



**VINATEX-ĐẠI DIỆN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM**

Chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ cổ phiếu Vinatex**, với giá hợp lý trong khoảng từ 11.245 đồng/cp đến 13.619 đồng/cp theo phương pháp Giá trị tài sản ròng, điều chỉnh giá trị các khoản đầu tư theo 2 phương pháp (1) dựa trên giá trị tài sản; (2) dựa trên thu nhập. Vinatex là đơn vị đại diện ngành Dệt may Việt Nam, sở hữu các công ty đầu ngành, được định giá vượt trội so với giá trị ghi nhận của Vinatex. Bên cạnh cơ hội đến từ các FTAs, dịch chuyển sản xuất lên phương thức FOB, ODM là xu hướng tất yếu và được kỳ vọng gia tăng lợi nhuận cho các đơn vị thành viên Vinatex. Hiệp định TPP nếu không được thông qua, sẽ làm giảm kỳ vọng về tăng trưởng của ngành Dệt may, tuy nhiên, tạo ra mặt bằng giá thấp và hấp dẫn hơn cho nhóm nhà đầu tư dài hạn mong muốn sở hữu Vinatex và nhóm cổ phiếu dệt may.

**Ngành Dệt may Việt Nam- Cơ hội tăng trưởng từ các hiệp định thương mại tự do và chuyển dịch phương thức sản xuất.** Từ quốc gia xuất khẩu dệt may đứng thứ 7 toàn cầu vào năm 2008, Việt Nam đã vươn lên vị trí thứ 4 vào năm 2015. Tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 25 tỷ USD vào năm 2015, tăng trưởng trung bình 19%/năm từ 2010-2015. Chúng tôi kỳ vọng, Ngành Dệt may Việt Nam sẽ dành lại tốc độ tăng trưởng cao nhờ (1) Nhiều hiệp định thương mại tự do đã và đang được ký kết; (2) xu hướng chuyển dịch chuỗi giá trị dệt may toàn cầu; (3) Mở rộng chuỗi cung ứng, chuyển dịch sản xuất FOB, ODM.

**Tập đoàn dẫn đầu quy mô và đại diện cho ngành Dệt may Việt Nam.** Tổng doanh thu hợp cộng đạt 39.503 tỷ đồng. Tập đoàn Vinatex dẫn đầu về tỷ lệ nội địa hóa (52%), tiên phong chuyển dịch sản xuất lên các phương thức FOB, ODM. Với quy mô lớn, bề dày hoạt động trong lĩnh vực dệt may, Tập đoàn Vinatex sẽ là một trong những thành viên đầu tiên hưởng lợi từ sự tăng trưởng và các xu hướng chuyển dịch trong ngành.

**Tập đoàn sở hữu nhiều công ty đầu ngành.** Các thành viên của Vinatex đa số là các công ty có thương hiệu mạnh, dẫn đầu về doanh thu, năng lực sản xuất và có nền tảng khách hàng tốt. Nhiều khoản đầu tư được định giá hấp dẫn và đang được ghi nhận thấp hơn nhiều so với mức định giá của thị trường như may Việt Tiến, May 10, May Đức Giang, TCT cổ phần Phong Phú, Dệt may Hòa Thọ,...

**Rủi ro đầu tư.** (1) Nhu cầu tiêu thụ toàn cầu yếu. (2) Rủi ro dịch chuyển đơn hàng sang các quốc gia Bangladesh, Ấn Độ, Campuchia. (3) Rủi ro hiệp định TPP ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt của các dự án đầu tư mới của Vinatex. (4) Rủi ro quản trị và điều hành hoạt động hệ thống lớn các công ty thành viên; (5) Rủi ro tỷ giá tăng; (6) Rủi ro lãi suất tăng.

Thông tin chào sàn	
Giá niêm yết	13,500
Ngày niêm yết	03/01/2017
Số lượng CP (tr)	500
Freefloat	
Định giá NAV dựa trên giá trị tài sản	11,245
Định giá NAV dựa trên thu nhập	13,619

	2012	2013	2014	2015	9T2016
Doanh thu thuần (tỷ)	12,454	10,971	13,488	15,181	11,288
% tăng trưởng y-o-y	-37%	-12%	23%	13%	1.3%
Tổng tài sản (tỷ đ)	11,179	11,830	17,781	18,811	19,345
Vốn chủ sở hữu (tỷ)	4,863	4,964	6,533	7,333	7,399
LN sau thuế (tỷ đ)	500	198	312	382	257
% tăng trưởng y-o-y	3%	-60%	58%	23%	13%
Lợi nhuận gộp biên	12%	12%	11%	12%	11%
ROS	4%	2%	2%	3%	2%
ROE	10%	4%	5%	6%	9%
ROA	4%	2%	2%	2%	3%

Nguồn: VGT, BSC research

**Chuyên viên phân tích**

Trần Thị Hồng Tươi

Email: [tuoith@bsc.com.vn](mailto:tuoith@bsc.com.vn)

Nguyễn Quốc Trường

Email: [truongnq@bsc.com.vn](mailto:truongnq@bsc.com.vn)

**TỔNG QUAN VỀ VINATEX**

Giới thiệu chung	
<b>Công ty</b>	Tập đoàn Dệt May Việt Nam
<b>Trụ sở</b>	41A Lý Thái Tổ - Hoàn Kiếm – HN
<b>Web site</b>	http://www.vinatex.com/
<b>Điện thoại</b>	(+84-4).38257700
<b>Fax</b>	(+84-4).38262269
<b>Vốn điều lệ:</b>	5,000 tỷ đồng
<b>Lĩnh vực hoạt động</b>	Sản xuất, kinh doanh, xuất nhập khẩu sản phẩm dệt may thời trang

Lịch sử hình thành	
Năm	Sự kiện
2005	Thành lập Tập đoàn Dệt May VN
2010	Chuyển thành Ctv TNHH 1 TV
2014	Cổ phần hóa doanh nghiệp

Công ty con cấp 1	Tỷ lệ sở	Giá gốc (tỷ)
TCT CP Phong Phú	51.00%	490
CT TNHH MTV Dệt 8-3	100.00%	173
CT TNHH Dệt kim Đông	100.00%	164
CTCP Dệt may Huế (HDM)	65.54%	24
CTCP sản xuất-XNK Dệt	68.34%	10
TCT CP Dệt may Hòa Thọ	64.96%	129
CTCP Dệt may Hà Nội	57.57%	124
CT Dệt kim Đông Xuân	100.00%	115
CTCP Len VN	67.15%	29
CTCP SXKD NL Dệt may VN	61.63%	30
CTCP Bông VN	55.00%	14
CTCP Phát triển Hạ tầng	51.00%	41
CTCP Đầu tư phát triển	51.00%	36
CTCP Dệt may Nam Định	53.67%	78
CTCP Sợi Phú Bài	53.85%	33
CTy TNHH Tổng công ty Dệt may Miền Nam- Vinatex	100.00%	N/A
CTy TNHH Tổng công ty Dệt may Miền Bắc - Vinatex	100.00%	N/A

Nguồn: Vinatex, số liệu tại ngày 30/9/2016

Công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu	Giá gốc (Tỷ đ)
CTCP May Nhà Bè	27.69%	62
CTCP Đầu tư Vinatex Tân	27.00%	31
CTC May Đức Giang	36.79%	38
CTCP May Hưng Yên	35.01%	53
TCT May 10-CTCP	35.51%	52
TCT CT May Việt Tiến	31.92%	187
TCT Việt Thắng-CTCP	46.93%	175
May Hữu Nghị	29.24%	28
May Bình Minh	25.00%	17
May Chiến Thắng	21.99%	7
May Đáp Cầu	24.04%	12
May Nam Định	30.00%	8
May mặc xuất khẩu Tân	44.00%	4
CTCP Vinatex OJ	35.00%	7
CTCP tư vấn xây dựng và	23.46%	1
CTCP May Liên Phương	19.15%	47
Vinatex Hồng Lĩnh	46.50%	38
CTCP Vinatex Đà Nẵng	20.04%	3
May Đồng Nai	25.65%	20
CTCP Viễn Thông SG Vina	42.72%	85

