

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo lần đầu

Tháng 6, 2014

 Khuyến nghị **OUTPERFORM**

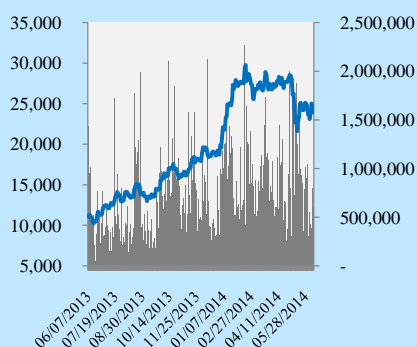
 Giá kỳ vọng (VND) **30.300**

Giá thị trường (10/6/2014) 23.900

Lợi nhuận kỳ vọng 26,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	10.200-29.700 VNĐ
Vốn hóa	1.174 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	49,099,501 cp
KLGD bình quân 10 ngày	678.322 cp
% sở hữu nước ngoài	48,98%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,18%
Beta	1,24

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	YTD	1T	3T	6T
TCM	112,8%	3,0%	-13,4%	23,8%
VN-Index	7,4%	7,1%	-4,8%	10,9%

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3914 6888 ext: 158

hathithuhang@baoviet.com.vn

CTCP DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG

Mã giao dịch: TCM

Reuters: TCM.HM

Bloomberg: TCM VN

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2014 KHẢ QUAN - CƠ HỘI BỨT PHÁ KHI TPP ĐÀM PHÁN THÀNH CÔNG

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Thay đổi chiến lược mua nguyên liệu giúp hạn chế rủi ro về giá bông.** Bông chiếm khoảng 60% giá vốn hàng bán của TCM. Giá bông tăng mạnh đã khiến TCM chịu khoản lỗ lớn trong năm 2012 do chính sách mua nguyên liệu thiên về sử dụng hợp đồng tương lai. Việc thay đổi chiến lược mua nguyên liệu hiệu quả hơn với 30% dùng hợp đồng tương lai và 70% dùng hợp đồng giao ngay đã hạn chế đáng kể rủi ro về biến động giá nguyên liệu cho công ty trong điều kiện giá bông khá ổn định ở hiện tại.
- Kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất.** Hiện nay, tất cả các nhà máy của TCM đang hoạt động 100% công suất. Do đó công ty đang tiến hành xây dựng 4 nhà máy mới, bao gồm hai nhà máy may, một nhà máy đan kim và một nhà máy nhuộm trong giai đoạn 2014-2017 với tổng vốn đầu tư ~ 30 triệu USD. Chúng tôi cho rằng, việc nâng cao năng lực sản xuất sẽ là động lực để TCM tăng trưởng doanh thu trong tương lai.
- Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện.** Chuỗi sản xuất khép kín giúp công ty chủ động nguyên liệu, thay đổi chính sách kiểm soát chi phí đầu vào cùng với các đơn hàng của Eland với tỷ suất lợi nhuận cao hơn ngày càng tăng trong tổng sản lượng may mặc của TCM sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng. Biên lợi nhuận gộp năm 2014 ước tính lên 15,7% từ 13,5% trong năm 2013.
- LNST 6T/2014 ước tăng 46,8% đạt 84,7 tỷ đồng.** TCM cho biết doanh thu 4 tháng đầu năm khoảng 862 tỷ đồng và LNST đạt khoảng 52,6 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần 6 tháng đầu năm dự kiến ở mức 1.336 tỷ đồng (+11,6% yoy) và LNST ước tính khoảng 84,7 tỷ đồng (+46,8% yoy). Doanh thu năm 2014 ước đạt 2.566 tỷ đồng (+0,4% yoy) và LNST ước đạt 182 tỷ đồng (+47%) nhờ sản lượng tăng và biên lợi nhuận cải thiện.
- Khuyến nghị đầu tư.** Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu TCM ở mức giá mục tiêu 30.300 VND/cổ phiếu dựa trên triển vọng khả quan về kết quả kinh doanh năm 2014 và cơ hội bứt phá khi hiệp định TPP đàm phán thành công. Ngoài ra, nếu dự thảo nới room được thông qua và room dành cho khối ngoại của TCM đã hết như hiện nay, cổ phiếu TCM sẽ dành được nhiều sự quan tâm từ NĐTNN. Rủi ro mà nhà đầu tư cần lưu ý là sự biến động bất thường của giá bông và việc công ty ngày càng phụ thuộc vào cổ đông lớn – đối tác E-land, song chúng tôi cho rằng TCM là doanh nghiệp có triển vọng tốt và đáng để xem xét cho danh mục đầu tư giá trị.

