

# VFS

## PHÂN TÍCH TCM

Báo cáo lần đầu, 01/07/2014



Trải qua gần 50 năm hoạt động, TCM hiện là doanh nghiệp dệt may lớn và uy tín tại Việt Nam và là một trong số ít doanh nghiệp dệt may trong nước có quy trình sản xuất khép kín từ sợi đến may mặc.

Giai đoạn 2010-2013, kết quả kinh doanh của TCM có nhiều biến động khi lợi nhuận sụt giảm trong năm 2011 và lỗ trong năm 2012. Nguyên nhân là do TCM chịu ảnh hưởng nặng nề bởi giá bông tăng đột biến trong năm 2011 cộng với phương thức mua bông kém hiệu quả đã khiến TCM phải gồng gánh lượng bông tồn kho với giá cao. Đến năm 2013, TCM đạt được những thành quả tích cực với doanh thu tăng trưởng 12% và Lợi nhuận sau thuế đạt 124 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ 19 tỷ đồng trong năm trước. Nhu cầu thị trường xuất khẩu cải thiện, mảng sản xuất kinh doanh sợi có lãi trở lại và chi phí lãi vay giảm là những yếu tố chính giúp TCM đạt được những kết quả hồi phục tích cực này.

Năm 2014, TCM đặt ra kế hoạch DTT đạt 2,822.9 tỷ đồng và LNST đạt 164.4 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng 10.5% trong doanh thu và 32.8% trong lợi nhuận so với năm 2013. Nhìn chung khả năng tăng trưởng này của TCM khá lạc quan khi triển vọng ngành và thị trường xuất khẩu tại Nhật, Mỹ đang có những chuyển biến tích cực. Kết thúc Q1.2014, TCM hoàn thành 22.8% kế hoạch doanh thu và 22.6% kế hoạch lợi nhuận năm 2014, tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 5.8%, tăng so với mức 4.1% cùng kì năm trước.

Chúng tôi ước tính EPS forward cho năm 2014 vào khoảng 3,617 đồng/cp, tương đương P/E F đạt 7.71 lần, thấp hơn so với mức 8.92 của trung bình ngành. Thanh khoản cổ phiếu cũng khá tốt với khối lượng giao dịch trung bình khoảng 874 ngàn cổ phiếu/phiên.

Chúng tôi cho rằng giá hợp lý của TCM khoảng 32,264 đồng/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 01/07/2014.



## LIÊN HỆ

Địa chỉ: Số 36 Tây Thạnh, Phường Tây Thạnh, Quận Tân Phú, TP. HCM

ĐT: 84-(8) 3815 3962

Fax: 84-(8) 3815 4008

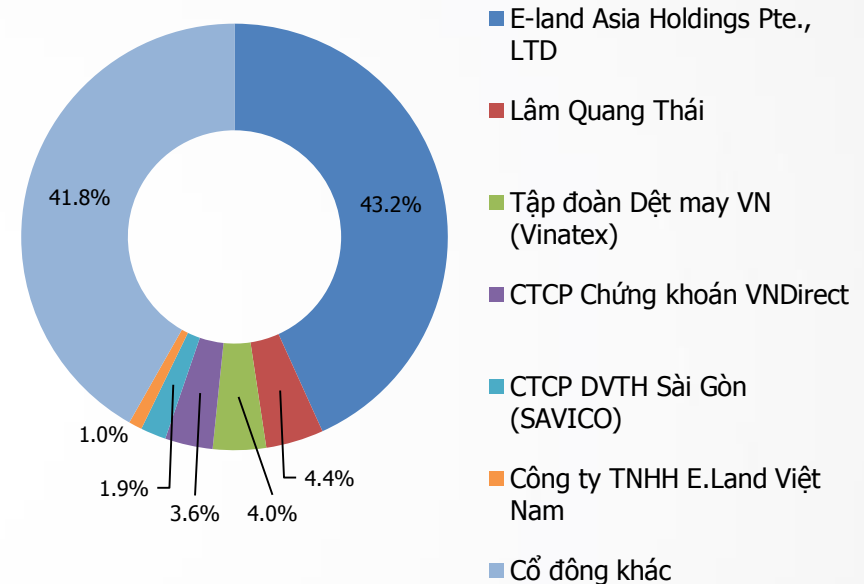
Web: <http://www.thanhcong.com.vn/>

## GIỚI THIỆU

Công Ty Cổ Phần Dệt May - Đầu Tư - Thương Mại Thành Công (Tcg) - TCM được thành lập năm 1967, cổ phần hóa năm 2006. Trải qua gần 50 năm hoạt động, TCM hiện là doanh nghiệp có năng lực sản xuất hàng đầu trong số các doanh nghiệp dệt may đang niêm yết tại Việt Nam, sở hữu quy trình sản xuất khép kín: xe sợi → dệt/đan → nhuộm và hoàn tất → cắt và may. Tính đến thời điểm 24/06/2014, vốn điều lệ của TCM là 492 tỷ đồng.

Trong cơ cấu cổ đông, năm tỷ lệ lớn nhất là E-Land Asia Holdings Pte, Ltd (tập đoàn hàng đầu về thời trang, bán lẻ và có tiềm lực tài chính mạnh của Hàn Quốc), tham gia điều hành, chuyển giao công nghệ đồng thời hỗ trợ về mặt đầu ra cho sản phẩm. Với sự tham gia của E-land, từ năm 2010 hiệu quả kinh doanh và giá trị xuất khẩu của TCM đã cải thiện rõ rệt.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG (tính đến ngày 20/06/2014)



## CÁC SẢN PHẨM TRONG CHUỖI SẢN XUẤT

Trong quy trình sản xuất khép kín, nguyên liệu đầu vào chính là bông để sản xuất sợi và sản phẩm đầu ra cuối cùng là thành phẩm may mặc. TCM hầu như không mua sợi và vải từ bên ngoài mà hoàn toàn chủ động sản xuất trong quy trình trên. Hiện tại, các nhà máy đều đã hoạt động hết công suất với các sản phẩm trong chuỗi sản xuất này bao gồm:

**Sợi:** Trong tổng lượng sợi sản xuất, chỉ khoảng 35% lượng sợi được sử dụng tiếp cho các khâu tiếp theo trong chuỗi sản xuất, phần còn lại chủ yếu được xuất khẩu.

