

Khuyến nghị: **MUA**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	28,600
Giá đóng cửa	25,700
Upside	11.3%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	30,000
Cut loss	22,000

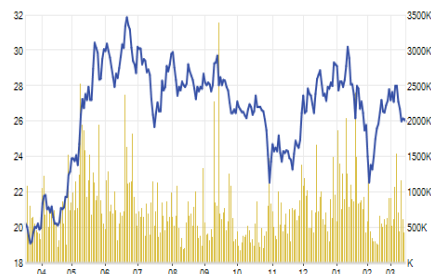
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr. Cp)	51.53
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,325
Giá cao nhất 52 tuần	33,750
KLGD T bình 10 ngày	761,610

Cổ đông lớn

Eland Asia Holding	43.3%
VCBF	2.6%
Lê Quốc Hưng	1.9%
Eland Việt Nam	1.2%

Diễn biến giá



Tổng quan công ty

TCM là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ sợi, vải đến sản phẩm may mặc. Các đơn hàng của TCM chủ yếu phục vụ cho xuất khẩu, trong đó thị trường Đông Bắc Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc) đóng góp 75% doanh thu.

VỮNG BƯỚC TIẾN LÊN

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCM với giá mục tiêu 28,600 đồng dựa trên phương pháp định giá so sánh với EPS 2018F = 3,170 đồng/CP, P/E mục tiêu = 9x. Tại giá đóng cửa ngày 20/3/2018, TCM hiện đang được giao dịch với P/E fw = 8x.

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự phóng doanh thu 2018 của TCM đạt 3,373 tỷ đồng (+5.1% YoY), LNST 192.5 tỷ đồng (chưa tính đến lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng NM sợi 3, +28% so với lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh 2017); tương đương EPS = 3,170 đồng/CP dựa trên các luận điểm sau:

- Dự báo tăng trưởng nhu cầu dệt may tại các thị trường chủ chốt của TCM (Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc, Mỹ) sẽ đạt mức bình quân 5%.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 16% nhờ (1) mảng sợi duy trì được biên tốt khi giá bông diễn biến thuận lợi; (2) tỷ trọng mảng vải có biên lợi nhuận cao tăng nhẹ từ 9.2% lên 9.5%; (3) năng suất lao động tại NM Vĩnh Long được cải thiện.

Catalyst

Lợi nhuận từ chuyển nhượng đất và thanh lý nhà máy sợi 3.

Rủi ro đầu tư

- Biến động giá bông nguyên liệu
- Rủi ro tỷ giá
- Rủi ro phát triển dự án bất động sản

Cập nhật doanh nghiệp

- **Kế hoạch 2018 tương đương 98% thực hiện 2017.** Dự kiến kế hoạch doanh thu thuần 3,166 tỷ đồng; LNST hợp nhất 189.5 tỷ.
- **Doanh thu 2T2018 đạt 21.52 triệu USD (~ 488,9 tỷ đồng, + 24.3% YoY).** Biên lợi nhuận hoạt động tương đương cùng kỳ năm trước ở mức 16.5%.
- **Thanh lý và chuyển đổi các nhà máy sợi đã dừng hoạt động.** Năm 2018, công ty sẽ hoàn tất chuyển nhượng 7ha đất và nhà xưởng của nhà máy sợi 3 (KCN Đức Hòa, Long An), doanh thu ước đạt 4.6-4.7 triệu USD.
- **Kế hoạch triển khai dự án TC Tower.** Hiện TCM chưa có quyết định về việc chuyển nhượng hay phát triển dự án này.
- **Chưa hoàn tất nơi room** do vướng mắc liên quan đến hoạt động kinh doanh bất động sản.

