

## CTCP Dệt may – ĐT-TM Thành Công (TCM – HSX)

### Hoạt động kinh doanh chính có sự cải thiện tích cực

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- qoq	Q1-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	739,5	647,6	14%	609,1	21%
Lợi nhuận sau thuế	22,2	21,7	3%	33,5	-34%
EBIT	34,8	31,7	10%	42,6	-18%
Tỷ suất EBIT	4,7%	4,9%	-19bps	7,0%	-229bps

Nguồn: TCM, RongViet Research

- KQKD năm 2015 thấp hơn kỳ vọng
- Triển vọng lạc quan ở các mảng kinh doanh chính
- Dự phóng KQKD năm 2016 tích cực
- Việc nới room còn bỏ ngỏ

### Quan điểm và Định giá

Khó khăn ở mảng sợi, nhà máy Vĩnh Long hoạt động chưa ổn định và vấn đề tỷ giá là các nguyên nhân chính khiến KQKD năm 2015 của TCM chưa đạt kỳ vọng. Doanh thu thuần tăng 8,6% nhưng LNST giảm 8,7% dẫn đến Công ty chỉ đạt 90,4% kế hoạch năm. Tuy nhiên, triển vọng năm 2016 có phần tích cực hơn khi doanh nghiệp đã tìm được nhiều biện pháp để cải thiện hiệu quả hoạt động.

Ở mảng sợi, TCM có kế hoạch thu hẹp một số sản phẩm sợi kém hiệu quả đồng thời cải tạo, nâng cấp hệ thống máy móc để có thể sản xuất được các loại sợi có chất lượng cao hơn. Với mảng may, vấn đề năng suất lao động ở nhà máy Vĩnh Long đã được giải quyết phần nào. Việc chuyển hướng sang mảng vải xuất khẩu cao cấp với biên LNG cao sẽ tiếp tục là điểm sáng của TCM trong các năm tới.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của TCM trong năm 2016 có thể lần lượt đạt 3.483 tỷ đồng (+25%) và 184 tỷ đồng (+20%), tương ứng với EPS 2.809 đồng/cp. Về dài hạn, với vị thế đầu ngành và sẵn có hệ thống sản xuất khép kín, chúng tôi cho rằng TCM sẽ là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ hiệp định TPP. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với cổ phiếu TCM là **30.500 đồng/cp**, cao hơn 17% so với giá đóng cửa ngày 26/4/2016 và đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN**.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	2.571,4	2.791,9	3.482,8	3.701,2
% tăng trưởng	0,7	8,6	24,7	6,3
Lợi nhuận sau thuế	168,4	153,5	184,2	202,7
% tăng trưởng	36,3	-8,8	20,0	10,0
Tỷ suất LNST (%)	6,5	5,5	5,3	5,5
ROA (%)	8,3	6,7	7,0	7,0
ROE (%)	22,7	18,4	19,4	18,8
EPS (VND)	2.572	2.189	2.809	3.090
Giá trị sổ sách (VND)	15.765	18.072	20.598	23.143
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	600	1.000	1.500
P/E (x)	12,0	13,8	9,3	8,4
P/BV (x)	2,0	1,7	1,3	1,1

Nguồn: Báo cáo tài chính TCM, Rong Viet tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 26/04/2016

## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	26.000
Giá mục tiêu (VND)	30.500

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật dụng cá nhân
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.277
SLCPDLH	49.199.951
Beta	1,07
Free Float (%)	56,69
Giá cao nhất 52 tuần	40.300
Giá thấp nhất 52 tuần	24.900
KLGD bình quân 20 phiên	531.421



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
TCM	-5,5	-13,6	306,3
Dệt may	20,0	45,2	193,3
VN30 Index	8,8	1,2	12,3
VNIndex	11,3	5,8	26,1

### Cổ đông lớn (%)

E-land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore	43,23%
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0

### Phạm Thị Hường

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1314

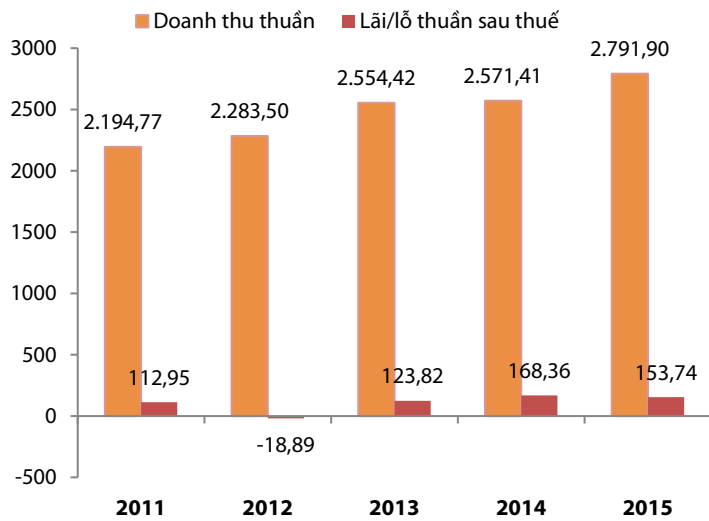
huong.pt@vdsc.com.vn

**KQKD năm 2015 thấp hơn kỳ vọng**

Theo báo cáo hợp nhất năm 2015, doanh thu thuần và LNST của TCM lần lượt đạt 2.791,9 và 153,7 tỷ đồng. Như vậy, so với năm 2014, doanh thu thuần tăng 8,6% trong khi lợi nhuận giảm 8,7%. Biên lợi nhuận ròng, do đó, chỉ đạt 5,5% so với mức 6,5% của năm 2014.

