

BÁO CÁO NGẮN CTCP DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (TCM)

Báo cáo cập nhật 14/05/2018

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	26.500
Tiềm năng tăng giá	26%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 14/05/2018

Giá hiện tại (VND)	21.050
Số lượng CP niêm yết	51.653.829
Vốn điều lệ (tỷ VND)	516,5
Vốn hóa TT (tỷ VND)	1.085
Khoảng giá 52 tuần (VND)	19.304 – 32.598
% Sở hữu nước ngoài	49%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	2.189	2.095	3.156
BVPS (vnd)	18.072	18.461	20.595
Cổ tức (vnd)			
ROA(%)	6,7%	4,3%	6,6%
ROE(%)	18%	12,6%	19,3%

Hoạt động kinh doanh chính

TCM là một doanh nghiệp dệt may hàng đầu Việt Nam sở hữu quy trình sản xuất khép kín từ sợi đến sản phẩm. Sản phẩm của công ty chủ yếu là áo thun và áo thun có cổ. Đa phần doanh thu xuất khẩu (chiếm hơn 90% tổng doanh thu) của doanh nghiệp này đến từ các thị trường như Nhật Bản (25%), Hàn Quốc (26%), Hoa Kỳ (13%) và Trung Quốc (25%)

Nguồn: MBS tổng hợp

Tái cơ cấu các mảng kinh doanh tạo tiền đề tăng trưởng trong tương lai

- **Đặt kế hoạch kinh doanh 2018** với doanh thu 3.166 tỷ đồng và LNST 189 tỷ đồng.
- **Kết quả kinh doanh 2017 khả quan** với 3.200 tỷ đồng doanh thu và 192 tỷ đồng LNST. Vượt kế hoạch lợi nhuận chủ yếu do nguồn thu từ chuyển nhượng quyền sử dụng đất.
- **Chúng tôi dự phóng năm 2018 TCM đạt doanh thu 3.251 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 177 tỷ đồng.** EPS 2018 ước đạt 2.767 đồng.
- **Giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu TCM khoảng 26.500 đồng.**

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018F
DTT (tỷ VNĐ)	2.792	3.071	3.209	3.251
% tăng trưởng		9,98%	4,51%	1,31%
LNG (tỷ VNĐ)	426	419	503	527
% tăng trưởng		-1,64%	20%	4,8%
LNR (tỷ VNĐ)	153	114	192	177
% tăng trưởng		-25,17%	67,44%	-7,8%
Biên LNG (%)	15,3%	13,6%	15,7%	16,2%
Biên LNR (%)	5,5%	3,7%	6,0%	5,4%
EPS (VNĐ)	2.189	2.095	3.156	2.767

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TCM của CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công, với **giá mục tiêu 26.500 đồng/cổ phiếu**, tăng 26% so với mức giá 21.050 đồng ngày 14/05/2018. Mức giá mục tiêu tương đương với mức P/E forward 9,6 lần (theo EPS ước tính 2018 là 2.767 đồng).

Sau hơn 2 năm đi vào hoạt động, nhà máy của TCM tại Vĩnh Long đã bắt đầu giảm lỗ và đạt hiệu quả ngày càng cao, giúp cải thiện đáng kể kết quả kinh doanh của Công ty trong năm 2017. Từ năm 2018, TCM định hướng tập trung năng lực sản xuất cho ngành đan kim và nhuộm, nhằm đáp ứng nhu cầu vải đan kim thành phẩm cho các nhà máy may, giảm bớt kinh doanh sợi tại công ty. Chúng tôi cho rằng đây là hướng đi khả hợp lý khi biến động giá sợi khó đoán trước và biên lợi nhuận từ mảng này cũng không cao.

Kế hoạch 2018 và kết quả kinh doanh Q12018

Theo Quyết định HĐQT TCM ngày 14/3/2018, năm 2018 Công ty đặt kế hoạch doanh thu 3.166 tỷ đồng và LNST 189 tỷ đồng, tương ứng 98% kết quả thực hiện năm 2017.