TT	Danh mục	Số lượng	Tỷ trọng
1	<b>Cổ đông nhà nước</b>	<b>267.438</b>	<b>53.5%</b>
2	<b>Cổ đông chiến lược</b>	<b>120.000</b>	<b>24.0%</b>
3	<b>Cổ đông bên ngoài</b>		
	- Nhà đầu tư Nước ngoài	<b>55.032</b>	<b>11.0 %</b>
	- Nhà đầu tư Trong nước	<b>57.500</b>	<b>11.5%</b>
4	<b>Tổng cộng</b>	<b>500.000</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Vinatex

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

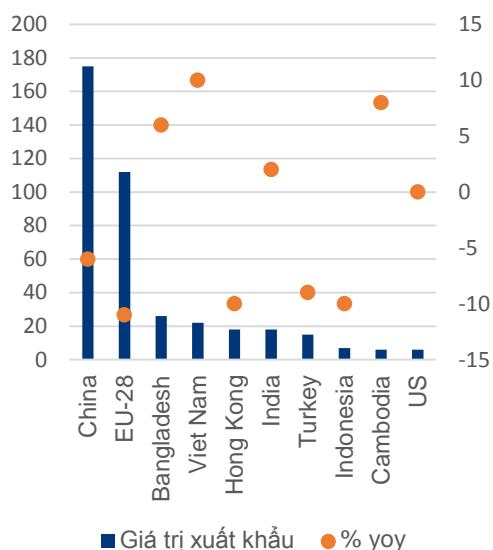
Chúng tôi khuyến nghị **Nắm Giữ** cổ phiếu VGT với giá mục tiêu dao động từ 11.245 đồng/cp đến 13.619 đồng/cp (chiết khấu 25% so với kết quả định giá). BSC đánh giá cơ hội đầu tư vào cổ phiếu Vinatex dựa trên những luận điểm sau:

- Phân tích Doanh nghiệp**
  - Tổ chức và hoạt động theo mô hình Holdings. Vinatex sở hữu nhiều đơn vị đầu ngành dệt may, được định giá vượt trội so với giá trị ghi sổ của khoản đầu tư như TCT Phong Phú, Dệt may Huế, may Việt Tiến, May Nhà Bè, May Đức Giang, May Hưng Yên, May 10,....
  - Dẫn đầu và là đơn vị đại diện cho ngành Dệt may Việt Nam. Tổng doanh thu hợp cộng đạt 39.503 tỷ đồng vào năm 2015. Tập đoàn Vinatex dẫn đầu về tỷ lệ nội địa hóa (52%), tiên phong chuyển dịch sản xuất lên các phương thức FOB, ODM với giá trị gia tăng cao hơn. Với quy mô lớn, bề dày hoạt động trong lĩnh vực dệt may, Tập đoàn Vinatex sẽ là một trong những thành viên đầu tiên hưởng lợi từ sự tăng trưởng và các xu hướng chuyển dịch trong ngành.
- Phân tích Ngành**
  - Ngành Dệt may Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng cao, đạt trung bình 15%/năm từ năm 2012-2015. Thị phần và vị thế xuất khẩu tăng nhanh, từ vị trí thứ 7 năm 2008 lên vị trí thứ 4 vào năm 2015, được hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sản xuất từ các nước phát triển về các khu vực có lợi thế về chi phí nhân công, FTAs.
- Dự báo KQKD**
  - Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của Tập đoàn Vinatex 15.179 tỷ đồng và 383 tỷ đồng vào năm 2016, đạt 15.640 tỷ đồng và 310 tỷ đồng vào năm 2017, tương đương EPS lần lượt là 704 đ/cp và 570 đ/cp. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế từ 2016-2020 được dự báo đạt lần lượt là 4% và 1% (không tính đến lợi nhuận từ thoái vốn các khoản đầu tư).
- Phân tích Rủi ro**
  - Rủi ro đầu tư. (1) Nhu cầu tiêu thụ toàn cầu yếu. (2) Rủi ro dịch chuyển đơn hàng sang các quốc gia Bangladesh, Ấn Độ, Campuchia. (3) Rủi ro hiệp định TPP không được thông qua gây sức ép, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt của các dự án đầu tư mới của Vinatex. (4) Rủi ro quản trị và điều hành hoạt động hệ thống lớn các công ty thành viên; (5) Rủi ro tỷ giá tăng; (6) Rủi ro lãi suất tăng.
- Định giá**
  - Chúng tôi sử dụng phương pháp Giá trị tài sản ròng, dựa trên việc điều chỉnh giá trị của các khoản đầu tư theo 2 phương pháp (1) dựa trên giá trị tài sản; (2) dựa trên thu nhập. Giá hợp lý của cổ phiếu theo 2 phương pháp trên lần lượt là 11.245 đồng/cp và 13.619 đồng/cp.

Adjusted book value	Giá trị hạch	Giá định giá lại	
	toán	Dựa trên tài sản	Dựa trên thu nhập
Tổng cộng tài sản	8,095	10,241	11,823
Vốn chủ sở hữu	5,351	7,497	9,079
Giá trị tài sản	10,703	14,993	18,159
Tỷ lệ chiết khấu		25%	25%
<b>Giá hợp lý</b>		<b>11,245</b>	<b>13,619</b>

Nguồn: BSC research

## NGÀNH DỆT MAY

**Tốp 10 thị trường xuất khẩu sản phẩm Dệt may lớn nhất trên thế giới**


Nguồn: WTO

**Ngành Dệt may- tăng trưởng chậm toàn cầu.** Sau giai đoạn tăng trưởng kéo dài từ năm 2015-2014 (xuất khẩu và nhập khẩu dệt may tăng trung bình (CAGR) lần lượt là 7% và 8%), đến năm 2015, nhu cầu tiêu thụ dệt may toàn cầu suy giảm. Xuất khẩu dệt may đạt 737 tỷ USD, giảm 8% yoy, nhập khẩu dệt may đạt 813 tỷ USD, giảm 6% yoy. Hầu hết các quốc gia xuất khẩu lớn đều chứng kiến sự suy giảm. Xuất khẩu sản phẩm may mặc giảm 6% yoy ở Trung Quốc, giảm 11% yoy ở EU và giảm 9% yoy tại Thổ Nhĩ Kỳ. Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ toàn cầu yếu, Việt Nam nổi lên là một điểm sáng khi chứng kiến tốc độ tăng trưởng cao nhất trong số các nước xuất khẩu sản phẩm dệt may hàng đầu thế giới, tăng 10% yoy trong năm 2015 theo thống kê của WTO.

**Xu hướng chuyển dịch sản xuất về các nước xuất khẩu dệt may như Bangladesh, Việt Nam.** Thị trường xuất khẩu dệt may dịch chuyển từ các nước phát triển như Hong Kong, Đức, Italy về các nước đang phát triển như Bangladesh, Việt Nam nhờ lợi thế về chi phí nhân công, xóa bỏ hàng rào bảo hộ dệt may và các hiệp định thương mại tự do (FTAs)... Thị phần xuất khẩu dệt may Việt Nam tăng từ 2% năm 2008 lên mức 5% vào năm 2015, từ vị trí thứ 7, Việt Nam trở thành nhà xuất khẩu Dệt may lớn thứ 4 thế giới.

