

# MUA

# CTCP May Việt Tiến (UpCOM: VGG)

Báo cáo lần đầu (28/5/2018)

Giá mục tiêu **VND 62.000**  
 Tăng/giảm (%) **27%**

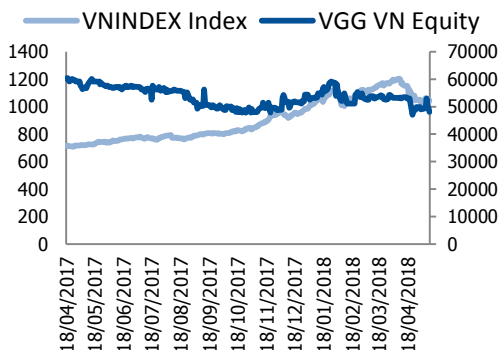
Thị giá (28/5/2018) 49.000  
 Vốn hóa (tỷ VND) 2.045  
 Biến động 52 tuần 47.100-59.000  
 KLGDĐQ (cổ phiếu) 4.842  
 Sở hữu NĐTNN (%) 17,7%

Nguồn: Bloomberg

## Dự phóng thu nhập & định giá

Năm tài chính	2016	2017	2018E	2019E
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>7.526</b>	<b>8.452</b>	<b>10.164</b>	<b>10.969</b>
EBIT (tỷ VND)	377	361	514	557
<b>Lợi nhuận (tỷ VND)</b>	<b>376</b>	<b>378</b>	<b>456</b>	<b>489</b>
Lợi nhuận (cơ bản)	376	378	456	489
EPS (VND)	8.967	8.578	10.333	11.080
Tăng trưởng EPS (%)	-	-4%	21%	7%
<b>P/E (x)</b>	-	<b>5,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>
EV/EBITDA (x)	-	2,6	1,9	1,1
Tỷ suất cổ tức (%)	30%	35%	25%	30%
P/B (x)	-	1,5	1,2	1,0
<b>ROE (%)</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>
Nợ ròng/vốn CSH (%)	10%	7%	6%	5%

## Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1M	3M	12M
VGG (%)	-10%	-11%	-18%
VN Index (%)	7%	35%	55%

Nguồn: Bloomberg

## Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex)	47,9%
Ban lãnh đạo và những người liên quan	5,2%
South Island Garment SDN.BHD	9,4%
Tung Shing Sewing Machine Co.,Ltd	4,9%
Cổ đông khác	32,6%

Lê Khánh Tùng

Textile & Garment Analyst

Tung.Lekhanh@mbs.com.vn

## Mở đầu giai đoạn tăng trưởng mới

### Cơ hội đầu tư

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VGG với mức chênh lệch giá dự kiến **27%** so với thị giá hiện tại **49.000 đồng/CP**. Mức thị giá hiện tại của VGG là hấp dẫn đối với một doanh nghiệp đầu ngành, có nội lực tăng trưởng, tiềm lực tài chính mạnh tạo ra dòng tiền mạnh và ổn định cũng như mức giá so sánh thấp hơn so với các doanh nghiệp tương đồng.

Tổng CTCP May Việt Tiến (VGG) là một trong những doanh nghiệp dệt may lớn nhất Việt Nam, doanh thu năm 2017 của Tổng Công ty đạt 8.458 tỷ đồng, chỉ đứng sau Tập đoàn Dệt may Việt Nam Vinatex. Thị trường xuất khẩu của Việt Tiến đa dạng bao gồm Nhật, Mỹ, EU và các thị trường khác với tỷ trọng tương đối đồng đều. Doanh thu và lợi nhuận của VGG sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong tương lai nhờ các động lực sau: (i) VGG chủ động đón đầu xu thế phát triển mạnh mẽ của ngành dệt may Việt Nam và (ii) nhà máy mới với quy mô lớn nhất và hiện đại nhất của Tổng công ty sẽ đi vào hoạt động trong năm nay, dự kiến sẽ tăng gấp đôi công suất của VGG.

### Tiêu điểm đầu tư

**Nhà máy Việt Long Hưng, với tổng quy mô lao động dự kiến là 10.000 lao động, sẽ là động lực tăng trưởng của VGG trong trung – dài hạn.** Tới cuối năm 2017, lực lượng lao động của Việt Tiến là gần 9.000 người. Như vậy nhà máy mới này sẽ nâng gấp đôi số lượng lao động của Việt Tiến, tương đương tăng gấp đôi sản lượng trong tương lai. Trong tháng 3 năm 2018, giai đoạn 1 nhà máy đã hoàn thành và đã thuê 2.000 lao động phục vụ cho sản xuất; doanh thu của VGG dự kiến sẽ tăng 20% YoY trong năm 2018.

**Dù đầu tư lớn, nhưng VGG có đủ tiềm lực tài chính để hoạt động cũng như đảm bảo lợi ích cho cổ đông.** Với lượng tiền mặt ròng hơn 900 tỷ đồng, Việt Tiến vừa có thể hoàn thành kế hoạch đầu tư trong năm 2018 (600 tỷ đồng), vừa có thể chi trả cổ tức bằng tiền tối thiểu là 2.500 đồng/CP (110 tỷ đồng).