Chỉ tiêu	ĐVT	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	tỷ đồng	2.195	2.284	2.554	2.566
EBIT	tỷ đồng	185	37	179	234
EBITDA	tỷ đồng	239	92	235	299
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	113	(19)	124	182
EPS	đồng	2.505	(451)	2.511	3.703
Tăng trưởng EPS	%	-45%	-118%	-	47%
P/E	x	3,0	-	7,9	6,8
P/B	x	0,5	0,4	1,3	1,8

Báo cáo phân tích TCM
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	48,98%
Sở hữu khác	50,82%

CƠ ĐỒNG LỚN

E-land Asia Holdings Pte., LTD Singapore	43,32 %
---	---------

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	2.195	2.284	2.554	2.566	2.753
Giá vốn	1.837	2.116	2.209	2.163	2.300
Lợi nhuận gộp	357	167	346	403	453
Doanh thu tài chính	30	13	13	15	13
Chi phí tài chính	138	67	66	60	55
Lợi nhuận sau thuế	112	(20)	124	182	220

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	95	91	118	186	100
Các khoản phải thu ngắn hạn	175	216	194	220	236
Hàng tồn kho	690	610	613	612	724
Tài sản cố định hữu hình	703	678	697	820	755
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	117	122	133	132	132
Tổng tài sản	2.053	1.966	1.989	2.202	2.183
Nợ ngắn hạn	599	668	661	971	888
Nợ dài hạn	394	310	264	392	329
Vốn chủ sở hữu	723	623	736	838	966
Tổng nguồn vốn	2.053	1.966	1.989	2.202	2.183

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	16,0%	4,0%	11,9%	0,4%	7,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-43,8%	-118,0%	-	46,8%	21,0%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	16,3%	7,3%	13,5%	15,7%	16,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,1%	-0,9%	4,8%	7,1%	8,0%
ROA (%)	5,7%	-1,0%	6,2%	8,3%	10,0%
ROE (%)	16,0%	-3,0%	18,2%	21,7%	24,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,65	0,68	0,63	61,9%	55,8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,83	2,15	1,69	162,8%	126,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.505	-	2.511	3.703	4.482
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.162	13.926	14.956	17.030	19.634

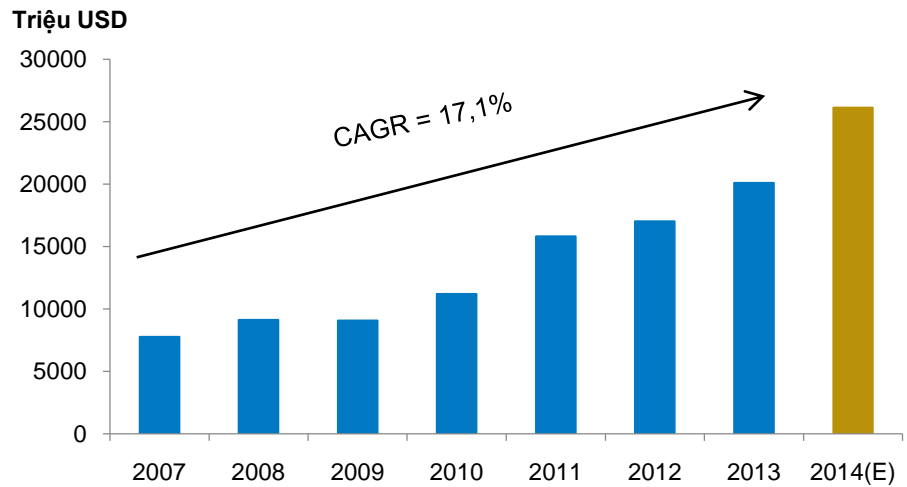
TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

Điểm Mạnh	Điểm Yếu
<ul style="list-style-type: none"> Tốc độ tăng trưởng nhanh, thị phần cải thiện. Chính phủ có chính sách ưu đãi về thuế cho doanh nghiệp đầu tư vào ngành dệt may. Số người trong độ tuổi lao động cao, chi phí nhân công rẻ. Có thể mạnh ở mảng dệt kim. Sản phẩm đáp ứng được yêu cầu khắt khe của các thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản. 	<ul style="list-style-type: none"> Năng suất lao động thấp, hiệu quả xuất khẩu và tỷ suất lợi nhuận chưa cao. Chưa chủ động được nguyên liệu đầu vào do ngành công nghiệp phụ trợ kém phát triển. Khả năng quản lý, huy động vốn và chủ động về tài chính chưa cao. Trình độ công nghệ hạn chế. Mảng thiết kế, hoạt động marketing và xây dựng thương hiệu chưa phát triển.
Cơ Hội	Thách Thức
<ul style="list-style-type: none"> Xu hướng chuyển dịch đơn hàng và dòng vốn từ Trung Quốc sang Việt Nam. Cơ hội mở rộng thị trường xuất khẩu khi TPP hoàn tất. Thị trường nội địa còn nhiều tiềm năng để khai thác Nâng cao trình độ công nghệ, kỹ thuật, kinh nghiệm quản lý từ các tập đoàn dệt may của các nước phát triển đến đầu tư tại Việt Nam 	<ul style="list-style-type: none"> Mức độ cạnh tranh ngày càng cao giữa doanh nghiệp FDI đầu tư vào Việt Nam và doanh nghiệp trong nước. Rào cản môi trường, kỹ thuật, trách nhiệm xã hội từ các thị trường lớn. Ít doanh nghiệp trong nước đáp ứng được nguyên tắc “Từ sợi trở đi”.

