy lớn với công suất thiết kế 24 chuyên. Chúng tôi cho rằng để tận dụng ưu đãi thuế suất, công ty sẽ dồn những đơn hàng có lợi nhuận cao vào nhà máy mới, ước tính biên lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2019-2020 sẽ từ 7- 8%.

## 2. Chi phí sản xuất kinh doanh

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp

- **Chi phí lao động:** Đối với các doanh nghiệp dệt may nói chung và TDT nói riêng, chi phí lao động luôn là chi phí chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất. Năm 2018, chi phí lao động của TDT là hơn 100 tỷ đồng. So với một số doanh nghiệp trong ngành, quy mô sản xuất và số lượng công nhân của TDT còn bé.

Bảng: So sánh số lượng lao động của TDT, TNG, GMC, TCM (Đơn vị: người)

Doanh nghiệp	2012	2013	2014	2015	2016	2017
TDT	280	580	940	1.055	1.160	1.200
TNG	7.259	7.268	7.618	9.313	9.544	11.110
GMC	3.496	3.797	4.250	4.372	4.178	4.244
TCM	4.286	4.591	4.577	4.921	5.029	4.888

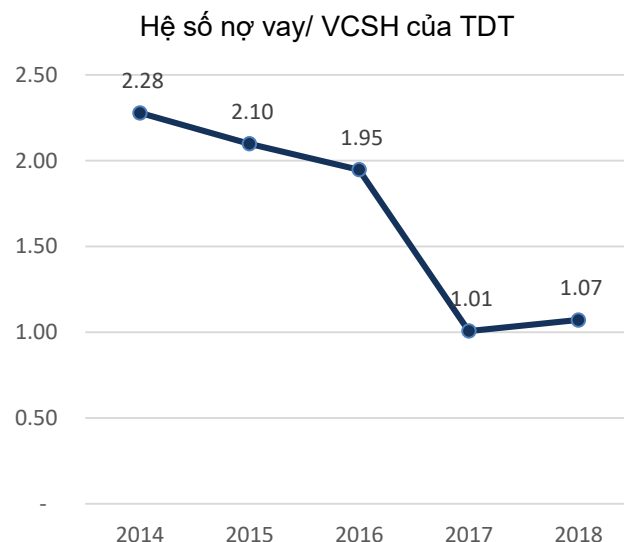
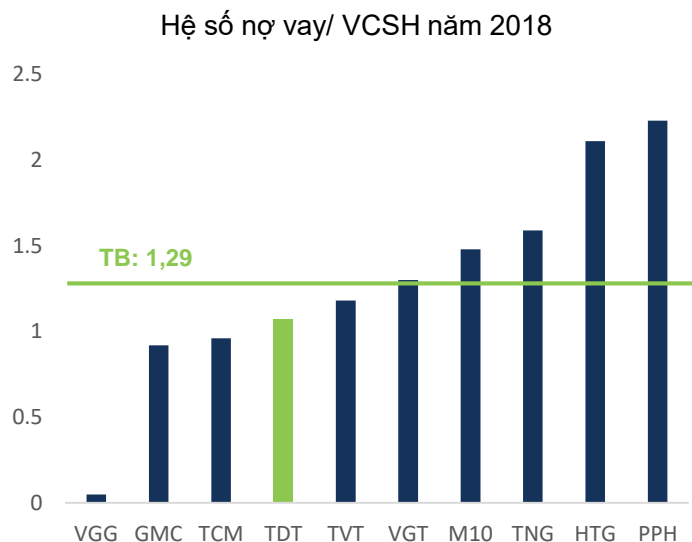
Chi phí lao động của TDT chịu ảnh hưởng từ chính sách lương tối thiểu (mỗi năm lương tối thiểu vùng tăng từ 180.000 đồng/tháng- 220.000 đồng/tháng). Do vậy, với 1.200 lao động, các chi phí bảo hiểm (như bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế, bảo hiểm tự nguyện...) sẽ tăng khoảng hơn 600 triệu đồng/năm, ăn mòn 3% lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp. Hiện nay, trung bình một lao động ở TDT có thu nhập 8,0 triệu đồng/ tháng, lớn hơn lương tối thiểu vùng là 3,25 triệu đồng/tháng và tương đương với các doanh nghiệp khác trong ngành.



