

CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG

Tháng Sáu, 2014

BÁO CÁO CÔNG TY LẦN ĐẦU: MUA



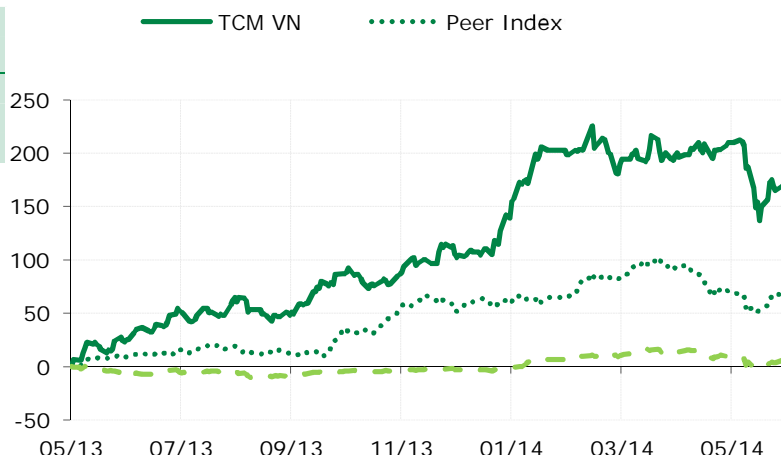
Giá hiện tại (18/6/2014):	(đồng)	26.300	
Giá trị nội tại:	(đồng)	31.501	
Khuyến nghị mua ngắn hạn theo PTKT	Năm Giữ		
Ngưỡng Kháng Cự	VND	26.500	
Ngưỡng Hỗ Trợ	VND	21.200	
Mã Bloomberg: TCM VN	Sàn niêm yết:	HSX	
Ngành:	Dệt may		
Beta	1,24		
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)	10.400 – 30.800		
Số lượng cổ phiếu (triệu)	49		
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.365		
Cổ phiếu lưu hành tự do	24 triệu cp		
KLGDBQ 12 tháng	1.861.481		
Sở hữu nước ngoài (%)	44,4%		
Năm	Cổ tức tiền mặt	EPS (TTM)	
2013	10%	2,514	
2012 (cổ phiếu thưởng)	10%	(491)	
2011	7%	2,282	
Chỉ số tài chính	TCM	Peers	VNI
PE	8,1	8,3	13,1
PEG	0,01	(0,2)	na
P/B	1,54	0,86	1,88
EBIT/I	6,86	8,52	na
EV/EBITDA	7,47	4,79	10,00
ROE	16,8%	10,4%	14,5%

Giới thiệu về công ty:

TCM chuyên sản xuất & kinh doanh sợi, vải & quần áo.

Công ty được thành lập vào năm 1967 và được cổ phần hóa vào năm 2006. Thành Công niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh năm 2007. Sau khi thay đổi nhiều lần, tên Công ty chính thức đổi thành CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công năm 2008.

Tính đến 31/1/2014, tổng tài sản của TCM là 1.880 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 754 tỷ đồng.



Trong báo cáo công ty lần đầu của CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM), chúng tôi khuyến nghị MUA dài hạn dựa trên những lập luận sau:

- ❖ **Hồi phục mạnh sau ảnh hưởng của giá bông.** Trong năm 2013, TCM ghi nhận kết quả tài chính tốt với tăng trưởng doanh thu đạt 12%. Lợi nhuận ròng của TCM chuyển từ -20 tỷ đồng trong năm 2012 lên 124 tỷ đồng trong năm 2013. Q1/2014 TCM ghi nhận doanh thu 642 tỷ đồng (+18%) và lợi nhuận ròng 37 tỷ đồng (+64%) so với năm trước.
- ❖ **Cơ hội lớn đến từ TPP và FTA.** Việt Nam đang trong quá trình đàm phán TPP và FTA với các nước trong khu vực, mở ra nhiều cơ hội cho ngành dệt may nói chung và TCM nói riêng. Chi tiết, thuế nhập khẩu cho thị trường Mỹ sẽ giảm từ 17% xuống còn 0% khi TPP bắt đầu có hiệu lực.
- ❖ **TCM hiện là công ty dệt may niêm yết duy nhất có dây chuyền sản xuất khép kín từ sản xuất sợi đến quần áo.** Việc này sẽ giúp cho công ty tăng giá trị sản phẩm và giúp công ty thỏa điều kiện nghiêm ngặt của các nước nhập khẩu. Công suất sản xuất hàng dệt may của TCM ước tính sẽ tăng mạnh (2,1 lần) trong vòng năm năm tới khi nhà máy mới đi vào hoạt động.
- ❖ Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương quan P/E và mô hình DCF để tính toán giá trị của TCM là 31.501 đồng/cổ phiếu, 20% cao hơn so với giá giao dịch hiện tại.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM	3
CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG – MỘT DÂY CHUYỀN SẢN XUẤT KHÉP KÍN.....	8
Cơ cấu cổ đông và tổ chức	8
Vị thế của TCM trong ngành.....	10
Năng lực sản xuất.....	11
Kế hoạch mở rộng	11
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.....	13
Phần lớn doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh sợi và quần áo.....	13
Giá thành phụ thuộc vào giá bông	13
Các dự án bất động sản bị trì hoãn	15
Phân tích tình hình tài chính.....	15
Tăng trưởng nhờ đóng góp của đối tác chiến lược	15
Biên lợi nhuận gộp.....	16
Thu nhập tài chính ròng- rủi ro lỗ tỷ giá	16
Đòn bẩy tài chính cao trong số các công ty niêm yết cùng ngành	17
Lợi nhuận ròng phụ thuộc vào giá bông.....	17
Tỷ lệ nợ cao nhưng quản lý tốt.....	18
DỰ BÁO	19
Kinh doanh quần áo chi phối tăng doanh thu.....	19
Thu nhập tài chính.....	20
Thuế.....	21
Lợi nhuận ròng	21
Bảng cân đối kế toán	21
ĐỊNH GIÁ.....	22
Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)	23
Phân tích độ nhạy.....	23
Giá DCF theo biên lợi nhuận gộp.....	23
Phân tích kỹ thuật	24
KẾT LUẬN	25

NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

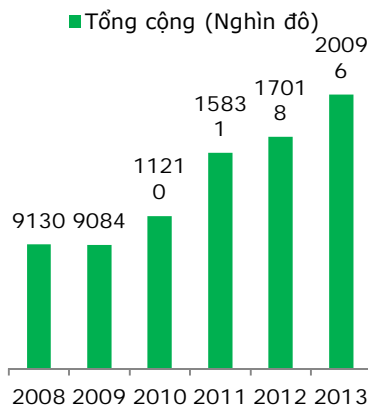
Ngành dệt may Việt Nam tăng trưởng với tốc độ cao và đóng góp đáng kể vào xuất khẩu quốc gia.

Ngành dệt may với hơn 6.000 công ty là một trong những ngành công nghiệp xuất khẩu hàng đầu tại Việt Nam và đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Giai đoạn năm 2008-2013, ngành đã có tốc độ tăng trưởng vượt trội với tốc độ tăng trưởng kép 17%/ năm. Năm 2013 được đánh giá là một năm thành công đối với ngành với tổng giá trị xuất khẩu 20,096 tỷ đô, chiếm 15% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam và 12% GDP cả nước. Quy mô của các công ty trong ngành bao gồm từ cỡ nhỏ đến cỡ vừa, trong đó 70% là các công ty may mặc, 30% còn lại chuyên về kéo sợi, dệt, nhuộm và các hoạt động may mặc khác.

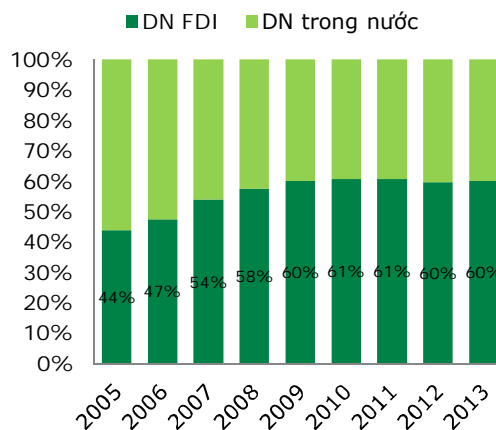
Các công ty dệt may có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đóng góp phần lớn vào xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam. Cho đến năm 2013, các công ty dệt may có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài xuất khẩu khoảng 12 tỷ USD, +18% so với năm trước và chiếm 60% giá trị xuất khẩu ngành dệt may.

Việt Nam xuất khẩu chủ yếu áo khoác, áo thun và quần dài và Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của sản phẩm may mặc Việt Nam với 43% doanh thu. Châu Âu là thị trường lớn thứ hai với 14% doanh thu, tiếp theo là Nhật Bản với 12% doanh thu. Trong thời gian gần đây, Hàn Quốc đã nổi lên thành một thị trường tiềm năng cho xuất khẩu may mặc Việt Nam. Tổng giá trị xuất khẩu của ngành dệt may sang đất nước này tăng từ 0,14 tỷ USD năm 2008 đến 1,67 tỷ USD năm 2013, gấp 12 lần trong vòng sáu năm và chiếm 8% tổng giá trị xuất khẩu toàn ngành.

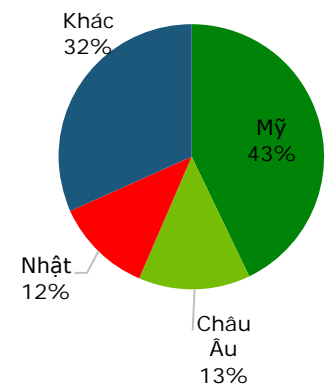
Giá trị xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam 2008-2013



Công ty dệt may trong nước và FDI



Thị trường xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam



Nguồn: VITAS

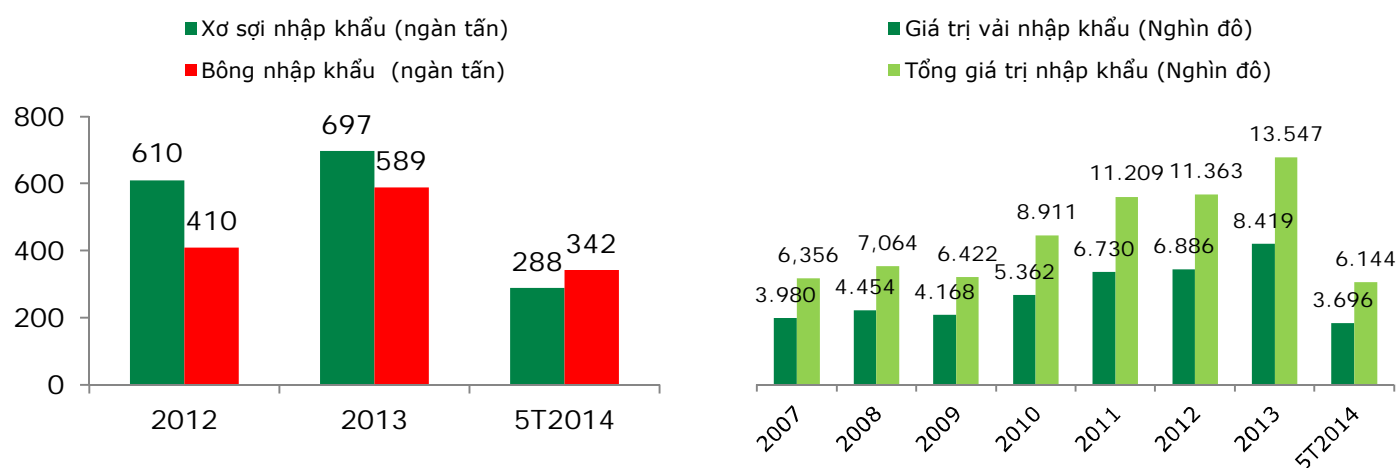
Sản xuất phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu. Việt Nam xuất khẩu các sản phẩm dệt may nhưng lại thiếu hụt về nguyên vật liệu cho sản xuất. Việt Nam nhập khẩu phần lớn vải, sợi và bông. Trong giai đoạn năm 2009 và 2013, Việt Nam nhập khẩu nguyên liệu may mặc với tổng giá trị có tăng trưởng kép tương đương 21% và 62% tổng giá trị nhập khẩu. Tính riêng năm 2013, ngành dệt may Việt Nam đã nhập khẩu 13,6 tỷ USD nguyên liệu sản xuất, tăng 19% so với năm trước, trong đó 10,9 tỷ USD giá trị nhập khẩu được dùng để sản xuất sản phẩm dệt may xuất khẩu.