Tốc độ tăng trưởng ngành dệt may còn ở mức cao. Sau hơn 20 năm phát triển mạnh mẽ, hiện nay có khoảng 6.000 doanh nghiệp hoạt động trong ngành dệt may, sử dụng hơn 2,5 triệu lao động, chiếm tỷ trọng 25% so với lao động công nghiệp cả nước. Với những đóng góp này, dệt may ngày càng giữ vai trò quan trọng trong tăng trưởng của nền kinh tế.

Năm 2013, dệt may là 1 trong 2 ngành có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất (chỉ sau điện thoại di động) với giá trị 20,1 tỷ USD, tăng ~18% so với năm 2012, chiếm ~15% tổng kim ngạch xuất khẩu, đóng góp ~11% trong GDP cả nước. Trong đó, xuất khẩu hàng may mặc đạt 17,9 tỷ USD và xuất khẩu xơ, sợi, dệt, nguyên phụ liệu các loại đạt 2,2 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng CAGR của ngành trong giai đoạn 2007-2013 đạt 17,1%/năm. Theo loại hình doanh nghiệp, khối FDI liên tục có tốc độ tăng trưởng xuất khẩu dệt may cao hơn các doanh nghiệp trong nước kể từ năm 2007 đến nay. Kim ngạch xuất khẩu của doanh nghiệp FDI đạt 10,7 tỷ USD so với con số 7,3 tỷ USD của các doanh nghiệp trong nước, chiếm 59,4% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2013. 4 tháng đầu năm 2014, tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may cả nước đạt ~ 6 tỷ USD, tăng 21,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Với diễn biến khả quan từ đầu năm, dự kiến tăng trưởng toàn ngành năm 2014 có thể đạt 30%.

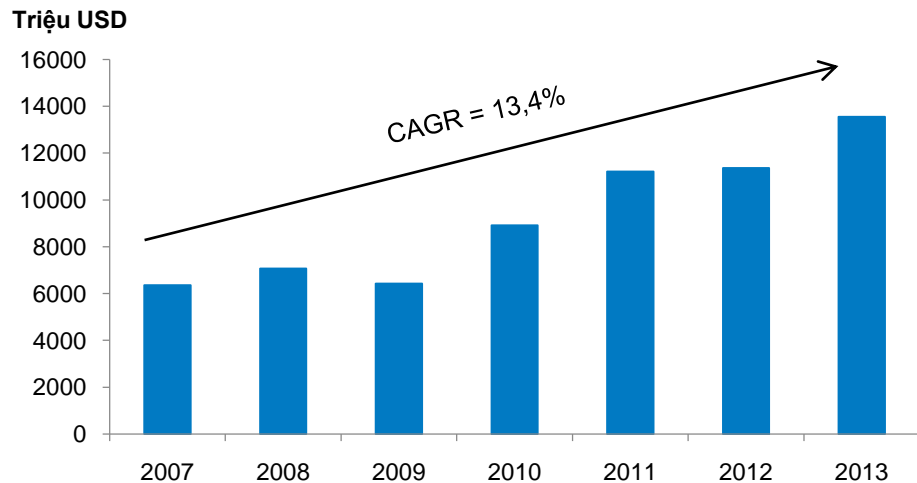
Xuất khẩu dệt may qua các năm



(Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam)

Nhằm đáp ứng nhu cầu của xuất khẩu, nhập khẩu dệt may cũng liên tục tăng trưởng qua các năm với CAGR giai đoạn 2007-2013 đạt 13,4%. Năm 2013, giá trị nhập khẩu dệt may đạt 13,5 tỷ USD, tăng 19,2% so với cùng kỳ, chiếm 10,3% tổng kim ngạch nhập khẩu Việt Nam. Trong đó, nhập khẩu vải chiếm 62%, đạt 8,3 tỷ USD và phần còn lại là bông, xơ, sợi. Tính đến hết tháng 4/2014, cả nước nhập khẩu vải ~ 2,8 tỷ USD (+18,3% yoy), bông 502 triệu USD (+29,8% yoy), xơ sợi: 479 triệu USD (+ 3,6% yoy).

