

MCK: TCM (HSX)

CTCP DỆT MAY THƯƠNG MẠI ĐẦU TƯ THÀNH CÔNG

MUA DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ 18.900

Chuyên viên: Nguyễn Bá Phước Tài

Email: tai.nbp@vpsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 315

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 30/09/13) (VND)	16.100
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	16.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	15.300
Số CP đang lưu hành	49.099.501
KLGBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	392.766
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	790,5
Trailing P/E (x)	21,2
Forward P/E (x)	5,9
P/BV (BV 30/06/13) (x)	1,1

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2011	2012	6T2013	2013F
DTT	2.194,8	2.283,5	1.199,8	2.660,3
LNTT	117,9	(20,5)	62,9	165,2
LNST	116,8	(23,2)	57,8	133,8
VDL	447,4	447,4	447,4	491,0
VCSH	723,1	623,0	635,5	735,7
TTS	2.047,7	1.957,9	2.047,7	2.173,1
ROA (%)	5,9	(1,2)	n/a	6,4
ROE (%)	16,2	(3,7)	n/a	18,1
EPS (VND)	2.511	(452)	n/a	2.725
GTSS (VND)	16.162	13.926	14.204	14.995
Cổ tức (%)	15	15	n/a	10*

*Dự kiến năm 2013

Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities ước tính

Đây là báo cáo phân tích lần đầu cổ phiếu CTCP Dệt may Đầu tư – Thương mại Thành Công (TCM: HNX). Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với TCM thời điểm này vào khoảng 18.900 đồng/cp (tương đương với giá trị vốn hóa là 928,0 tỷ đồng), cao hơn giá thị trường tại ngày 30/09 khoảng 17,4% . Kể từ năm 2013, chúng tôi nhận thấy rủi ro “đầu cơ” giá bông đã được hạn chế khi TCM cho biết đã điều chỉnh tỷ lệ mua kỳ hạn/giao ngay còn khoảng 20/80 (so với 70/30 trước đó). Ngoài ra, Công ty có khả năng sẽ được hưởng lợi lớn từ Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương – TPP. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.

Kỳ vọng KQKD năm 2013 khả quan nhờ chi phí đầu vào giảm và hoạt động xuất khẩu cải thiện.

6 tháng đầu năm, lợi nhuận sau thuế đạt 57,7 tỷ đồng, cải thiện nhiều lần so với cùng kỳ năm trước; khi mà TCM phải ghi nhận lỗ từ mảng kinh doanh sợi do mua nguyên liệu bông trên thị trường giao sau với giá cao. Từ đầu năm đến nay, giá bông đã giảm đáng kể. Đồng thời, số đơn hàng xuất khẩu từ thị trường Mỹ sau khi giảm mạnh trong năm 2012 cũng đã lấy lại đà tăng. Lũy kế 8 tháng, tổng doanh thu ước đạt 1.693 tỷ đồng và LNST đạt khoảng 80 tỷ đồng.

Trong các tháng cuối năm, KQKD của TCM được dự báo tích cực nhờ nhu cầu hàng may mặc tại các nước phương Tây thường tăng trong dịp cuối năm. Các đơn hàng hiện tại có thể đảm bảo cho TCM ghi nhận ~11-12 triệu USD doanh thu/tháng từ nay đến cuối năm. Chúng tôi ước tính, cả năm doanh thu thuần có thể đạt 2.660,3 tỷ đồng, tăng 16,5% so với năm trước và LNST ước đạt 133,8 tỷ đồng (trong khi năm 2012, LNST âm 23,4 tỷ đồng).

Dây chuyền sản xuất khép kín là lợi thế cạnh tranh lớn khi hiệp định TPP được ký kết.

Sau khi Việt Nam tham gia vào TPP, thuế xuất khẩu của 90% mặt hàng dệt may vào thị trường Mỹ sẽ được đưa về 0% từ mức trung bình hiện tại là 17%. Để được ưu đãi về thuế, phía Mỹ yêu cầu sản phẩm dệt may của Việt Nam phải được sản xuất “từ khâu sợi trở đi” tại các nước TPP. Hiện hai phía vẫn đang cố gắng chốt lại danh mục các nguyên liệu được loại trừ khỏi quy tắc này tuy nhiên đều cam kết sẽ hoàn tất đàm phán, hoặc ít nhất đạt được một phần thỏa thuận trong năm nay. Các thỏa thuận đạt được sẽ bắt đầu hiệu lực từ năm 2015.

Có sẵn dây chuyền sản xuất khép kín, TCM có thể hưởng lợi từ TPP ngay cả khi hiệp định chỉ được thông qua một phần. Một mặt, TCM có thể được hưởng thuế suất ưu đãi sớm hơn các doanh nghiệp khác. Mặt khác, từ nay đến khi TPP có hiệu lực, các nhà nhập khẩu Mỹ cũng sẽ chuyển dần đơn hàng sang các đối tác đã được giảm thuế để tiết kiệm chi phí. TCM kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân 25%/năm sau khi TPP được áp dụng.

Hiện TCM cũng đang tích cực đầu tư để nâng cao năng lực sản xuất để chuẩn bị cho TPP. Tháng 06 vừa qua, TCM đã khánh thành nhà máy đan kim mới ở KCN Nhì Xuân, Hóc Môn với vốn đầu tư khoảng 1,6 triệu USD và công suất 1,18 triệu kg vải và 1,26 triệu chiếc bo cổ/năm. Đồng thời, Công ty cũng đang tìm mua lại một cơ sở may trong nước để nâng công suất khâu may lên 17-20 triệu sản phẩm/năm.

Rủi ro: Nguyên liệu chính trong hoạt động sản xuất của TCM là bông nhập khẩu. Do đó, biến động giá bông trên thế giới và biến động của tỷ giá có tác động đáng kể đến lợi nhuận của Công ty.