- **Chi phí nguyên vật liệu:** Việc dịch chuyển phương thức sản xuất từ CMT sang FOB dẫn đến tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu tăng dần trong cơ cấu chi phí, từ 37,5% năm 2017 lên đến 51% năm 2018, do FOB đòi hỏi doanh nghiệp phải bỏ vốn để mua nguyên vật liệu.

### 3. Dư nợ và chi phí lãi vay

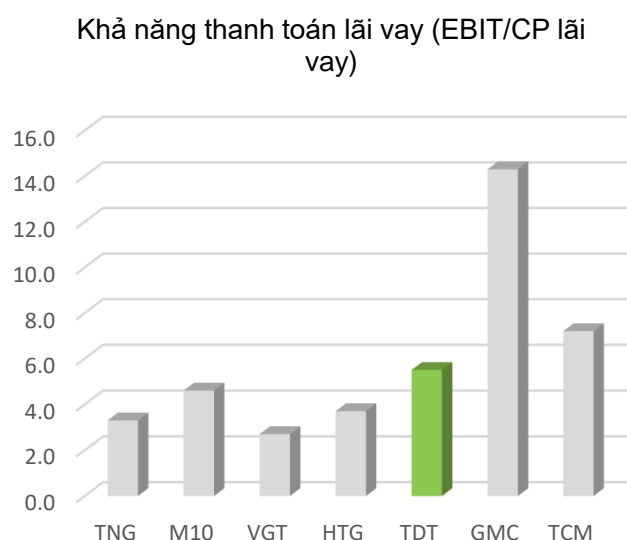
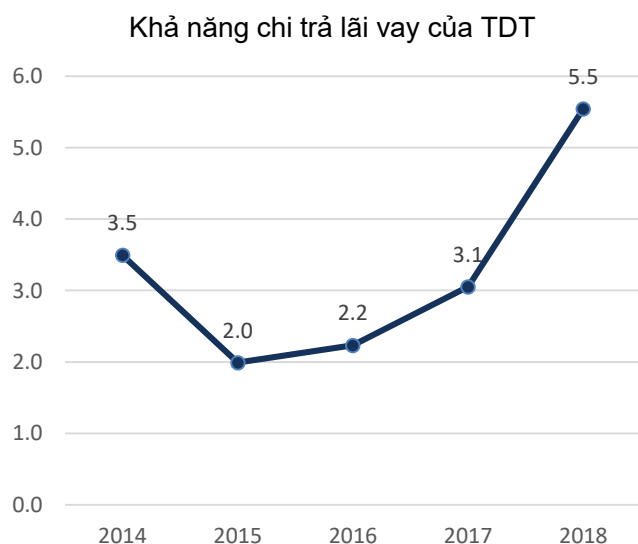
- *Hệ số nợ vay/VCSH của TDT thấp hơn trung bình ngành*



*Nguồn: FPTS tổng hợp*

Song song với việc tăng quy mô vốn với tốc độ nhanh thì hệ số nợ vay/ vốn chủ sở hữu của TDT có xu hướng giảm dần, từ 2,28 vào năm 2014 cho đến nay hệ số này của TDT đạt 1,07, thấp hơn trung bình ngành. Vào thời điểm 31/12/2018, TDT đang ghi nhận tổng nợ là 144,85 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn 138,4 tỷ đồng. Với kế hoạch tăng vốn điều lệ như đề cập ở trên, doanh nghiệp sẽ không phải chịu nhiều áp lực vào nợ vay dài hạn để thực hiện dự án nhà máy may Đại Từ. Chúng tôi ước tính hệ số nợ vay/ VCSH của TDT trong 5 năm tiếp theo vẫn ở mức an toàn và không vượt quá mức 0,85 lần.

