



**Đinh Thị Như Hoa**

Chuyên viên cao cấp  
[hoa.dinh@vcsc.com.vn](mailto:hoa.dinh@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 140



**Nguyễn An Thiên Trang**

Chuyên viên  
[trang.nguyenan@vcsc.com.vn](mailto:trang.nguyenan@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 116

## Ý tưởng đầu tư

## TPP: Cơ hội cho ngành dệt may Việt Nam, Công ty Dệt Thành Công (TCM).

Hiệp định Hợp tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP) là một hiệp định thương mại tự do với mục đích bỏ thuế xuất nhập khẩu đối với hàng hóa giao dịch giữa 12 quốc gia, bao gồm Mỹ, New Zealand, Brunei, Chile, Việt Nam, Singapore, Úc, Peru, Malaysia, Canada, Mexico và Nhật Bản. Mặc dù hiệp định có tác động lớn đến nhiều lĩnh vực, ngành dệt may của Việt Nam được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhiều nhất: sản phẩm dệt may dẫn đầu về kim ngạch xuất khẩu và Việt Nam là nước xuất khẩu dệt may sang Mỹ lớn thứ hai sau Trung Quốc, trong khi nước này không tham gia vào TPP. Thông qua TPP, mức thuế dành cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm từ 17%-20% xuống 0% nếu TPP được ký kết, một bước ngoặt có thể xảy ra ngay trong 6 tháng đầu năm 2014.

### Quy tắc xuất xứ và Nguyên tắc "Từ sợi trở đi".

Việt Nam hiện đang trải qua quá trình thương lượng đầy cam go về nguyên tắc "Từ sợi trở đi" (Yarn Forward), một trong những yêu cầu nghiêm ngặt nhất trong "Quy tắc xuất xứ" đối với các sản phẩm dệt may để được hưởng mức thuế 0%. Điều này có nghĩa các khâu đoạn từ kéo sợi, dệt - nhuộm - hoàn tất và may phải được làm tại các nước thành viên TPP. Đại diện các công ty dệt may Mỹ và Mexico muốn áp dụng quy định này nhằm hạn chế sức cạnh tranh của Việt Nam để đảm bảo quyền lợi của mình nhưng nếu quy tắc này được thông qua thì Việt Nam có thể phải chịu thiệt thòi do hiện tại VN phải nhập gần 80% nguyên liệu dệt may từ Trung Quốc và Hàn Quốc (không phải là nước thành viên của TPP). Việt Nam đang đề xuất phương án linh hoạt và ít nghiêm ngặt hơn là "Cắt và May".

### TCM là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may của Việt Nam có thể đáp ứng nguyên tắc "Từ sợi trở đi".

Tại vòng đối thoại gần nhất của TPP vào tháng 05/2013, Mỹ đề xuất đưa 170 mặt hàng vào danh mục "nguồn cung ngắn hạn" nhằm cho phép một số nguyên liệu đầu vào không cần phải theo nguyên tắc "Từ sợi trở đi". Tuy nhiên, đề nghị này quá nhỏ nên Việt Nam vẫn không chấp nhận vì nó chỉ chiếm có 5% lượng quần áo xuất khẩu của Việt Nam. Trong kịch bản tồi tệ thứ hai (kịch bản tồi tệ nhất là không ký kết được TPP) là nguyên tắc "Từ sợi trở đi" được thông qua, chúng tôi cho rằng Dệt Thành Công (TCM) rất có thể sẽ hưởng lợi vì đây là một trong số ít công ty Việt Nam có thể đáp ứng được yêu cầu khắt khe này. TCM đã xây dựng được dây chuyền khép kín từ sợi đến thành phẩm cuối cùng. Hiện tại TCM đang nhập 55% bông từ Mỹ và xuất khẩu khoảng 40% sản phẩm sang Mỹ, 20% sang Nhật Bản. Cả hai quốc gia này đều là nước thành viên của TPP.

### TCM đang được định giá rẻ tại mức PER 5,8 lần. Dự báo lợi nhuận năm 2013 khả quan khi giá bông giảm 50% từ mức cao kỷ lục trước đó.

