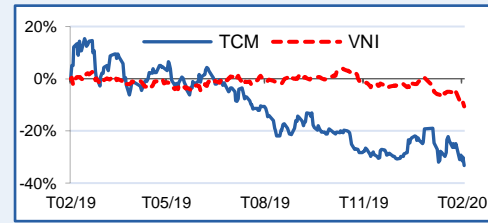


Ngành:	Dệt may		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	02/03/2020	Tăng trưởng DT	-0,5%	2,8%	7,0%	4,4%
Giá hiện tại:	17.800VND	Tăng trưởng EPS	-16,8%	-1,1%	6,4%	2,2%
Giá mục tiêu hiện tại:	20.000VND	Biên LN gộp	15,9%	15,7%	16,1%	15,9%
Giá mục tiêu trước đây:	22.200VND	Biên LN ròng	5,9%	5,7%	5,7%	5,6%
TL tăng:	+12,4%	EV/EBITDA	3,4x	3,3x	3,3x	3,3x
Lợi suất cổ tức:	5,6%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	2,0x	3,3x	3,3x	3,9x
Tổng mức sinh lời:	+18,0%	P/E	5,6x	5,7x	5,3x	5,2x



GT vốn hóa:	44,4tr USD		TCM	Peers	VNI
Room KN:	190.000USD	P/E (trượt)	5,6x	6,4x	13,7x
GTGD/ngày (30n):	520.000USD	P/B (hiện tại)	0,7x	0,8x	2,0x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	28,5%	86,4%	N.A.
SL cổ phiếu lưu hành:	57,9 tr	ROE	16,0%	13,7%	15,1%
Pha loãng:	57,9 tr	ROA	7,0%	4,1%	2,5%

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, Nhật Bản và Hàn Quốc

Thái Nhựt Đăng
Chuyên viên

Hoàng Nam
Chuyên viên cao cấp

Thỏa thuận thương mại có khả năng hỗ trợ triển vọng dài hạn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM), nhưng giảm giá mục tiêu 10% còn 20.000 đồng/CP, tương ứng tổng mức sinh lời dự phóng đạt 18%, bao gồm lợi suất cổ tức 5,6%.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh mức giảm giá định LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi trung bình 6,3% (không bao gồm lãi/lỗ ngoài cốt lõi) trong giai đoạn 2020-2022, chủ yếu do giảm giá định doanh số xuất khẩu sợi và sản phẩm may mặc tổng cộng 6,6% trong cùng giai đoạn, chủ yếu vì doanh số xuất khẩu của TCM tiếp tục tăng trưởng chững lại cùng với bùng phát dịch virus corona. Bùng phát dịch được kỳ vọng sẽ trì hoãn chuỗi sản xuất của TCM trong ngắn hạn.
- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2020 sẽ tăng 2,8% YoY đạt 3,7 nghìn tỷ đồng trong khi LNST sau lợi ích CĐTTS giảm 1,1% YoY còn 213 tỷ đồng. Sự khác biệt giữa tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đến từ biên lợi nhuận gộp dự phóng năm 2020 giảm 0,2 điểm phần trăm YoY.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phục hồi trong năm 2021 với doanh thu tăng 7% YoY và LNST sau lợi ích CĐTTS tăng 6,4% YoY, chủ yếu nhờ tăng trưởng doanh số xuất khẩu của mảng vải và sản phẩm may mặc đến các thị trường hiện hữu của TCM.
- Chúng tôi cho rằng định giá của TCM đã trở nên hấp dẫn hơn tại PER trượt 12 tháng đạt 5,6 lần – chiết khấu 13% so với trung vị PER trượt 12 tháng của các công ty cùng ngành là 6,4 lần.
- Lợi thế cạnh tranh của TCM đến từ chuỗi giá trị tích hợp từ kéo sợi đến sản xuất sản phẩm may mặc cùng với quan hệ với E-Land Group, tập đoàn bán lẻ thời trang của Hàn Quốc, vốn là cổ đông và là khách hàng lớn nhất của TCM.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: biên lợi nhuận tiếp tục giảm, chững lại trong cải thiện năng suất, nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính của TCM giảm.