CTCP Dệt May Thương mại Đầu tư Thành Công

36 Tây Thạnh, P.Tây Thạnh, Q.Tân Phú, Tp. Hồ Chí Minh

ĐT: (84.8) 38153962 – 38154001

Fax: (84.8)8152757 – 38154008

Website: <http://www.thanhcong.com.vn>

- Thành lập:** Năm 1960
- Cổ phần hóa:** Năm 2006
- Niêm yết:** Năm 2007
- Mã CK:** TCM – HSX

Quản trị - Điều hành:

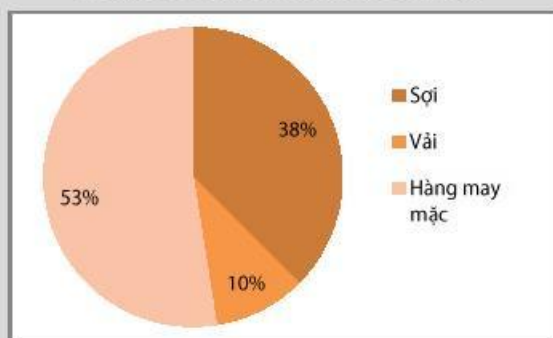
- Phan Thị Huệ, CT.HĐQT
- Kim Dong Ju, PCT. HĐQT
- Trần Như Tùng, TV.HĐQT
- Nguyễn Minh Hào, TV.HĐQT
- Đỗ Thanh Hương, TV.HĐQT
- Kim Jung Heon, TV.HĐQT
- Lee Eun Hong, TV.HĐQT – TGD

Bảng 01: Năng lực sản xuất

Ngành hàng	Sản lượng/năm
Sợi	21.000 tấn
Dệt	7 triệu mét
Đan	7.000 tấn
Hoàn tất - Nhuộm	10 triệu mét vải dệt
	8.000 tấn vải đan
May	15 triệu sản phẩm

Nguồn: www.thanhcong.com.vn

Đồ thị 01: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: RongViet Securities ước tính

CÔNG TY

TCM tiền thân là xí nghiệp Tái Thành Kỹ Nghệ Dệt được thành lập vào năm 1967. Sau khi cổ phần hóa vào năm 2006, Công ty đổi tên thành CTCP Dệt may Thương mại Đầu tư Thành Công và niêm yết trên sàn HSX. Năm 2009, TCM phát hành thêm cổ phần cho E-Land Asia Holdings (Singapore) thuộc tập đoàn E-Land, một trong những tập đoàn hàng đầu trong lĩnh vực bán lẻ và thời trang ở Hàn Quốc. Đến nay, E-Land đã trở thành cổ đông lớn nhất (43,32%) đồng thời là đối tác chiến lược, trực tiếp điều hành hoạt động hằng ngày của Công ty.

Hiện tại, ngoài E-Land, các cổ đông lớn của TCM gồm có CTCP Chứng khoán VNDirect (5,62%), Tập đoàn dệt may Việt Nam – Vinatex (4,04%) và một cổ đông cá nhân (4,83%). Với sự có mặt của E-land, khả năng sở hữu thêm của nhà đầu tư nước ngoài tại TCM hiện nay đã gần như không còn.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Sản phẩm chính và năng lực sản xuất

Các sản phẩm chính của TCM là sợi các loại, vải dệt, vải đan và sản phẩm may mặc. Hiện TCM có nhiều mặt hàng có giá trị cao như sợi pha cao cấp, vải có tỷ lệ spandex cao, áo pull có hiệu ứng hoa văn... Nhờ quy trình sản xuất khép kín, sản phẩm may của TCM có chất lượng đồng nhất và đáp ứng tốt các tiêu chuẩn xuất khẩu. Năm 2013, TCM đã hợp tác với Viện Thanh kiểm tra dệt may Hàn Quốc (KOTITI) và công ty sản xuất dệt may lớn nhất Hàn Quốc Hyosung đầu tư đồng thời xây dựng trung tâm R&D để phát triển các sản phẩm mới phù hợp với tiêu chuẩn xuất khẩu của các thị trường lớn như Mỹ, Nhật, Hàn Quốc, EU. Với khả năng sản xuất từ đầu vào cơ bản là bông, TCM hiện là doanh nghiệp dệt may niêm yết duy nhất đáp ứng được quy định “từ sợi trở đi” của TPP.

TCM sở hữu quy trình sản xuất khép kín gồm 4 khâu chính là xe sợi, dệt/đan, nhuộm và may. Trong đó, sợi là sản phẩm có khối lượng sản xuất lớn nhất.

Sợi: Với 4 nhà máy sợi tại Tp.HCM, Long An và Tây Ninh, tổng công suất khâu sợi là khá cao, khoảng 21.000 tấn/năm. Do đó, chỉ 1/3 lượng sợi sản xuất ra được sử dụng cho các dây chuyền khác, phần còn lại được bán cho các doanh nghiệp trong nước hoặc xuất khẩu. Doanh thu từ sợi chiếm khoảng 40% doanh thu dệt may của Công ty.

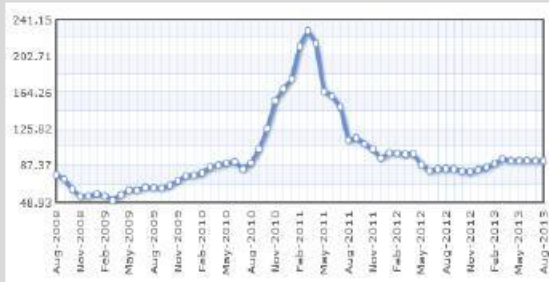
Vải: Công suất khâu sản xuất vải (dệt và đan) không cao như sản xuất sợi nên chỉ một phần đầu ra được Công ty kinh doanh, hầu hết được sử dụng trong sản xuất sản phẩm may. Doanh thu từ vải trung bình chỉ khoảng 10% doanh thu dệt may.