Công ty bất ngờ bị lỗ trong năm 2012 vì giá bông (chiếm 50-70% chi phí nguyên vật liệu) đột ngột cao bất thường. Giá bông đã giảm mạnh trở lại từ đỉnh là US\$160/pound từ tháng 6, 2011 xuống mức bình thường là US\$83/pound trong tháng 6, 2013. Chúng tôi ước tính cả năm công ty có thể đạt 110 tỷ đồng lợi nhuận ròng vì tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện trở lại khi công ty xử lý hết lượng bông giá cao mua theo hợp đồng giao sau từ năm 2011. Theo ban lãnh đạo, lợi nhuận 6 tháng đầu năm đã đạt khoảng 58 tỷ đồng. Tại mức giá hiện tại là VND14,300 đồng/cổ phiếu, TCM vẫn còn rẻ với PER dự phóng 2013 là 5,8 lần trên EPS ước tính của chúng tôi là 2.466 đồng.

## Dệt may Việt Nam sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ TPP

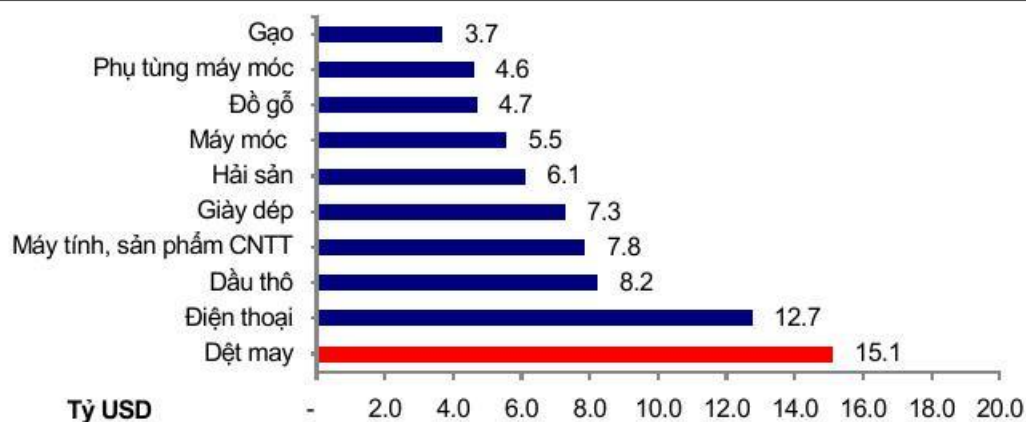
Nếu Việt Nam gia nhập TPP, các sản phẩm xuất khẩu chủ lực như dệt may, thủy sản và đồ gỗ sẽ được miễn thuế khi xuất khẩu sang các nước thành viên của TPP. Chúng tôi xin xem xét tác động của TPP đối với bốn mặt hàng chính này.

**Hải sản và đồ gỗ:** Các ngành này đã được miễn thuế khi xuất khẩu vào Mỹ. Vì vậy, việc tham gia TPP sẽ không có tác động đáng kể. TPP không bỏ thuế chống bán phá giá.

**Dệt may và giày dép:** So với mức thuế bình quân hiện tại là 17,3%, ngành dệt may và giày dép sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ hiệp định với thuế suất bằng 0%.

Việt Nam là một trong 10 nước xuất khẩu dệt may lớn nhất thế giới. Hầu hết sản phẩm dệt may được xuất khẩu sang Mỹ (55%), sau đó là EU (18%) và Nhật Bản (12%). Mỹ hiện đã là thành viên của TPP và Nhật Bản gần đây cũng tham gia hiệp định này.

Hình 1: Kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may cao nhất (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, Tổng cục Hải quan, ước tính của VCSC

Năm 2012, Việt Nam trở thành nước xuất khẩu dệt may lớn thứ hai sang Mỹ, sau Trung Quốc. Nếu TPP được ký kết, điều này sẽ giúp Việt Nam giành được thị phần từ Trung Quốc, vốn không phải thành viên của TPP. Ngoài ra, Việt Nam hiện chỉ đáp ứng khoảng 7,6% tổng nhu cầu may mặc của Mỹ. Vì vậy, xuất khẩu sang Mỹ vẫn còn khả năng tăng trưởng nếu Việt Nam có thể tận dụng tối đa mức thuế 0% trong đàm phán TPP và mở rộng hoạt động trên thị trường Mỹ.

