

# Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex)

17 Tháng 9, 2014

## BÁO CÁO NHANH TRƯỚC KÌ IPO



Ngày đầu giá 22/09/2014

Giá khởi điểm Đồng 11.000  
Giá mục tiêu Đồng 11.300

Ngành: Dệt May

Vốn điều lệ sau cổ phần hóa (tỷ đồng) 5.000

Sàn niêm yết: N/A Chưa niêm yết

**Cơ cấu cổ đông sau cổ phần hóa**

Nhà nước 51%  
Bán ra công chúng 24,4%  
Nhà đầu tư chiến lược 24%  
CB/CNV Công ty 0,6%

**Tình hình tài chính của Tập đoàn**

(tỷ đồng)	2009-2012 CAGR	2013A	2014F VPBS
Doanh thu thuần	-3,9%	10.954	N/A
Lợi nhuận gộp	-3,7%	1.715	N/A
Lợi nhuận ròng	8,7%	195	341
EPS (đồng)		462	682
ROE		5,6%	N/A
ROA		1,7%	N/A
<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>Vinatex</b>	<b>Cùng ngành</b>	<b>VNI</b>
P/E 2014	16,1	21,8	15,7
P/B 2014	0,95	1,6	2,0

### Tổng quan về công ty:

Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) tiền thân là TCT Dệt May Việt Nam. Năm 2005, TCT Dệt may Việt Nam và các công ty thành viên thực hiện tái cấu trúc và đổi tên thành Tập đoàn Dệt may Việt Nam theo tên của Công ty Mẹ.

Vinatex hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh nguyên liệu, trang thiết bị và sản phẩm dệt may (chủ yếu là sợi, vải và trang phục) hoặc cung ứng các dịch vụ liên quan đến ngành dệt may.

Cuối năm 2013, Tập đoàn đã ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 10.954 tỷ đồng (521,6 triệu đô), giảm 12% và lợi nhuận sau thuế hợp nhất là 198 tỷ đồng (9,4 triệu đô), giảm 60,4% so với cuối năm 2012.

❖ **Chào bán lần đầu ra công chúng của Vinatex sẽ được tổ chức vào ngày 22/09/2014, sau hai tháng tạm hoãn.** Tập đoàn sẽ chào bán 24,4% tổng số cổ phiếu ra công chúng và 24 % cho các nhà đầu tư chiến lược. Công ty dự tính sẽ tiến hành lên sàn trong ba năm tới.

### Tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận

- ❖ **Ngành Dệt May Việt Nam đạt mức tăng trưởng khả quan:** với tốc độ tăng trưởng kép trong kim ngạch xuất khẩu đạt 17%/năm và có cơ hội mở rộng hơn nữa khi các Hiệp định thương mại tự do được ký kết.
- ❖ **Chuỗi giá trị sản xuất hoàn thiện:** Vinatex là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong việc xây dựng chuỗi giá trị sản xuất hoàn thiện từ sản xuất bông đến thành phẩm thương mại.
- ❖ **Tiến trình thoái vốn và tái cấu trúc:** Cho đến nay, Tập đoàn đang tiến hành thoái vốn thành công khỏi 21 công ty liên kết ngoài ngành với tổng giá trị sổ sách đạt 917 tỷ đồng (43,7 triệu đô), hoàn thành 85% kế hoạch thoái vốn.
- ❖ **Các công ty liên kết đầu ngành:** Vinatex đang nắm giữ cổ phần tại các công ty liên kết có năng lực sản xuất lớn như TCT May Việt Tiến, TCT Phong Phú, CTCP Dệt May Hòa Thọ, May 10...

### Lợi nhuận phục hồi sau đợt giảm 2013

- ❖ Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế hợp nhất của Vinatex năm 2014 sẽ tăng trưởng 72% và đạt 341 tỷ đồng so với 198 tỷ đồng năm 2013 dựa trên những cơ sở sau:
  - **Đóng góp lợi từ việc tăng tỉ lệ sở hữu TCT Phong Phú lên 51%** từ giữa năm 2014 sẽ giúp cho lợi nhuận ròng của Vinatex trở về mức lợi nhuận tương đương năm 2012. Nhưng điều cần lưu ý là do Vinatex chỉ ghi nhận doanh thu của Phong Phú vào báo cáo hợp nhất từ tháng 6/2014 trở đi, phần doanh thu đó chỉ được ghi nhận một nửa trong năm nay. Do đó, chúng tôi ước tính khoảng 90 tỷ đồng (4,3 triệu đô) lợi nhuận ròng (sau khi trừ đi lợi ích cổ đông thiểu số) từ TCT Phong Phú sẽ đóng góp vào lợi nhuận của Vinatex.
  - **Thực hiện thoái vốn lên đến 760 tỷ đồng trong năm 2014** sẽ giúp cho Vinatex không còn chịu ảnh hưởng từ các khoản lỗ của những công ty liên kết kém hiệu quả và đồng thời có thể đem về một khoản doanh thu tài chính đáng kể phát sinh khi thanh lý và chuyển nhượng các công ty liên kết.
  - **Quá trình tái cấu trúc và cổ phần hóa** được kỳ vọng sẽ là chất xúc tác cho sự phát triển của Vinatex về mặt cơ chế quản lý cũng như chiến lược kinh doanh.
  - **Tình hình tài chính của công ty Mẹ tăng trưởng** nhờ vào mục tiêu gia tăng tỷ trọng hàng ODM trong lượng hàng hóa xuất khẩu tạo nên biên lợi nhuận cao hơn và từ việc công ty Mẹ sẽ chịu trách nhiệm nhập khẩu 15% sản lượng cotton cần cho sản xuất của toàn Tập đoàn.

### Định giá

- ❖ **Giá khởi điểm thấp hơn 3,1% mức giá mục tiêu của chúng tôi.** Giá chào bán của cổ phiếu Vinatex là 11.000 đồng/CP. Mức giá này tương ứng với 16,1 lần lãi trên mỗi cổ phiếu ước tính cho năm 2014 là 682 đồng/CP (hợp nhất) và 0,95 lần giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu. Chúng tôi sử dụng chỉ số P/E và P/B tương đối của các công ty cùng ngành trong khu vực để định giá. Theo kết quả, chúng tôi có được mức giá mục tiêu cho mỗi cổ phiếu Vinatex là 11.300 đồng/CP, cao hơn 3,1% so với giá chào bán. Vì vậy, chúng tôi tin rằng mức giá mà Vinatex đưa ra là khá hợp lý cho nhà đầu tư.
- ❖ **Định giá phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của các công ty liên kết nên khó dự phóng.** Vinatex chủ yếu dựa vào phần lợi nhuận từ các doanh nghiệp liên kết để nâng mức lợi nhuận ròng của Tập đoàn qua các năm. Hơn nữa, lượng thông tin về tình hình tài chính trong quá khứ của Vinatex vẫn không thật sự bao quát, làm cho nhà đầu tư khó có thể đưa ra đánh giá toàn diện về hoạt động của toàn Tập đoàn. Ban điều hành Vinatex công bố thông tin rất hạn chế về dự phóng kết quả kinh doanh của các công ty thành viên cũng như các khoản đầu tư.

(Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này)

## Nội dung

<b>TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM .....</b>	<b>3</b>
Quy mô và cơ cấu ngành.....	3
Tình hình xuất khẩu.....	3
Tình hình nhập khẩu.....	4
Quy hoạch tổng thể.....	5
Các hiệp định thương mại tự do – Cơ hội và thách thức.....	6
Hiệp định thương mại tự do EU-Việt Nam.....	6
Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) .....	6
<b>TẬP ĐOÀN DỆT MAY VIỆT NAM – DOANH NGHIỆP ĐẦU NGÀNH DỆT MAY .....</b>	<b>8</b>
Kế hoạch IPO.....	8
Cơ cấu tổ chức.....	9
Các công ty con và công ty liên kết nổi bật.....	9
Các công ty con cổ phần hóa cùng với Vinatex.....	10
Vị thế của Vinatex trong ngành dệt may. ....	10
Quy trình sản xuất theo chiều dọc hoàn thiện .....	11
Các khoản mục đầu tư.....	11
Cơ hội từ hiệp định TPP.....	12
Năng lực sản xuất.....	12
Quỹ đất lớn .....	13
Thị trường xuất khẩu.....	13
Kế hoạch mở rộng.....	14
<b>TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (HỢP NHẤT) .....</b>	<b>14</b>
Doanh thu không ổn định do hoạt động thoái vốn .....	14
Biên lợi nhuận gộp vẫn giữ ở mức ổn định.....	15
Lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính – Rủi ro lãi suất thấp .....	15
LNST tăng trưởng nhờ lợi nhuận từ các công ty liên kết.....	15
Việc thoái vốn làm thay đổi cấu trúc tài chính theo hướng tăng sử dụng vốn chủ.....	16
Thanh khoản khả quan .....	16
Vốn lưu động được sử dụng hiệu quả .....	17
<b>DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA CÔNG TY MẸ .....</b>	<b>17</b>
<b>DỰ PHÓNG CỦA VPBS VỀ KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA TẬP ĐOÀN.....</b>	<b>18</b>
<b>ĐỊNH GIÁ .....</b>	<b>19</b>
Số sánh với các công ty trong ngành.....	19
<b>PHỤ LỤC .....</b>	<b>20</b>
Dự án đầu tư của Vinatex sau IPO.....	20

# TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

## Quy mô và cơ cấu ngành

Ngành Dệt May Việt Nam tăng trưởng với tốc độ cao và đóng góp đáng kể vào xuất khẩu quốc gia

Ngành Dệt May Việt Nam với hơn 6.000 công ty là một trong những ngành công nghiệp xuất khẩu hàng đầu tại Việt Nam và đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Quy mô các công ty trong ngành thường là các doanh nghiệp vừa và nhỏ ngoại trừ một số công ty có quy mô lớn như Vinatex. Trong đó, 70% là các công ty may mặc và những công ty còn lại chuyên sản về kéo sợi, dệt, nhuộm và các hoạt động may mặc khác. Các doanh nghiệp tư nhân chiếm 84% số lượng doanh nghiệp toàn thị trường, theo sau là các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài trong khi các doanh nghiệp Nhà nước chỉ chiếm thị phần khoảng 1%.

