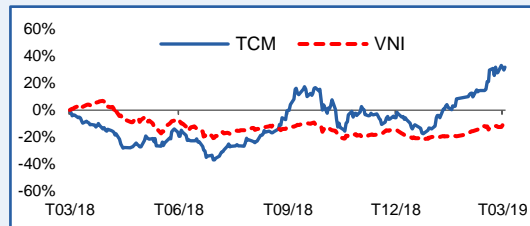




CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công [PHTT -5%]

Cập nhật

Ngành:	Dệt may		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	14/03/2019	Tăng trưởng DT	14,1%	4,7%	6,8%	5,3%
Giá hiện tại:	33.150 VND	Tăng trưởng EPS	35,3%	-0,5%	12,7%	7,1%
Giá mục tiêu:	30.500 VND	Biên LN gộp	18,5%	18,3%	18,6%	18,8%
Giá mục tiêu trước đây:	25.000 VND	Biên LN ròng	7,1%	6,7%	7,1%	7,2%
TL tăng:	-8,0%	EV/EBITDA	6,4x	6,1x	5,5x	5,3x
Lợi suất cổ tức:	3,0%	Giá CP/Dòng tiền HD	20,8x	8,0x	5,0x	4,8x
Tổng mức sinh lời:	-5,0%	P/E	8,2x	8,2x	7,3x	6,8x



GT vốn hóa:	77,3 triệu USD		<u>TCM</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	0,0 triệu USD	P/E (trượt)	8,2x	9,3x	16,9x
GTGD/ngày (30n):	1,8 triệu USD	P/B (hiện tại)	1,4x	1,5x	2,6x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	63,5%	92,3%	N.A.
SL cổ phiếu lưu hành	54,1 triệu	ROE	18,9%	19,2%	15,5%
Pha loãng	54,1 triệu	ROA	8,3%	6,1%	2,5%
PEG 3 năm	1,3x				

Tổng quan công ty:

TCM là một trong những doanh nghiệp dệt may lớn nhất Việt Nam. Công ty có chuỗi sản xuất khép kín từ khâu xe sợi đến may mặc. Tập đoàn Hàn Quốc E-Land Group là nhà đầu tư chiến lược của TCM. Các thị trường xuất khẩu chính của TCM năm 2017 là Mỹ (29% doanh thu từ xuất khẩu của công ty), Nhật Bản (30%) Hàn Quốc (30%) và EU (7%).

Thái Nhựt Đăng

Chuyên viên

Lucy Huynh, CFA

Trưởng phòng cao cấp

Định giá có vẻ đã hợp lý với triển vọng tăng trưởng thấp

- Chúng tôi giữ khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG dành cho CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM) nhưng điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 22% lên 30.500VND/cổ phiếu, tổng mức sinh lời -5%.
- Lý do chính khiến chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu là việc điều chỉnh tăng 14% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giai đoạn 2019-2023 để phản ánh doanh thu và biên lợi nhuận tăng mạnh hơn so với dự kiến trong năm 2018.
- Chúng tôi dự báo trong các năm 2019, 2020 và 2021, doanh thu sẽ đạt tăng trưởng lần lượt 4,7%, 6,8% và 5,3% và LNST sau lợi ích CĐTS sẽ đạt tăng trưởng lần lượt -0,5%, 13% và 7,1% vì chúng tôi dự báo TCM sẽ duy trì tăng trưởng doanh thu từ xuất khẩu dệt may sang Hàn Quốc và Nhật Bản tại mức tăng trưởng trung bình 12%/năm trong giai đoạn này, cũng như tiếp tục phần nào thu hẹp mảng sợi, vốn có biên lợi nhuận thấp.
- Lợi thế cạnh tranh của TCM đến từ chuỗi giá trị tích hợp từ kéo xơ đến sản xuất sản phẩm may mặc, cũng như mối quan hệ với E-Land Group, một tập đoàn bán lẻ hàng may mặc có trụ sở chính tại Hàn Quốc và cũng là cổ đông lớn nhất và khách hàng lớn nhất của TCM.
- Yếu tố hỗ trợ: Thâm nhập thành công vào các thị trường xuất khẩu mới, việc hợp nhất theo chiều dọc tiếp tục tăng cường khả năng sinh lời, phát triển thành công các dự án BĐS và thu hồi nợ từ Sears.
- Rủi ro: Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chính thấp hơn so với dự kiến, năng suất cải thiện chậm hơn so với dự kiến.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2019 thêm 30% sau khi công ty tích cực ghi nhận dự phòng năm 2018 cho các khoản phải thu liên quan đến Sears. Chúng tôi ước tính công ty đã ghi nhận dự phòng cho 75% số dư các khoản phải thu liên quan đến Sears (trị giá khoảng 76 tỷ đồng) so với kế hoạch ban đầu của công ty là 35%. Chúng tôi hiện giả định TCM sẽ ghi nhận dự phòng cho 25 tỷ đồng còn lại trong năm 2019.

