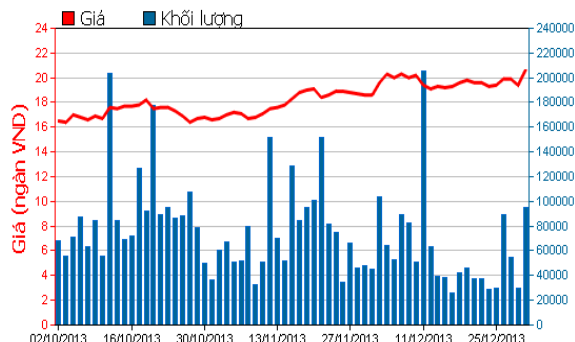


## CTCP Dệt May – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HSX: TCM)

<b>Bùi Văn Tốt</b> Chuyên viên phân tích Email: totbv@fpts.com.vn Tel: (84) – 8 6290 8686 – Ext: 7593	Giá hiện tại	21.500	-18%	-7%	0%	7%	18%
	Giá mục tiêu	30.500	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm	41,86%					
	Tỷ suất cổ tức	6,98%					
			<b>MUA</b>				

### Diễn biến giá cổ phiếu TCM



#### Thông tin giao dịch

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	21.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	5.800
Số lượng CP niêm yết (cp)	44.737.486
Số lượng CP lưu hành (cp)	49.099.501
KLGD bình quân 3 tháng (cp/phiên)	759.659
% sở hữu nước ngoài hiện tại	49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	447
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.056

Định giá	2011	2012	2013F
EPS cơ bản	2.505	-451	2.610
BV (đ/cp)	16.162	13.926	14.323
P/E	3,4	-	7,4
P/B	0,52	0,42	1,39
ROE	16,1%	-2,8%	19,4%
ROA	5,7%	-0,9%	6,5%

#### Danh sách cổ đông

	%
E-Land Asia Holdings	43,3%
Lâm Quang Thái	4,83%
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	4,04%
Khác	47,8%

### Tóm tắt nội dung

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TCM, ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2013 đạt khoảng 128,2 tỷ đồng tương ứng với EPS 2.610 VND/cổ phiếu. Cùng với kết quả kinh doanh tốt, TCM đang kỳ vọng rất lớn vào hiệp định TPP nếu được thông qua trong thời gian tới, các sản phẩm dệt may của TCM có thể xuất sang các nước thành viên TPP, đặc biệt là Hoa Kỳ với thuế suất nhập khẩu giảm từ 17% về 0%.

Về dài hạn, dựa trên cơ sở định giá FCFF, với giả định Hiệp định TPP được thông qua và có hiệu lực bắt đầu từ năm 2015, mức giá mục tiêu cho 12 tháng tới là 30.500 VND, cao hơn giá thị trường hiện tại 41,86%. Trong trường hợp Hiệp định TPP không được ký kết, mức giá mục tiêu cho 12 tháng tới là 23.700 VND, cao hơn giá thị trường hiện tại 10,23%. Vì vậy, chúng tôi **khuyến nghị MUA đầu tư dài hạn** đối với cổ phiếu này. **Rủi ro chính** của TCM là biến động **giá bông và tỷ giá USD/VND**. Chi phí nguyên liệu bông chiếm khoảng 40% giá vốn hàng bán nên giá bông tăng sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty. Hầu hết các khoản vay của công ty bằng USD nên biến động tỷ giá USD/VND sẽ dẫn đến lỗ chênh lệch tỷ giá và ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.

**TCM là doanh nghiệp lớn nhất trong các doanh nghiệp dệt may niêm yết về tổng tài sản và doanh thu.** Doanh thu liên tục tăng trong giai đoạn 2008-2012 với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 24,5%/năm. Từ năm 2010, với sự điều hành của cổ đông chiến lược E-Land, hiệu quả kinh doanh và giá trị xuất khẩu của TCM đã cải thiện rõ rệt. Năm 2010, tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 68,1%; trong đó, doanh thu xuất khẩu tăng 127% so với năm 2009.

**Cổ đông lớn nhất là tập đoàn hàng đầu về thời trang, bán lẻ và có tiềm lực tài chính mạnh.** E-Land Asia Holdings Pte, Ltd (nắm giữ 43,3% vốn cổ phần) không chỉ tham gia điều hành mà còn hỗ trợ về mặt đầu ra cho sản phẩm và các chuyển giao công nghệ, quy trình khác như ERP, BSC,...

**TCM là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may Việt Nam có chu trình sản xuất khép kín** (xe sợi → dệt, đan →

KQKD	2011	2012	2013F
Doanh thu	2.195	2.284	2.569
Lợi nhuận gộp	357,4	167,4	357,1
Lợi nhuận trước thuế	117,9	-20,4	139
Lợi nhuận sau thuế	112,1	-20,2	128,2

CĐKT	2011	2012	2013F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.053</b>	<b>1.966</b>	<b>1.972</b>
Tài sản ngắn hạn	1.018	953	1.017
Tài sản dài hạn	1.035	1.013	955
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.053</b>	<b>1.966</b>	<b>1.972</b>
Nợ ngắn hạn	892	991	995
Nợ dài hạn	433	345	267
Vốn chủ sở hữu	723	623	703

nhuộm, hoàn tất → cắt, may). Điều này giúp công ty giảm sự phụ thuộc vào biến động nguồn nguyên liệu, đảm bảo chất lượng sản phẩm và biên lợi nhuận. Việc đáp ứng yêu cầu “từ sợi trở đi” cũng sẽ giúp TCM hưởng lợi từ việc cắt giảm thuế nhập khẩu khi Hiệp định TPP được thông qua.

Theo đại diện công ty, **TCM đang có kế hoạch đầu tư nâng cấp công suất các nhà máy may, đan và nhuộm** trong giai đoạn 2014-2017 với tổng vốn đầu tư khoảng 30 triệu USD. Hiện tại, công ty đang làm việc với UBND tỉnh Vĩnh Long để hoàn thành thủ tục xin giấy phép đầu tư.

Chúng tôi ước tính **doanh thu năm 2014 đạt 2.810 tỷ VND**, tăng 9,4% so với năm 2013. **Lợi nhuận sau thuế đạt 158 tỷ VND**, tương ứng EPS forward 2014 là 3.215 VND/cổ phiếu.

**Biên lợi nhuận thuần năm 2014 sẽ cao hơn năm 2013 và đạt khoảng 5,8%** do công ty kỳ vọng vào việc giảm giá bông do chính phủ Trung Quốc sẽ giảm lượng bông dự trữ bắt đầu từ năm 2014 và hiệu quả sản xuất tăng do hệ thống ERP được đưa vào vận hành.

Hiện tại công ty có **4 dự án bất động sản với tổng vốn đầu tư tại thời điểm 30/09/2013 là 119 tỷ đồng**. TCM đang đầu tư vào 2 công ty con và 4 công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực y tế, chứng khoán, bất động sản, vật liệu xây dựng, giải trí,... Trong đó, **giá trị đầu tư vào công ty liên kết tại thời điểm 30/09/2013 là 121 tỷ đồng**.

Chỉ tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (triệu đồng)	2.283.501	2.568.939	2.810.419	3.283.769	3.836.844	4.483.072
LN thuần (triệu đồng)	-20.160	128.153	157.851	181.529	238.819	282.382
EPS (đồng)	-451	2.610	3.215	3.697	3.924	3.774
DPS (đồng)		1.500	1.040	800	920	980
Tăng trưởng doanh thu (%)	4,0%	12,5%	9,4%	16,8%	16,8%	16,8%
Tăng trưởng LN gộp	-53,1%	113,3%	11,0%	19,2%	21,3%	19,8%
Tăng trưởng LNTT	-117,3%	780,5%	23,2%	15,0%	31,6%	28,7%
Tăng trưởng EPS (%)	-118,0%	679,2%	23,2%	15,0%	6,1%	-3,8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,3%	13,9%	14,1%	14,4%	14,9%	15,3%
ROE (%)	-2,8%	19,4%	21,1%	21,0%	22,3%	20,5%
ROA (%)	-0,9%	6,5%	7,7%	8,0%	9,4%	9,9%
P/E (x)	-45,7	7,9	6,4	5,6	5,2	5,5
P/B (x)	1,48	1,44	1,26	1,09	1,02	0,99

### Định giá theo phương pháp FCFF

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF để ước tính mức giá hợp lý của TCM trong hoạt động dệt may vì đây là hoạt động chính của công ty và sẽ là hoạt động kinh doanh cốt lõi trong chiến lược dài hạn.