**Vải:** Khoảng 80% lượng vải sản xuất được sử dụng tiếp trong sản xuất các sản phẩm may trong khi phần còn lại được bán cho đối tác trong nước.

**Thành phẩm may mặc:** Sản lượng thành phẩm may mặc đầu ra hiện tại khoảng 18 triệu sản phẩm/năm, vượt so với năng lực may hiện tại của công ty nên TCM phải thuê gia công một phần từ các đơn vị bên ngoài (3 triệu sản phẩm/năm). Sản phẩm chủ yếu là áo thun được cung cấp cho các thương hiệu thời trang bán lẻ nước ngoài (100% xuất khẩu) như E-Land, Sanmar, Costo, Target, Perry Ellis... thực hiện theo hình thức may theo mẫu có sẵn FOB.



### Năng lực sản xuất các ngành hàng/năm

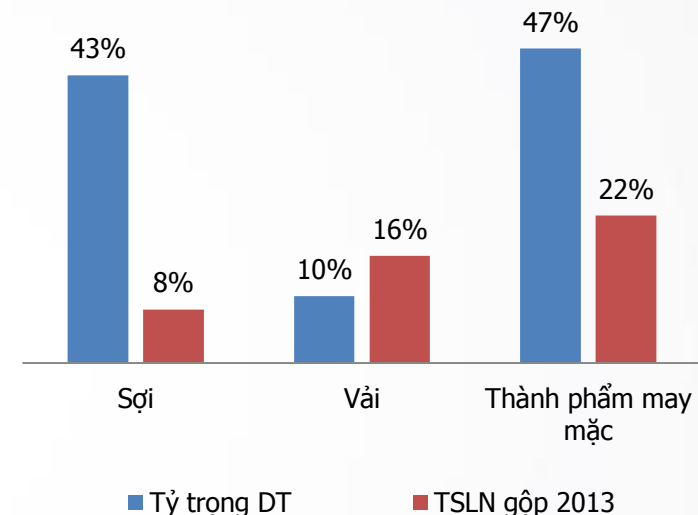
Sợi	21,000 tấn
Dệt	7 triệu mét
Đan	7000 tấn
Nhuộm & Hoàn tất	10 triệu mét vải dệt & 8,000 tấn vải đan
May	15 triệu sản phẩm

## SẢN PHẨM TRONG CHUỖI SẢN XUẤT

Trong cơ cấu doanh thu theo sản phẩm thì doanh thu TCM từ sợi chiếm tỷ trọng khá cao 43%, từ vải là 10% và thành phẩm may mặc là 47%. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp từ việc xuất khẩu sợi không cao, chỉ khoảng 8%. Có thể thấy trong quy trình sản xuất của TCM, công ty chưa cân đối được việc phân bổ nguồn lực trong mỗi phân đoạn sản xuất. TCM chỉ sử dụng 65% lượng sợi và 80% lượng vải sản xuất được cho các phân đoạn tiếp theo trong khi 17% sản phẩm may mặc phải gia công thêm từ bên ngoài do công suất các nhà máy may đã đầy.

Theo đó, để tận dụng đóng góp doanh thu - lợi nhuận từ thành phẩm may mặc có tỷ suất lợi nhuận gộp **cao hơn từ sợi và vải**. TCM đang có kế hoạch đầu tư xây dựng thêm các nhà máy may, đan, nhuộm để **tăng biên lợi nhuận gộp** trong giai đoạn từ năm 2014-2017.

Tỷ trọng DT theo sản phẩm và Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2013 (%)



Sản phẩm	Thành phẩm	Công suất	Mô tả
Sợi	35% dùng trong chuỗi sản xuất, 65% xuất khẩu	21.000 tấn/năm	Sợi Cotton, sợi Rayon, sợi 100% Polyester đến các loại sợi pha,...
Vải	~100% dùng sản xuất sản phẩm may mặc		Vải dệt bán thành phẩm với các chủng loại vân điểm, vân chéo, vân đoạn, ... và vải đan mộc với các chủng loại Single, Pique, Jacquard, Rib,...
Thành phẩm may mặc	100% xuất khẩu	18 triệu sản phẩm/năm	Áo thun được cung cấp cho các thương hiệu thời trang bán lẻ nước ngoài như E-Land, Sanmar, Costo, Target, Perry Ellis... theo hình thức may theo mẫu có sẵn FOB



## THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU

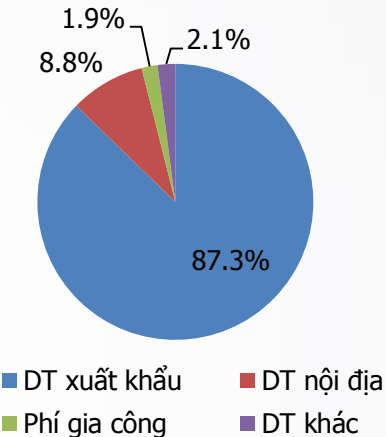
Doanh thu thị trường xuất khẩu chiếm khoảng 87.3% tổng doanh thu hiện tại của công ty. Nhật Bản, Hoa Kỳ, Hàn Quốc là 3 thị trường chính.

Thị trường Nhật Bản chiếm 30%-35% tổng doanh thu xuất khẩu. Thuế suất hiện tại là 0%, theo quy định của Hiệp định FTA Việt Nam-Nhật Bản.