Nhập khẩu dệt may qua các năm



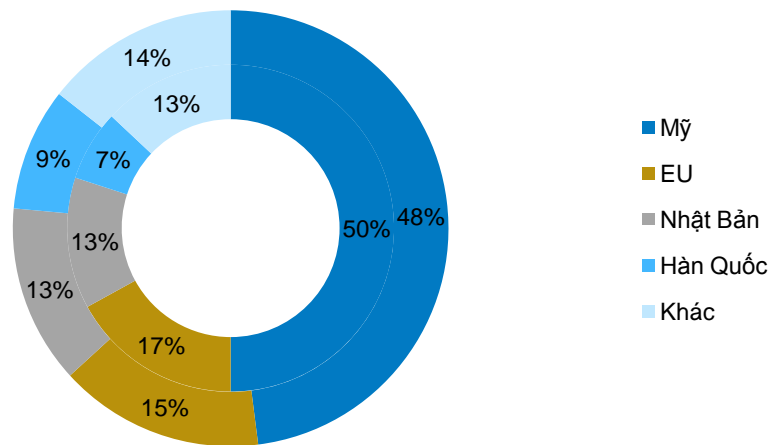
(Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam)

Thị phần xuất khẩu cải thiện. Năm 2013, tăng trưởng thị trường dệt may thế giới ở mức thấp, nhu cầu nhập khẩu của các thị trường chính như Mỹ chỉ tăng 3,6%, EU chỉ tăng 0,5%, Nhật Bản giảm 0,5% và Hàn Quốc tăng 9% nhưng dệt may Việt Nam vẫn giữ được mức tăng trưởng tốt. Cụ thể, xuất khẩu vào Mỹ đạt 8,6 tỷ USD, tăng 14,2%; EU đạt 2,7 tỷ USD, tăng 8,8%; Nhật Bản đạt 2,4 tỷ USD, tăng 20,5% và Hàn Quốc đạt 1,87 tỷ USD, tăng 44%. Xuất khẩu liên tục tăng đã đưa thị phần dệt may Việt Nam trên

toàn cầu lên ~4% năm 2013 từ 3,3% năm 2012, thuộc nhóm 5 quốc gia có quy mô xuất khẩu dệt may lớn nhất thế giới.

Mỹ và Nhật Bản vẫn là 2 thị trường truyền thống chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu thị trường xuất khẩu dệt may Việt Nam. Đây cũng là 2 quốc gia chủ chốt tham gia đàm phán TPP. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ có cơ hội lớn để gia tăng thị phần ở 2 thị trường này sau khi TPP ký kết thành công. Không chỉ vậy, dệt may Việt Nam có lợi thế cạnh tranh hơn ở thị trường Mỹ khi Trung Quốc – quốc gia chiếm thị phần xuất khẩu lớn nhất vào Mỹ không tham gia đàm phán TPP.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu dệt may chính, 2012 - 2013



(Nguồn: Bloomberg)

Lợi thế cạnh tranh không bền vững, hiệu quả xuất khẩu thấp và chưa chủ động được nguyên liệu đầu vào. Năng lực cạnh tranh của ngành dệt may Việt Nam hiện nay chủ yếu từ nguồn nhân công và giá điện thấp. Đây là những lợi thế mang tính ngắn hạn và không bền vững. Giá điện sẽ được điều chỉnh tăng dần theo lộ trình và một số cuộc biểu tình của công nhân trong thời gian gần đây có thể làm giảm lợi thế cạnh tranh của Việt Nam. Trong khi đó 90% nguyên liệu đầu vào cho sản xuất dệt may là nhập khẩu. Biến động của giá bông hay rủi ro về thời gian và chất lượng nguyên phụ liệu trong quá trình vận chuyển sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng sản phẩm và doanh nghiệp khó chủ động được thời gian giao hàng. Hiệu quả xuất khẩu của ngành dệt may vẫn còn thấp, chủ yếu là gia công với tỷ lệ xuất khẩu theo phương thức CMT chiếm đến 65%, xuất khẩu theo FOB trên 30% và xuất khẩu theo ODM chỉ chiếm dưới 5%. Chính vì vậy, giá trị gia tăng của sản phẩm còn thấp so với kim ngạch xuất khẩu, tỷ suất lợi nhuận chưa cao khoảng 5-10%.