### Định giá

**Giá trị hợp lý của cổ phiếu VGG được xác định ở mức 62.000 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp định giá so sánh.** Phương pháp P/E so sánh VGG với các doanh nghiệp cùng ngành có quy mô doanh thu và điều kiện tài chính tương đồng (P/E kỳ vọng 6,0x), trong khi P/E forward năm 2018 của VGG là 4.7x.

### Rủi ro chính

**Rủi ro chính yếu của VGG gắn liền với rủi ro của toàn ngành dệt may, đó là áp lực tăng chi phí nhân công.** Chi phí nhân công của các ngành sản xuất Việt Nam nói chung và ngành dệt may nói riêng đều sẽ tăng trong tương lai. Áp lực chi phí đối với VGG là hiện hữu thường trực và khá trọng yếu.

**Rủi ro thanh khoản** là rủi ro đáng lưu tâm khi đầu tư vào Việt Tiến. Thanh khoản của VGG đáp ứng điều kiện cho các nhà đầu tư đặt mục tiêu thời gian đầu tư tương đối dài.

## Mục lục

### Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn và tiêu điểm.....	03
Định giá và cơ sở của giá mục tiêu .....	04
Rủi ro chính .....	04

### Phân tích tài chính và dự phóng

Phân tích kết quả kinh doanh .....	05
------------------------------------	----

### Phụ lục

Giới thiệu về doanh nghiệp .....	06
Các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng ngành .....	07
Bảng dự phóng báo cáo tài chính .....	09

## Luận điểm đầu tư

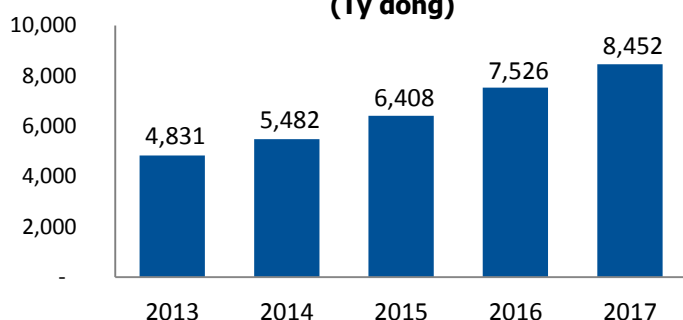
### Điểm nhấn và tiêu điểm đầu tư

**Tổng Công ty cổ phần May Việt Tiến (mã chứng khoán: VGG)** là một trong những doanh nghiệp dệt may lớn nhất Việt Nam có lịch sử hoạt động trên 40 năm. Doanh thu của Việt Tiến tăng với tốc độ bình quân 15%/năm trong giai đoạn 2013 – 2017, và đạt 8.458 tỷ đồng trong năm 2017, chỉ xếp sau Tập đoàn Dệt may Việt Nam (17.468 tỷ đồng).

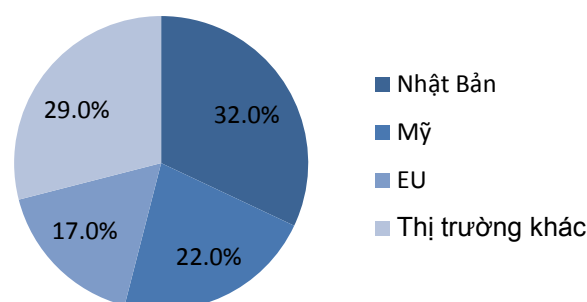
Doanh thu xuất khẩu chiếm trên 85% tổng doanh thu hàng năm của Tổng công ty. VGG có thị trường xuất khẩu khá đa dạng và đồng đều bao gồm các thị trường quan trọng như Nhật Bản, Mỹ, EU,... Thị trường Nhật là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Tiến, trong đó Tập đoàn Mitsubishi là đối tác bao tiêu sản phẩm lớn nhất. Doanh thu nội địa năm 2017 đạt 1.002 tỷ đồng, chiếm 12% tổng doanh thu.

Doanh thu và cơ cấu thị trường xuất khẩu của Việt Tiến qua các năm trước:

**Doanh thu của VGG giai đoạn 2013-2017 (Tỷ đồng)**



**Cơ cấu thị trường xuất khẩu VGG**

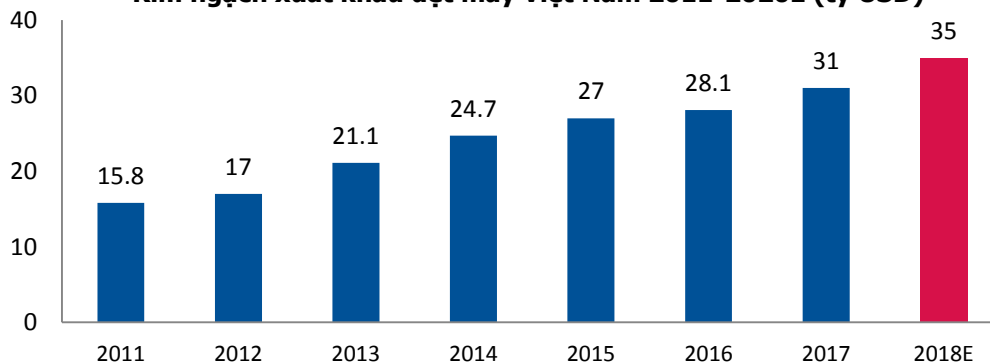


Nguồn: BCTN VGG, MBS Research tổng hợp

**Ngành dệt may là ngành có kim ngạch xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam (sau đồ điện tử), được định hướng sẽ tiếp tục là ngành xuất khẩu mũi nhọn của quốc gia.** Định hướng thúc đẩy phát triển ngành dệt may được dựa trên ba động lực chính: (i) hưởng lợi từ xu thế chuyển đổi mô hình kinh tế của nền kinh tế Trung Quốc, (ii) được tạo điều kiện tăng trưởng từ các Hiệp định thương mại tự do và (iii) tận dụng lực lượng lao động dồi dào có chi phí cạnh tranh.

Năm 2017, kim ngạch xuất khẩu dệt may đạt 31 tỷ USD, chiếm 14,5% tổng kim ngạch xuất khẩu quốc gia. Giá trị ngành dệt may có tốc độ tăng trưởng bình quân **12%/năm** trong quá khứ. Theo mục tiêu của Hiệp hội Dệt may Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu ngành sẽ đạt 35 tỷ USD trong năm 2018 (tăng 12,9%), và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng **hai con số** trong tương lai. Riêng trong quý I năm 2018, kim ngạch xuất khẩu ngành đã đạt 7,62 tỷ USD, tăng 15,4% so với cùng kỳ năm 2017.

**Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam 2011-2020E (tỷ USD)**



Nguồn: CTCP Nghiên cứu ngành và tư vấn Việt Nam

**Năm bắt xu thế tăng trưởng của ngành và với thương hiệu đã khẳng định trên thị trường xuất khẩu, Việt Tiến đã xúc tiến đầu tư nhà máy mới Việt Long Hưng với quy mô lớn nhất từ trước tới nay.** Nhà máy được đặt tại thị xã Gò Công, tỉnh Tiền Giang, với quy mô lao động tuyển dụng lên đến 10.000 nhân công. Lộ trình bổ sung lao động của Việt Tiến được thể hiện qua bảng sau:

Nhà máy	Số lượng lao động (người)		
	Năm 2017	Năm 2018	Sau năm 2018
Các nhà máy hiện có	8.953	8.953	8.953
Nhà máy Việt Long Hưng	-	2.000	10.000
<b>Tổng cộng</b>	<b>8.953</b>	<b>10.953</b>	<b>18.953</b>
<i>Tăng trưởng số lao động</i>	-	22,3%	111,7%

**Nhà máy Việt Long Hưng** đảm bảo cho các đơn hàng mới của VGG trong tương lai, giai đoạn 1 đã hoàn thành vào tháng 3 năm 2018, tuyển dụng 2.000 lao động. Giai đoạn 1 của nhà máy là động lực tăng trưởng lợi nhuận của Việt Tiến ngay trong năm nay, củng cố cho sự tăng trưởng trong các giai đoạn tiếp theo của VGG.

**Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao** là một điểm hấp dẫn của Việt Tiến. Trong các năm trước, tỷ lệ cổ tức bằng tiền của VGG luôn ở mức 3.000 đồng/CP trở lên. Với giá cổ phiếu hiện tại ở vùng 50.000 đồng/CP, tỷ lệ cổ tức bằng tiền trên giá cổ phiếu đạt tới 6-7%/năm.

Đồng/CP	Năm 2015	Năm 2016	Năm 2017	Năm 2018
<b>Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền</b>	3.000	3.000	3.500	>2.500

### Định giá và cơ sở của giá mục tiêu

**Chúng tôi sử dụng phương pháp Định giá so sánh để xác định giá trị cổ phiếu VGG.** Với phương pháp này, giá trị cổ phiếu VGG là **62.000 đồng/CP**. Do vậy chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VGG.

Các giả định dự phóng về kết quả kinh doanh năm 2018 sẽ được trình bày ở mục "Phân tích Tài chính", lợi nhuận sau thuế cho công ty mẹ của VGG sẽ đạt **456 tỷ đồng** (tăng 20,5% YoY), tương đương mức EPS forward năm 2018 là **10.333 đồng/CP**. Động lực tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ nhà máy mới Việt Long Hưng.

**Định giá so sánh:** chúng tôi so sánh VGG với các doanh nghiệp cùng ngành dệt may, có quy mô doanh thu tuy nhỏ hơn nhưng khá tương đồng với VGG, có điều kiện tài chính tương đối lành mạnh (tỷ trọng nợ vay không quá cao) và có tiềm năng tăng trưởng. Theo đó, **P/E kỳ vọng** ở mức **6,00 lần**. Với P/E trung bình và EPS forward năm 2018 là 10.333 đồng/CP, giá trị VGG là **62.000 đồng/CP**.

