

Khuyến nghị: THEO DÕI

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá đóng cửa	12,000
Upside	N/A

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá cut loss	N/A

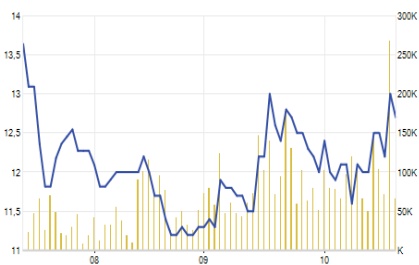
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (nghìn CP)	8.015
Vốn hóa (tỷ đồng)	100.2
Giá cao nhất 52 tuần	15,500
KLGD TB 10 ngày (CP)	99,350
Sở hữu NGTNN	0.00%

Cổ đông lớn

Chu Thuyên	15.78%
Nguyễn Việt Thắng	10.23%
Nguyễn Huy Hoàng	4.12%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

TDT là doanh nghiệp sản xuất hàng dệt may với quy mô 20 chuyền may, tương đương 1200 lao động. Doanh thu của công ty chủ yếu đến từ gia công hàng may mặc xuất khẩu với các khách hàng lớn là Pan Pacific, Asmara... Năm 2016 đánh dấu sự chuyển dịch của TDT từ gia công chủ yếu dưới hình thức CMT sang FOB.

KẾT QUẢ KHẢ QUAN

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu TDT dựa trên kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2018 và triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới nhờ nâng cao năng lực sản xuất. Hiện tại cổ phiếu TDT đang được giao dịch với P/E trailing 12M là 5x, tương đối hợp lý trong tương quan về quy mô của công ty so với trung bình ngành (P/E trung vị của nhóm công ty dệt may so sánh là 7.26x).

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC ước tính doanh thu thuần của TDT trong năm 2018 đạt 300 tỷ đồng (+38.5% YoY) nhờ vào triển vọng đơn hàng khả quan từ các đối tác truyền thống như Pan Pacific, Asmara cũng như các đối tác mới (ước đóng góp 15% doanh thu trong 2018). LNST ước đạt 22.5 tỷ đồng (+81% YoY), tương đương với EPS = 2,807 đồng/CP, P/E fw = 4.3x.

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro về nguồn lao động:** Các dự án mở rộng mới của công ty cần tuyển thêm lượng lớn lao động tại địa phương, do đó đặt TDT trước rủi ro là nguồn cung lao động không thể đáp ứng và phải cạnh tranh với các đơn vị khác trong việc thu hút lao động. Chi phí nhân công hiện chiếm 45-50% chi phí SXKD của TDT, nên việc lương cơ bản tăng hàng năm cũng sẽ gây áp lực chi phí cho công ty.
- (2) Rủi ro về đơn hàng:** Hiện tại trên 50% doanh thu của TDT đang đến từ TOP 3 khách hàng lớn, điều này sẽ tạo rủi ro đối với hoạt động của công ty. Tuy nhiên, công ty đang cố gắng giảm thiểu sự phụ thuộc này thông qua tìm kiếm khách hàng mới và đa dạng hóa tập khách hàng của mình.

Cập nhật doanh nghiệp

(1) Kết quả kinh doanh 9T2018: Doanh thu thuần đạt 221 tỷ đồng (+50% YoY); LNST trong 9T2018 đạt 17 tỷ, gấp 2.3 lần số thực hiện cùng kỳ, biên LN thuần cải thiện đạt 7.7%.

(2) Triển vọng đơn hàng 2019 khả quan nhờ đóng góp từ các khách hàng truyền thống (Asmara đạt mục tiêu tăng trưởng đơn hàng của TDT từ 10-20%/năm), và mở rộng tập khách hàng mới (năm 2019 dự kiến nâng tỷ lệ đóng góp trong tổng doanh thu từ 15% lên 25%).