Sản phẩm may mặc của TCM (chủ yếu là áo thun, áo sơ-mi các loại), chủ yếu được bán cho các thương hiệu thời trang bán lẻ nước ngoài như JCPenny, Sammar, E-Land... Mảng này cũng chiếm tỷ trọng lớn nhất (50%-55%) trong cơ cấu doanh thu dệt may. Công ty cũng nhận gia công hàng may mặc, nhưng tỷ trọng doanh thu không đáng kể. Thời gian tới, TCM sẽ tăng dần việc sản xuất theo phương thức tự thiết kế, xây dựng thương hiệu và marketing (ODM và OBM) thay vì nhuộm, may theo mẫu (FOB) như hiện nay. Với năng lực hiện tại, dây chuyền may và nhuộm có thể sẽ không đủ cho nhu cầu xuất khẩu trong các năm tới. Do đó, TCM đang có kế hoạch nâng công suất dây may lên 17-20 triệu sản phẩm/năm qua việc mua lại một nhà máy may trong nước trong năm nay.

Nguyên vật liệu

Đầu vào chính của TCM là bông, sợi và hóa chất. Trong đó, bông là loại nguyên liệu

Đồ thị 02: Diễn biến giá bông giai đoạn 08/2008-08/2013 (Đvt: USD/pound)



Nguồn: www.indexmundi.com

chủ yếu, chiếm khoảng 60%-70% tổng chi phí nguyên vật liệu và được nhập khẩu từ Mỹ, Tây Phi, Ấn Độ. Do có lợi thế là tự sản xuất được sợi nên TCM có thể kết hợp bông từ các nguồn có chất lượng khác nhau để làm ra sản phẩm phù hợp với từng đơn hàng mà vẫn đảm bảo lợi nhuận.

Trước đây, TCM mua bông với tỷ lệ 30% trên thị trường giao ngay và 70% trên thị trường kỳ hạn. Giữa năm 2011, giá bông tăng lên mức lịch sử 160USD/pound khiến cho biên lợi nhuận mảng kinh doanh sợi giảm mạnh trong hai năm 2011 và 2012. Đến nay, giá bông đã giảm đáng kể và đang ổn định mức 85-87USD/pound. Từ năm 2012, TCM đã điều chỉnh tỷ lệ mua bông trên thị trường kỳ hạn xuống còn 20% và tỷ lệ mua giao ngay lên 80% đồng thời linh hoạt thay đổi kỳ hạn các hợp đồng mua bông để phù hợp điều kiện thị trường tại từng thời điểm.

Thị trường tiêu thụ

Nhờ có chất lượng tốt nên sản phẩm của TCM được hướng đến thị trường xuất khẩu nhiều hơn thị trường nội địa để có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Mạng lưới phân phối trong nước của TCM không lớn và doanh thu nội địa chỉ chiếm khoảng 9,6% trong tổng doanh thu năm 2012. Thị trường xuất khẩu của TCM khá đa dạng, chủ yếu là Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc. Hiện tại, Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Công ty. Do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm mạnh 35% trong năm 2012. Tuy nhiên từ đầu năm 2013 đến nay, số đơn hàng từ Mỹ đã tăng trở lại.

Từ năm 2012, TCM còn nhận thêm các đơn hàng do E-Land Trung Quốc và Hàn Quốc chuyển sang. Đơn hàng của E-Land đòi hỏi chất lượng sản phẩm cao hơn và do đó, có biên lợi nhuận gộp cao hơn đơn hàng thông thường từ 3-5%. Năm 2012, các đơn hàng từ E-Land chiếm gần 40% doanh thu sản phẩm may của TCM. Tuy nhiên, số đơn hàng này cũng chỉ vừa đủ để bù đắp cho sự sụt giảm của thị trường Mỹ trong năm qua.

Đầu tư mở rộng

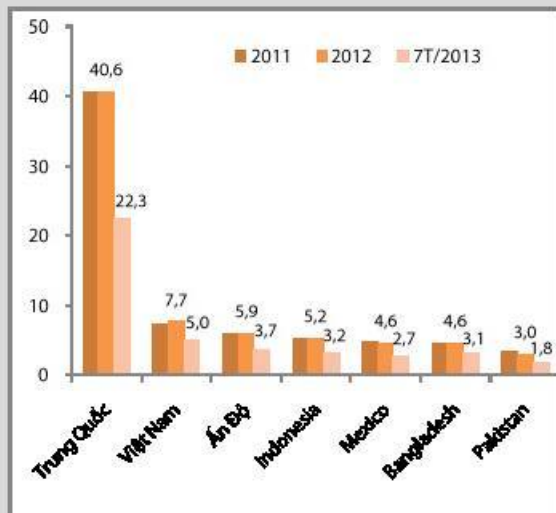
Để đón đầu nhu cầu xuất khẩu gia tăng, TCM đang tích cực đầu tư để nâng cao năng lực sản xuất ở các khâu hoàn thiện sản phẩm như đan, nhuộm và may. Tháng 06 vừa qua, Công ty đã khánh thành nhà máy đan kim mới ở KCN Nhị Xuân, Hóc Môn với vốn đầu tư khoảng 1,6 triệu USD nhằm gia tăng sản lượng mặt hàng vải và áo đan. Nhà máy máy có công suất 1,18 triệu kg vải và 1,26 triệu chiếc bo cổ/năm và dự kiến sẽ giúp TCM tiết kiệm 15 tỷ đồng chi phí gia công mỗi năm.

Hiện TCM đang tìm mua lại một cơ sở may trong nước quy mô từ 1.000-2.000 công nhân, vốn đầu tư ước tính khoảng 3 triệu USD để nâng công suất khâu may lên khoảng 17-20 triệu sản phẩm/năm trong vòng 1-2 năm tới. Về dài hạn, TCM đã có kế hoạch di dời nhà máy chính ở quận Tân Phú, Tp.HCM sang mặt bằng rộng rãi hơn ở ngoại thành để mở rộng quy mô sản xuất.

Tiềm năng tăng trưởng

Sau khi Việt Nam tham gia vào TPP, thuế xuất khẩu trên 90% mặt hàng dệt may vào thị trường Mỹ sẽ giảm về 0% từ mức bình quân hiện tại là 17%. Để được hưởng những ưu đãi về thuế, phía Mỹ yêu cầu các sản phẩm dệt may xuất vào nước này phải được sản xuất từ khâu “sợi trở đi” tại các nước thành viên TPP. Năm 2013 chỉ còn 1 vòng đàm phán trong khi hai phía vẫn đang cố gắng chốt lại danh mục các nguyên liệu được loại trừ khỏi quy tắc này. Với cam kết của tất cả các nước tham gia sẽ hoàn tất đàm phán trong năm nay, nhiều khả năng một phần thỏa thuận sẽ được thông qua sau vòng đàm phán cuối cùng.

Đồ thị 03: Các nước xuất khẩu dệt may lớn nhất vào thị trường Mỹ (Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: <http://otexa.ita.doc.gov>, RongViet Securities tổng hợp

Việt Nam là quốc gia đứng thứ 2 trên thế giới về kim ngạch xuất khẩu dệt may vào thị trường Mỹ với giá trị xuất khẩu năm 2013 7 tháng đầu năm 2013 đạt 4,9 tỷ USD (tăng 13,5% so với cùng kỳ). Theo Hiệp hội Dệt May Việt Nam (Vitas), sau khi TPP có hiệu lực, dự kiến vào năm 2015, xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam vào Mỹ có thể đạt tốc độ tăng trưởng gấp đôi so hiện nay. Kim ngạch xuất khẩu dệt may vào Mỹ đến năm 2015 dự kiến đạt 13 tỷ USD và đến năm 2020 sẽ là 22 tỷ USD.

Vi có sự chủ động gần như hoàn toàn về đầu vào nên TCM có thể hưởng lợi từ TPP, dù hiệp định đạt được toàn bộ hay chỉ một phần thỏa thuận. Trong khi các doanh nghiệp dệt may khác phải xoay sở để tìm kiếm nguồn nguyên liệu phù hợp với yêu cầu của TPP, TCM có thể được áp dụng thuế suất ưu đãi ngay sau khi TPP có hiệu lực. Hơn nữa, vì các doanh nghiệp Hoa Kỳ sẽ chuyển dần sang đặt hàng với những đối tác quen thuộc và đã được áp dụng thuế suất ưu đãi nên có thể kỳ vọng số lượng đơn hàng của TCM có thể tăng lên ngay từ năm 2014. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của Công ty có thể đạt khoảng 17-20% từ năm 2015 trở đi.

Đầu tư tài chính

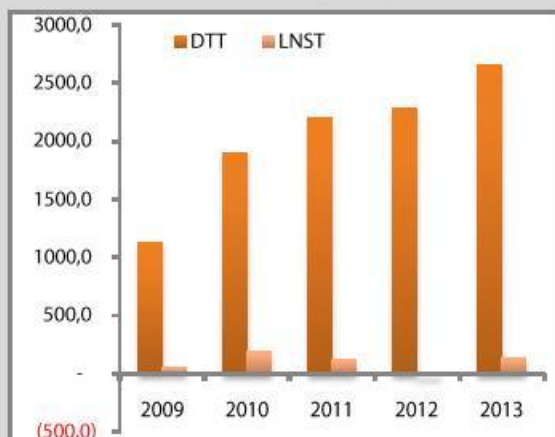
Hiện TCM có đầu tư vào một số công ty con và công ty liên kết trong lĩnh vực chứng khoán, bất động sản, VLXD, du lịch và y tế với tổng giá trị đầu tư là 147,6 tỷ đồng. Tuy nhiên, hiện chỉ có khoản đầu tư vào Trung Tâm Y Khoa Thành Công (vốn điều lệ 13,9 tỷ đồng chiếm 70% vốn điều lệ) có đóng góp đều đặn vào DT và LNG hợp nhất hằng năm (năm 2012 là 34,1 tỷ đồng DT và 9,8 tỷ đồng LNG). Đồng thời, TCM còn có cổ phần tại một số doanh nghiệp dệt may nhỏ như Dệt Việt Thắng, Dệt May Huế, SY Vina... với giá trị đầu tư khá khiêm tốn (5,4 tỷ đồng). TCM hiện đã có kế hoạch thoái vốn tại CTCP Thành Chí (khai thác, kinh doanh cát, đá) do hoạt động kinh doanh không hiệu quả. Giá trị chuyển nhượng kỳ vọng là 32 tỷ đồng.

Trong thời gian tới, TCM dự kiến mở rộng đầu tư sang một số dự án bất động sản trung -cao cấp tại Tp.HCM và Phan Thiết. Tháng 6 vừa qua, Công ty đã thành lập liên doanh có vốn điều lệ 7,5 triệu USD với E-Land Asia Holding (TCM sở hữu 85,3%) để phát triển dự án căn hộ trung-cao cấp TC1 Tower ở quận Tân Phú. Trong đó, TCM góp 6,0 triệu USD bằng quyền sử dụng đất và phần còn lại bằng tiền. Dự án có tổng mức đầu tư là 50 triệu USD và dự kiến khởi công đầu năm 2014. Đối với các dự án còn lại, Công ty sẽ nghiên cứu triển khai trong trung và dài hạn khi thị trường bất động sản hồi phục.

Bảng 02: Tổng hợp các dự án bất động sản của TCM

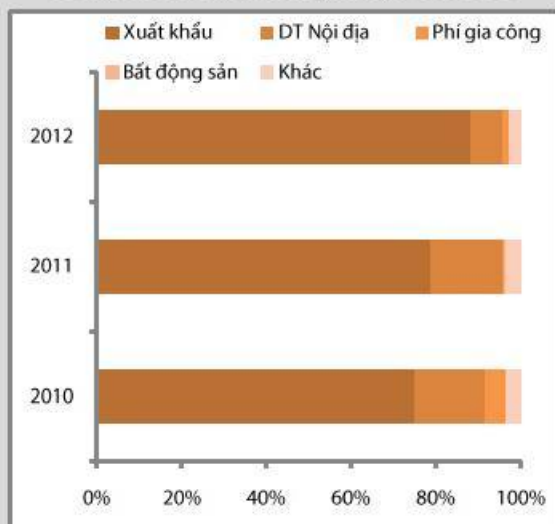
Dự án	Loại hình	Diện tích (m ²)	Vị trí	Tình trạng
TC1 Tower	Căn hộ	9.898	Tân Phú, Tp.HCM	Đã có GCNQSDĐ, dự kiến khởi công năm 2014
TC2	Khu phức hợp	66.487	Tân Phú, Tp.HCM	Đang là nhà xưởng, văn phòng, đã đóng tiền SDD cho khoảng 2ha
TC3	Khu dân cư – Thương mại	13.178	Quận 4, Tp.HCM	Chưa đóng tiền SDD, đầu tư dài hạn
Phan Thiết	Khu du lịch	102.000	Phan Thiết	Chưa hoàn tất đền bù, đầu tư dài hạn

Đồ thị 04: Doanh thu và LNST giai đoạn 2009-2013



Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 05: Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2011-2012



Nguồn: RongViet Securities ước tính

Rủi ro kinh doanh

Lợi nhuận từ mảng kinh doanh sợi của TCM hiện vẫn phụ thuộc nhiều vào giá bông. Khi nhu cầu sử dụng bông tại các quốc gia lớn như Mỹ và Trung Quốc hồi phục, có khả năng giá bông sẽ tăng trở lại.

Bên cạnh đó, TCM hiện vẫn chưa tìm được một nhà máy may có quy mô phù hợp để thực hiện mua lại. Nếu kế hoạch này sẽ không thực hiện được trong năm nay, TCM sẽ phải cân nhắc xây dựng một nhà máy mới trong năm 2014. Trong khi một nhà máy mua lại có thể đưa vào hoạt động sau 10-14 ngày, việc xây mới có thể mất ít nhất 6 tháng do phải tuyển dụng công nhân và đồng bộ với việc di dời nhà máy hiện tại. Do đó, chi phí đầu tư cũng cao hơn. Việc này có thể làm chậm kế hoạch tăng công suất nhà máy của TCM trong năm tới.

Tình hình tài chính

Doanh thu và lợi nhuận

Doanh thu của TCM có sự tăng trưởng đều đặn trong suốt giai đoạn 2009-2012 với mức tăng trưởng doanh thu bình quân là 24,5%. Từ năm 2010, với sự tham gia của cổ đông chiến lược E-land, hiệu quả SX-KD và đầu ra của TCM được cải thiện rõ rệt. Doanh thu thuần tăng trưởng 68,1% trong năm 2010 và 16,0% trong 2011; tỷ trọng xuất khẩu trong cơ cấu doanh thu cũng tăng từ 55,6% năm 2009 lên 88,1% năm 2012.

Năm 2012, việc tiêu thụ các sản phẩm vải và hàng may mặc nhìn chung vẫn có hiệu quả. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh sợi bị lỗ do Công ty đã mua bông trên thị trường giao sau với giá cao. Tỷ suất LNG giảm từ 16,3% năm 2011 xuống còn 7,3% năm 2012. Bên cạnh đó, kim ngạch xuất khẩu vào thị trường Mỹ giảm mạnh gần 35%. Dù Công ty được nhận thêm các đơn hàng từ E-Land Trung Quốc và Hàn Quốc, tăng trưởng doanh thu năm này chỉ ở mức khiêm tốn, khoảng 4,0%. Kết quả là LNST năm 2012 âm 23,5 tỷ đồng.

Từ đầu năm 2013 đến nay, giá bông tương đối ổn định. Do TCM đã giải phóng hết lượng bông tồn kho giá cao trong quý I nên tỷ suất LNG 6 tháng đầu năm cải thiện đáng kể, đạt 14,2%. LNG và LNST theo đó đều có sự bứt phá so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, số đơn hàng từ thị trường Mỹ đã tăng trở lại, chủ yếu tập trung vào các tháng cuối năm. Lũy kế 8 tháng, doanh thu thuần và LNST ước đạt 1.693 tỷ đồng và 80 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 71% và 89% kế hoạch cả năm.

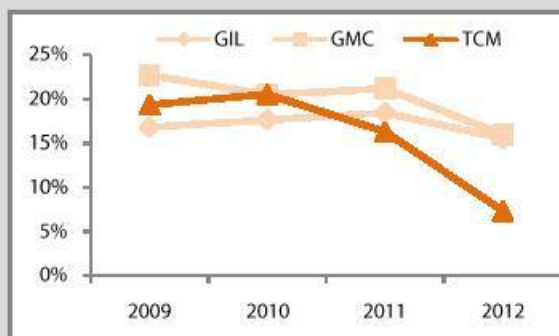
Khả năng sinh lời

Trong khi các doanh nghiệp dệt may niêm yết khác chủ yếu kinh doanh hàng may mặc, TCM có đến 40% doanh thu đến từ kinh doanh sợi. Biên lợi nhuận của sợi thấp và thường biến động theo giá bông đầu vào. Do đó, biên LNG và biên LNST của Công ty biến động khá nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành. Các năm tới, khi công suất dây chuyền nhuộm và may được nâng lên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sử dụng sợi cũng tăng theo, góp phần giảm lượng sợi bán ra bên ngoài cũng như sự biến động của biên lợi nhuận gộp.