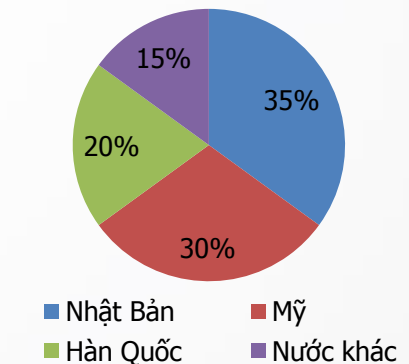
Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất trước đây nhưng do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế, doanh thu xuất khẩu sang Hoa Kỳ giảm 35% trong năm 2012. Trong năm 2013, số lượng các đơn hàng từ Hoa Kỳ đã tăng trở lại, đóng góp 25%-30% tổng DT xuất khẩu. Hiện nay thuế suất áp dụng của Mỹ cho hàng dệt may đến từ Việt Nam là 17.5%. Chúng tôi kỳ vọng sau TPP mức thuế này sẽ giảm xuống 0%.

Từ cuối năm 2012, công ty nhận thêm các đơn hàng của E-Land từ Hàn Quốc và Trung Quốc chuyển sang. Các sản phẩm cung cấp cho E-Land thường có biên lợi nhuận gộp cao hơn đơn hàng thông thường từ 3-5% do những yêu cầu khắt khe về kiểu dáng và chất lượng sản phẩm. Hiện tại, các đơn hàng từ E-Land chiếm khoảng 15%-20% tổng DT ngành may mặc của công ty.

Cơ cấu DT năm 2013 (%)



Cơ cấu thị trường xuất khẩu năm 2013 (%)



## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

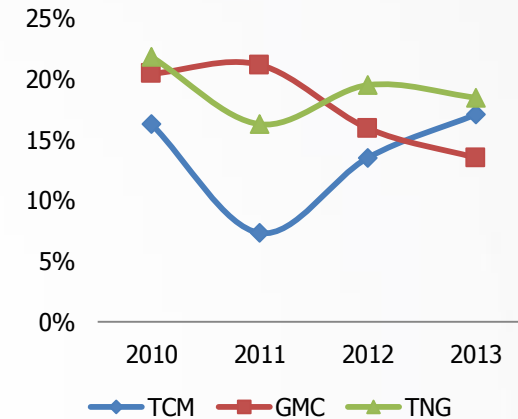
Nếu năm 2010, TCM có mức tăng trưởng tốt trong cả Doanh thu-lợi nhuận thì đến năm 2011 KQKD sụt giảm và lở trong năm 2012. Nguyên nhân là do TCM chịu ảnh hưởng nặng nề bởi giá bông tăng đột biến trong năm 2011, cộng thêm phương thức mua bông kém hiệu quả đã khiến TCM phải gồng gánh lượng bông nhập còn tồn với giá cao (bông chiếm 50% chi phí giá vốn hàng bán sản xuất sợi của TCM).

Khoản lở trong năm 2012 của TCM chủ yếu do mảng kinh doanh sợi. So sánh với 2 doanh nghiệp dệt may có quy mô doanh thu đứng thứ 2 và thứ 3 trong số các doanh nghiệp dệt may đang niêm yết, GMC và TNG có kết quả ổn định hơn do 2 doanh nghiệp này không sở hữu khâu sản xuất sợi như TCM.

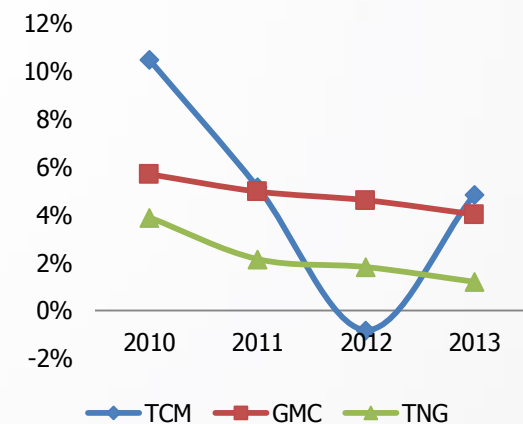
Giai đoạn 2010 – 2013, TCM có tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình (CAGR) là 10.5% giai đoạn 2010 – 2013, thấp hơn tốc độ tăng trưởng trung bình giá trị xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam (16.9%).

Tỷ suất lợi nhuận của TCM có nhiều biến động trong những năm qua. Đến năm 2013, các chỉ số này về mức tương đương so với những doanh nghiệp cùng ngành như TNG và GMC.

Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)



Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)

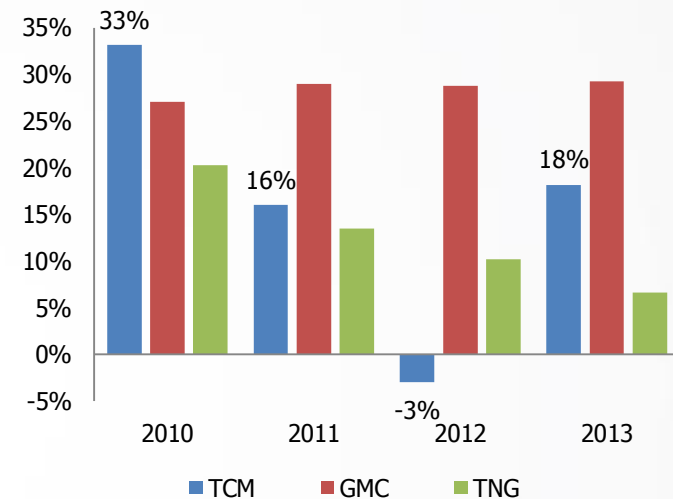


## KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2013 CẢI THIẾN MẠNH

Doanh thu thuần đạt 2,554 tỷ đồng, tăng 12% so với cùng kỳ và Lợi nhuận sau thuế đạt 124 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ 19 tỷ đồng trong năm trước, theo đó hoàn thành 107% kế hoạch doanh thu và vượt 37% kế hoạch lợi nhuận năm 2013. Nhu cầu thị trường xuất khẩu cải thiện, mảng sản xuất kinh doanh sợi có lãi trở lại và chi phí lãi vay giảm là những yếu tố chính giúp TCM đạt được những kết quả hồi phục tích cực này.

Theo diễn biến kết quả kinh doanh, ROE của TCM giai đoạn 2010 đến 2013 cũng chịu nhiều biến động, với giá trị ROE bình quân là 16.1%, thấp hơn mức 28.5% của GMC và cao hơn mức 12.7% của TNG.

Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu ROE (%)



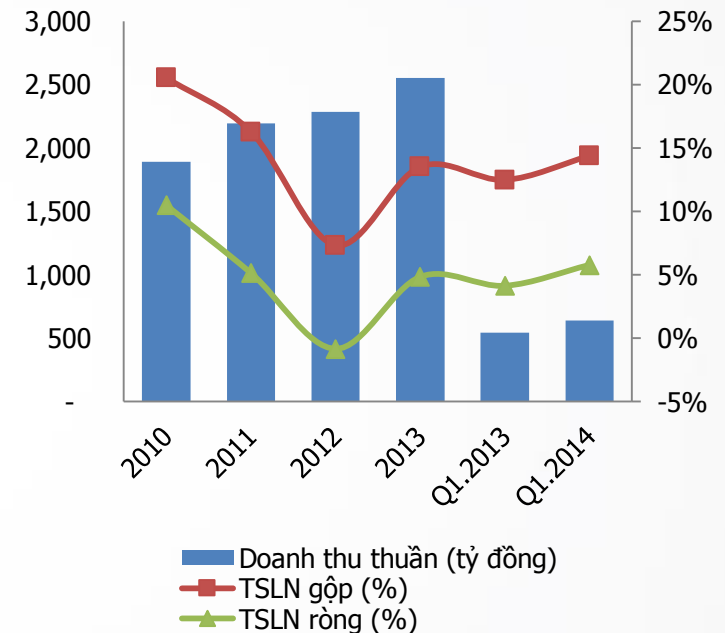


## CẬP NHẬT KQKD QUÝ 1/2014

**Kết quả kinh doanh Q1.2014 của TCM tiếp tục tích cực** khi DTT tăng trưởng 17,6% và LNST tăng 64,3% so với cùng kỳ, đạt lần lượt 642,3 tỷ đồng và 37,2 tỷ đồng, hoàn thành 22,8% kế hoạch doanh thu và 22,6% kế hoạch lợi nhuận năm 2014.

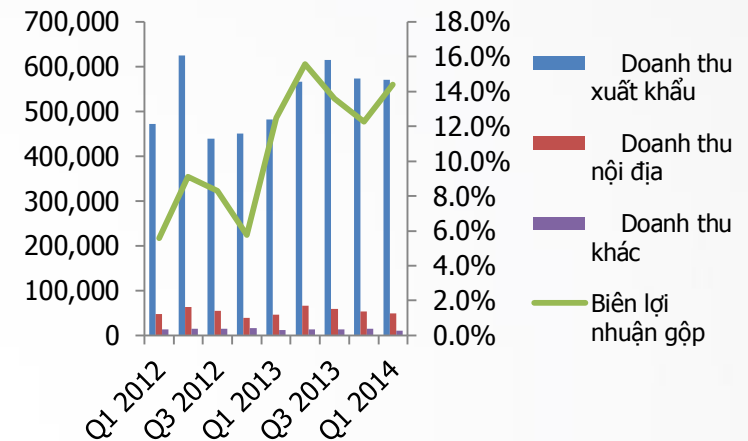
**Doanh thu tăng trưởng** nhờ vào hoạt động xuất khẩu các sản phẩm may mặc trên các thị trường Nhật Bản, Mỹ cải thiện khi nhu cầu tại các thị trường này tiếp tục phục hồi. Cùng với việc gia tăng các đơn hàng từ đối tác chiến lược Eland khi đối tác này đang dần chuyển các đơn hàng từ phía Trung Quốc sang Việt Nam. Với năng lực sản xuất hàng đầu, sở hữu quy trình sản xuất khép kín giúp chất lượng sản phẩm ổn định và thỏa các yêu cầu từ các đối tác lớn, TCM là điểm đến mà các đối tác nước ngoài thường chú ý đến. Cụ thể, doanh thu hàng xuất khẩu vốn đóng góp tỷ trọng cao trong tổng doanh thu (khoảng 88,8% trong Q1.2013) tăng 18,2% so với cùng kỳ. Song song là doanh thu hoạt động kinh doanh tại thị trường trong nước và gia công cũng tăng lần lượt 4,0% và 103,9% so với cùng kỳ, chiếm tỷ trọng lần lượt 7,6% và 2,0% trong tổng doanh thu.

**Kết quả kinh doanh giai đoạn 2010-2013 và Q1.2014**

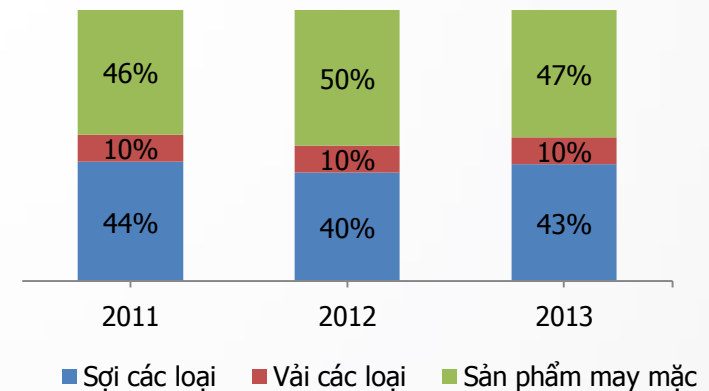


## CẬP NHẬT KQKD QUÝ 1/2014

**Tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục phục hồi** đạt 14.4% trong Q1.2014, tăng so với mức 12,5% cùng kì năm trước và hồi phục tốt so với mức đáy 5.8% vào Q4.2012 khi các mặt hàng sợi sản xuất đã có lãi trở lại. Với điều kiện thuận lợi giá bông nguyên liệu (chiếm 50% trong tổng giá vốn nguyên liệu đầu vào sản xuất sợi) ổn định ở mức thấp, sau sự cố tăng giá biến động mạnh trong năm 2011 dẫn đến tồn đọng lượng bông giá cao một thời gian sau đó. Tỷ trọng các chi phí hoạt động trên DTT ổn định cùng với việc hưởng lợi từ việc mặt bằng lãi suất cho vay giảm cũng như giảm dư nợ vay đã giúp chi phí lãi vay trong Q1.2014 giảm mạnh 36,7% so với cùng kì giúp TCM có **mức tăng trưởng LNST nổi bật**, tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 5.8%, tăng so với mức 4,1% cùng kì năm trước.



## Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm giai đoạn 2010-2013 (%)

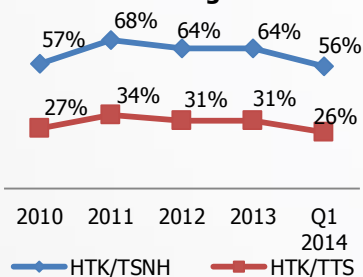


## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

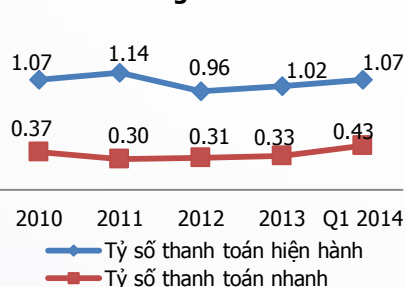
Giai đoạn 2010-2013, cơ cấu nguồn vốn của TCM có mức tỷ lệ nợ/TTS khá cao khoảng 63-68%. Tuy nhiên tỷ lệ này đang có xu hướng giảm dần từ năm 2013. Tính đến cuối Q1.2014, tỷ lệ nợ/TTS giảm còn 59.5% (so với trung bình ngành là 61.2%). Trong đó các tổng các khoản vay chiếm 76.1% tổng nợ (tương đương 45.3% TTS), bao gồm vay ngắn hạn 51.2% TTS bổ sung vốn lưu động và vay dài hạn 24.9% TTS để tài trợ cho các dự án đầu tư.

Bên cạnh đó, hàng tồn kho hiện chiếm 55.8% TSNH của công ty dẫn đến khả năng thanh toán nhanh của TCM cũng khá thấp, chỉ khoảng 0,37 lần (trung bình ngành là 0,6). Tuy nhiên điều này không quá quan ngại do hầu hết nợ vay của TCM (trừ một số khoản vay cũ) đều bằng USD với lãi suất khá thấp, trung bình chỉ khoảng 4%/năm (riêng các khoản vay từ E-Land đều dưới 1%/năm). Với tình hình vĩ mô lãi suất chung xu hướng đang giảm cũng là điều kiện củng cố tình hình tài chính TCM.

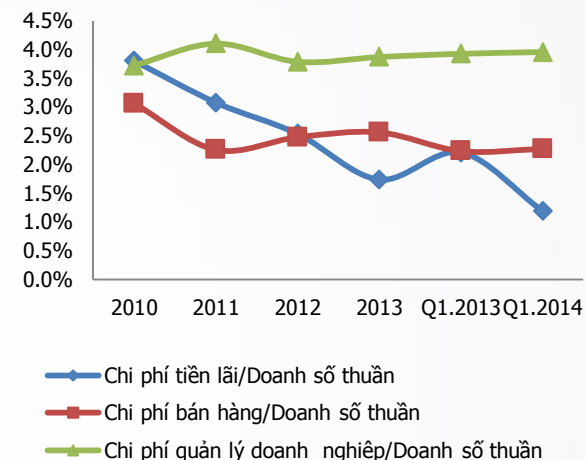
**Tình hình hàng tồn kho**



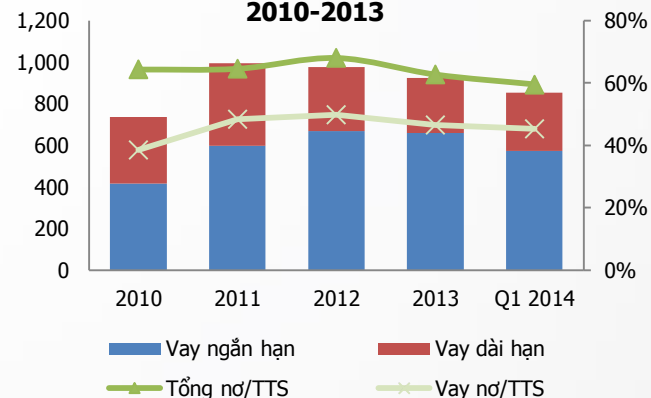
**Khả năng thanh toán**



**Chi phí hoạt động và chi phí lãi vay**



**Tình hình vay nợ của TCM giai đoạn 2010-2013**



## KẾ HOẠCH 2014

**Năm 2014, TCM đặt ra kế hoạch DTT đạt 2,822.9 tỷ đồng và LNST đạt 164.4 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng 10.5% trong doanh thu và 32.8% trong lợi nhuận so với năm 2013.** Chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng này đạt kế hoạch của TCM là khả thi. Với triển vọng ngành và thị trường xuất khẩu tại Nhật, Mỹ đang có những chuyển biến tích cực, điều kiện về giá bông đang giảm (trang 13) cũng như việc TCM hiện dẫn đầu về năng lực sản xuất trong số các doanh nghiệp dệt may đang niêm yết tại Việt Nam.

Bên cạnh đó, với (1) mục tiêu đẩy mạnh đóng góp tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận từ sản phẩm may mặc có TSLN gộp cao khoảng 20-25% (trong khi TSLN gộp từ sợi và vải lần lượt là 8% và 16%) và (2) lộ trình tăng năng lực sản xuất trong đầu tư xây dựng nhà máy mới tại KCN Hòa Phú, Vĩnh Long giai đoạn 2014 – 2017 với tổng vốn đầu tư khoảng 30 triệu USD trong đó năm 2014 tiến hành xây dựng nhà máy may gồm 26 dây chuyền với tổng công suất thiết kế 10 triệu sản phẩm/năm với vốn đầu tư ước khoảng 7-7.5 triệu USD dự tính sẽ có đóng góp cụ thể trong Q4 năm nay, (3) chưa tính đến triển vọng từ việc hưởng lợi từ Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương - TPP dựa trên lợi thế sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ xe sợi – dệt, đan – nhuộm – may khi các vòng đàm phán vẫn vướng nhiều mâu thuẫn trong điều khoản, triển vọng tăng trưởng của TCM khá lạc quan trong các năm tới.



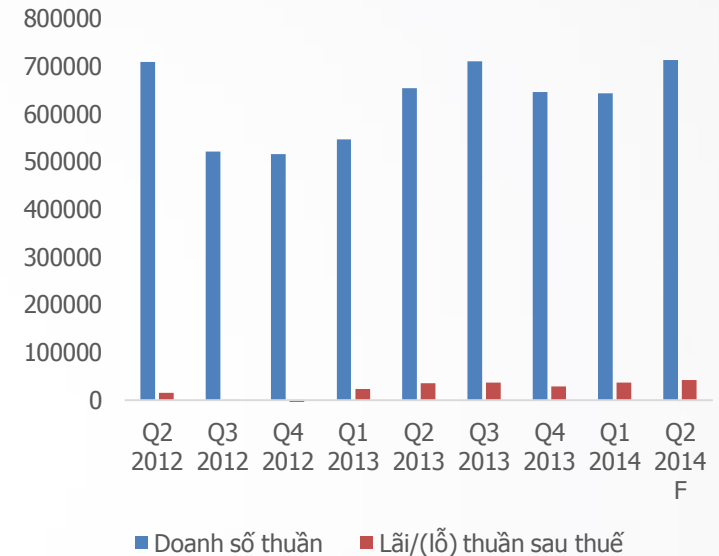
**Lộ trình dự án đầu tư nhà máy mới tại KCN Hòa Phú, Vĩnh Long**

Năm 2014-2015	Năm 2016	Năm 2017
Nhà máy may	Nhà máy đan kim	Nhà máy nhuộm

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2.2014

Tính chung 5 tháng đầu năm, TCM đã đạt doanh thu 1.078,6 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ và hoàn thành 38,5% kế hoạch năm 2014) và lợi nhuận ròng 76,5 tỷ đồng (tăng 44,8% so với cùng kỳ và hoàn thành 46,6% kế hoạch năm 2014).

Với những giả định thận trọng nhất, điểm nhấn trong tình hình kinh doanh quý 2.2014 của TCM là tỷ suất lợi nhuận được cải thiện nhờ các đơn hàng từ E-Land và lãi suất giảm. Ước tính Q2.2014, TCM đạt khoảng **712 tỷ đồng** doanh thu thuần (tăng 8.9% so với cùng kỳ) và **42.6 tỷ đồng** lợi nhuận sau thuế (tăng 21.5% so với cùng kỳ), lũy kế 6T2014 hoàn thành 47.0% KH DT và 47.7% KH LN.



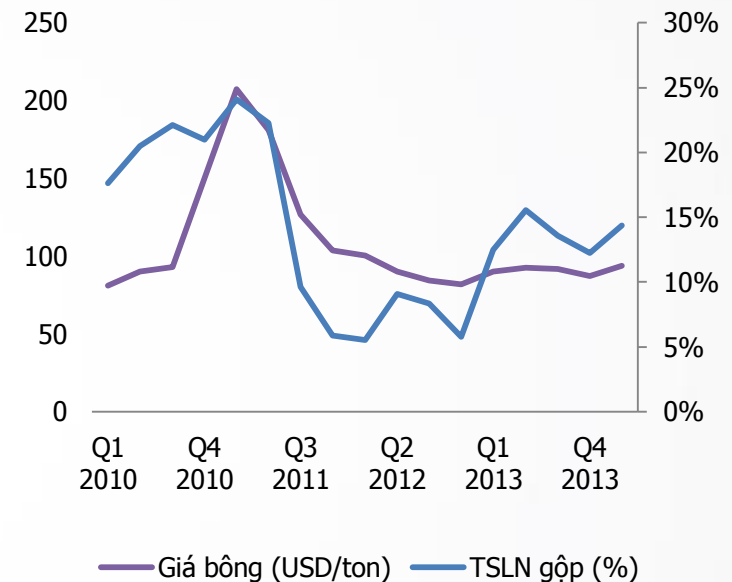
## RỦI RO KINH DOANH ĐANG GIẢM

**Rủi ro về biến động giá bông** nguyên liệu đầu vào, sự kiện giá bông tăng mạnh lên đạt đỉnh 207 USD/tấn vào năm 2011 trong khi công ty vẫn giữ phương thức mua bông 80% giao sau và 20% giao ngay khiến lượng bông tồn kho giá cao cần pha loãng sau đó ăn mòn “dần” lợi nhuận sản xuất kinh doanh sợi của TCM.

Từ năm 2013, TCM thay đổi phương thức mua bông sang 70% trên thị trường giao ngay và 30% trên thị trường giao sau để hạn chế rủi ro về nguyên liệu đồng thời tăng cường dự báo rủi ro để linh động thay đổi phương thức mua hàng hợp lý mà vẫn đảm bảo đủ cung ứng đủ theo đơn đặt hàng.

Giá bông thị trường thế giới đang giảm và khá ổn định cho tới hết vụ 2013/2014 do Trung Quốc – nước nhập khẩu bông lớn nhất thế giới – giảm nhập khẩu do tồn kho lượng lớn.

**Diễn biến giá bông nguyên liệu và TSLN gộp của TCM từ Q1.2010 đến Q1.2014**



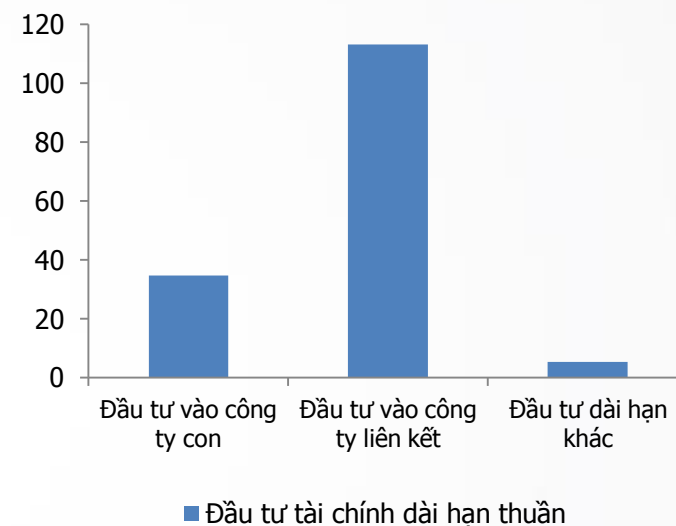


## ĐẦU TƯ VÀ RỦI RO KHÁC

TCM có đầu tư bất động sản, ban Giám đốc có ý định nắm giữ lâu dài tài sản đầu tư bất động sản, với giá trị còn lại ngày 31/12/2013 là 110 tỷ đồng để đảm bảo các khoản tiền vay ngân hàng.

Ngoài ra, TCM còn đầu tư tài chính ngắn hạn tuy nhiên lượng vốn không đáng kể. Tính đến hết quý 1/2014, TCM đầu tư tài chính dài hạn thuần tổng cộng 142 tỷ đồng, so với mức 1,880 tỷ đồng tổng nguồn vốn chỉ chiếm 7.5%. Trong đó hoạt động đầu tư vào công ty con mức 35 tỷ đồng, công ty liên kết 113 tỷ đồng, đầu tư dài hạn khác 5 tỷ đồng.

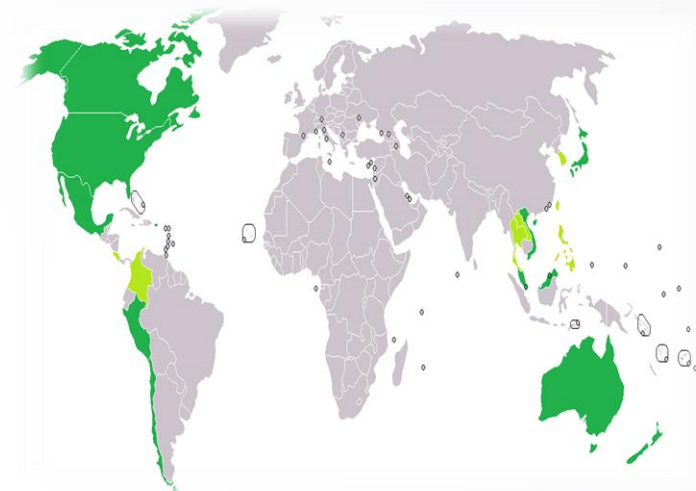
Với mức 7.5% đầu tư tài chính dài hạn, rủi ro đầu tư ngoài của TCM là không đáng kể.



## HIỆP ĐỊNH ĐỐI TÁC KINH TẾ CHIẾN LƯỢC XUYÊN THẢI BÌNH DƯƠNG (TPP)

TPP hướng đến mở cửa thị trường và xóa bỏ hàng rào thuế quan vốn là những yếu tố cản trở sự hội nhập toàn cầu. Giá trị sản xuất của khu vực này chiếm khoảng 40% GDP toàn cầu.

Ngoài Nhật Bản đã ký kết Hiệp định thương mại tự do (FTA) với Việt Nam, thị trường Hoa Kỳ và Châu Âu vẫn còn đang bỏ ngỏ do chưa có FTA. Trong đó thị trường Hoa Kỳ chiếm 30% - 35% thị trường xuất khẩu của TCM chịu mức thuế suất bình quân 17.5% làm giảm khả năng cạnh tranh về giá và biên lợi nhuận gộp. Dù vậy, giá trị xuất khẩu vẫn tăng trưởng trung bình từ 6-7%/năm (theo số liệu Hiệp hội Dệt may Việt Nam). Rõ ràng nếu Việt Nam gia nhập TPP, với ưu đãi mức thuế thay vì 17.5% hiện nay ở thị trường Mỹ và có thể tiếp cận là Hàn Quốc (chiếm 20% thị phần), doanh nghiệp xuất khẩu như TCM sẽ đạt lợi thế cạnh tranh cực lớn do giảm giá được giá bán, tăng lợi thế cạnh tranh từ đó tăng sản lượng và doanh thu. Khả năng phát triển doanh thu và lợi nhuận của TPP rất đáng để theo dõi.



