

TCM – NĂM GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 24/12/2015)

| | |
|---------------------|------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Thị giá (đồng) | 30.900 |
| Vốn hoá (tỷ đồng) | 1.527 |
| Số lượng CPLH | 49.099.501 |
| % sở hữu nước ngoài | 49% |
| BVPS | 17.798 |

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Nguyên Phương
npquang@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 116

TCM: KQKD 9T.2015 KHẢ QUAN

KQKD 9T.2015: TCM đã chính thức công bố KQKD hợp nhất 9T.2015 khá khả quan với DTT đạt 2.144 tỷ đồng (+11% yoy, 77% KH) và LNST 9T.2015 đạt 132,8 tỷ đồng (+2,5% yoy, 78% KH).

Triển vọng: Trong năm 2016, với công suất may được tăng thêm 33% và việc nhà máy Vĩnh Long bắt đầu nhận các đơn hàng xuất khẩu sẽ là động lực tăng trưởng chính cho TCM. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng DT và LNST của TCM từ năm 2016 sẽ được cải thiện đáng kể. Cụ thể, DT ước đạt 3.424 tỷ đồng (+16% yoy) và LNST ước đạt 171 tỷ đồng (+13% yoy).

Đánh giá: EPS dự phóng 2015 ở mức 3,072 đồng/cp, tương ứng với P/E dự phóng 2015 là 10,06 lần. EPS forward cho 2016 ở mức 3.487 đồng/cp, tương ứng với P/E là 8,86 lần. Đây là mức P/E hợp lý cho một cổ phiếu đầu ngành như TCM. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn.

| Chỉ tiêu tài chính | 2012 | 2013 | 2014 | 9T.2015 |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|
| DTT (tỷ đồng) | 2.284 | 2.554 | 2.571 | 2.144 |
| +/- yoy (%) | 4% | 12% | 1% | 11% |
| LNST (tỷ đồng) | -20 | 124 | 168 | 133 |
| +/- yoy (%) | -117% | N/A | 36% | 3% |
| VCSH (tỷ đồng) | 629 | 742 | 814 | 874 |
| Nợ/TTS (%) | 68% | 63% | 61% | 63% |
| TS LN gộp (%) | 7% | 14% | 15% | 16% |
| TS LN ròng (%) | -1% | 6% | 8% | 6% |
| ROA – TTM (%) | -1% | 6% | 8% | 7% |
| ROE – TTM (%) | -3% | 17% | 21% | 20% |
| EPS - TTM (đồng) | -452 | 2.516 | 3.430 | 2.392 |
| BVPS (đồng) | 14.068 | 15.086 | 16.535 | 17.798 |

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:

<VCBS><go>

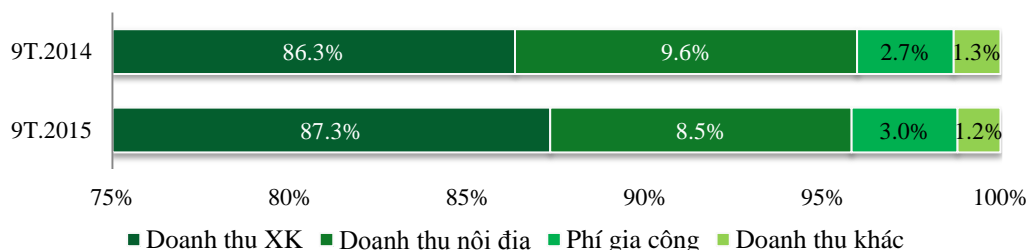
PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD 9T.2015: TCM đã hoàn thành 77% kế hoạch doanh thu và 78% kế hoạch LNST.

TCM đã chính thức công bố KQKD hợp nhất 9T.2015 khá khả quan với DTT đạt 2.144 tỷ đồng (+11% yoy, 77% KH) và LNST 9T.2015 đạt 132,8 tỷ đồng (+2,5% yoy, 78% KH). Doanh thu thuần tăng mạnh trong thời gian qua chủ yếu đến từ hoạt động xuất khẩu (+12% yoy) khi doanh nghiệp được hưởng lợi về tỷ giá. Theo đó, cơ cấu hàng XK trong tổng DT cũng tăng nhẹ +1% yoy.

Do nhà máy Vĩnh Long vừa chính thức đi vào hoạt động từ giữa tháng 9/2015 nên tỷ trọng doanh thu đóng góp cho toàn công ty là chưa đáng kể. Nhưng trong bối cảnh các nhà máy của TCM đều đã hoạt động hết công suất thì nhà máy mới này được nhìn nhận là động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp trong thời gian tới.