Các báo cáo khác

[Link](#)

Kế hoạch 2018 tương đương 98% thực hiện 2017. Dự kiến kế hoạch doanh thu thuần 3,166 tỷ đồng; LNST hợp nhất 189.5 tỷ; tương đương 98% thực hiện 2017. BSC đánh giá kế hoạch trên của TCM là tương đối thận trọng trong điều kiện (1) xuất khẩu dệt may được dự báo tăng trưởng 7%; (2) hiệu quả hoạt động được cải thiện nhờ chuyển dịch cơ cấu sản phẩm và nâng cao năng suất lao động. Về kế hoạch cụ thể cho từng mảng hoạt động:

- Mảng sợi: Duy trì công suất hiện tại, biên LNG mảng sợi dự kiến sẽ duy trì được mức 10% ít nhất cho đến hết quý 2 nhờ được hưởng lợi từ xu hướng tăng của giá bông
- Mảng vải: Phát triển trên cơ sở thận trọng, chỉ đầu tư mở rộng trên cơ sở đã có đơn hàng.
- Mảng may: Cải thiện năng suất tại NM Vĩnh Long từ 30.16 USD lên 35 USD, dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ 2018.

Doanh thu 2T2018 đạt 21.52 triệu USD (~ 488,9 tỷ đồng, + 24.3% YoY). Biên lợi nhuận hoạt động tương đương cùng kỳ năm trước ở mức 16.5%. Như vậy, TCM đã hoàn thành được 15.5% kế hoạch doanh thu 2018. Cần lưu ý thời điểm 2 tháng đầu năm, doanh thu của TCM thường thấp do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết, tuy nhiên sẽ tăng trưởng mạnh trở lại trong tháng 3 (đóng góp khoảng 11% doanh thu cả năm).

Thanh lý và chuyển đổi các nhà máy sợi đã dừng hoạt động. Năm 2018, công ty sẽ hoàn tất chuyển nhượng 7ha đất và nhà xưởng của nhà máy sợi 3 (KCN Đức Hòa, Long An), doanh thu ước đạt 4.6-4.7 triệu USD. Công tác chuyển nhượng đã được tiến hành từ quý 4/2017 và dự kiến sẽ hoàn thành trong quý 1/2018. Đối với nhà máy sợi số 2, công ty cho biết hiện đang cân nhắc lại phương án chuyển đổi công năng sang sản xuất vải bởi vị trí của nhà máy này hiện nằm tại quận Tân Phú, sẽ khó để mở rộng về sau còn nếu dự định sau này chuyển về CN Vĩnh Long thì sẽ lãng phí đầu tư hiện tại.

Chưa hoàn tất nơi room do vướng mắc liên quan đến hoạt động kinh doanh bất động sản. Việc nâng tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài lên 100% (chia làm 2 giai đoạn) đã được ĐHCĐ 2017 thông qua, tuy nhiên hiện tại công ty vẫn chưa nhận được chấp thuận của UBCKNN do những vướng mắc liên quan đến kinh doanh bất động sản. TCM cũng đang muốn hoàn thiện nhanh vấn đề này để mở đường cho một số đối tác nước ngoài đang có ý định đầu tư vào nhà máy Vĩnh Long hay cổ đông chiến lược Eland nâng tỷ lệ sở hữu.

Kế hoạch triển khai dự án TC Tower. Đây là dự án khu căn hộ tổng diện tích 9,898 m² tại quận Tân Phú, hợp tác giữa TCM và cổ đông Eland, trong đó TCM sở hữu 85.33% thông qua góp vốn bằng giá trị quyền sử dụng đất (6 triệu USD) và tiền mặt (400,000 USD). Hiện tại, do những vướng mắc đến vấn đề nơi room cho NĐT nước ngoài nên TCM vẫn chưa có quyết định về việc sẽ phát triển hay chuyển nhượng dự án này.