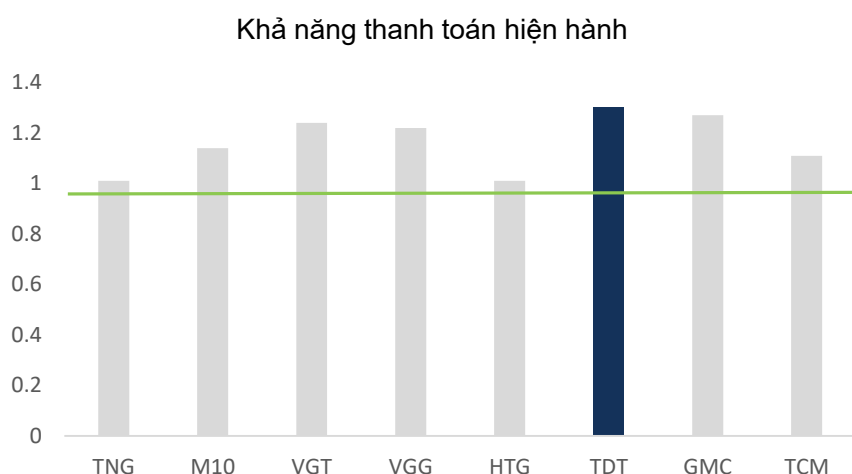
- *Khả năng trả lãi vay của TDT được cải thiện*



Với dư nợ tăng cao thì việc các nhà đầu tư cần quan tâm xem xét khi nghiên cứu là khả năng chi trả lãi vay của doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2014-2018, khả năng chi trả lãi vay (được tính bằng công thức EBIT/ chi phí lãi vay) của TDT được cải thiện đáng kể, tăng từ 2,0 lần lên đến 5,5 lần. Với dự phóng của chúng tôi, năm 2019 khả năng chi trả lãi vay của TDT vẫn trong mức an toàn là 5,5 lần. Như vậy, doanh nghiệp vẫn hoàn toàn kiểm soát được việc gia tăng nợ vay trong khả năng thanh toán của mình.

Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất cho vay không ổn định như hiện nay, doanh nghiệp có thể chịu tác động tiêu cực nếu lãi suất tăng mạnh. Cụ thể, nếu lãi suất tăng 1%, chi phí lãi vay sẽ tăng gần 1,4 tỷ đồng, tương đương 6,0% lợi nhuận sau thuế.

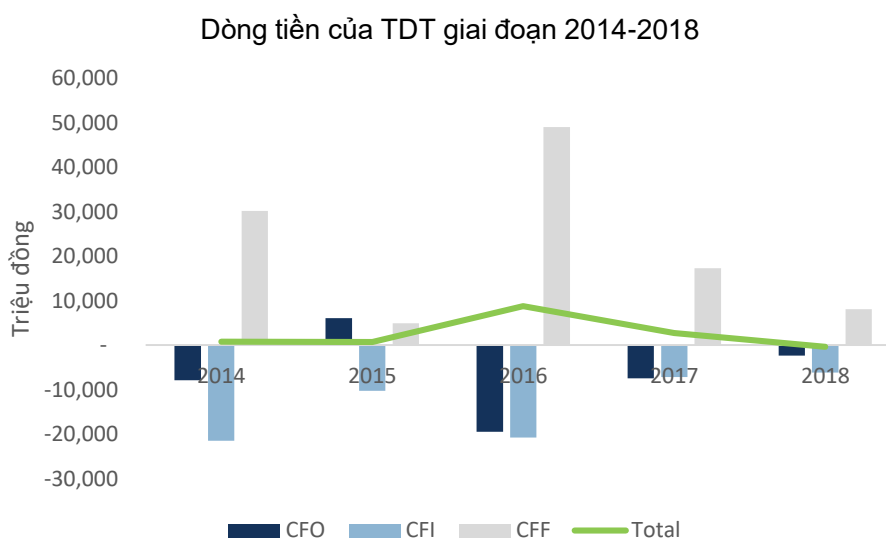
*- Hệ số thanh toán hiện hành của TDT luôn ở mức an toàn*



*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

Trong giai đoạn 2014-2018, hệ số thanh toán hiện hành của TDT luôn ở mức an toàn là lớn hơn 1. Điều này thể hiện việc tài sản ngắn hạn của TDT đủ bù đắp được các khoản nợ đến hạn.

