

**BSC RESEARCH****Trưởng phòng**

**Trần Thăng Long**  
longtt@bsc.com.vn

**Chuyên viên phân tích**

**Lê Thị Trang**  
Tranglt@bsc.com.vn

Ngày 12/8/2016, cổ phiếu TCM giao dịch ở mức giá 19,300 VND/cp, tương đương PE trailing là 8.11x và PB trailing = 1.12x.

Chúng tôi ước tính EPS 2016 của TCM đạt khoảng 2,300 VND/cp, tương đương P/E fw là 8.4x.

TCM là doanh nghiệp niêm yết duy nhất sở hữu chuỗi sản xuất từ Sợi – Vải – May, trong đó doanh thu từ Sợi chiếm 30-40% DTT, từ Vải chiếm 10% DTT, còn lại là May. Cổ đông lớn Eland Asia Holding Pte Ltd. (sở hữu 43.3%VĐL) bao tiêu khoảng 60% đầu ra của TCM.

**KQKD 6T2016 kém khả quan:** 6T đầu năm, DT của TCM đạt 1518.94 tỷ đ (+13.6% hoh). Biên LNG đạt 12.2% (thấp hơn biên gộp 16.1% tại cùng kì 2015). Nguyên nhân do:

(1) Mảng sợi lỗ với biên LNG đạt -5% do giá sợi đầu ra không tăng trong khi giá bông đầu vào có xu hướng tăng trở lại từ tháng 3/2016.

(2) Nhà máy may Vĩnh Long tiếp tục chịu lỗ 250-300 nghìn USD/tháng khi doanh thu từ thị trường Mỹ, thị trường chính của nhà máy này, không đủ bù đắp các chi phí tại đây, và năng suất lao động của các công nhân tại nhà máy ở mức tương đối thấp, đạt 28 USD/công nhân/ngày, thấp hơn trung bình 33 USD/công nhân/ngày tại các nhà máy may khác của TCM.

**Triển vọng 6 tháng cuối năm:**

**Mảng sợi kỳ vọng có chuyển biến tích cực:** Hiện tại, các nhà máy Sợi đang chạy hết công suất và chuyển đổi sản xuất giữa các loại sợi khác nhau tùy nhu cầu thị trường. 95% sợi bán ra được xuất khẩu sang Trung Quốc và Hàn Quốc là 2 thị trường chính của Eland. 6T cuối năm, thị trường sợi thường tốt hơn 6 tháng đầu năm. Trong tháng 7, mảng sợi hết lỗ với biên LNG đạt 3% và kì vọng sẽ được duy trì trong những tháng còn lại của năm.

**Mảng vải hoạt động ổn định và sẽ nâng công suất trong T10/2016:** Hiện tại, đơn hàng và giá bán tiếp tục được duy trì, giúp biên LNG đạt 17-18%. Do nhu cầu từ thị trường Nhật Bản tương đối tốt, TCM sẽ đầu tư thêm 10 máy nữa để sản xuất phục vụ nhu cầu, dự kiến sẽ lắp đặt máy trong T10/2016.

**Mảng may vẫn khó khăn:** Thị trường xuất khẩu chính là Hàn Quốc (35 – 40%), Nhật Bản (30%), Mỹ (25%) và châu Âu (5%). Biên LNG giữ ở mức 18-20%. Tình hình đơn hàng trong 2016 nhìn chung không tốt như cùng kỳ 2015, với các đơn hàng đã chốt về số lượng đến hết 2016 nhưng giá các đơn hàng mới chốt được khoảng 70-80%. Đơn giá năm nay nhìn chung thấp hơn năm trước.

Đây là tình hình chung của ngành Dệt may khi các đơn hàng chuyển dịch sang các nước Myanmar, Bangladesh,... do (1) Chi phí lao động tăng cao khi Việt Nam thay đổi các chính sách về BHXH, lương tối thiểu,... giảm lợi thế cạnh tranh; (2) Các nước này (Myanmar, Bangladesh, Lào,...) được ưu đãi thuế nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ theo chương trình ưu đãi thuế cho các nước đang

phát triển (the Tariff Relief Assistance for Developing Economies Act of 2009), trong khi TPP dự kiến sẽ nếu được thông qua sẽ có hiệu lực giảm thuế cho Việt Nam từ 2018; **(3)** Trung Quốc thay đổi một số chính sách vĩ mô giúp chi phí sản xuất vẫn tương đương của Việt Nam dù chi phí nhân công của nước này cao hơn 20% so với Việt Nam.

**Với nhà máy may Vĩnh Long:** Hoạt động từ T7/2015 đến nay, năng suất lao động giữ ở mức thấp, với 28 USD/nhân công/ngày. Dự kiến trong quý 3, nhà máy này chỉ còn lỗ 200,000 USD/tháng, và sẽ tiến tới hòa vốn vào Q4/2016 khi năng suất lao động đạt 30 USD/nhân công/ngày. Kỳ vọng trong 2017, năng suất tại đây sẽ đạt mức 33 USD/nhân công/ngày tương đương các nhà máy khác của TCM và bắt đầu sinh lời cho TCM.

Dự kiến trong 2017, TCM sẽ triển khai nhà máy may Vĩnh Long 2, với chi phí đầu tư khoảng 5 triệu USD (giai đoạn 1 đầu tư khoảng 7 triệu USD). Công suất may tương tự như giai đoạn 1, với 26 chuyền may, CSTK 10 triệu sp/năm.

**Chi phí thuế gia tăng:** Theo quy định, TCM được hưởng thuế suất ưu đãi 7.5% từ 2009-2015 cho thu nhập chịu thuế từ hoạt động SXKD chính nằm trong KCN, 15% trong 2 năm 2016-2017 và sẽ về mức hiện hành từ 2018.

#### **Một số dự án BĐS:**

- Dự án Khu du lịch biển tại Phan Thiết, trên diện tích 102,000 m2: hiện còn 3 hộ chưa đền bù giải tỏa, TCM có ý định sẽ chuyển nhượng.
- Dự án TC 1, Khu dân cư (căn hộ) trên diện tích 9,898 m2 tại Phường Tây Thạnh, Quận Tân Phú, Tp.HCM: hiện đang làm việc với developer Novaland, Đất Xanh Group.
- Dự án TC Tower tại Quận 4, TP HCM: diện tích 1.3 ha, trong đó TCM sở hữu 7000 m2, hiện đang vướng nhiều thủ tục pháp lý và TCM có dự định tìm đối tác để chuyển nhượng.

## 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 kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tuần. 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

Website: <http://www.bsc.com.vn>  
Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)  
Bloomberg: BSCV <GO>