Cơ cấu doanh thu



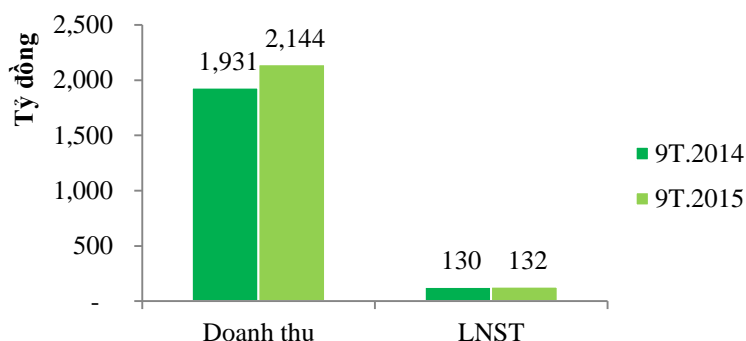
Nguồn: BCTC của TCM, VCBS tổng hợp

Trong khi DT lũy kế tăng khá tốt, LNST của TCM chỉ tăng nhẹ do phải bù đắp cho (1) các chi phí hoạt động liên quan đến việc vận hành nhà máy mới tại Vĩnh Long và (2) lỗ chênh lệch tỷ giá liên quan đến các khoản vay ngoại tệ. Cụ thể:

- (1) Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp lần lượt tăng 28% và 17% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn tốc độ tăng trưởng của DTT là 11%. Trong đó, đáng chú ý nhất là các khoản chi phí thuê nhân viên bán hàng tăng 7,37 tỷ đồng (+47% yoy) và chi phí thuê đất tăng 2,6 tỷ đồng (+130% yoy).
- (2) Chi phí tài chính tăng mạnh tới 60% yoy chủ yếu do các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá (45,5 tỷ đồng) khi TCM đang có nợ phải trả ròng bằng USD tương đương với 950,6 tỷ đồng.

Theo đó, tỷ suất LNR cũng bị ảnh hưởng, giảm nhẹ từ 6,7% cùng kỳ năm trước xuống còn 6,2%.

KQKD 9T.2014 và 9T.2015



Nguồn: BCTC của TCM

KQKD T10 và T11.2015: Lũy kế 11T, DT đạt khoảng 2.588 tỷ đồng (93% KH), LNST đạt khoảng 138 tỷ đồng (81%KH)

Do Q4 không phải là mùa cao điểm cho quần áo xuất khẩu nên doanh thu T10 và T11.2015 của TCM trung bình chỉ đạt khoảng 9,87 triệu USD, thấp hơn so với doanh thu trung bình các tháng của Q2 và Q3 nhưng vẫn ở mức ổn định so với cùng kỳ năm trước.

Nhà máy Vĩnh Long mới đi vào hoạt động từ giữa tháng 09/2015 nên ảnh hưởng của nhà máy tới KQKD Q3.2015 là chưa rõ ràng. Tuy nhiên, những ảnh hưởng này bắt đầu thể hiện rõ nét hơn trong KQKD Q4.2015 của TCM do doanh thu đến từ nhà máy này vẫn chưa bù đắp được các chi phí cố định cũng như chi phí nhân công ngày càng tăng. Nếu bỏ qua KQKD T2.2015 với ảnh hưởng nghỉ Tết Âm lịch dài ngày thì LNST của TCM trong T10 và T11.2015 đang ở mức thấp nhất trong 12 tháng trở lại đây, tương ứng với 134 và 135 nghìn USD. Theo đó, biên LNR của 2 tháng này cũng sụt giảm khá mạnh, lần lượt ở mức 1,70% và 1,14% so với biên LNR của các tháng trước đó (9T.2015) ở mức 6,15%.

Như vậy, DT 11T.2015 của TCM đạt khoảng 2.588 tỷ đồng, hoàn thành 93% KH và LNST 11T.2015 đạt khoảng 138 tỷ đồng, hoàn thành 81% KH. Với tình hình này, chúng tôi cho rằng KQKD Q4.2015 của TCM sẽ không khả quan như kỳ vọng và doanh nghiệp sẽ khó hoàn thành được kế hoạch kinh doanh cho năm nay.