Các khoản đầu tư bất động sản được ước tính theo giá trị sổ sách do công ty có ý định nắm giữ lâu dài và chưa có kế hoạch khai thác cụ thể các bất động sản này.

Các công ty liên kết có quy mô nhỏ và chưa niêm yết nên ước tính giá trị hợp lý khoản đầu tư vào công ty liên kết theo giá trị sổ sách.

**Giá kỳ vọng trong 12 tháng tới đối với cổ phiếu TCM là 30.500 đồng/cp.**

Giá định DCF		Kết quả định giá DCF	Đvt : Triệu đồng
WACC 2014	12,8%	Tổng hiện giá dòng tiền	1.806.317
Thuế suất	7,5%	Bất động sản đầu tư	118.730
Chi phí vốn CSH	20,9%	Đầu tư vào công ty liên kết	120.962
Lãi suất phi rủi ro (TPCP 10 năm)	8,89%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	119.384
Phần bù rủi ro	9,88%	(-) Nợ ngắn và dài hạn	871.370
Hệ số beta	1,36	Giá trị vốn cổ phần	1.294.023
Chi phí nợ	6,3%	Lợi ích cổ đông thiểu số	10.194
Tăng trưởng (2014-2019)	16,8%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	1.283.829
Tăng trưởng (2020-2022)	11,1%	Số lượng cổ phiếu	49.1
Tăng trưởng bền vững	5,2%	<b>Giá trị chiết khấu về hiện tại (đồng/cp)</b>	<b>26.147</b>
Thời gian dự phóng (năm)	10	Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần	20,87%
		Tỷ suất cổ tức ước tính	4,0%
<b>Giá kỳ vọng 12 tháng (đồng/cp)</b>			<b>30,500</b>

### Định giá theo phương pháp P/E

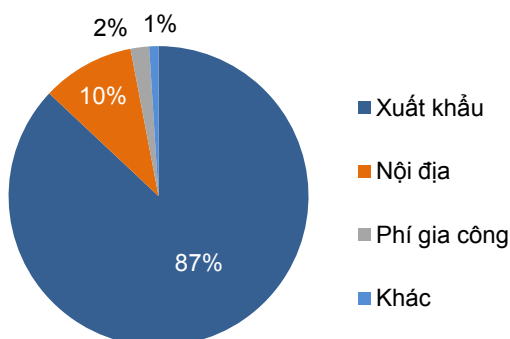
Tên Công ty	Quốc gia	Mã CK	DT 2012 (tỷ đồng)	ROE (2008 -2012)	P/E trailing	Vốn hóa (tỷ đồng)
<b>CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>TCM</b>	<b>2.284</b>	<b>10,6%</b>		<b>953</b>
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	Việt Nam	TNG	1.209	17,8%	6,37	143
Eagle Nice International Holdings Ltd	Hong Kong	2368:HK	3.962	12,1%	7,24	1.769
Golden Shield Holdings Ind	Hong Kong	2123:HK	2.655	14,9%	9,37	1.325
Kitex Garments Ltd	Ấn Độ	KTG:IN	1.090	18,6%	5,74	1.375
Jiangsu Sanyou Group Co Ltd	Trung Quốc	002044:CH	2.430	10,8%	14,64	5.626
Hagihara Industries Inc	Nhật Bản	7856:JP	4.396	10,1%	4,40	2.189
<b>Trung bình</b>					<b>7,96</b>	

(Nguồn: Bloomberg.com, FPTS tổng hợp)

Xét các công ty cùng ngành niêm yết trên thế giới và Việt Nam, sau khi điều chỉnh P/E dựa vào rủi ro tương quan giữa thị trường Việt Nam và thị trường quốc gia của các công ty được xét và hiệu quả hoạt động (ROE) của các công ty này so với TCM, P/E bình quân là 7,96x. Theo đó, **với EPS dự phóng năm 2013 đạt 2.610 đồng/cp thì giá mục tiêu cuối năm 2013 theo P/E là 20.800 đồng/cp**. Mức giá này tương ứng gần với giá thị trường hiện nay. Theo kết quả định giá, thị trường đã phản ánh khá đầy đủ và hợp lý giá trị cổ phiếu TCM trong ngắn hạn.

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Cơ cấu doanh thu**



### Giới thiệu công ty

TCM được thành lập năm 1976, cổ phần hóa năm 2006, chính thức niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP.HCM ngày 15/10/2007. Tại thời điểm 30/09/2013, vốn chủ sở hữu đạt 641 tỷ đồng; tổng tài sản đạt 1.927 tỷ đồng.

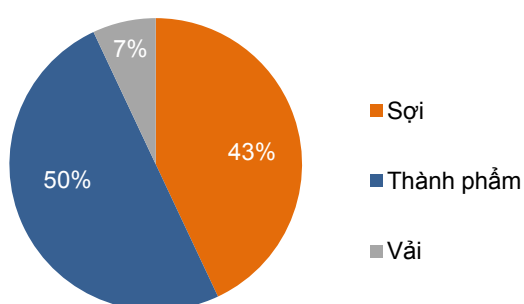
TCM là công ty lớn nhất trong các công ty dệt may niêm yết tại Việt Nam. Sản phẩm chính là các loại sợi, vải dệt, vải đan và thành phẩm may mặc. Công ty hiện có thể sản xuất nhiều mặt hàng có giá trị cao như sợi pha cao cấp, vải có tỷ lệ spandex cao, áo pull có hiệu ứng hoa văn,...

### Chiến lược phát triển

Chiến lược phát triển trong trung và dài hạn của công ty.

- Tập trung vào lĩnh vực cốt lõi là dệt may.
- Nâng cao năng lực sản xuất thông qua việc đầu tư máy móc thiết bị mới, xây dựng nhà máy mới, di dời nhà xưởng hiện hữu và mua lại các nhà máy đang hoạt động.
- Đa dạng hóa sản phẩm thông qua hoạt động của Trung tâm R&D kết hợp với KOTITI.
- Phát triển các dự án bất động sản ngay khi thị trường có dấu hiệu hồi phục.
- Phát triển hệ thống thời trang bán lẻ trong nước.

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm**



### Các mảng hoạt động chính

TCM có chu trình sản xuất khép kín gồm 4 khâu chính: xe sợi → dệt/đan → nhuộm và hoàn tất → cắt và may.

**Sợi:** Công ty hiện có 4 nhà máy sản xuất sợi tại TP. HCM, Long An, Tây Ninh. Khoảng 35% sản lượng sợi được dùng cho các khâu khác trong chuỗi sản xuất, phần còn lại chủ yếu được xuất khẩu. Doanh thu từ sợi chiếm khoảng 43% tổng doanh thu ngành may mặc của công ty. Các sản phẩm sợi khá đa dạng như sợi Cotton, sợi Rayon, sợi 100% Polyester đến các loại sợi pha,...

**Vải:** Hầu hết vải được sử dụng để sản xuất các sản phẩm may. Doanh thu từ vải hiện chiếm khoảng 7% tổng doanh thu ngành may mặc. Sản phẩm chính là vải dệt bán thành phẩm với các chủng loại vân điểm, vân chéo, vân đoạn,... và vải đan mộc với các chủng loại Single, Pique, Jacquard, Rib,...

**Thành phẩm may mặc:** Sản lượng thành phẩm hiện tại khoảng 18 triệu sản phẩm/năm. Sản phẩm chủ yếu là áo thun được cung cấp cho các thương hiệu thời trang bán lẻ nước ngoài như E-Land, Sanmar, Costo, Target, Perry Ellis... Hiện tại, hầu hết các đơn hàng được thực hiện theo hình thức may theo mẫu có sẵn FOB. Công ty sẽ tăng dần tỷ trọng sản xuất

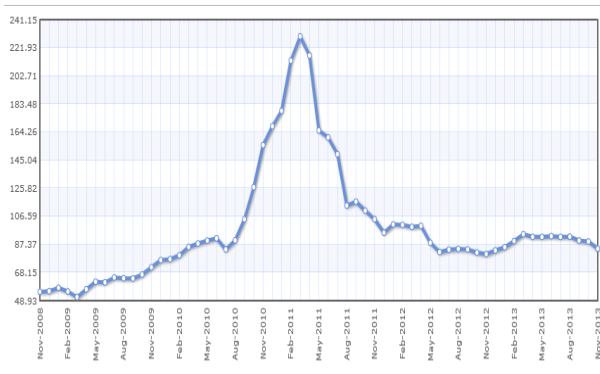
theo phương thức tự thiết kế, xây dựng thương hiệu (ODM và OBM) để nâng cao giá trị gia tăng của chuỗi sản xuất. Doanh thu từ thành phẩm may mặc chiếm khoảng 50% doanh thu ngành may mặc.

