

BÁO CÁO CẬP NHẬT NGÀNH DỆT MAY

Tháng 10 - 2014

CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

Chuyên viên phân tích: Hà Thị Thu Hằng

Điện thoại: (84 8) 3914 6888 - Ext: 158

Email: hathithuhang@baoviet.com.vn

TỔNG QUAN

DIỄN BIẾN NGÀNH DỆT MAY 6T2014 VÀ DỰ BÁO

- Giá bông thế giới dự kiến tiếp tục giảm trong năm 2014-2015.
- Chi phí lao động dệt may ngày càng tăng.
- Dệt may trở thành ngành đạt giá trị xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam.
- Tăng trưởng ở tất cả thị trường chính.
- Khó hoàn thành đàm phán TPP trong năm 2014.

CÁC DOANH NGHIỆP DỆT MAY NIÊM YẾT

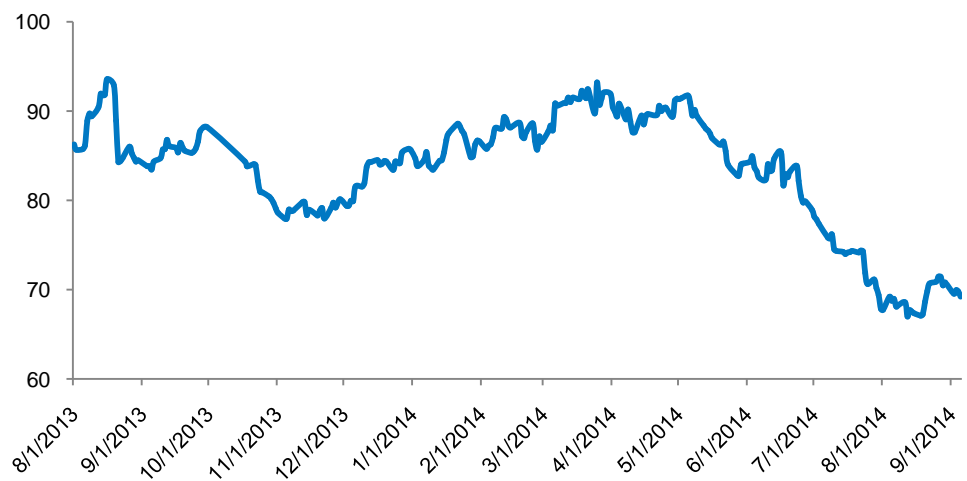
- Bảng tóm tắt năng lực sản xuất các công ty dệt may niêm yết.
- Diễn biến chỉ số giá cổ phiếu ngành dệt may so với cuối năm 2013.
- Kết quả kinh doanh và chỉ số tài chính cơ bản
- Cập nhật nhanh một số công ty niêm yết.

DIỄN BIẾN NGÀNH DỆT MAY 6T2014 VÀ DỰ BÁO

- Giá bông thế giới dự kiến tiếp tục giảm trong năm 2014-2015.** Theo số liệu của Tổng cục Hải quan Trung Quốc, 7 tháng đầu năm 2014 nhập khẩu bông của Trung Quốc chỉ đạt 1,67 triệu tấn, giảm 39% so với cùng kỳ năm 2013. Là nước tiêu dùng bông lớn nhất thế giới, do đó, nhu cầu nhập khẩu bông giảm khiến giá bông thế giới giảm ~19,2% so với đầu năm 2014.

Theo dự báo của Ủy ban tư vấn bông quốc tế (ICAC), giá bông thế giới sẽ tiếp tục giảm trong năm 2014-2015 do: (1) Sản xuất bông sẽ đạt 26,05 triệu tấn (giảm 1,5% yoy) trong khi tiêu thụ bông ước đạt 24,4 triệu tấn (tăng 4% yoy) khiến tình trạng cung vượt cầu tiếp tục diễn ra; (2) Tồn kho bông toàn cầu niên vụ 2014/2015 sẽ tăng 8,2% lên 22,2 triệu tấn, trong đó tồn kho ngoài Trung Quốc dự báo đạt mức kỷ lục 9,7 triệu tấn. Sự tăng trưởng của tồn kho bông ngoài Trung Quốc sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực lên giá bông thế giới khi Trung Quốc có thể tiếp tục bán ra bông dự trữ.

Diễn biến giá bông giao ngay thị trường Mỹ (USD cent/lb)

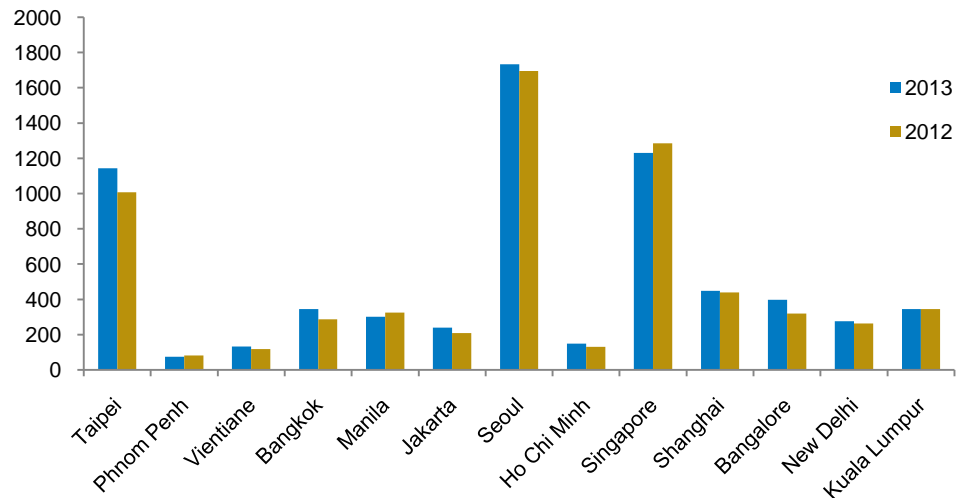


(Nguồn: Bloomberg)

- Chi phí lao động dệt may ngày càng tăng.** Theo tổ chức Lao động quốc tế (ILO) lương bình quân ở Châu Á đã tăng gấp đôi trong thập kỷ vừa qua, cao hơn nhiều so với mức tăng 5% ở các nước phát triển và mức 23% trên toàn thế giới. Riêng ở khu vực ASEAN, theo khảo sát của Jetro 2013, mức lương cơ bản cũng liên tục tăng trong thời gian gần đây. Cụ thể, Việt Nam (+19,7%), Indonesia (+14,7%), Thái Lan (+10,9%), Philippines (+5,9%), Malaysia (+4,7%), Myanmar (+13,3%) và Bangladesh (+13,0%). Do đặc thù là ngành thâm dụng lao động, chi phí lương tăng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp dệt may từ đó có thể làm giảm lợi thế của các doanh nghiệp xuất khẩu ở khu vực này.