## Tình hình xuất khẩu

Ngành dệt may Việt Nam đang trên đà tăng trưởng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép của kim ngạch xuất khẩu đạt 17%/năm trong giai đoạn từ năm 2008 đến 2013. Năm 2013 được đánh giá là một năm thành công đối với ngành với tổng giá trị xuất khẩu 20,096 tỷ đô, chiếm 15% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam.

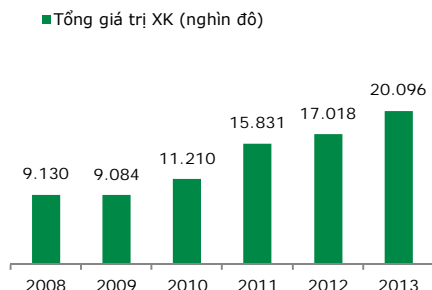
Những doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đóng góp đáng kể vào xuất khẩu dệt may của Việt Nam. Cho đến năm 2013, các công ty dệt may có vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài xuất khẩu khoảng 12 tỷ đô, cao hơn 18% so với năm trước và chiếm 60% giá trị xuất khẩu ngành dệt may. 40% còn lại thuộc về các doanh nghiệp nội địa, trong đó TCT May Việt Tiến là doanh nghiệp xuất khẩu lớn nhất với giá trị xuất khẩu sáu tháng đầu năm 2014 đạt 32,6 triệu đô.

Các doanh nghiệp xuất khẩu hàng đầu ngành dệt may (T6/2014)	
Tên doanh nghiệp	Giá trị XK (nghìn đô)
TCT May Việt Tiến	32.612
Công ty TNHH May Tinh Lợi	30.398
CTCP May 10	18.615
EINS VINA	17.176
HANESBRANDS VN- Chi nhánh Huế	16.953

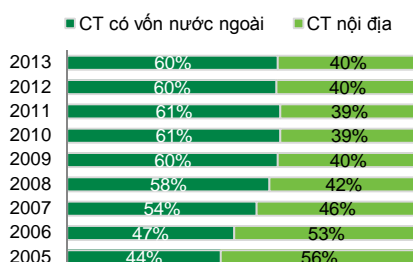
Nguồn: VITAS

Việt Nam xuất khẩu chủ yếu áo khoác, áo thun và quần dài. Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của sản phẩm may mặc Việt Nam với 43% doanh thu. Châu Âu (EU) là thị trường lớn thứ hai với 14% doanh thu, tiếp theo là Nhật Bản với 12% doanh thu. Hàn Quốc đã nổi lên thành một thị trường tiềm năng cho xuất khẩu may mặc Việt Nam. Tổng giá trị xuất khẩu của ngành dệt may sang thị trường này tăng từ 0,14 tỷ đô năm 2008 lên 1,67 tỷ đô năm 2013, gấp 12 lần trong vòng sáu năm và chiếm 8% tổng giá trị xuất khẩu toàn ngành. Theo ước tính của Hiệp hội Dệt May Việt Nam (VITAS), với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm hiện nay ở mức 15 – 17%/năm, giá trị xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam ước đạt 40 tỷ đô vào năm 2025, cao hơn hai lần giá trị hiện tại.

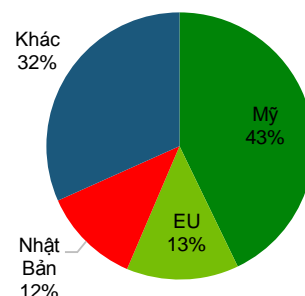
Kim ngạch XK dệt may Việt Nam



Cơ cấu XK dệt may theo doanh nghiệp



Cơ cấu thị trường XK dệt may



Nguồn: VITAS

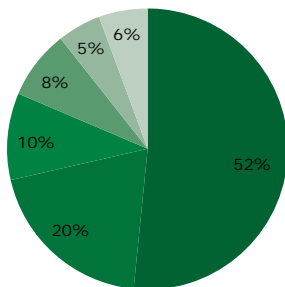
## Tình hình nhập khẩu

**Sản xuất phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu.** Việt Nam xuất khẩu các sản phẩm dệt may nhưng lại thiếu hụt về nguyên vật liệu cho sản xuất. Việt Nam nhập khẩu phần lớn vải, sợi và bông. Trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2013, Việt Nam nhập khẩu nguyên liệu may mặc với tổng giá trị có tăng trưởng kép tương đương 21% và 62% tổng giá trị nhập khẩu. Tính riêng năm 2013, ngành dệt may Việt Nam đã nhập khẩu 13,6 tỷ đô nguyên liệu sản xuất, tăng 19% so với năm trước, trong đó 10,9 tỷ đô giá trị nhập khẩu được dùng để sản xuất sản phẩm dệt may xuất khẩu.

- ❖ **Nhập khẩu bông:** Năm 2013, nhập khẩu bông đạt 589.000 tấn, tương đương với 1,19 tỷ đô, tăng 39% trên sản lượng và 34% trên giá trị so với năm 2012. Việt Nam nhập khẩu bông chính từ Mỹ (37%), Ấn Độ (19%) và Úc (7%). Nguồn cung bông trong nước rất nhỏ so với nhu cầu trong nước cho sản xuất, đáp ứng chỉ 2%. Lý do chính là vì Việt Nam chưa tập trung vào phát triển trồng cây bông và vì Việt Nam không có ưu thế tự nhiên về việc trồng loại cây công nghiệp này. Do đó, cho đến nay ngành dệt may và quần áo Việt Nam vẫn đang phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập khẩu.
- ❖ **Nhập khẩu sợi và xơ:** Nhập khẩu sợi năm 2013 là 697.000 tấn, tăng 7% y-o-y và đạt 1,52 tỷ USD giá trị, tăng 8% y-o-y. Sợi được nhập khẩu từ Đài Loan, Trung Quốc, Thái Lan và Hàn Quốc.
- ❖ **Nhập khẩu vải:** Trong cơ cấu nhập khẩu, vải chiếm tỷ lệ chủ đạo với 62% tổng giá trị các sản phẩm dệt may và quần áo nhập khẩu. Trong năm 2013, giá trị nhập khẩu vải là 8,4 tỷ USD, tăng 19% so với năm 2012.

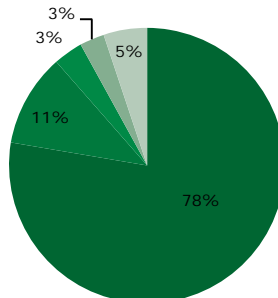
Thị trường nhập khẩu bông

■ Mỹ ■ Ấn Độ ■ Úc ■ Brazil ■ Bồ Biển Ngà ■ Khác



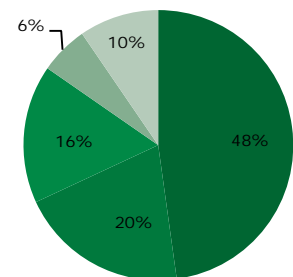
Thị trường nhập khẩu sợi

■ Đài Loan ■ Trung Quốc ■ Hàn Quốc ■ Thái Lan ■ Khác



Thị trường nhập khẩu vải

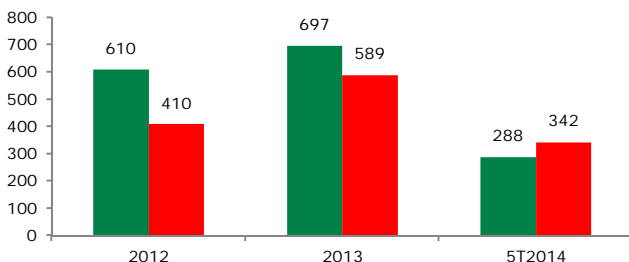
■ Trung Quốc ■ Hàn Quốc ■ Đài Loan ■ Nhật Bản ■ Khác



