

BÁO CÁO ĐÁNH GIÁ CHI TIẾT

26.08.2016

Công ty Cổ phần Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công

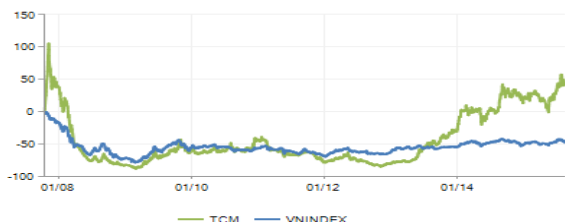
Mã: TCM (HOSE) | Ngành: dệt may

ĐIỂM NHẤN DOANH NGHIỆP VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Khuyến nghị đầu tư
Mua

Giá thị trường	20.500
Giá mục tiêu	26.629
Thời gian đầu tư	TRUNG HẠN

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa	1.006,54 tỷ đồng
Số lượng CP lưu hành (CP)	49.100.000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	37.774
Giá thấp nhất 52 tuần (VNDD)	17.100
KLGD BQ 10 phiên	635.943
Beta	1.08

Biến động giá CP/ Vnindex

Cổ đông lớn (%)

Eland Asia Holdings Pte, LTD	43.23%
Lê Quốc Hưng	6.00%
CTCP dịch vụ tổng hợp Sài Gòn	1.93%
Room khối ngoại	49%
Room còn lại cho khối ngoại	0%

Công ty con/liên kết

Công ty TNHH MTV Thành Công - Vĩnh Long	100%
Công ty TNHH MTV TC E.Land	100%
Công ty TNHH TC Tower	100%
CTCP Thành Quang	97.5%
CTCP Trung tâm Y khoa Thành Công	70.94%

✓ **Tình hình kinh doanh tháng đầu năm:** 6T/2016, doanh thu thuần đạt 1517.39 tỷ đồng (+13% yoy) và Lợi nhuận ròng đạt 50.14 tỷ đồng (- 42% yoy), biên lợi nhuận gộp giảm từ 16.08% xuống 12.22%. Do tác động của việc vận hành nhà máy mới và chi phí giá bông đầu vào tăng.

✓ **Nhà máy mới tại Vĩnh Long sẽ đạt điểm hòa vốn từ khoảng tháng 07/2016.** Tháng 07/2015, TCM đưa vào vận hành nhà máy may tại Vĩnh Long với công suất 9.6 triệu chiếc/năm. Tuy nhiên thời gian đầu vận hành, hiệu suất tay nghề của nhân công thấp, dẫn tới nhà máy lỗ khoảng 200 nghìn USD/tháng (~ 4.4 tỷ đồng/tháng).

Giả định từ tháng 07/2016, nhà máy đạt điểm hòa vốn, thì sẽ giảm lỗ cho TCM khoảng 22 tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm 2016.

✓ **Giá bán sợi đã được cải thiện trong tháng 7, và đạt mức biên lợi nhuận gộp khoảng 3% (6 tháng đầu năm lỗ khoảng 5% biên lợi nhuận gộp).** Kỳ vọng doanh nghiệp sẽ giữ được mức biên LNG dương trong các tháng còn lại năm 2016. Đóng góp khoảng 12.56 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho 6 tháng cuối năm.

✓ **Dự báo doanh thu lợi nhuận năm 2016 và mức giá hợp lý:**

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu thuần thực hiện năm 2016 và LNST lần lượt là 3% và 16% so với kế hoạch doanh nghiệp đề ra. Cụ thể dự phóng cho năm 2016 như sau: Doanh thu thuần năm 2016F đạt 3.164 tỷ đồng (+13.3% yoy) và Lợi nhuận sau thuế đạt 134,3 tỷ đồng (- 12.7% yoy).

EPS cơ bản dự phóng cho năm 2016 đạt 2.734 đồng/CP. Căn cứ trên mức P/E trung bình của ngành dệt may là 9.74. Mức giá hợp lý cho cổ phiếu TCM là 26.629 đồng/CP.