Báo cáo thăm doanh nghiệp
TCM - CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công
21/03/2018

BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	2,554	2,571	2,792	3,071	3,209
LN gộp	346	376	426	419	503
DT tài chính	13	13	24	26	26
CP tài chính	(66)	(47)	(87)	(68)	(71)
Lãi vay	(44)	(27)	(27)	(38)	(48)
CP bán hàng	(65)	(69)	(86)	(97)	(112)
CP QLDN	(99)	(102)	(121)	(144)	(148)
Lãi/lỗ HĐKD	128	175	162	140	193
TNhap khác (ròng)	3	6	5	(6)	42
LN trước thuế	134	182	167	133	235
LN sau thuế	124	168	154	115	193
LN CĐ thiểu số	0	(0)	0	1	1
LN Cty mẹ	124	168	154	114	192
EPS	2,511	3,423	2,412	2,089	3,713
TS ngắn hạn	960	995	1,171	1,310	1,607
Tiền và TĐ Tiền	118	141	88	96	130
Phải thu ngắn hạn	194	191	200	369	475
Tồn kho	613	625	781	729	806
TS ngắn hạn khác	33	34	98	86	44
TS dài hạn	1,029	1,066	1,338	1,510	1,429
Phải thu dài hạn	-	0	0	0	0
TSCĐ	697	719	871	1,178	1,185
TSCĐ hữu hình	575	553	679	770	677
TS thuê tài chính	12	69	96	199	284
TSCĐ vô hình	98	97	96	209	224
TS dở dang dài hạn	-	21	59	33	12
TS dài hạn khác	81	72	152	150	126
Tổng TS	1,989	2,060	2,509	2,820	3,035
Nợ phải trả	1,247	1,247	1,614	1,905	1,964
Nợ ngắn hạn	946	986	1,231	1,468	1,626
Vay ngắn hạn	661	647	818	894	969
Nợ dài hạn	301	260	382	437	337
Vay dài hạn	264	222	340	392	294
Vốn chủ sở hữu	736	814	896	916	1,072
Vốn góp	492	492	492	492	517
LN chưa phân phối	170	204	236	201	299
Tổng nguồn vốn	1,989	2,060	2,509	2,820	3,035
% yoy DTT		1%	9%	10%	5%
Biên ln gộp	13.5%	14.6%	15.3%	13.6%	15.7%
Lãi vay/ DTT	1.7%	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%
CP bán hàng / DTT	2.6%	2.7%	3.1%	3.2%	3.5%
CP QLDN/DTT	3.9%	4.0%	4.3%	4.7%	4.6%
Biên ln thuần	4.8%	6.5%	5.5%	3.7%	6.0%

- DTT tăng chậm lại trong 2017 (+ 4.5% YoY) do thu hẹp sản xuất mông sợi (-30% YoY), hiện tại TCM chỉ còn sản xuất tại NM sợi 4 trong khi đã dừng sản xuất tại 3 nhà máy còn lại.
 - Lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ:
 (1) Giảm tỷ trọng mông sợi có biên thấp (từ 29% về 19.3%), tăng tỷ trọng mông vải và may (từ 63% lên 71.5%).
 (2) Nâng cao năng suất lao động: Năng suất tại NM Vĩnh Long được cải thiện từ 26 USD/LĐ lên 30.16 USD/LĐ, năng suất tại NM Tân Phú 37.51 USD/LĐ.
 - Lợi nhuận khác đột biến nhờ chuyển nhượng đất tại KCN Xuyên Á thu về 62 tỷ đồng.

- Đầu tư tài chính ngắn hạn + 412.3% YoY (~5% tổng tài sản), hưởng lãi suất 7.1%, cao hơn biên LN hoạt động nếu loại trừ thu nhập đột biến trong năm.
 - Trên 50% là các khoản phải thu khách hàng (+14.3% YoY) đến từ các bên liên quan trong cùng tập đoàn Eland. Đặc biệt, trong năm 2017 phát sinh khoản phải thu đến từ Kmart- hệ thống bán lẻ của Hàn Quốc.
 - Thanh lý một số MMTB (trị giá 300 tỷ), chuyển sang thuê tài chính, giúp công ty nhanh chóng có được nguồn vốn đầu tư MMTB nhưng sẽ tạo áp lực về chi phí tài chính.