### Nguyên liệu đầu vào

Nguyên liệu đầu vào là bông, sợi, hóa chất,... Trong đó, bông là nguyên liệu chủ yếu, chiếm khoảng 55% - 60% chi phí nguyên vật liệu và được nhập khẩu từ Mỹ, Tây Phi, Úc, Pakistan,...

Trước đây, công ty mua bông với tỷ lệ 80% trên thị trường giao sau và 20% trên thị trường giao ngay. Giá bông biến động lớn trong những năm gần đây và đạt mức cao nhất 5,06 USD/kg vào tháng 03/2011 khiến biên lợi nhuận gộp ngành sợi giảm mạnh trong 2 năm 2011 và 2012. Hiện tại, công ty đã điều chỉnh tỷ lệ mua bông trên thị trường giao ngay và thị trường kỳ hạn tương ứng là 70% và 30% để chủ động hơn với việc thay đổi về giá. Giá bông hiện tại đã giảm mạnh so với năm 2013 và ổn định ở mức 1,99 USD/kg.

**Giá bông 11/2008 - 11/2013 (USD/pound)**



### Năng lực sản xuất

Công ty hiện có 4 nhà máy sợi tại TP.HCM, Long An, Tây Ninh. Tổng công suất thiết kế khâu sợi khá cao, khoảng 21.000 tấn/năm. Chỉ 1/3 lượng sợi sản xuất ra được sử dụng cho các dây chuyền khác, phần còn lại được bán cho các doanh nghiệp trong nước hoặc xuất khẩu.

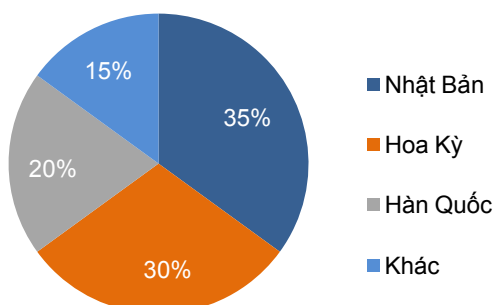
Năng lực may hiện tại của công ty chỉ khoảng 15 triệu sản phẩm/năm nên công ty phải thuê gia công một phần từ các đơn vị khác. Công ty đang có kế hoạch tăng công suất nhà máy may lên 18-20 triệu sản phẩm/năm trong năm 2014 hoặc chậm nhất là năm 2015 để đáp ứng nhu cầu sản xuất.

### Thị trường tiêu thụ

**Thị trường nội địa:** Mạng lưới phân phối của TCM không lớn và doanh thu nội địa chỉ chiếm khoảng 10% tổng doanh thu của công ty trong năm 2012.

**Thị trường xuất khẩu:** Doanh thu thị trường xuất khẩu chiếm khoảng 90% tổng doanh thu may mặc. Thị trường xuất khẩu của công ty khá đa dạng, chủ yếu là các thị trường Nhật Bản, Hoa Kỳ, Hàn Quốc. Nhật Bản là thị trường xuất khẩu lớn nhất của công ty, chiếm 30%-35% tổng doanh thu xuất khẩu. TCM hiện xuất sang Nhật Bản với thuế suất 0% theo quy định của Hiệp định FTA Việt Nam-Nhật Bản. Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất trước đây nhưng do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế, doanh thu xuất khẩu sang Hoa Kỳ giảm mạnh 35% trong năm 2012. Số lượng các đơn hàng từ Hoa Kỳ đã tăng lên đáng kể từ đầu năm nay. Hiện tại doanh thu xuất khẩu sang Hoa Kỳ chiếm 25%-30% tổng doanh thu xuất khẩu. Từ năm 2012, công ty nhận thêm các đơn hàng từ E-Land Hàn Quốc

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu**



và Trung Quốc chuyển sang. Các sản phẩm cung cấp cho E-Land thường có biên lợi nhuận gộp cao hơn do những yêu cầu khắt khe về kiểu dáng và chất lượng sản phẩm. Hiện tại, các đơn hàng E-Land chiếm khoảng 15%-20% tổng doanh thu ngành may mặc của công ty.

### Kế hoạch đầu tư

Để đón đầu nhu cầu xuất khẩu gia tăng, công ty đang có kế hoạch đầu tư mở rộng năng lực sản xuất ở các khâu may, đan và nhuộm.

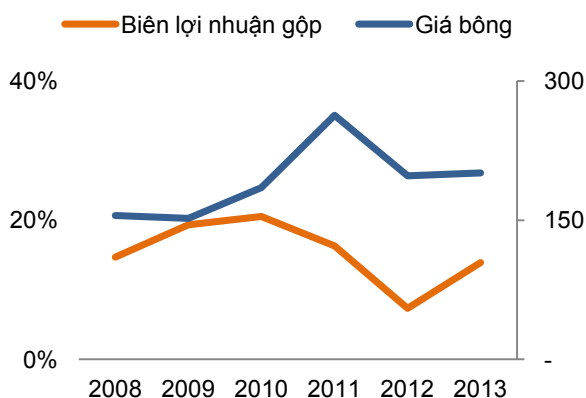
Cụ thể, công ty sẽ xây dựng nhà máy mới tại tỉnh Vĩnh Long trong giai đoạn 2014-2017. Tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 30 triệu USD. Nguồn vốn huy động dự kiến đến từ việc vay ngân hàng hoặc phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và đối tác. Năm 2014, công ty sẽ đầu tư xây dựng nhà máy may với quy mô 1.300 công nhân. Nhà máy này sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2015. Năm 2015, TCM tiếp tục đầu tư vào nhà máy may với quy mô tương đương năm 2014. Năm 2016, công ty sẽ đầu tư vào nhà máy đan và năm 2017 đầu tư nhà máy nhuộm. Theo ước tính của chúng tôi, vốn đầu tư vào 3 nhà máy may, đan và nhuộm lần lượt là 273 tỷ đồng, 168 tỷ đồng và 200 tỷ đồng.

### Rủi ro đầu tư

**Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào.** Nguyên liệu chính của công ty là bông, được nhập khẩu từ Trung Quốc, Mỹ, Tây Phi, Pakistan, Úc,...chiếm khoảng 60% chi phí nguyên vật liệu và khoảng 40% giá vốn hàng bán nên TCM chịu rủi ro từ biến động giá bông. Theo dự báo của World Bank, giá bông sẽ tăng trong những năm tới với tốc độ tăng từ 1%-2%/năm. Điều này sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty.

**Rủi ro biến động tỷ giá.** Do các khoản vay của TCM chủ yếu bằng ngoại tệ và nguyên vật liệu chủ yếu được nhập khẩu nên mặc dù doanh thu xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu nhưng công ty vẫn có một khoản dư công nợ bằng ngoại tệ (USD). Lợi nhuận công ty sẽ bị ảnh hưởng từ lỗ chênh lệch tỷ giá nếu tỷ giá USD/VND tăng.