**Thay đổi thứ tự xếp hạng Những quốc gia xuất khẩu May mặc hàng đầu thế giới 2008 – 2015 (giá trị Tỷ USD)**
**Chi phí nhân công tối thiểu hàng tháng ở một số nước xuất khẩu dệt may năm 2016**

Quốc gia	2016		% 2016 vs 2015	
	Thấp nhất	Cao nhất	Thấp nhất	Cao nhất
Bangladesh	68	68		
Indonesia	104	266	13.0%	8%
Vietnam	107	156	5.9%	8%
Pakistan	116	125	17.2%	5%
India	137	179		
Cambodia	140	140	9.4%	
China	155	321	15.7%	10%
Philippine	180	321		
Malaysia	280	280	24.4%	11%
Thailand	281	281	18.6%	

Nguồn: Đại học Delaware

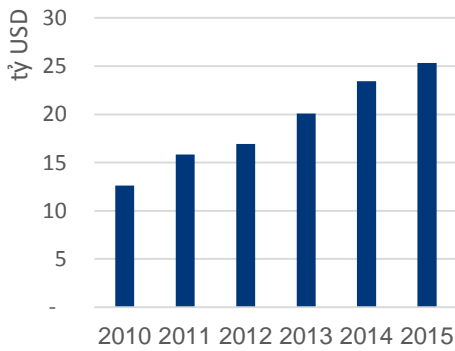
Năm 2008			Năm 2015		
Xếp hạng	Quốc gia	Giá trị xuất khẩu	Xếp hạng	Quốc gia	Giá trị xuất khẩu
1	Trung Quốc	120	1	Trung Quốc	175
2	EU	112	2	EU	112
3	Hồng Kong	27,9	3	Banladesh	26
4	Thổ Nhĩ Kỳ	13,6	4	Việt Nam	22
5	Bangladesh	10,9	5	Hồng Kong	18
6	Ấn Độ	10,9	6	Ấn Độ	18
7	Việt Nam	9	7	Thổ Nhĩ Kỳ	15
8	Indonesia	6,3	8	Indonesia	7
9	Mexico	4,9	9	Campuchia	6
10	Hoa Kỳ	4,4	10	Hoa Kỳ	6

Nguồn: WTO

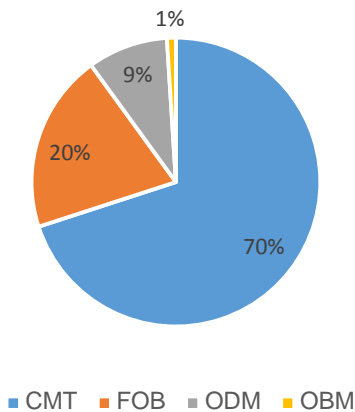
Nguồn: WTO

**Việt Nam đứng thứ 4 trên bản đồ xuất khẩu sản phẩm Dệt may thế giới.** Tổng kim ngạch xuất khẩu sản phẩm Dệt may của Việt Nam đạt 23 tỷ USD vào năm 2015 (theo Tổng cục Hải quan). Tốc độ tăng trưởng sản phẩm may mặc của Việt Nam luôn duy trì mức cao từ năm 2012-2015, đạt trung bình 15%/năm. Tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may năm 2016 ước đạt 28-29 tỷ USD, thấp hơn so với kế hoạch đầu năm. Điều này là do xu hướng chuyển dịch đơn đặt hàng từ Việt Nam sang các nước Bangladesh, Campuchia,... do (1) các nước này có hiệp định thương mại tự do với Mỹ, châu Âu, được hưởng mức thuế

**Giá trị xuất khẩu Ngành Dệt may Việt Nam từ 2010-2015**



**Các hình thức sản xuất của Ngành Dệt may Việt Nam**



Nguồn: Vitas

suất thấp hơn Việt Nam; (2) Mức lương tối thiểu của các nước như Myanmar, Bangladesh, Sri Lanka thấp hơn Việt Nam; (3) Nhiều quốc gia ban hành các chính sách hỗ trợ ngành Dệt may như Trung Quốc giảm tỷ lệ đóng bảo hiểm xã hội từ 22% xuống còn 18%; (4) Chi phí lương, bảo hiểm xã hội ở Việt Nam tăng do tính thêm phụ cấp và các khoản hỗ trợ khác.

**Một số thị trường xuất khẩu Dệt may chính của Việt Nam**

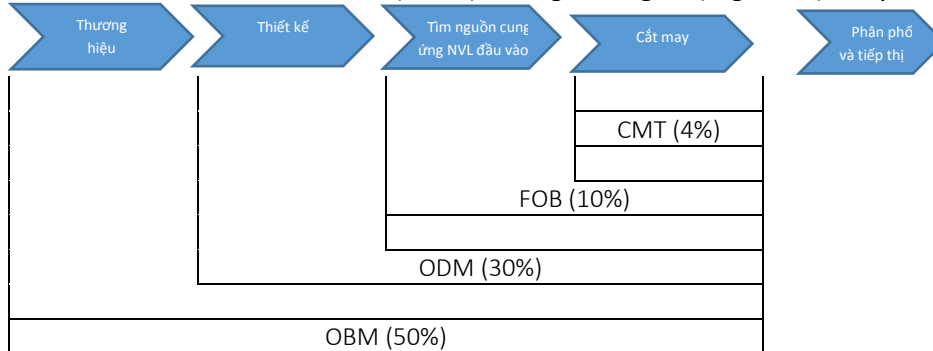
Thị trường	Thuế suất TB hiện tại	Cam kết FTA	Thuế suất theo FTA	Giá trị xuất khẩu 10T2016	CAGR 2010-2015
Hoa Kỳ	18%	TPP		9.50	12%
EU	10%		0% vào năm 2018	3.44	12%
Nhật Bản		VJEPA	0% từ năm 2015-2019	2.42	19%
Hàn Quốc		VKFTA	0% từ 20/12/2015	2.21	27%
khác				4.51	17%
<b>Tổng cộng</b>				<b>22.08</b>	<b>15%</b>

Nguồn: Tổng cục Hải quan, BSC research

**Phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập khẩu.** Khả năng tham gia vào chuỗi cung ứng còn thấp do chi phí đầu tư cao và các vấn đề về ô nhiễm môi trường. Theo WTO, giá trị nhập khẩu dệt may của VN đạt 18 tỷ USD trong năm 2015, tăng 50% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá trị thặng dư của ngành may mặc mang lại chỉ là 4 tỷ USD, bằng 18% giá trị xuất khẩu.

**Sản phẩm dệt may- Giá trị gia tăng thấp.** Điểm mạnh của các doanh nghiệp Dệt may Việt Nam là khâu may. Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam sản xuất theo phương thức CMT, giá trị gia tăng thấp nhất. Tỷ lệ sản xuất theo phương thức CMT đạt 70%, FOB đạt 20% trong năm 2016.

**Các hình thức sản xuất và biên lợi nhuận trong chuỗi giá trị Ngành Dệt may**



Nguồn: BSC research

Chúng tôi đánh giá, hiệp định TPP, nếu không được thông qua, làm giảm kỳ vọng đối với tăng trưởng của dệt may Việt Nam, tuy nhiên,

không hoàn toàn theo hướng tiêu cực, trên 2 phương diện:

- Thứ nhất, để được hưởng các ưu đãi về thuế quan (giảm về 0%) trong hiệp định TPP, hàng dệt may Việt Nam phải đáp ứng các quy định về hàm lượng giá trị khu vực nội khối “từ sợi trở đi” phải đạt từ 50-55%. Tuy nhiên, nhập khẩu nguyên vật liệu từ các thành viên TPP và khả năng tự chủ nguyên liệu dệt may trong nước vẫn ở mức thấp. Nhập khẩu từ TPP chỉ chiếm 8% tổng nhập khẩu nguyên liệu dệt may của Việt Nam. Tỷ lệ nội địa hóa đạt chưa đến 50%. Do vậy, nếu hiệp định TPP được thông qua, các doanh nghiệp Việt Nam chưa chắc được hưởng các ưu đãi thuế quan này.
- Thứ hai, ngoài TPP, Việt Nam vẫn đang có các hiệp định khác như Việt Nam – EU (VEFTA) và Việt Nam – Hàn Quốc: Các hiệp định trên có quy định xuất xứ dễ dàng hơn “từ vải trở đi”, và thuế suất cũng được giảm về 0% từ mức 8-12%. Ngoài ra, các hiệp định thương mại tự do như RCEP (Asean +6) và Liên minh thuế quan Nga-Belarus-Kazakhstan cũng sẽ thúc đẩy xuất khẩu dệt may vào các thị trường tiềm năng của Việt Nam.