Mã CK	Doanh thu năm 2017 (tỷ đồng)	LNST năm 2017	Nợ/Tổng tài sản (%)	ROE 2017	P/E
TCM	3.209	192	64,7%	17,9%	5,62
GMC	1.610	66	67,5%	22,3%	5,99
HDM	1.653	41	66,3%	18,6%	6,38
<b>Trung bình</b>					<b>6,00</b>
<b>VGG</b>	<b>8.458</b>	<b>378</b>	<b>65,8%</b>	<b>26,1%</b>	<b>5,88</b>

### Rủi ro chính

**Rủi ro tăng chi phí nhân công:** Việt Nam và các nước có lực lượng lao động lớn như Bangladesh, Philipines, Myanmar đang được hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch cơ cấu kinh tế Trung Quốc, cụ thể là việc nước này đang chuyển dần các hoạt động sản xuất sang nước ngoài do chi phí lao động đã rất cao. Dòng vốn đầu tư nước ngoài chuyển tới Việt Nam tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển các ngành sản xuất, trong đó có dệt may; tuy nhiên ngành dệt may Việt Nam cũng sẽ đối mặt với thách thức chi phí nhân công tăng cao đã từng xảy ra với Trung Quốc trong tương lai.

## Phân tích tài chính và dự phóng

### Phân tích kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh của VGG					
Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>Doanh thu</b>	<b>6.408</b>	<b>7.526</b>	<b>8.452</b>	<b>10.164</b>	<b>10.970</b>
<i>Tăng trưởng</i>	17%	17%	12%	20%	8%
Giá vốn hàng bán	5.646	6.623	7.464	8.963	9.660
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>763</b>	<b>903</b>	<b>988</b>	<b>1.201</b>	<b>1.310</b>
Chi phí bán hàng	221	267	349	389	434
Chi phí quản lý doanh nghiệp	237	259	277	298	319
EBIT	304	377	361	514	557
Doanh thu tài chính	77	62	59	98	99
Chi phí tài chính	39	23	15	13	13
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	59	60	71	-	-
Lợi nhuận sau thuế	331	398	396	480	514
<b>Lợi nhuận sau thuế cho công ty mẹ</b>	<b>311</b>	<b>377</b>	<b>378</b>	<b>456</b>	<b>489</b>
<i>Tăng trưởng</i>	5%	21%	0%	20%	7%
<b>EPS (đồng/CP)</b>	<b>11.109</b>	<b>8.967</b>	<b>8.578</b>	<b>10.333</b>	<b>11.080</b>
ROE	31%	29%	26%	25%	22%

Nguồn: MBS dự phóng

Trong giai đoạn 2018-2022, Việt Tiến sẽ triển khai kế hoạch đầu tư với tổng giá trị **1.500 tỷ đồng**, với trọng tâm đầu tư Cụm Công nghiệp May mặc Việt Long Hưng tại thị xã Gò Công, tỉnh Tiền Giang. Dự án gồm 3 giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 đã hoàn thành trong tháng 3/2018. Tuy nhiên vì Việt Tiến chưa có kế hoạch đầu tư cụ thể trong giai đoạn tiếp theo. Do vậy, chúng tôi chỉ dự phóng Kết quả kinh doanh của VGG trong hai năm 2018 và 2019.

#### Kết quả kinh doanh năm 2018 sẽ tăng trưởng như sau:

- Doanh thu VGG **tăng 20%**, đạt 10.164 tỷ đồng.
- Nhà máy Việt Long Hưng giai đoạn 1 đi vào hoạt động trong tháng 3 năm 2018 với công suất 2.000 lao động. Số lượng lao động của Việt Tiến tăng từ 8.953 lao động lên 10.953 lao động (tăng **22%YoY**) trong năm 2018. Tổng số lao động bình quân cả năm khoảng 10.500 người.
- Năng suất lao động bình quân các công nhân tăng **3%** (so với tốc độ tăng năng suất trong giai đoạn 2013-2017 là 5%).
- Doanh thu hoạt động tài chính đạt 98 tỷ đồng. Chúng tôi **không tính lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết** vào lợi nhuận doanh nghiệp.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp lần lượt là 389 tỷ đồng và 298 tỷ đồng, tăng 11,5% và 7,2%.
- Lợi nhuận sau thuế cho công ty mẹ đạt 456 tỷ đồng, tăng 20% YoY. EPS đạt **10.333 đồng/CP**.

#### Cập nhật KQKD quý I/2018:

- Doanh thu đạt 1.861 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ năm 2017.
- Lợi nhuận gộp đạt 239 tỷ đồng, tăng 12,2% YoY.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp đạt 144 tỷ đồng, tăng 13,4% YoY.
- Lợi nhuận sau thuế cho công ty mẹ đạt 94 tỷ đồng, **tăng 17,5% YoY**.
- Giá trị đầu tư giải ngân cho nhà máy Việt Long Hưng ước tính là 208 tỷ đồng.

## Phụ lục 1: Giới thiệu về doanh nghiệp

Tổng Công ty Cổ phần May Việt Tiến là doanh nghiệp dệt may lớn thứ hai tại Việt Nam xét về doanh thu. VGG sở hữu 8 xí nghiệp may tại Tp.Hồ Chí Minh, phụ trách sản xuất sản phẩm may mặc với danh mục đa dạng bao gồm áo sơ mi, quần tây và kaki, vest, áo Jacket và đồ thể thao... Các xí nghiệp của Việt Tiến có tổng năng lực sản xuất 24,2 triệu sản phẩm/năm.