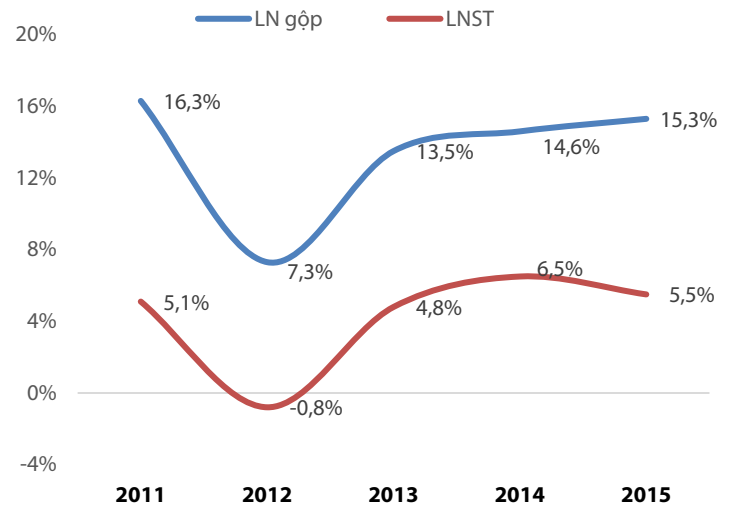
Xem xét mảng hoạt động, **mảng sợi** vốn là lợi thế của TCM, giúp Công ty đáp ứng tiêu chuẩn xuất xứ từ sợi trở đi theo hiệp định TPP nhưng cũng đang là mảng TCM đang gặp khó khăn. Trong năm 2015, đà giảm của giá các loại hàng hóa là bông (-17%), dầu thô (-47,5%) (đầu vào sản xuất sợi polyester và các loại sợi phối, sợi pha) đã kéo giá sợi của TCM giảm trung bình khoảng 14%. Cạnh tranh trong ngành sợi gia tăng, đặc biệt là từ Trung Quốc cũng khiến sản lượng sợi tiêu thụ giảm 20,3%. Cùng với lượng hàng tồn kho bông với giá cao, mảng sợi của TCM lỗ ròng khoảng 6%, tương ứng khoảng 50 tỷ đồng. Đối với **mảng vải**, sản lượng vải dệt thoi giảm khoảng 30% so với năm 2014 do Công ty tập trung thay thế các máy dệt cũ bằng hệ thống các máy dệt khí thể hệ mới cho đơn hàng vải dệt xuất khẩu; đồng thời đầu tư mở rộng xưởng đan nhằm nâng cao sản lượng và chất lượng vải mộc xuất khẩu. Đây là bước chuẩn bị của TCM để hướng tới phát triển thị trường vải ở Nhật Bản, thị trường đòi hỏi tiêu chuẩn kỹ thuật cao nhưng có biên lợi nhuận cao và ổn định ở mức khoảng 23-25%.

**Hình 1: KQKD của TCM trong giai đoạn 2011-2015**



Nguồn: BCTC

**Hình 2: Biên LN của TCM trong giai đoạn 2011-2015**

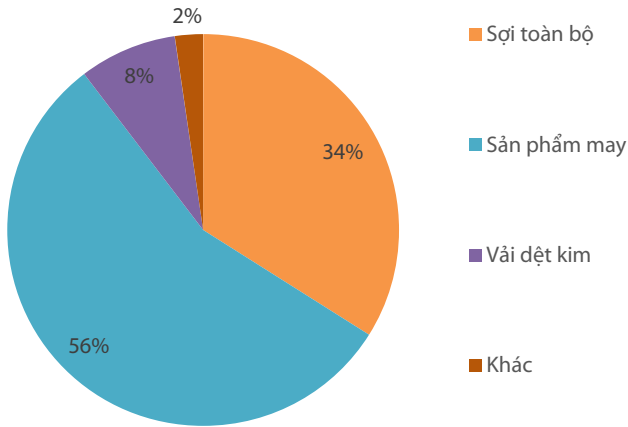


Nguồn: BCTC

Đối với **mảng may**, Công ty đã đưa vào vận hành chính thức nhà máy may Vĩnh Long GD 1 từ tháng 7/2015. Nhà máy này được sắp xếp và đầu tư bài bản hơn nhà máy hiện hữu ở TP.HCM với vốn đầu tư GD 1 là 165,55 tỷ đồng và công suất thiết kế 9 triệu sản phẩm/năm. Trong thời gian đầu hoạt động, nhà máy Vĩnh Long hoạt động chưa ổn định nên tỷ trọng đóng góp vào doanh thu còn khá khiêm tốn (chỉ khoảng 5%) và chưa mang lại lợi nhuận. Các nhà máy may còn lại hoạt động ổn định với biên lợi nhuận gộp khá tốt trung bình khoảng 23%.

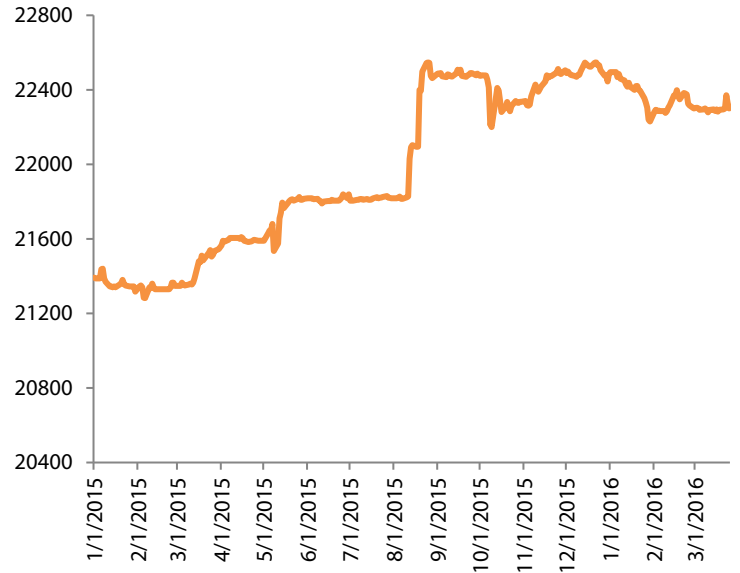
Bên cạnh khó khăn ở mảng sợi và nhà máy Vĩnh Long hoạt động chưa ổn định, chi phí tài chính tăng cao cũng là nguyên nhân chính dẫn đến KQKD năm 2015 chưa đạt kỳ vọng. Là doanh nghiệp xuất khẩu, nợ vay bằng USD chiếm đến ~90% tổng nợ vay của TCM. Trong năm 2015, Công ty ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lên đến 59,9 tỷ đồng, tăng gấp 3 lần; điều này khiến chi phí tài chính tăng gần gấp đôi so với năm 2014.

**Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo mảng của TCM năm 2015**



Nguồn: BCTC

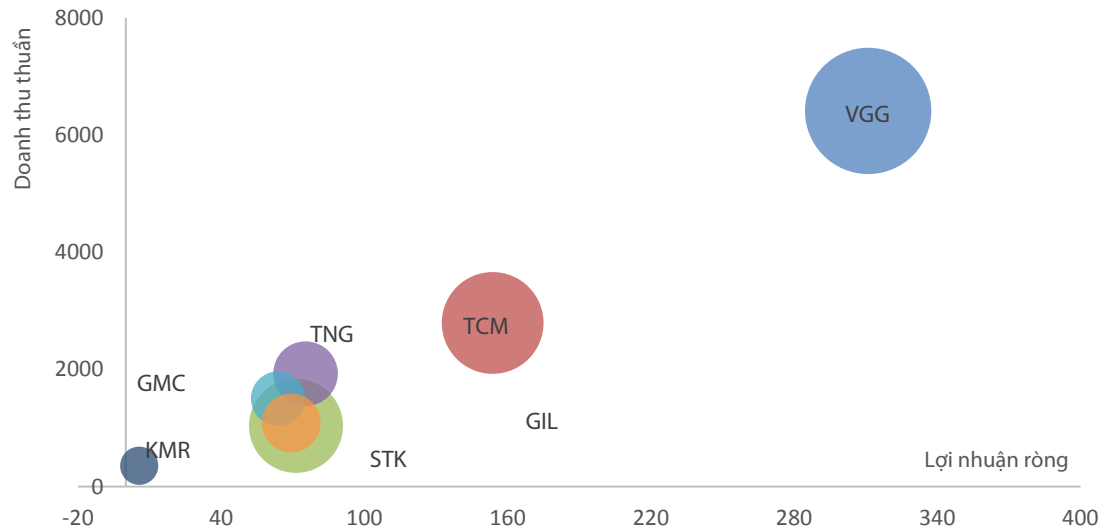
**Hình 4: Diễn biến USD/VND từ năm 2015**



Nguồn: BCTC

Dù vậy, so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, hiệu quả hoạt động của TCM vẫn tương đối cao hơn so với các doanh nghiệp chuyên may gia công như TNG và GIL, chủ yếu là nhờ biên lợi nhuận cao hơn. Công ty cũng là doanh nghiệp dệt may niêm yết trên sàn chính thức lớn nhất xét về quy mô vốn hóa và doanh thu.

**Hình 5: Quy mô vốn hóa và doanh thu so với các doanh nghiệp cùng ngành (Đv: tỷ đồng)**



Nguồn: BCTC

**Bảng 1: Phân tích ROE theo Dupont 3**

	Biên ròng	Doanh thu/TTS	TTS/VCSH	ROE
<b>VGG</b>	5,2%	1,9	3,4	33,6%
<b>GMC</b>	4,3%	1,8	3,2	24,8%
<b>TCM</b>	<b>5,5%</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	18,0%
<b>TNG</b>	3,9%	1,2	3,8	17,8%
<b>GIL</b>	6,4%	1,2	2,4	17,5%
<b>STK</b>	6,9%	0,6	2,5	10,4%
<b>KMR</b>	1,6%	0,5	1,3	0,4%