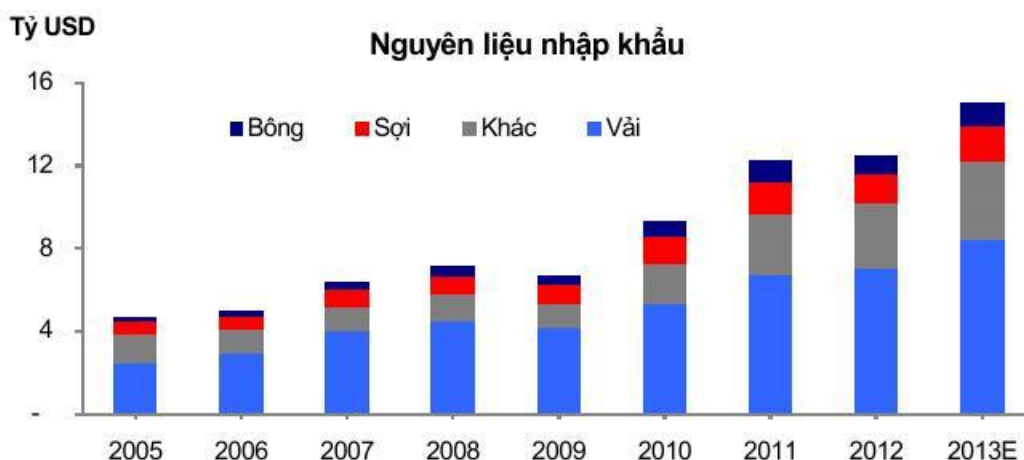
Hình 2: Ngành dệt may tăng trưởng mạnh với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 18%



Nguồn: TCTK, Tổng cục Hải quan, Ước tính của VCSC

Việt Nam phải nhập khẩu gần 80% nguyên liệu dệt may (95% bông, 70% xơ và 50% sợi) để phục vụ sản xuất. Các nước cung cấp vải, sợi chủ yếu là Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc.

Hình 3: Vải được nhập khẩu chủ yếu để phục vụ may mặc

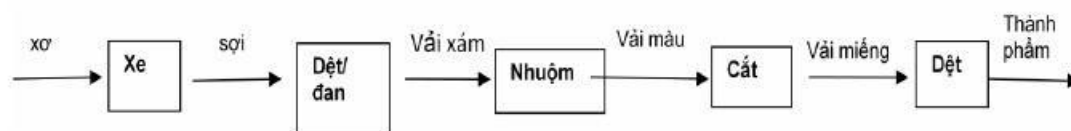


Nguồn: TCTK, Tổng cục Hải quan, Ước tính của VCSC

## “Quy tắc xuất xứ” và quy tắc “Từ sợi trở đi”

Để được hưởng ưu đãi về thuế, Việt Nam phải đáp ứng yêu cầu về “Quy tắc xuất xứ” quy định cụ thể về tỷ lệ nguyên liệu cho sản phẩm may mặc phải có nguồn gốc từ các nước thành viên của TPP. Quy tắc xuất xứ dựa trên quy trình sản xuất như sau:

Hình 4: Quy trình sản xuất chính cho ngành may mặc và những sản phẩm liên quan



Nguồn: VCSC tổng hợp

Dưới đây là một số khác biệt chủ yếu theo quy tắc xuất xứ trong ngành may mặc:

**Từ xơ trở đi:** Xơ phải do các nước thành viên của TPP sản xuất.

**Từ sợi trở đi:** Xơ có thể được sản xuất tại bất kỳ quốc gia nào, nhưng việc sản xuất ra sợi và các công đoạn sau đó, bao gồm xe sợi/chỉ, dệt hay đan vải và tạo ra sản phẩm cuối cùng phải được thực hiện tại các nước thành viên của TPP.

**Từ vải trở đi:** Xơ và sợi có thể được sản xuất từ bất kỳ quốc gia nào, nhưng vải phải được đan hoặc dệt tại các nước thành viên TPP.

**Cắt và May:** Chỉ có công đoạn cắt và may phải được thực hiện tại các nước thành viên TPP.

## Dòng vốn FDI đầu tư vào dệt may tăng mạnh nhờ TPP

Nếu quy tắc xuất xứ “Từ sợi trở đi” được áp dụng, các doanh nghiệp trong nước sẽ khó có thể tận dụng tối đa ưu đãi về thuế của TTP. Tuy nhiên, điều này lại mở ra nhiều cơ hội để đầu tư vào ngành sản xuất nguyên liệu. Kể từ năm ngoái, nhiều nhà sản xuất xơ, sợi, vải và quần áo nước ngoài đã đến Việt Nam để đầu tư vào nguyên liệu đầu vào. Cụ thể là:

- Trong tháng 11/2012, gần 10 Tập đoàn dệt may quốc tế đã đề nghị thành lập liên doanh với Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) hoặc các công ty con của Vinatex để sản xuất nguyên liệu dệt may trong nước.
- Cũng trong năm 2012, liên doanh dệt nhuộm đầu tiên của Việt Nam - CTCP Dệt nhuộm Thiên Nam - được thành lập. Đây là một liên doanh giữa Trung Quốc và Việt Nam. Liên doanh này sẽ phát triển một dự án sản xuất vải trị giá 24 triệu USD tại Nam Định.
- Texhong Textile Group, một trong những nhà cung cấp bông hàng đầu thế giới của Trung Quốc, đã đầu tư 300 triệu USD để xây dựng một nhà máy sợi tại Quảng Ninh trong năm nay.
- Nhà sản xuất quần áo TAL Group của Hồng Kông đã mở một nhà máy trị giá 40 triệu USD từ năm 2004. Tập đoàn này dự định sẽ đầu tư thêm 200 triệu USD để xây thêm nhà máy mới trong năm nay.
- Gần đây, ngày 05/05/2013, Công ty dệt may Hàn Quốc KyungBang đã khánh thành nhà máy sợi đầu tiên tại tỉnh Bình Dương, trị giá 140 triệu USD.

Một khi các nhà máy này đi vào hoạt động, các công ty dệt may có thể tiếp cận nguồn nguyên liệu từ trong nước, đáp ứng quy tắc xuất xứ "Từ sợi trở đi".

## Trong số các công ty đã niêm yết, công ty nào thỏa mãn yêu cầu của TPP?

Chúng tôi cố gắng tìm kiếm các công ty có khả năng đáp ứng nguyên tắc khắt khe của TPP.

Đó là những công ty thỏa mãn những điều kiện sau (1) xuất khẩu sản phẩm sang Mỹ và (2) thỏa mãn quy tắc xuất xứ "Từ sợi trở đi".

Trong tất cả các công ty niêm yết trên sàn (theo mã cổ phiếu: TCM, EVE, GIL, GMC, TNG, TET và NPS). Theo tiêu chí (1), chúng tôi loại trừ Công ty CP Everpia Việt Nam (EVE) vì Công ty này chủ yếu phục vụ thị trường trong nước.

Theo tiêu chí (2), CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM) là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vì công ty này có chuỗi sản xuất khép kín, nghĩa là TCM nhập bông và tự sản xuất sợi, dệt vải, nhuộm, may và xuất khẩu. Vì vậy, khả năng cao là TCM sẽ đáp ứng đủ yêu cầu "từ sợi trở đi" của Mỹ. Các công ty được niêm yết khác chỉ thuần túy "cắt và may", nghĩa là phải nhập vải từ nước ngoài để sản xuất quần áo. Hiện tại vẫn chưa rõ ràng các nguyên liệu nhập khẩu này có đến từ các nước thành viên trong TPP hay không để được miễn giảm thuế xuất khẩu nhưng theo chúng tôi xác suất là rất thấp.

Mã CP	Thị trường chính	Vốn hóa thị trường (US\$)	FY12 PE	FY12 PB	FY12 LN ròng VND bn	1Q13 LN ròng VND bn	LN ròng theo kế hoạch VND bn	FY13 PE theo KH
TCM	80% xuất khẩu 20% nội địa	27,1	30,0x	0,8x	-18,9	22,6	90,3	7,1x
EVE	10% xuất khẩu 90% nội địa	26,1	6,6x	0,8x	74,6	13,4	90,0	6,3x
GIL	Hầu hết XK	19,1	15,4x	1,3x	29,6	7,3	45,0	8,9x
GMC	80% xuất khẩu 20% nội địa	10,3	3,3x	1,1x	48,8	11,1	52,7	4,4x
TNG	Hầu hết XK	5,4	4,5x	0,5x	21,9	1,1	50,2	2,6x
TET	Hầu hết XK	4,7	10,0x	1,2x	9,2	1,6	8,5	11,4x
NPS	Hầu hết XK	1,8	6,3x	0,9x	7,5	0,8	4,9	7,9x