Các xí nghiệp	Tỉnh thành	Sản phẩm chính	Năng lực sản xuất (sản phẩm/năm)
Xí nghiệp may 1	TP.HCM	Sơ mi	3.100.000
Xí nghiệp may 2	TP.HCM	Sơ mi	3.100.000
Xí nghiệp SIG – VTEC	TP.HCM	Jacket & đồ thể thao	2.500.000
Xí nghiệp Dương Long	TP.HCM	Quần tây và quần kaki	1.600.000
Xí nghiệp Việt Long	TP.HCM	Quần tây và quần kaki	5.400.000
Xí nghiệp Vimiky 1	TP.HCM	Bộ vest	2.900.000
Xí nghiệp Vimiky 2	TP.HCM	Jacket & đồ thể thao	4.000.000
Trung tâm thiết kế thời trang (Xí nghiệp Hóc Môn)	TP.HCM	Sơ mi	1.600.000
<b>Tổng cộng</b>	-	-	<b>24.200.000</b>

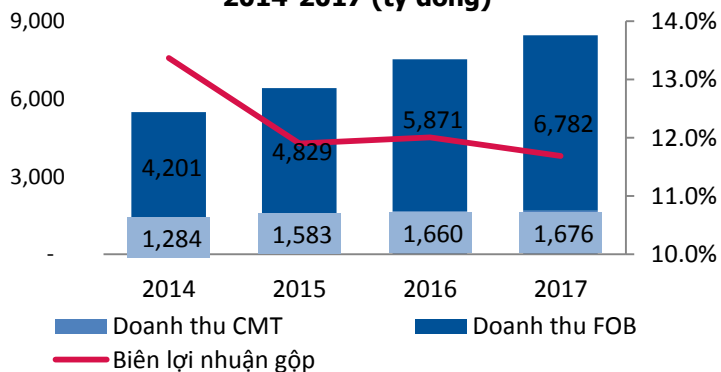
Nguồn: BCTN VGG, MBS Research tổng hợp

Với lịch sử hoạt động trên 40 năm, Việt Tiến đã xây dựng được thương hiệu của mình trên thị trường dệt may thế giới. VGG duy trì cơ cấu xuất khẩu khá đồng đều, đặc biệt trên các thị trường quan trọng. Riêng thị trường Nhật, Tập đoàn Mitsubishi vừa là đối tác cung cấp nguyên liệu đầu vào, vừa là bên tiêu thụ sản phẩm của Việt Tiến. Ngoài ra, cổ đông chiến lược của VGG là South Island Garments SDN.BHD cũng đảm bảo 30% doanh thu xuất khẩu hàng năm, đối tác Malaysia này đóng vai trò vừa là nhà cung cấp, vừa là khách hàng của VGG. Định hướng trong tương lai của Việt Tiến là thâm nhập vào thị trường Trung Quốc, với chiến lược tận dụng xu thế Trung Quốc chuyển hoạt động sản xuất sang nước ngoài và thay vào đó trở thành thị trường tiêu thụ.

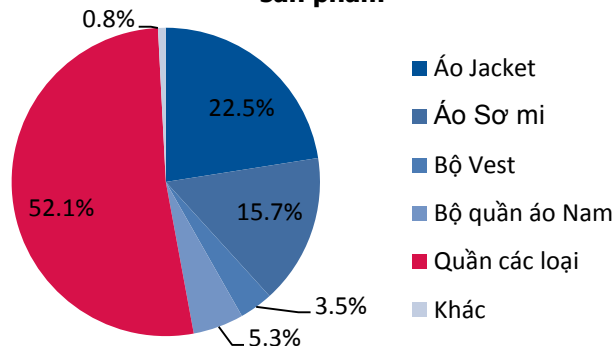
Tỷ trọng doanh thu mảng CMT giảm từ 24% trong năm 2014 về mức 20% trong năm 2017, doanh thu mảng FOB tăng với tốc độ nhanh hơn so với tổng doanh thu. Biên lợi nhuận của VGG được duy trì ở mức 12-13%, do đặc tính là doanh nghiệp gia công, biên lợi nhuận của công ty ở mức khá khiêm tốn, tuy nhiên trong tương lai tỷ suất lợi nhuận này có thể được cải thiện nhờ doanh nghiệp sẽ tăng dần tỷ trọng doanh thu hoạt động ODM.

Quần tây và quần kaki là các sản phẩm chính của Việt Tiến, với tỷ trọng 52% tổng doanh thu xuất khẩu, áo Jacket đứng thứ hai với 22,5%, áo sơ mi chiếm 15,7%.

**Doanh thu VGG theo phương thức sản xuất 2014-2017 (tỷ đồng)**



**Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu của VGG theo sản phẩm**



Nguồn: VGT, MBS Research tổng hợp

Trên thị trường nội địa, Việt Tiến cũng là một doanh nghiệp lớn. Tổng công ty sở hữu 1.380 cửa hàng/đại lý trên khắp 63 tỉnh thành, với các thương hiệu như Việt Tiến, San Sciaro, Manhattan, Việt Tiến Smartcasual,

Việt Long... phục vụ nhiều nhóm khách hàng từ bình dân tới cao cấp. Doanh thu nội địa của Việt Tiến trong năm 2017 là 1.002 tỷ đồng.

