

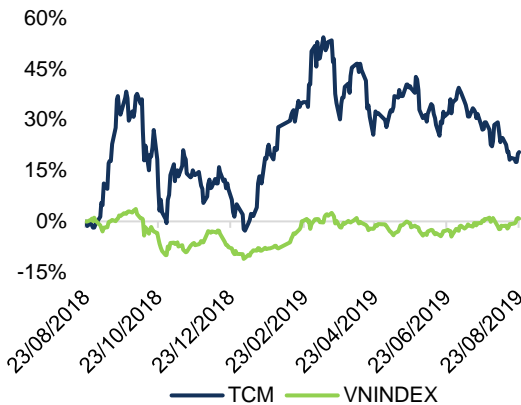
## CÔNG TY CỔ PHẦN DỆT MAY – THƯƠNG MẠI – ĐẦU TƯ THÀNH CÔNG (HSX: TCM)

**Trương Thị Phúc Nguyễn**

Chuyên viên phân tích

 Email: [nguyenttp@fpts.com.vn](mailto:nguyenttp@fpts.com.vn)

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7596

**Giá hiện tại (tại ngày 30/8/2019): 23.550 đồng**
**Giá mục tiêu: 27.600 đồng**
**Tăng/giảm: +17%**
**Khuyến nghị**
**THEO DÕI**
**Diễn biến giá cổ phiếu TCM**


## TÁI CẤU TRÚC MẢNG SẢN XUẤT ĐE TẠM DỤNG CƠ HỘI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TCM của Công ty Cổ phần Dệt may – Thương mại – Đầu tư Thành Công, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định giá mục tiêu của một cổ phiếu TCM là **27.600 đồng/cp**, cao hơn **17%** so với giá hiện tại.

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu TCM ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu TCM ở mức giá 23.000 đồng/cp (tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng 20%). Quan điểm phân tích dựa trên những luận điểm sau:

### Thông tin giao dịch 30/08/2019

Giá hiện tại (đồng)	23.550
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/CP)	33.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/CP)	21.300
Số lượng CP niêm yết (CP)	58.016.918
Số lượng CP lưu hành (CP)	57.918.677
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	621.992
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	48,74%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	580
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.364

### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Dệt may – Thương mại – Đầu tư Thành Công
Địa chỉ	Số 36 Tây Thạnh, P. Tây Thạnh, Q. Tân Phú, TP.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất hàng dệt may (sợi, vải, hàng may mặc)
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu (bông, sợi), chi phí nhân công
Lợi thế cạnh tranh	Tự chủ hoàn toàn nguyên liệu vải
Rủi ro chính	Biến động giá bông, sợi Biến động lương nhân công

### Cơ cấu cổ đông (tại ngày 30/08/2019) (%)

E-land Asia Holding Pte Ltd	43,24
Khác	56,76

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**(1) Trong ngắn hạn, hạn chế xuất khẩu sợi sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp**

Mảng sợi là mảng có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp và không ổn định, cộng thêm những tác động tiêu cực từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đến ngành sợi Việt Nam, việc hạn chế sợi xuất khẩu để tập trung sản xuất sợi phục vụ mảng vải và mảng may sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

**(2) Đợt áp thuế lần thứ 4 của Mỹ lên hàng hóa Trung Quốc là cơ hội để TCM đẩy mạnh đơn hàng may mặc sang Mỹ**

Trong đợt áp thuế lần thứ 4, Mỹ sẽ áp thuế 15% lên hàng hóa Trung Quốc, gồm 112 tỷ USD hàng hóa áp thuế từ ngày 1/9/2019 và 160 tỷ USD hàng hóa áp thuế từ ngày 25/12/2019, trong danh sách hàng hóa bị áp thuế đã bao gồm các sản phẩm may mặc. Sự kiện này sẽ gây ra dòng dịch chuyển đơn hàng may mặc từ Trung Quốc sang Việt Nam, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ.

**(3) Lợi thế trong việc tự chủ hoàn toàn nguyên liệu vải giúp TCM đáp ứng được yêu cầu xuất xứ “tự vải trở đi” của Hiệp định thương mại tự do EVFTA**

Thuế xuất khẩu của hàng may mặc Việt Nam sang EU sẽ vẫn duy trì trong 2 – 3 năm đầu sau khi hiệp định có hiệu lực, sau đó giảm theo lộ trình về đến 0%. Theo dự kiến EVFTA có hiệu lực vào đầu năm 2020, chúng tôi cho rằng khả năng mở rộng đơn hàng của TCM sang EU sẽ bắt đầu từ năm 2022.

## **CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

### **(1) Biến động giá bông và giá sợi trên thị trường**

TCM hiện phải nhập khẩu 100% bông và khoảng 60% sợi từ bên ngoài. Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp phụ thuộc vào diễn biến giá bông, sợi trên thị trường thế giới.

### **(2) Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ làm tăng chi phí nhân công của doanh nghiệp**

Đối với các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc nói chung và TCM nói riêng, chi phí nhân công là khoản chi phí trọng yếu. Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ làm tăng các khoản chi phí trích lập theo lương của doanh nghiệp.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần (CTCP) Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công được thành lập năm 1967, tiền thân là một xí nghiệp dệt tư nhân với tên gọi Hãng Tái Thành Kỹ nghệ Dệt. Hoạt động kinh doanh chính của công ty là sản xuất các sản phẩm dệt may (sợi, vải và hàng may mặc).



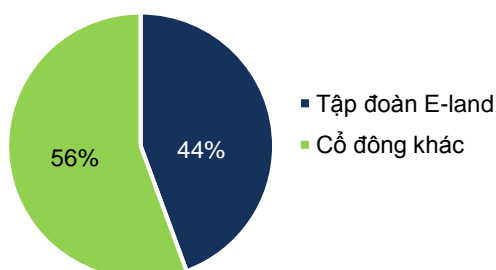
### Quá trình phát triển

- Năm 1976: Công ty chuyển đổi thành doanh nghiệp nhà nước, trực thuộc Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex).
- Năm 2000: Đổi tên thành Công Ty Dệt May Thành Công.
- Năm 2006: Chuyển đổi hình thức hoạt động thành Công ty Cổ phần Dệt May Thành Công.
- Năm 2007: Niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán TP.Hồ Chí Minh.
- Năm 2009: Tập đoàn E-land Hàn Quốc trở thành cổ đông lớn của TCM và bắt đầu tham gia vào Hội đồng quản trị của Công ty.

### Cơ cấu cổ đông

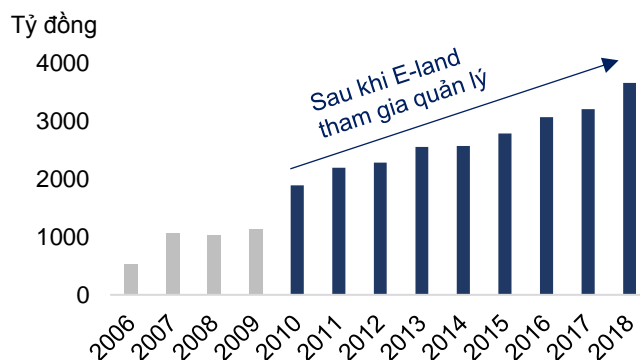
Cổ đông lớn duy nhất của TCM là tập đoàn E-land Hàn Quốc với 44,4% cổ phần, nắm giữ thông qua hai công ty con của Tập đoàn này là Công ty E-Land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore (43,3%) và Công ty TNHH Eland Việt Nam (1,1%). E-land là một tập đoàn ở Hàn Quốc được thành lập từ năm 1980, hoạt động đa ngành trong các lĩnh vực bán lẻ, dệt may, xây dựng, công viên giải trí, du lịch. Sau khi có sự tham gia quản lý của E-land, kết quả kinh doanh của TCM đã có những chuyển biến tích cực với mức tăng trưởng doanh thu kép đạt 9%/năm trong giai đoạn 2010 – 2018 ([Xem thêm Thông tin về E-land](#)).

**Cơ cấu cổ đông TCM (tại ngày 30/08/2019)**



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

**Doanh thu TCM giai đoạn 2006 - 2018**

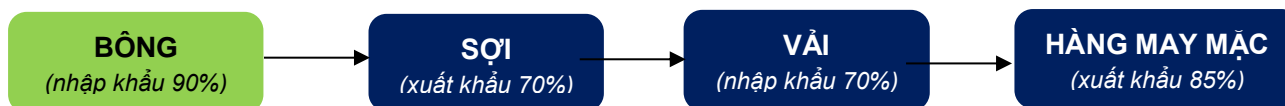


Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

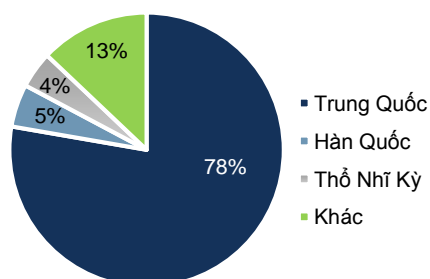
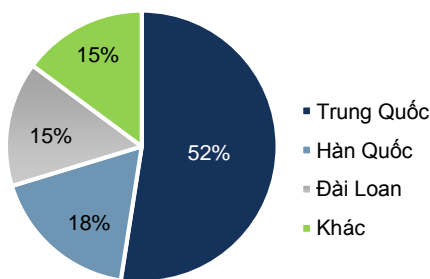
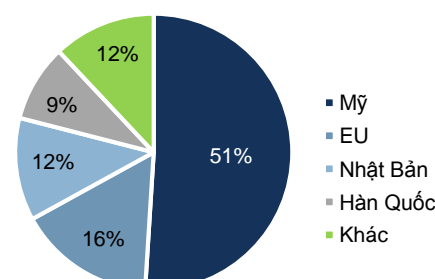
### Công ty con, công ty liên kết

	Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Vốn góp	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
<b>Công ty con</b>	CTCP Trung tâm Y khoa Thành Công	21,7	15,4	70,5%	Cung cấp dịch vụ y tế, mua bán dược phẩm và trang thiết bị y tế
	Công ty TNHH TC tower	159,2	127,3	85,5%	Kinh doanh bất động sản
<b>Công ty liên kết</b>	CTCP Đầu tư Xây dựng Thành Phúc	7	1,7	23,79%	Xây dựng và quản lý dự án
	CTCP Du lịch Golf Vũng Tàu	29	8,7	30%	Cung cấp dịch vụ du lịch và giải trí
	CTCP Hợp tác kinh tế và XNK Savimex	132,8	27,12	20,4%	Sản xuất và kinh doanh chế biến gỗ

Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

**TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY**
**1. Điểm yếu của chuỗi giá trị ngành dệt may Việt Nam là ở khâu sản xuất vải**
**Chuỗi giá trị ngành dệt may Việt Nam**

*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

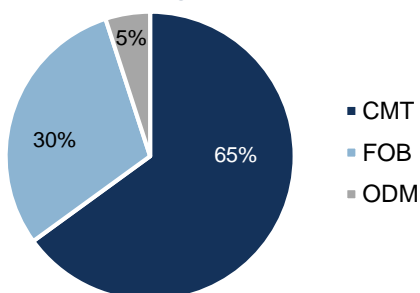
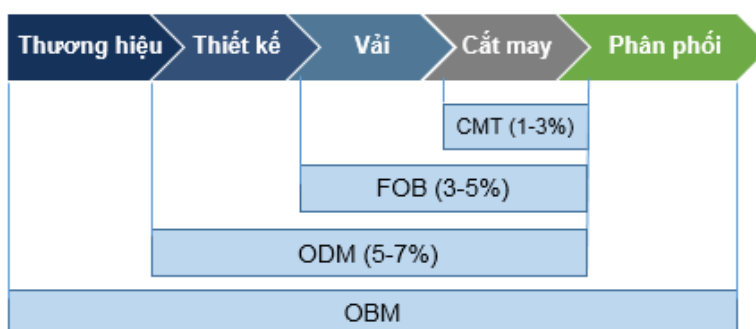
Chuỗi giá trị ngành dệt may Việt Nam đang tồn tại một mâu thuẫn là 70% sản lượng sợi trong nước được xuất khẩu, trong khi các doanh nghiệp may lại phải nhập khẩu 70% sản lượng vải để phục vụ cho nhu cầu sản xuất, nguyên nhân là do khâu sản xuất vải trong nước chưa phát triển.

**Các thị trường xuất khẩu sợi của Việt Nam 2018**

**Các thị trường nhập khẩu vải của Việt Nam 2018**

**Các thị trường xuất khẩu hàng may mặc chính của Việt Nam 2018**

*Nguồn: International Trade Center (ITC), FPTTS tổng hợp*

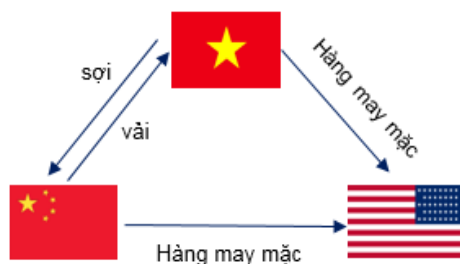
**Khâu sản xuất sợi:** Tham gia vào khâu sản xuất sợi chủ yếu là các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (doanh nghiệp FDI), đóng góp từ 64% trong tổng kim ngạch xuất khẩu sợi năm 2013 lên 75% năm 2017. Do đặc điểm đầu vào (bông, polyester) phụ thuộc vào nhập khẩu (trên 90%) và khâu sản xuất yêu cầu máy móc thiết bị với vốn đầu tư lớn, nên các doanh nghiệp FDI với lợi thế về vốn dễ dàng tham gia vào khâu sản xuất sợi hơn các doanh nghiệp trong nước.

**Khâu sản xuất vải:** Nhuộm và hoàn tất vải là công đoạn gây ô nhiễm môi trường cao do sử dụng nhiều loại thuốc nhuộm, hóa chất. Hệ thống xử lý nước thải đạt chuẩn đòi hỏi vốn đầu tư lớn, thời gian thu hồi lâu. Ngoài ra, do lo ngại các vấn đề ô nhiễm nên phần lớn các tỉnh, địa phương đều từ chối các dự án dệt nhuộm của nhà đầu tư trong nước và cả nước ngoài. Đây chính là nguyên nhân khiến khâu sản xuất vải trong nước kém phát triển.

**Khâu sản xuất hàng may mặc:** Do thiếu khả năng tự cung ứng vải mà các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu sản xuất hàng may mặc theo phương thức CMT (nhận vải từ bên đặt hàng và thực hiện cắt may). Đây là phương thức sản xuất đơn giản nhất với giá trị gia tăng thấp nhất. Xu hướng trong ngành dệt may hiện nay là các doanh nghiệp đang dần chuyển đổi phương thức sản xuất từ CMT sang FOB với giá trị gia tăng cao hơn. [\(Xem thêm Các phương thức sản xuất hàng may mặc\).](#)

**Kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc theo phương thức sản xuất 2018**

*Nguồn: FPTTS tổng hợp*
**Các phương thức sản xuất hàng may mặc và tỷ suất LNST**

*Nguồn: FPTTS tổng hợp*

## 2. Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có tác động lớn đến ngành dệt may Việt Nam.



Trung Quốc và Mỹ đều là những đối tác xuất nhập khẩu chính của ngành dệt may Việt Nam. Sự kiện Mỹ đánh thuế lên hàng hóa Trung Quốc, trong đó có các sản phẩm dệt may, sẽ có những tác động đến ngành dệt may Việt Nam.

### Các đợt áp thuế của Mỹ lên hàng hóa Trung Quốc

Gói hàng hóa	Giá trị (tỷ USD)	Thuế tăng thêm	Ngày có hiệu lực	Sản phẩm dệt may bị đánh thuế	Ghi chú
1	34	25%	06/07/2018		Tăng thuế lên 30%, có hiệu từ ngày 1/10/2019
2	16	25%	23/08/2018		
3	200	25%	10/05/2019	Nguyên phụ liệu (xơ, sợi, vải)	
4A	112	15%	01/09/2019	Hàng may mặc	
4B	160	15%	15/12/2019	Hàng may mặc	

Nguồn: World Customs Organization (WCO), FPTS tổng hợp

Việt Nam chưa thực sự hưởng lợi từ 3 đợt áp thuế trước đây của Mỹ lên hàng hóa Trung Quốc. Trong danh sách áp thuế trước đây chỉ bao gồm các nguyên phụ liệu dệt may (xơ, sợi, vải) mà chưa có hàng may mặc (quần áo). Trái lại, việc Mỹ áp thuế lên vải Trung Quốc đã có những tác động tiêu cực đến ngành sợi Việt Nam trong thời gian qua, do Trung Quốc là thị trường xuất khẩu sợi lớn nhất của Việt Nam.

Đợt áp thuế lần thứ 4, Mỹ sẽ áp thuế thêm 15% lên 112 tỷ USD hàng hóa từ ngày 1/9/2019 và 160 tỷ USD hàng hóa từ ngày 15/12/2019, trong danh sách áp thuế đã bao gồm các sản phẩm may mặc. Hiện nay, hàng may mặc từ Trung Quốc nhập khẩu vào Mỹ bị áp thuế khoảng 14,4%, còn từ Việt Nam vào Mỹ áp thuế khoảng 17%. Như vậy, khi cộng thêm thuế từ đợt áp thuế tới, hàng may mặc Việt Nam sẽ có lợi về thuế hơn so với hàng may mặc Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng đây chính là cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam khi có thể nhập khẩu vải giá rẻ từ Trung Quốc và xuất khẩu hàng may mặc sang Mỹ.

### 3. Cơ hội đẩy mạnh xuất khẩu hàng may mặc sang EU nhờ Hiệp định thương mại tự do EVFTA

Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) được ký kết vào ngày 30/06/2019, sau bước ký kết, hiệp định đang trải qua quá trình phê chuẩn nội bộ ở EU và Việt Nam để có thể chính thức có hiệu lực (dự kiến có hiệu lực vào đầu năm 2020). EU là thị trường xuất khẩu hàng may mặc lớn thứ hai của Việt Nam, chiếm 16% tổng giá trị xuất khẩu hàng may mặc năm 2017, chỉ sau Mỹ với 51%. Hiệp định EVFTA được kỳ vọng sẽ là cơ hội để các doanh nghiệp dệt may Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường EU nhờ các ưu đãi về thuế quan.

#### Thuế xuất khẩu của hàng dệt may Việt Nam sang EU

	Thuế MFN	Thuế GSP hiện nay	Thuế khi EVFTA có hiệu lực	Ghi chú
Nguyên phụ liệu (xơ, sợi, vải)	8%	4,5%	0%	Xóa bỏ ngay
Hàng may mặc	12%	8,5%	0%	Cắt giảm theo lộ trình từ 3 – 7 năm

Nguồn: Trung tâm WTO và Hội nhập (VCCI), European Commission, FPTS tổng hợp

Như vậy, các doanh nghiệp sản xuất nguyên phụ liệu (xơ, sợi, vải), hiện chiếm tỷ trọng nhỏ trong giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang EU, sẽ hưởng lợi ngay khi EVFTA có hiệu lực. Trong khi đó, các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc sẽ phải đi theo lộ trình xóa bỏ thuế.

Hiện nay, hàng dệt may Việt Nam xuất khẩu sang EU với mức thuế theo GSP<sup>1</sup>, đây là mức thuế ưu đãi của EU dành cho các nước đang phát triển hoặc kém phát triển, thấp hơn so với mức thuế theo Nguyên tắc đối xử tối huệ quốc – MFN<sup>2</sup>. Khi EVFTA có hiệu lực, các mặt hàng dệt may hiện đang hưởng thuế ưu đãi theo GSP sẽ vẫn tiếp tục được duy trì thuế GSP. Chỉ khi nào mức thuế MFN giảm về đúng bằng mức thuế GSP thì lúc đó GSP mới hết hiệu lực để chuyển sang MFN và tiếp tục giảm trong những năm tiếp theo, tiến tới về 0%. Cụ thể, cam kết này được đề cập trong Điều khoản 3, Phụ lục 2–A của Hiệp định EVFTA ([Xem thêm Điều khoản 3, Phụ lục 2–A hiệp định EVFTA](#)).

Để được hưởng ưu đãi thuế quan thì hàng dệt may Việt Nam phải đáp ứng được nguồn gốc xuất xứ kép của EVFTA. Theo đó, từ vải đến việc sản xuất hàng may mặc phải được thực hiện tại Việt Nam. Tuy nhiên, EVFTA cho phép áp dụng quy tắc xuất xứ cộng gộp. Tức là, cho phép sử dụng vải nhập khẩu từ nước mà Việt Nam và EU cùng ký kết hiệp định thương mại tự do, kể cả hiện tại (Hàn Quốc) và tương lai (Nhật Bản và một số nước ASEAN đang đàm phán FTA với EU); và thực hiện khâu sản xuất hàng may mặc tại Việt Nam.