Bùng phát dịch virus corona ảnh hưởng tăng trưởng doanh thu của TCM. Vì Trung Quốc là nhà cung cấp nguyên liệu may mặc chính của Việt Nam, chúng tôi cho rằng tình trạng gián đoạn hoạt động sản xuất tại Trung Quốc do bùng phát dịch virus corona sẽ trì hoãn chuỗi sản xuất của Việt Nam. Do đó, chúng tôi giảm 6,1% giá định doanh thu năm 2020 cho TCM, dẫn đến mức tăng 2,8% YoY. Giả định kịch bản cơ sở của chúng tôi cho rằng gián đoạn do bùng phát dịch sẽ đạt đỉnh trước thời điểm cuối quý 1/2020. Chúng tôi cũng kỳ vọng TCM sẽ ít phụ thuộc hơn vào nguồn cung từ Trung Quốc nhờ chuỗi giá trị tích hợp từ kéo sợi đến sản xuất sản phẩm may mặc.

TCM hưởng lợi từ Hiệp định thương mại tự do EU - Việt Nam (EVFTA). Doanh thu xuất khẩu của TCM sang thị trường EU chỉ chiếm khoảng 3% tổng doanh thu của công ty, trong bối cảnh

thị trường chính của TCM tại EU là Anh, sẽ không tham gia EVFTA. Chúng tôi cho rằng TCM cần nhiều thời gian để gia tăng sản lượng tại các thị trường mới. Tuy nhiên, so với các công ty cùng ngành trong nước tại Việt Nam, chuỗi giá trị tích hợp của TCM có nhiều lợi thế khi đáp ứng các quy chuẩn xuất xứ từ vải trở đi của EVFTA.