Nhà máy Việt Long Hưng là xí nghiệp mới nhất của Việt Tiến, với quy mô hơn 10.000 lao động. Việt Long Hưng là một trong những dự án đầu tư mở rộng nhà máy của Việt Tiến trong tương lai và sẽ áp dụng khoa học công nghệ 4.0 và điều hành hệ 2.0.2. Đây là dự án đạt tiêu chuẩn quốc tế cao nhất của Mỹ về kiến trúc xanh Leed Platinum, **có năng lực đủ để sản xuất theo các tiêu chuẩn của Nike**. Việt Tiến đang tích cực đẩy mạnh dự án này sang năm 2018, nhà máy đã thuê 2.000 lao động trong đầu năm và đã bắt đầu đi vào sản xuất trong tháng 3.

## Phụ lục 2: Các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng ngành

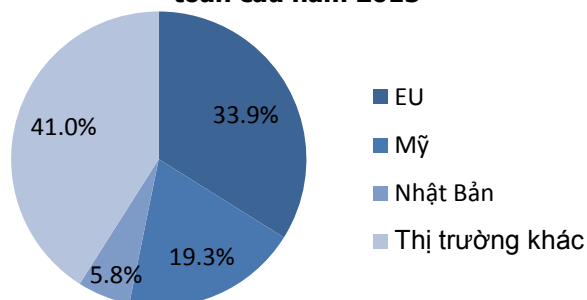
### Sự tăng trưởng của ngành dệt may thế giới và Việt Nam

**Giá trị ngành dệt may toàn cầu tăng trưởng bền vững** kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Trong giai đoạn 2012-2016, giá trị ngành dệt may thế giới đã tăng với tốc độ bình quân 3,9%/năm và đạt 1.323 tỷ USD vào năm 2016. Sự tăng trưởng này được củng cố bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của kinh tế toàn cầu.

Trong năm 2015, ba thị trường Châu Âu, Mỹ và Nhật Bản chiếm tới **59%** tổng kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc toàn thế giới (các thị trường nhập khẩu lớn tiếp theo là HongKong, Canada, Hàn Quốc, Australia...). Tỷ trọng này giảm từ mức **78%** vào năm 2010, điều đó cho thấy các quốc gia mới nổi đang trở thành những thị trường tiêu thụ đầy tiềm năng.

Tăng trưởng GDP (%)	2013	2014	2015	2016	2017
Mỹ	1.7%	2.6%	2.9%	1.5%	2.3%
Trung Quốc	7.6%	7.3%	6.9%	6.7%	6.9%
Khối Eurozone	-0.2%	1.2%	1.9%	1.7%	2.5%
Nhật Bản	2.0%	0.3%	1.2%	1.0%	1.5%
<b>Toàn cầu</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>

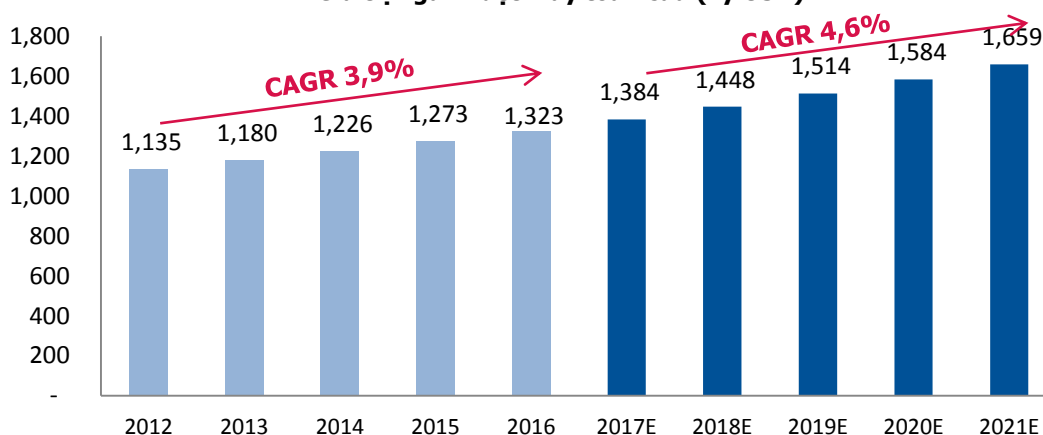
Cơ cấu thị trường nhập khẩu dệt may toàn cầu năm 2015



Nguồn: World Bank, WTO, MBS Research tổng hợp

Theo Euromonitor, Ngành dệt may sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ bình quân **4,6%/năm** trong giai đoạn 2017-2021. Yếu tố thúc đẩy tăng trưởng bao gồm (i) kinh tế thế giới tiếp tục tăng trưởng mạnh, (ii) Các quốc gia mới nổi như Đông Nam Á và Ấn Độ với quy mô dân số lớn và GDP/người cải thiện, sẽ là những thị trường lớn trong tương lai, bù đắp sự bão hòa đã diễn ra tại các quốc gia phát triển và đang diễn ra tại Trung Quốc.