Đối với ngành dệt may Việt Nam nói riêng, mặc dù lương cơ bản tăng khá mạnh nhưng chỉ cao hơn Lào, Campuchia và vẫn cạnh tranh so với Indonesia, Malaysia và Trung Quốc.

Lương cơ bản của công nhân sản xuất (USD/tháng)



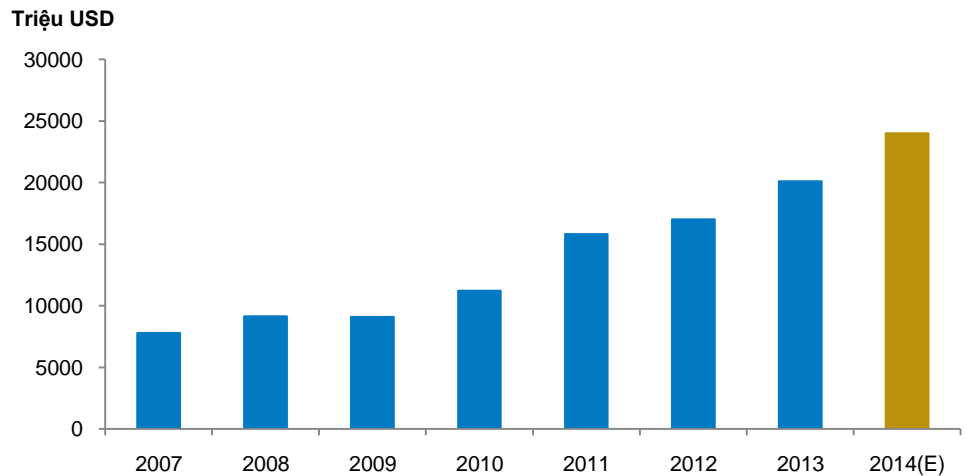
(Nguồn: Khảo sát của Jetro 2012- 2013)

- Dệt may trở thành ngành đạt giá trị xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam.** Theo thống kê từ Cục xuất nhập khẩu, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may tháng 8/2014 đạt gần 2,2 tỷ USD, tăng 0,2% so với tháng trước và tăng 20,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Như vậy, đây là tháng thứ 3 liên tiếp ngành dệt may vượt qua điện thoại để trở thành ngành đạt giá trị xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Tính chung 8 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu mặt hàng này ước đạt 13,65 tỷ USD, tăng 19,7% so với cùng kỳ năm trước.

Hoạt động sản xuất may mặc cũng có sự tăng trưởng trong tháng 8. Cụ thể, sản lượng quần áo may mặc đạt ~274,6 triệu cái, tăng 8,8% so với cùng kỳ năm trước; sản xuất vải dệt từ sợi tự nhiên đạt ~23,3 triệu m², tăng 3,9%; sản xuất vải dệt từ sợi tổng hợp và sợi nhân tạo đạt ~67,4 triệu m², tăng 13%. Tính chung 8 tháng đầu năm 2014, quần áo may mặc tăng 10%; vải dệt từ sợi tự nhiên tăng 15,6%; vải dệt từ sợi tổng hợp tăng 3,1%.

Triển vọng các tháng cuối năm 2014. Trong những tháng cuối năm, nhu cầu mua sắm ở nhiều thị trường sẽ tăng lên trong các dịp lễ. Do đó, cơ hội để các doanh nghiệp dệt may tiếp tục bứt phá là khá lớn. Với kết quả đã đạt được, kim ngạch xuất khẩu dệt may cả năm dự kiến ~24 tỷ USD (+ 20% yoy)

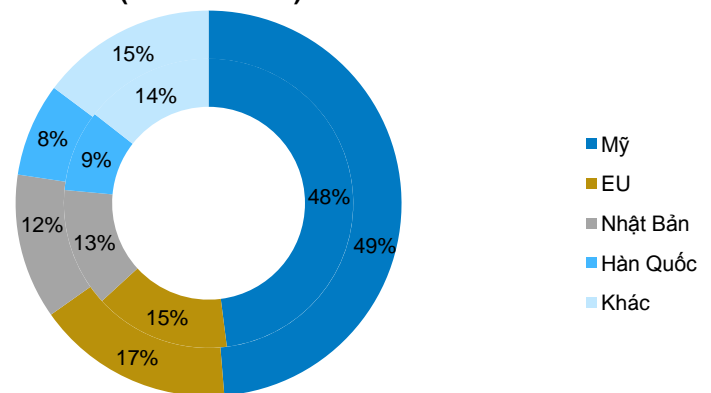
Xuất khẩu dệt may của Việt Nam qua các năm



(Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam)

- Tăng trưởng ở tất cả thị trường chính.** Về thị trường xuất khẩu, hàng dệt may Việt Nam tăng trưởng tốt ở hầu hết các thị trường chính như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản và Hàn Quốc. Cụ thể, tính đến hết tháng 7/2014, xuất khẩu sang Mỹ đạt 5,6 tỷ USD, tăng 14,2% yoy; sang Châu Âu đạt 1,9 tỷ USD, tăng 26,5% yoy; sang Nhật Bản đạt 1,4 tỷ USD, tăng 12,3% yoy; sang Hàn Quốc đạt 0,9 tỷ USD, tăng 36,7% yoy.

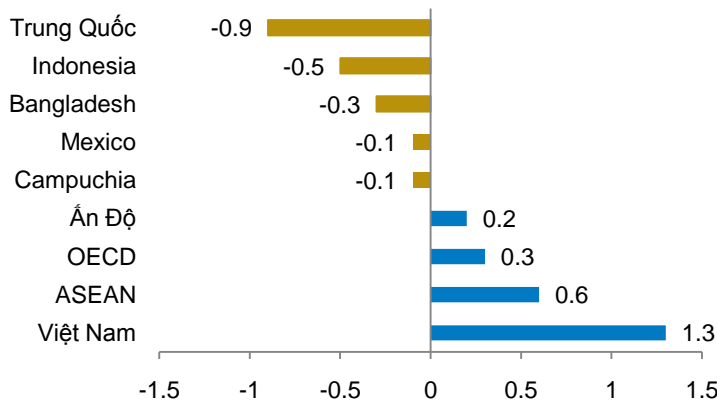
Cơ cấu thị trường xuất khẩu dệt may của Việt Nam (2013 - 7T2014)