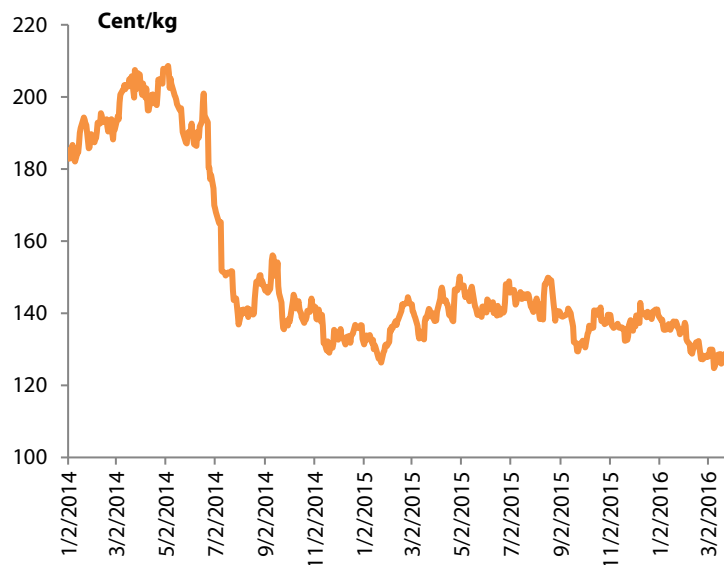
Nguồn: BCTC, RongViet Research

**Triển vọng lạc quan ở các mảng kinh doanh chính kỳ vọng hỗ trợ KQKD của TCM từ năm 2016**

**Việc thu hẹp các sản phẩm sợi kém hiệu quả có thể giảm bớt lỗ ở mảng sợi cho TCM**

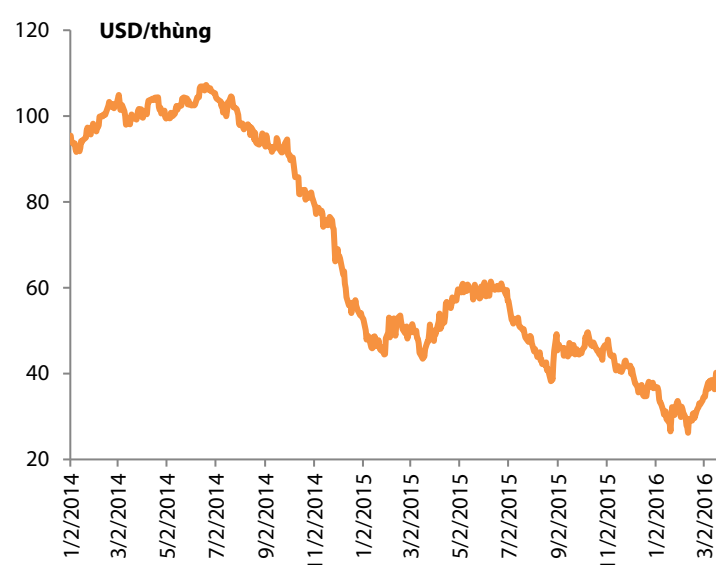
Trong năm 2016, TCM có kế hoạch thu hẹp một số sản phẩm kém hiệu quả như sợi polyester. Đồng thời, Công ty đang cải tạo và thay thế một số thiết bị để có thể sản xuất các loại sợi có chất lượng cao và biên lợi nhuận tốt hơn. Việc đầu tư nâng cấp có thể giúp nâng tỷ lệ sợi tự sử dụng, mục tiêu là nâng lên 20-30% từ mức ~10% hiện tại. Điều này không những giúp giảm rủi ro cho mảng sợi mà còn góp phần gia tăng giá trị trong chu trình sản xuất khép kín của Công ty.

**Hình 6: Diễn biến giá nguyên liệu bông ở thị trường Mỹ**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 7: Diễn biến giá dầu**



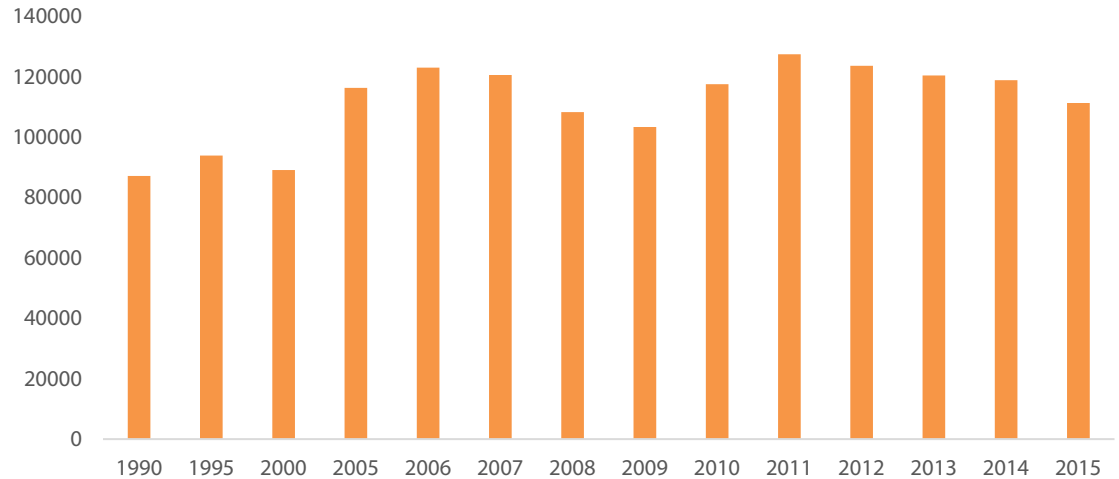
Nguồn: Bloomberg

Liên quan đến diễn biến giá các loại hàng hóa ảnh hưởng đến nguyên liệu đầu vào của TCM, chúng tôi cho rằng giá dầu trung bình sẽ ổn định ở mức khoảng 40 USD/thùng trong năm 2016 và có thể tăng khoảng 50% trong năm 2017 ([Báo cáo TTCK 2016](#)). Ngược lại, giá bông thế giới đang chịu áp lực lớn do Trung Quốc, quốc gia chiếm đến ~60% lượng bông tồn kho và gần 1/3 sản lượng tiêu thụ bông thế giới, dự kiến đầu giá 2 trong 11 triệu tấn bông tồn kho trong khoảng thời gian từ tháng 5



đến tháng 8. Tuy nhiên, diễn biến tiêu cực của giá bông có thể sẽ khó kéo dài do (1) với tổng lượng bông tiêu thụ năm 2015 là 23,9 triệu tấn, sản lượng bông nói trên chỉ chiếm 8,4% năng lực hấp thụ của thế giới; (2) diện tích và sản lượng bông trên thế giới đang trong xu hướng giảm kể từ năm 2011 (hình 8); theo tổ chức ICAC, diện tích trồng bông được dự báo tiếp tục giảm 8%, tương ứng giảm sản lượng sản xuất 9% về 23,9 triệu tấn trong năm 2016 nhưng sản lượng tiêu thụ lại dự báo tăng 2% lên 24,5 triệu tấn; điều này có thể khiến giá bông hồi phục về mức 1,54\$/kg; (3) giá bông hiện tại đã ở mức thấp nhất trong vòng 7 năm.

