

Khuyến nghị: THEO DÕI

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá đóng cửa	14,800
Upside	N/A

Đỗ Nam Tùng (PTKT)

tungdn@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	20,000
Giá cut loss	14,500

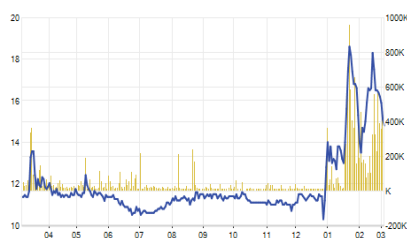
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr CP)	500
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,400
Giá cao nhất 52 tuần	19,700
KLGD TB 10 ngày (CP)	373,419
Sở hữu NGTNN	10.68%

Cổ đông lớn

Bộ Công thương	53.5%
VID	14.0%
Vingroup	10.0%
Bùi Mạnh Hưng	6.0%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan doanh nghiệp

Với lịch sử 50 năm phát triển, Vinatex là doanh nghiệp dẫn đầu ngành dệt may Việt Nam, có năng lực sản xuất vải, dệt, nhuộm lớn nhằm mục tiêu khép kín chuỗi giá trị dệt may. VGTT cũng sở hữu nhiều khoản đầu tư vào các công ty con và liên kết, hàng năm đóng góp lợi nhuận đáng kể cho Tập đoàn.

ĐIỂM SÁNG DỆT MAY

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu VGTT dựa trên lợi thế là tập đoàn quy mô lớn nhất, đại diện cho ngành dệt may Việt Nam. Hiện nay, VGTT đang được giao dịch tại giá 14,800 đồng/CP, tương ứng với P/E 20.8x- mức định giá cao so với trung bình các doanh nghiệp dệt may niêm yết.

Triển vọng kinh doanh

- Ngành dệt may Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong 2018 nhờ (1) Thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam được cải thiện (+7.7% trong năm 2017) thúc đẩy chi tiêu cho dệt may; (2) Kim ngạch xuất khẩu dệt may được dự báo sẽ đạt 33.5-34 tỷ USD (+7% YoY) trong năm 2018.

- Hoạt động theo mô hình Tập đoàn, sở hữu nhiều công ty dệt may hoạt động hiệu quả, VGTT được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2018. Doanh thu hợp cộng kế hoạch của Tập đoàn cho năm 2018 là 48,500 tỷ đồng (+6.5% YoY), lợi nhuận tương đương thực hiện 2017 trên cơ sở thận trọng khi xét tới xu hướng tăng giá của bông nguyên liệu.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro tăng giá nguyên phụ liệu đầu vào (ảnh hưởng bởi giá bông, giá dầu).
- Rủi ro quản lý vốn đầu tư tại các công ty thành viên.

Catalyst

- Kế hoạch thoái vốn tại một số công ty con và công ty liên kết.
- Bộ Công thương dự kiến thoái hết phần vốn Nhà nước (tương đương 53.49% vốn cổ phần) tại VGTT trong năm 2018.

Cập nhật doanh nghiệp

(1) Kết quả kinh doanh 2017 tăng trưởng khả quan với doanh thu thuần 17,497 tỷ đồng (+13% YoY), lấy lại đà tăng trưởng 2 chữ số (2016 tăng trưởng 1.8% YoY) và cao hơn tương đối so với TB ngành.

(2) Kế hoạch thoái vốn tại một số công ty con và liên kết. Năm 2018, VGTT dự kiến sẽ thực hiện bán vốn tại một số công ty thành viên như CTCP Bông Việt Nam (54%). Lưu ý cổ phiếu BVN của CTCP Bông Việt Nam đã tăng gấp đôi từ đầu năm tới nay (từ 8,000 đồng lên 16,000 đồng/CP), kèm theo thanh khoản được cải thiện.

(3) Tiến trình thoái vốn nhà nước. VGTT hiện đang tiến hành xác định lại giá trị doanh nghiệp để phục vụ cho công tác thoái vốn nhà nước (từ 53.49% về 0%) theo như lộ trình thoái vốn trong quyết định số 1232/ 2017/ QĐ-TTg.