Công ty lên kế hoạch mở rộng công suất. Theo ban lãnh đạo, TCM kỳ vọng đầu tư nhà máy may và nhuộm vải mới tại Vĩnh Long và dự kiến xin ý kiến cổ đông trong ĐHCĐ tiếp theo của công ty nhằm phát hành cổ phiếu mới cho các cổ đông hiện hữu/chiến lược. Vì nguồn thông tin và kế hoạch cho dự án này còn hạn chế, chúng tôi không ghi nhận kế hoạch này trong dự báo của chúng tôi.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	3.644	3.745	4.006	4.181	Tiền và tương đương	225	319	453	487
Giá vốn hàng bán	3.065	3.159	3.361	3.515	Đầu tư TC ngắn hạn	225	232	248	259
Lợi nhuận gộp	579	587	644	667	Các khoản phải thu	251	182	200	212
Chi phí bán hàng	-134	-139	-159	-168	Hàng tồn kho	893	1.191	1.273	1.395
Chi phí quản lí DN	-153	-159	-180	-190	TS ngắn hạn khác	30	31	33	35
LN thuần HĐKD	292	288	305	309	Tổng TS ngắn hạn	1.624	1.955	2.207	2.387
Doanh thu tài chính	35	38	41	47	TS dài hạn (gộp)	1.858	2.018	2.198	2.386
Chi phí tài chính	-62	-65	-68	-72	- Khấu hao lũy kế	-767	-900	-1.037	-1.186
Trong đó, chi phí lãi vay	-49	-43	-45	-48	TS dài hạn (ròng)	1.091	1.118	1.161	1.200
Lợi nhuận từ công ty LDLK	4	4	5	5	Đầu tư TC dài hạn	70	72	77	80
Lợi nhuận/(chi phí) khác	5	5	6	6	TS dài hạn khác	138	141	148	153
LNTT	274	271	289	295	Tổng TS dài hạn	1.298	1.331	1.386	1.433
Thuế TNDN	-57	-57	-60	-62	Tổng Tài sản	2.923	3.286	3.593	3.820
LNST trước CĐTS	217	215	228	233	Phải trả ngắn hạn	187	377	403	401
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	-1	-1	-1	Nợ ngắn hạn	733	749	801	836
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	216	213	227	232	Nợ ngắn hạn khác	411	423	452	472
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	183	181	193	197	Tổng nợ ngắn hạn	1.331	1.548	1.656	1.709
EBITDA	410	420	443	457	Nợ dài hạn	123	112	140	167
EPS báo cáo, VND	3.718	3.678	3.915	4.001	Nợ dài hạn khác	43	44	47	49
EPS điều chỉnh, VND	3.160	3.127	3.328	3.401	Tổng nợ	1.498	1.705	1.843	1.925
EPS pha loãng, VND	3.160	3.127	3.328	3.401	Vốn cổ phần	580	580	580	580
DPS báo cáo, VND	1.000	1.000	1.000	1.500	Thặng dư vốn cổ phần	23	23	23	23
DPS/EPS	32%	32%	30%	44%	Lợi nhuận giữ lại	406	619	826	1.012
(1) điều chỉnh cho quỹ khen thưởng – phúc lợi					Treasury shares	-6	-6	-6	-6
TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F	Vốn khác	394	394	394	394
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	9	9	9	9
Tăng trưởng doanh thu	-0,5%	2,8%	7,0%	4,4%	Vốn chủ sở hữu	1.425	1.581	1.750	1.895
Tăng trưởng LN HĐKD	-4,2%	-1,3%	6,0%	1,0%	Tổng cộng nguồn vốn	2.923	3.286	3.593	3.820
Tăng trưởng LNTT	-15,3%	-1,1%	6,4%	2,2%	CP lưu hành cuối năm (triệu)*	58	58	58	58
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh (1),	-16,8%	-1,1%	6,4%	2,2%	* điều chỉnh theo cổ tức bằng cổ phiếu 7% vào ngày 28/05/2019				
Khả năng sinh lời					LCTT (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Biên LN gộp %	15,9%	15,7%	16,1%	15,9%	Tiền đầu năm	216	225	319	453
Biên LN từ HĐ %	8,0%	7,7%	7,6%	7,4%	Lợi nhuận sau thuế	216	213	227	232
Biên EBITDA	11,3%	11,2%	11,1%	10,9%	Khấu hao	115	132	138	148
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,9%	5,7%	5,7%	5,6%	Thay đổi vốn lưu động	273	-29	-47	-117
ROE %	16,0%	14,2%	13,6%	12,7%	Điều chỉnh khác	-77	0	0	0
ROA %	7,0%	6,9%	6,6%	6,3%	Tiền từ hoạt động KD	527	316	318	264
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-75	-160	-180	-188
Số ngày tồn kho	109	119	119	125	Đầu tư, ròng	-5	-11	-28	-19
Số ngày phải thu	34	34	34	34	Tiền từ HĐ đầu tư	-79	-171	-208	-207
Số ngày phải trả	22	37	37	35	Cổ tức đã trả	-27	-58	-58	-87
TG luân chuyển tiền	121	116	116	124	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-275	16	52	35
CS thanh toán hiện hành	1,2x	1,3x	1,3x	1,4x	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-99	-11	28	27
CS thanh toán nhanh	0,5x	0,5x	0,5x	0,6x	Tiền từ các hoạt động TC	-38	1	3	2
CS thanh toán tiền mặt	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x	Tiền từ hoạt động TC	-439	-52	25	-23
Nợ/Tài sản	29,3%	26,2%	26,2%	26,3%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	9	94	134	34
Nợ/Vốn sử dụng	17,8%	12,7%	9,0%	8,9%	Tiền cuối năm	225	319	453	487
Nợ/Vốn CSH	28,5%	19,7%	13,8%	13,6%					
Khả năng thanh toán lãi vay	5,9x	6,7x	6,8x	6,5x					

Nguồn: TCM, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Thái Nhật Đăng và Hoàng Nam, 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, 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 & Hà Nội

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

- 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 Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

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.