Nhập khẩu bông. Năm 2013, nhập khẩu bông đạt 589.000 tấn, tương đương với 1,19 tỷ đô, tăng 39% trên sản lượng và 34% trên giá trị so với năm 2012. Việt Nam nhập khẩu bông chính từ Mỹ, Ấn Độ và Úc. Nguồn cung bông trong nước rất nhỏ so với nhu cầu trong nước cho sản xuất, đáp ứng chỉ 2%. Lý do chính là vì Việt Nam chưa tập trung vào phát triển trồng cây bông và vì Việt Nam không có ưu thế tự nhiên về việc trồng loại cây công nghiệp này. Do đó, cho đến nay ngành dệt may và quần áo Việt Nam vẫn đang phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập khẩu.

- ❖ **Nhập khẩu sợi và xơ.** Nhập khẩu sợi năm 2013 là 697.000 tấn, tăng 7% y-o-y và đạt 1,52 tỷ USD giá trị, tăng 8% y-o-y. Sợi được nhập khẩu từ Đài Loan, Trung Quốc, Thái Lan và Hàn Quốc.
- ❖ **Nhập khẩu xơ.** Trong cơ cấu nhập khẩu, xơ chiếm tỷ lệ chủ đạo với 62% tổng giá trị các sản phẩm dệt may và quần áo nhập khẩu. Trong năm 2013, giá trị nhập khẩu xơ là 8,4 tỷ USD, tăng 19% so với năm 2012.

Sản lượng bông, sợi và xơ nhập khẩu

Tổng giá trị nhập khẩu và giá trị nhập khẩu xơ (nghìn đô)



Nguồn: VITAS

Sản xuất trong nước: Tổng diện tích trồng bông ở Việt Nam vào khoảng 10.000 ha. Sau giai đoạn phát triển nhanh từ 2001-2006, diện tích trồng đã giảm dần. Có thể lý giải bởi cây bông là một cây công nghiệp cần diện tích đất lớn và chịu ảnh hưởng nhiều bởi thời tiết. Hơn nữa, việc trồng cây bông thường tự phát và không có quy hoạch cụ thể. Kết hợp với kỹ thuật trồng bông thấp, chất lượng cây bông Việt Nam kém và không đủ tiêu chuẩn để sản xuất, dẫn đến tăng trưởng không ổn định trong việc trồng bông. Do diện tích trồng khiêm tốn, bông Việt Nam chỉ chiếm 2% lượng tiêu dùng trong nước. Quyết định 29/QĐ-TTg, Việt Nam đã đưa ra một chương trình để phát triển cây bông tới năm 2015 và tầm nhìn tới năm 2020. Chi tiết, diện tích trồng bông trong nước được ước tính sẽ tăng tới 30.000 ha trong năm 2015 và 60.000 ha trong năm 2020. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng đây là một kế hoạch khá tham vọng vì chưa có nhiều thay đổi từ khi Quyết định này được ban hành, cho thấy bông Việt Nam vẫn sẽ phụ thuộc vào bông nhập khẩu trong trung hạn.

Tại Việt Nam chủ yếu có bốn cấp độ trong việc xử lý vải cho xuất khẩu từ giá trị thấp nhất đến cao nhất: Cut- Make – Trim (CMT), Original Equipment Manufacturing (OEM/FOB), Original Design Manufacturing (ODM).

Dây chuyền sản xuất dệt may Việt Nam

Nguồn: VPBS

Quy hoạch tổng thể đã được phê duyệt nhằm thiết lập kế hoạch phát triển ngành dệt may trong năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030

Quy hoạch cho ngành dệt may được thiết lập để duy trì tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn.

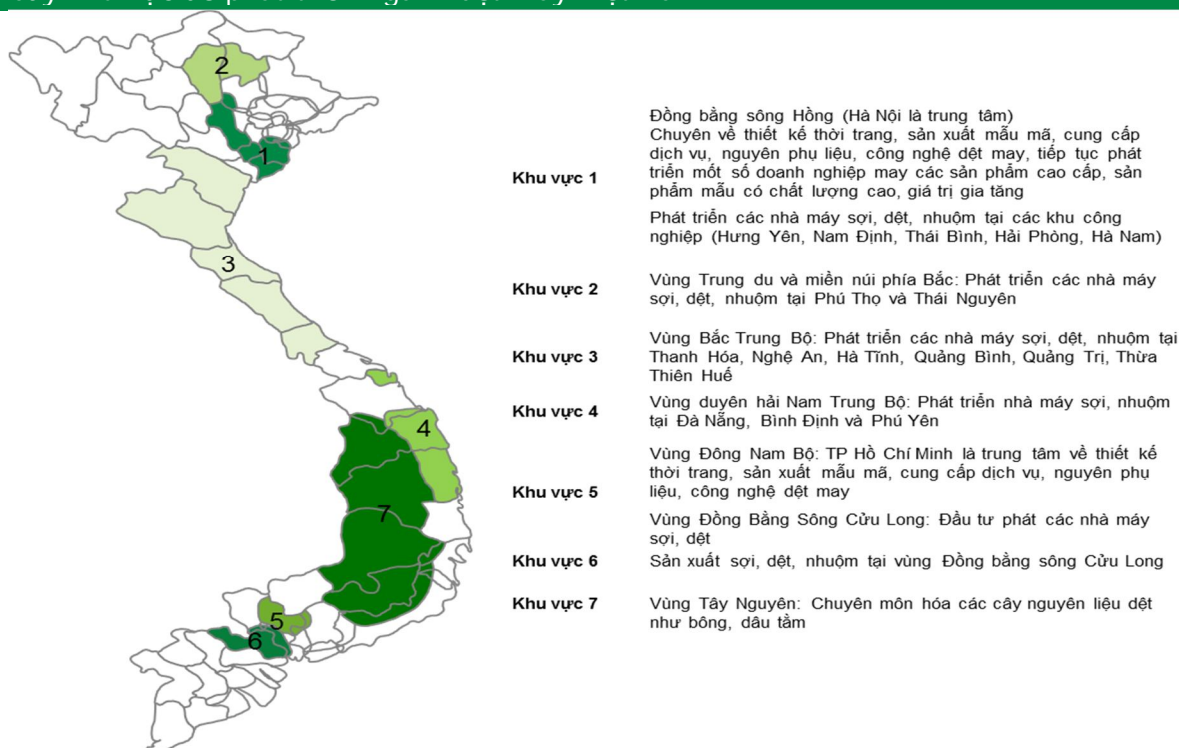
Theo Quyết định 3218/QĐ-BCT ban hành vào tháng 4/2014, Bộ Thương mại và Công thương thông qua kế hoạch tổng thể của ngành công nghiệp dệt may Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030. Theo đó, Việt Nam tiếp tục tập trung vào thị trường xuất khẩu truyền thống như Mỹ, Nhật Bản, châu Âu và mở rộng sang các thị trường khác. Giá trị xuất khẩu của Việt Nam theo đó dự kiến sẽ đạt 23-24 tỷ USD vào năm 2015 và 36-38 tỷ USD vào năm 2025, tăng 15% và 84% tương ứng so với số liệu của năm 2013.

Trong Quy hoạch, ngành công nghiệp dệt may của Việt Nam được chia thành bảy khu vực với chiến lược phát triển khác nhau. Cụ thể, bảy khu vực phát triển được như sau:

FTA và TPP là động lực tăng trưởng cho ngành dệt may Việt Nam trong vòng ba năm tới.

Châu Âu là một thị trường xuất khẩu tiềm năng của Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu đạt 24,3 tỷ USD, chiếm 18% tổng giá trị xuất khẩu cả nước. Ký kết FTA giữa EU và Việt Nam sẽ đẩy mạnh đáng kể giá trị xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam sang thị trường này. Theo đó, Việt Nam sẽ được hưởng ưu đãi về thuế cho hàng may mặc xuất khẩu, giảm từ mức hiện nay 11,6% xuống chỉ còn 0%. Hiệp định thương mại tự do giữa EU - Việt Nam dự kiến sẽ được ký kết vào cuối năm nay và có hiệu lực vào năm 2015.

Bản đồ bảy khu vực để phát triển ngành dệt may Việt Nam



Nguồn: MOIT

Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP)

TPP là đề nghị hợp tác thương mại giữa các 12 quốc gia bao gồm Úc, Brunei, Chile, Canada, Nhật Bản, Malaysia, Mexico, New Zealand, Peru, Singapore, Mỹ và Việt Nam. Với hiệp định thương mại này, một khu vực thương mại tự do sẽ được hình thành với GDP lên tới 40% GDP thế giới và thương mại chiếm một phần ba trên toàn thế giới. Tương tự như FTA, TPP bao gồm hợp tác thương mại, dịch vụ, và mở rộng thêm các lĩnh vực như sở hữu trí tuệ, tranh chấp giữa nhà đầu tư và chính phủ, môi trường, các vấn đề tổ chức lao động...

Việt Nam đã ký FTA với Úc, Brunei, Chile, Nhật Bản, Malaysia, New Zealand và Singapore. Do đó, TPP từ các nước này không ảnh hưởng đến nhiều vào Việt Nam. Mặt khác, các nước Bắc Mỹ (Mexico, Canada và đặc biệt Mỹ) sẽ là thị trường tiềm năng đối với Việt Nam trong dài hạn. Hiện nay mức thuế đối với hàng dệt may sang Mỹ là khoảng 17-18% và tỷ lệ này sẽ giảm đến 0% nếu thỏa thuận TPP kết thúc đàm phán.