VGT - Tập đoàn Dệt May Việt Nam Phân tích tài chính

BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2013 A	2014 A	2015 A	2016 A	2017 U
Doanh thu thuần	10,954	13,461	15,184	15,462	17,497
LN gộp	1,335	1,534	1,885	1,704	1,600
DT tài chính	210	236	442	339	305
CP tài chính	(300)	(331)	(689)	(487)	(446)
Lãi vay	(240)	(276)	(354)	(334)	(385)
CP bán hàng	(593)	(650)	(562)	(492)	(536)
CP QLDN	(622)	(921)	(981)	(1,023)	(911)
Lãi/lỗ HĐKD	29	245	594	548	584
TN nhập khác (ròng)	76	285	52	136	131
LN trước thuế	333	530	646	684	715
LN sau thuế	274	465	547	579	634
LN CĐ thiểu số	76	153	157	254	278
LN Cty mẹ	198	312	390	325	355
EPS	462	725	780	623	711

TS ngắn hạn	5,747	9,582	9,533	9,232	9,543
Tiền và TĐ Tiền	1,299	2,545	2,472	1,496	1,493
Phải thu ngắn hạn	2,218	3,444	3,282	3,215	3,318
Tồn kho	1,762	2,849	3,095	3,207	3,620
TS ngắn hạn khác	265	295	383	361	385
TS dài hạn	6,083	8,199	9,271	10,562	11,480
Phải thu dài hạn	47	505	585	816	791
TSCĐ	3,534	4,650	4,726	5,920	6,723
TSCĐ hữu hình	2,742	4,448	4,547	5,718	6,539
TS thuê tài chính	10	51	63	67	46
TSCĐ vô hình	244	151	116	135	138
TS dở dang dài hạn	-	577	1,327	1,132	1,120
TS dài hạn khác	364	550	508	513	465
Tổng TS	11,830	17,781	18,804	19,794	21,024
Nợ phải trả	6,149	11,248	11,456	12,200	13,218
Nợ ngắn hạn	4,532	7,223	6,856	6,882	7,377
Vay ngắn hạn	2,362	3,901	3,885	4,022	4,656
Nợ dài hạn	1,617	4,026	4,600	5,318	5,840
Vay dài hạn	1,278	3,240	4,221	4,818	5,190
Vốn chủ sở hữu	4,964	6,533	7,348	7,594	7,806
Vốn góp	4,286	4,300	5,000	5,000	5,000
LN chưa phân phối	355	211	571	555	555
Tổng nguồn vốn	11,830	17,781	18,804	19,794	21,024

% yoy DTT		23%	13%	2%	13%
Biên In gộp	12.2%	11.4%	12.4%	11.0%	9.1%
Lãi vay/ DTT	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%
CP bán hàng / DTT	5.4%	4.8%	3.7%	3.2%	3.1%
CP QLDN/DTT	5.7%	6.8%	6.5%	6.6%	5.2%
Biên In thuần	2.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.6%

(Nguồn: FiinPro, Số liệu 2017: Số BCTC HN chưa kiểm toán)

- Doanh thu thuần +13% YoY, phản ánh nhu cầu tích cực đối với sản phẩm dệt may trong 2017. Các công ty con hoạt động trong lĩnh vực may của VGT đều chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu như HSM (+24% YoY), HTG (+21% YoY)..., ngoại trừ PPH, DTT giảm 7% YoY do nhà máy Nha Trang phải dừng hoạt động trong vòng 1 tháng bởi ảnh hưởng của bão.

- Lãi từ liên doanh liên kết tăng 13% YoY, bù đắp sự giảm sút trong lợi nhuận gộp và doanh thu tài chính (-10% YoY), trong đó 47% là đóng góp từ các công ty liên kết của Phong Phú (+14% YoY), ngoài ra các khoản đầu tư vào liên doanh, liên kết của công ty mẹ cũng có tăng trưởng tích cực như TVT (+47.1% YoY), VGG (+5.3% YoY), M10 (+3.2% YoY).

- Hàng tồn kho tăng mạnh 12.9%, chủ yếu là nguyên liệu, vật liệu (chiếm ~31% giá trị HTK, +35.3% YoY) tăng thêm để phục vụ quy mô sản xuất được mở rộng tại công ty mẹ và các công ty con trong tập đoàn.

- TSCĐ hữu hình +14.4% YoY do một số dự án đầu tư dở dang trong năm trước tại Tổng Công ty và các Tập đoàn đã hoàn thành và đi vào hoạt động.

- Các khoản đầu tư vào liên doanh, liên kết duy trì tỷ trọng tương đối lớn trong tổng tài sản (~10.5%), đem lại gần 80% lợi nhuận trước thuế trong 2017.