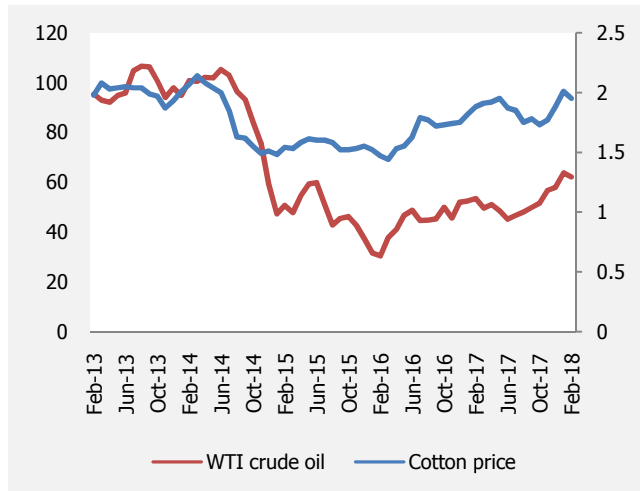
Kết quả kinh doanh Q1 2018 tương đối khả quan với doanh thu thuần đạt 848 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ. **Biên lợi nhuận gộp cải thiện, khoảng 17,3%**, cao hơn so với mức 16,9% trong Q1 2017. **Lợi nhuận sau thuế cuối kỳ tăng nhẹ, 2,5%**, tương ứng 49 tỷ đồng, hoàn thành 26% kế hoạch năm.

TCM tăng trưởng trở lại trong năm 2017

Kết thúc năm tài chính 2017, TCM ghi nhận hơn 3.200 tỷ đồng doanh thu và 192 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, đạt tương ứng 99% và 108% kế hoạch năm, tăng 4,5% và 67,4%YoY. Vượt chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế đến từ 3 nguyên nhân chính: Giảm lỗ từ Nhà máy Thành Công – Vĩnh Long, tái cấu trúc các mảng kinh doanh chính và ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng quyền sử dụng đất.

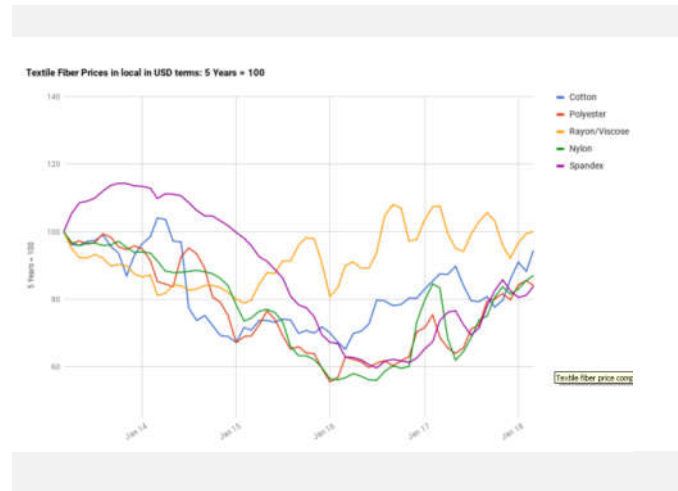
Sau hơn 2 năm đi vào hoạt động, từ tháng 7/2015, nhà máy của TCM tại Vĩnh Long đã bắt đầu giảm lỗ và đạt hiệu quả ngày càng cao. Chi phí khấu hao đang trên đà giảm sau giai đoạn đầu tư ban đầu của nhà máy mới. Đại diện Công ty cho biết công suất tại nhà máy này đã cải thiện từ 26 USD/công nhân/ngày lên bình quân khoảng 30 USD/công nhân/ngày và dự kiến năm 2018 sẽ tăng lên 38 USD/công nhân/ngày. Mặc dù vậy, tay nghề công nhân tại đây vẫn chưa đáp ứng được các đơn hàng kỹ thuật cao, do vậy đóng góp vào kết quả kinh doanh còn chưa nhiều.

Song song với việc cải thiện hiệu quả sản xuất của nhà máy Vĩnh Long, **cơ cấu lại mảng kinh doanh sợi** với biên lợi nhuận thấp nhất trong 3 mảng kinh doanh chính đóng góp khá tích cực vào kết quả kinh doanh của TCM. Tỷ lệ sợi sử dụng nội bộ được điều chỉnh tăng từ 20% lên 30-35%, định hướng 40% khiến rủi ro từ kinh doanh sợi không còn quá lớn với Công ty. Việc đóng cửa nhà máy sợi số 1 tại Quận 4, TP. Hồ Chí Minh và chuyển đổi nhà máy sợi số 2 tại Quận Tân Phú sang sản xuất vải cũng góp phần giảm lỗ cho mảng kinh doanh này. Theo đó, công suất sản xuất sợi giảm mạnh từ 21.000 tấn/năm xuống còn 8.500 tấn/năm. Ngoài ra, sự hồi phục của giá bông & giá dầu đã tác động tích cực đẩy giá sợi tăng trở lại, khiến tình hình kinh doanh sợi trong năm 2017 tương đối khả quan với biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 4%