---

<sup>1</sup> GSP (Generalized System of Preferences): Chương trình ưu đãi thuế quan phổ cập, là hệ thống ưu đãi thuế mà các nước phát triển dành cho một số mặt hàng nhập khẩu từ các nước đang phát triển.

<sup>2</sup> MFN (Most Favoured Nation): là mức thuế dựa trên Nguyên tắc đối xử tối huệ quốc, được hiểu là nguyên tắc bình đẳng và không phân biệt đối xử giữa tất cả các nước thành viên WTO.

**PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**
**Sản phẩm của TCM**
**MÀNG SỢI**

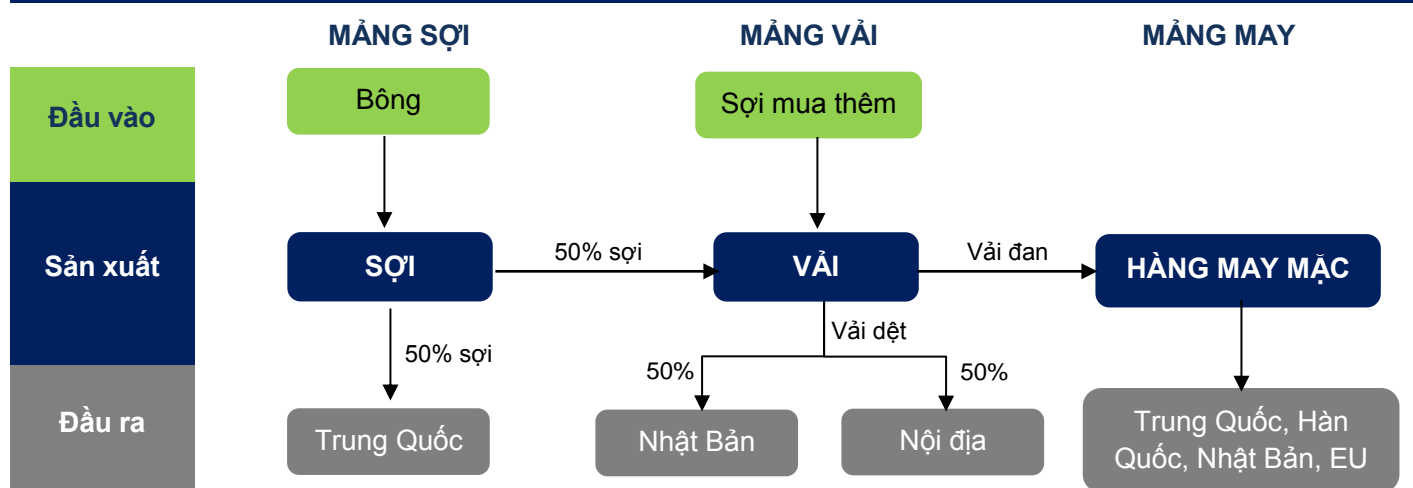

Sợi cotton, sợi visco và các loại sợi pha (pha giữa cotton, polyester,...).

**MÀNG VẢI**


Vải dệt và vải đan.

**MÀNG MAY**

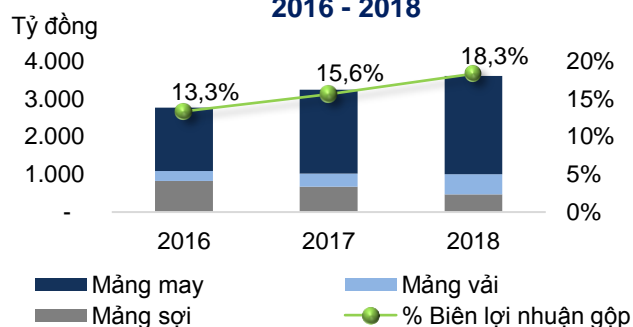

Áo T-shirt, áo polo, quần áo thể thao,...

**Chuỗi giá trị doanh nghiệp**


Nguồn: FPT S tổng hợp

**Xu hướng trong chuỗi giá trị**

Kể từ năm 2016, TCM thực hiện tái cấu trúc mảng sản xuất theo hướng tập trung hơn về cuối chuỗi giá trị. Cụ thể, doanh nghiệp chủ động cắt giảm năng lực sản xuất mảng sợi, tăng năng lực sản xuất mảng vải và mảng may, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp chung của doanh nghiệp<sup>3</sup>.

**Doanh thu và biên lợi nhuận gộp TCM 2016 - 2018**


Nguồn: TCM, FPT S tổng hợp

**Biên lợi nhuận gộp của từng mảng sản xuất TCM (ước tính)**

Mảng sợi	5 – 7%
Mảng vải	20 – 25%
Mảng may	15 – 20%

Nguồn: FPT S tổng hợp

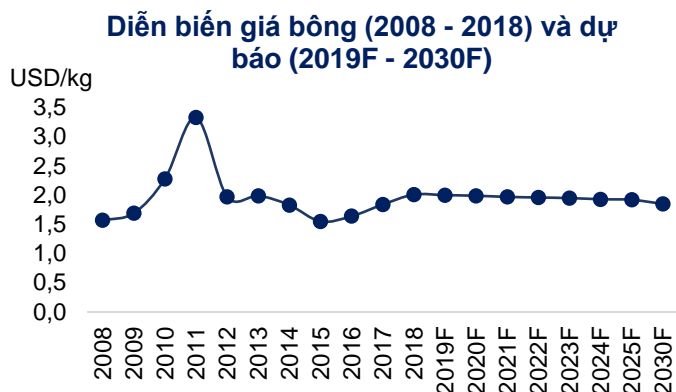
<sup>3</sup> Note: Cách ghi nhận doanh thu và chi phí từng mảng:

- Doanh thu: tính doanh thu trên sản phẩm bán ra, không tính phần sử dụng nội bộ.
- Chi phí: tính chi phí bông/sợi mua ngoài, không tính phần sợi tự sản xuất.

## 1. MẢNG SỢI

**Hạn chế xuất khẩu sợi do hoạt động kinh doanh sợi không hiệu quả.**

### 1.1. Đầu vào: giá bông thế giới biến động liên tục



Nguồn: Indexamundi, Worldbank, FPTS tổng hợp

Nguyên liệu sản xuất sợi của TCM gồm bông (nhập khẩu từ Mỹ, Brazil, Tây Phi) và xơ tổng hợp (nhập khẩu từ Thái Lan, Indonesia). Trong đó, bông là nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất, chiếm 70% giá thành sợi thành phẩm. Bông là sản phẩm nông nghiệp, do đó, chất lượng, số lượng và giá bông trên thị trường phụ thuộc vào vụ mùa, thời tiết, chính sách điều tiết sản lượng cung ứng của các khu vực lớn trên thế giới, đặc biệt là Trung Quốc – quốc gia có trữ lượng bông tồn kho lớn nhất thế giới.

Giá bông trên thị trường biến động liên tục và khó dự báo là rủi ro đặc thù chung của các doanh nghiệp sản xuất sợi cotton.

### 1.2. Sản xuất: cắt giảm các nhà máy sợi hoạt động không hiệu quả

#### Công nghệ sản xuất

Hiện nay có hai công nghệ sản xuất sợi cotton phổ biến là công nghệ nôi cọc (sản xuất sợi cotton CD) và công nghệ Rotor (sản xuất sợi cotton OE) ([Xem thêm So sánh công nghệ nôi cọc và công nghệ Rotor](#)).



Ảnh 1 – Nhà máy sản xuất sợi của TCM

Nhìn chung, công nghệ nôi cọc có nhiều ưu điểm hơn công nghệ Rotor như: tỷ lệ hao hụt thấp hơn, nhu cầu tiêu thụ cao hơn, giá bán và tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn. Trước đây, TCM sản xuất cả sợi cotton OE và sợi cotton CD, nhưng do sợi cotton OE mang lại lợi nhuận không cao và ngày càng khó tiêu thụ, TCM đã cắt giảm hai nhà máy sản xuất sợi cotton OE, hiện nay TCM chỉ sản xuất sợi cotton CD theo công nghệ nôi cọc.

Máy móc thiết bị để sản xuất sợi của TCM là các loại máy chải thô, máy tách xơ lạ, máy ghép, máy cuộn cúi, máy chải kỹ, máy sợi thô, máy sợi con,... được nhập khẩu từ Nhật Bản, Châu Âu, Trung Quốc.

#### Năng lực sản xuất

##### Các nhà máy sợi của TCM

	Địa điểm	Công suất (tấn/năm)	Sản phẩm chính	Tình trạng
Nhà máy sợi 1	Quận 4, HCM	2.500	Sợi polyester	Chuyển đổi sản phẩm
Nhà máy sợi 2	Tân Bình, HCM	6.500	Sợi cotton OE	Chuyển sang sản xuất vải dệt
Nhà máy sợi 3	Đức Hòa, Long An	4.500	Sợi cotton OE	Giải thể
Nhà máy sợi 4	Trảng Bàng, Tây Ninh	7.500	Sợi cotton CD và các loại sợi pha	Đang hoạt động

Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

Cuối năm 2016, TCM đã tiến hành tái cấu trúc mảng sợi. Cụ thể:

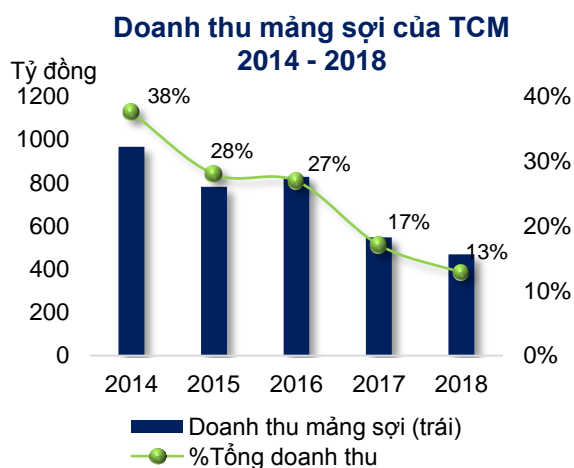
- Giải thể nhà máy sợi 3 từ tháng 7/2017, dừng hoạt động nhà máy sợi 2 từ tháng 12/2016 và chuyển sang sản xuất vải dệt từ quý 1/2018. Sản phẩm của nhà máy sợi 2 và 3 là sợi cotton OE, đây là loại sợi có biên lợi nhuận thấp hơn và ít được ưa chuộng hơn so với sợi cotton CD.