Nguồn: VITAS and VPBS collects

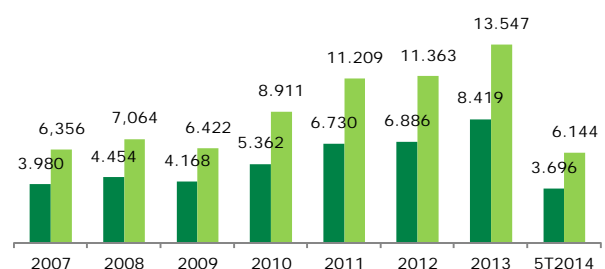
Sản lượng bông và sợi nhập khẩu

■ Xơ sợi nhập khẩu (ngàn tấn) ■ Bông nhập khẩu (ngàn tấn)



Tổng giá trị nhập khẩu và giá trị nhập khẩu vải

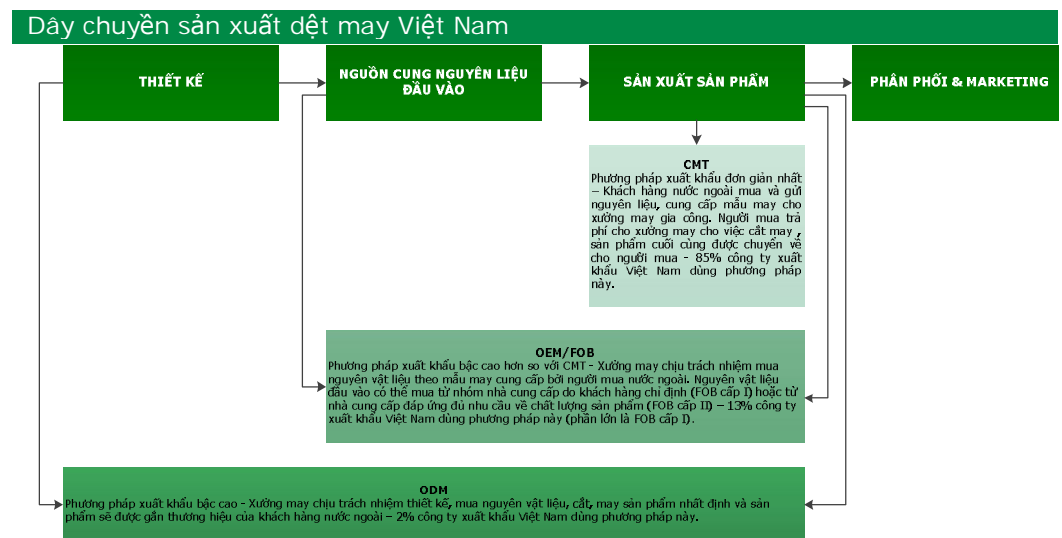
■ Giá trị vải nhập khẩu (Nghìn đô) ■ Tổng giá trị nhập khẩu (Nghìn đô)



Nguồn: VITAS

Tổng diện tích trồng bông ở Việt Nam vào khoảng 10.000 ha. Sau giai đoạn phát triển nhanh từ 2001-2006, diện tích trồng đã giảm dần. Có thể lý giải bởi cây bông là một cây công nghiệp cần diện tích đất lớn và chịu ảnh hưởng nhiều bởi thời tiết. Hơn nữa, việc trồng cây bông thường tự phát và không có quy hoạch cụ thể. Kết hợp với kỹ thuật trồng bông thấp, chất lượng cây bông Việt Nam kém và không đủ tiêu chuẩn để sản xuất, dẫn đến tăng trưởng không ổn định trong việc trồng bông. Do diện tích trồng khiêm tốn, bông Việt Nam chỉ chiếm 2% lượng tiêu dùng trong nước. Quyết định 29/QĐ-TTg, Việt Nam đã đưa ra một chương trình để phát triển cây bông tới năm 2015 và tầm nhìn tới năm 2020. Chi tiết, diện tích trồng bông trong nước được ước tính sẽ tăng tới 30.000 ha trong năm 2015 và 60.000 ha trong năm 2020. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng đây là một kế hoạch khá tham vọng vì chưa có nhiều thay đổi từ khi Quyết định này được ban hành, cho thấy bông Việt Nam vẫn sẽ phụ thuộc vào bông nhập khẩu trong trung hạn.

Tại Việt Nam chủ yếu có bốn cấp độ trong việc xử lý vải cho xuất khẩu từ giá trị thấp nhất đến cao nhất: Cut- Make – Trim (CMT), Original Equipment Manufacturing (OEM/FOB), Original Design Manufacturing (ODM).



Nguồn: VPBS thu thập

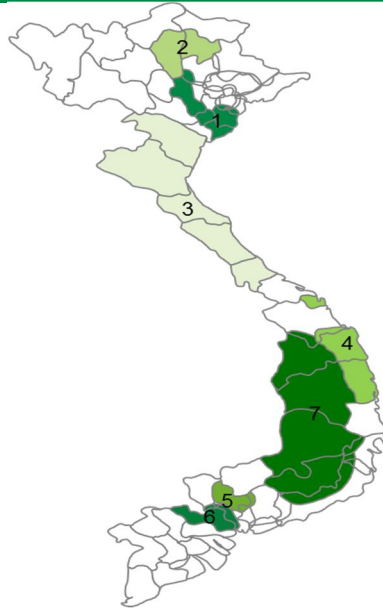
## Quy hoạch tổng thể

**Quy hoạch tổng thể đã được phê duyệt nhằm thiết lập kế hoạch phát triển ngành dệt may trong năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030**

*Quy hoạch cho ngành dệt may được thiết lập để duy trì tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn.*

Theo Quyết định 3218/QĐ-BCT ban hành vào tháng 4/2014, Bộ Thương mại và Công thương thông qua kế hoạch tổng thể của ngành công nghiệp dệt may Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030. Theo đó, Việt Nam tiếp tục tập trung vào thị trường xuất khẩu truyền thống như Mỹ, Nhật Bản, châu Âu và mở rộng sang các thị trường khác. Giá trị xuất khẩu của Việt Nam theo đó dự kiến sẽ đạt 23-24 tỷ USD vào năm 2015 và 36-38 tỷ USD vào năm 2025, tăng 15% và 84% tương ứng so với số liệu của năm 2013. Trong Quy hoạch, ngành công nghiệp dệt may của Việt Nam được chia thành bảy khu vực với chiến lược phát triển khác nhau. Cụ thể, bảy khu vực phát triển được như sau:

## Bản đồ bảy khu vực để phát triển ngành dệt may Việt Nam



- Khu vực 1** Đồng bằng sông Hồng (Hà Nội là trung tâm)  
Chuyên về thiết kế thời trang, sản xuất mẫu mã, cung cấp dịch vụ, nguyên phụ liệu, công nghệ dệt may, tiếp tục phát triển một số doanh nghiệp may các sản phẩm cao cấp, sản phẩm mẫu có chất lượng cao, giá trị gia tăng  
Phát triển các nhà máy sợi, dệt, nhuộm tại các khu công nghiệp (Hưng Yên, Nam Định, Thái Bình, Hải Phòng, Hà Nam)
- Khu vực 2** Vùng Trung du và miền núi phía Bắc: Phát triển các nhà máy sợi, dệt, nhuộm tại Phú Thọ và Thái Nguyên
- Khu vực 3** Vùng Bắc Trung Bộ: Phát triển các nhà máy sợi, dệt, nhuộm tại Thanh Hóa, Nghệ An, Hà Tĩnh, Quảng Bình, Quảng Trị, Thừa Thiên Huế
- Khu vực 4** Vùng duyên hải Nam Trung Bộ: Phát triển nhà máy sợi, nhuộm tại Đà Nẵng, Bình Định và Phú Yên
- Khu vực 5** Vùng Đông Nam Bộ: TP Hồ Chí Minh là trung tâm về thiết kế thời trang, sản xuất mẫu mã, cung cấp dịch vụ, nguyên phụ liệu, công nghệ dệt may
- Khu vực 6** Vùng Đồng Bằng Sông Cửu Long: Đầu tư phát các nhà máy sợi, dệt  
Sản xuất sợi, dệt, nhuộm tại vùng Đồng bằng sông Cửu Long
- Khu vực 7** Vùng Tây Nguyên: Chuyển môn hóa các cây nguyên liệu dệt như bông, dâu tằm

Nguồn: MOIT

Theo kế hoạch đã đề ra, chúng tôi cho rằng Việt Nam đang chú trọng đầu tư phát triển những nhà máy dệt, nhuộm và sản xuất sợi, những yếu tố đang trong tình trạng thiếu hụt của dây chuyền sản xuất. Tuy nhiên, việc phát triển nguồn nguyên vật liệu vẫn còn khá hạn chế và đây là một trong những thách thức lớn nhất cho ngành dệt may Việt Nam.