**Biên lợi nhuận gộp và giá bông**

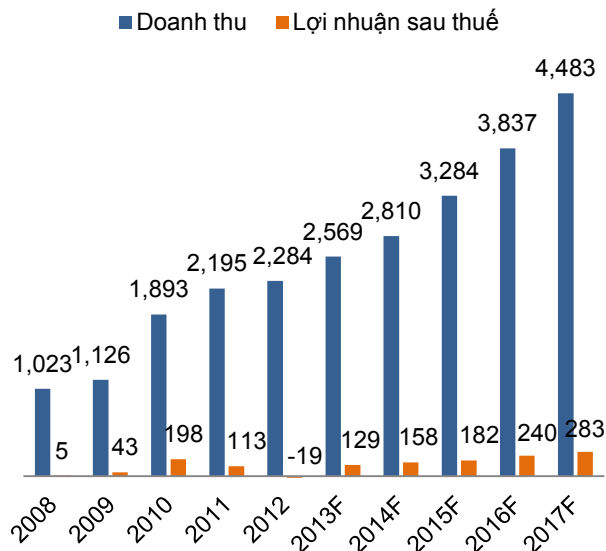


## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

### Hiệu quả kinh doanh và tốc độ tăng trưởng

#### Doanh thu

**Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)**

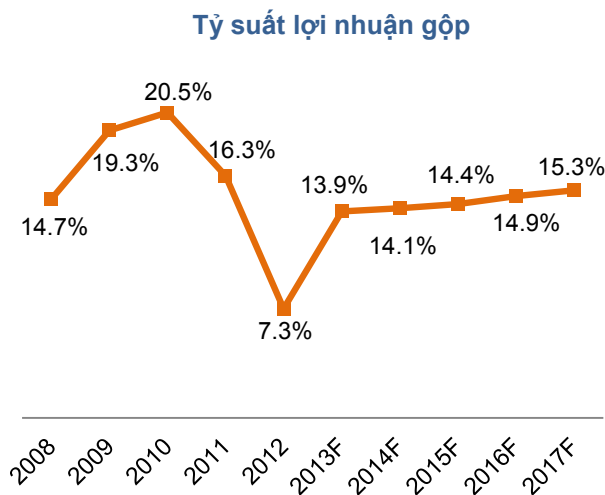


Doanh thu liên tục tăng trong giai đoạn 2008-2012 với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 24,5%/năm. Từ năm 2010, với sự tham gia điều hành của cổ đông chiến lược E-Land, hiệu quả kinh doanh và giá trị xuất khẩu của TCM đã cải thiện rõ rệt. Năm 2010, tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 68,1%; trong đó, doanh thu xuất khẩu tăng 127% so với năm 2009. Năm 2012, E-Land đã chuyển một phần các đơn hàng từ Hàn Quốc, Trung Quốc sang Việt Nam giúp tỷ trọng các đơn hàng từ E-Land tăng lên 20%; tuy nhiên xuất khẩu vào thị trường Mỹ giảm 35% do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế khiến tốc độ tăng trưởng tổng doanh thu chỉ đạt 4%. Năm 2013, 2014 tốc độ tăng trưởng doanh thu lần lượt đạt khoảng 12,5% và 9,4% theo kế hoạch của công ty.

Theo báo cáo “TPP Negotiation – Opportunities and challenges for Vietnam textile and apparel industry”, tháng 03/2013 của Amcharm Việt Nam, dự báo tăng trưởng xuất khẩu dệt may Việt Nam trong giai đoạn 2015-2019 và giai đoạn 2020-2022 lần lượt đạt 15,2%/năm và 10,1%/năm. Theo Quyết định số 36/2008/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam đạt 15%/năm trong giai đoạn 2011-2020. Dựa vào những cơ sở này và tương quan xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam và doanh nghiệp TCM trong quá khứ. Chúng tôi dự phóng hoạt động dệt may của công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng 16,5%-17%/năm trong giai đoạn 2015-2019 với động lực chính từ: 1) Hiệp định TPP được thông qua giúp tăng giá trị xuất khẩu vào thị trường các nước TPP, đặc biệt là Hoa Kỳ; 2) Các dự án nâng cao công suất của nhà máy may, đan và nhuộm; 3) Gia tăng các đơn hàng từ E-Land. Tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại và đạt khoảng 11%/năm trong giai đoạn 2020-2022.

Theo báo cáo “Global connections report”, tháng 10/2013 của HSBC, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu Việt Nam trong dài hạn đạt khoảng 5%/năm. Dựa vào tương quan giá trị xuất khẩu dệt may và tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong quá khứ, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng giá trị xuất khẩu dệt may trong dài hạn khoảng 4,4%/năm. Đây cũng là tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty trong dài hạn.

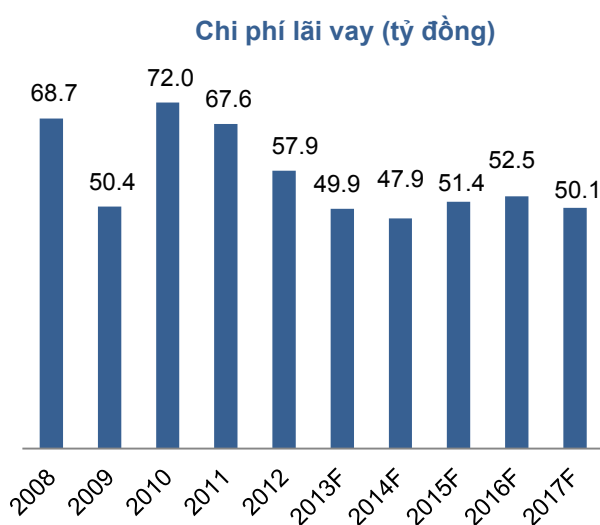
### Lợi nhuận gộp



Trong giai đoạn 2009-2013, biên lợi nhuận gộp chủ yếu phụ thuộc vào sự biến động giá bông. Năm 2009, 2010 biên lợi nhuận gộp lần lượt đạt 19,3% và 20,5% do giá bông thấp; tương ứng khoảng 1,52 USD/kg và 1,85 USD/kg. Do công ty mua bông theo phương thức 80% trên thị trường giao sau và 20% trên thị trường giao ngay nên biên lợi nhuận gộp sẽ phản ánh giá bông của năm trước. Năm 2012, lợi nhuận gộp chỉ đạt 7,3% do lượng bông giá rất cao được mua từ thị trường giao sau trong năm 2011. Năm 2013, công ty đã thay đổi phương thức mua bông với tỷ lệ 70% trên thị trường giao ngay và 30% trên thị trường giao sau. Đến hết Q2/2013, công ty đã tiêu thụ xong lượng bông giá cao năm 2011, biên lợi nhuận gộp năm 2013 vì vậy đã cải thiện đáng kể so với năm 2012 và đạt khoảng 13,9%. Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp trong năm 2014 đạt khoảng 14,1%.

Từ năm 2015, lợi nhuận gộp dự phóng tăng khoảng 20%/năm tương ứng với tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận gộp tăng khoảng 2,5%-3,5%/năm do sự thay đổi của những yếu tố chính sau: 1) Sự biến động giá bông. Theo dự báo của World Bank, giá bông sẽ tăng với tỷ lệ khoảng 1%-2%/năm trong những năm đến; 2) Thay đổi cơ cấu doanh thu 3 nhóm sợi, vải, thành phẩm theo hướng tăng tỷ trọng nhóm thành phẩm trong tổng doanh thu giúp biên lợi nhuận gộp tăng lên tương ứng. 3) Hiện tại, doanh thu xuất khẩu vào thị trường Mỹ chiếm khoảng 30% tổng doanh thu xuất khẩu của TCM. Hiệp định TPP được thông qua sẽ giúp thuế nhập khẩu tại thị trường Mỹ giảm từ khoảng 17% về 0%.

### Hoạt động tài chính



Doanh thu tài chính chủ yếu từ lãi tiền gửi kỳ hạn 3 tháng và cổ tức từ các khoản đầu tư tài chính dài hạn. TCM hiện đang nắm cổ phần tại một số doanh nghiệp dệt may khác như Dệt Việt Thắng, Dệt may Thắng Lợi, Dệt may Huế,... với giá trị đầu tư chỉ 5,4 tỷ đồng.

Lãi suất tiền gửi ngắn hạn trung bình đối với VND và USD được dự phóng ở mức 6,8%/năm và 0,25%/năm. Đây là nguồn doanh thu tài chính chủ yếu trong những năm tới.

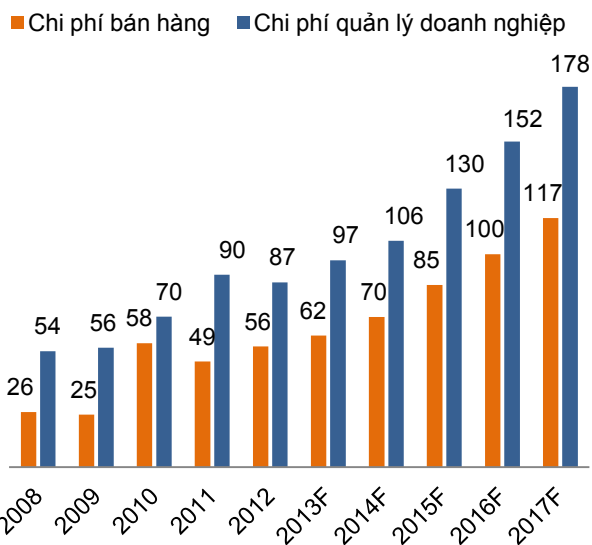
Chi phí tài chính chủ yếu phát sinh từ chi phí lãi vay và lỗ do chênh lệch tỷ giá. Giá trị các khoản vay ngắn hạn tại thời điểm 30/09/2013 là 656 tỷ đồng, chủ yếu bằng USD với lãi suất trung bình khoảng 3,5%-4%/năm. Các khoản vay dài hạn chủ yếu gồm khoản vay 148 tỷ VND (vay bằng USD) từ E-Land với lãi suất thấp 0,78%-0,99%/năm và khoản vay 112,7 tỷ

VND với lãi suất khoảng 12%-12,5%/năm.