Tuy nhiên, để nhận được ưu đãi miễn thuế, các nước thành viên muốn xuất khẩu hàng may mặc phải tuân theo quy tắc xuất xứ "từ sợi trở đi". Theo đó, thành viên TPP được yêu cầu sử dụng sợi đến từ các nước thành viên TPP khác để sản xuất hàng dệt may. Tuy nhiên, theo cập nhật mới nhất, quy định này chỉ được áp dụng sau ba hoặc năm năm sau khi thỏa thuận TPP có hiệu lực và những quốc gia thành viên chưa có khả năng sản xuất sợi vẫn có thể nhập khẩu từ những nhà cung cấp ngoài TPP. Việc này sẽ làm giảm những căng thẳng hiện có của ngành dệt may Việt Nam khi ngành này khá phụ thuộc vào việc nhập khẩu sợi.

Theo ước tính của Hiệp hội dệt may Việt Nam (VITAS), với tốc độ tăng trưởng hiện tại 15%-17%/ năm, giá trị xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam ước tính sẽ đạt 40 tỷ USD vào năm 2025, gấp đôi giá trị nhập khẩu hiện tại. Như vậy với hai Hiệp định thương mại trên, chúng tôi cho rằng TCM sẽ nhà sản xuất may mặc được hưởng lợi nhiều nhất do phần lớn doanh thu của công ty này đến từ thị trường xuất khẩu.

Đầu tư nước ngoài vào ngành dệt may

Đón đầu cơ hội của Việt Nam từ TPP, nhiều nhà đầu tư FDI đã ngày càng mở rộng quy mô đầu tư trong ngành dệt may Việt Nam, đặc biệt là trong việc xây dựng các nhà máy dệt, nhuộm và kéo sợi cũng như các nhà máy may mặc. Hầu hết các nhà đầu tư đến từ Trung Quốc, quốc gia không tham gia vào TPP nhưng là đất nước có tỷ trọng xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ lớn nhất. Theo xu hướng phát triển ngày càng gia tăng của xuất khẩu dệt may, Việt Nam dự kiến xuất khẩu may sẽ tăng mạnh 30% trong năm 2014, đạt 26 tỷ USD. Theo ông Nguyễn Văn Thời, Chủ tịch CTCP Thương mại Đầu tư Thái Nguyên (TNG), vào cuối Q1/2014 hầu hết các công ty may mặc xuất khẩu của Việt Nam đã nhận được đơn đặt hàng cho cả năm, thể hiện tín hiệu tích cực của ngành.

Nhà đầu tư	Quốc gia	Địa điểm	Loại hình	Giá trị đầu tư (triệu đô)	Tình trạng
Foshan Sanshui Jialida + Luenthai (Hong Kong) + Vinatex	Hong Kong	Nam Định	Khu công nghiệp dệt, may	350	Xây dựng chuỗi giá trị từ dệt đến các sản phẩm quần áo.
Jiangsu Yulun Textile Group	Trung Quốc	Nam Định	Nhà máy sợi, dệt, nhuộm,	68	Xây dựng từ 3/2014 đến 6/2016
Texhong textile group	Trung Quốc	Quảng Ninh	Sản xuất sợi với tổng công suất là 140 ngàn tấn/năm	300	Kết thúc giai đoạn 1 vào tháng 7/2013 và bắt đầu xây dựng giai đoạn 2
TAL group	Hong Kong	N/A	Dệt, nhuộm, may	200	Đang tìm kiếm mặt bằng
Forever Glorious Company	Đài Loan	Hồ Chí Minh	Sản xuất quần áo và đồ thể thao	50	Giai đoạn lên kế hoạch
Dong-il	Hàn Quốc	Đồng Nai	Sản xuất sợi với tổng công suất là 9 ngàn tấn/năm	52	Xây dựng từ 6/2014 và dự kiến hoàn thành vào giữa 2015
Gain Lucky Limited	Trung Quốc	Hồ Chí Minh	Thiết kế và sản xuất phẩm các sản phẩm	140	Giai đoạn lên kế hoạch

Nguồn: VPBS tập hợp

Cho đến nay, lợi thế lớn nhất của ngành dệt may Việt Nam là giá lao động cạnh tranh. Chi phí lao động ở Việt Nam thấp hơn so với ở Trung Quốc, tạo ra lợi thế cạnh tranh chi phí. Hơn nữa, Chính phủ cho ra đời nhiều chính sách hỗ trợ để thu hút FDI và các công ty may mặc xuất khẩu (miễn thuế nhập khẩu nguyên vật liệu mà sau này được tái xuất dưới hình thức sản phẩm may mặc trong vòng 90-120 ngày).

CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG – MỘT DÂY CHUYỀN SẢN XUẤT KHÉP KÍN

TCM sở hữu chuỗi giá trị đầy đủ từ kéo sợi, dệt, đan, nhuộm đến may mặc.

CTCP dệt may Thành Công (TCM) trước đây là công ty dệt may Tái Thành, được thành lập vào năm 1967. Năm 1976, công ty được chuyển đổi thành doanh nghiệp nhà nước và đặt tên là Nhà máy Dệt Tái Thành. Sau nhiều lần thay đổi, công ty được chính thức đặt tên là dệt may Thành Công trong năm 2000. TCM được cổ phần hóa năm 2006 và được chấp thuận niêm yết trên sàn thành phố vào tháng 10/2007. Trong 2008, TCM được theo tên hiện tại, CTCP dệt may Thành Công.

TCM chuyên về sản xuất và kinh doanh sợi, vải và quần áo. Hầu hết các doanh thu của TCM đến từ xuất khẩu quần áo. Lợi thế lớn nhất của TCM là doanh nghiệp có một chuỗi giá trị đầy đủ trong sản xuất quần áo, có thể cung cấp các hệ thống dịch vụ sản xuất theo chiều dọc từ sản xuất sợi, đến vải và các sản phẩm quần áo.

Nhà máy sợi và máy dệt của TCM



Nguồn: TCM

Cơ cấu cổ đông và tổ chức

Hiện cơ cấu cổ đông không còn room cho nhà đầu tư nước ngoài. Đối tác chiến lược của TCM, E-land, chiếm 44,4%.

Cơ cấu cổ đông của TCM bao gồm 49% sở hữu nước ngoài, 7,6% sở hữu nhà nước và phần còn lại thuộc cổ đông trong nước. Hiện không còn room cho nhà đầu tư nước ngoài tại TCM do E-land Asia Holdings (Singapore) và E-land Vietnam sở hữu 44,4% cổ phần và 4,6% còn lại thuộc sở hữu các nhà đầu tư nước ngoài khác. TCM là một trong những cổ phiếu được ưa chuộng đối với nhà đầu tư nước ngoài. Nếu nhà nước chấp thuận nới room cho nhà đầu tư nước ngoài thì chúng tôi cho rằng TCM có thể thu được thắng dư nhờ phát hành thêm cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược (E-land) hoặc cho các nhà đầu tư tài chính nước ngoài khác.

- E-land Asia Holdings (Singapore) là công ty con của tập đoàn E-land Group tại Hàn Quốc. T11/2009, TCM đã phát hành sáu triệu cổ phiếu cho E-land Asia Holdings, tăng sở hữu của E-land Asia Holdings tại TCM lên 37% và trở thành đối tác chiến lược của TCM. Tính đến nay, E-land Holdings sở hữu khoảng 21,8 triệu cổ phiếu của TCM và tham gia vào ban quản trị của TCM. Về tập đoàn E-land Group tại Hàn Quốc, đây là một tập đoàn đa ngành ở Hàn Quốc, vận hành các siêu thị bán lẻ, nhà hàng, công viên giải trí, khách sạn và xây dựng cũng như thế mạnh là ngành dệt may. Ngoài hoạt động ở Việt Nam, E-land cũng có hoạt động kinh doanh tại Trung Quốc, Ấn Độ, Sri

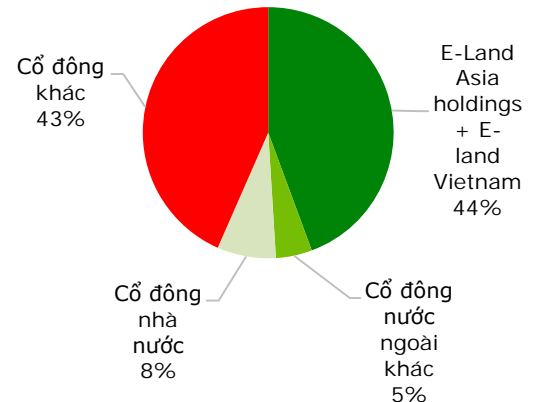
Lanka, Mỹ và châu Âu (Anh, Ý). Dựa trên hỗ trợ từ E-land, một trong những tập đoàn thời trang danh tiếng tại Hàn Quốc, TCM đã đạt được nhiều lợi ích về vốn, công nghệ, chuyên môn và thâm nhập vào thị trường thời trang Hàn Quốc.

- Sở hữu nhà nước tại TCM là 7,6%, bao gồm 4% thuộc về Tập đoàn dệt may Việt Nam (Vinatex).

Ban quản trị của TCM bao gồm Bà. Phan Thị Huệ, Chủ tịch, Ông. Kim Dong Ju, Phó Chủ tịch, và các thành viên khác trong ban quản trị gồm, Ông. Trần Như Tùng, Bà. Nguyễn Minh Hào, Ông. Kim Jung Heon và Ông. Lee Eun Hong, Tổng Giám Đốc. Có thể thấy ba trên sáu thành viên trong ban quản trị của TCM đều là đại diện của E-land, thể hiện ảnh hưởng của E-land đối với các quyết định của TCM.

Cơ cấu tổ chức của TCM

Cơ cấu cổ đông của TCM



Nguồn: Company, VPBS

TCM có ba công ty con và bốn công ty liên kế với tổng vốn đầu tư là 287 tỷ đồng.

- Trung tâm y khoa Thành Công ở quận Tân Phú, Hồ Chí Minh. Hoạt động chính của Trung tâm là cung cấp các dịch vụ y tế, mua bán dược phẩm và thiết bị y tế. TCM nắm giữ 70% trong vốn điều lệ 21,7 tỷ đồng của trung tâm.
- CTCP Thành Quang, quận Tân Phú, Hồ Chí Minh. Công ty có vốn điều lệ 22 tỷ đồng và TCM sở hữu 98% vốn công ty. Thành Quang chuyên về cơ sở hạ tầng, mua bán xơ, sợi.
- CT một thành viên Thành Công Vĩnh Long. TCM sở hữu 100% công ty với vốn điều lệ là 129 tỷ đồng. Đây là công ty được thành lập để quản lý các nhà máy của TCM trong khu công nghiệp Hòa Phú, tỉnh Vĩnh Long.

Ngoài ra, TCM còn có bốn công ty liên kết trong các lĩnh vực khác nhau: CTCP Thành Chí JSC (mua bán và khai thác cát, đá, cho thuê kho bãi), CTCP Thành Phúc JSC (xây dựng và phát triển dự án), CTCP Du Lịch Golf Vũng Tàu (du lịch và giải trí), CTCP Chứng Khoán Thành Công (công ty chứng khoán).