## Công ty Cổ phần Dệt may Thành Công (TCM)

<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Sản xuất và kinh doanh sợi, vải và các sản phẩm may mặc.
<b>Doanh thu</b>	111 triệu USD (ước tính cho năm 2013)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	5 triệu USD (ước tính cho năm 2013)
<b>Doanh thu chính</b>	Xuất khẩu sang Mỹ, Châu Âu, Hàn Quốc và Nhật Bản
<b>Chi phí chính</b>	Bông chiếm 65% chi phí sản xuất
<b>Rủi ro chính</b>	100% bông được nhập khẩu
<b>Các đối thủ chính</b>	N/A
<b>Các khách hàng chính</b>	E-land (đối tác chiến lược), Nomura Trading, Calvin Klein, Lordman
<b>Ban lãnh đạo</b>	Bà Phan Thị Huệ (Chủ tịch HĐQT), Ông Lee Eun Hong (TGD)
<b>Địa chỉ</b>	KCN Tân Bình TP. Hồ Chí Minh
<b>Website</b>	<a href="http://www.thanhcong.com.vn">www.thanhcong.com.vn</a>
<b>Email</b>	<a href="mailto:tcm@thanhcong.com.vn">tcm@thanhcong.com.vn</a>
<b>Điện thoại</b>	+ (84-8) 38 153 962

Cơ cấu doanh thu	Cơ cấu lợi nhuận gộp 2013 (ước tính)																		
<table><tr><th>Sản phẩm</th><th>% đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr><tr><td>Quần áo</td><td>67%</td><td>20%</td></tr><tr><td>Vải</td><td>8%</td><td>15%</td></tr><tr><td>Xơ</td><td>16%</td><td>6%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>9%</td><td>10%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100,0%</td><td>14,8%</td></tr></table>	Sản phẩm	% đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Quần áo	67%	20%	Vải	8%	15%	Xơ	16%	6%	Khác	9%	10%	Tổng cộng	100,0%	14,8%	
Sản phẩm	% đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp																	
Quần áo	67%	20%																	
Vải	8%	15%																	
Xơ	16%	6%																	
Khác	9%	10%																	
Tổng cộng	100,0%	14,8%																	
Cơ cấu chi phí 2013 (ước tính)	Cơ cấu vốn																		
<table><tr><th>Sản phẩm</th><th>% đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr><tr><td>Quần áo</td><td>67%</td><td>20%</td></tr><tr><td>Vải</td><td>8%</td><td>15%</td></tr><tr><td>Xơ</td><td>16%</td><td>6%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>9%</td><td>10%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100,0%</td><td>14,8%</td></tr></table>	Sản phẩm	% đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Quần áo	67%	20%	Vải	8%	15%	Xơ	16%	6%	Khác	9%	10%	Tổng cộng	100,0%	14,8%	
Sản phẩm	% đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp																	
Quần áo	67%	20%																	
Vải	8%	15%																	
Xơ	16%	6%																	
Khác	9%	10%																	
Tổng cộng	100,0%	14,8%																	

Nguồn: TCM và ước tính của VCSC

## E-Land Asia Holdings - đối tác chiến lược và khách hàng lớn

E-Land Asia Holdings là chuỗi cửa hàng bán lẻ thời trang khép kín lớn nhất Hàn Quốc. Đồng thời, E-land còn là cổ đông chiến lược lớn nhất của TCM với tỷ lệ sở hữu lên đến 43,3%. Ngoài E-Land, các cổ đông chính khác của TCM bao gồm Tập đoàn Dệt May Việt Nam (7,6%) và công ty chứng khoán VNDirect (7%). E-Land giữ 3 trong số 7 vị trí HĐQT và ông Lee Eun Hong, đại diện của E-land, là Tổng giám đốc hiện tại của TCM. E-land tập trung xây dựng quy trình khép kín từ khâu sản xuất đến phân phối sản phẩm cuối cùng. Hiện Công ty đang có mặt tại nhiều quốc gia Trung Quốc, Mỹ, Anh, Việt Nam và Sri Lanka. Các đơn hàng của E-Land đem lại chiếm đến 20% doanh thu năm 2012 của TCM và dự kiến sang năm 2013 tỷ lệ này sẽ lên đến 30%.

