

Ngành Dệt may

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **30.400**

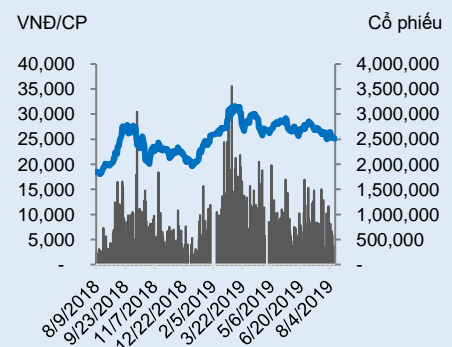
Giá thị trường (12/8/2019) 25.100

Lợi nhuận kỳ vọng 21%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18.020-31.620
Vốn hóa	1.454 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	57.916.468
KLGD bình quân 10 ngày	668.638
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2%
Beta	1,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TCM	22,1%	-7,7%	-12,7%	-7,5%
VN-Index	9,4%	-0,7%	-1,1%	0,5%

Chuyên viên phân tích

Ngô Trí Vinh

(84 8) 3914.6888 ext 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công

Ticker: TCM

Reuters: TCM.HM

Bloomberg: TCM VN

Kỳ vọng khả quan với tăng trưởng mảng may và vải trong 2019

Kết quả Kinh doanh 1H2019:

- **Doanh thu 1H19 của TCM đạt gần 1.770 tỷ VND, tăng 7% so với cùng kỳ**, với sản lượng hàng may mặc xuất khẩu tăng trưởng 17% so với cùng kỳ trong bối cảnh bị giảm đơn hàng từ nhóm khách hàng Sears là điểm sáng tích cực.
- **Biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 15,5% so với 17,7% cùng kỳ**, do đó lợi nhuận gộp 1H2019 của TCM đạt gần 274 tỷ VND (-6% yoy) do: (1) biên LN gộp mảng sợi giảm khi cạnh tranh gay gắt trong bối cảnh suy giảm nhu cầu, (2) chi phí nhân công tăng mạnh trong 1H2019 và (3) giá bán trong các đơn hàng với các đối tác mới phát triển chưa cao.
- **Kết thúc 6M2019, TCM ghi nhận khoảng 95 tỷ VND LNST sau CĐTS, giảm 18,2% so với cùng kỳ** và tương đương 40% kế hoạch. Ngoài ra, Lợi nhuận khác ròng 1H2019 ghi nhận gần 2,5 tỷ VND (-92% yoy) do cùng kỳ năm ngoái Công ty ghi nhận lợi nhuận liên quan đến việc bán tài sản liên quan đến nhà máy sợi tại Long An.

Triển vọng KQKD 2019: BVSC dự báo doanh thu đạt gần 3.923 tỷ VND (+7,1% yoy) và ghi nhận gần 233 tỷ VND LNST sau CĐTS (-11% yoy).

Quan điểm đầu tư:

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu TCM tại mức giá mục tiêu là 30.400VND/CP, tương đương P/E 2019 là 8,9x và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng là 21% so với giá đóng cửa ngày 12/8/2019 là 25.100VND/CP. Những điểm nhấn đầu tư chính gồm:

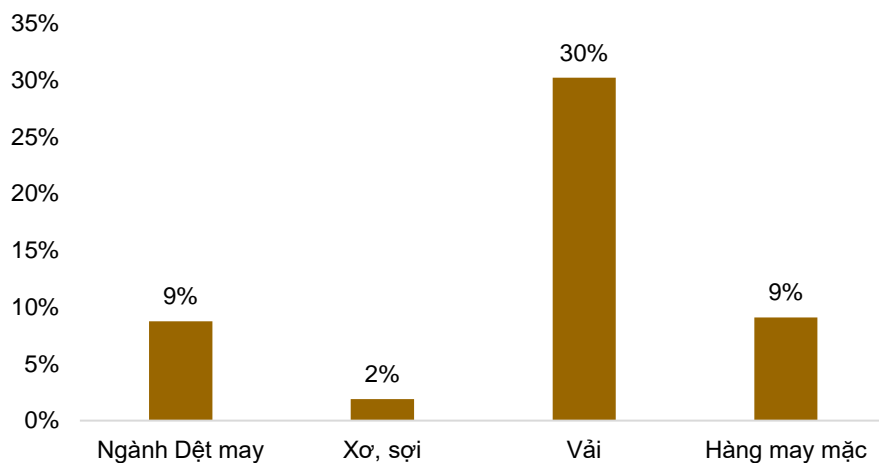
- Xu hướng dịch chuyển may mặc sang Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tích cực
- Năng lực sản xuất của TCM với lợi thế sở hữu chuỗi sản xuất hoàn chỉnh từ sợi đến hàng may mặc (áo là chủ yếu) giúp TCM có khả năng đáp ứng được cái yêu cầu về quy tắc xuất xứ, cũng như chủ động và cải thiện năng lực thực hiện đơn hàng trong khoảng thời gian rất cạnh tranh.
- Kế hoạch đầu tư tổ hợp nhuộm vải-may mặc tại Vĩnh Long sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Kết quả kinh doanh 1H2019

Mảng may duy trì tăng trưởng bình quân của ngành dù chịu ảnh hưởng từ nhóm Sears cuối 2018 là tín hiệu tích cực.

Trong 6 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu toàn ngành dệt may đạt hơn 18 tỷ USD, tăng 9% so với cùng kỳ, trong đó xuất khẩu sợi tăng chậm (+2% yoy) do các khách hàng hoãn đơn hàng trước lo ngại bất ổn từ kinh tế toàn cầu và xu hướng bán phá giá của các nhà sản xuất sợi Trung Quốc.

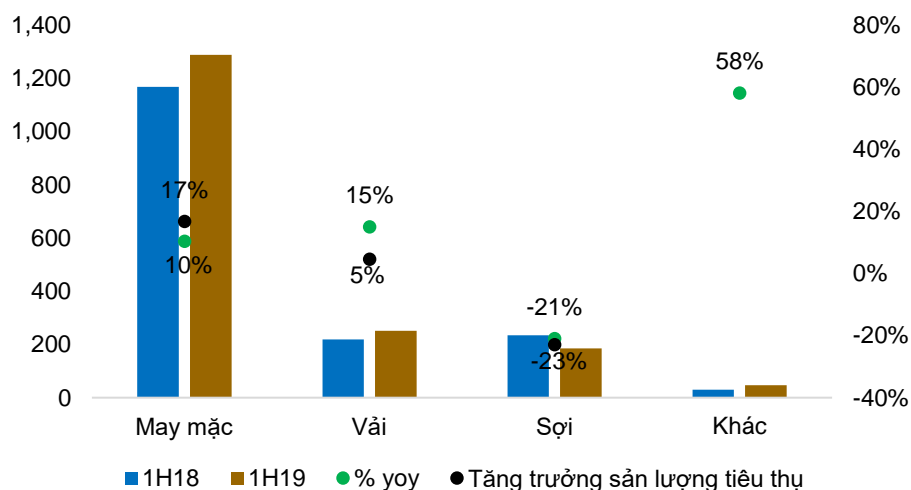
Hình 1: Tăng trưởng KNXK của Dệt may Việt Nam trong 6M2019



Nguồn: BVSC tổng hợp

Trong khi đó, doanh thu 1H19 của TCM đạt gần 1.770 tỷ VND, tăng 7% so với cùng kỳ, trong đó tăng trưởng của các ngành chính như sau:

Hình 2: Tăng trưởng các mảng chính trong 1H2019 của TCM



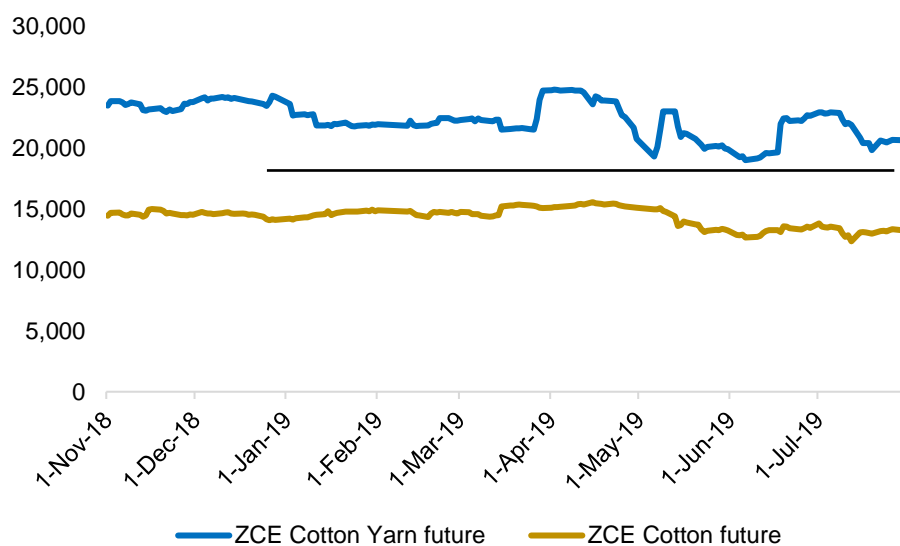
Nguồn: TCM và BVSC tổng hợp

- Màng may đạt tốc độ tăng trưởng 10% trong 1H19 đạt gần 1.287 tỷ VND, tương đương tăng trưởng của ngành mặc dù ít nhiều chịu ảnh hưởng từ sự suy giảm đơn hàng từ nhóm khách Sears. Trong đó, sản lượng áo ghi nhận trong kỳ tăng 17% yoy và cũng theo chia sẻ thì Công ty hiện đã tìm được một đối tác tại Mỹ thay thế lượng đơn hàng bị mất từ nhóm Sears
- Màng vải đạt hơn 251 tỷ VND doanh thu (+15% yoy), trong đó sản lượng vải dệt thời tiêu thụ tăng nhẹ ở mức 5% do 6 tháng đầu năm thường là mùa thấp điểm.
- Màng sợi ghi nhận doanh thu giảm 21% yoy với sản lượng tiêu thụ giảm 23% chủ yếu do tỷ lệ sử dụng nội bộ cải thiện khi sản lượng áo và vải trong kỳ tăng.

Biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 15,5% so với 17,7% cùng kỳ, do đó lợi nhuận gộp 1H2019 của TCM đạt gần 274 tỷ VND (-6% yoy). Các nguyên nhân chính bao gồm:

- Biên lợi nhuận màng sợi suy giảm còn khoảng 1-2% (so với 9-10% của năm 2018) với xu hướng giảm giá của các loại sợi toàn cầu do lo ngại ảnh hưởng của thương chiến Mỹ-Trung. Tính đến hết tháng 6/2019, giá sợi cotton đã giảm gần 7% so với thời điểm cuối 2018.

Hình 3: Diễn biến giá cotton và sợi cotton trong 11/2018 - 06/2019



Nguồn: BVSC tổng hợp

Số lượng công nhân tăng bình quân 13% so với cùng kỳ do TCM mua lại nhà máy may Trắng Bàng từ đối tác gia công từ cuối 2018, trong khi chi phí nhân công trong 1H19 cũng cao hơn do phát sinh chi phí tăng ca nhằm hoàn thành số lượng đơn hàng tập trung nhiều hơn trong thời điểm gần Tết cổ truyền trong bối cảnh thời gian nghỉ Tết năm nay cũng dài hơn 2 ngày.

- Đơn giá của một số đối tác mới phát triển trong năm 2019 còn thấp, ảnh hưởng phần nào biên lợi nhuận gộp màng may trong 1H2019

Lợi nhuận khác ròng 1H2019 ghi nhận gần 2,5 tỷ VND (-92% yoy) do cùng kỳ năm ngoái Công ty ghi nhận lợi nhuận liên quan đến việc bán tài sản liên quan đến nhà máy sợi tại Long An.

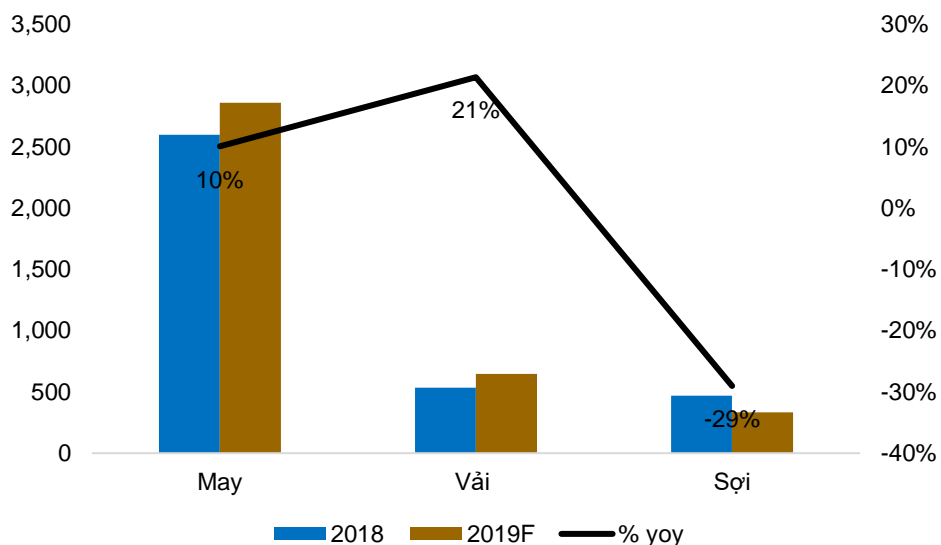
Do đó, kết thúc 6M2019, TCM ghi nhận khoảng 95 tỷ VND LNST sau CĐTS, giảm 18,2% so với cùng kỳ và tương đương 40% kế hoạch.

Dự báo Kết quả kinh doanh 2019

Cho cả năm 2019, BVSC dự báo doanh thu đạt gần 3.923 tỷ VND (+7,1% yoy) và ghi nhận gần 233 tỷ VND LNST sau CĐTS (-11% yoy).

Về tăng trưởng doanh thu, mông may và vải được kỳ vọng đạt tăng trưởng khả quan lần lượt là +10% yoy và +21% yoy so với cùng kỳ, trong khi mông sợi với việc tăng tỷ lệ sử dụng nội bộ nên doanh thu dự báo giảm 29% yoy.

Hình 4: Dự báo tăng trưởng doanh thu các mảng chính của TCM trong 2019



Nguồn: BVSC dự báo

Biên lợi nhuận gộp chung toàn Công ty dự báo ở mức 16,5% so với 18,5% của 2018 và 15,5% trong 1H2019, qua đó lợi nhuận gộp đạt gần 648 tỷ VND (-6% yoy). Chúng tôi kỳ vọng trong 6 tháng cuối năm 2019, biên lợi nhuận gộp cải thiện so với đầu năm nhờ (1) không còn bị ảnh hưởng bởi yếu gia tăng chi phí nhân công do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết đầu năm và (2) mông vải với biên lợi nhuận gộp tốt hơn (GPM: 20-25%) đạt mức tăng trưởng tốt hơn so với 1H2019, đạt 15%, qua đó chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận gộp chung.

Chi phí quản lý và bán hàng giảm 15,2% yoy, chủ yếu do cuối 2018 TCM đã trích lập hơn 79 tỷ VND dự phòng các khoản công nợ liên quan đến nhóm Sears trong khi BVSC thận trọng dự báo Công ty sẽ tiếp tục trích dự phòng khoản 21 tỷ VND còn lại năm nay trong thời gian

đợi kết quả từ tiến trình giải quyết vụ phá sản của nhóm Sears. **Bên cạnh đó, khoản lợi nhuận ròng khác năm 2019 giả định ghi nhận 1,8 tỷ VND (-98% yoy)** do cùng kỳ Công ty ghi nhận gần 75 tỷ VND từ bán tài sản liên quan đến nhà máy sợi cũng như đánh giá lại chênh lệch giữa giá trị tài sản ròng và giá mua cổ phần của TCM tại Savimex (HoSE: SAV).

Do đó, LNST sau CĐTS dự báo đạt gần 233 tỷ VND (-11% yoy), tương đương EPS 2019 điều chỉnh dự báo đạt 3.416VND/CP. Nếu loại bỏ các ảnh hưởng từ các khoản trích dự phòng khoản phải thu cũng như các thu nhập bất thường, lợi nhuận kinh doanh cốt lõi của TCM ước giảm 5% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, liên quan đến dự án TC Tower, Công ty hiện đang đợi được phê duyệt giấy phép đầu tư mới và theo ước tính nếu sau khi có hoàn tất thủ tục pháp lý và Công ty thực hiện góp vốn bằng đất vào liên doanh với E-Land để phát triển dự án căn hộ theo kế hoạch, TCM có thể ghi nhận khoản lợi nhuận trước thuế khoảng 90 tỷ từ việc đánh giá lại phần đất liên quan. Tuy nhiên, với những khó khăn gần đây trong công tác phê duyệt đầu tư dự án gần đây tại TP. HCM, chúng tôi thận trọng chưa đưa khoản lợi nhuận trên vào dự báo năm 2019.

Quan điểm đầu tư.

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu TCM tại mức giá mục tiêu là 30.400VND/CP, tương đương P/E 2019 là 8,9x và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng là 21% so với giá đóng cửa ngày 12/8/2019 là 25.100VND/CP. Những điểm nhấn đầu tư chính gồm:

- Xu hướng dịch chuyển may mặc sang Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tích cực nhờ vào (1) ưu đãi thuế suất từ các Hiệp định thương mại (HĐTM) đã và có khả năng ký kết sắp tới, tiêu biểu như HĐTM Việt-Nhật, Việt-Hàn, CPTPP, EVFTA, (2) lợi thế về chi phí nhân công của Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh mặt bằng lương tại Trung Quốc tăng đáng kể trong vài năm gần đây do ảnh hưởng từ chính sách “một con” của Chính phủ giai đoạn trước và (3) dự định áp mức thuế 10% lên gói hàng xuất khẩu của Trung Quốc vào Mỹ trị giá 300 tỷ USD, bao gồm hàng may mặc, từ 1/9 sắp tới và có khả năng nâng lên mức 25% nếu căng thẳng giữa 2 nước tiếp tục gia tăng. Do đó, BVSC kỳ vọng doanh thu may mặc của TCM có thể đạt mức tăng trưởng kép giai đoạn 2019-2023 là 15%/năm.
- Năng lực sản xuất của TCM với lợi thế sở hữu chuỗi sản xuất hoàn chỉnh từ sợi đến hàng may mặc (áo là chủ yếu) giúp TCM có khả năng đáp ứng được cái yêu cầu về quy tắc xuất xứ từ đó tận dụng được ưu đãi từ các HĐTM. Bên cạnh đó, chuỗi cung ứng khép kín cũng giúp TCM có thể chủ động và cải thiện năng lực thực hiện đơn hàng trong khoảng thời gian rất cạnh tranh, một trong những yếu tố quan trọng trong xu hướng thời trang nhanh gần đây. Cụ thể, theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, có những đơn hàng TCM chỉ mất khoảng 1 tuần để hoàn thành kể từ lúc bản thiết kế 3D sản phẩm được duyệt từ phía khách hàng.

- Kế hoạch đầu tư tổ hợp nhuộm vải-may mặc tại Vĩnh Long sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn. Hiện tại, TCM đang tìm kiếm tăng diện tích đất xung quanh nhà máy tại Vĩnh Long với định hướng sẽ phát triển mảng nhuộm trong trung hạn và mảng may mặc về dài hạn trong bối cảnh chi phí nhân công tại TP. HCM ngày càng gia tăng.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro suy giảm nhu cầu tiêu cầu: do ảnh hưởng từ các bất ổn kinh tế Thế giới trong thời gian gần đây với các sự kiện như thương chiến Mỹ-Trung, Brexit, ... nếu tiếp tục diễn biến theo hướng cực đoan có thể tác động đến tăng trưởng kinh tế Toàn cầu, qua đó làm suy giảm nhu cầu tiêu dùng, trong đó có các sản phẩm may mặc.

Rủi ro chi phí nhân công tăng đột biến từ các áp lực từ cạnh tranh nhu cầu tuyển lao động, đặc biệt từ các doanh nghiệp FDI chuyển dịch sang sản xuất tại Việt Nam. Tuy nhiên, việc các nhà sản xuất FDI, trong đó có ngành dệt may, như Eclat đã thông báo dừng đầu tư mở rộng tại Việt Nam với lo ngại về tốc độ tăng trưởng chi phí nhân công quá mức từ làn sóng đầu tư mở rộng ồ ạt. Do đó, BVSC kỳ vọng việc các nhà sản xuất FDI lớn thận trọng hơn trong việc đầu tư sẽ giảm bớt áp lực lên nhu cầu lao động và tăng trưởng lương trong thực tế.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	2.792	3.071	3.209	3.662
Giá vốn	2.365	2.652	2.706	2.983
Lợi nhuận gộp	426	419	503	679
Doanh thu tài chính	24	26	26	32
Chi phí tài chính	87	68	71	89
Lợi nhuận sau thuế	154	114	192	259

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Tiền & khoản tương đương tiền	88	96	130	216
Các khoản phải thu ngắn hạn	157	346	434	332
Hàng tồn kho	781	729	806	1.138
Tài sản cố định hữu hình	679	770	677	687
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	140	142	101	67
Tổng tài sản	2.509	2.820	3.035	3.247
Nợ ngắn hạn	1.231	1.468	1.626	1.701
Nợ dài hạn	382	437	337	270
Vốn chủ sở hữu	896	916	1.072	1.276
Tổng nguồn vốn	2.509	2.820	3.035	3.247

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	8,6%	10,0%	4,5%	14,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-8,8%	-25,6%	67,8%	35,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	15,3%	13,6%	15,7%	18,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,5%	3,7%	6,0%	7,1%
ROA (%)	6,7%	4,3%	6,5%	8,2%
ROE (%)	18,0%	12,6%	19,3%	22,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,64	67,5%	64,7%	60,7%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,80	208,0%	183,3%	154,4%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.121	2.323	3.713	4.778
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.205	18.609	20.746	23.537

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888