- Chuyển đổi sản phẩm cho nhà máy sợi 1. Nhà máy sợi 1 là nhà máy sợi lâu nhất của TCM, máy móc thiết bị đã cũ nên hiệu quả sản xuất thấp. Hiện nay, nhà máy sợi 1 chuyên tập trung sản xuất các loại sợi mới do Phòng Nghiên cứu Phát triển thử nghiệm.

Việc tái cấu trúc mảng sợi đã đem lại những hiệu quả nhất định, biên lợi nhuận gộp mảng sợi năm 2018 đạt hơn 10%, cao nhất từ trước đến nay, tuy nhiên đây mới chỉ mức hòa vốn sau nhiều năm lỗ ở mảng sợi kể từ năm 2012.

### 1.3. Đầu ra: giảm tỷ lệ sợi xuất khẩu



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

Hiện nay, 50% sản lượng sợi được xuất khẩu sang Trung Quốc và 50% sản lượng dùng làm nguyên liệu cho mảng vải. Do hoạt động kinh doanh sợi kém hiệu quả, TCM đã giảm dần tỷ lệ sợi xuất khẩu từ 90% năm 2014 còn 50% năm 2018, tập trung sản xuất sợi phục vụ chuỗi giá trị khép kín nội bộ.

Trong tương lai, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục hạn chế xuất khẩu sợi do những tác động tiêu cực từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đến ngành sợi Việt Nam. Trung Quốc là thị trường xuất khẩu sợi lớn nhất của Việt Nam, Mỹ là thị trường xuất khẩu vải lớn nhất của Trung Quốc, việc Mỹ áp thuế lên hàng hóa Trung Quốc sẽ khiến Trung Quốc tìm cách sản xuất vải, kéo theo giảm nhu cầu nhập khẩu sợi từ Việt Nam.

## 2. MẢNG VẢI

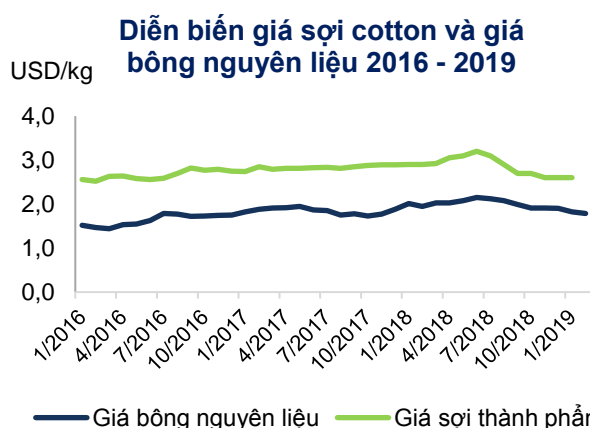
**Sản phẩm vải của TCM gồm: vải dệt và vải đan. Vải dệt xuất khẩu sang Nhật Bản đang có tốc độ tăng trưởng tốt. Vải đan làm nguyên liệu cho mảng may đang hoạt động tối đa công suất.**

TCM tự chủ được khoảng 40% sản lượng sợi đầu vào, 60% sản lượng sợi còn lại được mua từ các doanh nghiệp trong nước (STK, các doanh nghiệp FDI) và các nhà cung cấp nước ngoài (Thái Lan, Indonesia, Đài Loan). Tuy nhiên, sản lượng sợi mua ngoài không cố định, phụ thuộc vào đơn đặt hàng vải của khách hàng và giá sợi trên thị trường. Giá sợi cotton biến động cùng chiều với giá bông nguyên liệu.

### Nguyên liệu sản xuất vải của TCM

Loại vải	Nguyên liệu sợi (Tấn/năm)
Vải dệt	2.600
Vải đan	10.300
<b>Tổng cộng</b>	<b>12.900</b>
Trong đó:	- Tự sản xuất 5.000 tấn (40%) - Mua ngoài 7.900 tấn (60%)

Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp



Nguồn: Indexmundi, FPTS tổng hợp

Theo quy cách dệt vải, sản phẩm của TCM được chia thành vải dệt và vải đan ([Xem thêm Phân biệt vải dệt và vải đan](#)). Để sản xuất vải dệt hay vải đan cần kết hợp các loại sợi khác nhau (sợi cotton, sợi visco, sợi polyester,...) và không có sự khác biệt về loại sợi đầu vào.

## 2.1. Vải dệt xuất khẩu: tăng trưởng nhờ thị trường Nhật



Ảnh 2 – Nhà máy dệt của TCM

### • Sản xuất

TCM hiện có 2 xưởng dệt ở khu công nghiệp Tân Bình (Tp.HCM) với 125 máy dệt, tổng công suất thiết kế 15 triệu mét/năm, gồm các loại máy dệt khí, máy dệt kiểm và các máy móc phụ trợ (máy hồ, máy mắc, máy xe, máy đảo), được nhập khẩu từ Nhật Bản, Châu Âu, Hàn Quốc, Đài Loan.

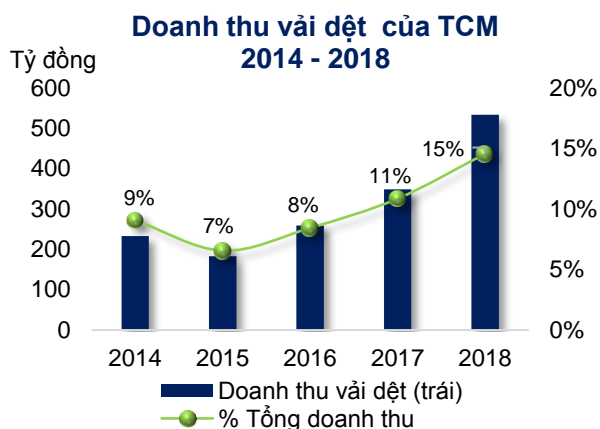
### • Đầu ra

Sản phẩm vải dệt của TCM gồm các loại vải với các kiểu dệt như vân điểm, vân chéo, vân đoạn,... Với tính chất bền chắc, vải dệt được sử dụng nhiều trong lĩnh vực khác nhau như y tế, may mặc, kỹ thuật,...

Hiện nay, 50% doanh thu mảng vải đến từ xuất khẩu sang thị trường Nhật và 50% đến từ tiêu thụ nội địa.

Đối với thị trường Nhật, TCM định hướng sản xuất vải dệt chất lượng cao xuất khẩu sang Nhật từ cuối năm 2014, thiết kế và sản xuất loại vải này đòi hỏi trình độ kỹ thuật cao nên biên lợi nhuận gộp khá cao (vào khoảng 20 – 25%), TCM cung cấp vải dệt cho nhiều khách hàng khác nhau ở Nhật nên không bị rủi ro tập trung vào một khách hàng duy nhất.

Đối với thị trường nội địa, chúng tôi cho rằng TCM sẽ khó cạnh tranh với vải từ Trung Quốc. Mỹ áp thuế lên hàng hóa Trung Quốc (trong đó có vải) sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận với nguồn nguyên liệu vải giá rẻ từ Trung Quốc.



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

## 2.2. Vải đan nguyên liệu: tăng sản lượng sản xuất phục vụ cho mảng may



Ảnh 3: Nhà máy đan của TCM

### • Sản xuất

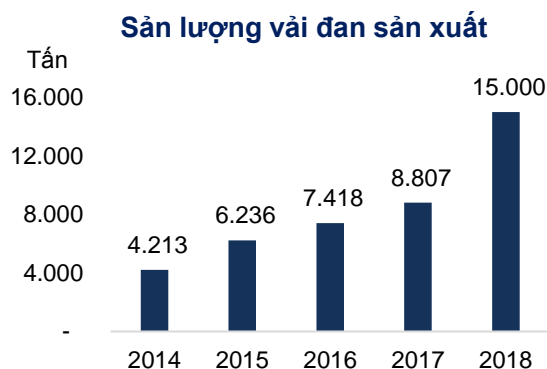
TCM có 4 xưởng đan ở KCN Nhì Xuân (Hóc môn) với 302 máy đan vải, tổng công suất thiết kế 15.000 tấn/năm (vải đan là vải thun, có tính co giãn nên đơn vị đo tính bằng tấn).

### • Đầu ra

Sản phẩm vải đan của TCM gồm các loại: Single Jersey (vải thun trơn), Pique (thun cá sấu), Jacquard (vải có hoa văn lặp đều), Rib (vải thun bo), Interlock (vải đan kép), Double Face (thun 2 da),... Với tính chất co giãn, vải đan thường được sử dụng để sản xuất quần áo thể thao, áo t-shirt, áo polo,...

Hiện nay, toàn bộ vải đan sản xuất đều phục vụ cho mảng may. Do nhu cầu nguyên liệu vải cho mảng may ngày càng tăng, TCM liên tục gia tăng sản lượng vải đan sản xuất.

Trong tương lai, TCM có định hướng sản xuất và thương mại hóa vải đan chất lượng cao. Xưởng đan số 4 đi vào vận hành năm 2016, chuyên sản xuất đơn hàng Single cài Spandex và Double cài Spandex (chất lượng vải đàn hồi tốt hơn vải đan thông thường).



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

### 3. MÀNG MAY

**Sản xuất hàng may mặc là hoạt động chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu, chiếm 71% năm 2018. Hàng may sẽ là động lực tăng trưởng chính của TCM, kỳ vọng hưởng lợi từ Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và Hiệp định thương mại tự do EVFTA.**

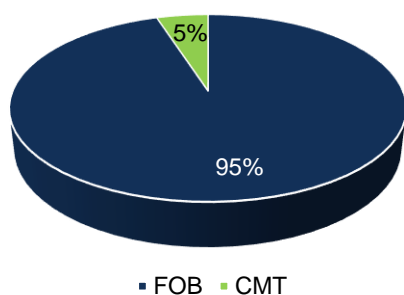
#### 3.1. Đầu vào: tự chủ hoàn toàn nguyên liệu vải

Như đã đề cập ở mảng vải, TCM sử dụng toàn bộ vải đan để làm đầu vào sản xuất hàng may mặc và không nhập khẩu vải từ bên ngoài, điều này mang lại cho TCM những lợi thế nhất định:

- (1) Sản xuất theo phương thức FOB (cụ thể là FOB cấp 2) với giá trị gia tăng cao hơn phương thức CMT;
- (2) Đẩy mạnh đơn hàng sang thị trường EU nhờ đáp ứng được yêu cầu xuất xứ “từ vải trở đi” của EVFTA.