**Hiệp định RCEP được kỳ vọng giảm chi phí nhập khẩu nguyên liệu Dệt may Việt Nam.** RCEP đã đi tới vòng đàm phán thứ 15, được kỳ vọng kết thúc vào giữa năm 2017. Các nước trong RCEP chiếm hơn 69% giá trị nhập khẩu nguyên liệu của Việt Nam. Nếu thuế suất nhập khẩu được giảm dần về 0% sẽ tiết giảm đáng kể chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất Dệt may Việt Nam.

## VINATEX – GÃ KHỔNG LỒ SỞ HỮU NHIỀU ĐƠN VỊ ĐẦU NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

**Tập đoàn Vinatex được tổ chức hoạt động theo mô hình Holdings.** Tính đến cuối quý 3/2016, Vinatex sở hữu hệ thống gồm 17 công ty con cấp 1, 38 công ty con cấp 2 và 38 công ty liên doanh, liên kết. Công ty mẹ Vinatex đóng vai trò hoạch định chiến lược, nhân sự, kết nối và điều phối hoạt động của các công ty thành viên. Hệ thống các công ty thành viên trong tập đoàn tạo thành chuỗi cung ứng đầy đủ từ bông, sợi, dệt và may<sup>1</sup>.

Tương tự các mô hình holdings khác, khối tài sản có giá trị nhất của Vinatex là hệ thống các công ty con và công ty liên kết. Các công ty thành viên đóng góp đến 99% doanh thu hợp cộng và 99% lợi nhuận sau thuế hợp nhất của Tập đoàn.

**Sở hữu nhiều đơn vị mạnh, dẫn đầu ngành dệt may Việt Nam.** Các công ty thành viên của Vinatex đều là các công ty có thương hiệu mạnh, dẫn đầu các khâu trong chuỗi giá trị như Dệt 8/3, Dệt kim Đông Phương, Dệt may Huế, Dệt may Hòa Thọ, TCT CP Phong Phú, May Đức Giang, May Việt Tiến, May 10,... Giá trị của nhiều công ty

<sup>1</sup> Năm 2015, Tập đoàn dệt may VN đã thoái toàn bộ khoản đầu tư tại công ty con là CTTNHH MTV Thương mại thời trang Việt Nam.

thành viên trong nhóm đã vượt xa giá trị ghi sổ của các khoản đầu tư này. Đây là các doanh nghiệp có mức định giá tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp Ngành Dệt may tại Việt nam, tỷ lệ chi trả cổ tức cao, ổn định.

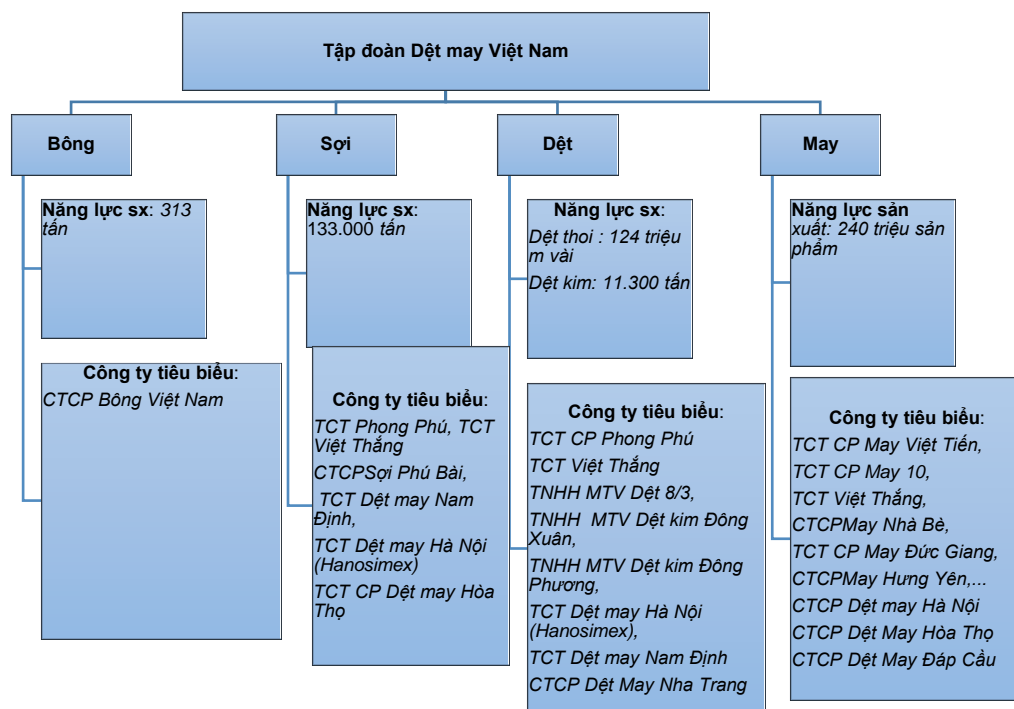
**Bảng so sánh giá trị ghi sổ và giá trị định giá lại một số khoản đầu tư tiêu biểu của Vinatex<sup>2</sup>**

Công ty	Cổ tức 2014-2016	EPS 2016F	Giá trị sổ sách/cp	Giá gốc khoản đầu tư (tỷ đ)	Giá trị định giá lại theo tài sản (tỷ đ)	% tăng so với giá gốc
TCT CP Phong Phú	15-16%	8,988	32,438	490	1,213	148%
CT TNHH MTV Dệt 8-3		-	18,362	173	318**	84%
CTCP Dệt may Huế (HDM)	30-45%	4,475	19,479	24	95*	301%
TCT CP Dệt may Hòa Thọ	20-30%	4,493	20,431	129	219	71%
CTCP Dệt may Hà Nội	10-12%	2,456	18,376	124	217	75%
CTCP Dệt may Nam Định	20-25%	1,079	13,444	78	98	26%
CTCP Sợi Phú Bài	5-10%	5,026	10,058	33	27	-19%
CTCP May Nhà Bè	25%	3,305	21,634	62	171*	176%
CTC May Đức Giang	20-35%	6,413	28,506	38	65	70%
CTCP May Hưng Yên	20-65%***	5,171	22,594	53	107	101%
TCT May 10-CTCP	18-20%	4,514	24,989	52	89	71%
TCT CT May Việt Tiến	30%	8,988	32,438	187	799*	326%
TCT Việt Thắng-CTCP	20-25%	5,099	32,525	175	321	83%
<b>Tổng cộng</b>				<b>1,618</b>	<b>3,739</b>	<b>131%</b>

Nguồn: BSC research

\*Giá trị thị trường của cổ phiếu \*\*Giá trị sổ sách vào ngày 31/12/2016 \*\*\* Bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu

**Sơ đồ chuỗi cung ứng của các công ty thành viên thuộc tập đoàn Vinatex**

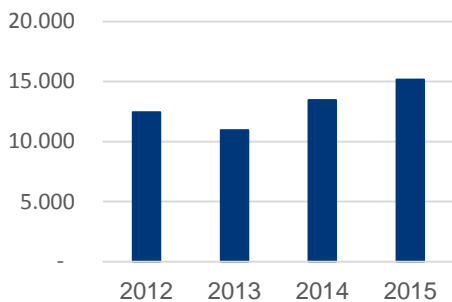


Nguồn: BCTN Vinatex, BSC research

<sup>2</sup> Giá trị định giá lại được tính theo giá trị thị trường (nếu có) hoặc giá trị sổ sách trên báo cáo tài chính tại thời điểm 30/9/2016 của từng công ty đầu tư

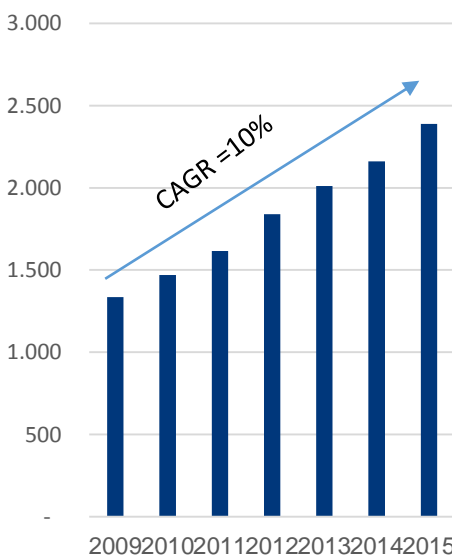
## HOẠT ĐỘNG LỢI – CƠ HỘI TỪ PHÁT TRIỂN CHUỖ NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