**Hình 8: Sản lượng sản xuất bông thế giới (Đơn vị: 1.000 kiện ~218 tấn bông)**



Nguồn: *statista.com*

Hơn nữa, TCM đã giảm tỷ lệ mua bông hợp đồng kỳ hạn từ 80% về 0% và chỉ tích trữ lượng bông đủ sản xuất trong ~1 tháng nên rủi ro giá vốn bông cao hơn so với thị trường cũng đã giảm đáng kể. Bên cạnh đó, khoảng một nửa các sản phẩm sợi của TCM là loại sợi phối, sợi pha với các loại sợi tổng hợp nên Công ty cũng chỉ chịu một phần tác động của diễn biến giá bông. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán sợi của TCM sẽ tăng nhẹ hoặc ít nhất là giữ ổn định tại mức hiện tại khoảng 2,6\$/kg. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi ước tính doanh thu mảng sợi năm 2016 giảm ~8% (khoảng 2-3 triệu USD) so với năm 2015. Biên gộp mảng sợi ước tính sẽ tăng từ 4% lên 7% và Công ty có thể bớt lỗ ở mảng sợi trong năm nay.

**Thị trường tiềm năng vải dệt kỳ vọng tiếp tục cải thiện biên gộp cho TCM**

Việc định hướng thị trường mục tiêu tốt đã góp phần hỗ trợ tích cực cho mảng kinh doanh vải của TCM. Cụ thể, từ năm 2014, Công ty đã đẩy mạnh sản xuất loại vải dệt chất lượng cao để xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản. Mặc dù đây là một thị trường khá khó tính với các yêu cầu chất lượng nghiêm ngặt nhưng bù lại biên lợi nhuận của các mặt hàng vải xuất khẩu sang Nhật Bản khá hấp dẫn, khoảng 23-25%. Hơn nữa, Nhật Bản cũng là một trong số 12 thành viên trong khối TPP, do đó, có thể kỳ vọng doanh thu mảng vải từ thị trường này sẽ tăng trưởng mạnh trong thời gian tới, đặc biệt là khi TPP chính thức có hiệu lực.

Được biết, chỉ trong 2 tháng đầu năm 2016, khối lượng đơn hàng cho mảng vải đã đạt 5 triệu mét vải, tương ứng với 77% năng lực sản xuất hiện tại của TCM. Công ty vừa mới đầu tư 1-2 triệu USD để tăng năng lực sản xuất mảng vải dệt thêm khoảng 1,2 triệu m/năm. Bên cạnh đó, việc gia tăng tỷ trọng vải thành phẩm (đã nhuộm hoàn tất) lên ~90% trong năm 2016 từ mức 80% năm 2015 cũng được kỳ vọng giúp TCM đạt được biên lợi nhuận tốt hơn. Với việc tích cực đẩy mạnh phát triển thị trường Nhật

Bản, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng vải sẽ tăng khoảng 22% so với năm 2015.

**Năng suất lao động ở nhà máy Vĩnh Long cải thiện kỳ vọng hỗ trợ tăng trưởng của mảng may**

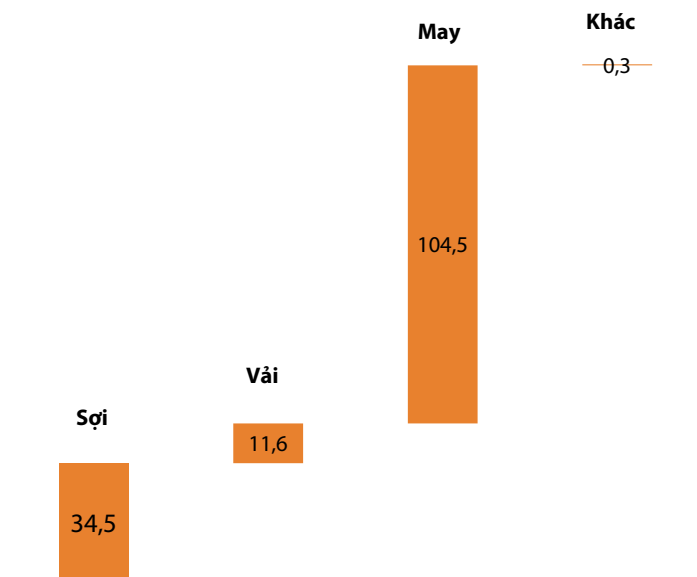
Mặc dù Vĩnh Long có nguồn nhân lực tương đối dồi dào và rẻ, chỉ bằng ~50% so với nhà máy hiện hữu ở Sài Gòn nhưng bù lại tay nghề công nhân ở đây còn tương đối thấp. Trong năm 2015, tỷ lệ khai thác thực tế của nhà máy Vĩnh Long mới chỉ đạt trung bình 30% công suất thiết kế. Tuy nhiên, với việc đẩy mạnh công tác đào tạo, năng suất lao động tại đây hiện đã tăng lên gấp đôi so với năm 2015 và tiến gần hơn mức năng suất trung bình của nhà máy hiện ở Tp. HCM. Bên cạnh đó, nhà máy Vĩnh Long đã có đủ đơn hàng đến tháng 7/2016. Chúng tôi ước tính tỷ lệ khai thác thực tế của nhà máy Vĩnh Long có thể đạt ~55% trong năm 2016, tức tương ứng đạt 110 tỷ đồng (5 triệu USD). Nhà máy này được kỳ vọng sẽ hoạt động hòa vốn trong năm 2015 và bắt đầu đóng góp vào LNST của TCM từ năm 2017.

Riêng về mảng may, Công ty đã đủ đơn hàng với sản phẩm áo cho cả năm 2015. Ở các mảng sản phẩm còn lại, Công ty cũng đã có số lượng đặt hàng cho nửa đầu năm. Triển vọng đơn hàng tích cực nhờ xu hướng chuyển dịch đơn hàng dệt may từ Trung Quốc cùng với cơ hội TPP sẽ tiếp tục là động lực hỗ trợ tăng trưởng mảng may của TCM. Chúng tôi ước tính doanh thu mảng may có thể đạt 104 triệu USD (~2.391 tỷ đồng), tức tăng tương ứng 67% so với năm 2015.

**Dự phóng KQKD năm 2016 tích cực**

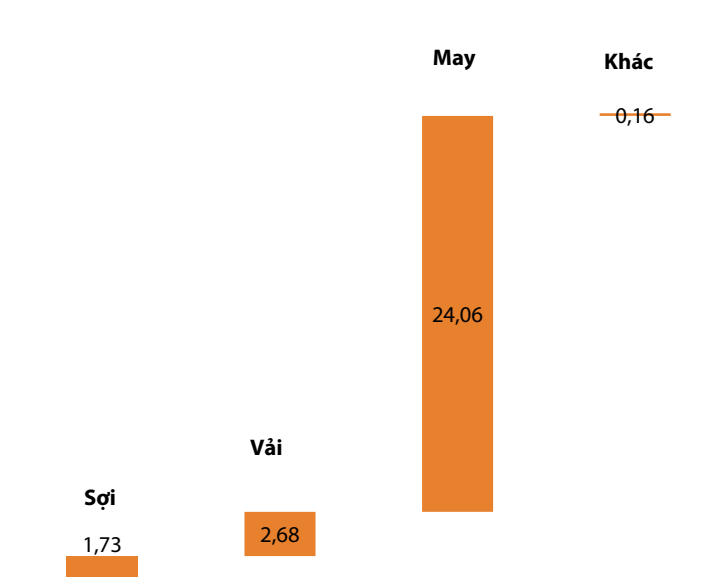
Như đã phân tích ở trên, các mảng kinh doanh của TCM được kỳ vọng có sự cải thiện tích cực từ năm nay. Trong đó, mảng may ước tính có khả năng tăng trưởng cao nhất, ~48% nhờ khối lượng đơn hàng mới lớn và nhà máy Vĩnh Long hoạt động ổn định hơn. Chúng tôi ước tính doanh thu của TCM có thể đạt 3.483 tỷ đồng, tăng 25% so với năm 2015. Cơ cấu doanh thu năm 2016 của TCM có thể chuyển dịch theo hướng gia tăng tỷ trọng của ngành may và vải, giảm tỷ trọng của mảng sợi. Đây cũng chính là định hướng của Công ty trong giai đoạn 2015-2020.

**Hình 9: Dự phóng doanh thu năm 2016 theo mảng kinh doanh (Đơn vị: triệu USD)**



Nguồn: RongViet Research

**Hình 10: Dự phóng lợi nhuận gộp năm 2016 theo mảng kinh doanh (Đơn vị: triệu USD)**



Nguồn: RongViet Research

**Bảng 2: Kế hoạch doanh thu theo mảng hoạt động trong giai đoạn 2015-2020 (Đv: nghìn USD)**

Mảng sản phẩm	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Sản phẩm may	78.000	100.000	120.000	150.000	180.000	220.000
Sợi	37.278	38.000	39.000	44.000	45.000	45.000
Vải	8.693	11.000	15.000	20.000	27.000	35.000
Khác	2.750	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
<b>Tổng</b>	<b>126.721</b>	<b>152.000</b>	<b>177.000</b>	<b>217.000</b>	<b>255.000</b>	<b>303.000</b>

Nguồn: BCTN 2015

Tuy nhiên, là doanh nghiệp dệt may có chi phí nhân công chiếm đến ~20% chi phí sản xuất và có xu hướng tăng dần qua các năm, chính sách bảo hiểm xã hội và mức lương tối thiểu vùng mới sẽ có tác động lớn đến chi phí sản xuất của TCM. Chúng tôi ước tính chi phí nhân công do tác động của các chính sách nói trên có thể tăng khoảng 18%, tức tương ứng tăng ~97 tỷ đồng. Theo dự phóng, biên lợi nhuận gộp mảng may có thể giảm từ 23% về ~19% trong năm 2016. Dù vậy, biên gộp nói chung của TCM vẫn có thể tăng khoảng 73 điểm phần trăm so với năm 2015, tức đạt 558 tỷ đồng (+31% yoy) nhờ sự cải thiện ở các mảng còn lại. Lợi nhuận sau thuế ước tính có thể đạt 184 tỷ đồng, tăng ~20% so với năm 2015. Điểm đáng lưu ý là tỷ lệ trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi của TCM thường khá cao, khoảng 30% lợi nhuận sau thuế hàng năm. Tuy nhiên, theo tờ trình đã được ĐHĐCĐ thường niên năm 2016 thông qua, TCM đã giảm tỷ lệ trích lập 2 quỹ này về còn 25%. Theo đó, chúng tôi ước tính EPS năm 2016 của TCM có thể đạt 3.092 đồng/cp.

### Vấn đề nới room còn bỏ ngỏ

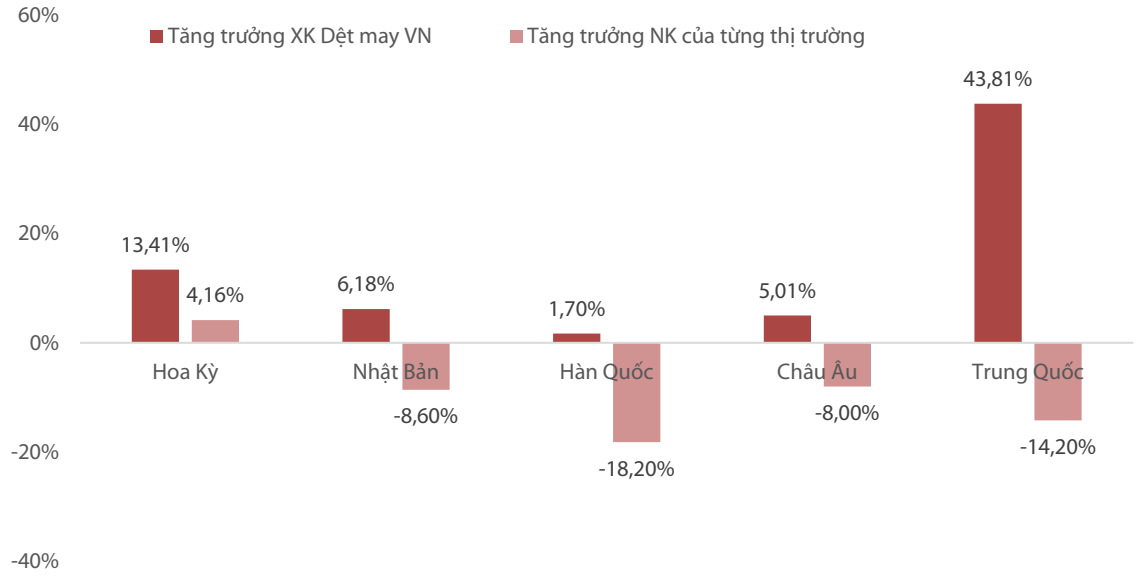
Theo nghị định số 60/2015/NĐ-CP hướng dẫn thi hành một số điều của luật chứng khoán thì dệt may không thuộc ngành, nghề đầu tư kinh doanh có điều kiện nên sẽ không bị hạn chế nới room. Gần đây nhất, một doanh nghiệp thuộc ngành dệt may khác là CTCP Everpia Việt Nam (HSX-EVE), đã được chấp thuận nới room lên mức tối đa 100% kể từ ngày 3/2/2016 và hiện tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại doanh nghiệp này đang là 60%. Với TCM, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đã chạm mức trần tỷ lệ 49% từ khá lâu, trong đó cổ đông chiến lược E-land nắm giữ lên đến 43,32%. Đa phần nhà đầu tư quan tâm cổ phiếu này đều mong chờ kế hoạch nới room sẽ được trình tại ĐHĐCĐ thường niên năm 2016.

Mặc dù TCM đã có một số động thái như gửi văn bản xin hướng dẫn của Bộ Kế hoạch Đầu tư và đang hoàn tất các thủ tục pháp lý để tách một số ngành nghề hạn chế như BĐS nhưng Công ty cho rằng việc nới room cần được xem xét kỹ hơn. Được biết, TCM và cổ đông lớn Eland Hàn Quốc có kế hoạch phát triển hệ thống bán lẻ tại Việt Nam. Eland vốn là nhà bán lẻ hàng đầu Hàn Quốc với hơn 60 chi nhánh và 10.000 cửa hàng bán lẻ trên thế giới. Với kinh nghiệm phát triển hệ thống sẵn có của Eland, chúng tôi đánh giá khả quan với kế hoạch hợp tác nói trên. Tuy nhiên, bán lẻ lại thuộc danh mục đầu tư có điều kiện đối với nhà đầu tư nước ngoài nên đây có thể là lý do TCM tạm thời trì hoãn việc nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài.

Dù vậy, trong trường hợp việc nới room được thông qua, có khả năng cổ đông lớn E-land sẽ tiếp tục nâng sở hữu tại TCM lên trên 51% để nắm quyền chi phối. Ngành dệt may Việt Nam được đánh giá là ngành được hưởng lợi lớn nhất từ hiệp định TPP, đặc biệt là khi tỷ trọng xuất khẩu của Việt Nam với các thành viên trong khối TPP như Mỹ và Nhật (tổng chiếm khoảng 60% doanh thu xuất khẩu) có sự tăng trưởng tốt (Hình 11). Xu hướng dịch chuyển đơn hàng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ

hơn trong các năm tới, đem lại nhiều cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp có vị thế tốt như TCM. Ngoài ra, sự tham gia của cổ đông chiến lược E-Land còn có thể định hướng cho Công ty mở rộng phát triển một số ngành nghề khác như BĐS, bán lẻ, vv như mô hình của tập đoàn mẹ ở HQ.

**Hình 11: Tăng trưởng XK dệt may Việt Nam và tăng trưởng NK của trường năm 2015**



Nguồn: Vitas, Trading Economics

**Quan điểm**

**Bảng 3: Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	30.614	40%	12.246
P/E	29.491	30%	8.847
P/BV	31.423	30%	9.427
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>30.520</b>

Nguồn: Rong Việt Research

Khó khăn ở mảng sợi, nhà máy Vĩnh Long hoạt động chưa ổn định và vấn đề tỷ giá là các nguyên nhân chính khiến KQKD năm 2015 của TCM chưa đạt kỳ vọng. Doanh thu thuần tăng 8,6% nhưng LNST giảm 8,7% dẫn đến Công ty chỉ đạt 90,4% kế hoạch năm. Tuy nhiên, triển vọng năm 2016 có phần tích cực hơn khi doanh nghiệp đã tìm được nhiều biện pháp để cải thiện hiệu quả hoạt động.

Ở mảng sợi, TCM có kế hoạch thu hẹp một số sản phẩm sợi kém hiệu quả đồng thời cải tạo, nâng cấp hệ thống máy móc để có thể sản xuất được các loại sợi có chất lượng cao hơn, tăng tỷ lệ sợi dùng cho hệ thống. Với mảng may, vấn đề năng suất nhân công ở nhà máy Vĩnh Long đã được giải quyết phần nào. Chúng tôi dự báo nhà máy mới Vĩnh Long sẽ hoạt động hòa vốn trong năm nay và bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận ròng cho TCM từ 2017. Việc chuyển hướng sang mảng vải xuất khẩu cao cấp với biên lợi nhuận gộp cao (23-25%) được kỳ vọng sẽ là điểm sáng của TCM trong các năm tới.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của TCM trong năm 2016 có thể lần lượt đạt 3.483 tỷ đồng (+25%) và 184 tỷ đồng (+20%), tương ứng với EPS 2.809 đồng/cp. Về dài hạn, với vị thế đầu ngành và sẵn có hệ thống sản xuất khép kín, chúng tôi cho rằng TCM sẽ là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ hiệp định TPP.