HỒ SƠ DOANH NGHIỆP

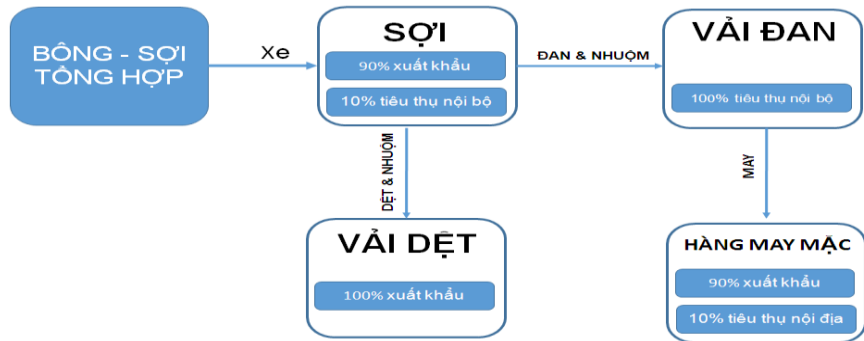
LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

Công ty Cổ phần Dệt May Thành Công tiền thân là Hãng Tái Thành Kỹ Nghệ Dệt được thành lập năm 1967. Công ty được cổ phần hóa năm 2006. Vốn điều lệ hiện nay là 492 tỷ đồng.

Công ty có 3 mảng hoạt động kinh doanh chính bao gồm: sản xuất và kinh doanh vải, sợi và hàng may mặc (sản phẩm chủ yếu: Áo T- Shirt, áo Polo – Shirt,...). Công ty là một trong những doanh nghiệp đầu ngành dệt may tại Việt Nam và một trong số ít các doanh nghiệp sở hữu dây chuyền sản xuất khép kín từ sợi tới hàng may mặc.

CHU TRÌNH SẢN XUẤT

Chu trình khép kín theo chiều dọc từ sợi tới Hàng may mặc



NHÀ MÁY SẢN XUẤT

Hàng năm TCM nhập khẩu bông khoảng 17.000 tấn/năm và khoảng 12.000 tấn sợi/năm.

Nhà máy	Hoạt động	Địa điểm	Năng lực sản xuất	Đơn vị	Hiệu suất	Đầu vào	Đầu ra
Nhà máy sợi							
	Sợi 1	HCM	2,500	tấn	80 - 90%	Bông + Xơ (Nhập khẩu 17.000 tấn)	Sợi (Tiêu thụ nội bộ 10% + xuất khẩu 90%)
	Sợi 2	HCM	6,500				
	Sợi 3	Vĩnh Long	4,500				
	Sợi 4	Tây Ninh	7,500				
Nhà máy Dệt							
	Dệt 1	HCM	7,000,000	mét	70 - 80%	Sợi (Tự cấp + nhập khẩu 12.000 tấn)	Vải dệt (tiêu thụ nội bộ)
	Dệt 2	HCM	7,000	tấn	90%		Vải đan (tiêu thụ nội bộ)
	Đan 2 - dự kiến 2018	Vĩnh Long	4,818	tấn	85 - 90%		
Nhà máy Nhuộm							
	Vải dệt	HCM	10,000,000	mét	60%	Vải dệt (tự cấp)	Vải dệt hoàn tất (xuất khẩu)
	Vải đan	HCM	8,000	tấn	90%	Vải đan (tự cấp)	Vải đan hoàn tất (tiêu thụ nội bộ)
	Nhuộm - dự kiến 2019	Vĩnh Long	10,650	tấn			
Nhà máy may							
	May 1	HCM	18,000,000	chiếc	90%	Vải đan (tự cấp)	Xuất khẩu (Áo Polo- shirt, T-shirt)
	May 2 (T7/2015)	Vĩnh Long	9,600,000	chiếc	60%		
	May 3 - dự kiến	Vĩnh Long	6,073,743	Chiếc			

VỊ THẾ CẠNH TRANH

- ✓ **Lợi thế về quy trình sản xuất khép kín theo chiều dọc từ sợi tới hàng may mặc:** Hiện nay, 75% các doanh nghiệp dệt may trong nước chủ yếu là gia công hàng may mặc theo hình thức CMT (Cut Make Trim), nguyên vật liệu đều do bên mua cung cấp, doanh nghiệp may theo thiết kế/ chỉ định của người mua và hưởng phí gia công trên sản phẩm

Về hợp đồng của TCM, chủ yếu theo hình thức FOB (Free on Board), tức khách hàng sẽ gửi mẫu mã thiết kế và TCM chủ động về nguồn nguyên vật liệu, tự sản xuất thành phẩm, sau đó chịu trách nhiệm giao hàng cho khách hàng tại cảng.