Sức khỏe tài chính

Tính đến thời điểm hết Q3.2015, hệ số nợ (D/A) của TCM hiện đang ở mức 63%, tăng so với mức 58% tại thời điểm Q3.2014. So với thời điểm năm ngoái, nợ ngắn hạn tăng đến 315,8 tỷ đồng (+39% yoy), trong đó bao gồm 306 tỷ đồng được đóng góp chủ yếu từ các khoản vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn. Tuy nhiên, hệ số nợ này vẫn đang ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành.

So sánh thời điểm kết thúc Q3.2015 và Q3.2014, nợ ngắn hạn của TCM tăng đến 39% trong khi tài sản ngắn hạn chỉ tăng 23% dẫn tới các hệ số thanh toán tiền mặt, nhanh và hiện hành của TCM đều giảm và lần lượt ở các mức 0,09 – 0,36 – 0,94 lần. Tuy nhiên, điều này không đáng lo ngại do:

- (1) Dòng tiền đến từ hoạt động kinh doanh sản xuất vẫn rất ổn định, doanh thu vẫn giữ được mức tăng trưởng trên 10% yoy;
- (2) Nợ ngắn hạn tăng chủ yếu bởi: chi phí phải trả ngắn hạn tăng 509% yoy do chi phí thuê đất phát sinh cho nhà máy mới là 43 tỷ đồng. Ngoài ra, vì nhà máy mới mới đi vào hoạt động chưa lâu nên các nhà cung cấp ngắn hạn cũng gia hạn thêm thời gian trả nợ cho TCM với kỳ vọng về dòng tiền thu được từ nhà máy này trong ngắn hạn. Theo đó, các khoản phải trả cho nhà cung cấp ngắn hạn cũng tăng 123% yoy.

Tương quan với một số doanh nghiệp cùng ngành

Thông tin một số DN trong ngành sản xuất hàng may mặc xuất khẩu:

| Mã | TTS (tỷ) | VCSH (tỷ) | Nợ/TTS (%) | TS LNR (%) | ROA (ttm) | ROE (ttm) | EPS (ttm) | BVPS |
|-----|----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|--------|
| TCM | 2.370 | 874 | 63% | 6,20% | 7,23% | 19,60% | 3.525 | 17.978 |
| GMC | 844 | 238 | 72% | 4,65% | 7,92% | 28,08% | 5.741 | 20.445 |
| TNG | 1.543 | 364 | 76% | 4,05% | 4,70% | 19,93% | 2.447 | 12.277 |
| TB | 1.586 | 492 | 70% | 4,97% | 6,62% | 22,54% | 3.904 | 16.900 |

Dữ liệu cập nhật đến Q3.2015, dữ liệu giá ngày 15/12/2015

So với 3 doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực sản xuất hàng dệt may xuất khẩu, tỷ suất LNR của TCM đang giữ mức cao nhất là 6,20%. Tuy nhiên, do có tỷ lệ sử dụng đòn bẩy tài chính thấp nhất nên chỉ số ROE của TCM không được cao bằng GMC và TNG. Chỉ số ROA của TCM thấp hơn GMC vì tài sản của TCM tăng mạnh (+15%) vào cuối kỳ tính toán nên hiệu quả sử dụng tài sản chưa phản ánh đầy đủ vào kết quả của 4 quý gần nhất.

CẬP NHẬT MỘT SỐ TIN TỨC KHÁC

Nhà máy tại Vĩnh Long

Nhà máy may tại Vĩnh Long đã bắt đầu đi vào hoạt động từ cuối Q3.2015 với 16/25 chuyên may đã được lắp đặt và chạy thử nghiệm với 60% công suất thiết kế. Theo kế hoạch, dự kiến nhà máy sẽ hoàn thiện lắp đặt nốt các chuyên may trong tháng 12 này để Q1.2016 có thể hoàn tất lắp đặt giai đoạn 1 và bắt đầu nhận các đơn hàng xuất khẩu có biên lợi nhuận cao hơn thay vì chỉ nhận hàng gia công với biên lợi nhuận thấp như hiện nay. Như vậy, với việc tăng thêm 25 chuyên may tại Nhà máy Vĩnh Long, công suất may của TCM sẽ đạt 24 triệu sản phẩm/năm, tăng 33% so với thời điểm trước đó là 18 triệu sản phẩm/năm. Chúng tôi đánh giá khả năng TCM nhận được thêm đơn hàng mới để lấp kín được 60% công suất của nhà máy Vĩnh Long là khá cao do:

- (1) Trước đó các đối tác của TCM luôn đề nghị được tăng số lượng đơn hàng nhưng khả năng của doanh nghiệp lúc đó không cho phép thực hiện vì đã chạy hết công suất;
- (2) Công ty mẹ của TCM là E-Land luôn có khả năng bao tiêu từ 40% đến 50% sản phẩm đầu ra của TCM.

Dự báo, trong năm tới, nhà máy Vĩnh Long có thể đem lại khoảng 565 tỷ đồng doanh thu cho TCM.

Mở rộng bán lẻ tại thị trường nội địa

Như nhận định của chúng tôi trong báo cáo trước về mục đích thành lập Công ty TNHH MTV TC E-land, TCM đã xác nhận sẽ mở rộng bán lẻ tại thị trường nội địa thông qua công ty mới này. Theo đó, các sản phẩm xuất khẩu còn dư từ các nhà máy của TCM nói riêng và từ các nhà máy của hệ thống công ty mẹ E-land (tại Việt Nam và Ấn Độ) nói chung sẽ được phân phối qua TC E-land. Mạng bán lẻ này chắc chắn sẽ đóng góp thêm doanh thu cho TCM trong năm 2016 tới. Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp kỳ vọng sẽ không lớn.

TRIỂN VỌNG

KQKD 2015: DT ước đạt 2.904 tỷ đồng (+13% yoy, 104% KH) và LNST ước đạt 151 tỷ đồng (-10% yoy, 89% KH)

Với tình hình Q4 không được khả quan như kỳ vọng, chúng tôi dự báo TCM sẽ khó có thể hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đã đặt ra cho năm 2015. Theo đó, DT ước đạt 2.904 tỷ đồng (+13% yoy, 104% KH) và LNST ước đạt 151 tỷ đồng (-10% yoy, 89% KH). Theo đó, EPS dự phóng 2015 ở mức 3,072 đồng/cp, tương ứng với P/E dự phóng 2015 là 10,06 lần, cao hơn so với trung bình ngành là 7,77 lần.

Triển vọng 2016: Tích cực

Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của TCM do:

- (1) sức khỏe tài chính và bộ máy quản lý tốt,
- (2) sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, khai thác được tối đa chuỗi giá trị dệt may,
- (3) kế hoạch đầu tư mở rộng quy mô khá phù hợp với sự phát triển của ngành dệt may Việt Nam, đón đầu các hiệp định thương mại đa quốc gia mà Việt Nam đã và đang ký kết.

Trong năm 2016, với công suất may được tăng thêm 33% và việc nhà máy Vĩnh Long bắt đầu

nhận các đơn hàng xuất khẩu sẽ là động lực tăng trưởng chính cho TCM. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng DT và LNST của TCM từ năm 2016 sẽ được cải thiện đáng kể. Cụ thể, DT ước đạt 3.424 tỷ đồng (+16% yoy) và LNST ước đạt 171 tỷ đồng (+13% yoy). Theo đó, EPS dự phóng cho 2016 ở mức 3.487 đồng/cp, tương ứng với P/E là 8,86 lần.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: **NĂM GIỮ**

Khấu hao và chi phí từ hoạt động của nhà máy mới tại Vĩnh Long ảnh hưởng khá lớn tới KQKD năm 2015 của TCM. Tuy nhiên, khi xét đến tình hình kinh doanh tốt, kế hoạch mở rộng sản xuất đón đầu TPP và lợi thế sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ sợi đến may của TCM, chúng tôi cho rằng TCM vẫn là một cổ phiếu tốt, đáng đầu tư cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. Dự báo KQKD 2016 của TCM với DT ước đạt 3.424 tỷ đồng (+16% yoy) và LNST ước đạt 171 tỷ đồng (+13% yoy). Theo đó, EPS dự phóng cho 2016 ở mức 3.487 đồng/cp, tương ứng với P/E là 8,86 lần. Đây là mức P/E hợp lý cho một cổ phiếu đầu ngành như TCM. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Anh Tuấn, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Nguyên Phương

Chuyên viên Phân tích

nnphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

| | |
|-------------------------------------|--|
| Trụ sở chính Hà Nội | Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20 |
| Chi nhánh Hồ Chí Minh | Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106 |
| Chi nhánh Đà Nẵng | Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13 |
| Chi nhánh Cần Thơ | Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888 |
| Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng | Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573 |
| Phòng Giao dịch Giảng Võ | Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551 |
| Văn phòng Đại diện An Giang | Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841 |
| Văn phòng Đại diện Đồng Nai | F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812 |
| Văn phòng đại diện Vũng Tàu | Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78 |
| Văn phòng đại diện Hải Phòng | Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630 |