

CÔNG TY CP DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (TCM)

Thông tin cổ phiếu

Ngày 04/09/2015

Mã chứng khoán	TCM
Ngành	Dệt may
Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	35.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,718.48
KLCP đang lưu hành	49,099,501
P/E trailing (thị trường)	10,06
P/B (thị trường)	2,07

- **Kết thúc 6T.2015, KQKD của TCM không có đột biến** với DT đạt 1.339 tỷ đồng (+3% yoy, 48% KH) và LNST đạt 87 tỷ đồng (+4% yoy, 56% KH) do công suất các nhà máy hiện tại đã đạt tới mức tối đa. Điểm đáng chú ý trong kỳ tài chính này là chi phí tài chính của TCM tăng khá mạnh (+33% yoy), đặc biệt là lỗ chênh lệch tỷ giá tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ.
- Trong ngắn hạn, về phân tích cơ bản, các hoạt động kinh doanh của TCM hiện đang chưa có những động lực tăng trưởng rõ ràng trong năm 2015. Chúng tôi dự báo KQKD cả năm 2015 của TCM sẽ không có đột biến: **DT ước đạt 2.722 tỷ đồng (+6% yoy, 98% KH) và LNST ước đạt 177 tỷ đồng (+5% yoy, 104% KH).**
- Tuy nhiên, một số yếu tố thị trường có khả năng ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu TCM là kỳ vọng về việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài và kỳ vọng TPP được ký kết cũng nên được nhà đầu tư quan sát và cân nhắc.
- EPS forward 2015 là 3.614 đồng/CP, tương ứng P/E là 9,69 lần. Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của TCM ở mức **36.253 đồng/CP**. Xét đến tình hình kinh doanh tốt và triển vọng ngành khả quan, chúng tôi khuyến nghị tiếp tục **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu TCM cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	6T.2015
DTT (tỷ đồng)	2.195	2.284	2.554	2.571	1.339
+/- yoy (%)	16%	4%	12%	1%	3%
LNST (tỷ đồng)	112	-20	124	168	87
+/- yoy (%)	-44%	-117%	N/A	36%	4%
TTS (tỷ đồng)	2.053	1.966	1.989	2.060	2.296
+/- yoy (%)	7%	-4%	1%	4%	14%
VCSH (tỷ đồng)	728	629	742	814	828
+/- yoy (%)	7%	-14%	18%	10%	10%
Nợ/TTS (%)	65%	68%	63%	61%	64%
TS LN gộp (%)	16%	7%	14%	15%	16%
TS LN ròng (%)	5%	-1%	6%	8%	7%
BV (đồng)	16.276	14.068	15.086	16.535	16.870
EPS - TTM (đồng)	2.511	-452	2.516	3.430	3.480

NỘI DUNG:

- Phân tích KQKD : Trang 02
- Cập nhật tình hình một số dự án: Trang 03
- Triển vọng 2015 - 2019: Trang 03
- Định giá: Trang 04
- Quan điểm đầu tư: Trang 05

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 06

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Nguyễn Nguyên Phương
+84 4 3936 6425 (ext. 116)
nnphuong@vcbs.com.vn

08.09.2015
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

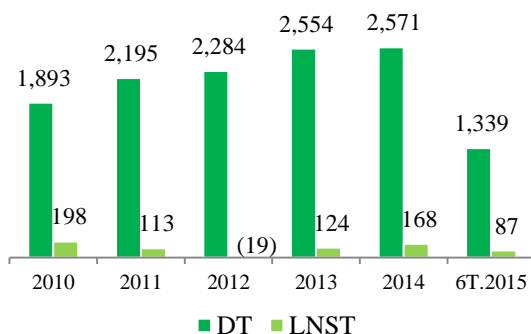
ROA (%)	5%	-1%	6%	8%	4%
ROE (%)	16%	-3%	17%	21%	11%

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

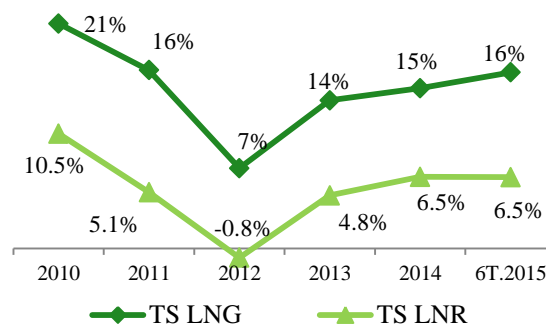
KQKD 6T.2015: TCM đã hoàn thành 48% kế hoạch doanh thu và 56% kế hoạch LNST.

Kết thúc 6 tháng đầu năm, KQKD của TCM không có đột biến với DT đạt 1.339 tỷ đồng (+3% yoy, 48% KH) và LNST đạt 87 tỷ đồng (+4% yoy, 56% KH) do công suất các nhà máy hiện tại đã đạt tới mức tối đa. Tuy nhiên, nếu tính riêng Q2.2015, DT và LNST của TCM lại đạt những kết quả khá tốt với mức tăng trưởng lần lượt là 10% yoy và 13% yoy.