#### 4. Dòng tiền



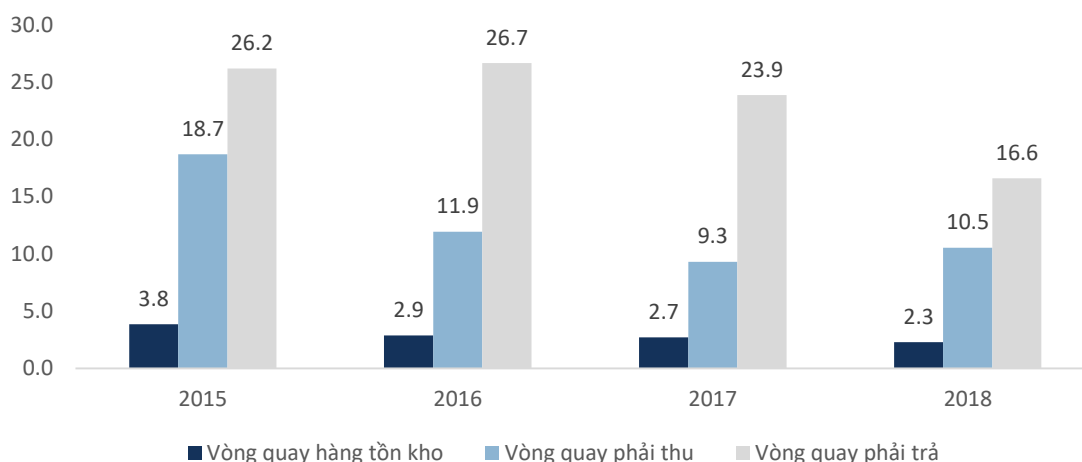
*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

Một trong số những rủi ro của TDT là dòng tiền có nhiều bất ổn do dòng tiền hoạt động kinh doanh CFO âm qua các năm từ 2014-2018. Trong giai đoạn này, hàng tồn kho tăng từ 20,7 tỷ đồng lên đến 123,1 tỷ đồng, CAGR=

56,1% trong khi CAGR của doanh thu chỉ có 35,5% thấp hơn tốc độ tăng trưởng của hàng tồn kho. Hàng tồn kho của TDT chủ yếu là thành phẩm và nguyên vật liệu, do đơn hàng hoàn thành nhưng chưa giao. Với tình hình CFO tiếp tục âm hoặc rất thấp như hiện nay, cộng với CFI âm và số dư tiền mặt không lớn, việc phụ thuộc vào vay nợ là điều khó tránh khỏi đối với TDT. Điều này sẽ làm ảnh hưởng tới khả năng huy động vốn của doanh nghiệp khi muốn mở rộng sản xuất và dịch chuyển sang các hình thức sản xuất cao hơn như FOB.

## 5. Chỉ số về hiệu quả hoạt động

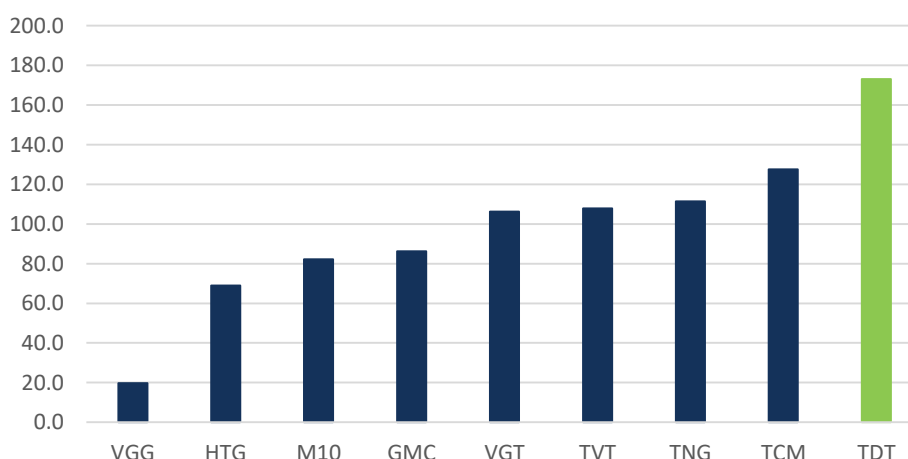
Chỉ số về hiệu quả hoạt động của TDT



Nguồn: TDT, FPTS tổng hợp

Như đã phân tích ở trên, hàng tồn kho là một vấn đề đáng quan ngại đối với TDT. Số vòng quay hàng tồn kho của TDT rất thấp và có xu hướng giảm dần, từ 3,8 lần năm 2015 xuống còn 2,3 lần năm 2018. Trong khi đó số vòng quay hàng tồn kho trung bình của ngành là 4,2 lần. Điều này dẫn đến số ngày chuyển đổi tiền mặt của TDT cực lớn, lên đến 173 ngày. Do vậy doanh nghiệp phải gia tăng nợ vay ngắn hạn để làm vốn lưu động. Đây cũng được xem như là một rủi ro mà doanh nghiệp cần phải lưu ý.