### Các hiệp định thương mại tự do – Cơ hội và thách thức

**Các hiệp định thương mại tự do và Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) đem đến cơ hội cũng như thách thức cho ngành dệt may Việt Nam.**

#### Hiệp định thương mại tự do EU-Việt Nam

*FTA và TPP là động lực tăng trưởng cho ngành dệt may Việt Nam trong vòng ba năm tới.*

Châu Âu là một thị trường xuất khẩu tiềm năng của Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu đạt 24,3 tỷ USD, chiếm 18% tổng giá trị xuất khẩu cả nước. Ký kết FTA giữa EU và Việt Nam sẽ đẩy mạnh đáng kể giá trị xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam sang thị trường này. Theo đó, Việt Nam sẽ được hưởng ưu đãi về thuế cho hàng may mặc xuất khẩu, giảm từ mức hiện nay 11,6% xuống chỉ còn 0%. Hiệp định thương mại tự do giữa EU - Việt Nam dự kiến sẽ được ký kết vào cuối năm nay và có hiệu lực vào năm 2015.

#### Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP)

TPP là hiệp định thương mại tự do giữa các 12 quốc gia bao gồm Úc, Brunei, Chile, Canada, Nhật Bản, Malaysia, Mexico, New Zealand, Peru, Singapore, Mỹ và Việt Nam. Với hiệp định thương mại này, một khu vực thương mại tự do sẽ được hình thành với GDP lên tới 40% GDP thế giới và thương mại chiếm một phần ba trên toàn thế giới. Tương tự như FTA, TPP bao gồm hợp tác thương mại, dịch vụ, và mở rộng thêm các lĩnh vực như sở hữu trí tuệ, tranh chấp giữa nhà đầu tư và chính phủ, môi trường, các vấn đề tổ chức lao động....

Việt Nam đã ký FTA với Úc, Brunei, Chile, Nhật Bản, Malaysia, New Zealand và Singapore. Do đó, TPP từ các nước này không ảnh hưởng đến nhiều vào Việt Nam. Mặt khác, các nước Bắc Mỹ (Mexico, Canada và đặc biệt Mỹ) sẽ là thị trường tiềm năng đối với Việt Nam trong dài hạn. Hiện nay mức thuế đối với hàng dệt may sang



Mỹ là khoảng 17-18% và tỷ lệ này sẽ giảm đến 0% nếu thỏa thuận TPP kết thúc đàm phán

Tuy nhiên, để nhận được ưu đãi miễn thuế, các nước thành viên muốn xuất khẩu hàng may mặc phải tuân theo quy tắc xuất xứ "từ sợi trở đi". Theo đó, thành viên TPP được yêu cầu sử dụng sợi đến từ các nước thành viên TPP khác để sản xuất hàng dệt may. Tuy nhiên, theo cập nhật mới nhất, quy định này chỉ được áp dụng sau ba hoặc năm năm sau khi thỏa thuận TPP có hiệu lực và những quốc gia thành viên chưa có khả năng sản xuất sợi vẫn có thể nhập khẩu từ những nhà cung cấp ngoài TPP. Việc này sẽ làm giảm những căng thẳng hiện có của ngành dệt may Việt Nam khi ngành này khá phụ thuộc vào việc nhập khẩu sợi.

Trong tháng 7/2014, vòng đàm phán TPP diễn ra tại Ottawa (Canada) để trao đổi về các vấn đề xoay quanh lao động, doanh nghiệp nhà nước, dịch vụ, đầu tư cũng như việc thâm nhập thị trường. Kết thúc vòng đàm phán vẫn không đạt được thêm bất cứ thỏa thuận nào giữa các bên cũng như về nguyên tắc cơ bản ROO của ngành dệt may. Trong tương lai, chúng tôi cho rằng TPP sẽ được ký kết cho vào đầu năm 2015 sau khi bỏ lỡ kế hoạch là vào cuối năm 2013.

### **Đầu tư nước ngoài vào ngành dệt may- chủ yếu từ Trung Quốc**

Đón đầu cơ hội của Việt Nam từ TPP, nhiều nhà đầu tư FDI đã ngày càng mở rộng quy mô đầu tư trong ngành dệt may Việt Nam, đặc biệt là trong việc xây dựng các nhà máy dệt, nhuộm và kéo sợi cũng như các nhà máy may mặc. Hầu hết các nhà đầu tư đến từ Trung Quốc, quốc gia không tham gia vào TPP nhưng là đất nước có tỷ trọng xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ lớn nhất.

Nhà đầu tư	Quốc gia	Địa điểm	Loại hình	Giá trị đầu tư (triệu đô)	Tình trạng
Foshan Sanshui Jialida + Luenthai + Vinatex	Hồng Kông	Nam Định	Khu công nghiệp dệt, may	350	Xây dựng chuỗi giá trị từ dệt đến các sản phẩm quần áo.
Jiangsu Yulun Textile Group	Trung Quốc	Nam Định	Nhà máy sợi, dệt, nhuộm,	68	Xây dựng từ 3/2014 đến 6/2016
Texhong textile group	Trung Quốc	Quảng Ninh	Sản xuất sợi với tổng công suất là 140 ngàn tấn/năm	300	Kết thúc giai đoạn 1 vào tháng 7/2013 và bắt đầu xây dựng giai đoạn 2
TAL group	Hồng Kông	N/A	Dệt, nhuộm, may	200	Đang tìm kiếm mặt bằng
Forever Glorious Company	Đài Loan	Hồ Chí Minh	Sản xuất quần áo và đồ thể thao	50	Giai đoạn lên kế hoạch
Dong-il	Hàn Quốc	Đồng Nai	Sản xuất sợi với tổng công suất là 9 ngàn tấn/năm	52	Xây dựng từ 6/2014 và dự kiến hoàn thành vào giữa 2015
Gain Lucky Limited	Trung Quốc	Hồ Chí Minh	Thiết kế và sản xuất phẩm các sản phẩm	140	Giai đoạn lên kế hoạch

*Nguồn: VPBS tập hợp*

Cùng với xu hướng tăng trưởng của hàng dệt may xuất khẩu trong năm 2013, ngành dệt may Việt Nam có thể tiếp tục tăng trưởng mạnh với tỉ lệ khoảng 30% vào năm 2014, ước đạt 26 tỷ đô toàn ngành. Theo ông Nguyễn Văn Thới, Chủ tịch HĐQT CTCP Đầu tư và Thương Mại Thái Nguyên, kết thúc quý 1/2014, hầu hết các công ty có hàng dệt may xuất khẩu đi nước ngoài đã nhận được hợp đồng cho đến cuối năm, một dấu hiệu khả quan cho ngành dệt may Việt Nam.

Cho đến nay, lợi thế lớn nhất của ngành dệt may Việt Nam là giá lao động cạnh tranh. Chi phí lao động ở Việt Nam thấp hơn so với ở Trung Quốc, tạo ra lợi thế cạnh tranh chi phí. Hơn nữa, Chính phủ ban hành nhiều chính sách hỗ trợ để thu hút FDI

và các công ty may mặc xuất khẩu (miễn thuế nhập khẩu nguyên vật liệu mà sau này được tái xuất dưới hình thức sản phẩm may mặc trong vòng 90-120 ngày).

## Tập đoàn Dệt May Việt Nam – Doanh nghiệp đầu ngành dệt may

*Vinatex giữ vị trí dẫn đầu trong ngành dệt may Việt Nam về năng suất và giá trị xuất khẩu.*

Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) tiền thân là Tổng Công ty (TCT) Dệt May Việt Nam được thành lập dựa trên sự hợp nhất của TCT Dệt Việt Nam và Liên hiệp sản xuất – xuất nhập khẩu May. Năm 2005, TCT Dệt May Việt Nam và các thành viên thực hiện việc tái cấu trúc và đổi tên thành Tập đoàn Dệt May Việt Nam theo tên của công ty Mẹ. Năm 2010, công ty Mẹ chuyển đổi thành công ty TNHH MTV, hoàn toàn trực thuộc Nhà nước. Trong tháng 9/2014, công ty Mẹ và bốn công ty con trực thuộc Tập đoàn sẽ tiến hành cổ phần hóa theo kế hoạch tái cấu trúc các doanh nghiệp nhà nước của Chính phủ và hoàn thành mục tiêu cổ phần hóa 100% Tập đoàn.

Vinatex hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh nguyên vật liệu, thiết bị và sản phẩm (chủ yếu là sợi, vải và hàng may mặc) hoặc cung ứng các dịch vụ ngành dệt may. Vinatex có vị trí dẫn đầu trong ngành dệt may với năng suất 133.395 tấn sợi, 260 triệu m<sup>2</sup> vải và 330 triệu đơn vị may mặc mỗi năm.

### Kế hoạch IPO

*Công ty dự tính sẽ bán ra công chúng 24,4% tổng số cổ phần.*

Đợt IPO vào ngày 22/09/2014 sẽ bán ra công chúng 122 triệu cổ phần tương đương với 24,4% tổng số cổ phần với giá khởi điểm là VND11.000/cổ phiếu. Sau IPO, vốn điều lệ của Vinatex sẽ tăng lên 5.000 tỷ đồng (23,8 triệu đô). Bộ Công Thương, đại diện số cổ phần Nhà nước, vẫn giữ vai trò cổ đông lớn nhất và nắm giữ 51% tổng vốn điều lệ trong khi 48,4% sẽ được bán ra bên ngoài như sau: 24,4% chào bán công khai, 24% chào bán cho các cổ đông chiến lược. 0,6% còn lại được bán cho công nhân viên của công ty.