## Luận điểm đầu tư

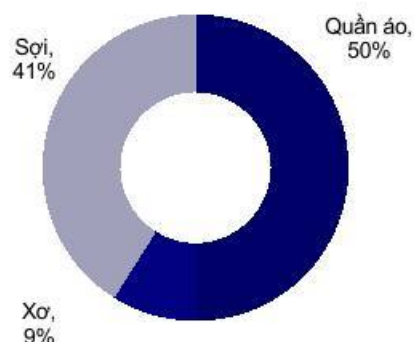
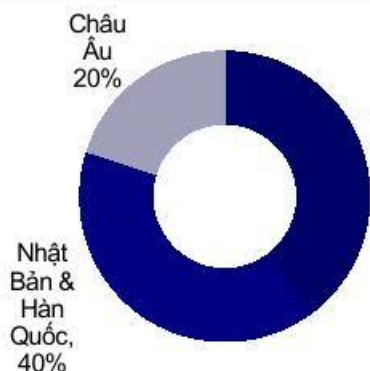
- TCM là một trong số ít các công ty được hưởng lợi nhờ TPP kể cả với quy tắc khắt khe “Từ sợi trở đi”.
- Giá bông đã giảm sau khi đạt mức cao kỷ lục, dự báo sẽ ở mức thấp do nguồn cung trên thị trường thế giới khá dồi dào.
- Công suất sản xuất sản phẩm may mặc và vải tăng gấp đôi.
- Triển vọng 2013 tích cực, PER 5,8 lần khá hấp dẫn.

## Quy trình sản xuất khép kín có thể đáp ứng yêu cầu “Từ sợi trở đi”

Công ty Cổ phần Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM) là một trong số các doanh nghiệp dệt may hàng đầu tại Việt Nam. TCM cũng là công ty dệt may duy nhất được niêm yết trên thị trường chứng khoán có chuỗi sản xuất khép kín từ bông ra sản phẩm may mặc. Hiện TCM đang mua bông từ Mỹ (55%), phần còn lại được nhập khẩu từ các nước châu Phi khác. TCM xuất khẩu sang Mỹ và Nhật Bản, đều là các nước thành viên của TPP.

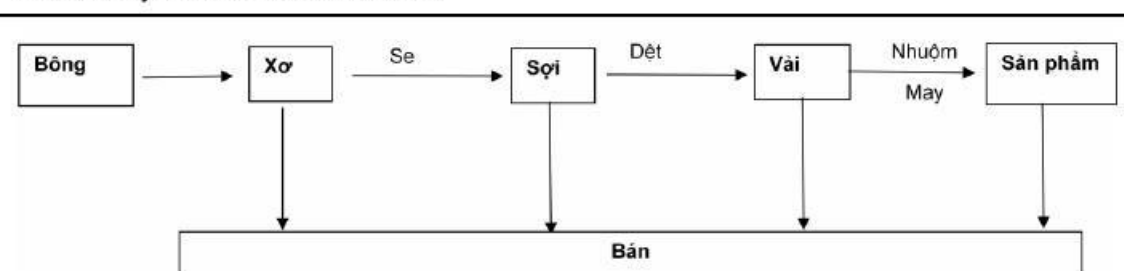
Hình 1a: Xuất khẩu 80% doanh thu

Hình 2b: TCM cũng bán thành phẩm khác



Nguồn: Số liệu của công ty, ước tính của VCSC cho năm 2012

Hình 3: Quy trình sản xuất của TCM



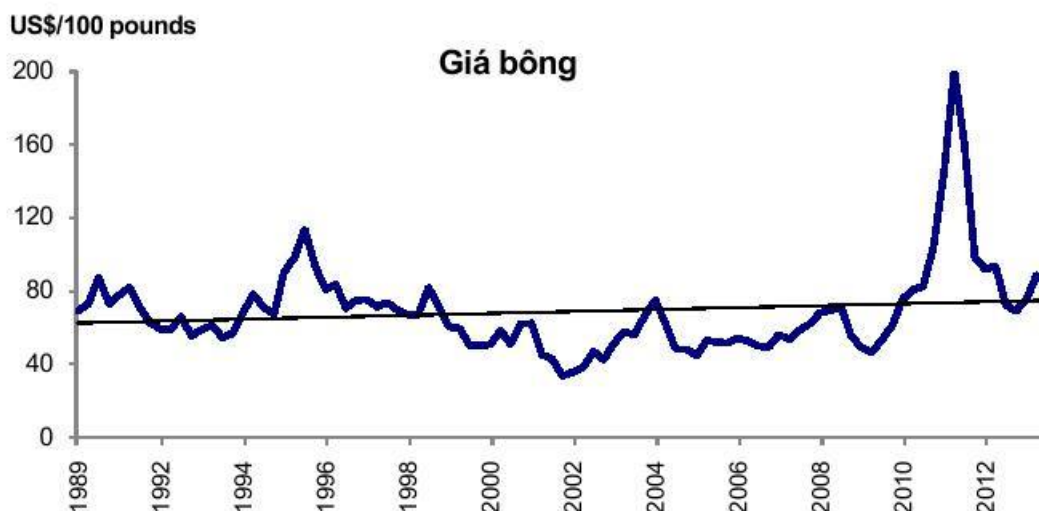
Nguồn: TCM

## Giá bông đã ổn định, dự kiến sẽ ở mức thấp do nguồn cung trên thị trường thế giới tăng.

Biên lợi nhuận gộp và khả năng sinh lời của TCM phụ thuộc rất nhiều vào giá bông nhập khẩu chiếm phần lớn chi phí nguyên liệu. Trước đây, công ty mua 20% bông trên thị trường giao ngay và 80% còn lại trên thị trường giao sau.