Giá trị ngành dệt may toàn cầu (Tỷ USD)



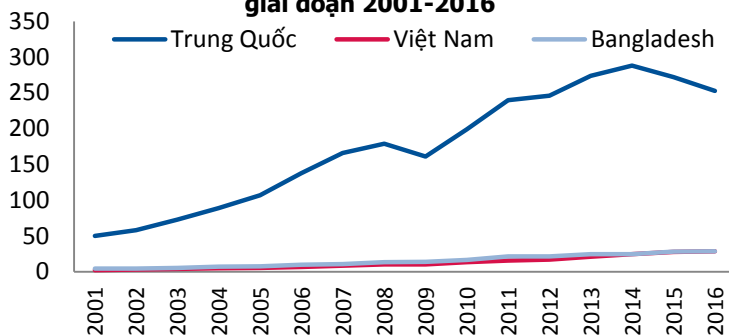
Nguồn: World Bank, MBS Research tổng hợp

**Việc chuyển đổi mô hình kinh tế Trung Quốc** từ kinh tế định hướng xuất khẩu sang kinh tế định hướng tiêu dùng là yếu tố bên ngoài chủ yếu tác động tích cực tới ngành dệt may Việt Nam. Từ những

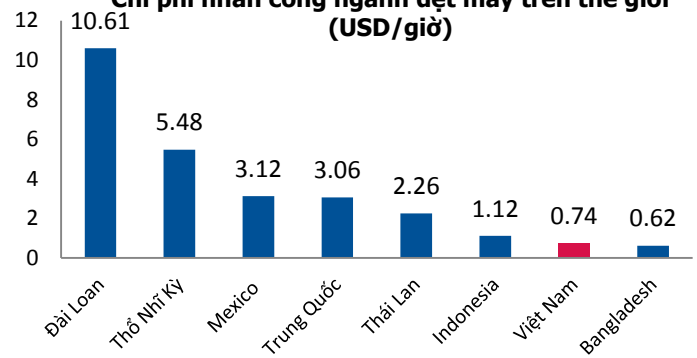
năm 1980s, sau khi Trung Quốc mở cửa nền kinh tế, dòng vốn nước ngoài đổ vào ngành sản xuất tại Trung Quốc, biến nước này thành công xưởng của thế giới, bao gồm cả ngành dệt may. Sau khủng hoảng tài chính và đặc biệt sau năm 2011, nền kinh tế Trung Quốc dựa vào hoạt động sản xuất – xuất khẩu bắt đầu giảm tốc do chi phí lao động tăng cao. Đối với ngành dệt may, giá trị xuất khẩu của ngành đã bắt đầu giảm tốc từ năm 2011 và suy giảm từ năm cao nhất là năm 2014, giá trị ngành năm 2016 đã tương đương năm 2011.

Dòng vốn đầu tư bắt đầu chuyển hướng sang các quốc gia có lực lượng lao động dồi dào nhưng chi phí chưa cao như Indonesia, Việt Nam, Bangladesh... Đối với ngành dệt may, nước ngoài đặt biệt nhắm tới hai nước Việt Nam và Bangladesh. Với dân số mỗi quốc gia đều ở mức khoảng 100 triệu dân (Việt Nam: 92 triệu, Bangladesh: 163 triệu), chi phí lao động chỉ bằng 1/4 Trung Quốc, vị trí giáp biển tạo điều kiện thuận lợi cho việc vận tải bằng đường thủy; hai nước này là điểm đến ưu tiên của dòng vốn nước ngoài. Kể từ năm 2011 tới năm 2016, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu ngành dệt may của Việt Nam và Bangladesh lần lượt là **12,5% và 6%**, trong khi giai đoạn này xuất khẩu dệt may từ Trung Quốc không tăng trưởng. Sự tăng trưởng này sẽ tiếp tục được duy trì trong tương lai khi Chính phủ Trung Quốc chuyển dần hoạt động xuất khẩu sang nước ngoài, và đưa quốc gia này từ công xưởng sản xuất thành thị trường tiêu thụ.

**Xuất khẩu dệt may của TQ, VN và Bangladesh giai đoạn 2001-2016**



**Chi phí nhân công ngành dệt may trên thế giới (USD/giờ)**



Nguồn: World Bank, Hiệp hội Dệt may Việt Nam, Hiệp hội Dệt may Bangladesh, MBS Research tổng hợp

**Các hiệp định thương mại bao gồm Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (EVFTA) cũng là một động lực tăng trưởng đối với ngành dệt may Việt Nam.** Các hiệp định thương mại sẽ đưa thuế suất nhập khẩu cho các sản phẩm may mặc của Việt Nam về mức **0%** thay vì khoảng **7-17,5%**. Theo HSBC, với việc Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (**CPTPP**) được ký kết, tính đến năm 2030, GDP sẽ **tăng thêm 1,32%** so với không có CPTPP, và xuất khẩu sẽ **tăng thêm 4%**, và các ngành chủ yếu được hưởng lợi là dệt may và da giày. Với Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (**EVFTA**), xuất khẩu dệt may Việt Nam tới các thị trường này có thể duy trì tốc độ tăng **trưởng 7-8%/năm** trong dài hạn – Hiệp hội Dệt may Việt Nam. Các hiệp định khác như Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – Nhật Bản (**VJEPA**) và Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – Hàn Quốc (**VKFTA**) có hiệu lực từ năm 2009 và 2015 cũng đảm bảo cho sự tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc tới những thị trường lớn này.