Tiềm năng tăng trưởng khả quan sau khi TPP đàm phán thành công. Ngành dệt may toàn cầu dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR 5%/năm. Xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì nhờ lợi thế nhân công rẻ. Do vậy, các doanh nghiệp trong nước sẽ có cơ hội để tăng doanh thu và mở rộng thị

trường xuất khẩu. Bên cạnh đó, nếu TPP đàm phán thành công Việt Nam sẽ được hưởng lợi lớn về mức thuế suất đối với các thị trường trong khối. Đặc biệt, xuất khẩu vào thị trường Mỹ - thị trường lớn nhất thuộc TPP - sẽ tăng mạnh khi thuế suất được hạ từ mức trung bình 17% về 0%. Điều này giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp dệt may. Ngoài ra, TPP sẽ giúp Việt Nam thu hút dòng vốn FDI đầu tư vào ngành sản xuất nguyên phụ liệu dệt may - mắt xích yếu của ngành dệt may Việt Nam – nhằm đáp ứng đầu vào cho các doanh nghiệp và quy tắc “Tự sợi trở đi” của TPP. Theo đó, chúng tôi cho rằng, dệt may Việt Nam còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng khi TPP đàm phán thành công trong tương lai. Tuy nhiên, đây cũng là thách thức đối với các doanh nghiệp dệt may trong nước khi mà mức độ cạnh tranh từ khối FDI là khá lớn.

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

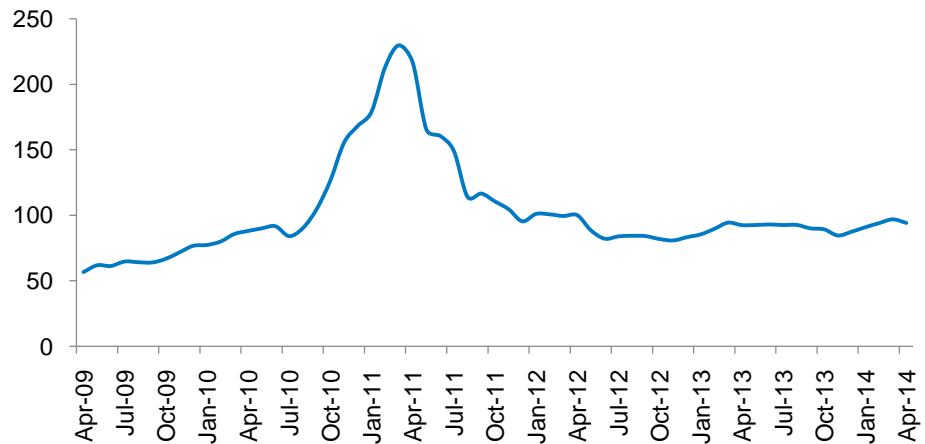
Trong số 8 doanh nghiệp dệt may niêm yết trên 2 sàn giao dịch, chúng tôi nhận thấy TCM là doanh nghiệp duy nhất có chuỗi sản xuất khép kín, xuất khẩu phần lớn sang Mỹ và đáp ứng yêu cầu xuất xứ “Từ sợi trở đi” của TPP.

Mã CP	LNST (Tỷ VND)	VHTT (Tỷ VND)	Giá	P/E*	P/B	ROE	ROA	NPM	GPM	Nợ vay/ VCSH
TCM	124	1.188	24.200	9,63	1,48	19,8%	7,0%	5,2%	13,9%	125,7%
EVE	85	671	24.400	7,46	0,87	10,2%	8,5%	10,2%	35,2%	0,2%
GIL	66	331	24.000	9,47	1,01	20,5%	7,2%	6,0%	13,5%	101,2%
GMC	57	327	30.900	6,51	1,50	28,8%	9,4%	3,9%	14,0%	100,7%
KMR	20	203	5.900	8,47	0,40	5,0%	3,6%	6,4%	19,5%	22,8%
NPS	3	31	14.100	6,80	0,75	9,1%	4,3%	7,1%	21,9%	22,0%
TNG	25	180	13.400	3,61	0,77	11,6%	2,3%	2,0%	19,8%	298,2%
TET	4	96	15.500	13,55	1,30	3,9%	3,1%	5,1%	36,1%	0,0%

(Nguồn: BVSC tính toán dựa trên BCTC công ty; EPS theo kế hoạch 2014)

Thay đổi chiến lược mua nguyên liệu giúp hạn chế rủi ro về giá bông. TCM nhập khẩu bông từ Mỹ (khoảng 50-55% nhu cầu nguyên liệu) và một số nước khác sau đó dệt thành sợi. Sợi được xuất khẩu một phần và phần còn lại dùng để dệt thành vải. Khoảng 20% số vải được bán cho các công ty cùng ngành và 80% được sử dụng để sản xuất hàng may mặc. Hàng may mặc được mang đi xuất khẩu 90% và 10% bán ở thị trường nội địa. Như vậy, TCM có thể chủ động 100% nguyên liệu đầu vào từ khâu sợi, vải, may mặc nhưng 100% bông phải nhập khẩu. Bông chiếm khoảng 60% giá vốn hàng bán của TCM. Năm 2012, TCM áp dụng chính sách mua nguyên liệu với tỷ trọng 70% dùng hợp đồng tương lai và 30% dùng hợp đồng giao ngay. Giá bông tăng mạnh đã khiến TCM chịu khoản lỗ lớn trong năm này. Sau đó TCM đã thay đổi chiến lược mua nguyên liệu phù hợp hơn với 30% dùng hợp đồng tương lai và 70% dùng hợp đồng giao ngay. Điều này đã hạn chế đáng kể rủi ro về biến động giá nguyên liệu cho công ty trong điều kiện giá bông khá ổn định ở hiện tại.