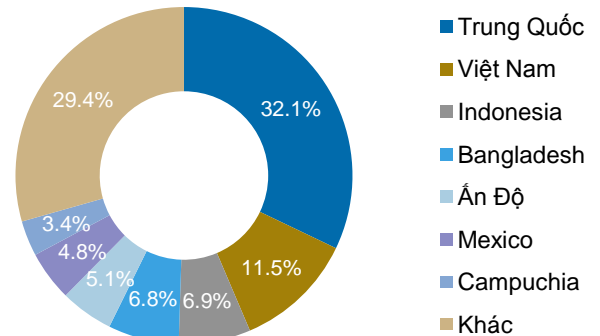
(Nguồn: BVSC)

Mỹ vẫn là thị trường nhập khẩu dệt may lớn nhất của Việt Nam với tỷ trọng 49%. Thị phần dệt may Việt Nam tại Mỹ đang cải thiện trong khi các nước Trung Quốc, Bangladesh, Campuchia đều giảm. Điều này cho thấy, khả năng cạnh tranh của hàng dệt may Việt Nam đang tăng dần trên thị trường Mỹ. Dự kiến xuất khẩu sang Mỹ cả năm 2014 đạt ~10 tỷ USD (+16% yoy). Mỹ cũng là quốc gia lớn tham gia đàm phán TPP, do đó đây sẽ là thị trường đầy tiềm năng của dệt may Việt Nam trong tương lai.

Chuyển dịch nhập khẩu may mặc tại Mỹ (5T/2014 so với 2013)



Nhập khẩu may mặc của Mỹ theo nước (5T2014)



(Nguồn: OTEXA)

Châu Âu là thị trường xuất khẩu dệt may lớn thứ 2 của Việt Nam. Với mức tăng 26,5%, có thể thấy xuất khẩu dệt may sang EU đang tăng trưởng khá tốt. Dự kiến xuất khẩu sang EU năm 2014 đạt ~3,1 tỷ USD (+14% yoy). Tuy nhiên quy mô xuất khẩu của Việt Nam vẫn còn khiêm tốn so với tiềm năng tiêu thụ của khu vực này. Hiện nay Bangladesh là nước cung ứng hàng may mặc lớn nhất vào EU, tiếp đến là Trung Quốc, Hồng Kông, Ấn Độ, Indonesia, Pakistan... EU có 27 nước, với trên 500 triệu dân, chiếm 50% tổng kim ngạch nhập khẩu dệt may toàn cầu. Chi phí mua sắm hàng may mặc ở EU rất cao và có sự đa dạng trong tiêu thụ sản phẩm. Trong 4 nhóm hàng may mặc tiêu thụ tại EU, hàng thiết kế cao cấp chiếm gần 5%, hàng sản xuất theo xu hướng thời trang chiếm trên 30%, hàng xu hướng theo mùa 45%, hàng giá rẻ, đáp ứng số đông chiếm 17%. Việt Nam mới đáp ứng được phân khúc hàng tiêu thụ theo mùa và giá rẻ. Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-EU đang đi đến những phiên đàm phán cuối và dự kiến sẽ được ký kết vào cuối năm nay. Đây là cơ hội để xuất khẩu dệt may sang EU tiếp tục tăng trưởng cao hơn.

Về thị trường **Nhật Bản**, với xu hướng dịch chuyển sản xuất dệt may từ Trung Quốc sang Việt Nam, dự kiến số đơn đặt hàng trong năm 2014 có thể tăng 20-30% so với năm 2013. Các hiệp định song phương giữa Việt Nam và Nhật Bản cũng như việc Nhật Bản tham gia vào TPP sẽ tạo thuận lợi cho xuất khẩu dệt may của Việt Nam trong thời gian tới. Dự kiến xuất khẩu sang Nhật Bản năm 2014 đạt ~2,7 tỷ USD (+13,5% yoy).

Hàn Quốc là thị trường có mức tăng trưởng ấn tượng nhất trong 7T2014. Do chi phí lao động tăng cao, Hàn Quốc đã và đang tiếp tục chuyển dịch sản xuất dệt may sang các nước đang phát triển có chi phí thấp hơn trong đó có Việt Nam. Bên cạnh đó, hiệp định thương mại ASEAN-Hàn Quốc tác động tích cực đến doanh nghiệp dệt may

Hàn Quốc và Việt Nam. Dự kiến xuất khẩu sang Hàn Quốc năm 2014 đạt ~1,7 tỷ USD (+3,7% yoy)

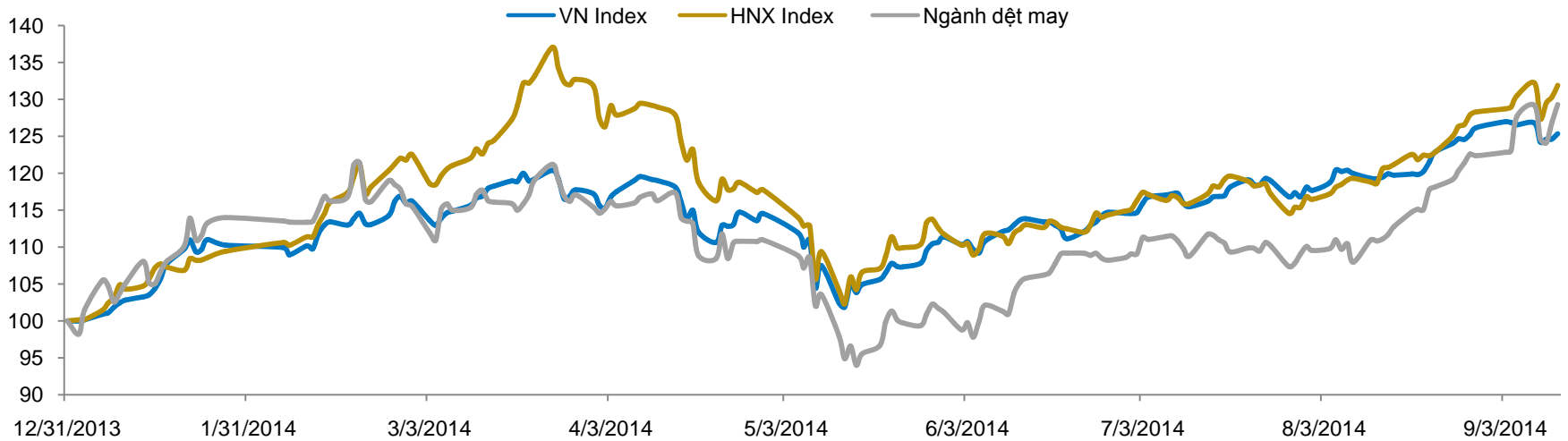
- **Khó hoàn thành đàm phán TPP trong năm 2014.** Trong vòng đàm phán diễn ra tại Việt Nam (từ 1/9-10/9/2014) các đoàn đàm phán đã đạt được tiến bộ quan trọng về doanh nghiệp nhà nước, sở hữu trí tuệ, đầu tư, quy tắc xuất xứ, tính minh bạch và chống tham nhũng, lao động. Tuy nhiên khả năng hoàn thành trong năm 2014 là khó xảy ra bởi vẫn còn nhiều vấn đề chưa được giải quyết.