Hiệu quả hoạt động

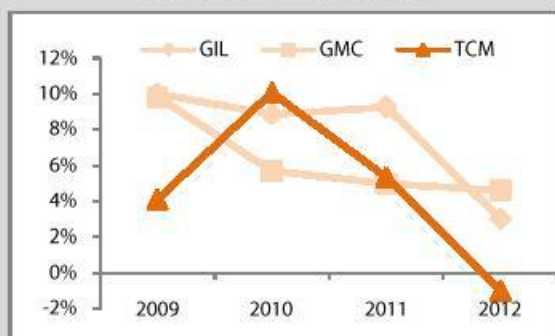
Các khách hàng truyền thống của TCM đặt hàng thường xuyên và có kế hoạch giao hàng cụ thể (TCM thường nhận được thông báo xác nhận trước khi giao hàng khoảng 2 tháng). Cộng với sản phẩm của TCM có chất lượng tốt nên việc kiểm tra quy cách hàng hóa và thanh toán tiền hàng khá nhanh. Nhờ đó, thời gian thu tiền của TCM cũng cao hơn các công ty cùng ngành, chỉ khoảng 21-22 ngày. Riêng vòng quay hàng tồn kho của TCM chỉ ở mức trung bình, khoảng 3,3 lần (so với GMC là 5,4

Đồ thị 06: So sánh tỷ suất LNG



Nguồn: RongViet Securities ước tính

Đồ thị 07: So sánh tỷ suất LNST



Nguồn: RongViet Securities ước tính

Bảng 04: Chỉ số P/E và P/B của một số doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B
GIL	317,5	11,8	1,0
GMC	282,6	4,8	1,4
TNG	125,2	5,6	0,6
TET	91,8	14,2	1,3
NPS	30,4	6,1	0,9
Bình quân		8,7	1,1

Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp

lần và GIL là 4,0 lần). Tuy nhiên, vì Công ty có nhiều công đoạn sản xuất và tất yếu phải dự trữ nhiều nguyên liệu hơn nên điều này không đáng lo ngại. Chúng tôi cho rằng thời gian tới, vòng quay hàng tồn kho sẽ cải thiện nhờ giá bông đầu vào giảm, chính sách nhập nguyên vật liệu thay đổi và doanh thu tăng trưởng khả quan.

Cấu trúc tài sản và khả năng thanh toán

TCM thường ưu tiên sử dụng vốn vay để tài trợ cho vốn lưu động cũng các dự án đầu tư. Tỷ lệ Nợ/TTS của Công ty hiện đang ở mức 0,68 lần, khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành (của GMC và GIL là 0,62 lần). Bên cạnh đó, hàng tồn kho hiện chiếm đến 66,9% tài sản ngắn hạn của Công ty. Do đó, khả năng thanh toán nhanh của TCM cũng thấp hơn các doanh nghiệp khác, chỉ vào khoảng 0,31 lần (so với GMC là 0,55 lần và GIL là 0,63 lần) đồng thời có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2011-2012 do ảnh hưởng bởi KQKD không mấy khả quan.

Trừ một số khoản vay cũ, hầu hết nợ vay của TCM là bằng USD. Lãi suất các khoản vay USD trung bình của TCM hiện chỉ khoảng 4%/năm (riêng các khoản vay từ E-Land đều dưới 1%/năm). Do đó, chúng tôi cũng không quá lo ngại về khả năng trả nợ của TCM.

Dự phóng

Từ nay đến hết năm 2013, kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận là tương đối khả quan nhờ yếu tố mùa vụ. Cụ thể, nhu cầu mua sắm ở các nước phương Tây thường tăng cao trong quý IV nên số đơn hàng cũng tăng theo. Để hoàn thành đơn đặt hàng cho các tháng tới, hiện nhà máy của TCM đã hoạt động hết công suất. Các đơn hàng hiện tại có thể cho phép TCM ghi nhận khoảng 11-12 triệu USD doanh thu/tháng từ nay đến cuối năm. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu 6 tháng cuối năm đạt khoảng 1.460 tỷ đồng

Nếu giá bông tiếp tục ổn định ở mức hiện tại, tỷ suất LNG 6 tháng cuối năm dự kiến ở mức 15,7% và LNST đạt khoảng 75,5 tỷ đồng.

Cả năm 2013, doanh thu ước đạt 2.660,3 tỷ đồng và LNST khoảng 133,8 tỷ đồng, bằng 148% kế hoạch năm và tương ứng với forward EPS là 2.714 đồng và forward P/E khoảng 5,0 lần.

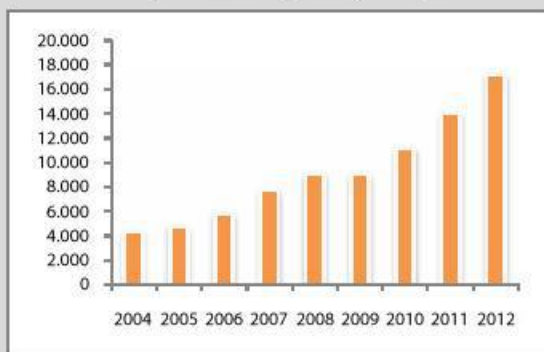
Định giá

Để định giá cổ phiếu TCM, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh (P/E và P/B). Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chi phí sử dụng vốn bình quân WACC cho giai đoạn 2013-2017 là 14,0%, từ năm 2017 trở đi là 12,4%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của dòng tiền là 5,3%.

Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi nhận thấy P/E và P/B của nhóm các cổ phiếu ngành dệt may niêm yết hiện nay vào khoảng 8,6x và 1,1x. Chỉ tiêu P/E bình quân bị ảnh hưởng với các doanh nghiệp có EPS thấp như GIL và TET. Cân nhắc vị thế và tiềm năng của TCM, chúng tôi cho rằng P/E và P/B thận trọng của cổ phiếu này là 7,0x và 1,1x.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	20,499	40%	8,199
P/E	19,076	30%	5,723
P/BV	16,495	30%	4,948
Giá bình quân		100%	18,871

Đồ thị 08: Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam giai đoạn 2004-2012 (Đvt: triệu USD)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, RongViet Securities tổng hợp

SƠ LƯỢC NGÀNH DỆT MAY

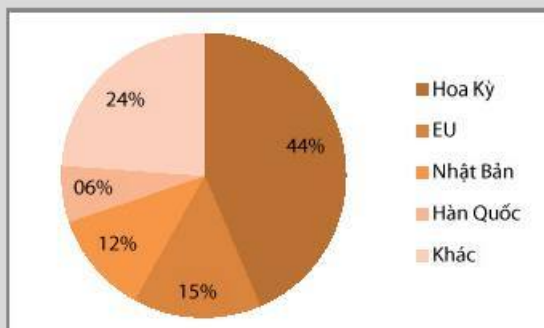
Việt Nam hiện là quốc gia xuất khẩu dệt may lớn thứ 5 trên thế giới. Ngành dệt may hiện đóng góp khoảng 8% GDP và hơn 13% kim ngạch xuất khẩu cả nước. Giá trị xuất khẩu tăng trưởng liên tục trong suốt 20 năm qua với tốc độ trung bình trên 15%/năm.

Năm 2012, dù kinh tế khó khăn, tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của ngành vẫn tăng 22,5% so với năm 2011, đạt 17,2 tỷ USD. Mỹ, Nhật Bản, EU và Hàn Quốc tiếp tục là các thị trường xuất khẩu dệt may chính, chiếm 76% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam. Riêng thị trường Mỹ tiếp tục dẫn đầu với kim ngạch xuất khẩu 7,6 tỷ USD, chiếm 43,6% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may. Năm 2013, Việt Nam đặt mục tiêu xuất khẩu dệt may đạt 18,8-19,5 tỷ USD. Lũy kế 8 tháng, kim ngạch xuất khẩu dệt may ước đạt 11,5 tỷ USD, tăng 38,9% so với cùng kỳ và đạt 60% kế hoạch năm.

Cơ cấu hàng dệt may xuất khẩu của Việt Nam hiện nay bao gồm 70% CMT (gia công thuần túy), 25% FOB (chủ động nguyên liệu và phát triển sản phẩm theo đơn đặt hàng), 4% ODM (chủ động đầu vào, thiết kế và sản xuất) và 1% OBM (tự xây dựng thương hiệu sản phẩm). Theo đó, hình thức OBM và ODM tạo ra giá trị gia tăng cao nhưng rất ít doanh nghiệp thực hiện được do phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Hơn 70% lượng nguyên phụ liệu cho ngành hiện đều phải nhập khẩu. Riêng nguyên liệu xơ sợi gần như phải nhập khẩu hoàn toàn. Bên cạnh đó, khâu thiết kế, marketing, phát triển sản phẩm và các ngành công nghiệp phụ trợ chưa phát triển cũng khiến giá trị gia tăng của ngành không cao.

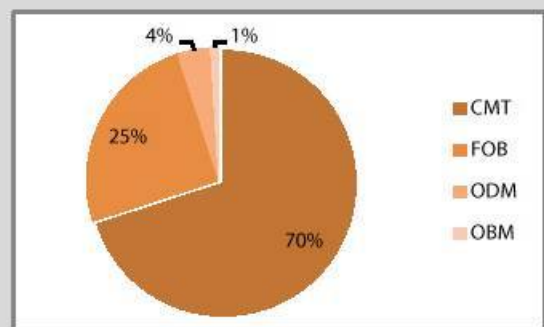
Nhìn về dài hạn, ngành dệt may Việt Nam còn nhiều cơ hội để phát triển. Hiện nay, Chính Phủ đã có những chính sách phát triển các ngành công nghiệp phụ trợ dệt may với định hướng là giúp ngành dệt may Việt Nam đi sâu hơn vào chuỗi giá trị gia tăng quốc tế. Mức độ hiện diện của hàng dệt may Việt Nam tại các thị trường lớn như Mỹ, Nhật, EU đã tăng lên đáng kể trong những năm gần đây. Tới đây, nếu Việt Nam gia nhập các hiệp ước thương mại quốc tế như TPP và FTA, khả năng thâm nhập vào các thị trường này là rất cao.

Đồ thị 09: Cơ cấu xuất khẩu dệt may theo vùng lãnh thổ năm 2012



Nguồn: Tổng cục Thống kê, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 10: Cơ cấu xuất khẩu dệt may theo phương thức năm 2012



Nguồn: Hiệp hội Dệt may Việt Nam, RongViet Securities tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính một số công ty dệt may tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 27/09/13 (tỷ VND)	DT 2012 (tỷ VND)	LNST 2012 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 30/06/13 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 27/09/13 (x)	6 tháng/2013 Doanh thu (tỷ VND)	LNST (tỷ VND)
GIL	317,5	994,3	29,6	1.954	22.047	11,8	1,0	430,7	7,5
GMC	282,6	1.059,0	48,8	5.574	18.497	4,8	1,4	491,9	26,9
TNG	125,2	1.209,2	21,9	1.652	15.745	5,6	0,6	487,1	12,8
TET	91,8	47,9	9,2	1.040	11.846	14,2	1,3	26,1	9,2
NPS	30,4	46,9	7,5	2.300	16.439	6,1	0,9	15,0	1,4

PHỤ LỤC

* Dữ liệu ngày 30/09/2013

KQ HĐKD	2010A	2011A	2012A	2013F
Doanh thu thuần	1.892,7	2.194,8	2.283,5	2.660,3
Giá vốn	1.504,1	1.837,4	2.116,1	2.261,2
Lãi gộp	388,7	357,4	167,4	399,0
Chi phí bán hàng	58,0	49,5	56,5	66,5
Chi phí quản lý	70,5	90,1	86,6	101,1
Lợi nhuận từ HĐKD	260,2	217,8	24,4	231,4
Lợi nhuận từ HĐTC	(45,7)	(108,7)	(54,4)	(70,9)
Lợi nhuận khác	11,6	2,8	5,1	0,0
EBIT	227,7	117,9	37,4	216,1
Lợi nhuận trước thuế	227,7	117,9	-20,4	165,8
Thuế TNDN	38,2	0,3	1,5	29,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	-1,1	0,9	1,3	3,0
Lợi nhuận sau thuế	190,6	116,8	-23,2	133,8

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2010A	2011A	2012A	2013F
Tăng trưởng				
Doanh thu	68,1%	16,0%	4,0%	16,5%
Lợi nhuận HĐKD	89,6%	-16,3%	-88,8%	849,7%
EBIT	104,9%	-48,2%	-68,3%	477,4%
Lợi nhuận trước thuế	274,8%	-48,2%	-117,3%	-911,7%
Lợi nhuận sau thuế	312,5%	-38,7%	-119,9%	-675,6%
Tổng tài sản	12,5%	7,4%	-3,8%	9,2%
Vốn chủ sở hữu	29,3%	6,5%	-13,8%	18,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	24,7%	6,9%	-13,7%	11,8%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	20,5%	16,3%	7,3%	15,0%
LN HĐKD / Doanh thu	13,7%	9,9%	1,1%	8,7%
EBIT/ Doanh thu	12,0%	5,4%	1,6%	12,9%
LNTT/ Doanh thu	12,0%	5,4%	-0,9%	6,2%
LNST/ Doanh thu	10,1%	5,3%	-1,0%	5,0%
ROA	10,6%	5,9%	-1,2%	6,5%
ROIC or RONA	18,1%	10,1%	-2,4%	12,6%
ROE	31,7%	16,7%	-3,5%	19,7%

Hiệu quả hoạt động (vòng)				
Vòng quay khoản phải thu	9,0	12,5	11,7	10,0
Vòng quay hàng tồn kho	3,9	3,0	3,3	3,2
Vòng quay khoản phải trả	5,7	5,5	6,8	7,1
Vòng quay TSCĐ	2,4	3,1	3,4	4,1
Vòng quay Tổng tài sản	1,1	1,1	1,1	1,3

Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	1,1	1,1	1,0	1,0
Nhanh	0,5	0,4	0,3	0,4
Tiền mặt	0,2	0,1	0,1	0,1

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	181,2%	182,5%	213,2%	191,7%
Tổng nợ / Tổng tài sản	64,3%	64,4%	67,9%	65,7%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	61,5%	82,8%	107,2%	101,2%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	46,8%	54,5%	49,8%	39,2%

BẢNG CĐKT	2010A	2011A	2012A	2013F
Tiền	139,3	94,5	90,6	123,6
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.068,8	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	175,0	174,8	216,0	266,0
Tồn kho	526,0	690,1	610,2	701,0
Tài sản ngắn hạn khác	81,9	58,6	35,8	41,7
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	923,3	1.018,0	952,6	1.132,3
Tài sản cố định hữu hình	642,7	613,5	568,5	527,6
Nguyên giá	1.272,7	1.284,4	1.273,6	1.269,0
Khấu hao	-630,0	-670,9	-705,1	-741,3
Tài sản cố định vô hình	80,6	79,8	83,1	85,4
Nguyên giá	84,4	84,5	88,8	93,3
Khấu hao	-3,9	-4,7	-5,8	-7,9
Xây dựng cơ bản dở dang	19,3	9,8	13,3	35,8
Bất động sản đầu tư	30,4	118,9	118,9	118,6
Đầu tư tài chính dài hạn	111,5	117,3	130,9	141,4
Tài sản dài hạn khác	90,4	86,2	85,5	94,1
TSCĐ và đầu tư dài hạn	979,7	1.025,5	1.013,2	1.015,2
TỔNG TÀI SẢN	1.903,0	2.043,5	1.965,8	2.147,5

Các khoản phải trả ngắn hạn	859,4	886,1	983,5	1.087,9
Tiền hàng phải trả và ứng trước	370,5	215,6	242,6	262,3
Khoản phải trả ngắn hạn khác	71,2	71,5	73,3	80,7
Vay và nợ ngắn hạn	417,7	599,0	667,6	744,9
Các khoản phải trong dài hạn	371,1	433,5	345,0	323,3
Vay và nợ dài hạn	318,1	394,4	310,2	288,5
Khoản phải trả dài hạn khác	53,1	39,1	34,9	34,9
Tổng nợ	1.230,5	1.319,5	1.328,5	1.411,2
Vốn chủ sở hữu	679,0	723,1	623,0	736,3
Vốn đầu tư của CSH	434,4	447,4	447,4	491,0
Thặng dư vốn	45,0	45,0	44,1	44,1
Cổ phiếu ngân quỹ	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9
Lợi nhuận giữ lại	193,5	188,6	55,9	113,8
Quỹ đầu tư và phát triển	-5,7	7,6	24,4	44,5
Quỹ dự phòng tài chính	17,6	30,9	42,1	48,8
Khác	0,0	9,5	15,1	0,0
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
Nguồn vốn chủ sở hữu	679,0	723,1	623,0	736,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,4	5,1	6,4	0,0
TỔNG NGUỒN VỐN	1.903,0	2.043,5	1.965,8	2.147,4

CHỈ SỐ CƠ BẢN				
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	43,438	44,737	44,737	49,100
Giá trị thị trường cuối năm	23.500	8.400	5.800	16-100*
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	4.605	2.511	-452	2.725
Giá trị sổ sách (VND)	15.630	16.162	13.926	14.995
Cổ tức (tiền mặt) VND	500	1.500	1.500	1.000
P/E (x)	5,1	3,3	-12,8	21,2*
P/B (x)	1,5	0,5	0,4	1,1*
Dividend Yield (%)	2%	18%	26%	6%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
----------------	--------------	-------------	------------------------	--------------

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 15% - 20%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rộng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2013.**