Diễn biến giá bông giao ngay thị trường Mỹ (USD cent/lb)



(Nguồn: Indexmundi)

Đầu tư mở rộng sản xuất để tăng trưởng doanh thu. Trong khi đa số các doanh nghiệp cùng ngành chủ yếu hoạt động ở khâu may mặc và phải nhập khẩu vải nguyên liệu thì TCM đã xây dựng được dây chuyền sản xuất khép kín, chủ động nguyên liệu từ khâu sợi cho đến khâu may mặc với công suất các nhà máy như sau:



(Nguồn: TCM)

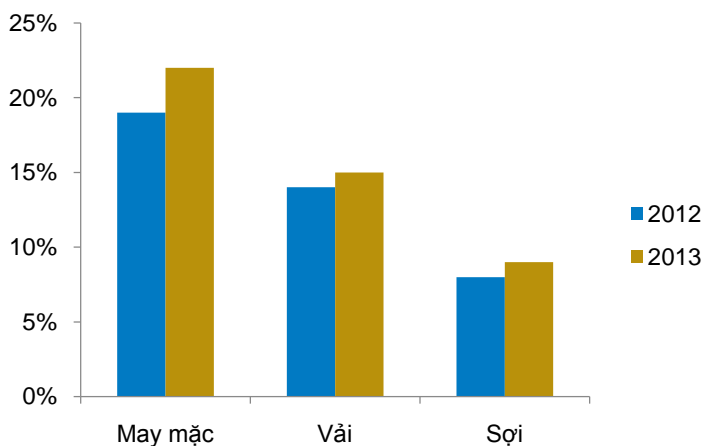
Hiện nay, tất cả các nhà máy của TCM đang hoạt động 100% công suất. Để đáp ứng nhu cầu đơn hàng, năm 2013 TCM phải thuê may ngoài thêm 3 triệu sản phẩm/năm. Do đó công ty đang tiến hành xây dựng 2 nhà máy may để tăng doanh thu ở khâu này. Vốn đầu tư cho 2 nhà máy ~ 7 triệu USD, công suất thiết kế 6-8 triệu sản phẩm/năm, sử dụng ~1.500 công nhân dự kiến đi vào hoạt động cuối năm 2014. Ngoài ra, để tăng năng suất nhuộm, TCM đã đầu tư mới 10 máy nhuộm vào đầu năm 2014. Tiếp theo sau, TCM sẽ xây dựng nhà máy đan kim (vốn đầu tư ~ 9-10 triệu USD), và nhà máy nhuộm (vốn đầu tư ~ 13 triệu USD), dự kiến đi vào hoạt động lần lượt vào cuối năm 2016 và 2017. Chúng tôi cho rằng, việc nâng cao năng lực sản xuất sẽ là động lực để TCM tăng trưởng doanh thu trong tương lai.

Tỷ trọng doanh thu tăng ở sản phẩm có biên lợi nhuận cao. TCM đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu kép giai đoạn 2007-2013 ~16%/năm. 90% doanh thu của TCM đến từ xuất khẩu và phần còn lại là tiêu thụ trong nước. Đóng góp nhiều nhất trong doanh thu là hàng may mặc với tỷ trọng 50%, sợi và vải chiếm lần lượt 40% và 10%. Trong

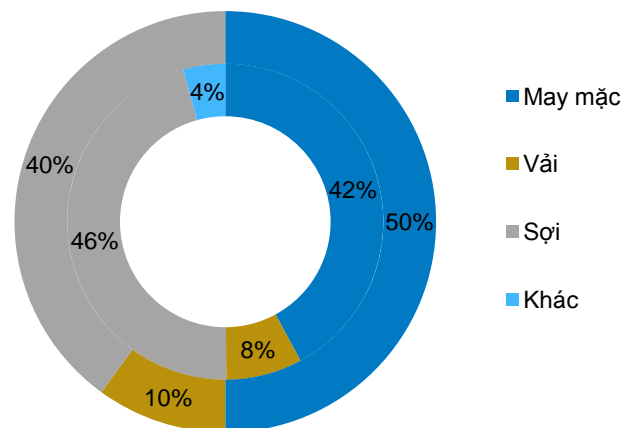
Báo cáo phân tích TCM

đó, may mặc là mảng có biên lợi nhuận cao nhất. Dự kiến hai nhà máy may mới đi vào hoạt động, công suất may sẽ tăng khoảng 20-30% so với công suất may hiện tại sẽ giúp tỷ suất lợi nhuận phân khúc may tiếp tục tăng trưởng. Ngoài ra, các đơn hàng từ Eland với biên lợi nhuận cao hơn ngày càng tăng trong tổng sản lượng may mặc của TCM cũng sẽ tác động tích cực tới lợi nhuận của công ty trong tương lai.