- ✓ **TCM là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam đáp ứng Quy định nguồn gốc xuất xứ của TPP,** Một sản phẩm dệt may muốn được hưởng ưu đãi thuế quan theo TPP thì tất cả các nguyên liệu, bắt đầu từ sợi trở đi, phải được sản xuất tại các nước tham gia TPP. Theo đó, thuế nhập khẩu các mặt hàng may mặc Việt Nam vào Mỹ sẽ được giảm từ 15 -17% hiện tại về 0% từ năm 2018.

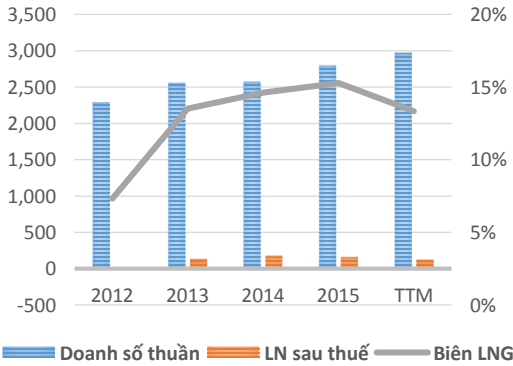
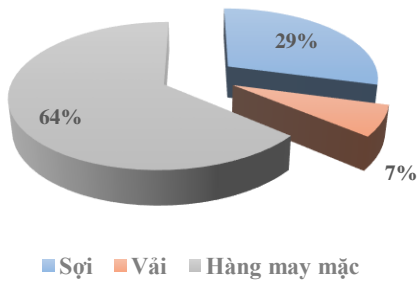
TRIỂN VỌNG NGÀNH

- ✓ **Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam sẽ có nhiều thuận lợi nhờ tham gia ký kết các hiệp định tự do thương mại và TPP.** Các hiệp định tự do thương mại song phương ký kết trong thời gian qua như EVFTA, KVFTA, JVFTA và TPP sẽ kích thích mạnh xuất khẩu dệt may.
- ✓ **Khoảng 90% đầu ra của TCM phục vụ xuất khẩu qua các nước: Hàn Quốc (35 – 40%), Hoa Kỳ (30%), Nhật Bản (20%),...** Kỳ vọng tăng trưởng từ thị trường Hàn Quốc (đặc biệt là Eland) và Hoa Kỳ (Sanmar).

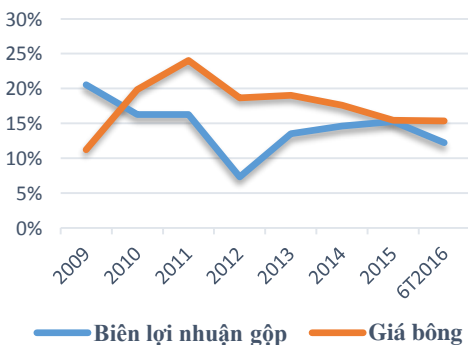
Thị trường Hàn Quốc: Eland là khách hàng của TCM, cũng đồng thời là cổ đông lớn của TCM, TCM được bao tiêu số lượng đơn hàng tương đối lớn từ Eland. Và Eland cũng đang là khách hàng mang lại mức biên lợi nhuận cao nhất, đóng góp khoảng 15 -18% doanh thu thuần cho TCM (năm 2015).

Eland xếp thứ nhất trong mảng bán lẻ thời trang tại Hàn Quốc, hiện tại có khoảng 7.000 cửa hàng trên toàn thế giới. Sắp tới Eland sẽ tiếp tục mở thêm các chi nhánh tại HongKong. Kỳ vọng từ năm 2017, Eland sẽ đóng góp khoảng 30% tổng doanh thu TCM và tăng trưởng khoảng 13%/năm.

Thị trường Mỹ: Các thị trường này tương đối bão hòa. FTA giữa EU và Cambodia sẽ thách thức dệt may Việt Nam khi các nước Châu Âu chuyển đổi sang tiêu dùng hàng Cambodia. Kỳ vọng tăng trưởng trong giai đoạn tới 2% -3%.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH
BIẾN ĐỘNG DOANH THU & LỢI NHUẬN

CƠ CẤU DOANH THU 2015


Sản phẩm	Biên Lợi nhuận gộp
Sợi	5% - 7%
Vải dệt	20% - 23%
May mặc	22% - 25%

BIẾN ĐỘNG GIÁ BÔNG & BIÊN LỢI NHUẬN GỘP


- ✓ Có 3 nhân tố chính cấu thành nên chi phí giá vốn bao gồm: Chi phí nguyên vật liệu (60%), nhân công (20%) và khấu hao (3%).