Mặc dù giá bông đã giảm 50% trong năm 2012, nhưng công ty đã ghi nhận khoảng lỗ đầu tiên 20 tỷ đồng từ việc mua bông giá cao theo hợp đồng tương lai trong năm 2011. Giá bông đã tăng mạnh trong năm 2011 nguyên nhân chính là do lũ lụt xảy ra tại các nước sản xuất bông.

Hình 4: Năm 2011, giá bông tăng bất thường, cao gấp đôi trong vòng 20 năm.



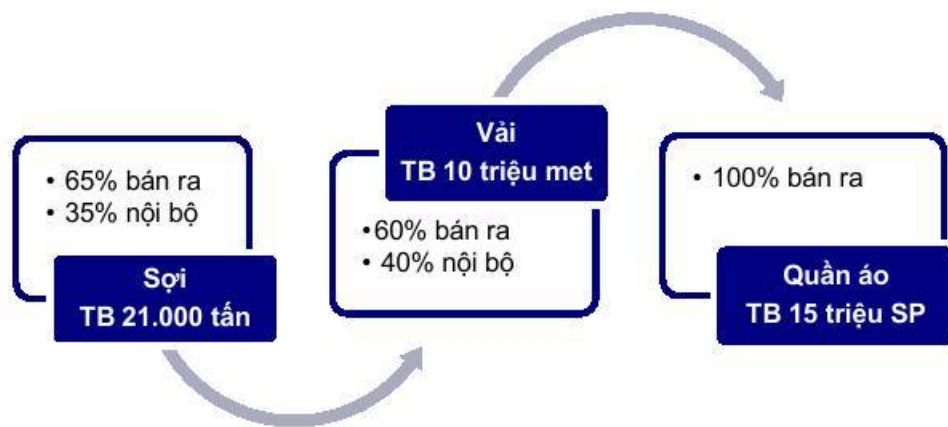
Nguồn: Bloomberg, CT1 commodity

Đến cuối tháng 6 năm 2013, TCM đã sử dụng hết lượng tồn kho bông giá cao. Hiện tại, TCM đã thay đổi chiến lược mua hàng, chuyển sang mua khoảng 70% bông trên thị trường giao ngay thay vì mua ở thị trường giao sau do kỳ vọng giá bông sẽ ổn định khi nguồn cung trên thị trường thế giới còn dồi dào.

## Nâng công suất nhà máy dệt và may giúp tăng trưởng doanh thu

Chuỗi sản xuất của Thành Công có 3 phân khúc chính và có tỷ suất lợi nhuận gộp tăng dần lên: sợi (tỷ suất lợi nhuận gộp: 9%), vải (16%) và may (22%). Hiện tại, TCM sản xuất được 21.000 tấn sợi/năm. Trước năm 2013, công ty chỉ sử dụng khoảng 35% tổng số lượng sợi để sản xuất 7 triệu met vải/năm. TCM hiện đã nâng công suất nhà máy dệt lên 10 triệu met vải/năm. Hiện tại, TCM đang tìm mua một nhà máy may khác nhằm tăng công suất nhà máy hiện tại đang có khoảng 4.300 công nhân với tổng công suất 15 triệu sản phẩm/năm. Theo tính toán của chúng tôi, nếu TCM muốn sử dụng 100% công suất nhà máy sợi cho việc sản xuất ra sản phẩm cuối, TCM sẽ phải tăng gấp đôi công suất hiện tại của nhà máy dệt và nhà máy may.