Kết hợp các phương pháp định giá (FCFF, P/E và P/B), chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với cổ phiếu TCM là **30.500 đồng/cp**, cao hơn 17% so với giá đóng cửa ngày 26/4/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu TCM trong **DÀI HẠN**.

Đvt: tỷ đồng

<b>KQ HKKD</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
Doanh thu thuần	2.571,4	2.791,9	3.482,8	3.701,2
Giá vốn	2.195,2	2.365,5	2.924,9	3.111,0
<b>Lãi gộp</b>	<b>376,3</b>	<b>426,4</b>	<b>557,9</b>	<b>590,2</b>
Chi phí bán hàng	68,6	85,9	114,9	114,0
Chi phí quản lý	102,2	121,2	156,7	166,6
Thu nhập từ HĐTC	13,4	24,1	26,5	29,2
Chi phí tài chính	46,7	86,9	110,7	115,6
Lợi nhuận khác	6,5	4,9	4,5	4,5
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>181,7</b>	<b>167,0</b>	<b>210,7</b>	<b>231,8</b>
Thuế TNDN	13,3	13,2	26,3	29,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,2	0,2	0,1
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>168,4</b>	<b>153,5</b>	<b>184,2</b>	<b>202,7</b>
EBIT	<b>208,7</b>	<b>194,3</b>	<b>243,1</b>	<b>265,4</b>
EBITDA	150,1	125,1	300,0	327,3

Đvt: %

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	0,7	8,6	24,7	6,3
Lợi nhuận HKKD	4,6	79,9	10,0	10,0
EBITDA	22,3	-16,6	139,7	9,1
EBIT	16,7	-6,9	25,1	9,2
Lợi nhuận sau thuế	36,3	-8,8	20,0	10,0
Tổng tài sản	4,2	21,8	11,3	7,1
Vốn chủ sở hữu	9,6	14,6	14,0	12,4
Tốc độ tăng trưởng nội tại	22,7	14,9	14,2	12,0
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	14,6	15,3	16,0	15,9
LN HKKD / Doanh thu	6,7	5,8	5,8	6,0
EBITDA/ Doanh thu	5,8	4,5	8,6	8,8
EBIT/ Doanh thu	8,1	7,0	7,0	7,2
LNST/ Doanh thu	6,5	5,5	5,3	5,5
ROA	8,3	6,7	7,0	7,0
ROIC or RONA	19,8	16,5	18,2	18,2
ROE	22,7	18,4	19,4	18,8
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	13,5	14,4	15,7	14,9
Vòng quay hàng tồn kho	3,5	3,4	3,6	3,6
Vòng quay khoản phải trả	7,0	6,3	6,5	6,2
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,01	0,95	0,94	0,99
Nhanh	0,38	0,32	0,34	0,39
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	160,7	181,5	174,8	162,0
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	83,4	92,0	89,4	83,2
Vay dài hạn/ Vốn CSH	28,6	38,3	32,6	29,3

Đvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
Tiền	141	88	140	210
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5	5	5	6
Các khoản phải thu	187	200	244	254
Tồn kho	625	781	832	882
Tài sản ngắn hạn khác	38	98	93	102
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>995</b>	<b>1.171</b>	<b>1.314</b>	<b>1.454</b>
Tài sản cố định hữu hình	553	679	831	883
Tài sản cố định vô hình	97	96	98	100
Xây dựng cơ bản dở dang	21	59	41	37
Bất động sản đầu tư	118	116	114	116
Đầu tư tài chính dài hạn	135	140	140	141
Tài sản dài hạn khác	141	248	253	259
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.066</b>	<b>1.338</b>	<b>1.478</b>	<b>1.537</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.060</b>	<b>2.509</b>	<b>2.792</b>	<b>2.991</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	223	274	316	331
Khoản phải trả ngắn hạn khác	117	140	175	187
Vay và nợ ngắn hạn	647	818	906	948
Vay và nợ dài hạn	222	340	331	333
Khoản phải trả dài hạn khác	38	42	44	46
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.247</b>	<b>1.614</b>	<b>1.771</b>	<b>1.844</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>776</b>	<b>889</b>	<b>1.013</b>	<b>1.139</b>
Vốn đầu tư của CSH	492	492	492	492
Lợi nhuận giữ lại	204	236	297	375
Các quỹ	42	145	208	255
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>776</b>	<b>889</b>	<b>1.013</b>	<b>1.139</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	7	7	8
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2.029</b>	<b>2.509</b>	<b>2.792</b>	<b>2.991</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
LNTT	181,7	167,0	210,7	231,8
Khấu hao	58,5	69,2	56,8	61,9
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>33,3</i>	<i>15,2</i>	<i>18,4</i>	<i>19,9</i>
Thay đổi vốn lưu động	-42,7	-260,2	-83,3	-117,0
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>230,8</b>	<b>-8,9</b>	<b>202,8</b>	<b>196,5</b>
Thay đổi TSCĐ	-96,7	-222,9	-188,4	-110,5
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-2,9	0,0	9,6	8,7
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	2,5	5,3	8,1	7,8
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-97,1</b>	<b>-230,2</b>	<b>-170,7</b>	<b>-93,9</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-61,9	245,5	66,0	31,3
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0,0	0,0	-46,0	-63,9
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-61,9</b>	<b>245,5</b>	<b>20,0</b>	<b>-32,6</b>
Tiền thuần trong kỳ	71,8	6,4	52,1	70,0
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>118,1</b>	<b>140,7</b>	<b>88,2</b>	<b>140,3</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>140,7</b>	<b>88,2</b>	<b>140,3</b>	<b>210,2</b>

### BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

#### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

#### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

#### Hệ thống mạng lưới

##### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

##### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

##### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

##### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

### TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**