CÁC DOANH NGHIỆP DỆT MAY NIÊM YẾT

Quý 4 thường là thời gian cao điểm của các doanh nghiệp dệt may. Do đó chúng tôi cho rằng cơ hội bứt phá của nhóm cổ phiếu dệt may vẫn còn và đây là thời điểm phù hợp cho nhà đầu tư chọn lọc những cổ phiếu có kết quả kinh doanh tốt, tiềm năng tăng trưởng cao và mức giá hợp lý để đầu tư.

- **Bảng tóm tắt năng lực sản xuất các công ty dệt may niêm yết**

Mã CP	Nguyên liệu	Sản xuất	Sản phẩm chính	Thị trường	Công suất
EVE	Xơ Polyester, Vải	FOB	- Chăn, ga, gối, đệm. - Bông tám	Xuất khẩu: Nhật Bản, Hàn Quốc Doanh thu nội địa: 95%	30 triệu yards bông tám; 10 triệu sản phẩm CGGD
GIL	Vải	FOB; Gia công	- Ba lô, - Túi xách	Chủ yếu xuất khẩu: Mỹ, EU	57 chuyền may
GMC	Vải	FOB; Gia công	- Quần áo thể thao - Áo jacket	Trên 90% xuất khẩu: EU, US	59 chuyền may
KMR	Xơ Polyester, Vải	FOB	- Bông tám, - Chăn bông	Xuất khẩu Mỹ, EU, Hàn Quốc Bán tại Việt Nam	
TCM	Bông	FOB	- Áo thun - Áo sơ mi	Xuất khẩu Mỹ, EU, Hàn Quốc	21.000 tấn sợi 18 triệu sản phẩm may
TET	Vải		- Quần áo - Balo - Túi xách, cặp sách	Xuất khẩu Mỹ, EU, Nhật Bản	
NPS	Vải	FOB, Gia công	- Quần áo	Xuất khẩu (50%)	
TNG	Vải	FOB	- Áo jacket - Quần jeans, quần âu	90% xuất khẩu US, Canada, EU	156 chuyền may

Diễn biến chỉ số giá cổ phiếu ngành dệt may so với cuối năm 2013

Kết quả kinh doanh và chỉ số tài chính cơ bản

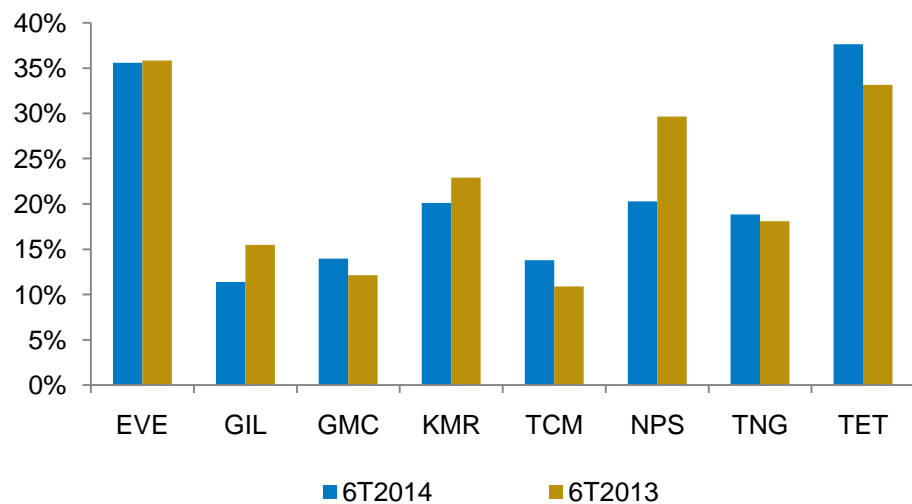
Mã CP	6T 2014		+/- YoY		% Kế hoạch		ROE	ROA	NPM	GPM	Đòn bẩy TC	VHTT (Tỷ VND)	EPS (VND)	BVPS (VND)	Giá* (VND)	PE	P/B
	DT	LNST	DT	LNST	DT	LNST											
EVE	311	30	-7%	-25%	39%	33%	10.1%	8.4%	10.6%	35.6%	0.27	696	2,863	29,231	25,300	8.84	0.87
GIL	554	17	29%	45%	62%	48%	20.7%	8.0%	5.8%	11.4%	1.28	345	5,074	26,132	25,200	4.97	0.96
GMC	591	29	20%	-2%	45%	56%	27.0%	8.6%	3.7%	16.5%	2.51	393	4,825	18,622	33,800	7.01	1.82
KMR	185	11	24%	396%	42%	46%	5.4%	3.9%	6.5%	19.3%	0.40	296	781	13,243	8,600	11.02	0.65
TCM	1,306	84	9%	46%	46%	68%	20.6%	7.6%	5.6%	13.8%	1.66	1,763	3,045	15,321	35,900	11.79	2.34
NPS	25	2	67%	11%	42%	34%	9.6%	4.4%	6.5%	20.3%	1.28	36	1,637	16,161	16,500	10.08	1.02
TNG	525	20	8%	56%	37%	40%	13.3%	2.7%	2.4%	18.8%	4.54	326	1,986	15,532	22,000	11.08	1.42
TET	24	3	-9%	-2%	39%	48%	3.9%	3.1%	5.1%	36.1%	0.38	143	651	10,895	23,000	35.34	2.11

(Nguồn: BVSC tổng hợp từ BCTC 6T2014; *Giá cập nhật ngày 10/3/2014)

Kết quả kinh doanh tăng trưởng trái chiều. Kết thúc 6T2014, các doanh nghiệp dệt may đang niêm yết đạt kết quả kinh doanh khả quan với tổng doanh thu ~3.520 tỷ đồng (+12% yoy) và LNST ~196 tỷ đồng (+23% yoy). Tình hình vĩ mô cải thiện, số lượng các đơn hàng khả quan và chi phí nguyên liệu đầu vào ổn định là các yếu tố chính tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của ngành dệt may. Nhìn vào bức tranh tăng trưởng, so với cùng kỳ, chúng tôi nhìn thấy sự tăng trưởng trái chiều giữa các công ty niêm yết. Cụ thể:

- Về doanh thu, 6/8 công ty ghi nhận sự tăng trưởng: GIL (+29%), GMC (+20%), KMR (+24%), TCM (+9%), NPS (+67%), TNG (+8%) và 2/8 công ty ghi nhận sự sụt giảm EVE (-7%), TET (-9%).
- Về lợi nhuận, 5/8 công ty ghi nhận sự tăng trưởng: GIL (+45%), KMR (+396%), TCM (+46%), NPS (+11%), TNG (+56%) và 3/8 công ty ghi nhận sự sụt giảm GMC (-2%), EVE (-25%), TET (-2%).