Tỷ trọng chi phí lãi vay trên doanh thu liên tục giảm trong giai đoạn 2008-2012 và được dự phóng giảm trong những năm tới do lượng tiền mặt và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định và công ty tiếp tục được hưởng mức lãi suất thấp từ vay USD và vay từ E-Land.

Giả định trong những năm tới, tỷ giá trượt 2%/năm dựa theo dự báo của HSBC và EIU (tổ chức nghiên cứu kinh tế độc lập của Anh) và chỉ điều chỉnh 1 lần trong năm.

### Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (tỷ đồng)



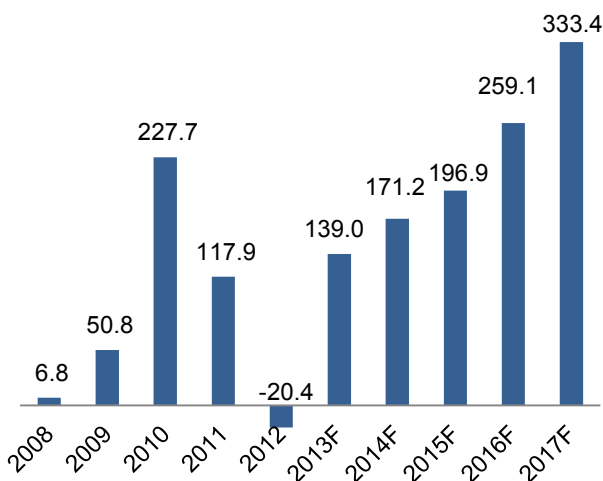
### Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu tương đối ổn định trong giai đoạn 2008-2012. Năm 2010, tỷ trọng này đạt mức cao nhất là 3% do công ty mở rộng các hoạt động bán hàng và xuất khẩu.

Tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu trong giai đoạn 2010-2012 ổn định và thấp hơn so với giai đoạn 2008-2009 do E-Land bắt đầu tham gia điều hành từ năm 2010 đã nâng cao hiệu quả quản lý và cắt giảm chi phí quản lý doanh nghiệp.

Ước tính tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu những năm tới tương đương trong giai đoạn 2008-2012 là 2,6% và tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu những năm tới tương đương trong giai đoạn 2010-2012 là 3,97%.

### Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)



### Lợi nhuận

Lợi nhuận trước thuế trong giai đoạn 2008-2012 không ổn định do doanh thu, biên lợi nhuận gộp và lãi/(lỗ) từ hoạt động tài chính biến động mạnh. Tỷ trọng lợi nhuận trước thuế trên doanh thu sẽ tăng trong những năm tới do tỷ lệ biên lợi nhuận gộp tăng và chi phí tài chính giảm.

Công ty được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp 7,5% đến năm 2016 và 15% giai đoạn 2017-2022 cho các hoạt động chính từ việc chuyển đổi mô hình từ công ty Nhà nước sang công ty cổ phần năm 2006. Về dài hạn, công ty chịu mức thuế suất 20%. Lợi nhuận sau thuế năm 2013 và 2014 ước đạt 128 tỷ đồng và 158 tỷ đồng, tương ứng với biên lợi nhuận thuần 5% và 5,6%.

### Kết quả hoạt động kinh doanh dự phóng cho giai đoạn 2013 – 2017

Đơn vị: triệu đồng

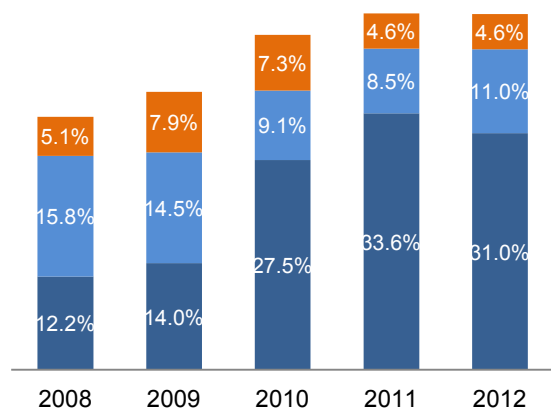
Chỉ tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	2.283.501	2.568.939	2.810.419	3.283.769	3.836.844	4.483.072

Lợi nhuận gộp	167.439	357.082	396.269	472.381	572.801	686.093
Lãi/(lỗ) hoạt động tài chính	3.477	(17.400)	(5.272)	(12.670)	(13.498)	(12.430)
Chi phí bán hàng	56.492	61.664	70.271	85.391	99.773	116.577
Chi phí quản lý doanh nghiệp	86.578	96.919	106.029	130.455	152.427	178.100
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	37.427	188.927	219.173	248.342	311.580	383.462
Lợi nhuận trước thuế	(20.429)	139.029	171.248	196.935	259.087	333.377
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	(20.160)	128.153	157.851	181.529	238.819	282.382
EPS (VNĐ)	-451	2.610	3.215	3.697	3.924	3.774

## Tình hình tài chính

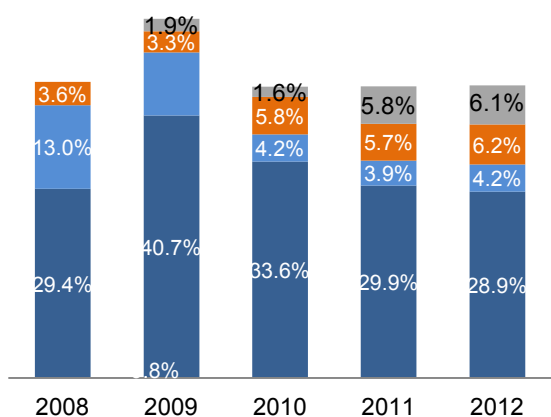
### Cơ cấu thành phần/tổng tài sản

■ Hàng tồn kho ■ Khoản phải thu ■ Tiền và tương đương tiền



### Cơ cấu thành phần/tổng tài sản

■ TSCĐ hữu hình ■ TSCĐ vô hình  
■ Đầu tư dài hạn ■ BĐS đầu tư



### Cơ cấu tài sản

Trong cơ cấu tài sản 3 năm gần nhất, tài sản ngắn hạn thường chiếm tỷ trọng ổn định khoảng 48%-48,5% tổng tài sản. Giá trị hàng tồn kho hiện tại là 544 tỷ đồng. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là nguyên liệu và thành phẩm với 38,3% và 34%. Công ty đã có số lượng đơn hàng ổn định cho quý đầu năm 2014.

Giá trị các khoản phải thu tại thời điểm 30/09/2013 là 166 tỷ đồng. TCM không có rủi ro trọng yếu đối với các khoản phải thu vì khách hàng hoạt động trong nhiều ngành khác nhau và phân bổ ở các khu vực địa lý khác nhau. Vòng quay khoản phải thu của TCM là 11,7 vòng/năm đảm bảo công ty có thể thu hồi các khoản phải thu trong thời gian ngắn 31 ngày so với trung bình ngành là 37 ngày.

Công ty có sự đầu tư đáng kể vào tài sản cố định trong giai đoạn 2008-2009 với khoảng 500 tỷ đồng và không đầu tư đáng kể trong giai đoạn 2010-2012. Giá trị còn lại tài sản cố định hữu hình tại thời điểm 30/09/2013 là 567 tỷ đồng. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tài sản cố định là máy móc, thiết bị và nhà cửa với tỷ lệ tương ứng 61,2% và 30,5%.

Giá trị bất động sản đầu tư tại thời điểm 30/09/2013 là 119 tỷ đồng, gồm 110 tỷ đồng quyền sử dụng đất và 9 tỷ đồng nhà cửa, vật kiến trúc. Hiện tại, công ty đang có 4 dự án bất động sản sẽ được triển khai trong trung và dài hạn khi thị trường bất động sản hồi phục.

Dự án	Kế hoạch	Vị trí	Diện tích	Tiến độ
TC1	Khu dân cư (căn hộ)	Q. Tân Phú, TP. HCM	9.898 m <sup>2</sup>	Giai đoạn thủ tục xây dựng
TC2	Khu phức hợp	Q. Tân Phú, TP. HCM	66.478 m <sup>2</sup>	Giai đoạn lập kế hoạch
TC3	Khu dân cư và thương mại	Q4, TP. HCM	13.178 m <sup>2</sup>	Đã ký hợp đồng hợp tác kinh doanh
Phan Thiết	Khu du lịch biển	Phan Thiết	102.000 m <sup>2</sup>	Giai đoạn lập kế hoạch và bồi thường

TCM đang đầu tư vào 2 công ty con và 4 công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực y tế, chứng khoán, bất động sản, vật liệu xây dựng, giải trí,... với tổng giá trị đầu tư tại thời điểm 30/09/2013 là 147 tỷ đồng. Tuy nhiên, hiện chỉ có khoản đầu tư vào CTCP Trung tâm Y Khoa Thành Công (TCM góp 13,9 tỷ đồng, tương ứng 70% vốn điều lệ) đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận hợp nhất hằng năm của công ty mẹ. Năm 2012, doanh thu và lợi nhuận thuần công ty này lần lượt đạt 34 tỷ đồng và 3,1 tỷ đồng.