Biến động giá bông (bên phải) & giá dầu (bên trái)

Nguồn: *Indexmundi.com*



Biến động giá sợi

Nguồn: *EmergingTextiles*

Nâng công suất vải từ 7 lên 10 triệu mét/năm từ Q4/2016, đồng thời tiến hành thay thế các chuyên máy sản xuất vải cũ bằng những chuyên máy mới. Vải là mảng kinh doanh chiếm tỷ trọng tương đối thấp trong 3 mảng kinh doanh chính, khoảng 10%, nhưng lại có biên lợi nhuận cao nhất, đặc biệt các sản phẩm tiêu thụ tại thị trường Nhật Bản với biên lợi nhuận gộp 25%. Chúng tôi đánh giá cao động thái này của Công ty và kỳ vọng trong tương lai hoạt động này sẽ đóng góp nhiều hơn trong cơ cấu sản xuất kinh doanh của TCM, đặc biệt trong việc đáp ứng được những yêu cầu khắt khe tại thị trường Nhật Bản.

Trong năm 2017, TCM tiến hành chuyển nhượng quyền sử dụng đất 22ha tại KCN Xuyên Á và 7ha tại Nhà máy Sợi số 3 (Long An), đem về gần 73 tỷ đồng doanh thu và hơn 40 tỷ đồng lợi nhuận. Đây là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế tăng đột biến so với năm 2016.

Tập trung năng lực sản xuất ngành đan kim & nhuộm

Kinh doanh sợi đem lại nhiều rủi ro cho TCM trong khi biên lợi nhuận thấp. Vì vậy, Công ty xác định tập trung năng lực sản xuất vào ngành đan kim & nhuộm, nhằm đáp ứng kịp thời nhu cầu vải đan kim thành phẩm cho các nhà máy may. Chúng tôi cho rằng định hướng này là hoàn toàn phù hợp với TCM, đặc biệt trong điều kiện nhà máy Thành Công – Vĩnh Long đã đi vào hoạt động ổn định trong khi nhiều sản phẩm đan kim mới các tính năng đặc biệt như giữ ấm, siêu co giãn, mịn, không đổ lông, an toàn cho người mặc đã được nghiên cứu thành công tại Công ty.

Nhà máy Thành Công - Vĩnh Long đang dần giảm lỗ, từ lỗ 2,4 triệu USD năm 2016 xuống hơn 1 triệu USD năm 2017 & ước tính sẽ bù đắp hoàn toàn chi phí hoạt động đến cuối năm 2018 trước khi thu được lợi nhuận từ năm 2020.

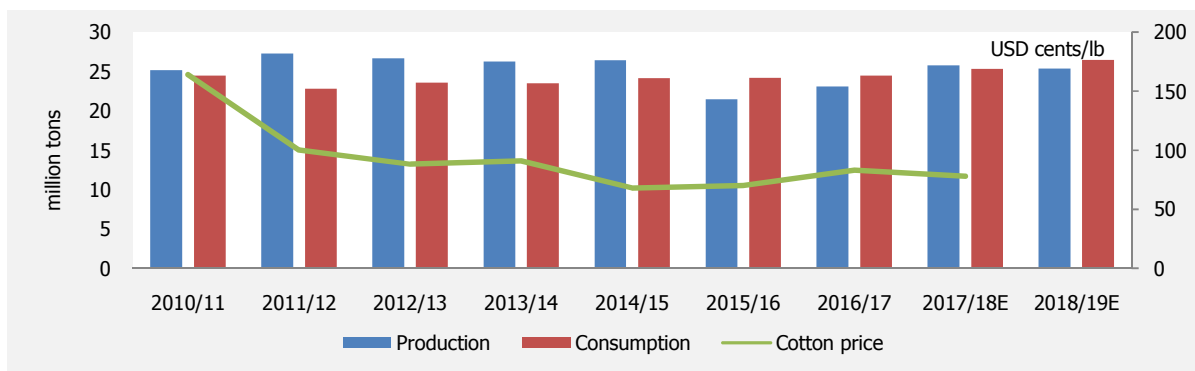
Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018