- Vay NH và DH tăng lần lượt 15.8% YoY và 7.7% YoY nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho những dự án đầu tư mở rộng. Lưu ý trong gần 5,190 tỷ vay dài hạn có khoảng 2,000 tỷ là dư nợ của khoản vay ADB hạn mức 105 triệu USD, thời hạn 25 năm (kể từ 2016), VGT đứng ra vay về cho các công ty con vay lại để tái cấu trúc nợ.

- Lợi nhuận gộp giảm nhẹ 6% do chi phí đầu vào tăng theo đà tăng của giá bông nguyên liệu và mức điều chỉnh tiền lương.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

2013 A 2014 A 2015 A 2016 A 2017 U

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	1.27	1.33	1.39	1.34	1.29
Hsố TT nhanh	0.82	0.89	0.88	0.82	0.75

- Hệ số KNTT được duy trì ở mức an toàn, giảm nhẹ trong 2017 do vay NH +15.8% YoY

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.49	0.54	0.51	0.47	0.45
TSDH/ TTS	0.51	0.46	0.49	0.53	0.55
Hsố Nợ/ TTS	0.52	0.63	0.61	0.62	0.63
Hsố Nợ/ VCSH	1.24	1.72	1.56	1.61	1.69
Nợ ngắn hạn / TTS	0.38	0.41	0.36	0.35	0.35
Nợ DH / TTS	0.14	0.23	0.24	0.27	0.28

- Tỷ trọng TSDH tăng lên 55% do đẩy mạnh hoạt động đầu tư mở rộng. Trong 2017, VGTT đã thực hiện đầu tư theo chiều sâu 30 dự án, trong đó có 2 dự án dệt, 3 dự án may, 15 dự án đầu tư nâng cấp MMTB và 10 dự án đầu tư khác.

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	5.70	5.17	4.47	4.37	4.66
Vquay phải thu	8.72	7.92	6.80	6.91	7.83
Vquay phải trả	9.43	10.95	10.69	11.21	13.17
Số ngày HTK	64.02	70.55	81.57	83.60	78.38
Số ngày phải thu	41.88	46.08	53.71	52.79	46.59
Số ngày phải trả	38.71	33.35	34.16	32.56	27.72
CCC	67.19	83.29	101.12	103.82	97.25

- Hàng tồn kho luân chuyển nhanh hơn, tuy nhiên vẫn thấp hơn bình quân của các DN dệt may niêm yết.
- Duy trì được tốc độ quay vòng của các khoản phải thu và phải trả

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	2.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.6%
LNST/VCSH (%)	5.5%	7.1%	7.4%	7.6%	8.1%
LNST/TTS	2.3%	2.6%	2.9%	2.9%	3.0%
LN từ HĐKD/DTT	0.3%	1.8%	3.9%	3.5%	3.3%

- Hiệu quả sinh lời từ hoạt động kinh doanh giảm nhẹ do bị ảnh hưởng bởi chi phí nguyên liệu và chi phí nhân công. Trong năm 2017, giá bông trên thị trường thế giới +12% YTD ảnh hưởng đến giá các nguyên phụ liệu đầu vào của các DN dệt may, chi phí nhân công cũng tăng mạnh do Chính phủ điều chỉnh mức tiền lương tối thiểu tăng thêm từ 7.1-7.5% YoY tùy theo khu vực.
- Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết +13% YoY (đóng góp 80% lợi nhuận trước thuế, tăng so với tỷ lệ 74% năm 2016), giúp duy trì biên lợi nhuận ròng.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	2.38	2.72	2.56	2.61	2.69
DT/TTS	0.93	0.76	0.81	0.78	0.83
EBIT/DT	0.05	0.06	0.07	0.07	0.06
EBT/EBIT	0.58	0.66	0.65	0.67	0.65
lãi ròng/LNTT	0.82	0.88	0.85	0.85	0.89

6. Định giá

PE	35.13	22.36	20.80	26.03	22.81
PB	1.41	1.43	1.39	1.37	1.35
EPS	462	725	780	623	711
BVPS	11,482	11,342	11,648	11,814	11,986

- Định giá của VGTT hiện đang ở mức cao so với trung bình ngành (P/E bình quân 9x).