Hình 5: Quy trình sản xuất và công suất của TCM



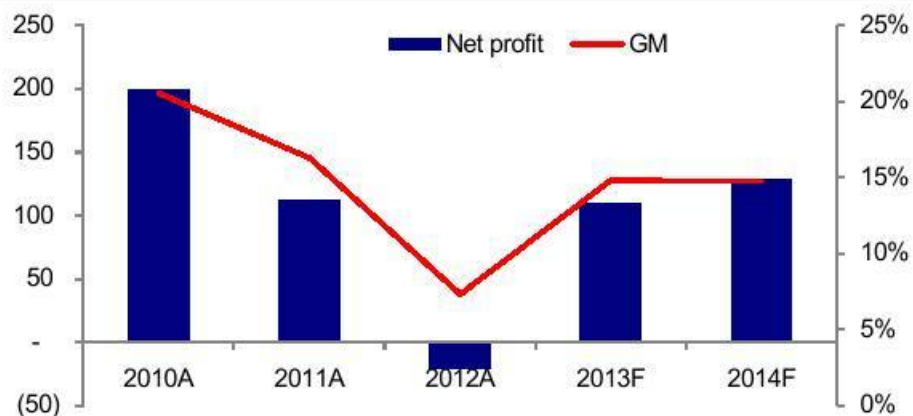
Nguồn: VCSC, TCM

### 2013 - Lợi nhuận tốt và định giá rẻ trên P/E 5.8x

Chỉ tính riêng trong Quý 1, TCM đã đạt 22,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Ban quản trị của TCM cũng tiết lộ rằng công ty sẽ đạt khoảng 32-35 tỷ lợi nhuận sau thuế trong quý 2. Như vậy, sáu tháng đầu năm 2013, lợi nhuận sau thuế của TCM đạt khoảng 58 tỷ đồng, bằng 63% kế hoạch cả năm.

Kết quả kinh doanh quý 1 khá ấn tượng, nhưng ban quản trị của TCM cho rằng kết quả này thấp hơn kỳ vọng của họ do Ngân hàng Nhà nước quyết định phá giá tiền đồng trong tháng 6 làm chi phí tài chính của họ tăng mạnh. TCM có khoảng 40 triệu USD vay ngắn hạn và dài hạn, việc phá giá 1% sẽ làm lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại số dư có gốc ngoại tệ tăng lên 400.000 USD, tương đương 8 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận Công ty sẽ đạt 110 tỷ đồng trong năm 2013, cao hơn so với kế hoạch ban đầu là 90 tỷ đồng của TCM. Cũng theo TCM, Công ty đã nhận đủ đơn hàng cho đến hết tháng 10 và quý 4 là mùa cao điểm nên ước tính của chúng tôi vẫn còn khá thận trọng. Chúng tôi dự báo EPS trong năm 2013 là 2.466 đồng/cổ phiếu, TCM đang giao dịch tại mức PER là 5.8x.

Hình 6: Lợi nhuận ròng và lợi nhuận biên



Nguồn: TCM và dự báo của VCSC



## Tổng kết kết quả hàng quý của TCM

tỷ đồng

2013	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	546	na	na	na	546
LN gộp	68	na	na	na	68
Biên LN gộp (%)	6,3%	na	na	na	6,3%
LN từ hoạt động	20,5	na	na	na	20,5
Biên LN hoạt động (%)	3,7%	na	na	na	3,7%
LN ròng	22,6	na	na	na	22,6
Biên LN ròng (%)	4,1%	na	na	na	4,1%
2012	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	538	708	521	516	2.284
LN gộp	30	64	43	30	167
Biên LN gộp (%)	5,6%	9,1%	8,3%	5,8%	7,3%
LN từ hoạt động	-1	25	11	-10	24
Biên LN hoạt động (%)	-0,1%	3,5%	2,0%	-2,0%	1,1%
LN ròng	-14	14	-1	-20	-20
Biên LN ròng (%)	-2,6%	2,0%	-0,2%	-3,8%	-0,9%
2011	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	631	576	509	478	2.195
LN gộp	152	128	49	28	357
Biên LN gộp (%)	24,1%	22,3%	9,6%	5,9%	16,3%
LN từ hoạt động	122	89	15	-8	218
Biên LN hoạt động (%)	19,3%	15,4%	3,0%	-1,7%	9,9%
LN ròng	73	55	2	-17	112
Biên LN ròng (%)	11,6%	9,5%	0,3%	-3,6%	5,1%

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Nguyễn An Thiên Trang và Đinh Thị Như Hoa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

Bیتexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Phó Giám đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp,** Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp,** Ngô Bích Vân, ext 130

**CV cao cấp,** Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**CV cao cấp,** Nguyễn Thế Anh, ext 194

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên,** Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên,** Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**Chuyên viên,** Đặng Văn Pháp, ext 143

**CV vĩ mô,** Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT,** Nguyễn Thế Minh, ext 142

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà nội

Nguyễn Quang Huy  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.