Doanh thu từ các thị trường khác tăng trưởng tốt hơn sẽ phần nào bù đắp cho doanh thu từ thị trường Mỹ sụt giảm. Chúng tôi điều chỉnh giảm 23% giả định tổng doanh thu từ xuất khẩu dệt may sang Mỹ trong giai đoạn 2019-2023 do tình hình quan hệ giữa TCM với Sears còn chưa rõ ràng sau khi Sears bị ESL Investments Inc. mua lại. Chúng tôi cho rằng doanh thu từ Sears chiếm khoảng 7% doanh thu của TCM. Tuy nhiên, chúng tôi giả định TCM sẽ đạt tăng trưởng cao hơn tại thị trường Hàn Quốc và Nhật với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2019-2023 lần lượt là 5,7% và 8,3% so với giả định trước đây của chúng tôi là 4,7% và 7,9%. Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam trong giai đoạn 2014-2018 đạt tăng trưởng kép hàng năm 9,9%.

Các thị trường xuất khẩu hiện tại sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dù CPTPP được ký kết vì chúng tôi cho rằng việc thâm nhập các thị trường mới như Úc và Canada sẽ đòi hỏi TCM nhiều thời gian để đánh giá và thực hiện. Chúng tôi cho rằng Nhật Bản và Hàn Quốc là 2 thị trường xuất khẩu lớn nhất của TCM với khoảng 63% doanh thu. Chúng tôi giả định 2 thị trường này sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

Dự kiến sẽ đầu tư XDCB tăng từ năm 2020 trở đi với kế hoạch phát triển các nhà máy tại Vĩnh Long, cụ thể là mở rộng nhà máy may hiện tại, xây mới một số nhà máy dệt và nhuộm. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tỷ lệ vốn đầu tư XDCB / doanh thu trong các năm 2020-2023 vẫn tiếp tục thấp, chỉ 4,5% so với 4,6% các năm 2015-2018.