Mới đây, Vinatex đã công bố hai công ty bất động sản là Tập đoàn Vingroup và CTCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (V.I.D) đã đăng ký mua 120 triệu cổ phần của Vinatex, chiếm 98% tổng số cổ phần Vinatex bán ra cho cổ đông chiến lược. Cụ thể, Vingroup và V.I.D sẽ mua lần lượt 50 triệu và 70 triệu cổ phần của Vinatex (tương ứng 10% và 14% vốn điều lệ), với tổng giá trị 1.320 tỷ đồng dựa trên giá chào bán 11.000 đồng/CP.

- Tập đoàn Vingroup với vốn điều lệ hơn 9.000 tỷ đồng là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực bất động sản với hơn 30 dự án khách sạn, khu nghỉ dưỡng và trung tâm thương mại trên toàn quốc.
- CTCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (V.I.D) hoạt động trong lĩnh vực phát triển và đầu tư cơ sở hạ tầng tại các khu công nghiệp, huy động vốn và cung cấp dịch vụ liên quan đến bất động sản. Công ty hiện đang quản lý chín khu công nghiệp lớn ở miền Bắc Việt Nam.

Hơn nữa, ngày 16/9/2014, Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM đã công bố số lượng nhà đầu tư đã đăng ký tham gia đấu giá của cổ phần Vinatex. Cụ thể, có tất cả 87 nhà đầu tư đăng ký bao gồm

Nhà đầu tư	Số lượng	Số lượng CP đăng ký mua
<b>Nhà đầu tư cá nhân</b>		
Trong nước	54	53.675.300
Nước ngoài	18	32.900
<b>Nhà đầu tư tổ chức</b>		
Trong nước	3	1.850.000
Nước ngoài	<u>12</u>	<u>55.000.000</u>
<b>Tổng cộng</b>	<b><u>87</u></b>	<b><u>110.558.200</u></b>



Nguồn: HSX

Tổng số lượng cổ phần đăng ký mua là hơn 110 triệu cổ phần, chiếm 90% tổng số cổ phần chào bán ra công chúng của Vinatex trong đợt IPO sắp tới.

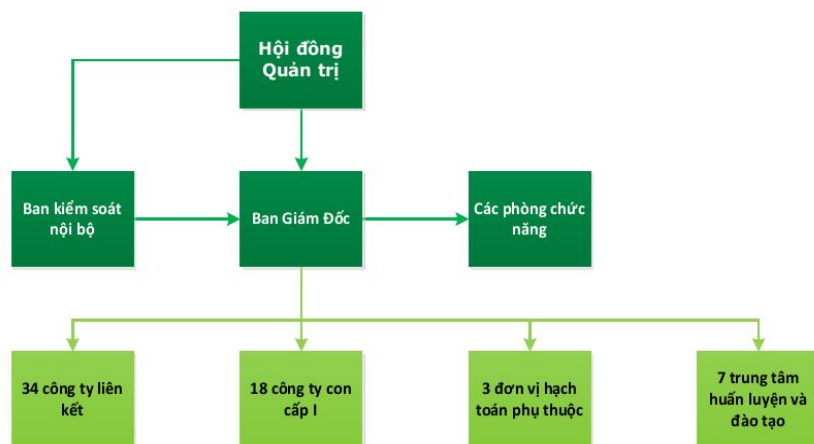
### Cơ cấu tổ chức

Sau IPO, Nhà nước vẫn là cổ đông lớn nhất của Vinatex với 51% cổ phần.

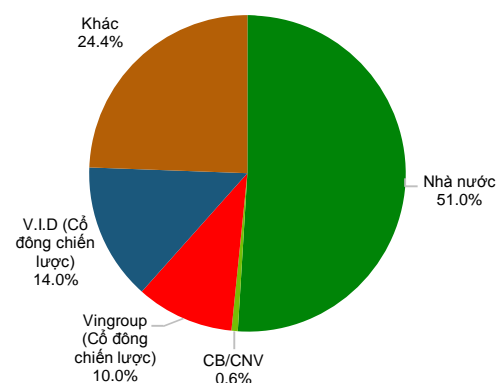
Vinatex là một tập đoàn gồm 80 công ty con và công ty liên kết. Công ty Mẹ - Tập đoàn Dệt May Việt Nam đã chuyển đổi thành công ty 100% vốn sở hữu Nhà nước từ năm 2010 với vốn điều lệ trước IPO 3.400 tỷ đồng.

Giữ vị trí dẫn đầu trong ngành dệt may, ngành có tiềm năng tăng trưởng từ Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP), Vinatex nhận được những lợi ích nhất định trong tương lai; tuy vậy, với cơ cấu tổ chức phức tạp và quá trình tái cấu trúc vẫn chưa được hoàn thành, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư sẽ khó có thể đánh giá được tiềm năng phát sinh lợi nhuận của Vinatex trong những năm tới.

Cơ cấu tổ chức của Vinatex



Cơ cấu cổ đông của Vinatex



Nguồn: Vinatex, VPBS

### Các công ty con và công ty liên kết nổi bật

Vinatex đang nắm giữ cổ phần tại các công ty dệt may đầu ngành như TCT May Phong Phú, TCT May Việt Tiến, TCT Dệt May Hòa Thọ. Những công ty này luôn duy trì được mức tăng trưởng doanh thu tốt với tỉ lệ chi trả cổ tức cao trong nhiều năm qua.

**TCT May Việt Tiến:** Đây là doanh nghiệp xuất khẩu hàng dệt may hàng đầu Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu 6T/2014 đạt 32,6 triệu đô. Việt Tiến có mạng lưới phân phối rộng khắp 64 tỉnh thành. Trong giai đoạn từ 2010 đến 2013, TCT Việt Tiến có mức tăng trưởng doanh thu kép 27,8%/năm và kết thúc sáu tháng đầu năm 2014, Công ty đã ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 2.553 tỷ đồng (+7,4% y-o-y) và 172 tỷ đồng (+26,3% y-o-y).

**TCT Phong Phú:** TCT Phong Phú đã xây dựng dây chuyền sản xuất khép kín từ khâu sản xuất sợi cho tới thành phẩm. Hơn nữa, TCT Phong Phú còn tiên phong trong việc sản xuất vải denim và đây cũng là một trong những doanh nghiệp dệt may đầu tiên tại Việt Nam ứng dụng phương thức sản xuất ODM. Hiện nay, khoảng 70% sản phẩm của Phong Phú được sản xuất theo phương thức ODM có giá trị gia tăng cao. Từ năm 2011 đến 2013, TCT Phong Phú duy trì mức tăng trưởng doanh thu trung bình 5%/năm. Sau 6T/2014, LNST của TCT Phong Phú đã đạt 171 tỷ đồng, hoàn thành 62% kế hoạch năm.

**TCT Dệt May Hòa Thọ:** là một doanh nghiệp dẫn đầu ngành dệt may, Hòa Thọ luôn đạt được mức tăng trưởng doanh thu cao với tốc độ tăng trưởng kép 23,9% giai đoạn 2010-2013. Tính đến cuối năm 2013, Hòa Thọ đã đóng góp 21 tỷ đồng hay 6,67% vào tổng số tiền cổ tức Vinatex nhận được. Trong nửa đầu năm 2014, LNST của Hòa Thọ đạt 22 tỷ đồng, giảm 18,6% so với cùng kỳ năm trước.

Tên doanh nghiệp	Tỉ lệ sở hữu của Vinatex	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Giá trị XK 2013 (triệu đô)	LNST 6T2014 (tỷ đồng)	KH LN 2014 (tỷ đồng)	Tỉ lệ cổ tức 2013 (%)	Tỉ lệ cổ tức 2014 (%)
TCT May Việt Tiến	47,9%	280	334	141	280 (trước thuế)	30%	20%
TCT Phong Phú	51%	734	-	171	276 (sau thuế)	15%	15-20%
TCT Dệt May Hòa Thọ	71,6%	150	100	22	78 (sau thuế)	20%	20%

Nguồn: VPBS

### Các công ty con cổ phần hóa cùng với Vinatex

- Công ty TNHH MTV Dệt Kim Đông Xuân (Doximex) được thành lập từ năm 1959 và thuộc quyền sở hữu của Vinatex. Đây là cơ sở dệt kim đầu tiên của Việt Nam ứng dụng dây chuyền sản xuất hiện đại đạt chất lượng châu Âu. Công ty chuyên sản xuất hàng dệt kim chất lượng cao như ngành hàng dệt kim 100% cotton, phục vụ cho cả tiêu dùng nội địa và xuất khẩu.
- Công ty TNHH MTV Dệt 8/3 là một đơn vị thành viên của Vinatex và vẫn đang tiếp tục được phát triển để trở thành cơ sở sản xuất chủ lực của Vinatex trong lĩnh vực dệt kim và dệt thoi tại miền Bắc Việt Nam. Công ty có năng lực dệt và nhuộm cao trong số những đơn vị thành viên của Vinatex.
- Công ty TNHH MTV Dệt kim Đông Phương (Dopimex) ở quận Tân Phú tiền thân là một xưởng dệt kim được thành lập vào năm 1972 với dây chuyền sản xuất và thiết bị dệt kim đan dọc được nhập khẩu từ Mỹ. Thành phẩm được xuất khẩu sang nhiều nước và được tiêu thụ rộng khắp ở khu vực TPHCM và các tỉnh lân cận.
- Công ty TNHH MTV TM Thời Trang Dệt May Việt Nam tiền thân là hệ thống siêu thị VinatexMart – một đơn vị hạch toán phụ thuộc của Vinatex, được thành lập vào cuối năm 2010 với mục đích phân phối những sản phẩm may mặc của Việt Nam. Đơn vị này dự tính sẽ mở rộng số lượng siêu thị Vinatexmart lên 204 rộng trên cả nước vào năm 2015, đặc biệt là các khu vực thành thị.