#### 3.2. Sản xuất:

**Cơ cấu doanh thu TCM theo phương thức sản xuất năm 2018**

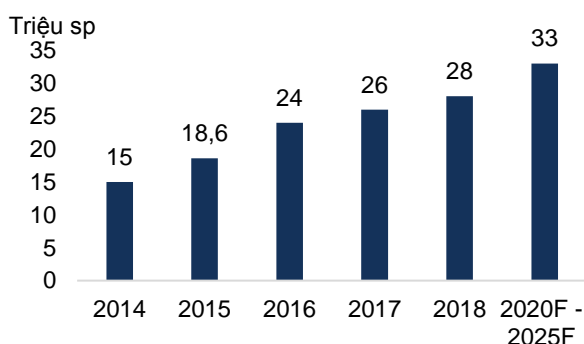


Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

- Với khả năng tự sản xuất vải, TCM chủ yếu sản xuất hàng may mặc theo phương thức FOB cấp 2

Khác với các doanh nghiệp cùng ngành chủ yếu sản xuất theo phương thức CMT, TCM với khả năng tự chủ nguyên liệu vải có thể sản xuất theo phương thức FOB (cụ thể là FOB cấp 2). Theo đó, doanh nghiệp có thể chủ động lựa chọn mua vải từ nhà cung cấp khác hoặc vải tự sản xuất (hiện nay, TCM chỉ sử dụng vải tự sản xuất). FOB là phương thức sản xuất có giá trị gia tăng cao hơn so với phương thức CMT (nhận nguyên liệu từ bên đặt hàng và gia công).

**Năng lực sản xuất hàng may TCM**



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

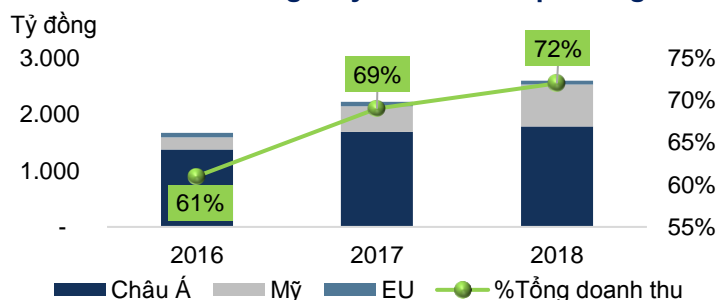
- Doanh nghiệp liên tục mở rộng quy mô sản xuất

Đến cuối năm 2018, hàng may của TCM đang hoạt động tối đa công suất với 3 nhà máy là nhà máy Hồ Chí Minh (22 triệu sản phẩm/năm), nhà máy may 1 Vĩnh Long (6 triệu sản phẩm/năm) và nhà máy Trảng Bàng (5 triệu sản phẩm/năm).

Trong tương lai, để đáp ứng cho số lượng đơn hàng tăng thêm, TCM sẽ triển khai tiếp dự án Vĩnh Long giai đoạn 2. Cụ thể, theo giấy chứng nhận đầu tư từ năm 2014, giai đoạn 2 dự án Vĩnh Long là nhà máy may 2 Vĩnh Long với công suất 6 triệu sản phẩm/năm.

#### 3.3. Đầu ra: kỳ vọng mở rộng thị trường xuất khẩu nhờ các yếu tố vĩ mô

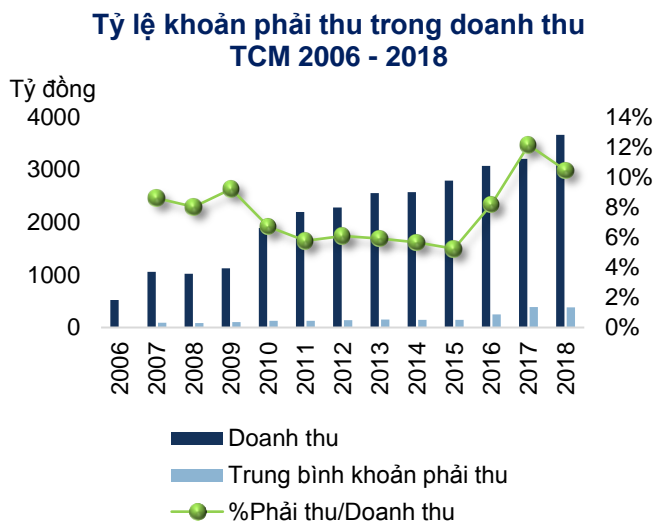
**Doanh thu hàng may TCM theo thị trường**



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

Các thị trường xuất khẩu hàng may mặc của TCM gồm: châu Á (Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản), Mỹ và EU.

➤ **Thị trường Hàn Quốc và Trung Quốc: tình hình đơn hàng ổn định từ E-land**



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

Các đơn hàng xuất khẩu sang Hàn Quốc và Trung Quốc chủ yếu là đơn hàng của các bên liên quan tới E-land. Giao dịch với các bên liên quan đến E-land hiện chiếm khoản 30 – 40% doanh thu mảng may và khoảng 20% tổng doanh thu của TCM. Đánh giá về vai trò của E-land đối với TCM, chúng tôi cho rằng E-land mang lại nhiều lợi ích cho TCM hơn là rủi ro.

Về lợi ích, từ sau khi E-land tham gia quản lý hoạt động kinh doanh từ năm 2010, kết quả kinh doanh của TCM đã có những chuyển biến tích cực với tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 9% và 7%.

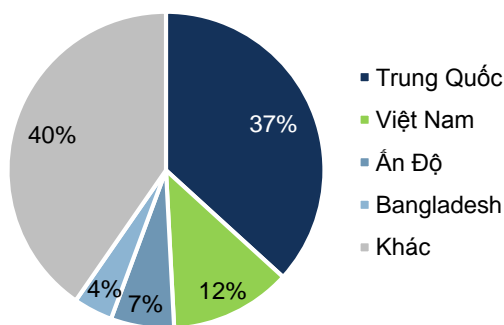
Về rủi ro, tỷ lệ khoản phải thu trong doanh thu giai đoạn 2009 – 2014 giảm chứng tỏ không có sự chiếm dụng vốn từ các bên liên quan đến E-land, tỷ trọng này tăng trong giai đoạn 2015 – 2018 do chính sách bán hàng nới lỏng của doanh nghiệp.

➤ **Thị trường Nhật: chưa có động lực để thúc đẩy doanh thu ở thị trường này**

Việt Nam đã có Hiệp định thương mại tự do song phương với Nhật Bản (VJEPA) có hiệu lực từ ngày 1/10/2009 và Hiệp định Đối tác Kinh tế toàn diện ASEAN – Nhật Bản (AJCEP) có hiệu lực từ ngày 1/12/2008. Theo đó, hàng dệt may Việt Nam xuất khẩu sang Nhật Bản đã được hưởng ưu đãi thuế quan 0%. Do đó, chúng tôi không đánh giá cao khả năng đẩy mạnh doanh thu của TCM ở thị trường này trong thời gian tới.

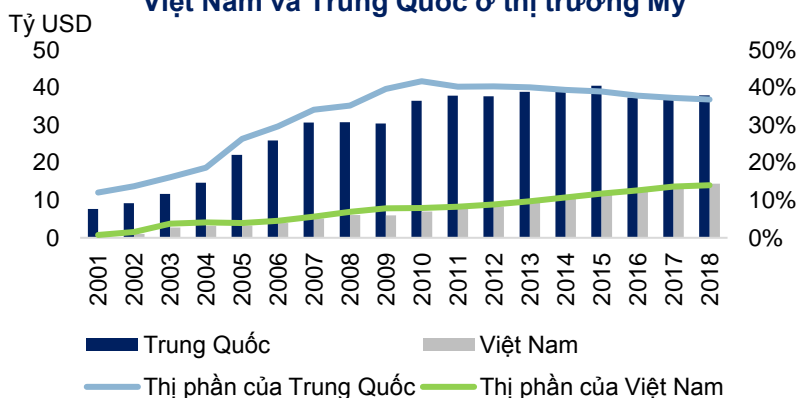
➤ **Thị trường Mỹ: cơ hội đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ nhờ Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung**

**Thị phần xuất khẩu hàng may mặc sang Mỹ năm 2018**



Nguồn: Intracen (ITC), FPTS tổng hợp

**Giá trị xuất khẩu và thị phần hàng may mặc Việt Nam và Trung Quốc ở thị trường Mỹ**



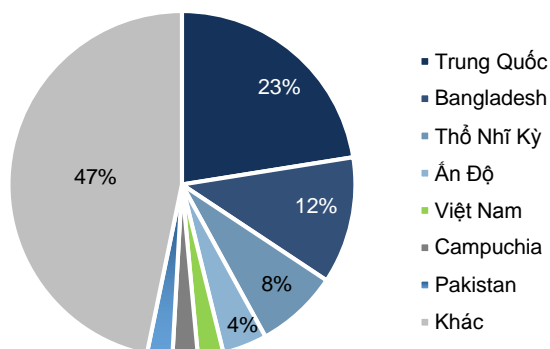
Nguồn: Intracen (ITC), FPTS tổng hợp

Trung Quốc hiện là nước có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất tại thị trường Mỹ, việc Mỹ áp thuế lên hàng may mặc Trung Quốc sắp tới (chia làm 2 đợt, từ ngày 01/09/2019 và ngày 15/12/2019) sẽ gây ra dòng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang các nước khác. Với thị phần đứng thứ hai sau Trung Quốc, Việt Nam được kỳ vọng là điểm đến của dòng dịch chuyển đơn hàng này.

Năm 2018, một khách hàng ở thị trường Mỹ của TCM là Sears (đóng góp khoảng 7% doanh thu) đã nộp đơn phá sản vào tháng 10/2018. Chúng tôi cho rằng việc mất đi đơn hàng của Sears sẽ làm cho tốc độ tăng trưởng doanh thu của TCM năm 2019 giảm so với năm 2018, tuy nhiên với cơ hội từ dòng dịch chuyển đơn hàng nhờ đợt áp thuế sắp tới, TCM sẽ tìm được các đơn hàng thay thế ở thị trường này.