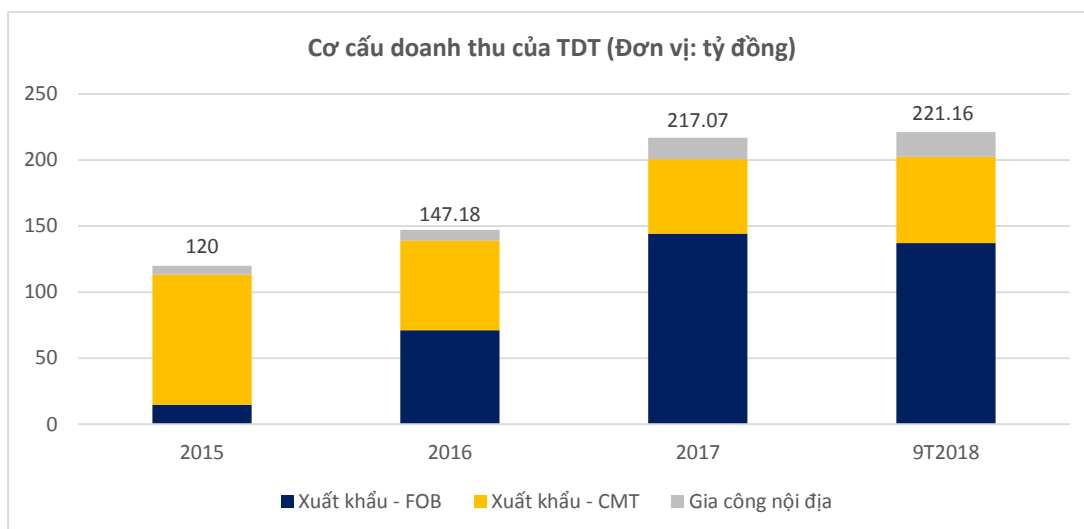
(3) Kế hoạch mở rộng công suất:

- Giai đoạn 2018-2019: Dự án mở rộng xưởng may Diêm Thụy, quy mô 12 chuyền may (+60% công suất), dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 12/2018 và đi vào hoạt động đầu năm 2019
- Giai đoạn 2019-2020: (i) Dự án xây dựng XN May Đại Từ, quy mô 24 chuyền may (2000 lao động); (ii) Dự án Trung tâm phát triển thời trang Thịnh Đức.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

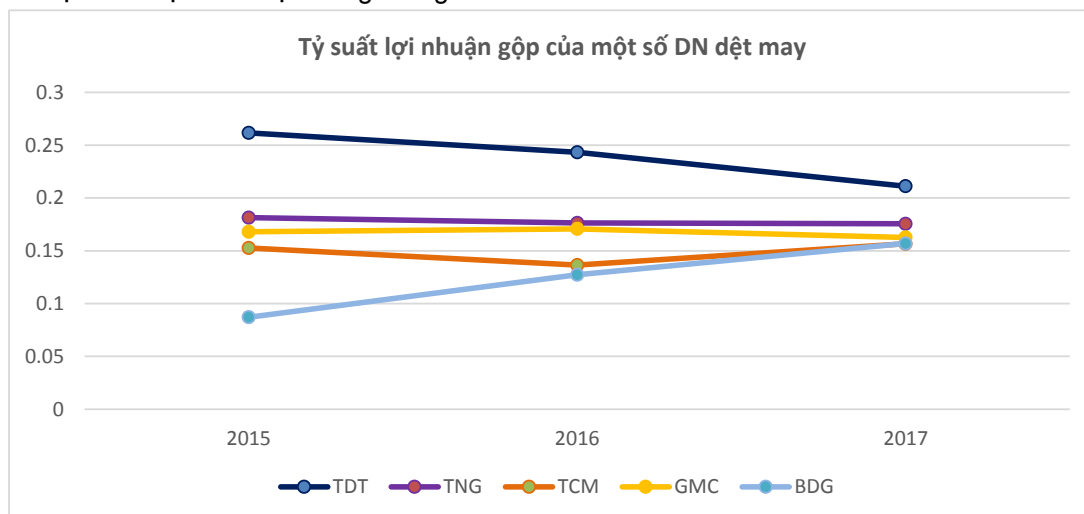
TDT là doanh nghiệp dệt may tại Thái Nguyên với quy mô 20 chuyền may và gần 1,200 lao động, doanh thu năm 2017 trên 216 tỷ đồng, tăng trưởng với tốc độ bình quân 33%/năm.