Trong năm 2013, chỉ duy nhất công ty dệt kim Đông Xuân tạo ra lợi nhuận khả quan ở mức 8,3 tỷ đồng cho Vinatex trong khi Vinatexmart lại báo lỗ 44,8 tỷ đồng (giảm 92,6% so với năm 2012) và hai đơn vị thành viên còn lại có mức lợi nhuận rất khiêm tốn, chưa tới một tỷ đồng.

Đơn vị thành viên của Vinatex	Tỉ lệ sở hữu của Vinatex	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Doanh thu 2013 (tỷ đồng)	LNST 2013 (tỷ đồng)
Công ty TNHH MTV Dệt Kim Đông Xuân	100%	30	30	476	8,3
Công ty TNHH MTV Dệt 8/3	100%	183	183	80	0,2
Công ty TNHH MTV Dệt kim Đông Phương	100%	200	200	266	0,8
Công ty TNHH MTV TM Thời Trang Dệt May Việt Nam	100%	215	215	1.699	-44,8
<b>Tổng cộng</b>			<b>628</b>	<b>2.521</b>	<b>-36</b>

Nguồn: Vinatex

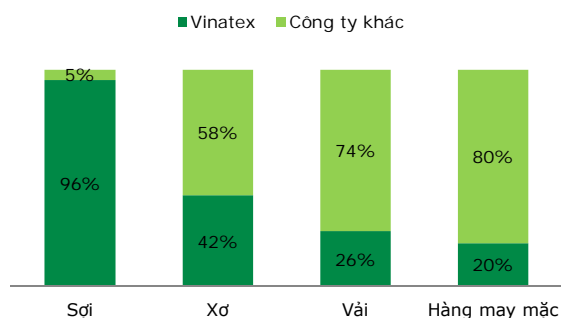
### Vị thế của Vinatex trong ngành dệt may.

Vinatex là doanh nghiệp hàng đầu ngành dệt may với lợi thế về quy mô kinh tế, hệ thống phân phối rộng và dây chuyền sản xuất hoàn thiện.

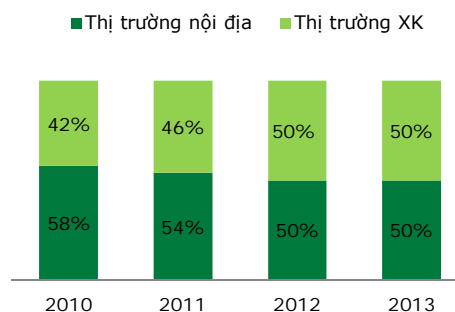
Vinatex hiện chiếm 95,5% sản lượng sợi và 42,3% sản lượng xơ cùng với 25,7% và 20% tổng sản lượng vải và sản phẩm nhuộm của cả nước. Trên phương diện xuất khẩu, năm 2013, Vinatex chiếm 14,2% tổng kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may nội địa với 2,9 triệu đô (+12% so với năm 2012). Tỉ lệ nội địa hóa của Vinatex đạt 57,5%, cao hơn tỉ lệ trung bình của ngành ở mức 48%.

Vinatex còn là cổ đông lớn của những doanh nghiệp hàng đầu ngành dệt may như TCT May Việt Tiến, TCT Việt Thắng, May 10 và Nhà Bè... mà trong đó Vinatex đóng vai trò trung tâm trong việc điều hành và xác định chiến lược kinh doanh với mục tiêu đẩy mạnh mối liên kết giữa các doanh nghiệp trong ngành. Mới đây, sáu trong số 12 doanh nghiệp dệt may lớn nhất Việt Nam quý 1/2014 là đơn vị thành viên của Vinatex.

#### Thị phần của Vinatex theo sản phẩm



#### Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: Vinatex

#### Quy trình sản xuất theo chiều dọc hoàn thiện

Vinatex là một trong những doanh nghiệp dệt may tiên phong trong việc xây dựng chuỗi cung ứng sản xuất hoàn thiện từ trồng cây bông đến may và phân phối thành phẩm. Điều này thúc đẩy việc tự cung ứng bông cho sản xuất nhằm đạt quy chuẩn “từ sợi trở đi” của Hiệp định TPP và hỗ trợ cho kế hoạch mở rộng phương thức sản xuất ODM gia tăng giá trị sản phẩm cũng như tính cạnh tranh.

#### Chuỗi giá trị sản xuất của Vinatex



Nguồn: Vinatex

#### Các khoản mục đầu tư

Tổng giá trị đầu tư của công ty Mẹ - Vinatex vào các công ty con và công ty liên kết hiện nay đạt 3.403 tỷ đồng, tương ứng với 84,6% vốn CSH của công ty Mẹ hoặc 76,1% vốn CSH của toàn Tập đoàn.

Theo quyết định số 320/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính Phủ, trong giai đoạn 2013 – 2015, Vinatex sẽ tiến hành tái cấu trúc thông qua việc thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành như dịch vụ tài chính, sản xuất nước giải khát, bất động sản cũng như những công ty liên kết kém hiệu quả với tổng giá trị thoái vốn 1.083 tỷ đồng. Điều này cho phép Vinatex sẽ tập trung phát triển ngành nghề kinh doanh chính là dệt may nhằm kiểm soát tốt hơn tình hình hoạt động và tài chính. Tính đến cuối năm 2013, Vinatex đã hoàn thành thoái vốn khỏi 11 công ty với tổng giá trị sổ sách 156,5 tỷ đồng. Đến nay, Tập đoàn vẫn đang thoái vốn khỏi 21 doanh nghiệp ngoài ngành khác và dự kiến sẽ nâng tổng giá trị sổ sách lên 917 tỷ đồng, hoàn thành 85% tổng giá trị theo kế hoạch vào cuối năm 2014.

Bên cạnh đó, Vinatex có thể sẽ phải cắt giảm tỉ lệ sở hữu tại một số công ty liên kết có lợi nhuận tốt như Hồng Lĩnh, Hòa Thọ ... theo kế hoạch tái cấu trúc và cổ phần hóa mà trong đó quy định việc Vinatex phải nắm giữ 50 – 65% tổng số cổ phần tại các đơn vị thành viên và nắm không quá 50% tại một số công ty liên kết.

Tỉ lệ sở hữu của Vinatex tại các công ty liên kết theo quy định		
Tên Công ty	Tỉ lệ hiện tại	Tỉ lệ theo quy định
TCT Dệt May Hòa Thọ	71,62%	50 – 65%
CTCP Dệt May Huế	65,54%	50 – 65%
CTCP Sợi Phú Bài	66,5%	50 – 65%
CTCP XNK Dệt May	68,34%	50 – 65%
Vinatex Hồng Lĩnh	78,14%	<50%
CTCP Sợi Việt Nam	55%	<50%
CT Len Việt Nam	67,15%	<50%
CTCP Phát triển hạ tầng Phố Mới	51%	<50%

*\*Dựa theo quyết định số 320/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc tái cấu trúc Tập đoàn Dệt May Việt Nam.*

*Nguồn: VPBS thu thập*

Vinatex vừa được phép nâng tỉ lệ sở hữu tại TCT Phong Phú từ 48,9% vào cuối năm 2013 lên 51%. Do đó, Vinatex sẽ ghi nhận phần doanh thu của TCT Phong Phú kể từ tháng 6/2014. Lý do cho việc nâng tỉ lệ sở hữu này nhằm giúp cho Vinatex dễ dàng tiếp cận với dây chuyền sản xuất 70% sản phẩm ODM của TCT Phong Phú.

### Cơ hội từ hiệp định TPP

Về cơ bản, Vinatex đã hoàn thành giai đoạn đầu của tiến trình tái cấu trúc thông qua việc thoái vốn khỏi hầu hết những khoản mục ngoài ngành và giai đoạn tiếp theo cho việc thay đổi tỉ lệ sở hữu và tái tổ chức các công ty thành viên sẽ mất một vài năm để thực hiện. Hơn nữa, Vinatex sẽ tốn thời gian để xây dựng thành công chuỗi cung ứng của mình nhằm tiến đến phương thức sản xuất ODM. Vì vậy, Tập đoàn dự tính thực hiện niêm yết trên sàn chứng khoán trong vòng ba năm tới cho đến khi hoàn tất việc tái cấu trúc. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Vinatex cần nhanh chóng xúc tiến việc lên sàn sớm hơn để có được lợi thế về nguồn vốn khi hiệp định TPP bắt đầu có hiệu lực vào năm 2017.