Biên lợi nhuận gộp. TET và EVE là 2 doanh nghiệp đứng đầu về biên lợi nhuận gộp chủ yếu do kinh doanh sản phẩm ba lô, túi xách có biên lợi nhuận cao hơn quần áo. So với cùng kỳ năm ngoái, GMC, TCM, TNG và TET đều có sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp. Trong khi đó EVE, GIL, KMR và NPS có diễn biến ngược chiều.



Đòn bẩy tài chính. Đa số các doanh nghiệp dệt may đều sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Đặc biệt một số doanh nghiệp có hệ số đòn bẩy tài chính cao như TNG (4.5), GMC (2.5), TCM (1.6). Theo đó, chúng tôi cho rằng lãi suất đang có xu hướng giảm sẽ tác động tích cực đến chi phí tài chính của các doanh nghiệp này.

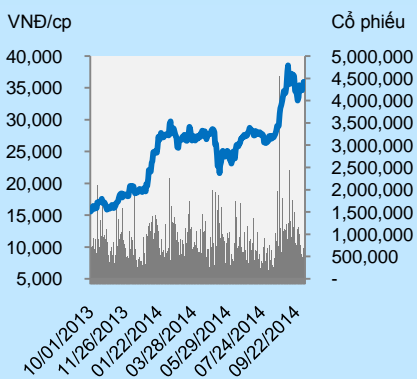
TRIỂN VỌNG KINH DOANH KHẢ QUAN.

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	40.700
Giá thị trường (03/10/2014)	35.900
Lợi nhuận kỳ vọng	13,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	15.500-38.500 VNĐ
Vốn hóa	1.763 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	49.099.501 cp
KLGD bình quân 10 ngày	763.546 cp
% sở hữu nước ngoài	49 %
Room nước ngoài	49 %
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,3 %
Beta	1,80

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TCM	131,1%	-6,8%	30,5%	62,1%
VN-Index	24,2%	-4,4%	4,6%	20,3%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ❑ **TCM công bố giấy chứng nhận và kế hoạch đầu tư nhà máy Vĩnh Long.** Ngày 16/9/2014 TCM đã được ban quản lý khu công nghiệp tỉnh Vĩnh Long cấp giấy chứng nhận đầu tư cho dự án các nhà máy sản xuất dệt may bao gồm:
 - **Nhà máy may 1** (từ tháng 9/2014-11/2014): Vốn đầu tư 165,5 tỷ đồng, sản lượng 6,1 triệu sp/năm. Dự kiến đi vào hoạt động chính thức tháng 1/2015.
 - **Nhà máy may 2** (từ tháng 3/2015-9/2015): Vốn đầu tư 122,5 tỷ đồng, sản lượng 6,1 triệu sp/năm. Dự kiến đi vào hoạt động chính thức tháng 11/2015.
 - **Nhà máy đan và nhà máy nhuộm** (từ tháng 3/2016-12/2016): Vốn đầu tư 357 tỷ đồng, công suất đan 4,8 tấn/năm và công suất nhuộm 10,6 tấn/năm. Dự kiến đi vào hoạt động chính thức tháng 4/2017.

Chúng tôi cho rằng TCM có thể sẽ cần thêm 3 tháng để thử nghiệm nhà máy may 1 và dự kiến tạo ra doanh thu từ tháng 4/2015. Công suất khâu may hiện tại của TCM là 18 triệu sản phẩm/năm, trong đó các nhà máy của TCM sản xuất 15 triệu sản phẩm và thuê ngoài 3 triệu sản phẩm. Nhà máy may 1 với công suất 6,1 triệu sản phẩm năm khi đi vào hoạt động chính thức sẽ nâng tổng năng lực sản xuất khâu may lên 21,1 triệu sản phẩm/năm, tăng 60% so với hiện tại. Chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ là yếu tố dẫn dắt TCM tăng trưởng doanh thu trong các năm tới.

- ❑ **Biên lợi nhuận mảng sợi cải thiện nhờ giá bông giảm.** Nhằm giữ chi phí giá nguyên liệu phù hợp với diễn biến giá bông thế giới, TCM đã thay đổi chiến lược mua nguyên liệu với 40% mua tương lai và 60% mua giao ngay. Công ty cho biết đã mua vào ~1.000 tấn bông với giá 62 cent/pound. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của mảng sợi dự kiến tăng lên 8-9% so với mức 3-5% ở 6 tháng đầu năm. Bên cạnh đó, TCM đã chốt giá hợp đồng bán sợi ở mức giá khá cao ~3,2 USD/kg trong tháng 8/2014, do vậy doanh thu mảng sợi sẽ không bị ảnh hưởng nhiều khi giá bông giảm. Ngoài ra, giá bông giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của mảng vải và mảng may mặc
- ❑ **Nâng lợi nhuận 2014.** TCM đặt mục tiêu đạt 68,5 triệu USD doanh thu và 4,1 triệu USD LNST cho 6 tháng cuối năm 2014. Nếu hoàn thành, doanh thu và LNST cả năm ước tính đạt 2.765 tỷ đồng (-2,1% so với kế hoạch ban đầu) và 172 tỷ đồng (+4,8% so với kế hoạch ban đầu). Với kết quả đạt được trong 6 tháng đầu năm, chúng tôi đánh giá khả năng TCM hoàn thành kế hoạch trong năm 2014 là khá cao.
- ❑ **Điều chỉnh giá mục tiêu.** Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu cho cổ phiếu TCM từ mức 32.500 VND/CP lên 40.700 VND/CP dựa trên cơ sở sau:

- **Phương pháp DCF:**
 - (1) Điều chỉnh CDS (Credit Default Swap): Cán cân thanh toán cải thiện, dự trữ ngoại hối tăng mạnh, kinh tế vĩ mô có dấu hiệu hồi phục giúp CDS Việt Nam liên tục giảm từ đầu năm 2014. Theo đó CDS trong công thức tính suất chiết khấu được điều chỉnh giảm từ 290.5 điểm xuống 265 điểm, làm cho WACC giảm từ 15.7% xuống còn 15.1%.
 - (2) Điều chỉnh tỉ lệ tăng trưởng dài hạn từ 2% lên 3%.
- **Phương pháp P/E.** Giá cổ phiếu ngành dệt may đã tăng ~29% so với đầu năm 2014. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh P/E ngành lên 9,6 lần từ 6,8 lần trong báo cáo trước.
- **Quan điểm của BVSC.** TCM là doanh nghiệp niêm yết duy nhất sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, xuất khẩu phần lớn sang Mỹ và đáp ứng yêu cầu xuất xứ “Từ sợi trở đi” của TPP. Cùng với việc doanh thu và lợi nhuận có những tăng trưởng rõ nét kể từ năm 2013, biên lợi nhuận gộp đang từng bước cải thiện. Thêm vào đó, các dự án đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh sẽ là động lực để TCM tăng trưởng doanh thu trong tương lai. Do đó, chúng tôi khá lạc quan về triển vọng tăng trưởng của công ty và bảo lưu đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu TCM. Với mức giá đóng cửa ngày 19/9/2014, TCM đang giao dịch tại P/E~9,5 lần, tương ứng EPS dự phóng 3.602 VND/CP.