DTT của Vintex từ 2012-2015 (tỷ đ)



Nguồn: BCTC HN Vinatex

Kim ngạch xuất khẩu của Vinatex từ 2009-2015 (tr USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan

## TẬP ĐOÀN VINATEX ĐẠI DIỆN CHO NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

**Năng lực sản xuất lớn.** Tập đoàn Vinatex sở hữu 12 đơn vị lớn sản xuất sợi, tổng năng lực cung ứng lên tới 133.000 tấn sợi/năm (chiếm 14.8% ngành), 5 đơn vị lớn sản xuất vải dệt kim, cung ứng 11.300 tấn/năm, 5 đơn vị lớn sản xuất vải dệt thoi, cung ứng 124 triệu mét vải/năm và 17 tổng công ty và công ty tham gia khâu may, tổng công suất khoảng 240 triệu sản phẩm/năm (16% ngành).

**Đ dẫn đầu ngành Dệt may Việt Nam.** Tổng doanh thu hợp cộng (không tính VAT) của Vinatex và các thành viên trong tập đoàn vào năm 2015 lên tới 39.503 tỷ đồng (+10% yoy), kim ngạch xuất khẩu tính đủ toàn tập đoàn đạt 2.388 triệu USD (+11% yoy), tương đương 15% thị phần xuất khẩu dệt may của Việt Nam và 23% thị phần xuất khẩu của các doanh nghiệp nội địa.

**Tăng trưởng.** Kim ngạch xuất khẩu của Tập đoàn và các đơn vị thành viên của Vinatex đạt trung bình 10% liên tục từ 2009-2015. Doanh thu thuần tăng trưởng trung bình 7%/năm từ 2012-2015. 9T2016, kim ngạch xuất khẩu tính đủ của tập đoàn đạt 1.793 tỷ đồng.

## ĐẦU TƯ CHUỖI CUNG ỨNG NGÀNH DỆT MAY

**Tự chủ nguồn nguyên liệu.** Tỷ lệ nội địa hóa trong tập đoàn đạt 52% (cao hơn so với tỷ lệ nội địa hóa toàn ngành là 50%). Hầu hết bông dùng trong sản xuất phải nhập khẩu, tập đoàn đã tự chủ phần lớn sợi. Trong lĩnh vực vải, mặc dù năng lực sản xuất vải dệt tương đối lớn, tuy nhiên, do năng lực nhuộm hoàn tất còn yếu nên hầu hết vải sản xuất ra phải xuất thô sau đó nhập khẩu ngược trở lại vải hoàn tất.

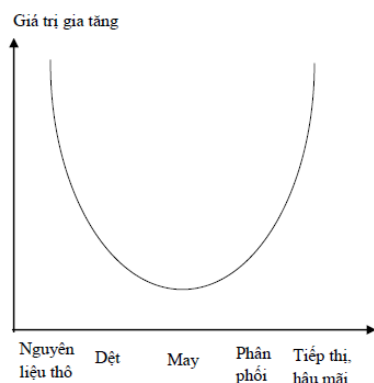
**Tiếp tục mở rộng chuỗi cung ứng, sản xuất.** Khâu dệt, nhuộm yêu cầu vốn đầu tư lớn do phải xử lý nước thải, đảm bảo các vấn đề môi trường, rào cản gia nhập ngành tương đối lớn, cơ hội gia nhập ngành dành cho các đơn vị có tiềm lực vốn như Vinatex. Tập đoàn đã và đang đẩy mạnh phát triển chuỗi cung ứng, đặc biệt là trong khâu nhuộm, nhằm đáp ứng tốt hơn các yêu cầu về xuất xứ “từ sợi trở đi” trong TPP, “từ vải trở đi” theo FTA Việt Nam-EU. Đây cũng là bước đi cần thiết để các đơn vị thành viên trong Tập đoàn tăng giá



trị sản phẩm làm FOB, ODM- là những hình thức sản xuất mang lại giá trị gia tăng cao hơn.

Tổng năng lực sản xuất tăng 31.339 tấn sợi, 34 triệu mét vải dệt thoi và 3.600 tấn vải dệt kim và 66,6 triệu sản phẩm may mặc từ năm 2015-2016.

### Giá trị gia tăng trong chuỗi giá trị Ngành Dệt may



Nguồn: Frederick, Duke University

### Cơ cấu doanh thu theo phương thức sản xuất của Tập đoàn Vinatex

	2013	2015
CMT	55%	40%
FOB	35%	52%
ODM	10%	8%

Nguồn: Vinatex

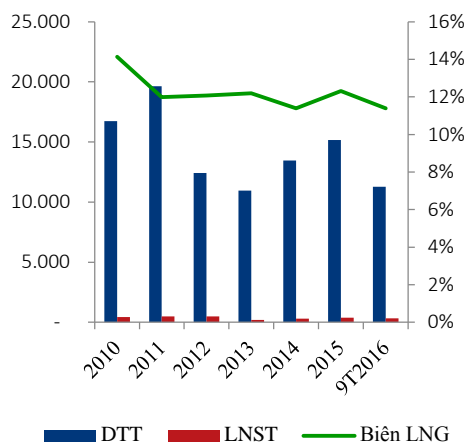
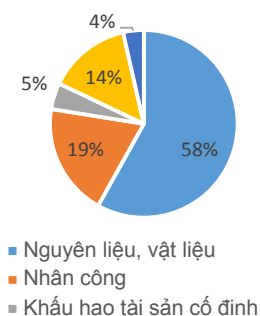
Chúng tôi đánh giá cơ hội sẽ đến với các doanh nghiệp, tổ hợp doanh nghiệp phát triển chuỗi cung ứng nhờ (1) Giá trị gia tăng của khâu nguyên liệu đầu vào, dệt nhuộm cao hơn so với khâu may; (2) cung cấp nguồn nguyên liệu cho khâu may, đi lên các phương thức sản xuất cao hơn là FOB và ODM ; (3) chủ động nguồn nguyên liệu, là điều kiện đủ để các doanh nghiệp đáp ứng các quy định về xuất xứ trong các hiệp định thương mại tự do, hưởng ưu đãi thuế suất.

### PHƯƠNG THỨC SẢN XUẤT FOB, ODM - TĂNG GIÁ TRỊ THẶNG DƯ

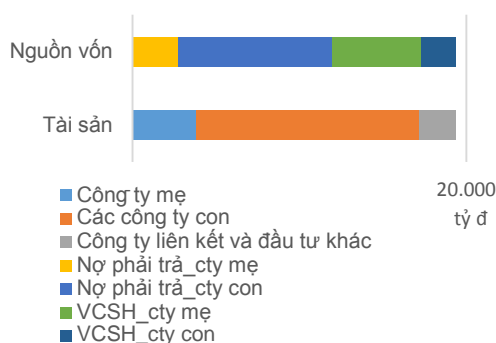
Phương thức sản xuất CMT mang lại giá trị gia tăng thấp. Tỷ trọng hàng CMT của Vinatex còn cao, đạt 40% vào năm 2015. Đây là phương thức sản xuất mang lại giá trị gia tăng thấp nhất trong chuỗi giá trị ngành May. Biên lợi nhuận theo phương thức ODM là 4%, thấp hơn nhiều so với biên lợi nhuận từ FOB (10%), ODM (30%) và OBM (50%).

**Mục tiêu đẩy mạnh sản xuất theo FOB và ODM.** So với năm 2013, tỷ lệ hàng sản xuất theo phương thức CMT giảm từ 55% xuống còn 40%. Tính đến cuối năm 2015, tỷ lệ hàng sản xuất theo phương pháp FOB của tập đoàn và các đơn vị thành viên đạt lần lượt là 52%, cao hơn so với trung bình toàn ngành (là 20%). Tập đoàn tiếp tục đặt mục tiêu nâng tỷ trọng hàng sản xuất theo phương thức FOB và ODM lên lần lượt là 60% và 20% vào năm 2020.