Số ngày chuyển đổi tiền mặt năm 2018 của một số doanh nghiệp dệt may

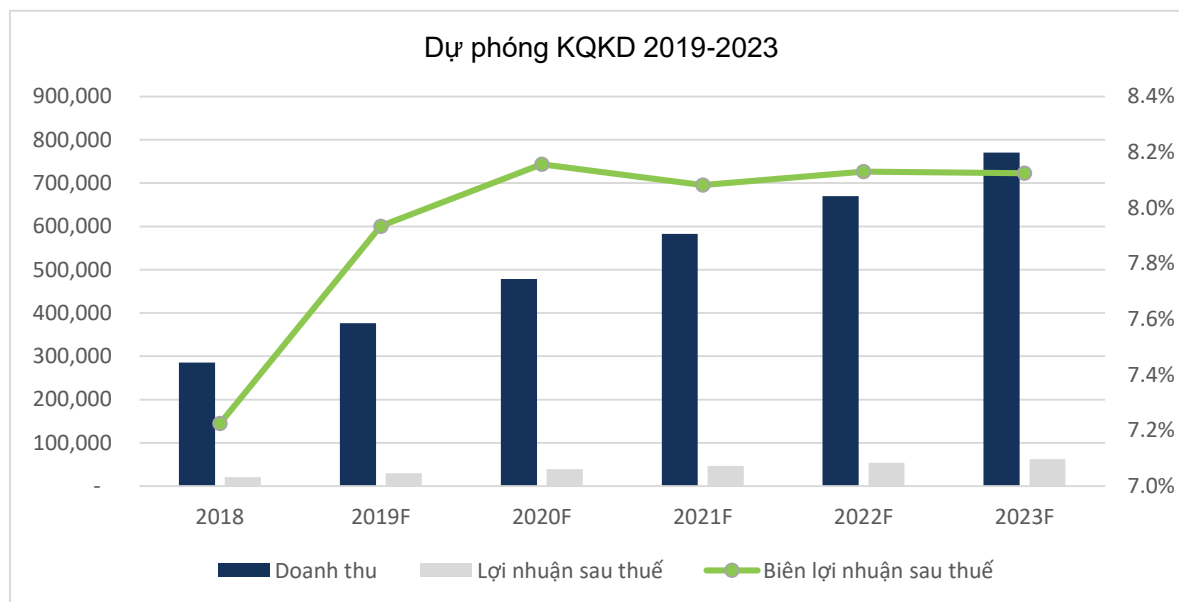


Nguồn: FPTS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### 1. Tiếp tục tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận với tốc độ ấn tượng nhờ các dự án mở rộng quy mô sản xuất.

Với những dự án mở rộng quy mô sản xuất đã được nhắc đến ở trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của TDT từ 2019-2023 như sau:



Nguồn: FPTS tổng hợp

Đến năm 2023, doanh thu của TDT ước đạt 770,1 tỷ đồng và lợi nhuận khoảng 62,6 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu 2019F-2023F ở mức CAGR= 19,6%, tuy thấp hơn CAGR của giai đoạn 2014-2018 nhưng vẫn khá cao so với doanh nghiệp cùng ngành (so sánh CAGR trong khoảng 2014-2018) do quy mô doanh thu của TDT còn nhỏ.

Trong năm 2019, doanh nghiệp đặt kế hoạch kinh doanh là:

Chỉ tiêu	KH 2019	TH 2018	Tỷ lệ (%)
Doanh thu thuần (triệu đồng)	356.500	286.193	124,6
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	27.900	22.553	123,7
Cổ tức bằng cổ phiếu	10-20%	15%	

Chúng tôi ước tính đến hết năm 2019, doanh thu TDT đạt 376,7 tỷ, hoàn thành 105,7% kế hoạch, và lợi nhuận đạt 29,9 tỷ, hoàn thành 107,2% kế hoạch với luận điểm:

- ✓ Tình hình kinh doanh Q1/2019 khả quan: doanh thu quý 1/2019 đạt 102,4 tỷ đồng (+127%yoy), lợi nhuận sau thuế đạt gần 4 tỷ đồng (+405%yoy) và là quý 1 tốt nhất từ trước tới nay.
- ✓ Doanh nghiệp có đủ đơn hàng sản xuất tới hết tháng 9/2019, trong đó giá trị đơn hàng đã ký kết ước tính mang lại doanh thu bằng 97% kế hoạch.