Báo cáo Tài chính

KQLN (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	3.662	3.835	4.094	4.311	Tiền và tương đương	216	442	621	731
Giá vốn hàng bán	2.983	3.135	3.332	3.501	Đầu tư TC ngắn hạn	203	212	226	238
Lợi nhuận gộp	679	700	763	810	Các khoản phải thu	265	337	339	362
Chi phí bán hàng	-144	-154	-169	-182	Hàng tồn kho	1.138	1.463	1.562	1.645
Chi phí quản lí DN	-230	-198	-186	-198	TS ngắn hạn khác	71	75	80	84
LN thuần HĐKD	305	348	407	430	Tổng TS ngắn hạn	1.893	2.528	2.828	3.060
Doanh thu tài chính	32	32	39	46	TS dài hạn (gộp)	1.763	1.847	1.995	2.185
Chi phí tài chính	-89	-89	-96	-101	- Khấu hao lũy kế	-656	-762	-871	-988
Trong đó, chi phí lãi vay	-52	-50	-55	-58	TS dài hạn (ròng)	1.107	1.086	1.124	1.196
Lợi nhuận từ công ty LDLK	28	4	4	5	Đầu tư TC dài hạn	67	70	75	79
Lợi nhuận/(chi phí) khác	48	26	8	9	TS dài hạn khác	180	186	194	200
LNTT	324	322	363	389	Tổng TS dài hạn	1.354	1.341	1.392	1.475
Thuế TNDN	-63	-63	-71	-76	Tổng Tài sản	3.248	3.869	4.220	4.535
LNST trước CĐTS	261	259	292	313					
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	-1	-1	-1	Phải trả ngắn hạn	300	346	369	388
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	259	258	291	311	Nợ ngắn hạn	1.008	1.150	1.228	1.293
LN ròng sau CĐTS, điều	221	219	247	265	Nợ ngắn hạn khác	393	610	652	686
					Tổng nợ ngắn hạn	1.701	2.106	2.249	2.368
EBITDA	410	454	516	547	Nợ dài hạn	222	233	228	218
EPS báo cáo, VND	4.784	4.758	5.365	5.743	Nợ dài hạn khác	48	50	53	56
EPS điều chỉnh, VND	4.066	4.044	4.560	4.882	Tổng nợ	1.971	2.389	2.530	2.642
EPS pha loãng, VND	4.066	4.044	4.560	4.882					
DPS báo cáo, VND	500	1.000	1.500	2.000	Cổ phiếu ưu đãi	542	542	542	542
DPS/EPS	12%	25%	33%	41%	Vốn cổ phần	23	23	23	23
					Lợi nhuận giữ lại	406	619	826	1.012
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Cổ phiếu quỹ	-6	-6	-6	-6
Tăng trưởng					Vốn khác	302	302	302	302
Tăng trưởng doanh thu	14,1%	4,7%	6,8%	5,3%	Lợi ích CĐTS	9	9	9	9
Tăng trưởng LN HĐKD	25,4%	14,2%	16,9%	5,5%	Vốn chủ sở hữu	1.276	1.480	1.690	1.893
Tăng trưởng LNTT	37,7%	-0,6%	12,8%	7,1%	Tổng cộng nguồn vốn	3.247	3.869	4.220	4.535
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	35,3%	-0,5%	12,7%	7,1%					
					CP lưu hành cuối năm (triệu)	54	54	54	54
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	18,5%	18,3%	18,6%	18,8%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN từ HĐ %	8,3%	9,1%	9,9%	10,0%	Tiền đầu năm	130	216	442	621
Biên EBITDA	11,2%	11,8%	12,6%	12,7%	Lợi nhuận sau thuế	259	258	291	311
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	7,1%	6,7%	7,1%	7,2%	Khấu hao	105	105	109	118
ROE %	22,1%	18,7%	18,4%	17,4%	Thay đổi vốn lưu động	-251	-137	-41	-56
ROA %	8,3%	7,3%	7,2%	7,1%	Điều chỉnh khác	-6	0	0	0
					Tiền từ hoạt động KD	86	226	359	373
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	142	142	142	142	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-66	-84	-148	-190
Số ngày phải thu	33	38	38	38	Đầu tư, ròng	196	-18	-27	-23
Số ngày phải trả	33	33	33	33	Tiền từ HĐ đầu tư	79	-102	-175	-213
TG luân chuyển tiền	142	147	147	147					
					Cổ tức đã trả	-26	-54	-81	-108
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,1x	1,2x	1,3x	1,3x	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	39	143	78	65
CS thanh toán nhanh	0,4x	0,5x	0,5x	0,6x	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-71	10	-5	-10
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,3x	0,4x	0,4x	Tiền từ các hoạt động TC	-21	2	3	3
Nợ/Tài sản	37,9%	35,7%	34,5%	33,3%	Tiền từ hoạt động TC	-80	101	-5	-50
Nợ/Vốn sử dụng	32,4%	25,5%	19,4%	15,9%					
Nợ/Vốn CSH	63,5%	49,3%	36,0%	28,6%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	86	225	179	110
Khả năng thanh toán lãi vay	5,9x	7,0x	7,4x	7,4x	Tiền cuối năm	216	442	621	731

Nguồn: TCM, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhựt Đăng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiến Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài
Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.