*Chúng tôi đánh giá phương thức sản xuất FOB và ODM sẽ thúc đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các đơn vị thành viên và tập đoàn Vinatex. Đồng thời, đây cũng là yếu tố cần thiết đưa sản xuất Dệt may Việt Nam lên bậc cao mới, với chiều sâu, chất xám và giá trị gia tăng cao hơn.*

**TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**
**DTT và LNST của công ty hợp nhất Vinatex từ 2009-2015**

**Cơ cấu chi phí SXKD theo yếu tố của Vinatex trong 6T2016**


Nguồn: Vinatex

**Cơ cấu tài sản-nguồn vốn của Vinatex vào 30/9/2016**


Nguồn: Vinatex

**Quy mô doanh thu lớn.** Tăng trưởng doanh thu bình quân của công ty hợp nhất đạt 23% từ năm 2012-2015 chủ yếu nhờ tốc độ tăng trưởng nhanh và bền vững của ngành dệt may Việt Nam. Tổng doanh thu hợp nhất của Vinatex đạt 13.294 tỷ đồng (+11% yoy), đóng góp chủ yếu từ các công ty con. Một số công ty con có quy mô doanh thu lớn trong tập đoàn Vinatex là TCT CP Phong Phú (3.487 tỷ đồng), TCT Dệt may Hòa Thọ (3.002 tỷ đồng), Hanosimex (1.745 tỷ đồng) và CTCP Dệt may Huế (1.480 tỷ đồng).

**Cơ cấu chi phí.** Chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu sản xuất kinh doanh của công ty hợp nhất là các chi phí biến động như chi phí nguyên vật liệu (58% tổng chi phí sản xuất kinh doanh) và chi phí nhân công (19%). Đặc điểm này là đặc trưng chung của ngành dệt may toàn cầu. Đây cũng là yếu tố mang lại lợi thế so sánh của ngành dệt may Việt Nam so với thế giới nhờ chi phí nhân công thấp hơn tương đối. Chúng tôi cho rằng, nếu các dự án đầu tư mở rộng chuỗi cung ứng của Vinatex và các đơn vị thành viên đi vào hoạt động hiệu quả, chi phí sản xuất kinh doanh của Tập đoàn sẽ được tiết giảm.

**Hiệu quả hoạt động ổn định.** Biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 11-12% trong giai đoạn từ 2011-2015 và đạt 11% trong 9T2016. Biên lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh dao động từ 1-3% trong các năm 2011-2015 và đạt 2.4% trong 9T2016. Các chỉ tiêu ROE, ROA đạt lần lượt là 9% và 3% trong 9T2016.

**Cơ cấu tài sản.** Tỷ trọng tài sản dài hạn/ tổng tài sản được duy trì trong khoảng từ 48-51% trong giai đoạn từ 2011-2015 và tăng lên 55% vào cuối quý 3/2016 do ghi nhận giá trị các dự án đầu tư mới. Chúng tôi đánh giá, khối tài sản có giá trị nhất đối với Tập đoàn Vintex là giá trị các khoản đầu tư vào công ty con, công ty liên kết. Hệ thống gồm phần lớn các công ty hoạt động hiệu quả, đóng góp 99% doanh thu hợp nhất và 99% lợi nhuận sau thuế cho Tập đoàn.

**Cơ cấu nguồn vốn.** Vốn chủ sở hữu lớn, đạt 7.399 tỷ đồng vào cuối quý 3/2016. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính là 2.61x cùng thời điểm, tương đương với trung vị các doanh nghiệp niêm yết tại thị trường Việt Nam (2.56x). Phần lớn vốn vay của công ty xuất phát từ các công ty con (chiếm khoảng 77% tổng nợ phải trả). Nhiều khoản vay của Vinatex và các công ty con yết bằng USD (trị giá hơn 100 triệu USD), do vậy công ty đối mặt với rủi ro tỷ giá.

**Khả năng thanh toán.** Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh lần lượt là 1.36x và 0.89x (cao hơn so với trung vị các công ty niêm yết tại thị trường Việt Nam, đạt lần lượt là 1.14x và 0.51x).

## Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính của Công ty hợp nhất Vinatex

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	2014	2015	3Q 2016
<b>Cơ cấu vốn</b>							
Vốn vay/VCSH	0.91	0.73	0.49	0.48	1.09	1.11	1.13
Tổng tài sản/VCSH	3.65	2.96	2.30	2.38	2.72	2.57	2.61
<b>Cơ cấu tài sản</b>							
TS dài hạn/Tổng TS	44%	48%	49%	51%	46%	51%	55%
TS ngắn hạn/Tổng TS	56%	52%	51%	49%	54%	49%	45%
<b>Khả năng thanh toán</b>							
Hệ số TT nhanh	0.69	0.79	0.87	0.84	0.89	0.89	0.93
Hệ số TT ngắn hạn	1.21	1.22	1.30	1.29	1.33	1.36	1.38
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>							
Số ngày phải thu	40	32	44	41	45	53	55
Số ngày tồn kho	65	56	65	64	71	78	73
Số ngày phải trả	31	27	38	38	33	34	32
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>							
Lợi nhuận gộp biên	14%	12%	12%	12%	11%	12%	11%
ROS	3%	2%	4%	2%	2%	3%	2%
ROE	11%	11%	10%	4%	5%	6%	9%
ROA	3%	3%	4%	2%	2%	2%	3%

Nguồn: BSC research

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

## Dự báo tốc độ tăng trưởng giá trị thị trường Dệt may

Quốc gia	CAGR 2016-2020
Hoa Kỳ	2.70%
France	1.40%
Netherlands	2.80%
Spain	4.40%
Germany	2.20%
Italy	2.80%
UK	3.00%
Nhật Bản	2.70%
Hàn Quốc	2.80%

Nguồn: Euromonitor Passport 2016

Với mô hình hoạt động của một holdings, kết quả kinh doanh của Vinatex chủ yếu đến từ các khoản đầu tư vào các đơn vị đầu ngành trong lĩnh vực Dệt may. Do đó, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh hợp nhất của Tập đoàn Vinatex trên cơ sở dự báo kết quả kinh doanh của các đơn vị thành viên, loại trừ các giao dịch nội bộ. Dự báo của chúng tôi được chia thành 3 nhóm chính:

- Đóng góp doanh thu, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận sau thuế của các công ty con trong Tập đoàn
- Lãi/lỗ từ các công ty liên doanh, liên kết
- Doanh thu, chi phí tài chính của công ty hợp nhất.

Trong đó, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận với từng công ty thành viên dựa trên:

- Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong 5 năm tới, được giả định tăng cùng với nhu cầu về sản phẩm may mặc tại từng thị trường (theo Euromonitor). Với giả định thị phần của Vinatex và các đơn vị thành viên không đổi, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của các đơn vị thành viên Vinatex được dự báo tăng trung bình 3%/năm, thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng trung bình 19% của ngành Dệt may Việt Nam từ năm 2009-2015.
- Thị trường nội địa tăng trung bình 10%/năm từ 2017-2020, thận trọng so với mức tăng trưởng 10-15% trong 5 năm gần

đây;

- Kế hoạch đầu tư, kế hoạch kinh doanh và khả năng duy trì vị thế cạnh tranh của từng doanh nghiệp.

Lưu ý, dự báo của chúng tôi chưa tính đến tác động tích cực của việc chuyển dịch các đơn đặt hàng từ EU về Việt Nam khi hiệp định FTA Việt Nam-EU chính thức có hiệu lực.

Tổng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 15.179 tỷ đồng và 383 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt lần lượt là 17.754 tỷ đồng (CAGR là 4%) và 399 tỷ đồng vào năm 2020.