## 2. Tận dụng cơ hội từ các hiệp định thương mại tự do (EVFTA, CPTPP)

Các hiệp định thương mại tự do (EVFTA, CPTPP) mang lại tác động tích cực đối với ngành may mặc nói chung và với TDT nói riêng:

- Với CPTPP, sản phẩm dệt may Việt Nam sẽ có lợi thế cạnh tranh về giá bởi hàng hóa nhập về sẽ không chịu thêm tiền thuế. Trước đó, nhiều sản phẩm dệt may của Việt Nam phải chịu thuế MFN 17-18%. Vì vậy, Việt Nam có cơ hội để rút ngắn khoảng cách với Trung Quốc hay cạnh tranh được với Bangladesh và Campuchia vì cả ba đều là những nước nằm ngoài CPTPP. So với các FTA trước đây mà Việt Nam đã ký kết, quy tắc xuất xứ từ sợi trở đi của CPTPP là một thách thức đối với ngành dệt may Việt Nam. Tuy nhiên, điều khoản làm cho quy tắc xuất xứ mang tính linh hoạt hơn mà TDT có thể vận dụng như danh mục nguồn cung thiếu hụt gồm 194 loại sợi, vải được phép sử dụng từ ngoài khu vực CPTPP, trong đó 186 mặt hàng sẽ được áp dụng vĩnh viễn và 8 mặt hàng chỉ được áp dụng cơ chế này trong vòng 5 năm. Hiện tại, thị trường Canada chiếm 5% giá trị xuất khẩu của TDT. Chúng tôi nhận định các đơn hàng từ thị trường này sẽ gia tăng 10-15% trong năm 2019 khi thuế suất giảm về 0%. Ngoài ra trong những năm tới, TDT có khả năng mở rộng sang thị trường khác như Mexico và Peru.

- Với EVFTA, TDT có thể tiếp cận được những khách hàng mới ở châu Âu và gia tăng đơn hàng. EU cũng là một trong những thị trường chính mà TDT đang hướng đến. Với tác động tích cực của việc giảm thuế suất, từ 7-17% sẽ giảm xuống còn 0%, chúng tôi dự đoán tăng trưởng giá trị đơn hàng từ thị trường EU sẽ tầm 7-8%/năm. Hiện tại, Chủ tịch Ủy ban châu Âu đã ký và gửi EVFTA tới Hội đồng châu Âu. Theo quy trình, Hội đồng châu Âu sẽ đệ trình Nghị viện châu Âu để phê chuẩn hiệp định này. EVFTA sẽ có hiệu lực ngay khi được Nghị viện châu Âu phê chuẩn, dự kiến diễn ra vào tháng 6 tới đây.

Bảng: Một số hiệp định quan trọng đối với TDT

Hiệp định	Tình trạng	Quy tắc xuất xứ	Thuế suất
Việt Nam- EU (EVFTA)	Dự kiến ký kết 6/2019	Từ vải trở đi	0%
CPTPP	Có hiệu lực từ 1/2019	Từ sợi trở đi	Từng nước sẽ có lộ trình giảm thuế riêng, đơn cử: Úc (EIF, AU4-A, AU3-B) Canada (EIF, B4) Mexico (B10, B16) New Zealand (EIF, B7)

*EIF: Giảm ngay lập tức*

*B7: Giảm trong 7 năm, mỗi năm giảm 1,4%*

*B4: Giảm theo lộ trình 4 năm, mỗi năm giảm 4,5%*

*AU4-A: Giảm trong 4 năm, năm đầu tiên giảm ngay 50% và giữ nguyên thuế suất trong 3 năm, giảm xuống 0% vào năm thứ 4*

*B5: Giảm theo lộ trình 5 năm, mỗi năm giảm 1%*

*B10: Giảm trong 10 năm, mỗi năm giảm 3%*

*AU3-B: Giảm trong 3 năm, năm đầu tiên giảm ngay 50% và giữ nguyên thuế suất trong 2 năm, giảm xuống 0% vào năm thứ 3*

*B16: Giảm trong 16 năm, mỗi năm giảm 1,9%*

\* 11 nước tham gia CPTPP tính tới thời điểm 4/2019 bao gồm: Úc, Brunei, Canada, Chile, Nhật Bản, New Zealand, Malaysia, Mexico, Peru, Singapore và Việt Nam.