Trên 90% doanh thu của công ty đến từ các đơn hàng xuất khẩu với các đối tác lớn như Pan Pacific, Asmara, Winner Creations... Năm 2016 đánh dấu sự dịch chuyển của TDT từ gia công CMT đơn thuần sang các đơn hàng FOB chỉ định; từ đó tỷ trọng đơn hàng FOB xuất khẩu không ngừng tăng.



Nguồn: TDT

Tỷ lệ biên lợi nhuận gộp duy trì trên 20%, cao hơn tương đối so với một số doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ lệ lợi nhuận giảm trong giai đoạn 2015-2017 do công ty mới tăng mạnh tỷ trọng đơn hàng FOB từ 2016 nên hiệu quả chưa cao, tuy nhiên dự báo tỷ lệ lợi nhuận sẽ được cải thiện trong thời gian tới.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Kết quả kinh doanh 9T2018 ghi nhận tăng trưởng cao

Doanh thu thuần đạt 221 tỷ đồng (+50% YoY), thị trường xuất khẩu đóng góp 91.6% doanh thu cho TDT trong 9T2018 (FOB chỉ định: 62%; CMT: 29.6%). Mảng gia công cho thị trường nội địa đạt 18.7 tỷ doanh thu (+14.5% so với mức thực hiện cả năm 2017). LNST trong 9T2018 đạt 17 tỷ, gấp 2.3 lần số thực hiện cùng kỳ.

Triển vọng tăng trưởng

Ngành dệt may được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao trong giai đoạn 2019-2020 nhờ vào các yếu tố hỗ trợ: (1) lợi thế cạnh tranh về chi phí nhân công và ưu đãi đầu tư của Chính phủ đối với ngành (2) Việt Nam tham gia ngày càng sâu rộng vào các hiệp định thương mại tự do (CPTPP, EVFTA), trong đó dệt may được đánh giá là một trong số những ngành được hưởng lợi lớn nhất; (3) chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc... đã và đang tạo ra sự dịch chuyển của đơn hàng và đầu tư sang Việt Nam. Điều này sẽ giúp cho các doanh nghiệp may mặc Việt Nam được hưởng lợi.

Năng lực sản xuất của TDT ngày càng được cải thiện giúp cho công ty thu hút thêm nhiều đơn hàng, bằng chứng là:

(1) Đơn hàng từ các khách hàng truyền thống liên tục tăng trưởng với tốc độ bình quân trên 30% trong giai đoạn 2015-2017 và có sự chuyển dịch từ phương thức CMT sang FOB chỉ định kể từ 2016 (tỷ trọng FOB tăng từ 12% năm 2015 lên 66.5% năm 2017). Một trong số các khách hàng lớn của TDT là Asmara đặt mục tiêu tăng trưởng đơn hàng với TDT từ 10-20%/năm.

(2) Công ty tích cực tìm kiếm các khách hàng mới. Trong năm 2018, TDT đã phát triển thêm được nhiều khách hàng mới như Evolution, Premier..., chiếm khoảng 15% đơn hàng cả năm. Năm 2019, công ty dự kiến đơn hàng từ các khách hàng mới sẽ tăng lên 25% tổng doanh thu.

(3) Mở rộng công suất để đáp ứng đơn hàng trong thời gian tới:

- Dự án mở rộng xưởng may Diễm Thụy: quy mô 12 chuyền may chất lượng cao, vốn đầu tư 25 tỷ, dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 12/2018 và đi vào hoạt động đầu năm 2019, giúp tăng năng lực sản xuất thêm 60%.
- Dự án xây dựng XN May Đại Từ: quy mô 24 chuyền may (2000 lao động), vốn đầu tư 50 tỷ, thực hiện trong giai đoạn 2019-2020.
- Dự án Trung tâm phát triển thời trang Thịnh Đức: vốn đầu tư 30 tỷ, thực hiện trong giai đoạn 2019-2020.

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận. Biên LNG của TDT duy trì trên 20%, tương đối cao so với các doanh nghiệp trong ngành (10-18%) và còn khả năng cải thiện. Hiện tại biên LNG mảng FOB đang thấp hơn so với gia công CMT từ 5-8%, công ty cho biết do năng lực sản xuất hiện tại không đủ đáp ứng khiến công ty phải thuê gia công một số đơn hàng FOB bên ngoài, làm giảm biên LN. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sau khi TDT mở rộng nhà máy sẽ đáp ứng tốt hơn tăng trưởng đơn hàng và cải thiện LN.