Nguyên vật liệu của TCM chủ yếu là bông nhập khẩu (cotton) (90%) và xơ (polyester, Viscose).

Nguyên liệu bông (từ cây bông gòn), trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu nên 99% là các doanh nghiệp nhập khẩu bông và giá phụ thuộc chính vào cung cầu thế giới.

Xơ polyester cấu tạo từ ethylene (nguồn gốc từ dầu mỏ) nên diễn biến giá phụ thuộc chủ yếu vào giá dầu.

Chi phí nhân công: Ảnh hưởng mạnh tới TCM trong quá trình đầu vận hành nhà máy. Do chi phí đào tạo cao và trình độ tay nghề người lao động thấp, ảnh hưởng tới năng suất lao động.

- ✓ **Thay đổi trong Chính sách nhập khẩu nguyên vật liệu:**

Năm 2011, dự đoán giá bông sẽ tiếp tục tăng cao, TCM ký hợp đồng mua bông giao sau cho năm 2012 (tức là năm 2012 được mua giá như đã chốt tại năm 2011). Tuy nhiên, năm 2012 giá bông giảm mạnh khoảng 25% so với năm 2011. Dẫn tới chi phí đầu vào tăng cao. Mảng kinh doanh sợi của TCM kinh doanh dưới giá vốn và năm 2012 TCM bị lỗ khoảng 20 tỷ đồng.

Từ tháng 06/2013, TCM đã thay đổi chiến lược nhập khẩu nguyên vật liệu. Cân đối giữa mua giao ngay và hợp đồng kỳ hạn (khoảng 70% là giao ngay và 30% là kỳ hạn) tùy thuộc vào từng thời kỳ.

6 tháng đầu năm 2016, TCM cân đối tỷ lệ 50:50, giữa hợp đồng giao ngay và hợp đồng mua kỳ hạn 3 tháng.

Chính sách lưu trữ bông nhập khẩu: TCM chỉ nhập đủ lượng bông cho 1 chu kỳ kinh doanh, bông được lưu kho khoảng 1,5 tháng.

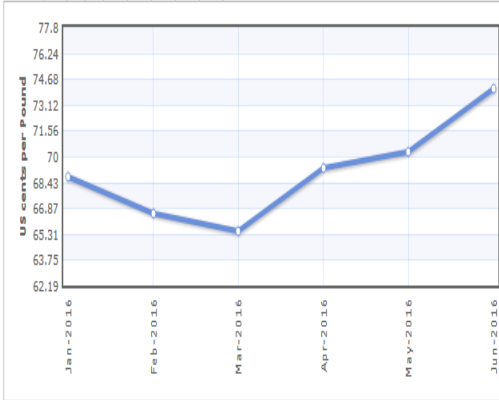
- ✓ **Phân tích độ nhạy giữa biến động giá bông và biên lợi nhuận gộp:**

% biến động giá bông (cotton)	Năm 2015 (0%)	+5%	+10%	+15%	+20%
Biên LNG	15.3%	14.3%	13.2%	12.1%	11.0%
Ước tính thiệt hại về lợi nhuận (tỷ đồng)		27.90	58.21	88.53	118.84

BIẾN ĐỘNG GIÁ BÔNG

Cotton Monthly Price - US cents per Pound

Range 6m 1y 5y 10y 15y 20y 25y 30y Jan 2016 - Jun 2016: 5.350 (7.78 %)


 (Nguồn: <http://www.indexmundi.com/>)

✓ Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm:

6T/2016, doanh thu thuần đạt 1517.39 tỷ đồng (+13% yoy) và Lợi nhuận ròng đạt 50.14 tỷ đồng (- 42% yoy), biên lợi nhuận gộp giảm từ 16.08% xuống 12.22%.

Nguyên nhân sụt giảm lợi nhuận:

Tháng 07/2015, TCM đưa vào vận hành nhà máy may tại Vĩnh Long với công suất 9.6 triệu chiếc/năm. Tuy nhiên thời gian đầu vận hành, hiệu suất tay nghề của nhân công thấp, dẫn tới nhà máy lỗ khoảng 200 nghìn USD/tháng (~ 4.4 tỷ đồng/tháng).

Mặt khác, giá bông đã tăng khoảng 5% từ đầu năm tới nay, giá sợi giảm nên mảng sợi kinh doanh dưới giá vốn, lỗ khoảng 5% biên LNG.

✓ Kỳ vọng cho năm 2016:

(1) Theo thông tin từ phía doanh nghiệp, nhà máy mới tại Vĩnh Long sẽ đạt điểm hòa vốn từ khoảng tháng 07/2016. Nhà máy mới hiện đóng góp khoảng 623 tỷ đồng doanh thu (công suất 70%)/năm.

Giá định từ tháng 07/2016, nhà máy đạt điểm hòa vốn, thì sẽ giảm lỗ cho TCM khoảng 22 tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm 2016.

(2) Giá bán sợi đã được cải thiện trong tháng 7, và đạt mức biên lợi nhuận gộp khoảng 3%. Kỳ vọng doanh nghiệp sẽ giữ được mức biên LNG dương trong các tháng còn lại năm 2016. Đóng góp khoảng 12.56 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho 6 tháng cuối năm.

(3) Doanh thu năm 2016 kỳ vọng sẽ tăng trưởng 13% so với năm 2015. Tương đương với mức tăng trưởng của 6 tháng đầu năm 2016.

✓ Dự báo doanh thu lợi nhuận năm 2016 và mức giá hợp lý:

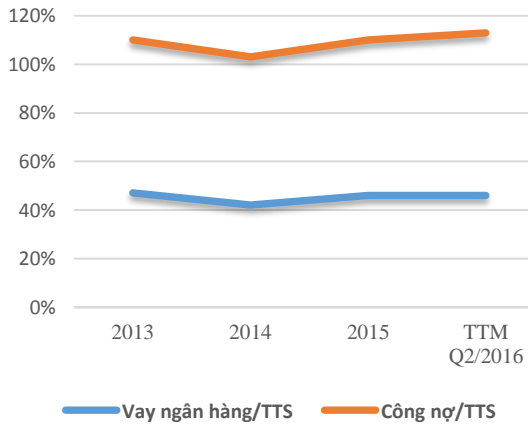
Dựa trên những giả định trên, chúng tôi đưa ra dự phóng cho năm 2016 như sau: Doanh thu thuần năm 2016F đạt 3.164 tỷ đồng (+13.3% yoy) và Lợi nhuận sau thuế đạt 134,3 tỷ đồng (- 12.7% yoy).

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu thuần thực hiện năm 2016 và LNST lần lượt là 3% và 16% so với kế hoạch doanh nghiệp đề ra.

EPS cơ bản dự phóng cho năm 2016 đạt 2.734 đồng/CP. Căn cứ trên mức P/E trung bình của ngành dệt may là 9.74. Mức giá hợp lý cho cổ phiếu TCM là 26.629 đồng/CP.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

CÂN ĐỐI NGUỒN VỐN



✓ Ảnh hưởng đáng kể bởi tỷ giá USD/VND:

Giai đoạn 1 nhà máy Vĩnh Long được đầu tư từ cuối năm 2014 với tổng vốn đầu tư khoảng 165 tỷ đồng, trong đó 132 tỷ đồng là vốn vay; điều này làm cho nợ vay ngân hàng của TCM tăng từ 42% lên 46% trong năm 2015.

Tính tới Q2/2016, nợ ròng bằng đồng USD đạt khoảng 729 tỷ đồng, chiếm 62% tổng nợ vay ngân hàng của TCM.

Phân tích độ nhạy tỷ giá USD/VND tại thời điểm Q2/2016:

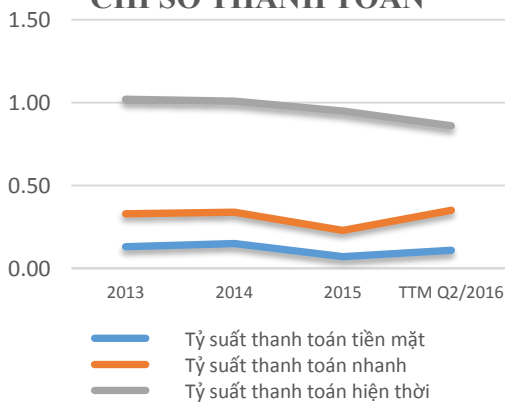
Nếu USD tăng giá khoảng 5% so với VND thì TCM sẽ giảm khoảng 24.8 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

✓ Khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp có xu hướng giảm dần từ năm 2013 đến nay.

Cho thấy một số tài sản dài hạn của doanh nghiệp đang được tài trợ từ nguồn vốn ngắn hạn, do giai đoạn 2014 tới nay, doanh nghiệp nâng công suất, đầu tư tập trung vào tài sản cố định.

Đây không phải là vấn đề quá lo ngại. Tuy nhiên trong thời gian tới, TCM sẽ tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 và 3 nhà máy Vĩnh Long. Việc cải thiện chỉ số thanh toán ngắn hạn là cần thiết để đảm bảo khả năng thanh toán ngắn hạn cho doanh nghiệp trong giai đoạn tới.

CHỈ SỐ THANH TOÁN



HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

✓ TCM dự kiến sẽ triển khai nhà máy may Vĩnh Long 2 trong năm 2017 với chi phí đầu tư khoảng 5 triệu USD cho 26 chuyền may, nâng CSTK thêm 10 triệu sp/năm.

✓ Một số dự án BDS :

○ Khu du lịch biển Phan Thiết, trên diện tích 102,000 m² đang trong giai đoạn hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng. TCM dự kiến chuyển nhượng dự án này trong thời gian tới.

○ Dự án Khu dân cư TC 1 trên diện tích 9,898 m² tại phường Tây Thạnh, quận Tân Phú đang được triển khai xây dựng với các đối tác Novaland, Đất Xanh Group.

○ TCM đang tìm đối tác để chuyển nhượng dự án TC Tower tại Quận 4 (TCM sở hữu 70%), tuy nhiên dự án đang vướng một số thủ tục pháp lý.

Báo cáo kết quả kinh doanh

Tỷ VND	2012	2013	2014	2015	TTM
Doanh số thuần	2,283.50	2,554.42	2,571.41	2,791.90	2,970.49
Giá vốn hàng bán	-2,116.06	-2,208.88	-2,195.15	-2,365.47	-2,574.03
Lãi gộp	167.44	345.53	376.26	426.42	396.45
Thu nhập tài chính	12.52	12.82	13.42	24.13	31.96
Chi phí tài chính	-66.90	-66.16	-46.67	-86.88	-76.94
Trong đó: Chi phí lãi vay	-57.86	-44.37	-26.97	-27.38	-33.77
Chi phí bán hàng	-56.49	-65.36	-68.63	-85.89	-94.37
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-86.47	-98.86	-102.17	-121.19	-137.70
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	-29.90	127.98	172.20	162.08	125.83
Thu nhập khác, ròng	5.00	2.98	6.50	4.88	3.58
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh	4.48	3.51	3.00	0.00	0.00
Lãi/lỗ ròng trước thuế	-20.43	134.47	181.70	166.96	129.41
Lãi/lỗ thuần sau thuế	-18.89	123.82	168.36	153.74	117.52
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.27	0.30	-0.04	0.21	0.67
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	-20.16	123.52	168.40	153.53	116.85

Chỉ số tài chính

NĂM	2012	2013	2014	2015	TTM Q2/2016
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu					
Giá trị sổ sách/CP	13,926.00	14,956.00	16,406.00	18,072.00	17,185.00
Doanh số/CP	51,042.00	51,919.00	52,264.00	56,746.00	60,499.00
EPS cơ bản	-451.00	2,511.00	3,423.00	2,412.00	2,375.00
Tiềm lực Tài chính					
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.09	0.13	0.15	0.07	0.11
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.96	1.02	1.01	0.95	0.86
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.16	0.13	0.11	0.14	0.13
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản	0.50	0.47	0.42	0.46	0.46
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.68	0.63	0.61	0.64	0.67
Hiệu quả Quản lý					
ROE %		18.18%	21.83%	18.03%	13.30%
ROA %		6.25%	8.32%	6.72%	4.69%
Hoạt động kinh doanh					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.33%	13.53%	14.63%	15.27%	13.35%
Tỷ suất lợi nhuận thuần		4.85%	6.55%	5.51%	3.96%
Định giá					
Vốn hóa thị trường	926.07	1,018.44	1,018.44	1,018.44	1,016.36
P/E	-45.94	8.25	6.05	8.58	8.72
P/B	1.49	1.38	1.26	1.15	1.20

DIỄN GIẢI

Khuyến nghị	Diễn giải
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 20%
Nắm giữ	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -20% đến 20%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường dưới -20%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn thận và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Chứng khoán Quốc tế Hoàng gia (IRS) không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Chứng khoán Quốc tế Hoàng gia

Trụ sở: 30 Nguyễn Du, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: (+84.4) 3 944 6666

Fax: (+84.4) 3 944 6969

Email: contact@irs.com.vn