7. Tăng trưởng (%yoy)

TTS	50%	6%	5%	6%
Nợ	83%	2%	6%	8%
DTT	23%	13%	2%	13%
LN gộp	15%	23%	-10%	-6%
LNST	70%	18%	6%	9%
EPS	57%	8%	-20%	14%

Điểm nhấn kỹ thuật:

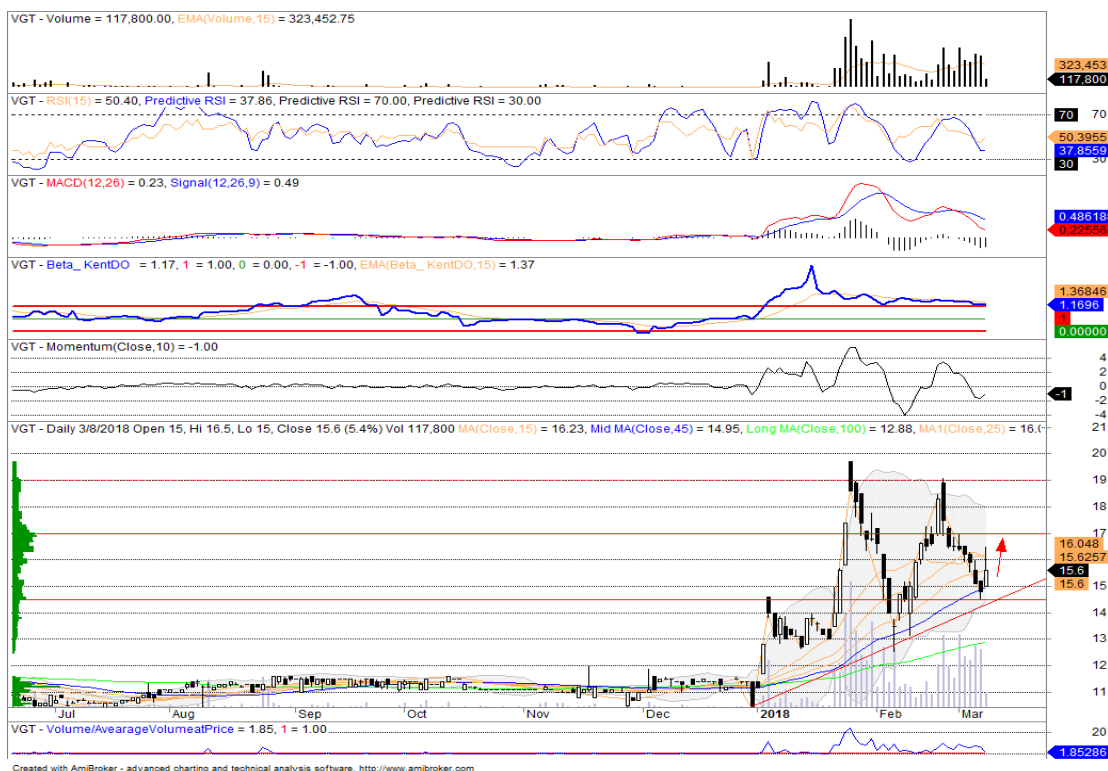
- Xu hướng hiện tại: Ngắn hạn : Giảm, Trung hạn : Tăng, Dài hạn: Tăng
- Chỉ báo xu hướng MACD trên mức 0 tuy nhiên cắt lên đường chỉ báo chậm, dấu hiệu đang trong xu hướng điều chỉnh ngắn hạn, chỉ báo RSI dự báo đang tiến sát khu vực quá mua.
- Thanh khoản: có giá trị thanh khoản bình quân 10 phiên đạt 6.13 tỷ đồng, thanh khoản không thấp so với thị trường chung , thanh khoản của cổ phiếu hiện đang Giảm.

Nhận định:

Cổ phiếu VGT vừa đột phá khỏi nền giá tích lũy cũ quanh mốc 11 từ đầu năm 2018 và liên tục chinh phục các mức kháng cự cao hơn vùng giá 13-15, chưa thể chinh phục mức giá 20. Tuy nhiên biến động giá cổ phiếu gần đây khá lớn quanh khu vực 15-20, kèm thanh khoản gia tăng.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư tận dụng nhịp điều chỉnh của VGT về gần mức hỗ trợ của đường trung bình MA(45) quanh 15 thực hiện gia tăng tỷ trọng VGC, kỳ vọng cổ phiếu tiếp tục duy trì đà tăng dài hạn. Giá hợp lý 15, mục tiêu 20, thực hiện cắt lỗ nếu VGT mất ngưỡng hỗ trợ 14.5.

Đồ thị kỹ thuật



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 về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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. 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.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>

Bloomberg: BSCV <GO>