Công ty con và công ty liên kết của TCM	Tỷ lệ sở hữu	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)
Công ty con			
CTCP Trung Tâm Y Khoa Thành Công	70%	22	15
CTCP Thành Quang	98%	22	22
CT một thành viên Thành Công Vĩnh Long	100%	129	129
Công ty liên kết			
CTCP Thành Chí JSC	47%	44	21
CTCP Thành Phúc JSC	24%	7	2
CTCP Du Lịch Golf Vũng Tàu	30%	29	9
CTCP Chứng Khoán Thành Công	25%	360	89
Tổng cộng			287

Nguồn: TCM

Vị thế của TCM trong ngành

TCM hướng đến mục tiêu trở thành doanh nghiệp dệt may thời trang toàn cầu vào năm 2020. Trong trung hạn, công ty tập trung vào việc tối đa hóa quy trình sản xuất theo chiều dọc, tăng năng lực dệt và may. Ngoài các sản phẩm từ bông, TCM sẽ hướng tới phát triển dòng sản phẩm từ sợi tổng hợp trong tương lai.

Về cơ bản, TCM tham gia vào hầu hết các bước trong chuỗi giá trị. Điều này tạo nên sự khác biệt của công ty so với các doanh nghiệp khác khi hầu hết những doanh nghiệp may mặc đều là dạng CMT. TCM được xem như doanh nghiệp xuất khẩu dệt may dạng FOB (loại 2), dạng cao hơn của CMT. Nhờ hệ thống sản xuất khép kín, các sản phẩm của TCM được kiểm soát tốt về giá trị và đáp ứng các yêu cầu xuất khẩu.

Chuỗi giá trị của TCM



Nguồn: TCM

So sánh với các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên sàn, TCM là công ty duy nhất nhập khẩu bông để làm nguyên liệu trong khi các doanh nghiệp còn lại nhập khẩu vải. Do đó có thể nói TCM là doanh nghiệp dệt may niêm yết duy nhất có thể đáp ứng yêu cầu “từ sợi trở đi” của TPP.

Các công ty niêm yết cùng ngành	Mã	Nguyên liệu nhập khẩu	Sản phẩm	Vốn hóa (tỷ đồng)
CTCP Dệt may- Đầu tư- Thương mại Thành Công	TCM	Bông	Áo thun	1232
CTCP Everpia Việt Nam	EVE	Vải	Bông tằm, chăn bông, đệm	671
CTCP Sản xuất thương mại may Sài Gòn	GMC	Vải	Đồ thể thao, áo jacket	333
CTCP Mirea	KMR	Vải	Đệm	206
CTCP Dệt May Phú Thịnh – Nhà Bè	NPS	Vải	Áo vest, sơ mi, quần tây, áo jacket	31
CTCP Đầu tư và thương mại Thái Nguyên	TNG	Vải	Áo jacket, quần tây, jeans, bông tằm, chăn bông	182

Nguồn: VPBS

Năng lực sản xuất

Sản xuất sợi: TCM có bốn nhà máy sợi ở Hồ Chí Minh, Long An, Tây Ninh với tổng công suất 21.000 tấn/năm. Chỉ một phần ba sợi sản xuất được sử dụng nội bộ, phần còn lại chủ yếu để xuất khẩu.

- **Dệt – đan:** TCM có khả năng dệt bảy triệu mét vải và đan 7.000 tấn vải một năm.
- **Nhuộm:** Công suất nhuộm của TCM là 10 triệu mét vải dệt và 8.000 tấn vải đan
- **May mặc:** Hầu hết vải sản xuất đều được sử dụng để may quần áo, theo đó doanh thu từ kinh doanh vải của TCM bị hạn chế. TCM có khả năng sản xuất 18 triệu sản phẩm/năm, trong đó ba triệu sản phẩm là gia công bên ngoài. Sản phẩm may của TCM chủ yếu là áo thun, chủ yếu để xuất khẩu và vào đóng góp lớn nhất vào doanh thu của TCM. TCM dự kiến sẽ nâng việc xuất khẩu lên ODM, đây là những phương pháp mà công ty xuất khẩu thực hiện việc thiết kế sản phẩm thay vì chỉ sản xuất theo mẫu được cung cấp.

Kế hoạch mở rộng

Trên cơ sở các nhà máy đều hoạt động 100% công suất, TCM đã lên kế hoạch đẩy mạnh năng lực sản xuất với tổng vốn đầu tư khoảng 30 triệu đô (30% vốn tự có- 70% vốn vay). Chi tiết, đây là kết hợp các nhà máy từ đan, nhuộm đến may ở khu công nghiệp Hòa Phú, Vĩnh Long. TCM sẽ từng bước đầu tư vào hai nhà máy may, một nhà máy đan và một nhà máy nhuộm từ năm 2014 đến 2017.

- ❖ 2014: TCM sẽ đầu tư 7 triệu USD để xây dựng nhà máy may đầu tiên. Công suất của nhà máy này là khoảng 10 triệu sản phẩm/năm. Kế hoạch này dự kiến hoàn thành vào năm 2014 và sau đó đưa vào hoạt động vào năm 2015, nâng cao công suất hàng may mặc của TCM 55%.
- ❖ 2015: TCM sẽ đầu tư 7 triệu USD để xây dựng nhà máy may thứ hai. Công suất của nhà máy này là 10 triệu sản phẩm may mặc/ năm. Khi hai nhà máy này hoạt động, năng lực sản xuất hàng may mặc của công ty sẽ đạt 38 triệu sản phẩm mỗi năm, cao hơn so với công suất hiện tại 2,1 lần. Ngoài ra, số lao động hàng dệt may sẽ tăng từ 4.300 lên đến 7.300 người.
- ❖ 2016: TCM kế hoạch sử dụng 7 triệu USD đầu tư vào các nhà máy đan với công suất 10.000 tấn vải.

- ❖ 2017: TCM sẽ đầu tư 9-10 triệu USD để xây dựng một nhà máy nhuộm cho vải đan với công suất 3.000 tấn/ năm.

Tóm tắt, khi tất cả các nhà máy đi vào hoạt động trong vòng năm năm tới, tổng công suất của TCM sẽ là: sợi - 21.000 tấn/năm, dệt- 7 triệu mét/năm, đan-17.000 tấn/năm, nhuộm- 11.000 tấn/ năm (vải đan), may - 35 triệu sản phẩm/năm. Chúng ta có thể thấy rằng công suất sợi của TCM không tăng trong trung hạn do chỉ có 30% công suất là cho sản xuất nội bộ. Vì vậy, TCM tập trung vào nâng cao công suất đan, nhuộm và may, do đó tỷ lệ sợi được sử dụng để sản xuất nội bộ sẽ tăng dần và sợi xuất khẩu sẽ giảm dần cho phù hợp.

	Mở rộng công suất sản xuất				
	Công suất hiện tại	2014	2015	2016	2017
Sợi					
Nhà máy Sợi số 1	2.500				
Nhà máy Sợi số 2	6.500				
Nhà máy Sợi số 3	4.500				
Nhà máy Sợi số 4	7.500				
Công suất lũy kế (tấn/năm)	21.000				
Dệt					
Nhà máy dệt (triệu mét/năm)	7				
Đan					
Nhà máy đan (tấn/năm)	7.000			10.000	
Công suất lũy kế	7.000			17.000	
Nhuộm					
Vải dệt (triệu mét/năm)	10				
Vải đan (ngàn tấn vải/năm)	8				3
Công suất lũy kế vải đan (ngàn tấn vải/năm)	8				11
May					
Nhà máy may (triệu sản phẩm/năm)	18	10	10		
Công suất lũy kế (triệu sản phẩm/năm)	18	28	38		

Nguồn: TCM

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Ngành nghề kinh doanh của TCM bao gồm dệt may, chăm sóc sức khỏe và bất động sản. Tuy nhiên, phân khúc bất động sản ngừng đóng góp doanh thu cho TCM trong năm 2012 do thị trường bất động sản đóng băng. Dệt may là phân khúc chủ đạo trong hoạt động kinh doanh của TCM với 98% doanh thu; doanh thu còn lại đến từ chăm sóc sức khỏe.

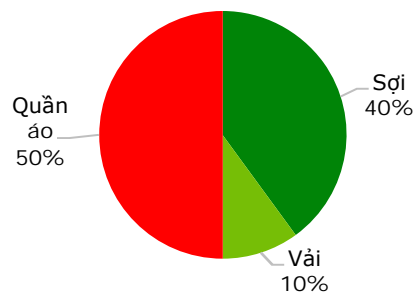
Phần lớn doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh sợi và quần áo

Kinh doanh sợi và quần áo chiếm phần lớn trong cơ cấu doanh thu của TCM với tỷ trọng lần lượt là 40% và 50%

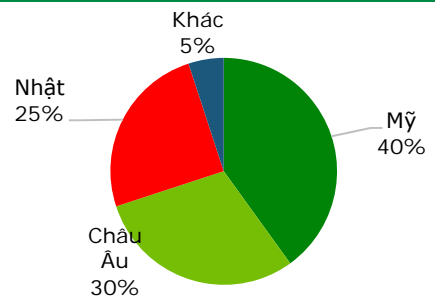
Ba sản phẩm kinh doanh chính của TCM là sợi (40%), xơ (10%) và quần áo (50%). Biên lợi nhuận gộp của ba sản phẩm này là 9%, 15-17% và 20-25% tương ứng. Trong đó, lợi nhuận từ sợi dao động mạnh nhất vì bông nhập khẩu phụ thuộc hoàn toàn vào giá bông thế giới.

90% quần áo của TCM được xuất khẩu gồm các thị trường chính như Mỹ (35-40%), Châu Âu (30%), Nhật Bản (25%) và Hàn Quốc. Thị trường xuất khẩu của TCM cũng tương tự như thị trường xuất khẩu của ngành. Hàng may mặc xuất khẩu sang Hàn Quốc của TCM chủ yếu thông qua đối tác chiến lược E-land. Theo đại diện của TCM, TCM xuất khẩu hàng may mặc cho E-land dưới dạng quần áo thời trang, mang lại giá trị cao hơn cho TCM so với các sản phẩm may mặc thông thường xuất khẩu sang các thị trường khác. Do đó, hợp đồng xuất khẩu cho E-land ghi nhận tỷ suất lợi nhuận tương đối cao hơn so với các mặt hàng may mặc cho các thị trường còn lại. Gần đây, TCM đã tăng cường xuất khẩu sang Mỹ và Hàn Quốc. Mỹ là thị trường tiềm năng khi thuế nhập khẩu được dỡ bỏ trong TPP.

Cơ cấu doanh thu dệt may của TCM



Cơ cấu thị trường xuất khẩu của TCM



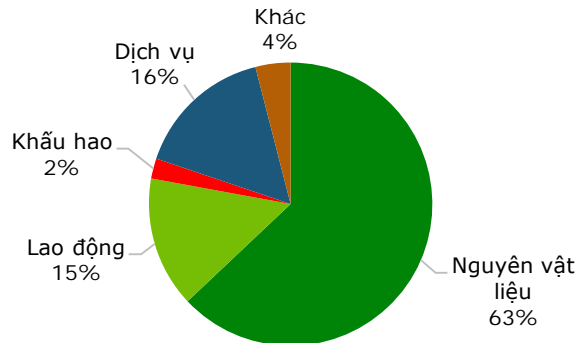
Nguồn: TCM

Giá thành phụ thuộc vào giá bông

Vật liệu của TCM, chủ yếu là bông và hóa chất, chiếm khoảng 60-70% giá vốn hàng bán (GVHB). TCM áp dụng phương pháp hàng tồn kho "just-in-time", giảm tối thiểu chi phí liên quan đến việc kiểm soát hàng tồn kho, có nghĩa là vật liệu đến kho của TCM chỉ được lưu trữ trong thời gian ngắn và sau đó được nhanh chóng đưa vào sản xuất. Điều này đòi hỏi công ty tính toán chính xác đơn đặt hàng và nhu cầu nguyên liệu đầu vào. Về nguồn gốc, 50% nhu cầu bông của TCM được nhập khẩu từ Mỹ, còn lại từ châu Phi, Pakistan ... Vì vậy, có hai rủi ro liên quan đến nguyên liệu bông đầu

vào TCM: (1) chính sách của các nước xuất khẩu bông và (2) dao động của giá bông, có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của TCM.

Cơ cấu giá vốn hàng bán của TCM năm 2013

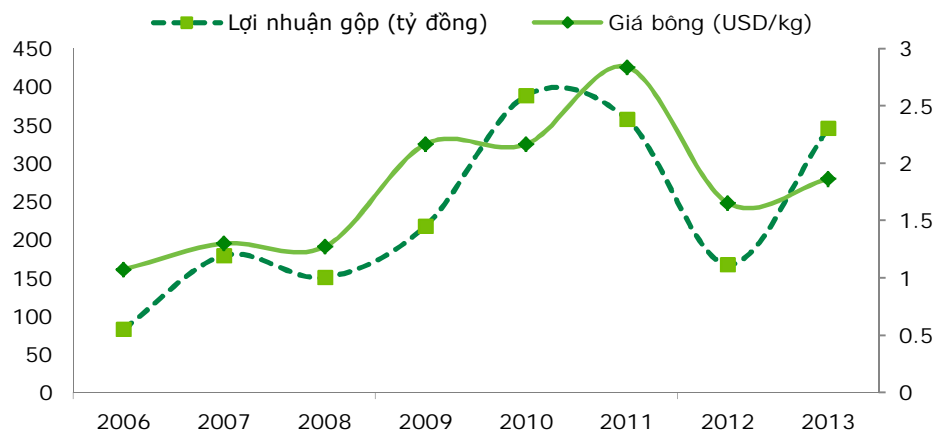


Nguồn: TCM

Trong giai đoạn 2009-2011, giá bông tăng đều và đạt đỉnh vào tháng 3/2011. Giá bông đạt kỷ lục trong giai đoạn này vì hai lý do: (1) Về cung, lũ lụt ở Pakistan và Úc ảnh hưởng đến mùa vụ trồng bông, (2) Về cầu, nhu cầu đối với hàng dệt may trên thế giới, đặc biệt là từ Trung Quốc, được phục hồi sau cuộc khủng hoảng toàn cầu. Lo ngại giá đầu vào tăng, nhiều công ty dệt may Việt Nam đã mua một số lượng lớn bông sử dụng hợp đồng tương lai để phòng ngừa rủi ro về giá.

Tuy nhiên, nền kinh tế thế giới sau đó phục hồi, kéo giá bông xuống mức giá hiện tại 1,88 USD/kg, giảm 57% so với mức giá đỉnh. Mặc dù giá bông giảm, TCM cam kết thực hiện hợp đồng với mức giá bông trung bình 5 USD/kg. Vì vậy, tuy giá bông giảm xuống 1,7 USD/kg trong năm 2012, chi phí đầu vào cho sản xuất của TCM vẫn cao, tăng giá vốn hàng bán và ghi nhận lỗ tài chính. TCM chấp nhận lỗ để đảm bảo uy tín trên sàn giao dịch hàng hóa quốc tế và duy trì chất lượng mặt hàng cung cấp. Trong khi đó, các công ty dệt may khác không thực hiện các hợp đồng tương lai đã bị đưa vào "danh sách đen" của các nhà cung cấp. Điều này có nghĩa rằng các công ty này không còn có thể mua bông trên sàn giao dịch quốc tế và phải nhập bông từ các nguồn không ổn định và không đáng tin cậy.

Giá bông và lợi nhuận gộp của TCM – giá bông tăng lợi nhuận tăng?



Nguồn: VPBS

TCM đã chủ động chuyển từ việc mua 80% hợp đồng tương lai và 20% hợp đồng giao ngay sang tỷ lệ 30% hợp đồng tương lai-70% hợp đồng giao ngay, giảm đáng kể chi phí đầu vào. Kết hợp với việc giá bông ổn định trong năm 2013 và Q1/2014, biên lợi nhuận gộp của TCM đã được cải thiện từ 7,3% trong năm 2012 với tỷ lệ gần gấp đôi 13,5% trong năm 2013. Trong Q1/2014, biên lợi nhuận gộp của TCM đạt 14,4%.

Chính sách khấu hao

TCM áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng đối với tài sản cố định với thời gian 7-15 năm cho máy móc thiết bị và 12-50 năm cho nhà xưởng. Khấu hao được tính vào GVHB nhưng chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ khoảng 2%, tương đương 50-60 tỷ đồng mỗi năm.

Các dự án bất động sản bị trì hoãn

Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính lĩnh vực may mặc, TCM đã lên kế hoạch phát triển bốn dự án bất động sản vì có lợi thế về đất. Tuy nhiên, ngoại trừ TC1, dự án tiềm năng nhất có thể được thực hiện thì các dự án khác bị trì hoãn. Thời điểm các dự án này được khởi động trở lại chưa được quyết định vì lĩnh vực bất động sản đang trong giai đoạn vẫn trong giai đoạn trầm lắng.

Dự án	Diện tích (m2)	Loại hình	Địa điểm	Tình trạng
TC1	9.898	Trung tâm thương mại và căn hộ cao cấp	Tân Phú	Đã có sổ đỏ
TC2	66.478	Khu phức hợp	Tân Phú	Hiện đặt các nhà máy sản xuất tại đây và dự kiến di dời trong vòng ba đến năm năm.
TC3	7.350	Khu phức hợp	Quận 4	Đất trống
TC4	102.000	Khu nghỉ dưỡng	Phan Thiết	Đang giải phóng mặt bằng

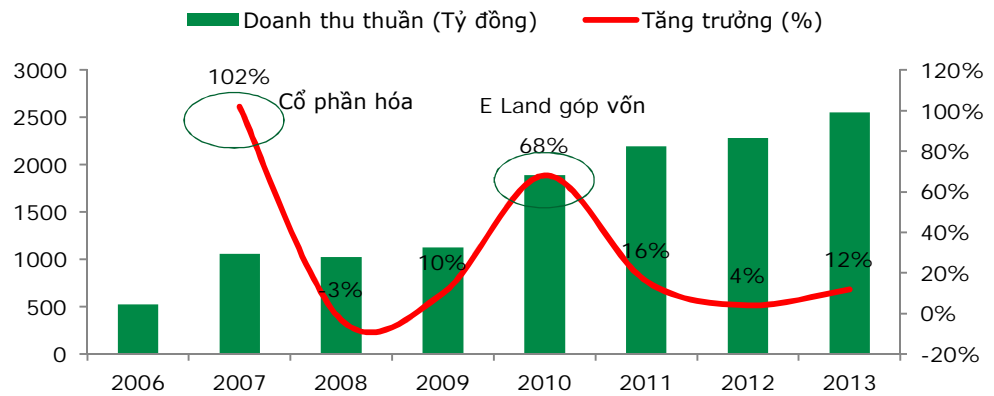
Nguồn: TCM

Phân tích tình hình tài chính

Tăng trưởng nhờ đóng góp của đối tác chiến lược

Sau khi cổ phần hóa năm 2006, năm 2007 doanh thu TCM tăng gấp đôi, từ 523 tỷ đồng lên đến 1.057 tỷ đồng. Tăng trưởng của doanh thu được duy trì ở mức 16%/năm trong giai đoạn 2007-2013 nhờ sự góp mặt của E-land. Đặc biệt là trong năm 2010 khi E-land chính thức trở thành đối tác chiến lược của TCM, tăng trưởng doanh thu của TCM được ghi nhận ở mức 68%. Cơ cấu doanh thu của TCM cũng chuyển từ 56% xuất khẩu-46% trong nước trong năm 2009 sang hoàn toàn phụ thuộc vào xuất khẩu trong năm 2013 với 90% xuất khẩu.

Doanh thu và tăng trưởng doanh thu của TCM



Nguồn: TCM, VPBS

Biên lợi nhuận gộp

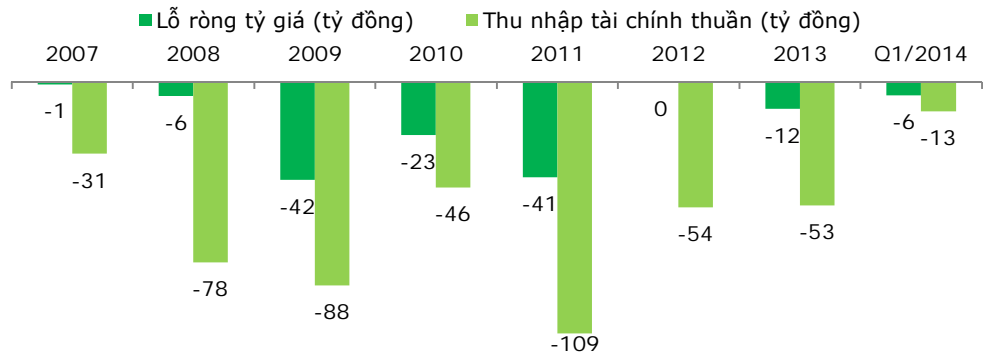
Biên lợi nhuận gộp của TCM phụ thuộc vào biên lợi nhuận gộp của sản phẩm xơ, sợi và may mặc. Trong đó, biên lợi nhuận gộp của sợi biến động đáng kể do sản xuất sợi phụ thuộc vào bông nhập khẩu vốn theo giá bông quốc tế. Do đó, biên lợi nhuận gộp của TCM có tương quan lớn với thay đổi của giá bông quốc tế, đặc biệt là trong tình hình khi TCM không thể dự đoán chính xác sự chuyển động của giá bông thế giới.

Thu nhập tài chính ròng- rủi ro lỗ tỷ giá

Thu nhập tài chính của TCM bao gồm thu nhập từ lãi tiền gửi, cổ tức được chia từ các công ty liên doanh và lời từ tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, thu nhập lãi và thu nhập từ các công ty liên doanh trong năm 2013 khá khiêm tốn với 2,4 tỷ đồng và 0,2 tỷ đồng tương ứng. Chiếm tỷ trọng lớn nhất là từ lãi tỷ giá (10,3 tỷ đồng) trong năm 2013. Cho cả năm 2013, TCM ghi nhận doanh thu tài chính 12,8 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí tài chính của TCM cao hơn nhiều so với thu nhập, ghi nhận 66 tỷ đồng. Cụ thể, chi phí lãi vay của TCM trong năm 2013 là 44 tỷ đồng và lỗ tỷ giá là 22 tỷ đồng, và chi phí khác chiếm phần còn lại.