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi định giá TDT sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu TDT theo 2 phương pháp có mức bình quân là **15.000 VNĐ/cp**, cao hơn **25%** so với mức giá đóng cửa ngày 18/04/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	13.640	40%
	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	15.943	40%
2	Phương pháp so sánh P/E	16.055	20%
	<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>	<b>15.044</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	10,11%	Phần bù rủi ro	10,41%
Chi phí sử dụng nợ 2018 (Kd)	4,78%	Hệ số Beta 2018	0,54
Chi phí sử dụng vốn 2018	16.25%	CAGR LNST 2018-2023F	24,8%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5.18%	Tăng trưởng dài hạn	1%
		Thời gian dự phóng	5 năm

### Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	10,29%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	38.332,5
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VNĐ)	3.000,0
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	112.791,4
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>109.323,8</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	8,015
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>13.640</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>127.781,5</b>
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>15.943</b>



## Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

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

Doanh nghiệp	Mã	Doanh thu (Triệu VND)	Giá trị vốn hóa (Triệu VND)	LNST	Biên LN HĐKD	Biên LNST	P/E
Tập đoàn dệt may Việt Nam	VGT	19.452.579	5.750.000	728.465	3,9%	3,7%	7,89
Tổng công ty Cổ phần May Việt Tiến	VGG	9.706.579	2.403.450	492.205	6,0%	5,1%	4,88
Tổng công ty May 10	M10	2.980.939	577.584	56.039	2,1%	1,9%	10,31
Tổng công ty Cổ phần Dệt may Hòa Thọ	HTG	4.345.369	501.750	100.346	2,5%	2,3%	5,00
Công ty cổ phần Dệt may Đầu tư Thương mại Thành Công	TCM	3.664.445	1.664.485	260.436	7,5%	7,1%	6,39
Tổng công ty Việt Thắng	TVT	2.360.410	544.950	102.110	5,3%	4,3%	5,34
Công ty cổ phần Sản xuất Thương Mại May Sài Gòn	GMC	2.045.323	665.222	135.049	8,0%	6,6%	4,93
Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG	TNG	3.612.897	932.529	180.720	6,1%	5,0%	5,16
<b>P/E trung bình ngành</b>							<b>6,24x</b>
Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển TDT	TDT	286.193	98.585	20.632	7,7%	7,2%	
<b>Giá mục tiêu VNĐ/cp</b>							<b>16.055</b>