➤ **Thị trường EU: kỳ vọng sẽ đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường EU từ năm 2022 nhờ đáp ứng được yêu cầu xuất xứ của EVFTA**

**Các nước xuất khẩu hàng may mặc chính ở thị trường EU 2018**



Nguồn: International Trade Center (ITC), FPTTS tổng hợp

**Thuế xuất khẩu dệt may vào EU của các nước xuất khẩu chính**

Quốc gia	Thuế áp dụng
Thổ Nhĩ Kỳ	MFN
Trung Quốc	GSP
Ấn độ	GSP
<b>Việt Nam</b>	<b>GSP</b>
Pakistan	GSP
Bangladesh	EBA
Campuchia	EBA

Nguồn: Bộ Công Thương, FPTTS tổng hợp

Hàng dệt may Việt Nam hiện đang xuất khẩu sang EU với mức thuế theo GSP, đây là mức thuế thấp hơn so với mức thuế theo MFN, nhưng cao hơn so với thuế theo EBA – Hiệp ước mọi thứ trừ vũ khí (tất cả các hàng hóa điều được hưởng thuế suất 0%, trừ vũ khí và chất nổ). Khi EVFTA có hiệu lực, khả năng cạnh tranh của hàng dệt may Việt Nam sẽ tăng lên đáng kể so với các nước hưởng thuế MFN và GSP, về cùng mức thuế với Bangladesh và Campuchia. Tuy nhiên, các quốc gia được hưởng EBA sẽ được xem xét định kỳ và nếu không còn đáp ứng được các tiêu chí đưa ra sẽ bị loại bỏ khỏi danh sách. Trong khi ưu đãi thuế quan mà Việt Nam được hưởng từ EVFTA sẽ được duy trì ổn định sau khi hiệp định có hiệu lực.

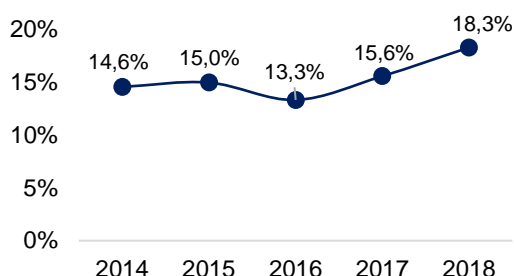
Rào cản lớn nhất của các doanh nghiệp dệt may Việt Nam để được hưởng ưu đãi thuế quan là quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi” của EVFTA. Với khả năng tự sản xuất vải, TCM được kỳ vọng sẽ mở rộng thị trường xuất khẩu sang EU nhờ ưu đãi thuế quan từ hiệp định này. Cần lưu ý là thuế GSP hiện tại sẽ được duy trì trong 2 – 3 năm đầu sau khi EVFTA có hiệu lực, sau đó sẽ giảm theo lộ trình về đến 0%. Như vậy, nếu EVFTA có hiệu lực vào đầu 2020 thì tiềm năng tăng trưởng doanh thu của TCM ở EU sẽ bắt đầu từ năm 2022.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### 1. Tỷ suất lợi nhuận gộp đang ở mức cao so với các doanh nghiệp trong ngành

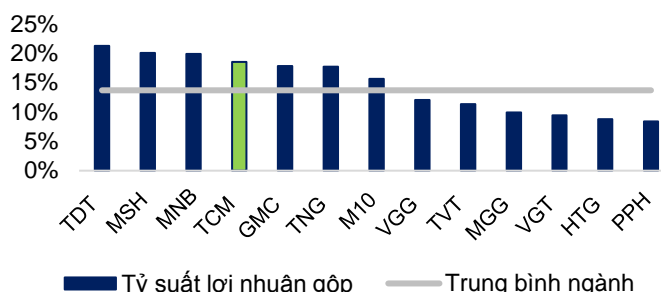
Tỷ suất lợi nhuận gộp của TCM trong giai đoạn 2016 – 2018 đã được cải thiện nhờ cắt giảm sản xuất mùng sợi có biên lợi nhuận gộp thấp (5-7%) và gia tăng sản xuất mùng vải, mùng may với biên lợi nhuận gộp cao hơn, lần lượt là 20 – 25% và 15 – 20%.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp TCM 2014 - 2018**



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

**Tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp may 2018**



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

So với các doanh nghiệp trong ngành, tỷ suất lợi nhuận gộp của TCM đang ở mức khá cao, đến từ 2 nguyên nhân:

#### (1) Sản phẩm

Đối với sản xuất hàng may mặc, tỷ lệ lợi nhuận gộp cao hay thấp phụ thuộc vào loại sản phẩm sản xuất.

- Các doanh nghiệp sản xuất chủ yếu là áo khoác, quần áo thể thao như TCM, CTCP Đầu tư và Phát triển TNG (TNG), May Sài Gòn (GMC) có tỷ suất lợi nhuận gộp vào khoảng 14 – 18%.
- Các doanh nghiệp sản xuất chủ yếu là áo veston như May Nhà Bè (MNB), đòi hỏi cao về kỹ thuật nên tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn, vào khoảng 20%.
- Các doanh nghiệp chủ yếu sản xuất áo sơ mi như May 10 (M10), May Việt Tiến (VGG), May Việt Thắng (TVT) có tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ khoảng 12 – 14%.

#### Tỷ suất lợi nhuận gộp của một số sản phẩm dệt may

Sản phẩm	Biên lợi nhuận gộp
Áo khoác	18%
Quần áo thể thao	14%
Áo veston	20%
Áo sơ mi	12%
Đồng phục và bảo hộ lao động	4%

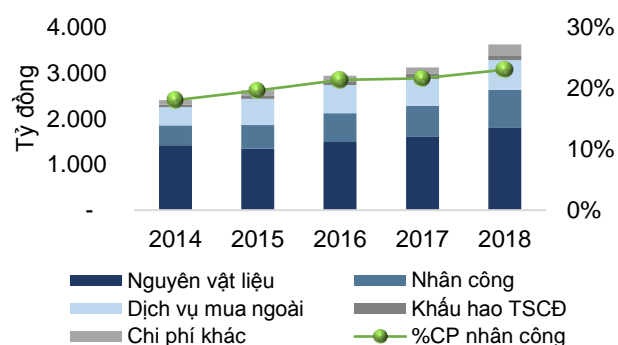
Nguồn: FPTS tổng hợp

#### (2) Giá trị tăng thêm nhờ chuỗi giá trị hoàn thiện

Chuỗi giá trị hoàn thiện góp phần gia tăng giá trị ở mỗi khâu sản xuất làm cho các sản phẩm của TCM có tỷ suất lợi nhuận gộp cao. Đa số các doanh nghiệp dệt may phải nhập khẩu nguyên liệu vải, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ là chênh lệch giữa giá bán sản phẩm và giá nguyên liệu vải. Trong khi TCM nhập khẩu nguyên liệu là bông/sợi, tỷ suất lợi nhuận gộp tính bằng chênh lệch giữa giá bán sản phẩm và giá nguyên liệu bông/sợi.

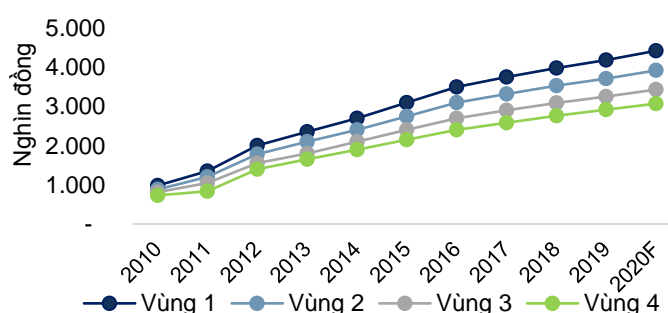
### 2. Chi phí nhân công tăng theo lộ trình tăng lương tối thiểu vùng

**Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố TCM 2014 - 2018**



Nguồn: TCM, FPTS tổng hợp

**Mức lương tối thiểu vùng qua các năm (2010 - 2020F)**



Nguồn: FPTS tổng hợp

Sản xuất hàng may mặc là công đoạn thâm dụng lao động nên đối với các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc nói chung và TCM nói riêng, chi phí nhân công là khoản mục chi phí trọng yếu. Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ có tác động lớn đến doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc.

Đa số lương của công nhân may ở các doanh nghiệp đều đã cao hơn mức lương tối thiểu vùng, tuy nhiên, việc tăng lương tối thiểu vùng sẽ làm tăng các khoản trích lập theo lương (gồm: 17,5% bảo hiểm xã hội, 3% bảo hiểm y tế, 1% bảo hiểm thất nghiệp và 2% kinh phí công đoàn). Doanh nghiệp sử dụng càng nhiều lao động thì khoản trích lập càng lớn.

### Ảnh hưởng của chính sách tăng lương tối thiểu vùng đến một số doanh nghiệp dệt may năm 2018

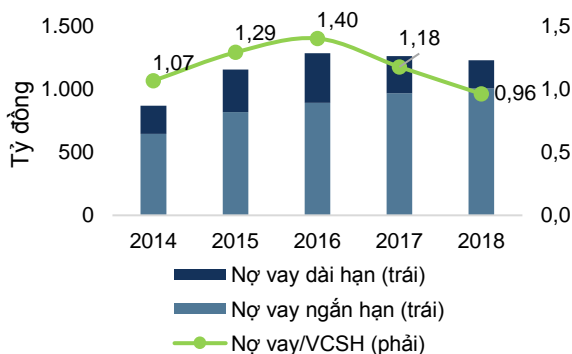
Doanh nghiệp	Số lượng lao động (người)	Mức tăng lương tối thiểu vùng (đồng/tháng)	Mức tăng các khoản trích lập theo lương (triệu đồng)	% LNST
TCM	5.039	230.000 (vùng 1)	3.268	1,26%
GMC	4.244	230.000 (vùng 1)	2.753	2,29%
TNG	11.110	210.000 (vùng 2)	6.579	3,66%
TDT	1.200	210.000 (vùng 2)	710	3,44%

Nguồn: FPTIS tổng hợp

### 3. Tỷ lệ nợ giảm dần và hiện thấp hơn mức trung bình ngành

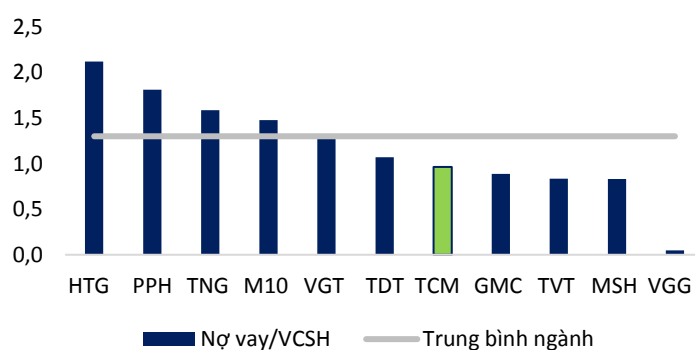
Tỷ lệ nợ vay/VCSH của TCM đang giảm dần và hiện thấp hơn mức trung bình ngành. Trong đó, nợ vay dài hạn giảm dần sau giai đoạn vay vốn để đầu tư cho dự án Vĩnh Long giai đoạn 1 năm 2015 – 2016. Nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn (trên 70% tổng nợ trong giai đoạn 2014 – 2018) và đang có xu hướng tăng dần. Do chính sách nới lỏng tín dụng để thúc đẩy doanh thu, TCM phải sử dụng nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động.

#### Tỷ lệ nợ vay/VCSH TCM 2014 - 2018



Nguồn: TCM, FPTIS tổng hợp

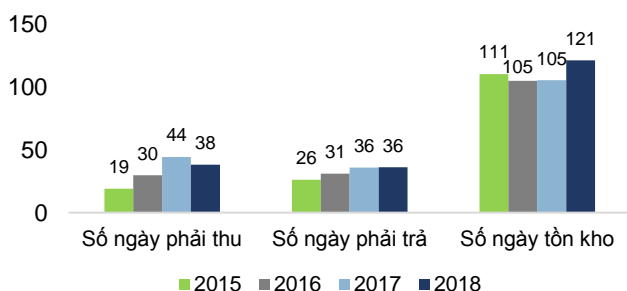
#### Tỷ lệ nợ vay/VCSH của các doanh nghiệp dệt may 2018



Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp

### 4. Chỉ số về hiệu quả hoạt động

#### Chỉ số về hiệu quả hoạt động TCM 2014 - 2018



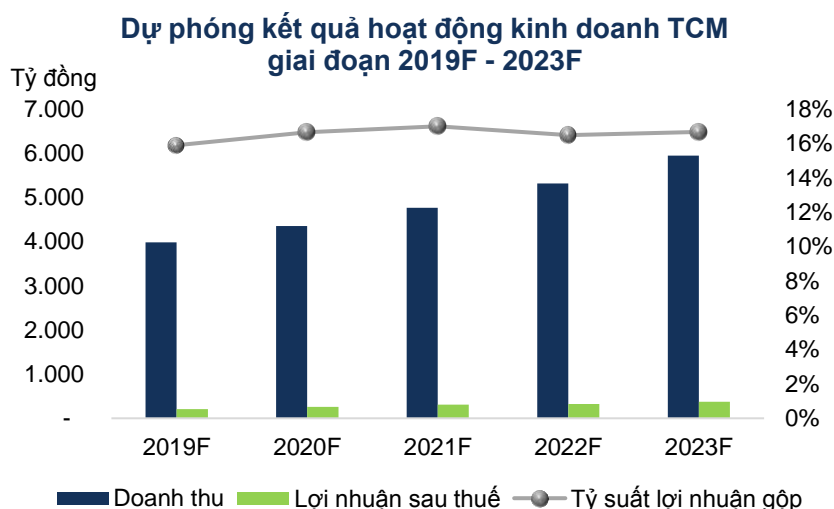
Số ngày tồn kho của TCM đang ở mức khá cao, 121 ngày (2018) so với trung bình ngành 87 ngày (2018). Nguyên nhân là do đa số các doanh nghiệp trong ngành chỉ đơn thuần là may theo phương thức CMT (nhận vải từ bên đặt hàng) hoặc FOB cấp 1 (mua vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định), hàng tồn kho chủ yếu là vải và thường đi theo đơn đặt hàng nên số ngày tồn kho không lâu. Trong khi hàng tồn kho của TCM bao gồm cả bông, sợi và vải.

Số ngày phải trả của TCM cải thiện qua các năm, dao động quanh mức trung bình ngành là 34 ngày (2018).

Số ngày phải thu của TCM tăng mạnh trong giai đoạn 2015 – 2017 từ 19 ngày lên 44 ngày do chính sách nới lỏng tín dụng để thúc đẩy doanh thu. Số ngày phải thu giảm còn 38 ngày trong năm 2018 (trung bình ngành là 32 ngày), tuy nhiên, số ngày phải thu giảm là do TCM đã phải trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi 79 tỷ đồng (khoảng 12% lợi nhuận gộp năm 2018) cho khoản phải thu của Sears khi đối tác này nộp đơn phá sản vào tháng 10/2018.

## TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Với những phân tích trên, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của TCM giai đoạn 2019F – 2023F:



Chúng tôi dự phóng doanh thu của TCM sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép 8%/năm trong giai đoạn 2019F – 2023F, với tốc độ tăng trưởng doanh thu của mảng sợi, mảng vải và mảng may lần lượt là -14%, +10% và +10%.

Cụ thể từng mảng sản xuất kinh doanh:

- (1) Mảng sợi: Sau khi cắt giảm 2 trong số 4 nhà máy sợi, năng lực sản xuất sợi của TCM giảm 52% so với năm 2018, chúng tôi giả định TCM sẽ tăng sản lượng sợi sử dụng nội bộ thêm 5% mỗi năm, cùng với dự báo giá sợi trên thị trường thế giới sẽ giảm 2%/năm theo chiều giảm của giá bông, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng sợi sẽ giảm 14% mỗi năm.
- (2) Mảng vải: Doanh thu mảng vải của TCM 50% đến từ thị trường nội địa và 50% từ thị trường Nhật Bản với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2014 – 2018 đạt 23%. Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng TCM sẽ khó cạnh tranh với thị trường vải nội địa, trong khi động lực thúc đẩy doanh thu mảng vải ở thị trường Nhật Bản vẫn chưa rõ ràng. Do đó, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu mảng vải ở mức thận trọng 10%.
- (3) Mảng may: các thị trường xuất khẩu hàng may mặc của TCM gồm: Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ, EU. Chúng tôi dự phóng doanh thu ở thị trường Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ tăng trưởng 11% mỗi năm nhờ sự hỗ trợ đơn hàng ổn định từ E-land. Doanh thu ở thị trường Mỹ có tốc độ tăng trưởng 9% mỗi năm trong giai đoạn 2019F – 2023F nhờ dòng dịch chuyển đơn hàng may mặc từ Trung Quốc. Doanh thu ở thị trường EU giai đoạn 2022F – 2023F tăng trưởng 10% mỗi năm khi hàng may mặc Việt Nam được giảm thuế xuất khẩu sang EU.



## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ TCM

Chúng tôi định giá cổ phiếu TCM sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu TCM theo 2 phương pháp có mức bình quân là 27.600 đồng/cp, cao hơn 17% so với mức giá đóng cửa ngày 30/08/2019. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét mua ở mức giá 23.000 đồng/cp.

### Kết quả định giá

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	27.057	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	28.277	50%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>		<b>27.667</b>	

### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	10,01%	Phần bù rủi ro	10%
Chi phí sử dụng nợ	4,01%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,56
Chi phí sử dụng VCSH	16,1%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	6,5%	Thời gian dự phóng	5 năm

### Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	1.088.652
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu đồng)	1.707
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	1.229.843
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	1.567.036
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)	54.129.605
Giá mục tiêu (đồng/cp)	27.057
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	1.008.588
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)	54.129.605
Giá mục tiêu (đồng/cp)	28.277
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>27.600</b>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
*(Đơn vị: Tỷ đồng)*