Chúng tôi nhận thấy rằng thu nhập tài chính ròng của TCM đã âm trong giai đoạn 2006-2013 vì thu nhập tài chính không thể bù đắp chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá. TCM nhập khẩu bông và thanh toán chủ yếu bằng USD. Mặt khác, Công ty xuất khẩu và nhận được doanh thu cũng bằng USD, đủ để thanh toán nguyên vật liệu nhập khẩu. Mặt khác, TCM vay bằng USD nhưng chủ yếu các khoản vay USD là từ đối tác chiến lược với lãi suất thấp. Vì vậy, TCM có rủi ro về lỗ tỷ giá nhưng không cao.

Thu nhập tài chính ròng và lỗ tỷ giá của TCM

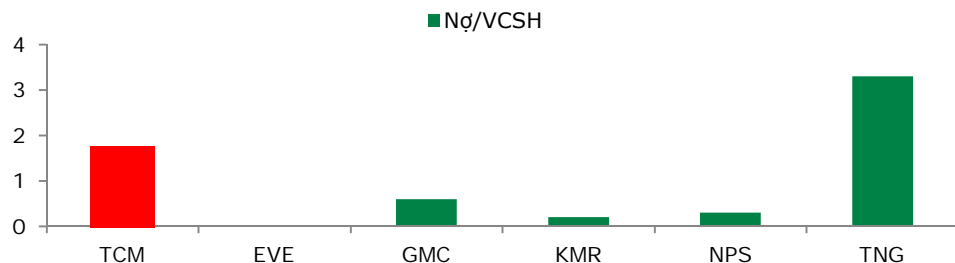


Nguồn: TCM, VPBS

Đòn bẩy tài chính cao trong số các công ty niêm yết cùng ngành

Tính đến ngày 31/3/2014, TCM có tổng nợ vay ngân hàng của 851 tỷ đồng, bao gồm cả 573 tỷ đồng vay ngắn hạn và 278 tỷ đồng vay dài hạn. Đối với thời hạn vay, TCM có khoảng 18 triệu đô (378 tỷ đồng) vay tín dụng ngắn hạn, 10,5 triệu đô (221 tỷ đồng) vay dài hạn và 1,1 triệu CHF (26 tỷ đồng) vay dài hạn từ VCB. Các khoản vay còn lại được thực hiện dưới dạng VND.

Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu trong Q1/2014 của các công ty may mặc niêm yết



Nguồn: VPBS

Cần lưu ý có 7 triệu USD nợ dài hạn từ E-land ở mức lãi thấp với thời hạn ba năm/mỗi khoản vay, trong đó có 1 triệu USD với mức lãi suất 0,99%/năm và 6 triệu USD với mức lãi suất 0,78%/năm. Cụ thể, 6 triệu USD đã được dùng cho các thủ tục pháp lý để xin cấp sổ đỏ cho dự án TC1. Vì E-land là đối tác chiến lược của TCM, Tập đoàn đã hỗ trợ TCM ở nhiều khía cạnh, bao gồm tài chính. Tính tới thời điểm này, TCM đã trả lãi cho khoản vay 7 triệu USD nhưng vẫn chưa trả nợ gốc.

TCM có tỷ lệ nợ cao hơn so với các công ty may mặc niêm yết khác. Tổng Nợ/ Vốn chủ sở hữu của TCM là 1,0x trong Q1/2014, cao hơn nhiều so với các công ty không có nợ như EVE, KMR và NPS. Tuy nhiên, so với TNG, tỷ lệ Nợ/ Vốn chủ sở hữu của TCM vẫn còn thấp.

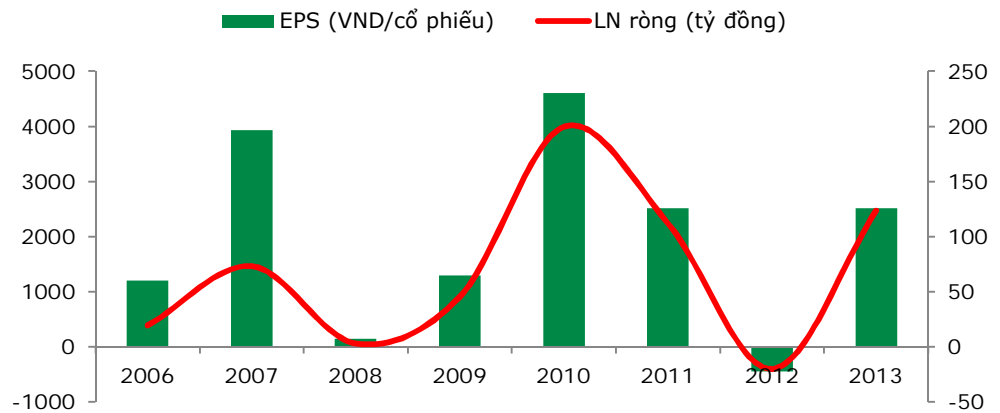
Lợi nhuận ròng phụ thuộc vào giá bông

Năm 2013 chứng kiến sự hồi phục của TCM sau khi sụt giảm năm 2012 do gánh nặng về chi phí bông. Đến cuối năm 2013, lợi nhuận sau thuế của

TCM được ghi nhận ở 124 tỷ đồng, tương đương với lãi cơ bản trên cổ phiếu là 2.516 đồng/ cổ phiếu.

Trong năm 2014, TCM đặt mục tiêu đạt doanh thu 2.822 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 164 tỷ đồng, +18% trong doanh thu và +82% cho lợi nhuận sau thuế so với năm trước. Tính đến cuối T5/2014, TCM đã công bố lợi nhuận sau thuế đạt 21,5 tỷ đồng, lũy kế 5T2014 ghi nhận 75 tỷ đồng và hoàn thành 46% kế hoạch năm.

Lãi cơ bản trên cổ phiếu and lợi nhuận ròng của TCM



Nguồn: TCM, VPBS

Tỷ lệ nợ cao nhưng quản lý tốt

So với các công ty may mặc đang niêm yết khác, thanh khoản của TCM là tương đối rủi ro về thanh khoản so với các công ty có tỷ lệ nợ cao. Hàng năm, chi phí tài chính của TCM chiếm khoảng 3% doanh thu bán hàng thuần, trong số đó chi phí lãi vay chiếm 2%. Tuy nhiên, TCM vẫn quản lý thanh khoản tốt với hệ số thanh toán hiện hành đạt 1x trong giai đoạn 2009-Q1/2014. Khả năng thanh toán lãi vay của TCM trong năm 2013 là 4,2 lần, tăng từ 0,4 lần trong năm 2012.

DỰ BÁO

Như đã đề cập, 98% doanh thu của TCM là từ phân khúc dệt may, bao gồm kinh doanh các sản phẩm sợi, vải và quần áo. 2% còn lại đến từ doanh thu từ dịch vụ chăm sóc sức khỏe và doanh thu khác. Do đó, dự báo doanh thu cho TCM dựa trên dự báo của mỗi phân khúc. Chúng tôi cho rằng nếu không có sự kiện bất thường ảnh hưởng đến cung cầu bông trong thị trường sơ cấp, giá bông sẽ dao động nhẹ 2 USD/kg trong 5 năm tới. Theo đó, tổng lợi nhuận của TCM cho từng phân khúc sẽ ổn định hoặc tăng nhẹ trong giai đoạn dự báo 2014-2018.

Kinh doanh quần áo chi phối tăng doanh thu

Phân khúc dệt may

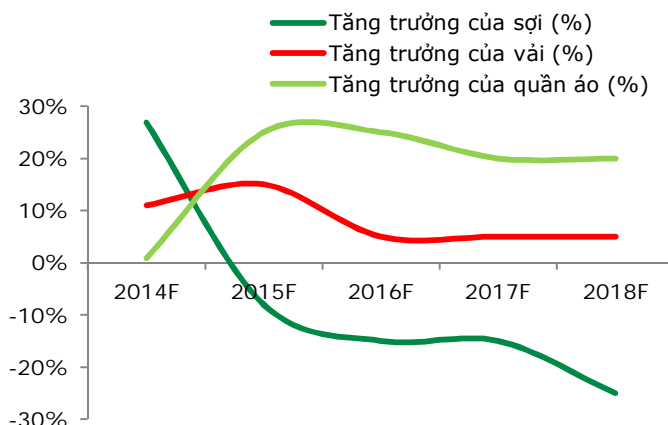
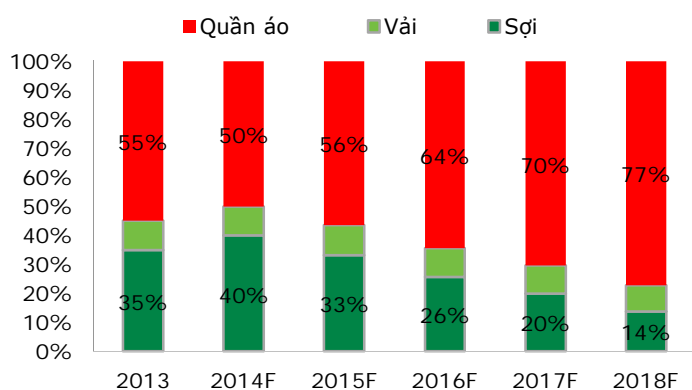
Phân khúc dệt may của TCM phụ thuộc vào ba loại hình kinh doanh: sợi, vải và sản phẩm may mặc. Trong đó sợi và sản phẩm may mặc là hai loại hình chính vì (1) sợi dành cho sử dụng nội bộ chỉ chiếm khoảng 30% công suất, do đó phần lớn sản lượng sợi dành cho xuất khẩu (35% doanh thu); (2) sản xuất quần áo là giai đoạn sản xuất cuối cùng ở TCM, chiếm đến 55% doanh thu.

Trong mô hình dự báo, chúng tôi lập những giả định sau:

1. **Kinh doanh sợi:** Tỷ lệ doanh thu từ kinh doanh sợi sẽ giảm dần trong năm năm sau vì TCM cần sử dụng sợi cho sản xuất nội bộ khi hai nhà máy may đi vào hoạt động năm 2015-2016. Tỷ lệ doanh thu sợi trong phân khúc dệt may ước tính là 40% trong năm 2014 trước khi giảm xuống 33% trong năm 2015 khi nhà máy may đầu tiên đi vào hoạt động năm 2015. Tỷ lệ kinh doanh sợi ước tính sẽ giảm dần qua năm và xuống chỉ còn 14% trong năm 2018 khi cả hai nhà máy may đi vào hoạt động. Do đó, doanh thu của TCM từ sợi sẽ giảm từ 876 tỷ đồng trong năm 2013 xuống còn 554 tỷ đồng trong năm 2018 với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) -9%/năm.
2. **Kinh doanh vải:** Chúng tôi cho rằng tỷ lệ kinh doanh vải trong phân khúc dệt may sẽ ổn định ở mức 9%. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu từ kinh doanh xơ sẽ tăng từ 250 tỷ đồng trong năm 2013 đến 370 tỷ đồng trong năm 2018 (CAGR 8%/năm)
3. **Kinh doanh quần áo:** Doanh thu của TCM từ việc xuất khẩu quần áo sẽ tăng do công suất may tăng và những hiệp định thương mại giữa Việt Nam và các khu vực khác bắt đầu có hiệu lực. Tỷ lệ doanh thu từ quần áo sẽ tăng từ 55% trong năm 2013 đến 77% trong năm 2018, đạt 3.124 tỷ đồng trong năm 2018 với CAGR 18%/năm trong giai đoạn 2013-2018.