Chúng tôi dự phóng năm 2018 TCM đạt 3.250 tỷ đồng doanh thu thuần và 176 tỷ đồng LNST. Tỷ lệ trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi 15%, EPS 2018 khoảng 2.767 đồng. Kết quả dự phóng dựa trên các giả định:

- Tỷ lệ sử dụng sợi nội bộ tăng lên 35% trong năm 2018 trong khi giá bán sợi tăng 10% so với năm 2017. Doanh thu từ mảng sợi ước tính khoảng 500 tỷ đồng.
- Sản lượng vải tiêu thụ tăng nhẹ 1% do các yêu cầu ngày càng khắt khe của thị trường Nhật Bản cùng với cạnh tranh ngày càng lớn. Giá bán giả định không thay đổi so với năm 2017. Doanh thu ước tính 329 tỷ đồng.
- Sản lượng tiêu thụ & giá bán các sản phẩm may mặc không đổi. Doanh thu ước tính khoảng 2.287 tỷ đồng.
- Thu từ các hoạt động khác (bao gồm cả phí gia công) chiếm 4,2% tổng doanh thu toàn Công ty, ước đạt 136 tỷ đồng.
- Tỷ lệ giảm giá VND so với USD ở mức 1,5%
- Lương bình quân/công nhân tăng 5%
- Giá bông giảm 5% so với giá bình quân năm 2017. Giả định này căn cứ trên dự báo giá bông của Bloomberg và Ủy ban cố vấn Bông Quốc tế (ICAC). Cung vẫn vượt cầu tiêu thụ bông, do vậy giá bông vẫn chưa có xu hướng tăng trở lại.

	Dự báo giá bông 2018 (US cents/lb)	Thay đổi so với bình quân 2017 (%)
Bloomberg	80,2	-4%
ICAC	78	-6,7%

Nguồn: Bloomberg & ICAC, 2018



Nguồn: ICAC, 2018

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu TCM của CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công.

Các dữ liệu đầu vào giá định chính:

- Tăng trưởng bình quân năm doanh thu thuần 1,4% trong giai đoạn 2018 – 2022
- Không phát sinh bất kỳ khoản doanh thu đột biến nào trong giai đoạn dự phóng
- Tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt duy trì 5% trong giai đoạn dự phóng
- Tốc độ tăng trưởng bền vững sau năm 2022 là 1%.

Đơn vị: Tỷ đồng	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIAT	273,6	256,4	209,2	216,1	231,7
(+) Khấu hao	54,7	51,3	41,8	43,2	46,3
(-) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	218,9	205,2	167,3	172,9	185,4
(-) Thay đổi VLĐ ngoài tiền mặt	137,0	137,0	137,0	119,8	90,6
FCF	325,1	269,8	218,3	186,2	157,4
WACC	11,6%				
Kỳ chiết khấu	0,6	1,6	2,6	3,6	4,6
Hệ số chiết khấu	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
Giá trị hiện tại của dòng tiền	325,1	269,8	218,3	186,2	157,4
Tổng PV (FCF)	1.156,8				
(+) Giá trị hiện tại của dòng tiền sau 2020	1.148,1				
(+) Tiền và tương đương tiền	208,2				
(-) Nợ	1.224,8				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	7,9				
Giá trị công ty (Tỷ đồng)	1.280,5				
Số lượng CP lưu hành (triệu cổ phiếu)	54,24				
Chi phí vốn chủ sở hữu	14%				
Dividend yield	2%				
Giá trị cổ phần (đồng)	26.500				

Mức giá mục tiêu 26.500 đồng tương đương với mức P/E 9,6 lần (theo EPS ước tính 2018 là 2.767 đồng), tương đương với mức P/E bình quân ngành.