- Vay nợ ngắn hạn +8.4% YoY trong khi vay nợ dài hạn -25% YoY, chủ yếu do công ty đã hoàn trả hết khoản vay đối tác Eland từ năm 2011 để đầu tư NM sợi 4 và NM đan kim. .

- Vốn góp +5% YoY do công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 5%

- Biên LNG được cải thiện; tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong doanh thu tăng lên.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2013	2014	2015	2016	2017
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.02	1.01	0.95	0.89	0.99
Hsố TT nhanh	0.33	0.34	0.24	0.34	0.47
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.48	0.48	0.47	0.46	0.53
TSDH/ TTS	0.52	0.52	0.53	0.54	0.47
Hsố Nợ/ TTS	0.63	0.61	0.64	0.68	0.65
Hsố Nợ/ VCSH	1.69	1.53	1.80	2.08	1.83
Nợ ngắn hạn / TTS	0.48	0.48	0.49	0.52	0.54
Nợ DH / TTS	0.15	0.13	0.15	0.15	0.11
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5
Vquay phải thu	16.9	17.6	19.1	12.2	8.2
Vquay phải trả	14.3	16.7	14.8	11.5	10.5
Số ngày HTK	101.0	102.9	108.4	103.9	103.5
Số ngày phải thu	21.6	20.7	19.1	29.9	44.3
Số ngày phải trả	25.5	21.9	24.6	31.6	34.8
CCC	97.2	101.7	102.9	102.1	113.0
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	4.8%	6.5%	5.5%	3.7%	6.0%
LNST/VCSH (%)	16.8%	20.7%	17.2%	12.6%	18.0%
LNST/TTS	6.2%	8.2%	6.1%	4.1%	6.3%
LN từ HĐKD/DTT	5.0%	6.8%	5.8%	4.5%	6.0%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	2.7	2.5	2.8	3.1	2.8
DT/TTS	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
EBIT/DT	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EBT/EBIT	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
Lãi ròng/LNTT	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
6. Định giá					
PE	10.20	7.48	10.61	12.25	6.90
PB	1.71	1.56	1.42	1.39	1.24
EPS	2,511	3,423	2,412	2,089	3,713
BVPS	14,956	16,406	18,072	18,461	20,595
7. Tăng trưởng (%yoy)					
TTS		4%	22%	12%	8%
Nợ		0%	29%	18%	3%
DTT		1%	9%	10%	5%
LN gộp		9%	13%	-2%	20%
LNST		36%	-9%	-25%	67%
EPS		36%	-30%	-13%	78%

- KNTT được cải thiện so với 2016, tuy nhiên vẫn thấp hơn trung bình ngành.

- Cơ cấu TS có sự dịch chuyển từ TSDH sang TSNH; TSCĐHH -12.1% YoY do công ty đã thanh lý MMTB của sợi 3 trong 2017.

- Hệ số Nợ được duy trì trên 65%, giảm nhẹ so với 2016 (đầu tư hoàn thiện NM Vĩnh Long), trong đó 83% là Nợ ngắn hạn. Mức độ sử dụng đòn bẩy tương đương với mức TB ngành

- Vòng quay khoản phải thu giảm mạnh do phát sinh thêm một số khoản phải thu từ các đối tác bán lẻ mới.

Lưu ý: khoản phải thu từ Eland và các bên liên quan tại các thời điểm báo cáo liên tục tăng nhưng phía công ty cho biết chính sách bán hàng đối với Eland không thay đổi và Eland vẫn thanh toán đúng hạn.

- Các chỉ tiêu hiệu quả sinh lời được cải thiện nhờ:

- Nâng cao tỷ lệ các đơn hàng có lợi nhuận tốt và năng suất lao động (đặc biệt tại NM Vĩnh Long) giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp
- Lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng đất KCN Xuyên Á trong quý 3

- Định giá của TCM tương đối rẻ so với trung vị ngành là 8x.