2 Cơ cấu sản phẩm vải, sợi và quần áo

Tăng trưởng của các phân khúc sản phẩm (%)

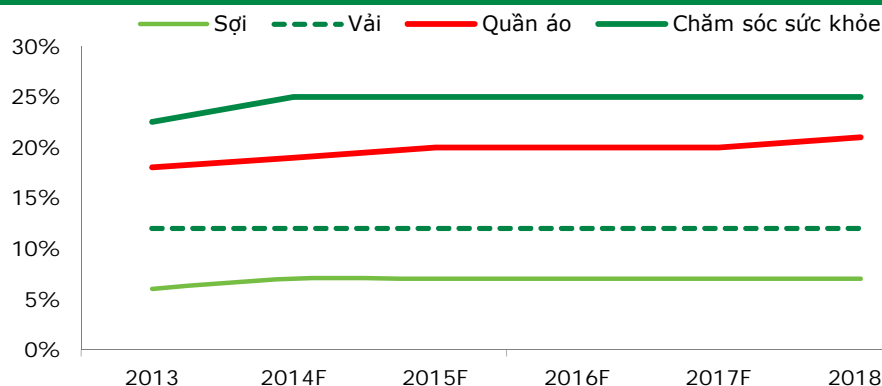


Nguồn: VPBS

Doanh thu từ dịch vụ chăm sóc sức khỏe và doanh thu khác ổn định

Doanh thu từ dịch vụ chăm sóc sức khỏe của TCM là khiêm tốn so với các hoạt động chính của công ty. Chúng tôi cho rằng doanh thu của phân khúc này sẽ tăng nhẹ ở mức 3%/năm và đạt 39 tỷ đồng trong năm 2018. Doanh thu khác được dự báo sẽ duy trì ổn định ở mức 18 tỷ đồng.

Cơ cấu lợi nhuận gộp của TCM



Nguồn: VPBS

Thu nhập tài chính

Thu nhập tài chính: thu nhập từ lãi vay dự báo sẽ là 12% tiền và tương đương tiền

Chi phí tài chính: lãi vay trung bình giả định là 5% trong giai đoạn 2014-2018. Theo đó, TCM sẽ ghi nhận chi phí lãi vay từ 50 tỷ đồng đến 64 tỷ đồng.

Lỗ tỷ giá: dựa trên giả định VND sẽ giảm giá 2%/năm so với USD trong vòng 5 năm tới, lỗ tỷ giá sẽ là 8-12 tỷ USD trong giai đoạn dự báo.

Thuế

Thuế đối với hoạt động kinh doanh dệt may chính của TCM trong khu công nghiệp là 15%. TCM đã được miễn thuế trong ba năm tính từ năm đầu có lợi nhuận trong hoạt động kinh doanh chính (2006-2008) và chỉ trả một nửa thuế TNDN trong bảy năm tiếp theo 2009-2015 (7,5%). Các hoạt động khác có mức thuế suất chung là 25%.

Lợi nhuận ròng

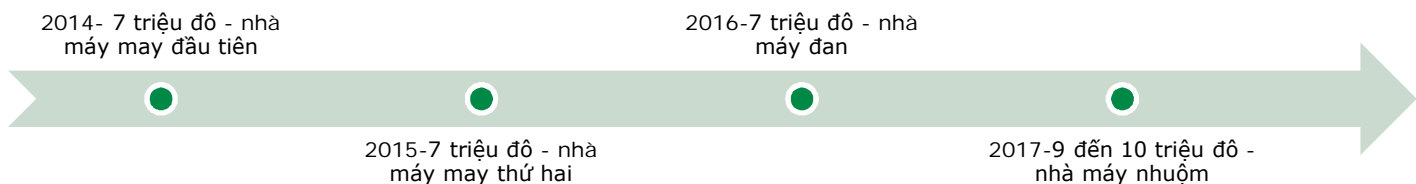
Chúng tôi giả định Chi phí bán hàng/Doanh thu là 8%-10% trong giai đoạn 2014-2018. Biên lợi nhuận ròng của TCM được dự báo là 6%-10%, tăng dần trong giai đoạn 2014-2018. Theo đó, lãi cơ bản trên cổ phiếu của TCM dự kiến sẽ dao động từ khoảng 3.334 đồng năm 2014 đến 8.740 đồng/ cổ phiếu năm 2018.

Bảng cân đối kế toán

Chúng tôi sử dụng những giả định chính sau để cho bảng cân đối kế toán của TCM:

- Số ngày thu về tiền hàng tồn đọng: vẫn ổn định ở mức 22 ngày.
- Số ngày tồn kho: dao động khoảng 104-108 ngày.
- Số ngày phải trả: ổn định ở mức 27 ngày.
- Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn: vẫn ổn định như tỷ lệ phần trăm của doanh thu và chi phí liên quan.
- Chi đầu tư: TCM sẽ dành quỹ đầu tư cho các nhà máy mới như dưới đây.

Danh sách đầu tư các nhà máy mới của TCM



Nguồn: TCM, VPBS

- **Các khoản vay:** vay ngắn hạn sẽ chiếm 25% đến 26% doanh thu dựa trên dữ liệu lịch sử. Trong khi đó, đối với các khoản vay dài hạn tăng thêm chiếm 70% nhu cầu vốn cho các nhà máy mới. Các khoản vay hiện tại sẽ được thanh toán theo tiến độ hiện tại.
- **Cổ tức:** TCM dự kiến sẽ trả 10% cổ tức bằng tiền mặt (1.000 đồng/cổ phiếu) vào năm 2014. Trong những năm sau đó, cổ tức được dự báo sẽ tăng dần và đạt 1.700 đồng/ cổ phiếu vào năm 2018.

ĐỊNH GIÁ

Để định giá TCM, chúng tôi đã sử dụng hai phương pháp gồm P/E và DCF.

So sánh với các công ty trong ngành

Chúng tôi lựa chọn các công ty có chỉ số vốn hóa tương tự với TCM, bao gồm các công ty trong nước và các công ty trong khu vực. Chúng tôi loại bỏ những công ty có chỉ số tài chính không tương ứng và rút ngắn còn sáu công ty.

- **CT TNHH Siyaram Silk Mills (Ấn Độ)** sản xuất xơ, vải đã nhuộm và họa tiết, và quần áo may sẵn.
- **CT TNHH People's Garment Public Company (Thái Lan)** sản xuất và phân phối quần áo may sẵn cho mọi tầng lớp người tiêu dùng. Công ty là một phần của Tập đoàn Sahara.
- **CT TNHH Yangtzekiang Garment (Hongkong)**, qua các công ty con, sản xuất và bán các sản phẩm dệt may.
- **CT TNHH Art Textile Technology International (Hongkong)**, qua các công ty con, sản xuất và bán sản phẩm dệt may cuối cùng cho thị trường trung đến cao cấp ở Trung Quốc.
- **CT TNHH Golden Shield Holdings Industrial (Hongkong)** chuyên về sản xuất và bán sợi bông và vải xám. Sản phẩm của tập đoàn còn bao gồm chăn ga gối đệm và quần áo.
- **Prolexus Berhad (Malaysia)**, qua các công ty con, sản xuất và đưa ra thị trường các sản phẩm may mặc và quần áo cho trẻ em.

Mặc dù vậy, nếu chỉ so sánh đơn thuần chỉ số P/E sẽ không chính xác vì các công ty trong ngành giao dịch ở các thị trường khác nhau với các chỉ số phi rủi ro và tình hình vĩ mô khác nhau. Để chính xác hơn, chúng tôi thực hiện tính toán chỉ số P/E tương đối để tính ra giá trị tương đối của TCM là 29.865 đồng/ cổ phiếu.

Tên	P/E	P/E thị trường	Tỷ lệ P/E so với P/E thị trường	ROE (%)
Siyaram Silk Mills	5,74	17,98	0,32	18,6%
CT TNHH People's Garment Public	13,91	16,54	0,84	6,6%
CT TNHH Yangtzekiang Garment	6,70	10,81	0,62	6,9%
CT TNHH Art Textile Technology International	6,41	10,81	0,59	5,4%
CT TNHH Golden Shield Holdings Industrial	14,08	10,81	1,30	1,8%
Prolexus Berhad	7,03	16,94	0,41	17,5%
Trung bình	8,98	13,98	0,68	9,47%
CTCP Dệt may Thành Công	8,06	13,14	0,61	16,8%
2014 EPS của TCM	3.334			
Giá (VND/cổ phiếu)	29.865			

Nguồn: VPBS, Bloomberg

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Trong phương pháp chiết khấu dòng tiền, với Beta 1,2, là chỉ số Beta trong một năm thu thập từ Bloomberg, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%, lãi suất phi rủi ro áp dụng là 7,05% (lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm) chúng tôi tính ra chỉ số WACC là 12% cho TCM Như vậy, chúng tôi tính toán được giá trị nội tại của TCM là **33.378 đồng/cổ phiếu**.

Chi phí vốn	Giá trị
Lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	7,05%
Beta	1,2
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,00%
Chi phí vốn	16,58%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	8%
Thuế suất	15%
Chi phí lãi vay sau thuế	6,8%
Giá hiện tại (VND)	25.000
Khối lượng cổ phiếu lưu hành	49
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.227,5
Nợ (tỷ đồng)	925,27
WACC	12%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%
Giá trị cổ phiếu	33.378

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn		WACC				
		10%	11%	12%	13%	14%
	1%	37.002	30.513	25.245	20.891	17.238
	2%	43.011	35.150	28.905	23.834	19.642
	3%	50.737	40.945	33.378	27.366	22.483
	4%	61.038	48.396	38.969	31.683	25.893
	5%	75.460	58.332	46.158	37.079	30.060

Nguồn: VPBS

Giá DCF theo biên lợi nhuận gộp

Do không có số liệu chính xác về số lượng bông sử dụng cho sản xuất nhưng chúng tôi ước tính chi phí bông chiếm 80-90% chi phí nguyên vật liệu và chi phí nguyên vật liệu chiếm 60% chi phí giá vốn hàng bán. Do đó nếu chi phí bông tăng khoảng 25% thì giá vốn hàng bán có thể tăng khoảng 12%. Giá bông đã tăng từ 1 đô/1 kg trong 2006 lên mức trung bình 3 đô/1 kg trong năm 2011 và hiện nay đang giao động ở mức 2 đô/1 kg.

Biên LN gộp	Giá DCF	Thay đổi
26%	55.260	66%
22%	47.966	44%
18%	40.672	22%
14%	33.378	0%
10%	26.084	-22%
6%	19.701	-41%
2%	11.496	-66%

Phân tích kỹ thuật

Sau khi giảm điểm khá nhanh từ vùng đi ngang 27.000-30.000 đ/cp, TCM đã tạo đáy tại mức giá 21.200 đ/cp ngày 15/5/2014. Từ đây, TCM bắt đầu có xu hướng phục hồi và tăng giá ngắn hạn trở lại. Hiện tại, TCM đang giao dịch tại vùng kháng cự mạnh tạo bởi đường MA50 và MA100 tại 25.900-26.500 đ/cp. Tín hiệu tăng trưởng trung hạn sẽ xuất hiện nếu TCM có thể vượt thành công vùng kháng cự nói trên trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với TCM tại thời điểm phát hành báo cáo lần này.

Phân tích kỹ thuật

Mã	TCM
Kỳ hạn	3 đến 6 tháng
3 tháng cao nhất	29.500
3 tháng thấp nhất	21.200
Đường MA50 ngày	25.900
Đường MA100 ngày	26.500
Ngưỡng kháng cự trung hạn	26.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	21.200
Khuyến nghị	NẮM GIỮ

Nguồn: VPBS

Price performance



Nguồn: VPBS

KẾT LUẬN

Kết hợp phương pháp P/E và DCF, chúng tôi tính ra mức giá mục tiêu của TCM là 31.501 đồng/ cổ phiếu, 20% cao hơn so với giá giao dịch hiện tại.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá tương ứng
P/E	29.865	50%	14.812
DCF	33.378	50%	16.689
Giá mục tiêu			31.501

Nguồn: VPBS

Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)	2012A	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu							
Doanh thu từ kinh doanh sợi, vải và quần áo	2229	2502	2777	3077	3374	3694	4048
Tốc độ tăng trưởng		12%	11%	11%	10%	9%	10%
Doanh thu khác	54	52	54	54	55	56	57
Tốc độ tăng trưởng		-4%	3%	1%	1%	1%	1%
Tổng Doanh thu	2.284	2.554	2.831	3.132	3.429	3.751	4.105
Tốc độ tăng trưởng		12%	11%	11%	9%	9%	9%
Giá vốn hàng bán							
Giá vốn hàng bán	2.062	2.153	2.389	2.601	2.809	3.041	3.260
% GVHB/ doanh thu	90%	84%	84%	83%	82%	81%	79%
Khấu hao trong GVHB	55	56	68	86	96	108	115
Giá vốn hàng bán	2.116	2.209	2.457	2.687	2.905	3.149	3.375
Trừ: khấu hao trong giá vốn hàng bán	55	56	68	86	96	108	115
Giá vốn hàng bán	2.062	2.153	2.389	2.601	2.809	3.041	3.260
Lợi nhuận gộp	222	402	442	531	620	710	845
Biên LN gộp	10%	16%	16%	17%	18%	19%	21%
Chi phí bán hàng							
Marketing	57	65	57	94	137	150	164
Tổng chi phí bán hàng	57	65	57	94	137	150	164
Chi phí quản lý							
Lương	91	99	103	109	119	131	144
Tổng chi phí quản lý	91	99	103	109	119	131	144
Thu nhập từ công ty liên kết	4	4	4	4	4	4	4
EBITDA	79	241	286	332	368	432	541
Biên EBITDA	3%	9%	10%	11%	11%	12%	13%
	147	164	159	203	256	281	308
Khấu hao	55	56	59	77	87	97	110
EBIT	25	185	227	255	281	336	431
Doanh thu tài chính	13	13	14	19	31	43	52
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay	58	44	51	73	93	118	122
Lỗi tỷ giá (Lãi tỷ giá)			8	9	10	11	12
CP tài chính khác	9	22	5	5	5	5	5
Lợi nhuận tài chính ròng	(54)	(53)	(50)	(68)	(78)	(92)	(88)
Thu nhập khác	5	3					
LN trước thuế	(24)	134	176	187	203	244	343
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(2)	11	14	15	30	37	52
Thuế suất thực tế	6%	8%	8%	8%	15%	15%	15%
Thu nhập trước lãi lỗ bất thường	(23)	124	162	172	172	207	292
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	0	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	(24)	123	162	172	172	207	292
Biên lợi nhuận ròng	-1%	5%	6%	5%	5%	6%	7%
Cổ phiếu lưu hành trung bình	49	49	49	49	49	49	49
EPS	(491)	2.514	3.307	3.501	3.510	4.222	5.944
Cổ tức/cổ phiếu	-	-	1.000	1.200	1.500	1.500	1.700

Bảng cân đối tài sản (Tỷ đồng)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản cố định							
Tiền và tương đương tiền	91	118	175	278	386	473	649
Đầu tư ngắn hạn	-	2	2	2	2	2	2
Phải thu	145	154	171	189	207	226	259
<i>Vòng quay phải thu</i>	23	22	22	22	22	22	23
Hàng tồn kho	610	613	680	750	803	871	965
<i>Vòng quay hàng tồn kho</i>	108	104	104	105	104	105	108
Tài sản ngắn hạn khác	107	73	73	85	77	78	80
Tổng tài sản ngắn hạn	953	960	1.101	1.303	1.475	1.650	1.953
Long-Term Assets							
Tài sản dài hạn	1.419	1.428	1.638	1.830	2.023	2.260	2.368
Tài sản cố định	706	710	769	847	933	1,030	1,140
Tài sản ròng	714	717	868	984	1,090	1,230	1,228
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định vô hình	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	300	312	312	312	312	312	312
Tổng tài sản dài hạn	1.013	1.029	1.180	1.296	1.401	1.542	1.539
Tổng tài sản	1.966	1.989	2.281	2.599	2.876	3.192	3.493
Nợ ngắn hạn							
Phải trả	173	136	176	192	207	225	241
<i>Vòng quay phải trả</i>	31	23	27	27	27	27	27
Chi phí phải trả	116	145	141	179	226	247	271
Nợ ngắn hạn	668	661	707	812	896	983	1,085
Nợ phải trả khác	42	4	4	4	4	4	4
Tổng nợ ngắn hạn	999	946	1,027	1,188	1,333	1,460	1,601
Nợ dài hạn							
Nợ dài hạn	310	264	361	406	439	494	446
Nợ dài hạn khác	35	37	37	37	37	37	37
Tổng nợ dài hạn	345	301	398	443	476	531	483
Tổng nợ	1.344	1.247	1.425	1.630	1.809	1.991	2.083
<i>Nợ/ Vốn</i>	61,4%	55,7%	55,7%	55,9%	55,7%	55,3%	52,2%
Vốn chủ sở hữu							
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	491	515	514.72	514.72	514.72	514.72	514.72
Lợi nhuận giữ lại	124	221	334.42	447.39	546.09	679.75	888.15
Vốn khác	-	-	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	615	736	849	962	1,061	1,194	1,403
Quyền lợi cổ đông thiểu số	6	6	6.38	6.38	6.38	6.38	6.38
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.966	1.989	2.281	2.599	2.876	3.192	3.493

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận sau thuế	(20)	135	162	172	172	207	292
Khấu hao tài sản cố định và tài sản vô hình	55	56	59	77	87	97	110
Thay đổi trên Vốn lưu động	33	(64)	(44)	(83)	(49)	(71)	(112)
Chênh lệch trên các khoản khác	34	55	(4)	38	47	22	24
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	101	182	173	205	257	255	314
Tiền thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	3	1	-	-	-	-	-
Tiền thu từ đầu tư, góp vốn vào các đơn vị khác	(27)	(69)	(210)	(193)	(193)	(237)	(107)
Chi phí từ thanh lý TSCĐ	(1)	(2)	-	-	-	-	-
Các hoạt động đầu tư khác	2	3	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(24)	(67)	(210)	(193)	(193)	(237)	(107)
(Chi trả cổ tức)	(67)	(31)	(49)	(59)	(74)	(74)	(83)
Tiền vay ngắn hạn nhận được	1.431	1.902	46	106	83	88	101
Tiền vay dài hạn nhận được	(1.442)	(1.953)	97	45	33	55	(49)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-	-
Tiền thu từ các hoạt động tài chính khác	(4)	(5)	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(81)	(87)	93	91	43	69	(31)
Tiền tồn đầu kỳ							
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	95	91	118	175	278	386	473
<i>Số dư tiền mặt cuối kỳ</i>	<i>(4)</i>	<i>28</i>	<i>57</i>	<i>103</i>	<i>108</i>	<i>87</i>	<i>176</i>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	90	118	175	278	386	473	649

Chỉ số	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số so sánh							
PE		9,9	13,7	7,7	7,6	6,3	4,4
PEG	N/a	-1,9	19,8	4,3	7,6	5,2	3,0
EV/EBIT	54,2	6,0	15,2	8,9	8,0	6,7	5,2
EV/EBITDA	17,0	4,6	10,7	6,8	6,1	5,2	4,1
P/S	0,1	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
P/B	0,4	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9
Lợi tức	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Chỉ số sinh lợi							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	9,72%	15,72%	12,67%	16,66%	17,79%	18,64%	20,32%
Biên LN EBITDA	3,48%	9,43%	7,16%	10,29%	10,43%	11,25%	12,91%
Biên LN hoạt động	1,09%	7,23%	5,07%	7,83%	7,89%	8,67%	10,23%
Biên LN ròng	-1,05%	4,83%	3,03%	4,90%	4,51%	5,00%	6,57%
ROA	(0,01)	0,06	0,04	0,07	0,06	0,06	0,08
ROE	(0,04)	0,18	0,11	0,19	0,17	0,19	0,23
Chỉ số nợ vay							
Chỉ số thanh toán lãi (EBIT/I)	0,43	4,16	2,80	3,36	2,90	2,75	3,43
EBITDA / (I + Cap Ex)	0,93	2,13	0,78	1,21	1,25	1,19	2,31
Nợ vay/vốn	0,61	0,56	0,58	0,58	0,58	0,58	0,55
Nợ vay/VCSH	1,59	1,26	1,38	1,40	1,41	1,39	1,23
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tài sản	1,16	1,28	1,28	1,25	1,24	1,23	1,23
Vòng quay phải thu	15,74	16,56	16,56	16,56	16,56	16,56	15,87
Vòng quay phải trả	13,19	18,79	15,57	16,22	16,49	16,64	17,00
Vòng quay tồn kho	3,74	4,17	4,02	4,16	4,25	4,29	4,24
Hệ số thanh toán hiện thời	0,95	1,02	1,00	1,02	1,02	1,04	1,12
Hệ số thanh toán nhanh	0,34	0,37	0,32	0,38	0,42	0,44	0,52

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lê Mai Thùy Linh

Giám Đốc – Phân tích cơ bản
linhlm@vpbs.com.vn

Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích
bant@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1 – Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418



Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.