## PHÂN TÍCH SWOT

### Điểm mạnh

- Quy trình sản xuất khép kín giúp kiểm soát chất lượng, thời gian, chi phí sản xuất.
- Sở hữu nguồn khách hàng lớn, uy tín nhờ vị thế của mình và tiềm năng mở rộng thêm.
- Có đối tác chiến lược E-land tham gia vào quản trị, quản lý hoạt động, hỗ trợ máy móc, đào tạo nhân viên.
- Có khả năng vay cũng như được hỗ trợ vay với lãi suất ưu đãi.
- Quản lý được rủi ro tỷ giá nhờ cơ cấu cân bằng hợp lý USD, VNĐ đầu ra và đầu vào.

### Điểm yếu

- Bộ phận dự báo giá nguyên liệu đầu vào cũng như quản trị rủi ro vẫn còn bị động và chưa hiệu quả là một quan ngại.
- Chưa khai thác hết sợi sản xuất mà chỉ có thể xuất khẩu với tỷ suất lợi nhuận thấp.
- Màng may mặc với sản phẩm đầu ra mới dừng ở việc sản xuất mẫu mã đơn giản, chưa có nhãn hiệu riêng, theo đó tỷ suất lợi nhuận màng này bị bó buộc.

### Cơ hội

- Một trong số ít doanh nghiệp dệt may trong nước có quy trình sản xuất khép kín từ sợi **thỏa yêu cầu từ TPP**.
- Cơ hội tăng trưởng cao nhờ định hướng tập trung phát triển khâu may mặc giúp triển vọng **nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp**.
- Cơ hội phát triển từ việc **xây dựng thương hiệu riêng** trên cơ sở chất lượng đảm bảo và làm chủ quy trình.
- Ngành dệt may Việt Nam tiếp tục có nhiều **cơ hội tăng trưởng tốt về dài hạn**. Chỉ riêng thị trường Mỹ, Hiệp Hội Thương Mại Mỹ ước tính, đến năm 2025 kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang Hoa Kỳ sẽ đạt mức 19,9 tỷ USD, chưa tính đến tác động của TPP.

### Thách thức

- Giá bông nguyên liệu đầu vào biến động ảnh hưởng nhiều đến tình hình kinh doanh công ty do hầu hết đều là nhập khẩu.
- Thách thức từ các công ty khác trong nước cũng đang xây dựng nhà máy sợi với vốn đầu tư nước ngoài.

## ĐỊNH GIÁ

Giá định nhà máy may đến quý 4/2014 đưa vào vận hành, TCM sẽ thay vì muốn gia công 3 triệu sản phẩm như hiện nay qua trực tiếp thực hiện, TSLN gộp thành phẩm may mặc quý 4 tăng 1% so với cùng kỳ năm trước (yoy). TSLN gộp sợi cũng tăng lên 1% do giá bông xu hướng giảm. Chi phí vận chuyển tăng 0.28% do quy định về vận tải, các chi phí khác tăng chậm không đáng kể. Theo đó dự tính về doanh thu - lợi nhuận cả năm của TCM đạt khoảng 2,778 tỷ đồng DTT tăng 8.8% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó DT từ sợi tăng 5%, từ vải tăng 7% và từ thành phẩm may mặc tăng 12.6%. Doanh thu dự đoán hoàn thành 98% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 179 tỷ đồng (tăng 44,4% yoy, vượt 8.7% KH năm).

EPS forward vào khoảng 3,617 đồng/cp, tại mức giá ngày 01/07/2014 27,900 đ/cp, P/E forward là 7.71 .Thấp hơn so với mức 8.92 của trung bình ngành. Thanh khoản cổ phiếu cũng khá tốt với khối lượng giao dịch trung bình hằng ngày trong 3 tháng trở lại vào khoảng 874 ngàn cổ phiếu.

Giá hợp lý của TCM ở khoảng 32,263 đồng/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá đóng cửa của ngày 01/07/2014.

Giá đóng cửa (07/01/2014) (VND)	27,900
KLCPLH hiện tại (Triệu CP)	49.1
Giá trị vốn hóa(Tỷ VND)	1,335.51
EPS trailing (VND)	2,820
Book Value (VND)	15,37
P/E	9.93
P/B	1.8
KLGD trung bình 10 ngày (CP)	759,686
KLGD trung bình 3 tháng (CP)	874,255
Cao nhất 52 tuần qua* (VND)	30,108
Thấp nhất 52 tuần qua* (VND)	11,405
Kế hoạch doanh thu (Tỷ VND)	2,822
Kế hoạch lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	164.4
Kế hoạch cổ tức 2014 (%)	N/a

*\*Giá đã điều chỉnh*

# THANK YOU

## **Trưởng phòng Phân tích – Đầu tư**

*Huyền Ngọc Thương*

*Email: [thuong.huynh@vfs.com.vn](mailto:thuong.huynh@vfs.com.vn)*

## **Chuyên viên phân tích**

*Trần Công Phú Khánh*

*Email: [khanh.tran@vfs.com.vn](mailto:khanh.tran@vfs.com.vn)*

## **Phòng Phân Tích – Cty CP Chứng khoán Nhất Việt**

*Huyền Ngọc Thương*

*Nguyễn Ngọc Thành*

*Trần Công Phú Khánh*

*Phan Minh Đức*

*Nguyễn Văn Tiến*

**Khuyến cáo:** Báo cáo này phục vụ cho mục đích tham khảo thông tin, khách hàng không nên xem đây là hướng dẫn mua hoặc bán cổ phiếu. VFS không đảm bảo tính chắc chắn và không chịu trách nhiệm khi khách hàng sử dụng báo cáo cho hoạt động đầu tư của mình.