Mã CK	Tên	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Trailing EPS (VNĐ)	Giá ngày 14/05/2018 (VNĐ)	P/E
TNG	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	534	2.976	13.500	4,5x
M10	Tổng Công ty May 10	718	2.754	38.000	13,8x
VGT	Tập đoàn Dệt may Việt Nam	6.250	773	12.600	16,3x
VGG	Tổng CTCP May Việt Tiến	2.020	8.901	48.700	5,5x
Median					9,6x

Nguồn: MBS Research

Rủi ro

Biến động khó lường của giá bông gây bất lợi cho hoạt động kinh doanh. Trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu của TCM, bông chiếm tỷ trọng khá cao, khoảng 70%. Mặc dù các tổ chức quốc tế như OECD, ICAC hay Cotlook cũng đưa ra các dự báo về lượng tồn kho, sản xuất và tiêu thụ bông trên thị trường quốc tế, tuy nhiên diễn biến tại các thị trường Trung Quốc và Ấn Độ có những tác động nhất định đến biến động giá bông. Giá bông tăng mạnh sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của TCM do sợi vẫn là mảng kinh doanh chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của TCM, chỉ đứng sau sản phẩm may

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH				CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH			
Đvt: Tỷ VNĐ	2015	2016	2017		2015	2016	2017
Doanh thu thuần	2.792	3.071	3.209	Hệ số đánh giá thu nhập			
Giá vốn hàng bán	2.365	2.652	2.706	EPS	2.412	2.089	3.713
Lợi nhuận gộp	426	419	503	BVPS	18.072	18.461	20.595
Doanh thu hoạt động tài chính	24	26	26	PE	10,3	11,9	6,7
Chi phí tài chính	87	68	71	PB	1,38	1,35	1,21
Trong đó: Chi phí lãi vay	27	38	48	Hệ số khả năng sinh lời			
Chi phí bán hàng & QLDN	207	240	260	Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	15,3%	13,7%	15,7%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	156	137	198	Tỷ suất LNTT	6%	4,3%	7,3%
Thu nhập khác	7	3	78	Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,5%	3,8%	6%
Chi phí khác	2	10	36	ROE	18%	12,6%	19,3%
Lợi nhuận khác	5	(7)	42	ROA	6,7%	4,3%	6,6%
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	6	3	(5)	Tăng trưởng doanh thu thuần	8,6%	10%	4,5%
Lợi nhuận trước thuế	167	133	235	Tăng trưởng LNST ròng	-8,7%	-25,1%	67,4%
Chi phí thuế TNDN	13	18	43	Hệ số khả năng thanh toán			
Lợi nhuận sau thuế	154	114	193	Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0,07	0,07	0,08
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	1	1	Tỷ số thanh toán nhanh	0,23	0,32	0,37
LNST công ty mẹ	154	114	192	Tỷ số thanh toán hiện hành	0,95	0,89	0,99
				Hệ số về hiệu quả hoạt động			
				Vòng quay khoản phải thu (ngày)	20	41	49
				Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	120	101	109
				Vòng quay phải trả nhà cung cấp	33	33	40
				Hệ số về cơ cấu vốn			
				Nợ / Tổng tài sản (lần)	0,64	0,68	0,65
				Nợ / Vốn chủ sở hữu (lần)	1,80	2,08	1,83
				Vay dài hạn / Tổng tài sản	0,14	0,14	0,10

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN			
Đvt: Tỷ VNĐ	2015	2016	2017
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1.171	1.310	1.607
Tiền và tương đương tiền	88	96	130
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5	30	151
Các khoản phải thu	155	343	430
Hàng tồn kho	781	729	806
Tài sản ngắn hạn khác	143	112	89
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.338	1.510	1.429
Tài sản cố định	871	1.178	1.185
Bất động sản đầu tư	116	6	5
Đầu tư tài chính dài hạn	137	138	97
Tài sản dài hạn khác	214	187	142
TỔNG TÀI SẢN	2.509	2.820	3.035
NỢ PHẢI TRẢ			
Nợ ngắn hạn	1.231	1.468	1.626
Vay và nợ ngắn hạn	818	894	969
Phải trả người bán	212	239	292
Phải trả ngắn hạn khác	202	336	366
Nợ dài hạn	382	437	337
Vay và nợ dài hạn	340	392	294
Phải trả dài hạn khác	42	45	44
VỐN CHỦ SỞ HỮU	896	916	1.072
Vốn đầu tư của CSH	492	492	517
Thặng dư vốn cổ phần	23	23	23
Cổ phiếu quỹ	(6)	(6)	(6)
Lãi chưa phân phối	236	201	299
Vốn và quỹ khác	145	199	231
Lợi ích cổ đông thiểu số	7	7	8
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2.509	2.820	3.035

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Phạm Văn Quỳnh Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn

Ngô Quốc Hưng Email: hung.ngoquoc@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn