

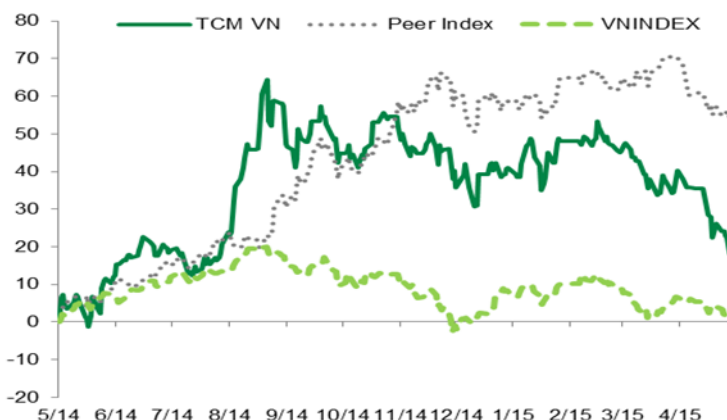
# CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG

Ngày 20 Tháng Năm, 2015

## BÁO CÁO CẬP NHẬT CÔNG TY: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (20/5/2015):	(đồng)	28.400
Giá trị nội tại:	(đồng)	30.000
Khuyến nghị mua ngắn hạn theo PTKT	Bán	
Ngưỡng Kháng Cự	VND	32.000
Ngưỡng Hỗ Trợ	VND	25.000
Mã Bloomberg: <b>TCM VN</b>	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành:	Dệt may	
Beta	1,08	
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)	21.200 – 37.800	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	49	
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.531	
Cổ phiếu lưu hành tự do	25 triệu cp	
KLGDBQ 12 tháng	105.850	
Sở hữu nước ngoài (%)	49%	
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (TTM)
2016F	3,8%	3.391
2015F	3,8%	3.612
2014	4,5%	3.429
2013	3,8%	2.514
	2010-15 CAGR	2015F (tỷ đồng) CAGR
Doanh thu	8,0%	2.777 7,9%
EBITDA	-0,2%	245 6,7%
Lợi nhuận ròng	-2,4%	177 0,5%
Chỉ số tài chính	TCM	Cũng ngành VNI
P/E	7,8	6,6 11,7
P/B	1,6	1,2 1,65
Nợ/VCSH	1,1	0,5 1,1
EV/EBITDA	7,67	6,80 8,49
ROE	21,8%	18,4% 14,9%



Chúng tôi thay đổi khuyến nghị đối với CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM) từ MUA thành NĂM GIỮ dựa vào những luận điểm sau:

- ❖ **Giá bông giảm là con dao hai lưỡi.** Giá bông rẻ hơn giúp giảm chi phí tuy nhiên giá bán sợi cũng sẽ giảm tương ứng. Điều này đã phản ánh vào biên lợi nhuận gộp của TCM, tăng nhẹ từ 13,5% năm 2013 lên 14,6% năm 2014. Chúng tôi dự phóng giá bông vẫn sẽ thấp trong năm 2015, giúp biên lợi nhuận gộp của TCM sẽ tăng nhẹ lên mức 15,2%.
- ❖ **Tăng trưởng chắc chắn năm 2015.** Trong năm 2015, các hợp đồng quần áo đã được ký hết và các hợp đồng về vải cũng tăng khá tốt. Tuy nhiên, hợp đồng về sợi ít hơn năm ngoài. Chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ tăng 8% và lợi nhuận sẽ tăng 6% trong năm nay.
- ❖ **Tăng trưởng mạnh hơn nhờ các nhà máy mới từ năm 2016:** TCM đầu tư lớn vào công cuộc mở rộng nhà máy đan, nhuộm và may. Giai đoạn đầu của nhà máy may mới của TCM sẽ bắt đầu hoạt động trong Q2/2015, và dự kiến sẽ hoàn thiện giai đoạn ba vào năm 2017. Điều này sẽ không ảnh hưởng nhiều đến doanh thu năm 2015 nhưng tăng trưởng doanh thu năm 2016 và 2017 sẽ đạt 9% mỗi năm.
- ❖ **Giá cổ phiếu đã phản ánh đầy đủ.** Chúng tôi cho rằng thị trường hiện nay đánh giá khá đầy đủ giá trị cổ phiếu TCM. Tuy nhiên giá cổ phiếu ngành may mặc vẫn có thể tăng khi Hiệp định TPP được ký kết trong năm nay.

### Giới thiệu về công ty:

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

Công ty được thành lập vào năm 1967 và niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh năm 2007. Tính đến cuối Q1/2015, tổng tài sản TCM đạt 2.037 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 847 tỷ đồng.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

---

## NỘI DUNG

<b>NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM .....</b>	<b>3</b>
<b>CẬP NHẬT CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG .....</b>	<b>6</b>
Cập nhật kế hoạch mở rộng .....	6
Cập nhật dự án bất động sản .....	7
Những thông tin khác .....	7
Hoạt động kinh doanh .....	9
<b>ĐỊNH GIÁ.....</b>	<b>12</b>
So sánh với các công ty cùng ngành .....	12
Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) .....	13
Diễn biến giá cổ phiếu thời gian gần đây .....	13
Phân tích kỹ thuật .....	14
<b>LIÊN HỆ .....</b>	<b>18</b>

## NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

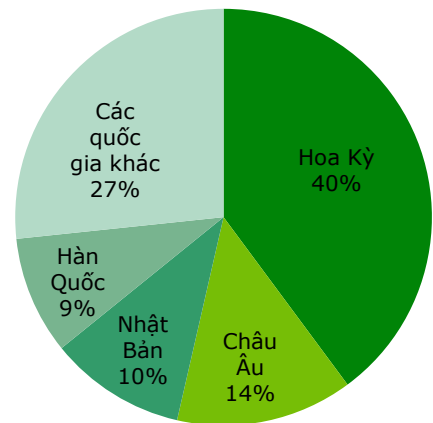
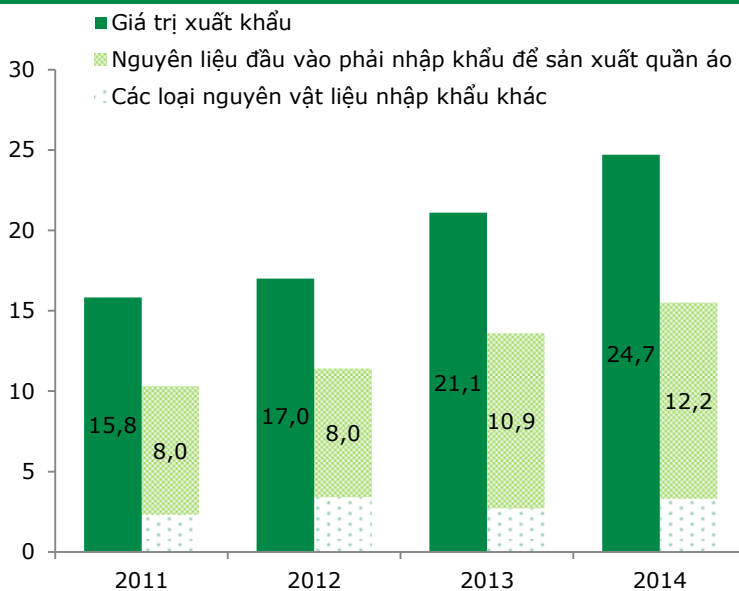
*Ngành dệt may Việt Nam vẫn tăng trưởng cao 17% năm 2014.*

Năm 2014 tiếp tục là một năm thành công của ngành dệt may với giá trị xuất khẩu đạt 24,7 tỷ USD, tăng 17% so với năm ngoái. Thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam năm 2014 vẫn là các thị trường truyền thống. Hoa Kỳ là nhà nhập khẩu lớn nhất các sản phẩm may mặc của Việt Nam, chiếm 40% tổng giá trị.

Mặt khác, Việt Nam nhập khẩu 15,5 tỷ USD hàng dệt may các loại, tăng 14% so với năm ngoái các mặt hàng sợi, vải và quần áo. Trong đó 79% dùng để sản xuất hàng xuất khẩu, tương đương 50% giá trị thặng dư.

Giá trị nhập khẩu và xuất khẩu hàng dệt may 2011 – 2014 (tỷ USD)

Cơ cấu thị trường xuất khẩu hàng dệt may, 2014



Nguồn: VITAS

**Nhập khẩu bông:** Năm 2014, khối lượng nhập khẩu bông đạt 761 nghìn tấn, tương đương 1,4 tỷ USD, tăng 29% về khối lượng và 23% về giá trị so với năm ngoái. Mức tăng về khối lượng cao hơn mức tăng về giá trị cho thấy giá bông nhập khẩu trung bình đã giảm khoảng 6%. Về thị trường nhập khẩu, Việt Nam nhập khẩu bông chủ yếu từ các thị trường dài hạn như Hoa Kỳ (33%), Ấn Độ (18%), và Úc (10%) năm 2014.

**Giá bông giảm trong Q1/2015 do nguồn cung tăng mạnh:** giá bông trung bình năm 2014 khoảng 1,71 USD/kg trong khi giá bông trung bình trong bốn tháng đầu năm 2015 còn 1,43 USD/kg, giảm 16%. Giá bông dự báo sẽ vẫn ở mức thấp trong năm 2015. Xét về nguồn cung, lượng cung bông giảm từ thị trường Ấn Độ, Uzbekistan được bù đắp bằng mức tăng nguồn bông tại các thị trường Hoa Kỳ, Mexico và Pakistan. Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) dự báo nguồn cung bông thế giới sẽ đạt khoảng 26 triệu tấn, hầu như không đổi so với năm ngoái. Lượng bông toàn cầu cuối kỳ ở mức cao 24,1 triệu tấn và mức tiêu thụ bông dự báo sẽ vẫn ổn định. Đặc biệt lượng dự trữ bông lớn tại Trung Quốc có thể cung cấp 186% nhu cầu

tiêu thụ bông của nước này, vì vậy lượng nhập khẩu bông ở Trung Quốc thấp.

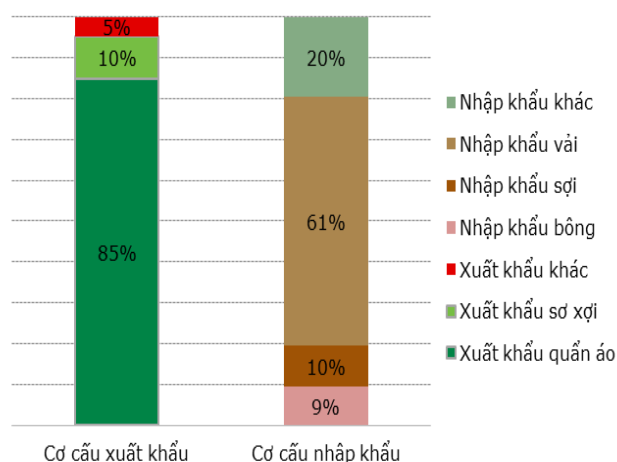
Trữ lượng bông trên thế giới (triệu tấn)	2013	2014	2015F
Số dư đầu kỳ	16	19,6	22,1
Sản xuất	26,9	26,2	26
Nguồn cung	42,9	45,8	48,1
Mức tiêu thụ	23,5	23,7	24
Số dư cuối kỳ	19,4	22,1	24,1
Tỷ lệ tồn kho/sử dụng	83,6%	93,4%	99,1%

Nguồn: USDA

**Nhập khẩu sợi và xơ:** Giá trị nhập khẩu sợi đạt 1,6 triệu USD, tăng nhẹ 3% so với năm ngoái. Khối lượng nhập khẩu sợi đạt 740 nghìn tấn, tăng 6% theo năm. Giá nhập khẩu sợi đi cùng xu hướng giảm với giá nhập khẩu bông. Sợi được nhập khẩu từ Đài Loan, Thái Lan, Hàn Quốc và Trung Quốc.

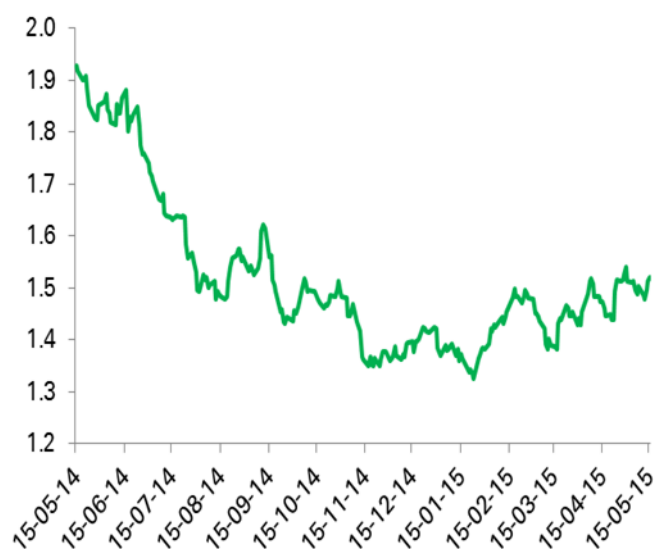
**Nhập khẩu vải:** Trong cơ cấu giá trị hàng dệt may nhập khẩu, vải chiếm phần lớn 61% tổng giá trị. Năm 2014, giá trị nhập khẩu vải đạt 9,4 tỷ USD, tăng 12% so với năm 2013.

Cơ cấu các sản phẩm nhập khẩu và xuất khẩu



Nguồn: VITAS

Giá bông (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg

## Cập nhật các Hiệp định thương mại

**Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU:** Các bên kết thúc đàm phán vòng thứ 12 của Hiệp định từ 23 – 27/3/2015 tại Hà Nội. Cả hai bên đều cố gắng đạt thêm bước tiến mới về các vấn đề nổi bật và hy vọng sẽ hoàn tất đàm phán trong năm nay. Các phiên đàm phán tập trung chủ yếu vào các lĩnh vực nổi bật trong Hiệp định như là về hàng hóa (mức thuế, nguyên tắc xuất xứ, hàng rào phi thuế quan, thuế xuất khẩu), dịch vụ và đầu tư, mua

---

sắm Chính phủ, các doanh nghiệp nhà nước và các vấn đề pháp lý. Vòng đàm phán tiếp theo dự kiến sẽ diễn ra vào tháng 6/2015 tại thủ đô Brúc-xen, Bỉ.

**Hiệp định hợp tác xuyên Thái Bình Dương (TPP):** Ngày 14/5/2015, đảng Dân chủ và đảng Cộng hòa đã đạt thỏa thuận về mặt pháp lý thông qua quyền đàm phán nhanh cho Tổng thống Obama sau khi thất bại ở Thượng viện ngày hôm trước đó (13/5). Nếu được thông qua, Tổng thống Obama sẽ có quyền kết thúc đàm phán Hiệp định TPP kéo dài suốt nhiều năm qua. Với cơ chế này, các nghị sỹ chỉ có quyền bỏ phiếu đồng thuận hay bác bỏ với bản Hiệp định mà không thể đề xuất thay đổi trong đó. Tuy nhiên, điều luật mới yêu cầu Tổng Thống phải công bố Hiệp định TPP ít nhất 60 ngày trước khi ký. Và Quốc hội Mỹ sẽ phải mất tới bốn tháng để xem xét, đánh giá trước khi bỏ phiếu thông qua. Hiện nay, vẫn chưa có thời hạn nào được đề ra đối với các phiên đàm phán của Hiệp định TPP. Tuy nhiên tiến độ sẽ tăng tốc trong hai tháng tới vì đó là lúc 12 nước thành viên TPP phải xem xét các vấn đề về chính trị. Theo Bộ trưởng thương mại Úc, đây là vấn đề khó giải quyết nhất trong Hiệp định TPP. Thời hạn ký kết Hiệp định TPP có thể được ra hạn thêm đến cuối năm 2015 hoặc đến 2016.

# CẬP NHẬT CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG

## Cập nhật kế hoạch mở rộng

*Với khoản đầu tư ban đầu 7,8 triệu USD cho giai đoạn một, nhà máy may đầu tiên dự kiến sẽ đóng góp 30 triệu USD doanh thu mỗi năm nếu chạy hết công suất.*

Như đã đề cập trong báo cáo công ty lần đầu, TCM tập trung thành lập công ty con một thành viên Thành Công Vĩnh Long, kết hợp chuỗi nhà máy đan, nhuộm và may tại khu công nghiệp Hòa Phú, tỉnh Vĩnh Long. Ngày 16/9/2014, TCM đã nhận giấy chứng nhận đầu tư để xây dựng dự án này. Theo đó hai nhà máy may, một nhà máy đan và một nhà máy nhuộm sẽ xây dựng chia làm ba giai đoạn từ T9/2014 đến T4/2017.

Dựa vào giấy chứng nhận đầu tư của các nhà máy, chúng tôi cập nhật chi tiết các thông tin mới kể từ lúc ra báo cáo lần đầu (T6/2014) về mỗi nhà máy như sau:

❖ Giai đoạn một – bắt đầu từ T12/2014: xây dựng nhà máy may đầu tiên với giá trị đầu tư 165,6 tỷ đồng. Trong đó, công ty đóng góp bằng giá trị quyền sử dụng đất, cơ sở vật chất nhà máy và đầu tư máy móc thiết bị với giá trị 33,1 tỷ đồng. Theo kế hoạch, nhà máy may đầu tiên của giai đoạn một (27 dây chuyền sản xuất) đã bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2014. Tuy nhiên do trì hoãn ở khâu cấp phép giấy chứng nhận đầu tư đối với cả dự án, ví dụ nhà máy nhuộm có thể ảnh hưởng đến môi trường, kéo theo việc xây dựng nhà máy may đầu tiên khởi công chậm hơn dự kiến. Tính đến nay, nhà máy đã hoàn thành 40% đến 50% tiến độ dự án và dự kiến bắt đầu hoạt động vào cuối Q2/2015. Nếu thêm nhà máy mới này, tổng công suất các nhà máy may của TCM tăng 33% từ 18 triệu sản phẩm mỗi năm lên 24 triệu sản phẩm. Theo đại diện của TCM, nếu chạy hết công suất, nhà máy may sẽ đóng góp 30 triệu USD mỗi năm, nâng tổng doanh thu dệt may lên 100 triệu USD mỗi năm.

*Giai đoạn hai và ba sẽ cần đầu tư thêm 22 triệu USD.*

❖ Giai đoạn hai – bắt đầu từ T12/2015: xây dựng nhà máy may thứ hai với giá trị đầu tư nhỏ hơn 122,6 tỷ đồng. Trong đó, công ty đóng góp 24,5 tỷ đồng tương tự các dạng đóng góp như ở giai đoạn một.

❖ Giai đoạn ba – bắt đầu từ T12/2017: xây dựng nhà máy đan và nhà máy nhuộm với tổng vốn đầu tư 356,9 tỷ đồng. Trong đó, công ty đóng góp 71,4 tỷ đồng vào xây dựng nhà máy, đầu tư máy móc và hệ thống xử lý nước.

Tổng giá trị đầu tư cho cả dự án khoảng 640 tỷ đồng. Trong đó công ty con một thành viên Thành Công Vĩnh Long đóng góp khoảng 25%. Phần vốn còn lại được huy động từ công ty mẹ TCM và các nguồn khác.

TCM là một trong những doanh nghiệp đầu tiên trong ngành dệt may được hưởng lợi từ Hiệp định TPP theo nguyên tắc xuất xứ “từ sợi trở đi” khi dây chuyền sản xuất của họ khép kín từ khâu sản xuất sợi đến thành phẩm cuối cùng. Hiện nay công suất của các nhà máy đã ở mức tối đa, vì vậy kế hoạch mở rộng của TCM không chỉ là sự chuẩn bị để đón đầu cơ hội từ Hiệp định

TPP mà còn để phát triển các thị trường truyền thống của công ty đặc biệt từ Hàn Quốc và Nhật Bản.

Giai đoạn đầu tư	Mở rộng công suất sản xuất			
	Công suất hiện tại	T12/2014	T12/2015	2017
<b>Sợi</b>				
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			
<b>Công suất lũy kế (tấn/năm)</b>	<b>21.000</b>			
<b>Dệt</b>				
Nhà máy dệt (triệu mét/năm)	7			
<b>Đan</b>				
Nhà máy đan (tấn/năm)	7.000			4.818
<b>Công suất lũy kế</b>				<b>11.818</b>
<b>Nhuộm</b>				
Vải dệt (triệu mét/năm)	10			
Vải đan (ngàn tấn vải/năm)	8			11
<b>Công suất lũy kế vải đan (ngàn tấn vải/năm)</b>	<b>18</b>			<b>19</b>
<b>May</b>				
Nhà máy may (triệu sản phẩm/năm)	18	6	6	
<b>Công suất lũy kế (triệu sản phẩm/năm)</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	

Nguồn: TCM

## Cập nhật dự án bất động sản

**Dự án TC Tower:** TCM nhận giấy chứng nhận đầu tư T11/2014 để đầu tư vào dự án TC tại 37 Tây Thạnh, quận Tân Phú. Đây là dự án phức hợp khu nhà ở chung cư cao tầng kết hợp thương mại dịch vụ. Dự án này do hai thành viên góp vốn là Thành Công và công ty E-land Asia Holdings với vốn điều lệ là 159,2 tỷ đồng. Trong đó, TCM sẽ góp 85,3% vốn điều lệ bằng quyền sử dụng đất (tương đương 6 triệu USD) và tiền mặt (tương đương 0,4 triệu USD). Công ty E-land đóng góp phần còn lại bằng tiền mặt (tương đương 1,1 triệu USD). Tổng giá trị đầu tư của dự án là 962,7 tỷ đồng. Do TCM đang tập trung mở rộng công suất, nhu cầu vốn cho dự án này sẽ huy động từ các đối tác.

## Những thông tin khác

### Thay đổi các vị trí quản lý

Ông Kim Jung Heon, thành viên Hội đồng quản trị đã từ nhiệm ngày 20/3/2015. Không có thành viên khác bổ sung, do đó thành viên trong Hội đồng quản trị TCM hiện nay có năm người.

Ông Lee Eun Hong, Tổng giám đốc đã mãn nhiệm kỳ 2012 – 2015 và thành viên Hội đồng quản trị đã bổ nhiệm ông Kim Dong Ju, Phó Tổng giám đốc vào vị trí Tổng giám đốc cho nhiệm kỳ 2015 – 2018.

---

*Cổ tức sẽ giảm nhẹ để  
vốn cho đầu tư mở rộng.*

### **Kế hoạch cổ tức**

TCM dự kiến trả cổ tức bằng tiền mặt 12% năm 2014 (1.200 đồng/cổ phiếu), tương đương tỷ lệ trả cổ tức là 30%. Công ty đã trả cổ tức lần đầu khoảng 6% trong T1/2015. Lần trả cổ tức thứ 2 sẽ được Ban Giám đốc quyết định trong Q2/2015.

Cổ tức 2015 dự kiến giảm từ 12% năm 2014 xuống khoảng 10% do lợi nhuận công ty sẽ để lại để đầu tư cho các nhà máy mới.



## Hoạt động kinh doanh

### Kết quả năm 2014

#### Doanh thu không tăng trưởng

Năm 2014, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 2.571 tỷ đồng, chỉ tăng 0,6% so với năm ngoái. Điều này khác với dự phóng doanh thu tăng 11% của chúng tôi trong báo cáo lần đầu. Hơn nữa, TCM cũng không hoàn thành kế hoạch doanh thu năm 2014 khi doanh thu chỉ đạt 2.822,8 tỷ đồng, tương đương 91% kế hoạch.

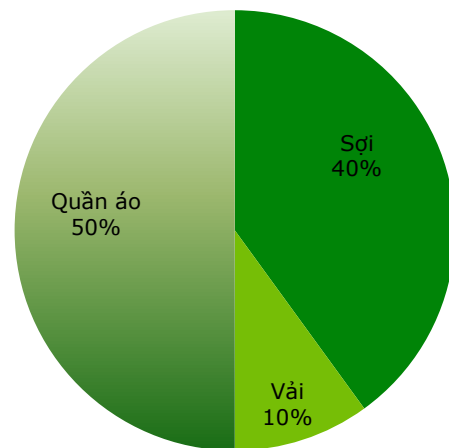
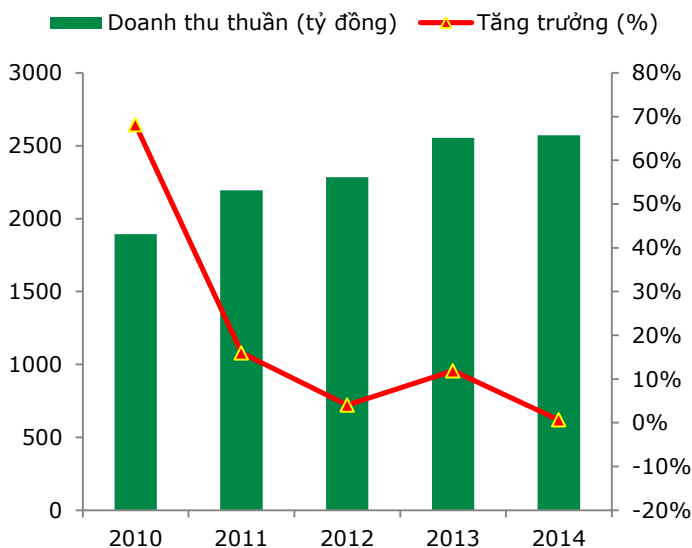
Nguyên nhân chủ yếu do giá bông giảm. Xu hướng giảm giá bông cũng làm giảm giá bán các sản phẩm từ sợi, vốn chiếm 40% doanh thu hàng dệt may, khoảng 4-5%. Điều này sẽ được bù trừ bằng tăng doanh thu từ vải và đồ may mặc (chiếm lần lượt 10% và 50% tổng doanh thu từ dệt may).

Tương tự năm 2013, 92% sản phẩm của TCM năm 2014 đều xuất khẩu. Cơ cấu khách hàng phân loại theo doanh thu như sau (số liệu chính xác không được cung cấp):

- Khách hàng mua hàng may mặc: E-land (35-40%), Hoa Kỳ và Nhật
- Khách hàng mua hàng sợi: Trung Quốc và Hàn Quốc
- Khách hàng mua hàng vải chủ yếu từ Nhật.

Doanh thu TCM và mức độ tăng trưởng (%)

Cơ cấu doanh thu hàng dệt may của TCM



Nguồn: TCM, VPBS

#### Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá bông giảm

Nguyên vật liệu đóng góp 67% giá vốn hàng bán của TCM. Năm 2014, chi phí nguyên vật liệu thô giảm 6% so với năm 2013, làm giảm tổng giá vốn hàng bán 4%. Tuy nhiên, các chi phí khác lại tăng 12% so với năm ngoái, đặc biệt là giá nhân công, bù đắp hầu hết khoản giảm trong mục nguyên vật liệu. Do đó, giá vốn hàng bán chỉ giảm nhẹ từ 2.209 tỷ đồng xuống

2.195 tỷ đồng năm 2014. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của TCM khoảng 14,6%, tăng nhẹ so với mức năm 2013 là 13,5%.

### Chi phí lãi vay giảm làm tăng lợi nhuận ròng

Các khoản vay giảm là nguyên nhân giúp TCM giảm gánh nặng lãi vay. Năm 2014, lãi vay trung bình đạt 3% đối với mục vay nợ ngân hàng 867 tỷ đồng. Chi phí lãi vay của TCM chỉ khoảng 27 tỷ đồng, giảm 39% so với mức 44,4 tỷ đồng năm 2013. Nguyên nhân chính là do TCM đã cơ cấu lại các khoản vay cho nhà máy sợi số 4 thành công, giảm lãi vay từ 8% xuống còn 4,3%.

Mặt khác, doanh thu hàng xuất khẩu của TCM bằng USD, đồng thời cũng đủ để trả chi phí nhập khẩu nguyên vật liệu. Ngoài ra, TCM cũng có khoản vay USD từ đối tác chiến lược (7 triệu USD), tuy nhiên áp lực trả nợ thấp. Phần còn lại 22 triệu USD được vay từ ngân hàng. Có thể thấy rủi ro tỷ giá của TCM mặc dù vẫn có, nhưng ở mức thấp. Năm 2014, TCM ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 20 tỷ đồng (đã bao gồm khoản chưa thực hiện và đã thực hiện).

Chi phí đầu vào và chi phí lãi vay giảm làm tăng lợi nhuận ròng của TCM 36% lên 168 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2014 là 164,4 tỷ đồng. Theo đó, EPS năm 2014 đạt 3.430 đồng/cổ phiếu.

### So sánh với dự phóng năm 2014 của chúng tôi

Ảnh hưởng từ giá bông và chi phí lãi vay đều giảm đã khiến dự phòng trong báo cáo lần đầu ra ngày 19/6/2014 khác so với số thực.

Đơn vị: tỷ đồng	Năm 2014 (số thực)	Năm 2014 (dự phóng của VPBS)	Thay đổi	Giải thích
Doanh thu thuần	2.571	2.831	-9%	Dự phóng doanh thu của chúng tôi khá sát so với kế hoạch của TCM. Tuy nhiên doanh thu từ sợi giảm hơn mức tăng doanh thu từ sợi và hàng may mặc, khiến con số thật thấp hơn số dự phóng.
Lợi nhuận gộp	376	374	1%	
Biên lợi nhuận gộp	14,6%	13,2%		Chi phí đầu vào thấp làm biên lợi nhuận gộp tăng.
Chi phí bán hàng và QLDN	171	160	7%	
Doanh thu HĐTC	13	14	-7%	
Chi phí tài chính	47	64	-27%	Chi phí tài chính thực tế thấp hơn dự kiến nhờ cơ cấu lại khoản nợ.
Thu nhập/chi phí khác	7	0		
Lợi nhuận trước thuế	182	176	3%	
Lợi nhuận ròng	168	162	4%	
Biên lợi nhuận ròng	6,5%	5,7%		

Nguồn: TCM, VPBS

## Triển vọng năm 2015

Năm 2015, kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của TCM là 2.781 tỷ đồng và 170 tỷ đồng, tăng lần lượt 8% và 1% so với năm ngoái. Theo đại diện của TCM, các hợp đồng về hàng dệt may đã được ký hết và hợp đồng về vải cũng tăng khá. Tuy nhiên, hợp đồng về sợi tăng chậm hơn so với năm ngoái. Nhà máy may mới sẽ bắt đầu hoạt động trong nửa sau năm 2015. Nhà máy này cần khoảng ba tháng để chạy thử nghiệm và chúng tôi cho rằng nhà máy sẽ chỉ hoạt động khoảng 30% công suất. Mặt khác, chi phí đi cùng với đầu tư nhà máy mới cũng đã được ghi nhận, vì vậy lợi nhuận sẽ không thay đổi nhiều. Chúng tôi hy vọng nhà máy vẫn có thể đạt công suất tối đa trong năm 2016 dù Hiệp định TPP được ký kết hay chưa.

Mặc dù giá bông đã tăng 5% từ đầu năm 2015 tính đến nay, giá bông trung bình trong cả năm vẫn thấp hơn 7% so với trung bình giá bông năm 2014. Vì vậy, TCM không thu nhiều lợi nhuận từ các sản phẩm sợi với biên lợi nhuận gộp khoảng 4%. Biên lợi nhuận gộp hàng dệt may và hàng vải tăng 22% và 18% giúp biên lợi nhuận gộp của TCM đạt 15,2% năm 2015, cao hơn năm 2014 là 14,6%.

Trong năm 2015, VPBS dự phóng doanh thu TCM sẽ đạt 2.777 tỷ đồng. Chi phí lãi vay dự kiến tăng từ 27 tỷ đồng lên 38 tỷ đồng năm 2015 do ghi nhận thêm chi phí lãi vay khi nhà máy mới bắt đầu đi vào hoạt động. Do đó, lợi nhuận ròng sẽ đạt 177 tỷ đồng, tăng 5% so với năm ngoái. Dự phóng của chúng tôi không cao hơn nhiều so với kế hoạch công ty đề ra.

Trong Q1/2015, TCM ghi nhận doanh thu khoảng 609 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 33,3 tỷ đồng, giảm lần lượt 5% và 10%. Doanh thu giảm 5% do doanh thu xuất khẩu giảm. Trong khi đó, giá vốn hàng bán giảm cùng mức với doanh thu, duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định khoảng 14,4%. Tuy nhiên, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng 6%, khiến lãi ròng giảm 10%. Như vậy, lợi nhuận ròng Q1/2015 của công ty đạt 33,3 tỷ đồng và biên lợi nhuận ròng đạt 5,5%, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái.

Đáng chú ý là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của TCM trong Q1/2015 ghi nhận lỗ -0,12 tỷ đồng, thay vì lãi 77,7 tỷ đồng như cùng kỳ năm ngoái. Khoản phải thu và khoản phải trả trước cho người bán cao hơn làm giảm dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Đơn vị: tỷ đồng	Q1/2014	Q1/2015	% y-o-y	2015P	% hoàn thành
Tổng doanh thu	642,5	609,3	-5%	2.781	22%
Lợi nhuận gộp	92,4	87,6	-5%		
Biên lợi nhuận gộp (%)	14%	14%			
Lợi nhuận trước thuế	40,5	36	-11%		
Lợi nhuận ròng	37,2	33,4	-10%	170	20%
Biên lợi nhuận ròng (%)	5,8%	5,5%			

## ĐỊNH GIÁ

Sử dụng phương pháp P/E và DCF, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của TCM là 35.500 đồng/cổ phiếu, tăng 9% so với giá giao dịch hiện tại.

Phương pháp	Giá	Tỷ lệ	Giá mục tiêu
Chỉ số P/E	29.865	50%	14.932
DCF	30.228	50%	15.114
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>30.047</b>

Nguồn: VPBS

## So sánh với các công ty cùng ngành

Nếu chỉ so sánh đơn thuần chỉ số P/E sẽ không đưa ra bức tranh tổng thể 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	12,6	20,0	0,62	19,6
CT TNHH People's Garment Public	16,7	20,1	0,83	3,9
CT TNHH Golden Shield Holdings Industrial	14,0	11,7	1,20	1,8
Prolexus Berhad	8,9	17,3	0,52	23,0
<b>Trung bình</b>	<b>13,1</b>	<b>17,4</b>	<b>0,79</b>	<b>12,0</b>
<b>CTCP Dệt may Thành Công</b>	<b>7,8</b>	<b>11,8</b>	<b>0,66</b>	<b>21,8</b>
2014 EPS của TCM	3.334			
<b>Giá (VND/cổ phiếu)</b>	<b>29.865</b>			

Nguồn: VPBS, Bloomberg

## Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

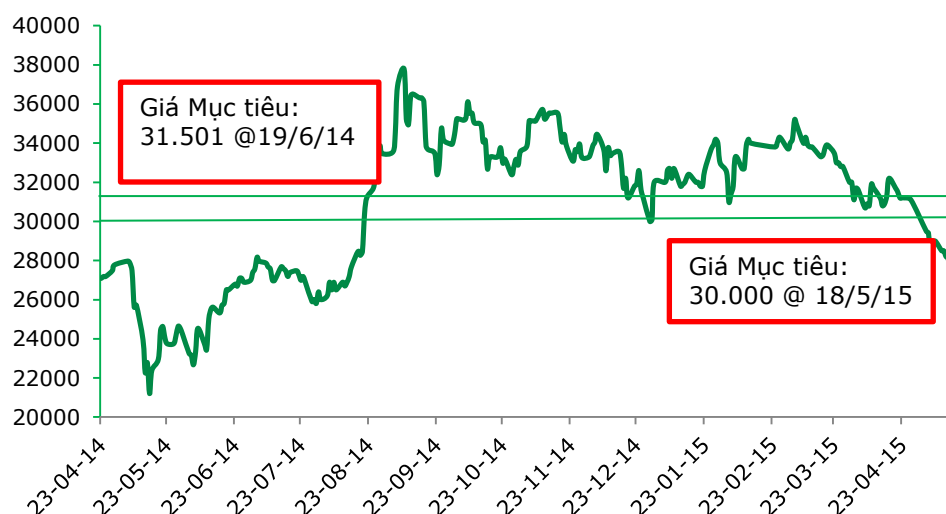
Chúng tôi thay đổi một số giả định như bên dưới, vì vậy thay đổi giá mục tiêu:

Chi phí vốn	Giá trị
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	6,0%
Beta	1,08
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	14,56%
Chi phí vốn	15,24%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	10%
Thuế suất	15%
Chi phí lãi vay sau thuế	8,5%
Giá hiện tại (VND)	31.200
Khối lượng cổ phiếu lưu hành	49
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.336
Nợ (tỷ đồng)	868,7
WACC	13%
Tăng trưởng dài hạn	5%
Giá trị cổ phiếu	<b>30.228</b>

Nguồn: Bloomberg, VPBS

## Diễn biến giá cổ phiếu thời gian gần đây

Từ báo cáo lần đầu ra ngày 19/6/2014 với giá mục tiêu là 31.501 đồng/cổ phiếu, giá cổ phiếu TCM tăng từ 26.300 đồng, vượt giá mục tiêu của chúng tôi và đạt đỉnh 36.900 đồng vào tháng 9/2014. Sau đó, cổ phiếu TCM giảm và đi ngang trong biên độ 33.000 - 35.000 đồng.



## Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật cho thấy một xu hướng giảm điểm của TCM khi phá vỡ đường hỗ trợ trung hạn MA50 tại 33.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 24 tháng 3 năm 2015. Sau khi dao động giữa mức giá 30.300 đồng/cổ phiếu và 33.000 đồng/cổ phiếu trong tháng trước, giá cổ phiếu TCM tiếp tục sụt giảm trong thời gian gần đây, rời xa các đường kháng cự ngắn hạn là MA10 và MA20.

Khối lượng giao dịch của TCM ở mức thấp thời gian trở lại đây, kết hợp với sụt giảm của giá cổ phiếu này, cho thấy áp lực bán đang lấn át lực cầu. Điều này có thể sẽ khiến quá trình giảm giá của TCM vẫn chưa chấm dứt.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cổ phiếu TCM tại thời điểm phát hành báo cáo cập nhật này.

### Phân tích kỹ thuật

Mã	TCM
Kỳ hạn	3 đến 6 tháng
3 tháng cao nhất	35.700
3 tháng thấp nhất	26.300
Đường MA50 ngày	31.400
Đường MA100 ngày	32.000
Ngưỡng kháng cự trung hạn	32.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	25.000
Khuyến nghị	<b>BÁN</b>

Nguồn: VPBS

### Biến động giá



Nguồn: VPBS

<b>Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>2.571</b>	<b>2.777</b>	<b>3.027</b>	<b>3.299</b>	<b>3.596</b>	<b>3.768</b>
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>	1%	8%	9%	9%	9%	5%
	14,6%	15,2%	15%	15%	15%	15%
<b>Giá vốn hàng bán</b>						
Giá vốn hàng bán (trừ khấu hao)	2.136	2.279	2.482	2.705	2.949	3.090
%GVHB trong tổng doanh thu	83%	82%	82%	82%	82%	82%
Khấu hao trong GVHB	59	76	92	103	118	123
GVHB ghi nhận	2.195	2.354	2.574	2.809	3.067	3.213
Trừ: khấu hao trong GVHB	59	76	92	103	118	123
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>2.136</b>	<b>2.279</b>	<b>2.482</b>	<b>2.705</b>	<b>2.949</b>	<b>3.090</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>435</b>	<b>498</b>	<b>545</b>	<b>594</b>	<b>647</b>	<b>678</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	17%	18%	18%	18%	18%	18%
<b>Chi phí bán hàng</b>						
Marketing	69	83	91	99	144	151
Lương	-	-	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng chi phí bán hàng</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>99</b>	<b>144</b>	<b>151</b>
<b>Chi phí bán hàng và QLDN</b>	<b>102</b>	<b>106</b>	<b>112</b>	<b>116</b>	<b>122</b>	<b>127</b>
Thu nhập từ công ty liên kết	3	3	3	3	3	3
<b>EBITDA</b>	<b>267</b>	<b>311</b>	<b>345</b>	<b>382</b>	<b>385</b>	<b>404</b>
<i>Biên EBITDA</i>	10%	11%	11%	12%	11%	11%
<b>Khấu hao</b>	59	66	82	93	105	122
<b>Khấu hao</b>	-	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>208</b>	<b>245</b>	<b>263</b>	<b>289</b>	<b>280</b>	<b>282</b>
Doanh thu tài chính	13	10	11	11	17	22
Chi phí tài chính						
Chi phí lãi vay	27	38	69	92	107	92
Lỗ/lãi tỷ giá	20	25	9	10	11	11
Lỗ/lãi CP tài chính khác	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận tài chính ròng</b>	<b>(34)</b>	<b>(53)</b>	<b>(68)</b>	<b>(91)</b>	<b>(101)</b>	<b>(81)</b>
Thu nhập khác	8					
<b>LN trước thuế</b>	<b>182</b>	<b>192</b>	<b>195</b>	<b>198</b>	<b>179</b>	<b>201</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	14	15	29	30	36	40
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	8%	8%	15%	15%	20%	20%
<b>LN trước các khoản bất thường</b>	<b>168</b>	<b>177</b>	<b>166</b>	<b>168</b>	<b>143</b>	<b>161</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>168</b>	<b>177</b>	<b>166</b>	<b>168</b>	<b>143</b>	<b>161</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	7%	6%	5%	5%	4%	4%
Cổ phiếu lưu hành trung bình	49	49	49	49	49	49
EPS	3.429	3.612	3.391	3.428	2.921	3.279

<b>Bảng cân đối tài sản (tỷ đồng)</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản cố định</b>						
Tiền và tương đương tiền	141	146	128	208	268	174
Đầu tư ngắn hạn	5	5	5	5	5	5
Phải thu	133	163	172	184	207	227
<i>Vòng quay khoản phải thu</i>	<i>19</i>	<i>21</i>	<i>21</i>	<i>20</i>	<i>21</i>	<i>22</i>
Hàng tồn kho	625	666	734	800	872	957
<i>Vòng quay hàng tồn kho</i>	<i>107</i>	<i>107</i>	<i>108</i>	<i>108</i>	<i>108</i>	<i>113</i>
Tài sản ngắn hạn khác	92	91	85	89	88	88
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>995</b>	<b>1.070</b>	<b>1.124</b>	<b>1.286</b>	<b>1.441</b>	<b>1.450</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>						
Tài sản cố định	1.469	1.683	1.901	2.121	2.383	2.408
Chi phí khấu hao lũy kế	728	794	876	969	1.074	1.195
Tài sản cố định ròng	741	889	1.026	1.153	1.309	1.213
Đầu tư dài hạn	3	3	3	3	3	3
Tài sản dài hạn vô hình	97	97	97	97	97	97
Tài sản dài hạn khác	225	225	225	225	225	225
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.066</b>	<b>1.214</b>	<b>1.351</b>	<b>1.478</b>	<b>1.634</b>	<b>1.538</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.060</b>	<b>2.284</b>	<b>2.475</b>	<b>2.764</b>	<b>3.074</b>	<b>2.988</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>						
Phải trả	129	169	167	191	203	215
<i>Vòng quay phải trả</i>	<i>22</i>	<i>27</i>	<i>25</i>	<i>26</i>	<i>25</i>	<i>25</i>
Chi phí phải trả	179	198	211	225	277	290
Nợ ngắn hạn	647	610	670	641	919	818
Nợ ngắn hạn phải trả khác	32	32	32	32	32	32
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>986</b>	<b>1.009</b>	<b>1.080</b>	<b>1.089</b>	<b>1.431</b>	<b>1.355</b>
<b>Nợ dài hạn</b>						
Nợ dài hạn	222	295	322	507	416	329
Nợ dài hạn khác	39	39	39	39	39	39
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>260</b>	<b>333</b>	<b>360</b>	<b>546</b>	<b>455</b>	<b>367</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.247</b>	<b>1.342</b>	<b>1.440</b>	<b>1.635</b>	<b>1.886</b>	<b>1.722</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>						
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	515	515	515	515	515	515
Lợi nhuận giữ lại	293	420	513	608	667	745
Vốn khác	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>807</b>	<b>935</b>	<b>1.028</b>	<b>1.122</b>	<b>1.182</b>	<b>1.259</b>
Quyền lợi cổ đông thiểu số	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>2.060</b>	<b>2.284</b>	<b>2.474</b>	<b>2.763</b>	<b>3.074</b>	<b>2.988</b>
Số cổ phiếu lưu hành trung bình	49	49	49	49	49	49
Giá trị sổ sách/cp	16.473	19.085	20.976	22.904	24.125	25.704
Giá trị ts hữu hình/cp	14.496	17.108	18.999	20.927	22.148	23.726



<b>Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lợi nhuận sau thuế	182	177	166	168	143	161
Khấu hao tài sản cố định và tài sản vô hình	59	66	82	93	105	122
Thay đổi trên vốn lưu động	(42)	(30)	(74)	(57)	(82)	(91)
Chênh lệch trên các khoản khác	33	20	13	13	52	13
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động KD</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>187</b>	<b>217</b>	<b>219</b>	<b>204</b>
Tiền thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	4	-	-	-	-	-
Tiền thu từ đầu tư góp vốn vào các đơn vị khác	(101)	(215)	(218)	(220)	(261)	(26)
Tăng/giảm các khoản đầu tư	(1)	-	-	-	-	-
Các hoạt động đầu tư khác	-	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(98)</b>	<b>(215)</b>	<b>(218)</b>	<b>(220)</b>	<b>(261)</b>	<b>(26)</b>
(chi trả cổ tức)	(49)	(49)	(74)	(74)	(83)	(83)
Tăng/giảm vay ngắn hạn	1.842	(37)	60	(29)	278	(102)
Tăng/giảm vay dài hạn	(1.891)	73	27	186	(91)	(87)
Tăng/giảm phát hành cp, nhận vốn góp của chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-
Tiền thu từ các hoạt động tài chính khác	(13)	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính</b>	<b>(111)</b>	<b>(13)</b>	<b>13</b>	<b>83</b>	<b>103</b>	<b>(272)</b>
Tiền tồn đầu kỳ	118	141	146	128	208	268
Thay đổi tiền mặt ròng	23	5	(18)	80	61	(94)
Dự kiến tiền mặt cuối kỳ	<b>141</b>	<b>146</b>	<b>128</b>	<b>208</b>	<b>268</b>	<b>174</b>
<i>Số dư tiền mặt theo bảng cân đối kế toán</i>	<i>141</i>	<i>146</i>	<i>128</i>	<i>208</i>	<i>268</i>	<i>174</i>

<b>Chỉ số</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số sinh lợi</b>						
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	16,9%	17,9%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Biên LN EBITDA	10,4%	11,2%	11,4%	11,6%	10,7%	10,7%
Biên LN hoạt động	8,1%	8,8%	8,7%	8,8%	7,8%	7,5%
Biên LN ròng	6,5%	6,4%	5,5%	5,1%	4,0%	4,3%
ROA	8,3%	8,1%	7,0%	6,4%	4,9%	5,3%
ROE	21,8%	20,3%	16,9%	15,6%	12,4%	13,2%

#### Chỉ số nợ vay

Chỉ số thanh toán lãi (EBIT/I)	7,7	6,5	3,8	3,1	2,6	3,1
EBITDA/ (I+ Cap Ế)	2,1	1,2	1,2	1,2	1,0	3,4
Nợ vay/vốn	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Nợ vay/VCSH	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9

#### Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tài sản	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3
Vòng quay phải thu	19,3	17,1	17,6	17,9	17,4	16,6
Vòng quay phải trả	20,0	16,5	18,2	17,3	17,7	17,5
Vòng quay tồn kho	4,1	4,2	4,1	4,1	4,1	3,9
Hệ số thanh toán hiện thời	1,0	1,1	1,0	1,2	1,0	1,1
Hệ số thanh toán nhanh	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như 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%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

### Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích cao cấp - Phân tích cơ bản

bant@vpbs.com.vn

### Phạm Trần Hương Giang

Chuyên viên phân tích - Phân tích cơ bản

giangpth@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

### Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

## A green abstract graphic with a white curved line, located at the bottom right of the page.

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

[illegible]