KQKD của TCM qua các năm
(Đơn vị: tỷ đồng)



Tỷ suất LN của TCM qua các năm



Nguồn: BCTC của TCM, VCBS tổng hợp

Yếu tố chính giúp TCM vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng nhẹ trong 6 tháng vừa qua là nhờ: (1) Doanh nghiệp đã tái cơ cấu doanh thu sản phẩm: mảng sợi đang gặp khó khăn đã được giảm bớt tỷ trọng, bù lại, tỷ trọng của mảng sản phẩm có giá bán và TSLN gộp cao là mảng may mặc được gia tăng; (2) Tỷ trọng GVHB/DTT cũng giảm nhẹ do chi phí nguyên vật liệu (chủ yếu là bông) vẫn trên đà giảm mạnh 9% yoy. Theo đó, **biên LN gộp tăng nhẹ** từ 15% lên 16% so với cùng kỳ năm 2014.

Một điểm đáng lưu ý về tình hình kinh doanh của TCM kỳ này là chi phí tài chính. Mặc dù chi phí lãi vay giảm đã giảm đáng kể (-21% yoy) nhưng chi phí tài chính lại tăng mạnh (+33% yoy) do ảnh hưởng từ biến động tỷ giá USD/VND trong thời gian qua. Cụ thể, phần lỗ chênh lệch tỷ giá bao gồm cả đã và chưa thực hiện là hơn 22 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2014. Vì vậy, mặc dù biên LN gộp tăng nhẹ nhưng **biên LN ròng hầu như không tăng**, vẫn giữ nguyên ở mức 6,5%.

Tương quan với một số doanh nghiệp cùng ngành

Thông tin một số DN trong ngành sản xuất hàng may mặc xuất khẩu:

Mã	TTS (tỷ)	VCSH (tỷ)	Nợ/TTS	TS LNR	ROA (ttm)	ROE (ttm)	EPS (ttm)	BVPS
TCM	2.296	828	64%	7%	8%	21%	3.478	14.935
GMC	781	265	66%	7%	10%	31%	6.796	22.685
NPS	83	33	60%	1%	2%	5%	757	15.168
TNG	1.653	339	80%	4%	5%	24%	2.757	13.098
TB	839	212	67%	4%	6%	20%	3.437	16.984

Dữ liệu cập nhật đến Q2.2015, dữ liệu giá ngày 07/09/2015

So với các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất hàng dệt may xuất khẩu đã niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, TCM vẫn giữ vững vị trí công ty đầu ngành với các chỉ số ROA và ROE khá ấn tượng, lần lượt đạt 8% và 21% với đòn bẩy tài chính ở mức thấp so với ngành.

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH MỘT SỐ DỰ ÁN

- Nhà máy tại Vĩnh Long** Nhà máy may tại Vĩnh Long đã bắt đầu đi vào hoạt động từ cuối Q2.2015 với 16/25 chuyền may đã được lắp đặt và chạy thử nghiệm với 60% công suất thiết kế. TCM là một trong số các công ty dệt may đầu tiên xây nhà máy tại Vĩnh Long nên việc tuyển dụng lao động có tay nghề hiện đang gặp một vài khó khăn. Do vậy, mặc dù TCM đủ khả năng nhận thêm đơn hàng xuất khẩu mới cho nhà máy may Vĩnh Long nhưng doanh nghiệp hiện chỉ nhận hàng gia công với biên lợi nhuận thấp hơn để dần ổn định chất lượng sản phẩm cũng như đội ngũ lao động tại đây. Theo đó, doanh thu đóng góp từ nhà máy mới trong năm nay là chưa đáng kể.
- Thành lập Công ty TNHH Một thành viên TC E-land** Mặc dù không có trong các nghị quyết họp ĐHCĐ trước đó, nhưng 28/08/2015 vừa qua, TCM đã công bố thông tin thành lập công ty con có vốn điều lệ 6,45 tỷ đồng do TCM nắm giữ 100%. Được biết công ty này đã đăng ký ngành nghề kinh doanh chính của mình là “Bán lẻ hàng may mặc, giày dép, hàng da và giả da trong các cửa hàng chuyên doanh”. Chúng tôi cho rằng đây là động thái đầu tiên của E-land trong việc mở rộng chuỗi bán lẻ sản phẩm của mình tại Việt Nam thông qua TCM. Tuy vốn điều lệ của TC E-land không cao, nhưng chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là một trong những động lực tăng trưởng của TCM trong thời gian tới để mở rộng thêm doanh thu nội địa khi xu hướng sử dụng hàng made-in-Vietnam trong nước đang ngày càng tăng cao.

TRIỂN VỌNG 2015 - 2019

- Triển vọng 2015** Tại ĐHCĐ tháng 4 vừa qua, TCM đã đặt kế hoạch kinh doanh khá hợp lý với chỉ tiêu DT đạt 2.781 tỷ đồng (+7,8% yoy) và LNST đạt 170 tỷ đồng (+1% yoy). Tuy nhiên, do một số ảnh hưởng không tích cực từ biến động tỷ giá, nhà máy Vĩnh Long đi vào hoạt động chậm hơn so với kế hoạch và cạnh tranh tiềm ẩn từ hàng dệt may Trung Quốc với chính sách phá giá đồng CNY, chúng tôi dự báo KQKD cả năm 2015 của TCM sẽ không có đột biến: **DT ước đạt 2.722 tỷ đồng (+6% yoy, 98% KH) và LNST ước đạt 177 tỷ đồng (+5% yoy, 104% KH).**
- Trong ngắn hạn, về phân tích cơ bản, các hoạt động kinh doanh của TCM hiện đang chưa có những động lực tăng trưởng rõ ràng trong năm 2015. Tuy nhiên, một số yếu tố thị trường có khả năng ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu TCM là kỳ vọng về việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài và kỳ vọng TPP được ký kết cũng nên được nhà đầu tư quan sát và cân nhắc.
- Triển vọng 2015 - 2019** Trong dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của TCM do:
- (1) sức khỏe tài chính và bộ máy quản lý tốt,
 - (2) sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, khai thác được tối đa chuỗi giá trị dệt may,
 - (3) đầu ra đảm bảo do được công ty mẹ E-Land bao tiêu tới gần 50% sản phẩm và được các đối tác lâu năm liên tục mở rộng đơn hàng,
 - (4) kế hoạch đầu tư mở rộng quy mô khá phù hợp với sự phát triển của ngành dệt may Việt Nam, đón đầu các hiệp định thương mại đa quốc gia mà Việt Nam đang ký kết,
 - (5) dệt may vẫn là một trong những ngành giữ vững được tốc độ tăng trưởng cao trong thời gian qua và dư địa cho ngành phát triển vẫn còn rất lớn.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp FCFE:

giá hợp lý 36.253
đồng/cp

Giả định:

1. TCM tiếp tục đầu tư mở rộng sản xuất theo đúng tiến độ đã đề ra đối với dự án nhà máy Thành Công – Vĩnh Long;
2. Biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức 16% đến năm 2019 do dự báo giá bông tiếp tục đi ngang và ở mức thấp và TCM đang cơ cấu lại tỷ trọng sản phẩm của mình theo hướng gia tăng biên LNG;
3. Lãi tỷ giá được tính dựa trên giả định tỷ giá VND/USD điều chỉnh 6% trong năm 2015 và 3% trong các năm tiếp theo;
4. Lãi suất dài hạn bằng USD tăng 1%/năm kể từ năm 2017;
5. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: 2%
6. Tỷ xuất chiết khấu trong giai đoạn 2015 - 2019:
 - Lãi suất phi rủi ro: $R_f = 6,4\%$ (lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm)
 - Phần bù rủi ro: $R_p = 9,55\%$ (nguồn: Aswath Damodaran)
 - Beta = 1,11
 - $k_{ce} = R_f + \text{Beta} \times R_p = 6,4\% + 1,11 \times 9,55\% = 16,95\%$

Chiết khấu theo FCFE:

Đơn vị: tỷ đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
LNST	178	243	224	212	224
Khấu hao	66	71	78	85	93
Thay đổi vốn lưu động	-27	-177	-69	-41	-76
Đầu tư TSCĐ	-166	-123	-183	-183	-200
Thay đổi vay nợ	26	97	268	253	289
FCFE	77	112	318	327	330
Giá trị hiện tại năm 2019					1.112
Tổng giá trị hiện tại FCFE					672
Chiết khấu về 2015					1.784
Số lượng CPLH					49.199.951
Giá cổ phiếu TCM					36.253

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

NĂM GIỮ

Do một số ảnh hưởng không tích cực từ biến động tỷ giá, nhà máy Vĩnh Long đi vào hoạt động chậm hơn so với kế hoạch và cạnh tranh tiềm ẩn từ hàng dệt may Trung Quốc với chính sách phá giá đồng CNY, chúng tôi dự báo KQKD cả năm 2015 của TCM sẽ không có đột biến: DT ước đạt 2.722 tỷ đồng (+6% yoy, 98% KH) và LNST ước đạt 177 tỷ đồng (+5% yoy, 104% KH). EPS forward 2015 là 3.614 đồng/CP, tương ứng P/E là 9,69 lần.

Mặc dù còn tồn tại một số rủi ro nhất định từ biến động của tỷ giá cũng như cạnh tranh các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Nhưng khi xét đến tình hình kinh doanh tốt, kế hoạch mở rộng sản xuất đón đầu TPP và lợi thế sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ sợi đến may của TCM, chúng tôi khuyến nghị tiếp tục **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu TCM cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. Theo đó, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của TCM ở mức **36.253 đồng/cp**.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12, 17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 - 4 - 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, TP. Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812