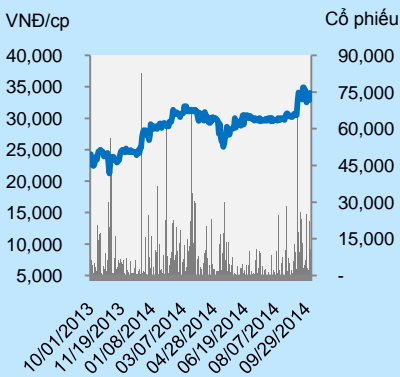
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH ỔN ĐỊNH – TỶ LỆ CỔ TỨC CAO

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	53.000
Giá thị trường (03/10/2014)	33.800
Lợi nhuận kỳ vọng	+56,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.200-34.900 VNĐ
Vốn hóa	393 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	11.641.070 cp
KLGD bình quân 10 ngày	9.553 cp
% sở hữu nước ngoài	14,15 %
Room nước ngoài	49 %
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,9 %
Beta	0,68

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GMC	39,1%	10,1%	13,8%	25,3%
VN-Index	24,2%	-4,4%	4,6%	20,3%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ❑ **Triển vọng kinh doanh khả quan.** Các hiệp định thương mại tự do như TPP, FTA EU-Việt Nam vẫn sẽ là các yếu tố hỗ trợ ngành dệt may tăng trưởng trong tương lai. Nhờ đó, số lượng đơn hàng dự kiến tiếp tục tăng từ các thị trường chủ lực và mở rộng sang những thị trường khác như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản, Canada... Dựa trên triển vọng này cùng với những kinh nghiệm và lợi thế sẵn có trong lĩnh vực xuất khẩu hàng dệt may, việc đầu tư sản xuất và mở rộng kinh doanh sẽ là động lực dẫn dắt GMC tăng trưởng trong những năm tiếp theo.
- ❑ **Biên lợi gộp nhuận ổn định.** Do đặc thù là ngành thâm dụng lao động và các doanh nghiệp dệt may đang phải cạnh tranh gay gắt về nguồn lao động do cầu lớn hơn cung nên áp lực tăng chi phí nhân công với GMC là khá lớn. Ngoài ra chi phí nguyên vật liệu ngày càng tăng cũng sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Tuy vậy, việc nâng cao phương thức sản xuất theo hướng tăng tỷ trọng xuất khẩu FOB và ODM cùng với việc kết hợp phương pháp Lean Manufacturing sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của GMC. Dựa trên những cơ sở này, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của GMC sẽ cải thiện trong năm 2014 và ổn định vào những năm tiếp theo.
- ❑ **Cơ hội tăng trưởng trong dài hạn.** GMC đang chủ động tìm kiếm đối tác chiến lược hay liên kết với các đơn vị may mặc để cung cấp nguyên phụ liệu cho ngành may mặc đồng thời phát triển các thị trường chủ lực và mở rộng sang thị trường mới. Bên cạnh đó, GMC cũng mong muốn tìm đối tác cùng công ty khai thác và phát triển Trung tâm ứng dụng công nghệ cao trong lĩnh vực y tế tại đường Hồng Bàng, Quận 5.
- ❑ **Ước tính kết quả kinh doanh 2014.** Dựa vào cơ sở đã đưa ra, chúng tôi ước tính GMC sẽ đạt 1.376 tỷ đồng doanh thu, tăng 12% yoy, hoàn thành 106% kế hoạch. LNST ước tính đạt 59,4 tỷ đồng, tăng 20,5% yoy.
- ❑ **Rủi ro đầu tư.** Hoạt động của GMC phần lớn phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, nên công ty khó chủ động về giá cả và thời hạn giao hàng. Ngoài ra, thanh khoản thấp cũng là vấn đề nhà đầu tư cần lưu ý.
- ❑ **Quan điểm của BVSC.** Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu GMC ở mức giá mục tiêu **53.000 VND/cổ phiếu** dựa trên triển vọng khả quan của ngành dệt may và doanh nghiệp. GMC là công ty có hoạt động ổn định, tăng trưởng khá đều và tỷ lệ cổ tức tương đối cao (20-30%/năm). Do đó đây là cổ phiếu phù hợp với những nhà đầu tư an toàn.

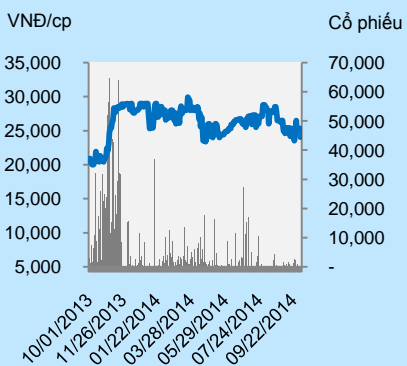
KẾT QUẢ KINH DOANH SỤT GIẢM

Khuyến nghị	N/A
Giá kỳ vọng (VND)	N/A
Giá thị trường (03/10/2014)	25.300
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	20.000-29.900 VND
Vốn hóa	696 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	27.507.218 cp
KLGD bình quân 10 ngày	725 cp
% sở hữu nước ngoài	48,94 %
Room nước ngoài	49 %
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,58