Biên lợi nhuận gộp các sản phẩm 2012-2013



Tỷ trọng doanh thu các sản phẩm chính năm 2012 - 2013



(Nguồn: TCM)

Hỗ trợ từ đối tác chiến lược Eland. Tập đoàn Asia Eland Singapore thuộc tập đoàn Eland Hàn Quốc là một trong những nhà phân phối thời trang và bán lẻ hàng đầu của Hàn Quốc tại các thị trường Mỹ, Châu Âu, Hàn Quốc, Trung Quốc, Ấn Độ, Sri Lanka... Hoạt động kinh doanh của TCM đã có những thay đổi tích cực kể từ khi Eland là cổ đông chiến lược và trực tiếp tham gia điều hành công ty từ năm 2008. Hiện tại, Eland nắm 43,3% cổ phiếu của TCM. Cam kết hợp tác lâu dài của Eland sẽ giúp TCM nhận được hỗ trợ về vốn, công nghệ, trình độ quản lý, các đơn hàng. Tuy nhiên, điều này cũng cho thấy sự phụ thuộc vào cổ đông lớn ngày càng nhiều.

Cơ cấu cổ đông



(Nguồn: TCM)

Hấp dẫn khối ngoại khi dự thảo nới room được thông qua. Hiện tại room dành cho khối ngoại của TCM đã hết gần hết. Với ngành nghề kinh doanh được hưởng lợi nhiều nhất từ hiệp định TPP, cổ phiếu TCM có khả năng sẽ dành được nhiều sự quan tâm từ nhà đầu tư nước ngoài khi dự thảo nới room được thông qua.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2014

Lợi nhuận quý 1/2014 tăng trưởng mạnh. Kết thúc Q1/2014, TCM ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng. Lợi nhuận gộp tăng 35% so với cùng kỳ và chi phí tài chính giảm (nhờ chi phí lãi vay giảm mạnh) bù đắp sự tăng trưởng của chi phí bán hàng và chi phí quản lý. Nhờ đó, lợi nhuận sau thuế đạt 37,3% so với năm 2013, đạt 37,3 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 12,5% lên 14,4% trong quý 1 năm ngoái cùng với việc hưởng lợi nhờ lãi suất giảm giúp công ty đạt được kết quả trên. Như vậy, TCM đã hoàn thành 23% kế hoạch lợi nhuận đặt ra cho cả năm.

Hoạt động kinh doanh chính khả quan nhờ số lượng đơn hàng tăng trong các quý tới. Như đã đề cập, xu hướng chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam mang đến nhiều cơ hội phát triển cho ngành dệt may trong nước. Vì vậy, năm 2014 được đánh giá là một năm khá thuận lợi cho TCM. Dự kiến, số lượng đơn hàng tiếp tục tăng từ các thị trường chủ lực và mở rộng sang những thị trường khác nhằm đón đầu hiệp định TPP. Thêm vào đó, các đơn hàng từ Eland được kỳ vọng sẽ tăng lên và chiếm khoảng 45-50% tổng sản lượng của TCM trong năm 2014. TCM cho biết công ty đã nhận được đủ đơn hàng đến hết quý 3/2014. Để đáp ứng nhu cầu của các đơn hàng, TCM đã ký hợp đồng thuê ngoài với một công ty may nhằm nâng cao năng lực sản xuất may mặc từ 20-30% so với công suất hiện tại. Dựa trên triển vọng này, chúng tôi ước tính sản lượng may mặc sẽ tăng khoảng 13% so với năm 2013.

Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện. Lượng bông tồn kho giá cao đã được giải phóng trong năm 2013 cùng với việc thay đổi chính sách nhập nguyên liệu sẽ làm tăng biên lợi nhuận mảng sợi từ đó cải thiện biên lợi nhuận của mảng vải và may mặc. Ngoài ra, đơn hàng của Eland với tỷ suất lợi nhuận cao hơn ngày càng tăng trong tổng sản lượng may mặc của TCM sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận phân khúc sợi sẽ tăng lên 9% từ 8%; phân khúc vải tăng lên 15-17% từ 14% và phân khúc may mặc tăng lên 20-22% từ 18%. Theo đó, biên lợi nhuận gộp năm 2014 ước tính lên 15,7% từ 13,5% trong năm 2013.