**Cụ thể:**

### 1. Nhóm các công ty con

Doanh thu thuần của công ty hợp nhất được dự báo đạt 15.179 tỷ đồng vào năm 2016, hầu như không đổi so với năm 2015 và đạt 17.754 tỷ đồng vào năm 2020 (CAGR là 4% từ 2016-2020). Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 274 tỷ đồng vào năm 2016 (-15% yoy) và đạt 309 tỷ đồng vào năm 2020 (CAGR là 3%). Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động của Tập đoàn đạt khoảng 2% từ 2016-2020.

**Dự báo kết quả kinh doanh của công ty mẹ và một số công ty con tiêu biểu**

Công ty con tiêu biểu	2016		2017	
	DTT	LN thuần từ hoạt động	DTT	LN thuần từ hoạt động
Cty mẹ	606	(131)	622	(134)
TCT CP Phong Phú	3,244	192	3,290	195
CTCP Dệt may Huế	1,465	73	1,509	77
TCT CP Dệt may Hòa Thọ	3,135	73	3,286	77
CTCP Dệt may Hà Nội	2,007	113	2,077	124
CTCP Dệt may Nam Định	733	37	689	36
CTCP Sợi Phú Bài	773	23	796	24
<b>Hợp nhất</b>	<b>15,139</b>	<b>280</b>	<b>15,599</b>	<b>294</b>

Nguồn: BSC research

### 2. Nhóm công ty liên doanh, liên kết

Lãi/lỗ của công ty liên doanh liên kết được dự báo dựa trên kết quả kinh doanh của từng công ty nhân với tỷ lệ sở hữu của Vinatex tại công ty đó, với giả định tỷ lệ sở hữu tại các công ty này không thay đổi so với thời điểm hiện tại. Khi đó, lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết này được dự báo đạt 482 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 413 tỷ đồng vào năm 2020.

## Dự báo lãi/lỗ từ một số công ty liên doanh, liên kết tiêu biểu của Vinatex

Công ty liên doanh, liên kết	Tỷ lệ sở hữu	LN của công ty liên doanh, liên kết	2016		2017		
			Cổ tức bằng tiền mặt	Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	LN của công ty liên doanh, liên kết	Cổ tức bằng tiền mặt	Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết
CTCP May Nhà Bè	27.69%	60.15	25%	16.66	61.96	25%	17.16
CTC May Đức Giang	36.79%	39.64	30%	14.58	40.63	40%	14.95
CTCP May Hưng Yên	35.01%	70.06	20%	24.53	71.17	20%	24.92
TCT May 10-CTCP	35.51%	48.75	18%	17.31	50.12	20%	17.80
TCT CT May Việt Tiến	31.92%	377.50	30%	120.50	414.11	28%	132.18
TCT Việt Thắng-CTCP	46.93%	107.08	25%	50.25	110.75	30%	51.98

Nguồn: BSC resesearch

### 3. Doanh thu và chi phí tài chính

Doanh thu tài chính bao gồm chủ yếu là lãi tiền gửi, cho vay và thu nhập từ cổ tức. Doanh thu tài chính ước đạt 284 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 261 tỷ đồng vào năm 2020, chủ yếu do sự tăng lên của thu nhập tiền gửi, cho vay, doanh thu cổ tức từ các khoản đầu tư ngắn và dài hạn khác được giả định duy trì ổn định.

Chi phí tài chính bao gồm chủ yếu các khoản chi phí lãi tiền vay. Với giả định thu nhập cổ tức từ các khoản đầu tư dài hạn ổn định, chi phí tài chính được dự báo đạt 498 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 451 tỷ đồng vào năm 2020.

Lưu ý, dự báo của chúng tôi không tính đến các khoản doanh thu và chi phí tài chính thu được từ thoái vốn các công ty con, công ty liên kết.

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

### So sánh P/E và P/B các doanh nghiệp Dệt may tại Việt Nam

Mã CP	Vốn hóa (tr VND)	DTT 12 tháng (tỷ VND)	P/E	P/B
TCM	663	2,955	7.47	0.75

Chúng tôi sử dụng phương pháp Giá trị tài sản ròng có điều chỉnh để định giá cổ phiếu Vinatex. Đây là phương pháp phổ biến được sử dụng để định giá các Holdings do phần lớn tài sản và thu nhập của Holdings đến từ các khoản đầu tư.

Chúng tôi định giá lại khối tài sản có giá trị nhất đối với Tập đoàn Vinatex là các khoản đầu tư vào các công ty con, công ty liên doanh, liên kết và giả định giá trị của các tài sản còn lại không thay đổi. Chúng tôi lựa chọn các công ty con, công ty liên doanh, liên kết quan trọng của Vinatex và tính toán giá trị của các khoản đầu tư này theo 2 phương pháp: (1) Định giá lại các khoản đầu tư dựa trên giá trị tài sản; (2) Định giá lại các khoản đầu tư dựa trên thu nhập.

(1) Định giá các khoản đầu tư dựa trên giá trị tài sản.

STK	910	1,035	12.34	1.32	Giá trị của các khoản đầu tư được tính toán dựa trên (1) Giá trị thị trường của cổ phiếu (nếu doanh nghiệp đã niêm yết); và (2) Giá trị sổ sách của các khoản đầu tư đối với nhóm các doanh nghiệp còn lại; (3) Số lượng cổ phiếu nắm giữ bởi công ty mẹ Vinatex. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Giá trị khoản đầu tư tăng thêm 2.145 tỷ đồng</li> <li>• Giá trị tài sản ròng trên một cổ phiếu của Vinatex sau điều chỉnh là 14.993 đ/cp</li> <li>• Chọn mức chiết khấu 25% đối với giá trị tài sản ròng của Vinatex sau điều chỉnh, bù đắp các rủi ro về thanh khoản, thị trường và quyền kiểm soát,... Khi đó, giá hợp lý của 1 cổ phiếu là 11.245 đồng/cp.</li> </ul>
TNG	421	1,950	4.65	0.82	
GMC	419	1,559	5.79	1.61	
ADS	346	1,301	20.58	1.56	
KMR	240	375	17.78	0.45	
MPT	55	91	4.39	0.49	
G20	55	301	3.13	0.34	
NPS	26	36	27.09	0.76	
<b>Median</b>			<b>7.47</b>	<b>0.76</b>	

**(2) Định giá các khoản đầu tư dựa trên thu nhập**

Nguồn: Bloomberg

Giá trị của từng khoản đầu tư được định giá theo (1) EPS 2016 dự báo của khoản đầu tư; (2) Phương pháp so sánh P/E; (3) Số lượng cổ phiếu nắm giữ bởi công ty mẹ Vinatex.

- Hệ số so sánh P/E là 7,47x tham chiếu các công ty Dệt may niêm yết tại Việt Nam
- Giá trị khoản đầu tư tăng thêm 3.728 tỷ đồng
- Giá trị tài sản ròng trên một cổ phiếu của Vinatex sau điều chỉnh là 18.158 đồng/cp
- Chọn mức chiết khấu 25% đối với giá trị tài sản ròng của Vinatex sau điều chỉnh, bù đắp các rủi ro về thanh khoản, thị trường và quyền kiểm soát.... Khi đó, giá hợp lý của 1 cổ phiếu là 13.619 đồng/cp.

**Kết hợp 2 phương pháp trên, giá hợp lý của cổ phiếu dao động từ 11.245 đồng/cp tới 13.619 đồng/cp.**

Adjusted book value	Giá trị ghi sổ	Giá định giá lại	
		Dựa trên tài sản	Dựa trên thu nhập
Tổng cộng tài sản	8,095	10,241	11,823
Tổng nợ phải trả	2,744	2,744	2,744
Vốn chủ sở hữu	5,351	7,497	9,079
Số lượng cổ phiếu lưu hành	0.5	0.5	0.5
Giá trị tài sản ròng/cp	10,703	14,993	18,159
Tỷ lệ chiết khấu		25%	25%
<b>Giá hợp lý</b>		<b>11,245</b>	<b>13,619</b>

Nguồn: BSC research

**RỦI RO ĐẦU TƯ**
**Dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới**

	2016	2017
Thế giới	3.1	3.4
Mỹ	1.6	2.2
Đức	1.7	1.4
Nhật	0.8	0.9
Anh	1.8	1.1
Pháp	1.3	1.3

Nguồn: IMF

**Nhu cầu tiêu thụ yếu trên toàn cầu.** Tăng trưởng kinh tế thấp, bao gồm cả các quốc gia nhập khẩu Dệt may lớn (IMF dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới đạt 3.1% vào năm 2016 và tăng lên 3.4% vào năm 2017) làm giảm nhu cầu mua sắm các sản phẩm thời trang, may mặc trên toàn cầu và qua đó, ảnh hưởng đến nhu cầu về sản phẩm Dệt may của Vinatex.