### Cơ cấu nguồn vốn

Tỷ trọng tổng nợ trên tổng tài sản năm 2012 là 68%, mức cao nhất trong 4 năm gần nhất do tình hình hoạt động kinh doanh năm 2012 không khả quan nên công ty tăng vay nợ ngắn hạn để bổ sung nhu cầu vốn lưu động. Tại thời điểm 30/09/2013, tỷ trọng này là 66,7% do công ty giảm các khoản phải trả trong 9T đầu năm 2013.

Giá trị các khoản phải trả tại thời điểm 30/09/2013 là 121 tỷ đồng, giảm 50 tỷ đồng so với thời điểm cuối năm 2012. Năm 2012, số vòng quay khoản phải trả đạt 13 vòng, tương ứng với 28 ngày. Đây là mức thấp nhất trong 5 năm gần nhất do áp lực phải trả từ các nhà cung cấp tăng lên.

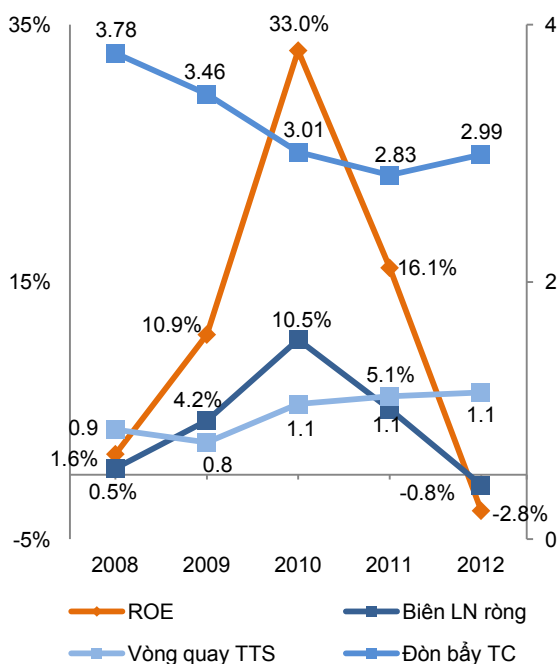
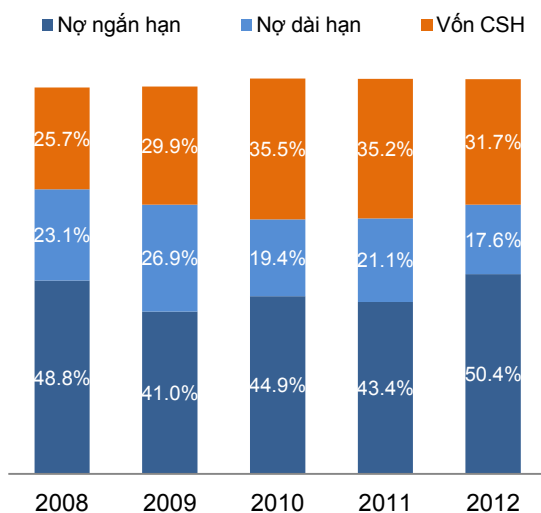
Vay ngắn hạn liên tục tăng trong giai đoạn 2010-Q3/2013 và đạt 656 tỷ đồng tại thời điểm 30/09/2013, chiếm 34% tổng nguồn vốn. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong vay ngắn hạn là khoản vay 315 tỷ đồng từ Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam.

Vay dài hạn có xu hướng giảm dần từ năm 2009 và đạt 303 tỷ đồng tại thời điểm 30/09/2013. Đáng chú ý là khoản vay 148 tỷ VND (vay bằng USD) từ E-Land với lãi suất thấp 0,78%-0,99%/năm.

### ROE và phân tích Dupont

ROE biến động mạnh qua các năm chủ yếu do sự thay đổi của biên lợi nhuận ròng. Vòng quay tổng tài sản tương đối ổn định qua các năm. Năm 2008, ROE đạt mức thấp là 1,6% do biên lợi nhuận ròng chỉ đạt 0,5%. Điều này được giải thích do chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí lãi vay cao do cổ đông chiến lược E-Land chưa tham gia điều hành và công ty chưa được hưởng các ưu đãi vay USD với lãi suất thấp. ROE đạt mức cao nhất 33,2% năm 2010 do giá bông trong 2 năm 2009, 2010 ở mức thấp và khoản doanh thu tài chính 45 tỷ đồng từ việc bán các khoản đầu tư dài hạn. Năm 2012, biên lợi nhuận ròng âm 0,8% do lượng bông giá cao mua từ hợp đồng giao sau trong năm 2011.

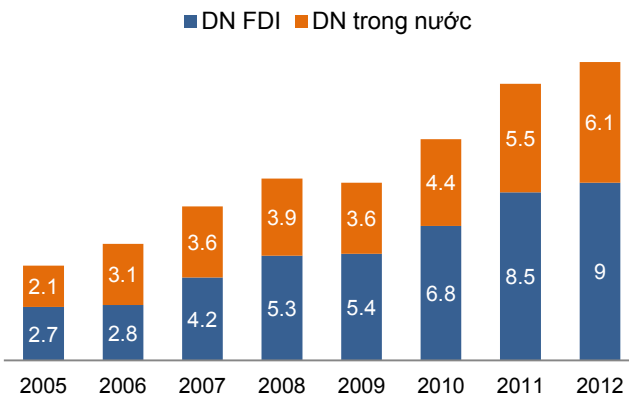
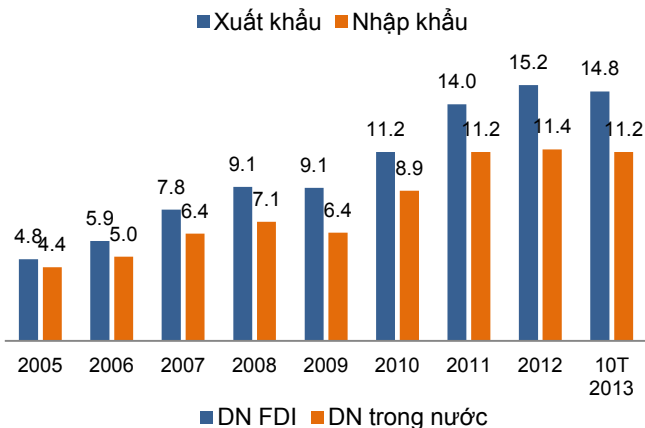
**Cơ cấu thành phần/tổng tài sản**



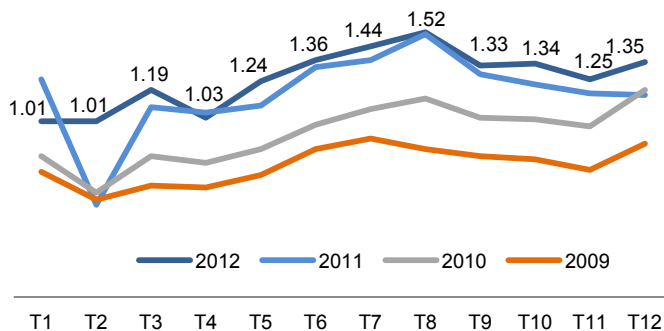
## PHỤ LỤC

### TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY

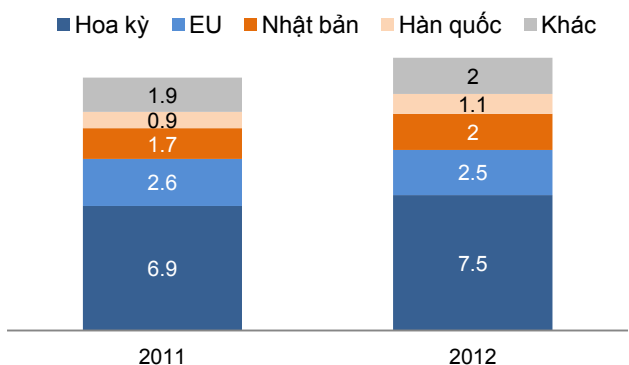
**Giá trị xuất khẩu và nhập khẩu ngành dệt may**