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD bám sát đường tín hiệu, kết hợp với xu hướng đi ngang của chỉ báo RSI và MFI, củng cố xu hướng tích lũy của cổ phiếu.
- Thanh khoản: giá trị thanh khoản trung bình 10 phiên đạt khoảng 21.6 tỷ đồng/phiên, không thấp so với thị trường chung, có xu hướng giảm.

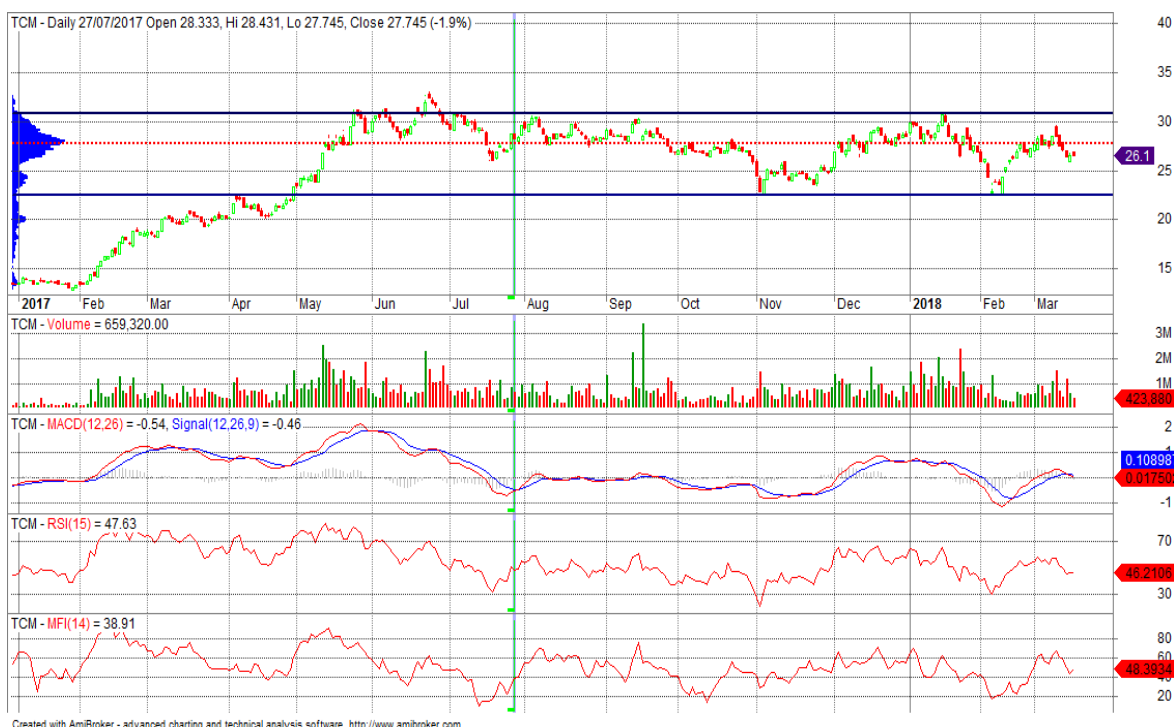
Nhận định

Từ khoảng đầu tháng 5/2017 cho tới nay, cổ phiếu TCM biến động lớn trong biên độ 22 – 30. Hiện tại, cổ phiếu đang tích lũy xung quanh mức 27.8, kèm thanh khoản có xu hướng giảm.

Khuyến nghị

Nhà đầu tư tận dụng nhịp điều chỉnh của TCM về gần ngưỡng hỗ trợ của biên độ dao động quanh 22.3 để thực hiện gia tăng tỷ trọng TCM, kỳ vọng cổ phiếu tiếp tục xu hướng biến động trong biên độ trên. Giá mục tiêu 30, thực hiện cắt lỗ nếu mất ngưỡng hỗ trợ 22.

Đồ thị kỹ thuật



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