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
EVE	23,4%	2,8%	-7,0%	26,5%
VN-Index	24,2%	-4,4%	4,6%	20,3%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ❑ **Sơ lược công ty.** EVE tiền thân là nhà máy của Công ty TNHH Viko Moolsan 100% vốn Hàn Quốc được thành lập tháng 12/1993. Hoạt động kinh doanh chính bao gồm 2 lĩnh vực là sản xuất bông tấm và sản xuất Chăn-Ga-Gối-Đệm (CGGD). Ngoài ra công ty có định hướng mở rộng sang mảng kinh doanh nội thất.
- ❑ **Nguyên liệu đầu vào nhập khẩu 100%.** Nguyên liệu chính của EVE là vải và xơ, được cung cấp bởi EP International JSC Hàn Quốc (~98% xơ) và Tai Han Trung Quốc (~ 92% vải). EVE thường ký hợp đồng mua nguyên liệu từ 4-6 tháng trước mùa vụ để có thể chủ động được chi phí, giá bán sản phẩm, giảm bớt rủi ro biến động giá nguyên liệu và tỷ giá.
- ❑ **Quy mô sản xuất lớn.** EVE là công ty sản xuất CGGD lớn nhất Việt Nam với 3 nhà máy sản xuất (Hà Nội, Hưng Yên, Đồng Nai). Các nhà máy đang hoạt động ~80-90% công suất thiết kế với năng suất ~10 triệu sản phẩm CGGD/năm và 30 triệu yard bông tấm/năm.
- ❑ **Hệ thống phân phối rộng, thương hiệu mạnh.** EVE là công ty có hệ thống phân phối lớn nhất ngành CGGD với hơn 636 đại lý trên 61 tỉnh thành, chiếm 22% thị phần CGGD và 31% thị phần bông tấm. Thương hiệu lớn nhất của EVE là EVERON. Đây là sản phẩm dẫn đầu thị trường CGGD, dành cho phân khúc trung bình. Ngoài ra, công ty còn có Artemis cho phân khúc cao cấp và Edelin cho phân khúc bình dân. Bông tấm là nguyên liệu cho các công ty dệt may sản xuất áo jacket, làm méch cổ áo. Khách hàng chính của mặt hàng bông tấm là các công ty may mặc Hàn Quốc, Mỹ và các công ty may xuất khẩu trong nước.
- ❑ **Biên lợi nhuận cao.** Giai đoạn 2009-2013, EVE luôn duy trì biên lợi nhuận gộp từ 34-42% nhờ chính sách dự trữ nguyên vật liệu và ấn định giá hợp lý. Đặc biệt là trong năm 2011, giá bông biến động mạnh 200% nhưng EVE vẫn giữ được biên lợi nhuận 39,8% cho cả năm.
- ❑ **Kết quả kinh doanh suy giảm.** 6T2014 EVE đạt 311 tỷ đồng doanh thu và 30 tỷ đồng LNST, giảm lần lượt 7% và 25% so với cùng kỳ năm 2013. Doanh thu từ CGGD (đóng góp 35% tổng doanh thu) giảm 26% y/y trong khi doanh thu từ bông tấm vẫn tăng 12% y/y. Nhu cầu tiêu dùng suy yếu do nền kinh tế còn khó khăn và mức độ cạnh tranh với các thương hiệu khác như Bluesky, Kore, Hòa Bình, Sông Hồng... ngày càng gay gắt là nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh sụt giảm. Với kết quả trên, EVE chỉ hoàn thành 39% kế hoạch doanh thu và 33% kế hoạch LNST.
- ❑ **Quan điểm của BVSC.** EVE dự kiến đưa ra 4 loại sản phẩm nệm lò xo cao cấp trong tháng 9/2014 đồng thời sản phẩm CGGD bước vào mùa vụ kinh doanh từ tháng 10 sẽ mang lại doanh thu cao cho công ty vào quý 4. Theo đó chúng tôi kỳ vọng KQKD của EVE sẽ phục hồi vào giai đoạn cuối năm. Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp giảm (do chính sách thưởng hoa hồng cho các đại lý có doanh số) có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong năm 2014. Cổ phiếu EVE đang giao dịch tại P/E~ 7,8 lần dựa trên EPS kế hoạch ~3.272 VND/CP, thấp hơn P/E trung bình ngành là 10,1 lần. EVE là cổ phiếu có thanh khoản yếu nên kém hấp dẫn nhà đầu tư.

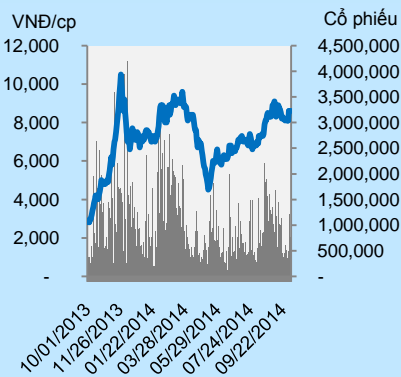
LỢI NHUẬN 6 THÁNG ĐẦU NĂM TĂNG TRƯỞNG ẮN TƯỢNG

Khuyến nghị	N/A
Giá kỳ vọng (VND)	N/A
Giá thị trường (03/10/2014)	8.600
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	2.800-10.500 VNĐ
Vốn hóa	296 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	34.396.788 cp
KLGD bình quân 10 ngày	589.621 cp
% sở hữu nước ngoài	31,86 %
Room nước ngoài	49 %
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	1,57

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KMR	207,1%	-3,4%	21,1%	100,0%
VN-Index	24,2%	-4,4%	4,6%	20,3%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Sơ lược công ty.** KMR tiền thân là Công ty TNHH Mirae Fiber 100% vốn Hàn Quốc được thành lập tháng 12/1993 và chính thức hoạt động theo mô hình CTCP từ năm 2007. Hoạt động kinh doanh chính của KMR là sản xuất bông tằm (padding), chăn bông (quilting) và chăn ga gối đệm (bedding). Doanh thu bông tằm chiếm ~75% tổng doanh thu, doanh thu chăn bông chiếm 16% còn lại là doanh thu CGGD và các nguyên phụ liệu dệt may khác.
- Lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng.** Kết thúc 6T2014, KMR đạt 185 tỷ đồng doanh thu, tăng 24% so với cùng kỳ năm 2013 nhờ số lượng đơn hàng gia tăng ở thị trường truyền thống Hàn Quốc và phát triển sang các thị trường mới là Mỹ và Nhật. Chi phí tài chính giảm 28% xuống còn 5,1 tỷ đồng (nhờ chi phí lãi vay giảm mạnh 36% yoy) giúp bù đắp mức tăng 9,8% trong chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Đặc biệt KMR ghi nhận khoản lợi nhuận khác (thanh lý tài sản và bảo hiểm bồi thường) đạt 2,7 tỷ đồng so với mức lỗ 1,9 tỷ đồng ở cùng kỳ 2013. Theo đó, LNST ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng, gấp ~4 lần so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 11 tỷ đồng. Với kết quả đạt được, KMR đã hoàn thành 42% kế hoạch doanh thu và 46% kế hoạch lợi nhuận đặt ra cho cả năm 2014. Quý 2 và quý 3 hàng năm thường là mùa cao điểm về doanh thu. Bên cạnh đó, giá bông nguyên liệu đang trong xu hướng giảm so với đầu năm sẽ có tác động tích cực đến biên lợi nhuận của công ty. Do vậy nhiều khả năng kết quả kinh doanh sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt trong quý 3.
- Mảng kinh doanh bông tằm kỳ vọng tăng trưởng cao hơn khi TPP được ký kết.** Xu hướng chuyển dịch các đơn hàng sang những nước có giá thành cạnh tranh như Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì. Bên cạnh đó, làn sóng đầu tư FDI vào các nhà máy kéo sợi, dệt nhuộm dự kiến sẽ diễn ra mạnh hơn trong thời gian tới để tận dụng lợi ích về thuế quan khi TPP được ký kết. Theo đó nhu cầu bông tằm của ngành dệt may Việt Nam sẽ ngày càng gia tăng. Với vị thế là một trong những công ty cung cấp nguyên liệu bông gòn lớn nhất cho ngành dệt may Việt Nam và xuất khẩu sang các nước khác, mảng kinh doanh bông tằm của KMR kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao hơn, góp phần cải thiện doanh thu lợi nhuận trong thời gian tới.
- Rủi ro đầu tư.** Tháng 8/2013, KMR bất ngờ điều chỉnh kết quả kinh doanh năm 2012 từ lãi 3,9 tỷ đồng sang lỗ 14 tỷ đồng do trích lập dự phòng khoản phải thu từ công ty mẹ. Điều này khiến cổ phiếu KMR bị bán tháo mạnh trong các phiên giao dịch sau đó.

Tại thời điểm 30/6/2014, khoản phải thu khách hàng của KMR là 126 tỷ đồng, tăng 75% so với đầu năm. Trong đó, khoản phải thu từ Mirae Fiber Technology Co., Ltd (công ty mẹ) có giá trị lớn nhất, chiếm 25% tổng giá trị khoản phải thu khách hàng. Dự phòng khoản phải thu cũng tăng từ 18 tỷ đồng lên 21,8 tỷ đồng. Chúng tôi không có số liệu về số dư dự phòng của khoản phải thu này để đánh giá ảnh hưởng cụ thể đối với KMR tuy nhiên việc Mirae Fiber Tech thường xuyên thanh toán chậm trễ làm giảm hiệu quả sử dụng tiền của KMR. Ngoài ra, sự không rõ ràng trong cách ghi nhận dự phòng/hoàn nhập gây ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của công ty từ đó có thể tạo ra sự biến động mạnh lên giá cổ phiếu.

- **Quan điểm của BVSC.** Giá cổ phiếu KMR đã tăng 25% so với cuối năm 2013 và là cổ phiếu có mức tăng cao thứ 3 trong ngành dệt may sau TCM và TET. Kết quả kinh doanh tốt, triển vọng tăng trưởng tích cực được xem là yếu tố chính hỗ trợ giá cổ phiếu KMR trong các quý tiếp theo. Tuy nhiên, sự không rõ ràng trong cách ghi nhận kế toán (liên quan đến giao dịch giữa KMR và công ty mẹ) có thể gây ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của công ty từ đó có thể tạo ra sự biến động mạnh lên giá cổ phiếu. Cổ phiếu KMR đang giao dịch tại P/E~ 11,6 lần dựa trên EPS kế hoạch ~697 VND/CP, đắt hơn P/E trung bình ngành là 10.1 lần.

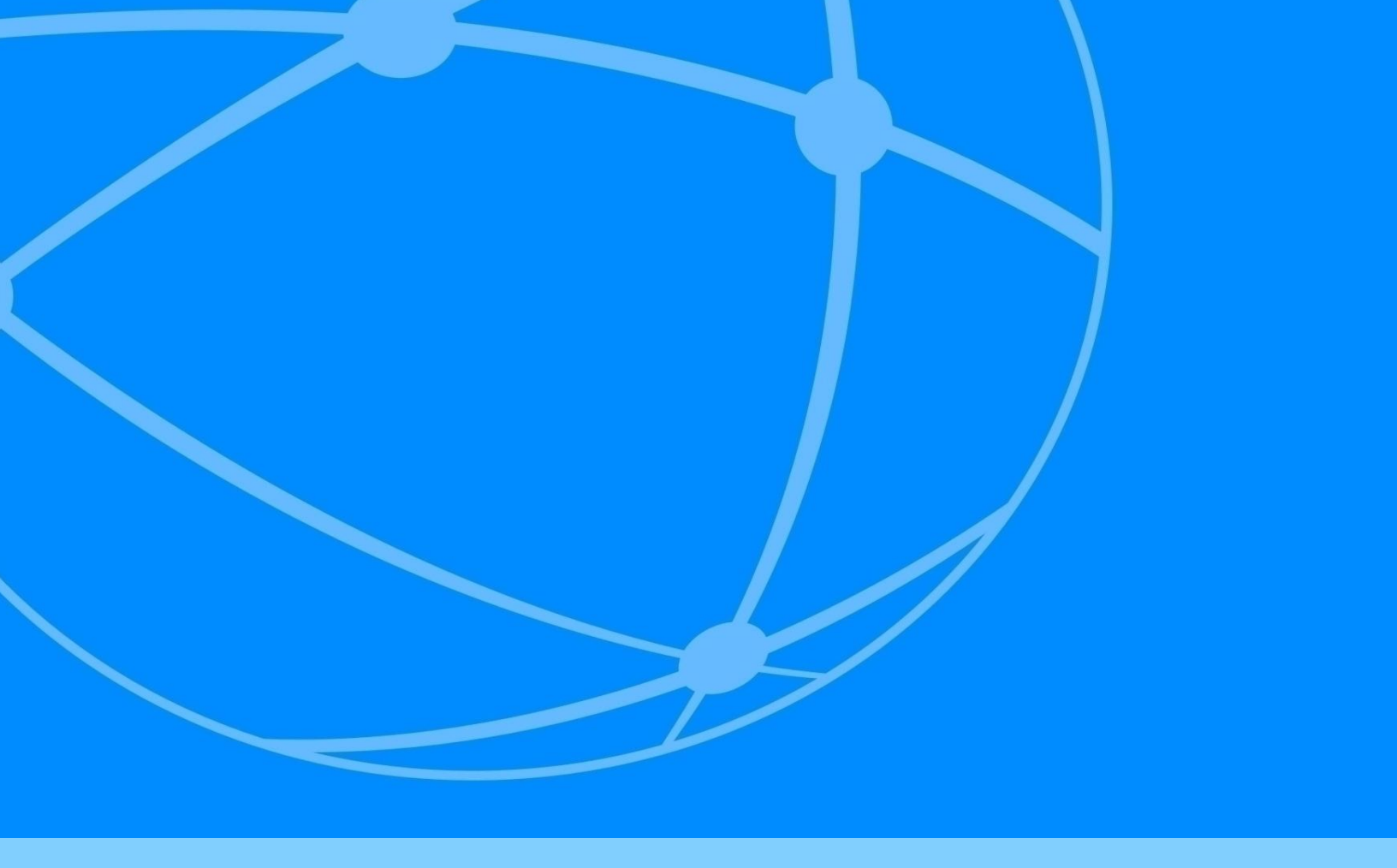
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.