Hưởng lợi nhờ lãi suất giảm. Diễn biến lãi suất có ảnh hưởng đáng kể đến chi phí lãi vay của TCM vì tỷ lệ nợ chiếm 60-65% cơ cấu vốn của công ty. Tỷ lệ lạm phát năm 2014 được dự báo ở mức dưới 7% và mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2014. Do đó, nhiều khả năng TCM sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ xu hướng này khi tỷ lệ nợ không thay đổi đáng kể.

Ước tính kết quả kinh doanh 2014. Dựa vào triển vọng trên chúng tôi ước tính TCM sẽ đạt 2.566 tỷ đồng doanh thu, tăng nhẹ 0,4% và 182 tỷ đồng LNST, tăng 46,8%. TCM cho biết doanh thu 4 tháng đầu năm khoảng 862 tỷ đồng và LNST đạt khoảng 52,6 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần 6 tháng đầu năm dự kiến ở mức 1.336 tỷ đồng (+11,6% yoy) và LNST ước tính khoảng 84,7 tỷ đồng (+46,8% yoy).

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	6T/2014	So với 6T/2013	% KH 2014	2014E	So với 2013
Doanh thu	1.339	11,6%	47%	2.566	0,4%
Lợi nhuận sau thuế	85	46,8%	53%	182	46,8%

Rủi ro về giá bông. Ngoài sự phụ thuộc vào cung và cầu của một số nước như Trung Quốc, Mỹ, Ấn Độ, Pakistan... giá bông thế giới còn chịu ảnh hưởng bởi một số quỹ đầu cơ. Vì vậy, việc dự đoán xu hướng giá bông là khá khó cho các công ty dệt may. Với tỷ trọng cao trong giá vốn hàng bán, sự biến động mạnh của giá bông sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động kinh doanh của TCM. Đây là rủi ro mà nhà đầu tư cần lưu ý khi đầu tư cổ phiếu này.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Phương pháp DCF. Để dự phóng kết quả kinh doanh của TCM, chúng tôi sử dụng những giả định sau:

- ❑ Công suất may mặc của TCM sẽ tăng từ 15 triệu sản phẩm lên 22,5 triệu sản phẩm/năm khi hai nhà máy may chính thức đi vào hoạt động từ năm 2015. Khâu nhuộm sẽ tăng lên tương ứng từ 10 triệu mét vải dệt/năm và 8.000 tấn vải đan/năm lên 11,5 triệu mét vải dệt/năm và 9.200 tấn vải đan/năm.
- ❑ Nhu cầu sợi và vải sẽ tăng lên để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng của mảng may mặc. Do đó, doanh thu từ bán sợi và vải sẽ giảm tương ứng.
- ❑ Tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ doanh thu nhóm hàng may mặc ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong tổng doanh thu.
- ❑ Các dự án bất động sản của công ty vẫn nằm trong kế hoạch dài hạn và chưa đem lại dòng tiền cho công ty ít nhất trong vòng 3-5 năm tới. Do đó, chúng tôi chưa tính đến các dự án này trong kết quả định giá.

Giá trị của cổ phiếu TCM theo phương pháp DCF là **31.700 VND/cổ phiếu**

Phương pháp P/E

Mã CP	Vốn hóa (Tỷ đồng)	EPS (2014)	Giá (23/05/2014)	P/E
GMC	327	4.748	30.900	6,51
TNG	180	3.714	13.400	3,61
NPS	30	2.074	14.100	6,80
TET	96	1.144	15.500	13,55
Bình quân				6,8

Giá trị của cổ phiếu TCM theo phương pháp PE là **25.050 VND/cp** dựa trên EPS dự phóng cho năm 2014 là 3.703 đồng/cp và PE của các doanh nghiệp cùng ngành là 6,8x.

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp trên với tỷ trọng 80:20 để ước tính giá trị hợp lý cho cổ phiếu TCM là 30.300 VND/cổ phiếu.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu TCM ở mức giá mục tiêu 30.300 VND/cổ phiếu dựa trên triển vọng khả quan về kết quả kinh doanh năm 2014 và cơ hội bứt phá khi hiệp định TPP đàm phán thành công. Ngoài ra, nếu dự thảo nói room được thông qua và room dành cho khối ngoại của TCM đã hết như hiện nay, cổ phiếu TCM sẽ dành được nhiều sự quan tâm từ NĐTNN. Rủi ro mà nhà đầu tư cần lưu ý là sự biến động bất thường của giá bông và việc công ty ngày càng phụ thuộc vào cổ đông lớn – đối tác E-land, song chúng tôi cho rằng TCM là doanh nghiệp có triển vọng tốt và đáng để xem xét cho danh mục đầu tư giá trị.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999