### Năng lực sản xuất

**Sản xuất bông:** Vinatex có khả năng sản xuất 313 tấn bông mỗi năm. Tuy nhiên, năng lực sản xuất này chỉ đáp ứng được 0,5% nhu cầu bông của cả Tập đoàn gần 70.000 tấn và 99,5% còn lại được nhập khẩu, chủ yếu từ Trung Quốc và Thái Lan.

**Sản xuất Sợi:** Đến cuối năm 2013, tổng sản lượng sợi của Vinatex đạt 111.800 tấn. Phần lớn sản lượng này đủ để đáp ứng cho nhu cầu sợi trong sản xuất và phần còn lại được xuất khẩu sang các nước khác. Tuy nhiên, một lượng nhỏ sợi cao cấp, thành phần đặc biệt phải nhập khẩu từ Ấn Độ, Pakistan và Trung Quốc.

Năng lực sản xuất sợi của một số thành viên tiêu biểu (Nghìn tấn)			
	Thiết kế	Thực tế	Dư thừa
TCT Dệt May Hà Nội	16,5	14,5	12,1%
CTCP Dệt May Huế	7,5	6,7	10,7%
TCT Dệt May Nam Định	12,0	10,5	12,5%
TCT Dệt May Hòa Thọ	7,5	6,5	13,3%
CTCP sợi Phú Bài	10,5	9,3	11,4%
TCT Phong Phú	22,5	20,0	11,1%
TCT Việt Thắng	16,0	14,5	9,4%
<b>Tổng cộng</b>	<b>92,5</b>	<b>82,0</b>	<b>11,4%</b>

*Nguồn: Vinatex*

**Dệt-Nhuộm:** So với các doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài, năng lực và chất lượng sản phẩm dệt-nhuộm của Vinatex vẫn còn khá nhỏ. Năm 2013, Tập đoàn đã sản xuất được 161,4 triệu m<sup>2</sup> vải (-2,7% so với năm 2012), tương ứng với 80,7% tổng công suất.

<b>Năng lực sản xuất dệt-nhuộm của Vinatex</b>		
	<b>Công suất thiết kế</b>	<b>Số lượng máy</b>
Dệt thoi	206 triệu (m)	2.067
Nhuộm (dệt thoi)	70 triệu (m)	91
Dệt kim	9.289 tấn	308
Nhuộm (dệt kim)	10.400 tấn	169
Nhuộm	7.200 tấn	33

*Nguồn: Vinatex*

**May:** Trong năm 2013, Vinatex đạt năng lực sản xuất 330 đơn vị may mặc mỗi năm. 10% hàng may mặc xuất khẩu của Vinatex được sản xuất theo phương thức ODM, cao hơn mức 5% của toàn ngành Vinatex dự tính sẽ nâng phần trăm sản lượng ODM lên 12 – 14% tổng sản lượng trong năm 2014 và lên 20% vào năm 2020 do loại sản phẩm này đem lại biên lợi nhuận cao hơn (10%) so với biên lợi nhuận của ngành hàng CMT (2-3%)

### Quỹ đất lớn

Đến nay, Vinatex đang sở hữu một quỹ đất lớn với tổng diện tích khoảng 540.000 m<sup>2</sup> trong đó 490.000 m<sup>2</sup> được sử dụng cho sản xuất. Chính quỹ đất lớn này đã thu hút nhiều nhà đầu tư chiến lược hoạt động trong lĩnh vực bất động sản như Vingroup, VID. Quỹ đất được quản lý bởi công ty Mẹ và các công ty thành viên của Vinatex như sau:

<b>Tên Công ty</b>	<b>Diện tích (m<sup>2</sup>)</b>
Tập đoàn Dệt May Việt Nam	38.511
XN SX và thiết kế Veston Hải Phòng	42.508
Vinatex Quảng Ngãi	49.000
Trung tâm xử lý nước thải Phố Nối	11.648
Công ty TNHH MTV Thương mại Thời trang dệt may Việt Nam	23.509
Công ty TNHH Dệt kim Đông Xuân	195.322
Công ty TNHH Dệt kim Đông Phương	72.307
Công ty TNHH Dệt 8/3	106.915
<b>Tổng cộng</b>	<b>537.730</b>

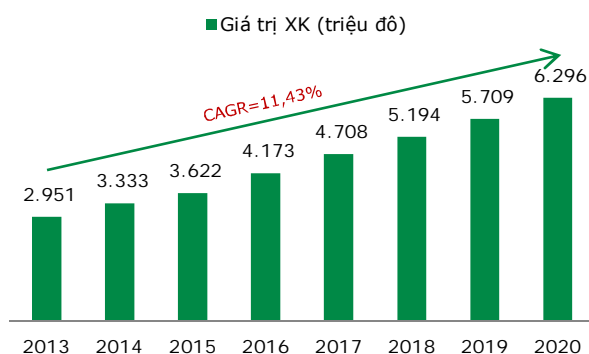
*Nguồn: Vinatex*

### Thị trường xuất khẩu

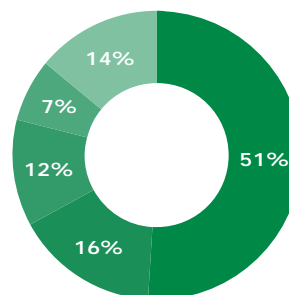
Kết thúc quý 1/2014, tổng giá trị xuất khẩu của Vinatex ước đạt 1,62 tỷ đô (+15% so với cùng kỳ năm 2012), chiếm 16% toàn ngành. Năm 2020, giá trị này có thể tăng lên 5,0 tỷ đô với tốc độ tăng trưởng kép 11,4%/năm nhờ vào việc đàm phán thành công của những hiệp định tự do thương mại song và đa phương. Thị trường xuất khẩu chủ yếu của Vinatex bao gồm Mỹ, châu Âu và Nhật Bản. Tập đoàn có kế hoạch sẽ đẩy mạnh phát triển ba thị trường này chiếm 76% tổng giá trị xuất khẩu của Vinatex vào năm 2014; đồng thời cũng tiếp tục mở rộng những thị trường tiềm năng như Hàn Quốc, Trung Đông và Nga.

## Giá trị xuất khẩu theo dự phóng của Vinatex

## Thị trường xuất khẩu của Vinatex



■ Mỹ ■ EU ■ Nhật Bản ■ Hàn Quốc ■ Khác



Nguồn: Vinatex

### Kế hoạch mở rộng

Vinatex dự tính sẽ chi tổng số vốn 11.581 tỷ đồng (55,1 triệu đô) (trong đó 40% từ VCSH và 60% từ nợ) để mở rộng sản xuất trong bốn năm sau IPO. Tổng số vốn đầu tư được dùng để đầu tư vào 25 dự án mới bao gồm: 8 nhà máy sợi, 9 nhà máy dệt, 2 nhà máy may và 6 dự án trồng bông và cây bạch đàn cho sản xuất. Nhằm đáp ứng nhu cầu bông của ngành dệt may nội địa và toàn Tập đoàn, Vinatex sẽ tập trung vào việc mở rộng diện tích trồng bông hiện tại. Những dự án nêu trên là bước đệm cho Vinatex xây dựng chuỗi cung ứng giá trị sản xuất hoàn thiện và củng cố mối liên kết còn yếu kém giữa sản xuất sợi và khâu dệt-nhuộm của Tập đoàn.

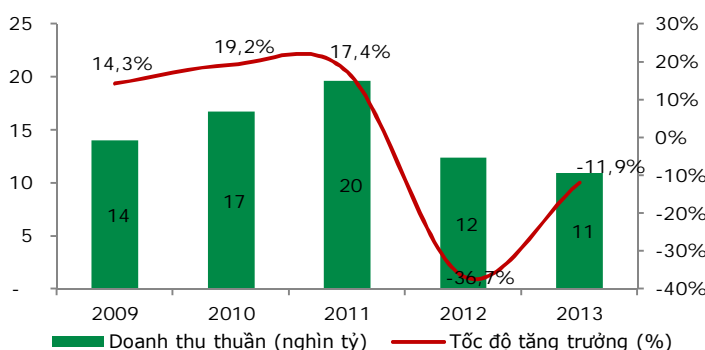
Ngân hàng phát triển châu Á (ADB) đã cam kết sẽ hỗ trợ một khoản vay 100 – 120 triệu đô với thời hạn vay 25 năm và lãi suất 3%/năm hoặc thấp hơn cho Vinatex và các công ty thành viên cho kế hoạch tái cấu trúc Tập đoàn.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (HỢP NHẤT)

### Doanh thu không ổn định do hoạt động thoái vốn

Trong những năm 2009 đến 2011, doanh thu thuần hợp nhất của Vinatex đạt tốc độ tăng trưởng kép 18,3%/năm nhưng lại sụt giảm đáng kể còn 12.431 tỷ đồng (-37,6% y-o-y) và vẫn tiếp tục giảm 12% trong năm 2013. Sự sụt giảm này là do: (1) doanh thu của Phong Phú không được ghi nhận cho sự cắt giảm tỉ lệ sở hữu vào tháng 8/2012, (2) việc thoái vốn khỏi các doanh nghiệp liên kết khác, (3) tình hình kinh doanh kém khả quan của những công ty con.