**Giá trị xuất khẩu dệt may theo tháng**



**Các thị trường xuất khẩu chính (tỷ đồng)**



### Thực trạng ngành dệt may

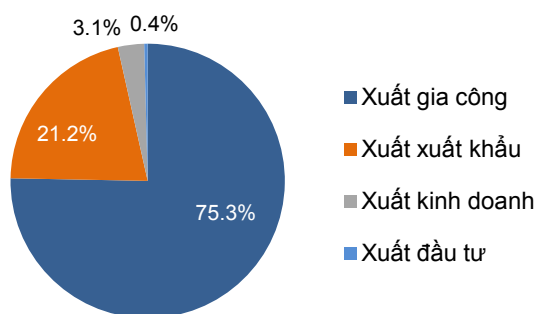
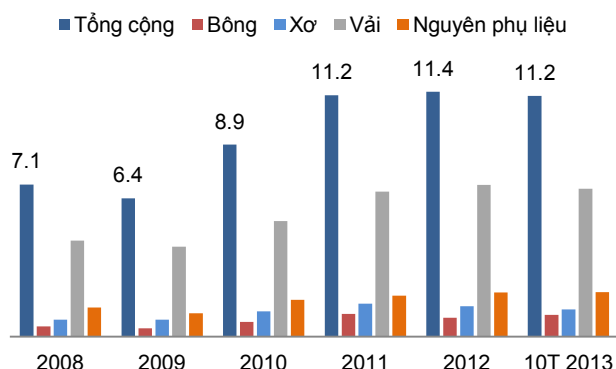
Theo Hiệp hội dệt may Việt Nam (VITAS), Việt Nam đang là nước xuất khẩu dệt may lớn thứ năm thế giới. Dệt may là ngành kinh tế mũi nhọn, nằm trong топ đầu cả nước về kim ngạch xuất khẩu, với gần 4.000 doanh nghiệp, tập trung chủ yếu ở khu vực Đông Nam Bộ (58%) và đồng bằng sông Hồng (27%), thu hút 2,5 triệu lao động. Năm 2012, ngành dệt may đạt doanh thu gần 20 tỷ USD, chiếm khoảng 15% GDP cả nước. 10 tháng đầu năm 2013, giá trị xuất khẩu ngành dệt may đạt 14,8 tỷ USD, tăng 18,5% so với cùng kỳ năm 2012.

Xuất khẩu hàng dệt may của các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) đạt kim ngạch cao hơn các doanh nghiệp trong nước. Năm 2005, xuất khẩu dệt may của doanh nghiệp FDI chỉ đạt 2,14 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 44% trong tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may cả nước. Kể từ năm 2007, xuất khẩu nhóm hàng này của doanh nghiệp FDI liên tục tăng và chính thức vượt doanh nghiệp trong nước. Năm 2012, kim ngạch xuất khẩu của doanh nghiệp FDI đạt 9,02 tỷ USD, tăng 6% so với năm trước và chiếm tỷ trọng 59,8% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may. Giá trị xuất khẩu của doanh nghiệp trong nước đạt 6,1 tỷ USD, thấp hơn 2,9 tỷ USD so với doanh nghiệp FDI.

Năm 2012, Hoa Kỳ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc là 4 đối tác nhập khẩu hàng dệt may lớn nhất của Việt Nam. Tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may sang 4 thị trường này đạt 12,96 tỷ USD, chiếm 86% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của cả nước.

Trong 4 thị trường nhập khẩu chính hàng dệt may Việt Nam, EU là thị trường duy nhất có mức suy giảm nhẹ trong năm 2012, đạt 2,5 tỷ USD, giảm 3,8% so với năm 2011. Thị trường Hoa Kỳ (7,5 tỷ USD), Nhật Bản (2 tỷ USD) và Hàn Quốc (1,1 tỷ USD) đều có mức tăng cao hơn mức tăng chung (7,5%) của nhóm hàng này, lần lượt là 8,7%, 22,2% và 17,6%.

Hoa Kỳ là thị trường dẫn đầu về nhập khẩu hàng dệt may của Việt Nam với kim ngạch đạt 7,46 tỷ USD năm 2012, chiếm 49,4% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may cả nước. Đồng thời, trong số các nhóm hàng của Việt Nam xuất sang thị trường Hoa Kỳ thì hàng dệt may dẫn đầu với tỷ trọng chiếm 37,9% tổng kim ngạch xuất khẩu.

**Tỷ trọng xuất khẩu theo các loại hình**

**Cơ cấu nhập khẩu 2008 - 10T/2013**

**Nhập khẩu nguyên liệu ngành may mặc**


*Giá trị xuất khẩu dệt may vào Hoa Kỳ sẽ đạt 17 tỷ USD năm 2020 và 30 tỷ USD năm 2025 với triển vọng từ Hiệp định TPP.*

Theo số liệu thống kê của Văn phòng Dệt may Mỹ (OTEXA), năm 2012 thị phần hàng dệt may Việt Nam tại Hoa Kỳ chiếm khoảng 7,6%. Năm 2012, nhập khẩu hàng dệt may của Hoa Kỳ từ tất cả các nước trên thế giới giảm nhẹ 0,4% nhưng nhập khẩu nhóm hàng này từ Việt Nam vẫn tăng hơn 8% so với năm trước.

Từ nhiều năm qua, hàng dệt may của Việt Nam xuất khẩu chủ yếu theo hình thức gia công cho nước ngoài và xuất hàng sản xuất từ nguyên liệu nhập khẩu. Năm 2012, tỷ trọng hai loại hình này chiếm hơn 96% trong tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của cả nước; trong đó, xuất gia công chiếm 75,3%, xuất sản xuất xuất khẩu chiếm 21,2%.

Năm 2012 cả nước có 5,1 triệu cọc sợi, hàng năm sử dụng khoảng 820 ngàn tấn nguyên liệu (bông tự nhiên chiếm 420 ngàn tấn, xơ các loại chiếm 400 ngàn tấn). Việt Nam phải nhập khẩu 415 ngàn tấn bông (chiếm 99%), sản lượng trong nước chỉ đáp ứng 1%, tương đương 5.000 tấn. Về xơ các loại thì nhập khẩu 220 ngàn tấn, chiếm 54%. Năm 2012, các doanh nghiệp may Việt Nam sử dụng khoảng 6,8 tỷ mét vải, tổng lượng vải sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 0,8 tỷ mét. Các doanh nghiệp phải nhập khẩu 6 tỷ mét vải, tương ứng 88%.

Ngành dệt may Việt Nam chủ yếu nhập khẩu nguyên liệu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan (các nước bên ngoài TPP) để gia công hàng xuất khẩu. Nếu không chuyển đổi vùng nguyên liệu, hàng xuất khẩu của Việt Nam sẽ không được hưởng ưu đãi thuế quan khi xuất vào thị trường Hoa Kỳ.

**Triển vọng ngành**

Năm 2012, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may sang Hoa Kỳ đạt 7,5 tỷ USD. Trung bình mỗi năm Hoa Kỳ nhập khoảng 100 tỷ USD các sản phẩm may mặc nên đây vẫn là thị trường lớn cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam. Việt Nam hiện xuất sang Hoa Kỳ khoảng 1.000 dòng sản phẩm dệt may với thuế suất bình quân 17% - 18%. Hiệp định TPP được kỳ vọng sẽ cắt giảm mức thuế quan này dần về 0%. Theo ông Lê Tiến Trường, Phó Chủ tịch Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), với triển vọng Hiệp định TPP, xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Hoa Kỳ có thể tăng trưởng 13%-20%/năm trong giai đoạn 2013 - 2017. Theo dự báo của Amcharm Việt Nam, giá trị xuất khẩu dệt may vào thị trường Hoa Kỳ sẽ đạt 17 tỷ USD năm 2020 và 30 tỷ USD năm 2025 nếu Hiệp định TPP được thông qua.

*Giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam vào EU tăng trưởng trung bình 6%/năm khi FTA EU - Việt Nam được ký kết.*

*FTA Việt Nam – Nhật Bản và chính sách giảm nhập khẩu từ Trung Quốc của Nhật Bản là cơ hội cho hàng dệt may Việt Nam.*

Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam vào thị trường EU năm 2012 đạt khoảng 2,5 tỷ USD. Mỗi năm EU nhập khoảng 250 tỷ USD các sản phẩm may mặc. Mức thuế suất hiện tại EU áp dụng cho hàng dệt may vẫn tương đối cao, trung bình khoảng 9,6%. Thông qua FTA EU - Việt Nam, khả năng EU miễn trừ thuế quan đối với hầu hết các hoạt động thương mại sẽ giúp mang lại lợi thế cho dệt may Việt Nam so với các đối thủ cạnh tranh xuất khẩu vào thị trường EU. Giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam vào EU tăng trưởng trung bình 6%/năm khi FTA dự kiến được ký kết vào cuối năm 2014 và có hiệu lực vào năm 2015 (theo nghiên cứu của Dự án Hỗ trợ Thương mại Đa biên EU-Việt Nam giai đoạn III).

Nhật Bản cũng là thị trường lớn và có nhiều cơ hội đối với sản phẩm dệt may Việt Nam. Dự kiến xuất khẩu dệt may Việt Nam vào Nhật Bản năm 2013 sẽ vượt 2,4 tỷ USD (tổng kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may của Nhật Bản vào khoảng 40 tỷ USD/năm). Cơ hội cho hàng dệt may Việt Nam ở thị trường Nhật Bản là tiếp tục khai thác Hiệp định FTA Việt Nam - Nhật Bản, có hiệu lực từ năm 2009. Ngoài lợi thế được hưởng thuế suất ưu đãi từ FTA, chính sách giảm nhập khẩu từ Trung Quốc của Nhật Bản cũng là cơ hội giúp dệt may Việt Nam gia tăng mức độ thâm nhập và mở rộng vào thị trường này.

HKDK	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	2,194,774	2,283,501	2,568,939	2,810,419
- Giá vốn hàng bán	1,837,410	2,116,062	2,211,856	2,414,150
Lợi nhuận gộp	357,364	167,439	357,082	396,269
- Chi phí bán hàng	49,494	56,492	61,664	70,271
- Chi phí quản lí DN	90,066	86,578	96,919	106,029
Lợi nhuận thuần HKDK	217,804	24,369	198,499	219,968
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-41,184	3,477	-17,400	-5,272
- Lợi nhuận khác	11,125	7,828	4,477	4,477
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	185,490	37,427	188,927	219,173
- Chi phí lãi vay	67,553	57,856	49,898	47,926
Lợi nhuận trước thuế	117,937	-20,429	139,029	171,248
- Thuế TNDN	4,984	-1,543	10,427	12,844
LNST	112,953	-18,886	128,602	158,404
- Lợi ích cổ đông thiểu số	875	1,274	449	553
LNST của cổ đông CT Mẹ	112,078	-20,160	128,153	157,851
EPS (đ)	2,505	-451	2,610	3,215
EBITDA	224,438	73,365	242,469	272,673
Khấu hao	38,948	35,938	53,542	53,500
Tăng trưởng doanh thu	16.0%	4.0%	12.5%	9.4%
Tăng trưởng LN HKDK	-16.3%	-88.8%	714.6%	10.8%
Tăng trưởng EBIT	-38.1%	-79.8%	404.8%	16.0%
Tăng trưởng EPS	-45.5%	-118.0%	679.2%	23.2%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2011	2012	2013	2014
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.3%	7.3%	13.9%	14.1%
Tỷ suất LNST	5.1%	-0.8%	5.0%	5.6%
ROE DuPont	16.1%	-2.8%	19.4%	21.1%
ROA DuPont	5.7%	-0.9%	6.5%	7.7%
Tỷ suất EBIT	8.5%	1.6%	7.4%	7.8%
LNST / LNST	95.8%	92.4%	92.5%	92.5%
LNST / EBIT	63.6%	-54.6%	73.6%	78.1%
Vòng quay tổng tài sản	1.11	1.14	1.30	1.37
Đòn bẩy tài chính	2.83	2.99	2.97	2.73
ROIC	12.5%	2.4%	10.7%	13.2%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2011	2012	2013	2014
Số ngày phải thu	120.8	112.1	104.3	103.9
Số ngày tồn kho	29.1	31.2	33.7	33.5
Số ngày phải trả	38.5	27.9	27.9	27.7
Thời gian luân chuyển tiền	111.4	115.5	110.1	109.7
COGS / Hàng tồn kho	3.0	3.3	3.6	3.7
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2011	2012	2013	2014
CS thanh toán hiện hành	1.14	0.96	1.02	1.08
CS thanh toán nhanh	0.37	0.35	0.39	0.41
CS thanh toán tiền mặt	0.11	0.09	0.12	0.13
Nợ / Tài sản	0.48	0.50	0.44	0.43
Nợ / Vốn sử dụng	0.58	0.61	0.55	0.53
Nợ / Vốn CSH	1.37	1.57	1.24	1.15
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.31	0.33	0.32	0.30
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.19	0.16	0.12	0.13
Khả năng TT lãi vay	2.75	0.65	3.79	4.57
Định giá	2011	2012	2013	2014
P/E	7.9	-44.2	7.6	6.2
P/B	1.2	1.4	1.4	1.2
EV / EBITDA	8.5	25.9	7.8	7.1
Giá trị sổ sách	16,162	13,926	14,323	16,301

ĐKKT	2011	2012	2013	2014
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	94,525	90,639	119,384	130,606
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	174,784	215,953	237,098	257,846
+ Hàng tồn kho	690,125	610,214	632,175	687,348
+ Tài sản ngắn hạn khác	58,609	35,809	27,935	27,935
Tổng tài sản ngắn hạn	1,018,043	952,615	1,016,593	1,103,734
+ Nguyên giá tài sản CĐH	1,284,401	1,273,571	1,273,571	1,410,071
+ Khấu hao lũy kế	-670,946	-705,091	-756,855	-808,619
+ Giá trị còn lại tài sản CĐH	613,455	568,480	516,716	601,452
+ Đầu tư tài chính dài hạn	117,274	122,257	130,060	130,060
+ Tài sản dài hạn khác	86,192	85,533	76,020	76,020
Tổng tài sản dài hạn	1,035,301	1,013,181	955,270	1,035,889
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2,053,344</b>	<b>1,965,796</b>	<b>1,971,863</b>	<b>2,139,623</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả ngắn hạn	287,124	315,905	340,423	354,562
+ Vay và nợ ngắn hạn	598,967	667,596	638,739	640,711
+ Quỹ khen thưởng	5,633	7,889	15,578	25,049
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>891,724</b>	<b>991,390</b>	<b>994,740</b>	<b>1,020,322</b>
+ Vay và nợ dài hạn	394,400	310,175	232,631	277,138
+ Phải trả dài hạn	17,876	17,876	0	0
Nợ dài hạn	433,451	345,039	267,062	311,569
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,325,175</b>	<b>1,336,429</b>	<b>1,261,802</b>	<b>1,331,890</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	45,032	44,094	22,714	22,714
+ Vốn điều lệ	447,375	447,375	491,000	491,000
+ LN chưa phân phối	188,593	55,872	75,424	131,502
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	5,116	6,351	6,800	7,353
Vốn chủ sở hữu	723,053	623,017	703,260	800,379
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2,053,344</b>	<b>1,965,797</b>	<b>1,971,862</b>	<b>2,139,622</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2011	2012	2013	2014
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>139,337</b>	<b>94,523</b>	<b>90,641</b>	<b>119,384</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>117,937</b>	<b>-20,428</b>	<b>128,602</b>	<b>158,404</b>
+ Khấu hao	53,857	54,552	55,924	55,881
+ Điều chỉnh				
+ Thay đổi vốn lưu động	-294,176	100,513	-10,715	-61,781
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-156,621</b>	<b>100,932</b>	<b>173,811</b>	<b>152,505</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	11,928	2,547	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-99,864	-27,363	277	-136,500
+ Tăng (giảm) đầu tư	-72	-883	-7,803	0
+ Các hđ đầu tư khác	937	2,128	0	0
<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>-86,571</b>	<b>-23,571</b>	<b>1,987</b>	<b>-136,500</b>
+ Cổ tức đã trả	-35,684	-66,951	-62,466	-51,261
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	22,245	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	181,294	68,629	-28,857	1,971
+ Thay đổi nợ dài hạn	76,338	-84,225	-77,544	44,507
+ Các hoạt động TC khác	-1,280	-3,631	-433	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>198,863</b>	<b>-81,178</b>	<b>-147,055</b>	<b>-4,783</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-44,329	-3,817	28,743	11,222
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>94,523</b>	<b>90,641</b>	<b>119,384</b>	<b>130,606</b>

Đvt: Tỷ đồng

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Diễn giải về mức khuyến nghị đầu tư

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào 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.fts.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**  
Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**  
29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,  
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 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: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888