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	285.54	376.69	478.50	582.34	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	224.81	293.06	372.03	452.41	+ Tiền và tương đương	14.46	38.63	65.44	94.26
Lợi nhuận gộp	60.73	83.62	106.47	129.93	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	8.12	11.45	14.54	17.69	+ Các khoản phải thu	35.28	42.44	54.77	62.32
- Chi phí quản lí DN	24.85	32.02	40.67	49.50	+ Hàng tồn kho	123.13	141.02	193.28	212.01
Lợi nhuận thuần HĐKD	27.75	40.16	51.26	62.74	+ Tài sản ngắn hạn khác	3.69	4.81	6.06	7.33
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(5.69)	(5.86)	(7.35)	(8.82)	Tổng tài sản ngắn hạn	176.57	226.91	319.55	375.92
- Lợi nhuận khác	0.49	-	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	109.54	138.50	167.00	183.50
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	22.55	34.30	43.91	53.92	+ Khấu hao lũy kế	(56.33)	(72.98)	(93.29)	(112.94)
- Chi phí lãi vay	4.96	6.68	8.11	9.47	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	53.21	65.52	73.72	70.56
Lợi nhuận trước thuế	22.55	34.30	43.91	53.92	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
- Thuế TNDN	1.92	4.41	4.88	6.85	+ Tài sản dài hạn khác	2.64	2.64	2.64	2.64
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	2.46	2.46	2.46	2.46
LNST	20.63	29.89	39.03	47.07	Tổng tài sản dài hạn	73.61	85.79	93.86	90.58
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	<b>Tổng Tài sản</b>	250.18	312.70	413.41	466.50
LNST của cổ đông CT Mẹ	20.63	29.89	39.03	47.07					
EPS (đ)	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
EBITDA	35.65	51.08	64.34	73.70	+ Phải trả người bán	22.59	11.88	31.91	21.38
Khấu hao	13.10	16.78	20.43	19.78	+ Vay và nợ ngắn hạn	106.34	109.34	134.34	159.34
Tăng trưởng doanh thu	32%	32%	27%	22%	+ Quỹ khen thưởng	-	0.60	0.78	0.94
Tăng trưởng LN HĐKD	40%	45%	28%	22%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Tăng trưởng EBIT	66%	52%	28%	23%	+ Vay và nợ dài hạn	6.45	18.83	32.50	21.18
Tăng trưởng EPS	3%	-2%	14%	5%	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Nợ dài hạn</b>	6.45	18.83	32.50	21.18
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21.3%	22.2%	22.3%	22.3%	<b>Tổng nợ</b>	144.85	154.03	216.50	223.46
Tỷ suất LNST	7.2%	7.9%	8.2%	8.1%	+ Thặng dư	-	-	-	-
ROE DuPont	20.7%	22.6%	22.0%	21.4%	+ Vốn điều lệ	80.15	116.22	133.65	153.70
ROA DuPont	9.0%	10.6%	10.8%	10.7%	+ LN chưa phân phối	25.18	42.45	63.26	89.34
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7.9%	9.1%	9.2%	9.3%	Vốn chủ sở hữu	105.33	158.66	196.91	243.04
LNST/LNTT	91.5%	87.1%	88.9%	87.3%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNTT / EBIT	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	250.18	312.70	413.41	466.50
Vòng quay tổng tài sản	124.3%	133.8%	131.8%	132.4%					
Đòn bẩy tài chính	230.1%	213.2%	204.2%	200.0%					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F	Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	34.71	34.00	34.00	34.00	<b>Tiền đầu năm</b>	14.66	14.46	38.63	65.44
Số ngày tồn kho	160.38	164.50	164.00	163.50	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	22.55	29.89	39.03	47.07
Số ngày phải trả	16.66	16.70	16.70	16.70	+ Khấu hao	13.10	16.78	20.43	19.78
Thời gian luân chuyển tiền	178.42	181.80	181.30	180.80	+ Điều chỉnh	(0.60)	(1.12)	(1.85)	(2.05)
COGS / Hàng tồn kho	1.83	2.08	1.92	2.13	+ Thay đổi vốn lưu động	(38.24)	(31.85)	(40.98)	(33.14)
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	(3.19)	13.70	16.63	31.65
CS thanh toán hiện hành	1.28	1.68	1.74	1.86	+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
CS thanh toán nhanh	0.39	0.64	0.69	0.81	+ Chi mua sắm TSCĐ	(8.84)	(28.96)	(28.50)	(16.50)
CS thanh toán tiền mặt	0.10	0.29	0.36	0.47	+ Tăng (giảm) đầu tư	4.90	-	-	-
Nợ / Tài sản	0.45	0.41	0.40	0.39	+ Các hđ đầu tư khác	0.57	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	1.07	0.81	0.85	0.74	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	(3.36)	(28.96)	(28.50)	(16.50)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1.01	0.69	0.68	0.66	+ Cổ tức đã trả	(9.62)	-	-	-
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.06	0.12	0.17	0.09	+ Tăng (giảm) vốn	-	24.05	-	-
Khả năng TT lãi vay	4.54	5.14	5.42	5.69	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	3.00	25.00	25.00
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	12.38	13.67	(11.33)
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	6.20	39.42	38.67	13.67
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	(0.36)	24.16	26.81	28.82
					<b>Tiền cuối năm</b>	14.46	38.63	65.44	94.26
					<i>Tỷ VND</i>				

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

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

FPTTS 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu TDT và chuyên viên tư vấn đầu tư nắm giữ 100 cổ phiếu TDT.

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 <http://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) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 3773 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) 6290 8686

Fax: (84.28) 6291 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, Việt Nam

ĐT: (84.511) 355 3666

Fax: (84.511) 355 3888