TDT - CTCP Đầu tư và Phát triển TDT

Phân tích tài chính

30/10/2018

BSC

	2016	2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Doanh thu thuần	147	217	37	70	113
LN gộp	36	46	9	13	23
DT tài chính	1	1	0	0	1
CP tài chính	(8)	(8)	(1)	(1)	(2)
Lãi vay	(6)	(7)	(1)	(1)	(1)
CP bán hàng	(3)	(5)	(1)	(1)	(3)
CP QLDN	(18)	(20)	(6)	(6)	(7)
Lãi/lỗ HĐKD	7	13	1	5	12
TN nhập khác (ròng)	0	0	0	0	0
LN trước thuế	7	14	1	5	13
LN sau thuế	6	12	1	5	11
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	6	12	1	5	11
EPS					

TS ngắn hạn	88	132	130	173	150
Tiền và DT ngắn hạn	12	15	17	17	31
Phải thu ngắn hạn	22	39	20	33	31
Tồn kho	52	74	92	119	86
TS ngắn hạn khác	1	4	2	4	2
TS dài hạn	85	78	77	77	73
Phải thu dài hạn	-	-	-	2	-
TSCĐ	66	59	63	64	61
TS dở dang dài hạn	14	15	10	8	9
TS dài hạn khác	5	4	4	3	3
Tổng TS	173	209	207	250	223
Nợ phải trả	119	115	112	150	121
Nợ ngắn hạn	79	102	97	139	112
Vay ngắn hạn	65	82	84	116	94
Nợ dài hạn	40	13	15	11	10
Vay dài hạn	40	13	15	11	10
Vốn chủ sở hữu	54	94	95	100	102
Vốn góp	44	80	80	80	80
LN chưa phân phối	10	14	15	20	22
Tổng nguồn vốn	173	209	207	250	223

% yoy DT	23%	48%	13%	17%	109%
Biên In gộp	24.3%	21.1%	24.0%	18.9%	20.0%
Lãi vay/DTT	4.2%	3.1%	2.9%	1.8%	1.3%
CP bán hàng/DTT	2.3%	2.5%	3.3%	1.9%	2.4%
CP QLDN/DTT	12.3%	9.4%	16.6%	8.3%	6.0%
Biên In thuần	4.3%	5.7%	2.1%	6.8%	10.1%

- Doanh thu 9T2018 đạt 221 tỷ đồng (+50% YoY) nhờ đơn hàng xuất khẩu ước tăng 48%, giá công nội địa +78% YoY.
- Biên LNG giảm nhẹ từ 22.2% trong 9T2017 về 20.2% trong 9T2018 do tăng việc tăng năng suất lao động trên 30% trong năm không đủ bù đắp việc tăng tỷ lệ giá công ngoài đối với đơn hàng FOB và tăng chi phí nhân công.
- CP lãi vay -26% YoY nhờ dư nợ vay dài hạn giảm gần 19 tỷ so với đầu năm 2017.

- Chính sách thu tiền hàng của TDT giúp đảm bảo an toàn, vòng quay phải thu bình quân 30 - 40 ngày.
- HTK tăng mạnh kể từ khi TDT chuyển sang FOB chỉ định (2016), số ngày HTK có xu hướng giảm trong 9T2018 từ 135 ngày (2017) về 126 ngày.

- Hệ số nợ có xu hướng giảm, duy trì ổn định ở mức 55%-60% nguồn vốn. Nợ NH +10% YTD đáp ứng nhu cầu vốn lưu động cho tăng trưởng doanh thu; nợ DH -23% YTD. BSC cho rằng tỷ lệ nợ vay dài hạn có thể tăng trong thời gian tới khi công ty thực hiện các dự án đầu tư mở rộng (cơ cấu tài trợ chỉ có 30-35% là từ vốn CSH).

- Biên LNG tương đối cao so với các doanh nghiệp trong ngành (10-18%).
- Tỷ lệ CPQLDN giảm nhẹ từ mức 9.4% trong 2017 về 8.5% trong 9T2018.

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>