HĐKD	2017	2018	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3.209	3.662	3.934	4.241	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	2.706	2.983	3.308	3.535	+ Tiền và tương đương	130	216	436	766
Lợi nhuận gộp	503	679	625	706	+ Đầu tư TC ngắn hạn	151	203	203	203
- Chi phí bán hàng	112	144	128	138	+ Các khoản phải thu	475	280	510	414
- Chi phí quản lí DN	148	230	173	186	+ Hàng tồn kho	806	1.138	1.067	1.140
Lợi nhuận thuần HĐKD	243	305	324	382	+ Tài sản ngắn hạn khác	44	56	64	67
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(45)	(58)	(70)	(66)	Tổng tài sản ngắn hạn	1.607	1.893	2.280	2.589
- Lợi nhuận khác	42	75	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.337	1.253	1.253	1.376
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	240	322	254	316	+ Khấu hao lũy kế	(660)	(567)	(632)	(698)
- Chi phí lãi vay	48	52	51	50	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	677	687	621	678
Lợi nhuận trước thuế	235	323	254	316	+ Đầu tư tài chính dài hạn	101	67	67	67
- Thuế TNDN	44	78	51	63	+ Tài sản dài hạn khác	126	137	137	137
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	12	39	39	39
LNST	193	260	204	253	Tổng tài sản dài hạn	1.429	1.354	1.249	1.266
- Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1	1	1	<b>Tổng Tài sản</b>	3.035	3.247	3.529	3.856
LNST của cổ đông CT Mẹ	192	259	202	251	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
EPS (đ)	3.162	4.238	3.173	3.941	+ Phải trả người bán	292	300	356	383
EBITDA	346	401	360	421	+ Vay và nợ ngắn hạn	969	1.008	1.073	1.142
Khấu hao	106	78	105	105	+ Quỹ khen thưởng	65	79	109	147
Tăng trưởng doanh thu	5%	14%	7%	8%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	0	0	0	0
Tăng trưởng LN HĐKD	36%	25%	6%	18%	+ Vay và nợ dài hạn	294	222	218	200
Tăng trưởng EBIT	84%	34%	-21%	24%	+ Phải trả dài hạn khác	19	19	19	19
Tăng trưởng EPS	81%	34%	-25%	24%	<b>Nợ dài hạn</b>	337	270	262	244
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>Tổng nợ</b>	1.964	1.971	2.106	2.247
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,7%	18,5%	15,9%	16,7%	+ Thặng dư	23	23	23	23
Tỷ suất LNST	6,0%	7,1%	5,2%	6,0%	+ Vốn điều lệ	517	542	580	621
ROE DuPont	19,4%	22,2%	15,1%	16,7%	+ LN chưa phân phối	299	406	435	528
ROA DuPont	6,5%	8,2%	6,0%	6,8%	Vốn chủ sở hữu	1.064	1.268	1.413	1.598
Tỷ suất EBIT	7,5%	8,8%	6,5%	7,4%	Lợi ích cổ đông thiểu số	8	9	10	11
LNST/LNTT	81,6%	80,1%	79,6%	79,6%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	3.035	3.247	3.529	3.856
LNTT / EBIT	98,0%	100,3%	100,0%	100,0%					
Vòng quay tổng tài sản	1,10	1,17	1,16	1,15					
Đòn bẩy tài chính	2,97	2,69	2,53	2,45					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018	2019F	2020F	Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018	2019F	2020F
Số ngày phải thu	44,35	38,17	38,00	39,00	<b>Tiền đầu năm</b>	96	130	216	436
Số ngày tồn kho	105,46	121,30	123,01	120,78	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	235	323	202	251
Số ngày phải trả	33,22	29,77	33,00	34,15	+ Khấu hao	106	78	105	105
Thời gian luân chuyển tiền	116,59	129,71	125,00	127,11	+ Điều chỉnh	(85)	(147)	(11)	(2)
COGS / Hàng tồn kho	3,10	3,10	3,09	3,10	+ Thay đổi vốn lưu động	23	(251)	(111)	(75)
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	286	86	186	430
CS thanh toán hiện hành	1,24	1,29	1,41	1,43	+ Thanh lý tài sản cố định	82	104	-	-
CS thanh toán nhanh	0,66	0,72	0,85	0,87	+ Chi mua sắm TSCĐ	(93)	(66)	-	(123)
CS thanh toán tiền mặt	0,35	0,48	0,61	0,63	+ Tăng (giảm) đầu tư	(117)	26	-	-
Nợ / Tài sản	0,37	0,35	0,33	0,32	+ Các hđ đầu tư khác	8	16	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,91	0,84	0,77	0,72	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	(121)	80	-	(123)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,76	0,71	0,67	0,64	+ Cổ tức đã trả	(33)	(26)	(27)	(29)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,15	0,13	0,10	0,08	+ Tăng (giảm) vốn	25	26	-	-
Khả năng TT lãi vay	5,01	6,21	5,04	6,27	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	65	69
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	(4)	(19)
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	(106)	(80)	34	22
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	59	86	220	329
					<b>Tiền cuối năm</b>	130	216	436	766

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2019

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2018	Q2-2019	q.o.q	Lũy kế 6T 2018	Lũy kế 6T 2019	y.o.y	Kế hoạch 2019	Tăng trưởng KH	% hoàn thành KH
Doanh thu thuần	800	794	-0,8%	1.648	1.769	+7,3%	3.953	+25%	45%
Lợi nhuận gộp	144,5	129	-10,7%	291,3	273,6	-18,4%			
Biên lợi nhuận gộp	18%	16%		17,7%	15,5%				
LNST	67,7	52	-23%	116,8	95,1	-19%	242	+18%	39,3%

Nguồn: TCM, FPTTS tổng hợp

### Phụ lục 2: Thông tin về Tập đoàn E – land [\(Trở về nội dung chính\)](#)

E-land là tập đoàn gia đình ở Hàn Quốc được thành lập từ năm 1980, hoạt động đa ngành trong các lĩnh vực: bán lẻ, dệt may, xây dựng, công viên giải trí, du lịch. E-land là một trong những nhà bán lẻ thời trang hàng đầu ở Hàn Quốc, sở hữu các nhãn hiệu nổi tiếng như Teenie Weenie, Marie Claire,... và được nhượng quyền thương hiệu các thương hiệu toàn cầu khác như New Balance, K-wiss,... Tại thị trường Trung Quốc, New Balance là thương hiệu nhượng quyền của tập đoàn E-land, được bình chọn là thương hiệu được yêu thích nhất năm 2015 với 3,9% thị phần (theo Euromonitor International).

Quốc gia	Công ty con/ công ty liên kết	Thương hiệu
<b>Hàn Quốc</b>	<b>Trụ sở</b>	
<b>Anh</b>	EURO E.Land ltd	Cloverall, Peter Scott, Lochcarron
<b>Ý</b>	- Mandarina Duck S.p.A - Lario 1898 Calzaturificio S.p.A - La sede di Coccinelle S.p.A.	Mandarina Duck, Belfe, Lario, Coccinelle
<b>Trung Quốc</b>	E.Land China	Teenieweenie, E.LAND, Who.A.U, Scofiled, Roem Clue, Prich, Eblin, The Coffee Bean & Tea Leaf, New Balance
<b>Mỹ</b>	E.Land USA .Led.	Who.A.U
<b>Ấn Độ</b>	Mudra Lifestyle Ltd.	-
<b>Sri Lanka</b>	Elphis Lanka Ltd.	-
<b>Việt Nam</b>	- Eland Vietnam Co., Ltd. - Thanh Cong Group	-

Nguồn: Eland Group

### Phụ lục 3: Các phương thức sản xuất hàng may mặc [\(Trở về nội dung chính\)](#)

- **CMT** (Cut – Make – Trim): Bên đặt hàng sẽ cung cấp toàn bộ nguyên vật liệu và mẫu thiết kế, doanh nghiệp chỉ thực hiện việc cắt may.
- **FOB** (Free On Board): Bên đặt hàng sẽ cung cấp mẫu thiết kế, doanh nghiệp chịu trách nhiệm mua nguyên vật liệu và cắt may. Có hai hình thức FOB là FOB cấp 1 (doanh nghiệp phải mua nguyên vật liệu từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định) và FOB cấp 2 (doanh nghiệp tự chịu trách nhiệm tìm nguồn nguyên liệu).
- **ODM** (Original Design Manufacturing): Doanh nghiệp chịu trách nhiệm tự thiết kế sản phẩm, nhập khẩu nguyên vật liệu, cắt may, và vận chuyển.
- **OBM** (Original Brand Manufacturing): Doanh nghiệp chịu trách nhiệm tự thiết kế sản phẩm mang thương hiệu của chính mình, nhập khẩu nguyên vật liệu, cắt may, và vận chuyển.

**Phụ lục 4: So sánh công nghệ Rotor và công nghệ nòi cọc** ([Trở về nội dung chính](#)).

**So sánh công nghệ Rotor và công nghệ nòi cọc**

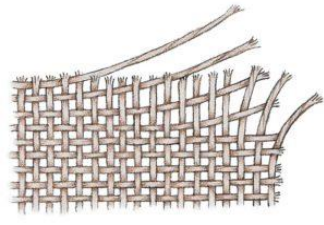
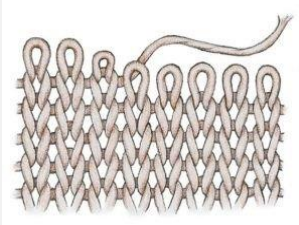
		Công nghệ Rotor (Sợi cotton OE)	Công nghệ nòi cọc (Sợi cotton CD)
Đầu vào		Xơ bông ngắn	Xơ bông dài
Sản xuất	Dây chuyền sản xuất	Số lượng máy móc ít hơn	Số lượng máy móc nhiều hơn
	Chi số sợi (Ne) <sup>4</sup>	10 – 30	20 – 40
	Tỷ lệ hao hụt	18%	13%
Đầu ra	Nhu cầu tiêu thụ trên thế giới	15 – 20%	80 – 85%
	Giá bán trung bình	~ 2 USD/kg	2,9 – 3,1 USD/kg
	Biên lợi nhuận gộp	7 – 10%	10 – 13%

Nguồn: FPTS tổng hợp

**Phụ lục 5: Phân biệt vải dệt và vải đan** ([Trở về nội dung chính](#)).

Dựa trên chất liệu dệt, vải được chia thành các loại như vải cotton, vải lụa, vải polyester,...

Dựa trên quy cách dệt, vải được chia thành vải dệt và vải đan.

	Vải dệt	Vải đan
	Gồm các sợi dọc và sợi ngang đan vào nhau	Gồm các vòng sợi đan vào nhau
<b>Cấu tạo vải</b>		
<b>Tính chất vải</b>	- Ưu: Cấu trúc vải tương đối bền chặt - Nhược: Dễ nhàu	- Ưu: Bề mặt vải thoáng, độ co giãn lớn - Nhược: dễ tuột vòng, quăng mép
<b>Một số loại thông dụng</b>	Vải kaki, vải demin,...	Thun cá sấu, thun trơn,...
<b>Ứng dụng</b>	May quần áo sơ mi, trang phục y tế, đồ bảo hộ lao động,...	May quần áo thể thao, đồ lót,...
<b>Đơn vị đo<sup>5</sup></b>	Mét	Tấn

Nguồn: FPTS tổng hợp

**Phụ lục 6: Điều khoản 3 Phụ lục 2 – A Hiệp định EVFTA** ([Trở về nội dung chính](#)).

“Không ảnh hưởng tới Điều 2.7 (Cắt giảm hoặc Xóa bỏ Thuế quan), thuế suất ưu đãi của EU theo Hiệp định này trong bất kỳ trường hợp nào không được cao hơn mức thuế thông thường của EU áp dụng cho hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam vào ngày trước ngày Hiệp định có hiệu lực. Nghĩa vụ này áp dụng từ ngày đó tới năm thứ 7 sau khi Hiệp định có hiệu lực” (Link: [http://bit.ly/Phuluc2A\\_EVFTA](http://bit.ly/Phuluc2A_EVFTA)).

<sup>4</sup> Chi số sợi (Ne) là số lượng con sợi dài 770m trên mỗi 0.45kg, chi số Ne càng cao, sợi càng mịn.

<sup>5</sup> Vải dệt có cấu trúc bền chặt, ít co giãn nên đơn vị đo là mét. Vải đan là vải thun, có tính co giãn nên đơn vị đo là tấn.

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 273 cổ phiếu TCM và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu TCM nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171

Fax: (84.4) 37739058

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.8) 62908686

Fax:(84.8) 62910607

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553666

Fax:(84.511) 3553888