**Rủi ro chuyển dịch đơn hàng sang các quốc gia Bangladesh, Ấn Độ, Campuchia.** Do các quốc gia xuất khẩu Dệt may lớn ngoài TPP đã và đang có nhiều chính sách hỗ trợ xuất khẩu trong khi đó chi phí lương, bảo hiểm tại Việt Nam tăng và nguy cơ TPP không được thông qua. Điều này, nếu kéo dài sẽ co hẹp thị phần xuất khẩu của Dệt may Việt Nam cũng như các đơn vị thành viên của Vinatex.

**Rủi ro TPP không được thông qua.** Điều này sẽ ảnh hưởng đến kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu sản phẩm Dệt may vào thị trường các nước TPP, đặc biệt là thị trường Hoa Kỳ. Đồng thời, nếu TPP không được thông qua, sẽ gây ra sức ép về thị trường đầu ra cho các dự án đầu tư mới của Vinatex, kéo theo rủi ro về vận hành đối với các dự án này. Hiện, Vinatex và các thành viên trong Tập đoàn đang tích cực rà soát lại các dự án, nhu cầu với từng khâu, từng sản phẩm và điều chỉnh lại các kế hoạch kinh doanh nói trên. Tuy nhiên, điều này có thể tạo ra mặt bằng giá hấp dẫn, thấp hơn cho các nhà đầu tư mong muốn sở hữu nhóm cổ phiếu Dệt may trong dài hạn.

**Rủi ro từ hoạt động của các công ty con, công ty liên kết.** Vinatex sở hữu danh mục đầu tư gồm 17 công ty con cấp 1, 38 công ty con cấp 2 và 38 công ty liên doanh, liên kết. Kết quả kinh doanh của Vinatex phụ thuộc trực tiếp vào hiệu quả hoạt động của nhóm các doanh nghiệp trên. Việc quản trị, điều hành và phối hợp hoạt động của các công ty thành viên cũng có thể là một thách thức Vinatex phải đối mặt. Đồng thời, công ty có một số khoản vay nợ sau đó cho vay lại đối với các công ty con (Tổng công ty Phong Phú, Dệt may Hòa Thọ, Hanosimex,...) và một số khoản bảo lãnh vay vốn đối với các công ty con và công ty liên kết.

**Rủi ro lãi suất tăng.** Tổng giá trị vay nợ lớn, đạt 8.396 tỷ đồng vào cuối quý 3/2016. Phần lớn các khoản đầu tư mới của Vinatex và các đơn vị thành viên được tài trợ bằng vốn vay (ước tính 60% vốn vay). Nếu lãi suất tăng 0.5%, chi phí lãi của công ty ước tính tăng khoảng 840 tỷ đồng.

**Rủi ro tỷ giá.** (1) Hầu hết doanh thu của Vinatex đến từ hoạt động xuất khẩu. Các doanh nghiệp thành viên của Vinatex không chỉ cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước mà còn phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp Dệt may trong khu vực và trên thế giới. Do vậy, sự kiện phá giá đồng nội tệ tại nhiều quốc gia xuất khẩu dệt may lớn trên thế giới có ảnh hưởng mạnh đến vị thế

cạnh tranh và kim ngạch xuất khẩu của Tập đoàn Vinatex. (2) Tổng giá trị các khoản nợ bằng USD trị giá hơn 100 triệu USD làm phát sinh lỗ chênh lệch tỷ giá. Với giả định tỷ giá tăng 2%, lỗ chênh lệch tỷ giá từ các khoản vay này lên tới 45 tỷ đồng.

**Biến động tỷ giá của một số quốc gia, khu vực XK dệt may lớn trên thế giới từ 2013- nay**

	<b>Biến động giá nội tệ so với USD</b>			<b>Tăng trưởng XK dệt may</b>	
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
	<b>vs 2013</b>	<b>vs 2014</b>	<b>vs 2015</b>	<b>vs 2013</b>	<b>vs 2014</b>
Trung Quốc	-2%	-4%	-6%	5%	-6%
EU	-12%	-10%	-3%	7%	-12%
Bangladesh	0%	-2%	0%	5%	6%
Việt Nam	-1%	-5%	-1%	14%	13%
Ấn Độ	-2%	-4%	-2%	14%	1%
Indonesia	-2%	-10%	4%	0%	-9%

Nguồn: Bloomberg, WTO, BSC research



**PHỤ LỤC 01: BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>A. Tài sản ngắn hạn</b>	<b>9,272</b>	<b>8,749</b>	<b>8,803</b>	<b>8,964</b>	<b>9,448</b>	<b>9,989</b>
I. Tiền và tương đương tiền	2,472	1,758	1,614	1,495	1,679	1,896
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	301	500	500	500	500	500
III. Các khoản phải thu	3,282	3,286	3,386	3,527	3,680	3,843
IV. Hàng tồn kho, ròng	2,833	2,837	2,923	3,046	3,177	3,319
V. Tài sản lưu động khác	383	369	380	396	413	431
<b>B. Tài sản dài hạn</b>	<b>9,539</b>	<b>12,069</b>	<b>11,940</b>	<b>11,803</b>	<b>11,284</b>	<b>10,785</b>
I. Phải thu dài hạn	585	586	604	629	656	685
II. Tài sản cố định	4,726	7,145	7,523	7,288	6,756	6,242
III. Xây dựng cơ bản dở dang	1,588	1,746	1,088	1,175	1,175	1,175
IV. Giá trị ròng tài sản đầu tư	137	131	272	267	261	255
V. Đầu tư dài hạn	1,993	1,985	1,977	1,969	1,961	1,953
VI Tài sản dài hạn khác	508	475	475	475	475	475
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>18,811</b>	<b>20,818</b>	<b>20,743</b>	<b>20,767</b>	<b>20,732</b>	<b>20,774</b>
<b>A. Nợ phải trả</b>	<b>11,478</b>	<b>12,963</b>	<b>12,496</b>	<b>12,106</b>	<b>11,621</b>	<b>11,168</b>
I. Nợ ngắn hạn	6,842	6,851	6,691	6,965	7,260	7,577
II. Nợ dài hạn	4,636	6,112	5,806	5,141	4,361	3,591
<b>B. Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7,333</b>	<b>7,855</b>	<b>8,246</b>	<b>8,660</b>	<b>9,111</b>	<b>9,606</b>
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>18,811</b>	<b>20,818</b>	<b>20,743</b>	<b>20,767</b>	<b>20,732</b>	<b>20,774</b>

**PHỤ LỤC 02: BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh số thuần	15,159	15,179	15,640	16,294	16,998	17,754
LN thuần từ HĐKD (k tính hoạt động tài chính và công ty liên doanh, liên kết)	324	274	286	293	299	309
Thu nhập tài chính	442	284	244	247	252	261
Chi phí tài chính	(689)	(498)	(485)	(481)	(466)	(451)
Lãi, lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	498	482	366	381	396	413
Thu nhập khác, ròng	52	95	95	95	95	95
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	627	637	506	534	576	627
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(95)	(84)	(90)	(93)	(97)	(100)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	532	553	416	441	479	527
Lợi ích cổ đông thiểu số	(150)	(170)	(106)	(113)	(121)	(128)
LNST của Cổ đông của Công ty mẹ	382	383	310	328	359	399

Nguồn: BSC research

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư  
Lê Thị Hải Đường  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích  
Trần Thăng Long  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510  
Website: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.