**Là nền kinh tế định hướng xuất khẩu, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam luôn duy trì trên 80% GDP các năm, ngành dệt may Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh nhờ Chính phủ tiếp tục duy trì định hướng kinh tế này.** Ngành dệt may với tiềm năng nội tại là ngành xuất khẩu mũi nhọn và tận dụng điều kiện sẵn có để lấy được phần sản lượng mà Trung Quốc giảm xuống, cùng với đó là hưởng lợi từ việc giảm thuế nhờ các hiệp định thương mại.



### Phụ lục 3: Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F	Chỉ số chính	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	8.452	10.164	10.970	<b>Khả năng sinh lời</b>			
Giá vốn hàng bán	7.464	8.963	9.660	Biên lợi nhuận gộp	12%	12%	12%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>988</b>	<b>1.201</b>	<b>1.310</b>	Biên EBITDA	6%	7%	7%
Doanh thu hoạt động tài chính	59	98	99	Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	4%	4%	4%
Chi phí tài chính	15	13	13	ROE	26%	25%	22%
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	71	-	-	ROA	9%	9%	8%
Chi phí bán hàng	349	389	434	<b>Tăng trưởng</b>			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	277	298	319	Doanh thu	12%	20%	8%
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>476</b>	<b>600</b>	<b>643</b>	Lợi nhuận gộp	9%	22%	9%
Lợi nhuận khác	7	-	-	Lợi nhuận trước thuế	0%	24%	7%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>483</b>	<b>600</b>	<b>643</b>	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	0%	20%	7%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>264</b>	<b>265</b>	<b>266</b>	EPS	-4%	20%	7%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>378</b>	<b>456</b>	<b>489</b>	<b>Thanh khoản</b>			
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	Thanh toán hiện hành	1,21	1,16	1,27
				Thanh toán nhanh	0,84	0,79	0,90
				Nợ/tài sản	66%	65%	62%
				Nợ/vốn chủ sở hữu	193%	183%	163%
				Khả năng thanh toán lãi vay	23,58	38,77	41,97
				<b>Định giá</b>			
				Cổ tức	35%	25%	30%
				EPS (VND)	8.578	10.333	11.080
				BVPS (VND)	32.919	41.296	49.960
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>				
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.353</b>	<b>3.822</b>	<b>4.492</b>				
I. Tiền & tương đương tiền	950	977	1.440				
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0				
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1.364	1.640	1.770				
IV. Hàng tồn kho	651	826	992				
V. Tài sản ngắn hạn khác	231	213	213				
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>897</b>	<b>1.332</b>	<b>1.293</b>				
I. Các khoản Phải thu dài hạn	45	45	45				
II. Tài sản cố định	314	481	442				
1. Tài sản cố định hữu hình	308	475	436				
2. Tài sản cố định vô hình	6	6	6				
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0				
IV. Tài sản dở dang dài hạn	127	395	395				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	374	374	374				
VI. Tài sản dài hạn khác	37	37	37				
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.250</b>	<b>5.154</b>	<b>5.785</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.798</b>	<b>3.333</b>	<b>3.581</b>				
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>2.767</b>	<b>3.301</b>	<b>3.550</b>				
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2.664	3.198	3.447				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	103	103	103				
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>				
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	1	2				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0				
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.452</b>	<b>1.821</b>	<b>2.203</b>				
1. Vốn điều lệ	441	441	441				
2. Thặng dư vốn cổ phần	24	24	24				
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	906	1.251	1.607				
4. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	79	103	129				
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2	2	2				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4.250</b>	<b>5.154</b>	<b>5.785</b>				

Nguồn: VGG, MBS Research

**Liên hệ: Equity Research****MBS Equity Research**Phạm Thiên Quang – ([Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn)) - Trưởng bộ phậnNguyễn Thị Huyền Dương – ([Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn](mailto:Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam**Bất động sản, Bảo hiểm****Dương Đức Hiếu** ([Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn](mailto:Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn))**Nghân hàng****Nguyễn Thị Quế Anh** ([Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn](mailto:Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn))**Đỗ Ngọc Sơn** ([Son.DoNgoc@mbs.com.vn](mailto:Son.DoNgoc@mbs.com.vn))**Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên****Nguyễn Bảo Trung** ([Trung.NguyenBao@mbs.com.vn](mailto:Trung.NguyenBao@mbs.com.vn))**Hàng không****Nguyễn Nam Khoa** ([Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn](mailto:Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn))**Dược phẩm****Nguyễn Đăng Thiện** ([Thien.NguyenDang@mbs.com.vn](mailto:Thien.NguyenDang@mbs.com.vn))**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá**Xếp hạng** **Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại**

MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,