### Giá trị và tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần hợp nhất của Vinatex



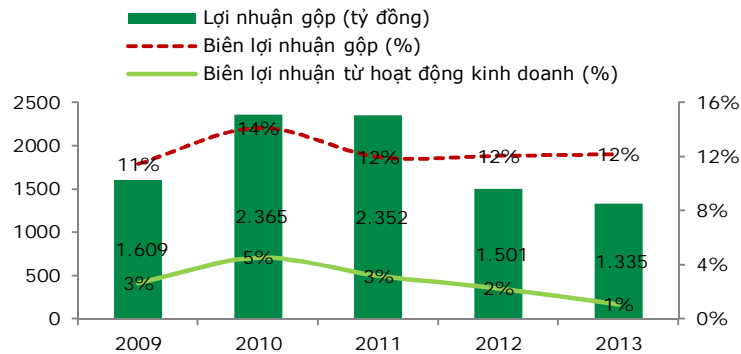
Nguồn: Vinatex, VPBS



### Biên lợi nhuận gộp vẫn giữ ở mức ổn định

Biên lợi nhuận của Vinatex trong những năm 2011 – 2013 dao động trong khoảng 12% sau khi đạt đỉnh vào năm 2010 với 14%. Trong đó lĩnh vực may có biên lợi nhuận gộp cao nhất từ 15 – 17%, theo sau là lĩnh vực sợi với 10%. Tuy doanh thu thuần sụt giảm trong hai năm gần đây, chi phí hoạt động của Vinatex vẫn ở mức cao, tương đương 11,1% doanh thu thuần thay vì 9,8% của năm trước. Do đó, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh giảm mạnh xuống chỉ còn 1% trong năm 2013.

#### Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp hợp nhất của Vinatex

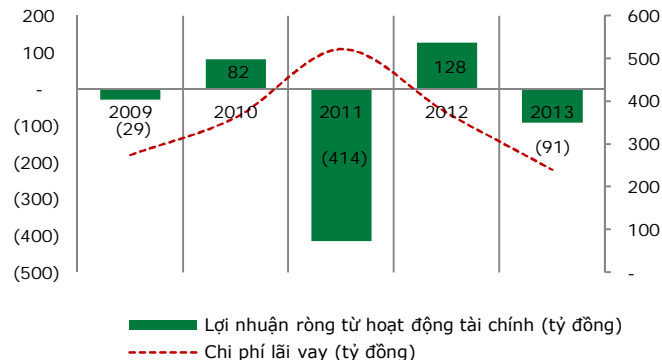


Nguồn: VPBS

### Lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính – Rủi ro lãi suất thấp

Năm 2013, Vinatex báo lỗ ròng 90,7 tỷ đồng từ hoạt động tài chính so với khoản lợi nhuận ròng 127 tỷ đồng vào năm 2012. Trong năm 2013, doanh thu tài chính của Vinatex sụt giảm còn 210 tỷ đồng (-64,5% y-o-y) do hai nguyên nhân chính: (1) sự thiếu hụt khoản lãi từ việc thanh lý các công ty liên kết và (2) do mức cổ tức và lãi suất tiền gửi được nhận thấp, chỉ ở mức 5 tỷ đồng (-8,3% y-o-y) và 102 tỷ đồng (-43,9% y-o-y). Trong khi đó, chi phí tài chính của Tập đoàn năm 2013 tuy giảm 37,9% so với năm 2012 còn 300 tỷ đồng nhưng mức giảm đó không thể bù đắp vào phần giảm của doanh thu tài chính. Chi phí tài chính giảm là do lãi suất cho vay thấp hơn giúp chi phí lãi vay giảm 35,7% mặc dù dư nợ dài hạn của Vinatex vẫn tăng 43,6%.

#### Lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính và chi phí lãi vay của Vinatex



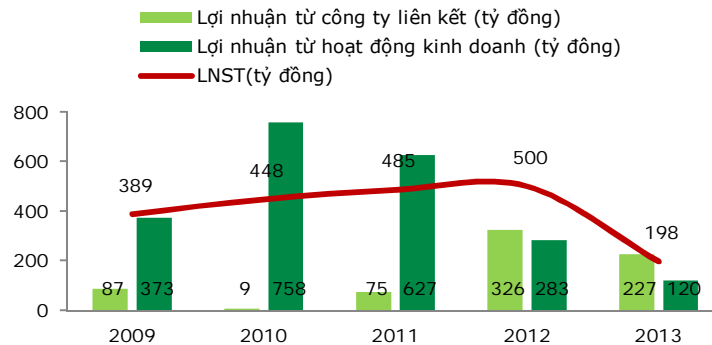
Nguồn: Vinatex, VPBS

### LNST tăng trưởng nhờ lợi nhuận từ các công ty liên kết

Năm tài chính 2013 LNST của Vinatex suy giảm đáng kể 60,4%, xuống còn 198 tỷ đồng, tương ứng với lãi trên mỗi CP là 462 đồng/CP. Bên cạnh đó, chúng tôi quan sát được LNST của Vinatex phụ thuộc chủ yếu vào khoản lợi nhuận có được từ những công ty liên kết. Cụ thể, năm 2013, Vinatex đã ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên kết

lên đến 227 tỷ đồng (-30% y-o-y), cao hơn cả lợi nhuận thu được từ hoạt động kinh doanh chỉ 120 tỷ đồng.

#### Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và từ công ty liên kết của Vinatex

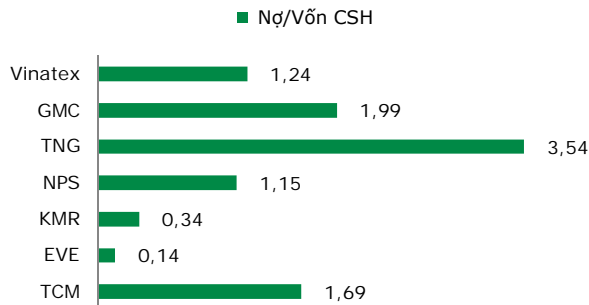


Nguồn: Vinatex, VPBS

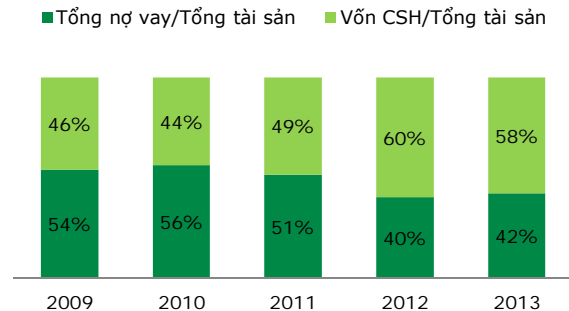
#### Việc thoái vốn làm thay đổi cấu trúc tài chính theo hướng tăng sử dụng vốn chủ.

Việc thoái vốn của Vinatex ra khỏi các công ty liên kết đã làm giảm tổng tài sản và cơ cấu nợ của Tập đoàn. Năm 2013, tổng các khoản nợ vay ngắn và dài hạn là 3.640 tỷ đồng, giảm mạnh so với 5.610 tỷ đồng vào năm 2010 trong khi VCSH tăng dần qua các năm do mức lợi nhuận chưa phân phối tăng, trừ năm 2013. Tổng nợ vay/VCSH giảm từ 1,17 trong năm 2010 xuống 0,73 trong năm 2013 và tỉ lệ nợ/VCSH, vì vậy, giảm còn 1,24, thấp hơn mức trung bình của những công ty dệt may niêm yết là 1,47.

#### Tỉ lệ Nợ/VCSH của các doanh nghiệp dệt may niêm yết (2013)



#### Cơ cấu vốn của Vinatex

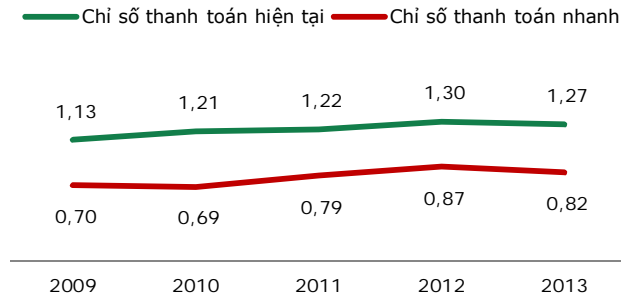


Nguồn: Vinatex, VPBS

#### Thanh khoản khả quan

Chỉ số thanh toán hiện tại tăng từ 1,13 vào năm 2010 lên 1,27 vào cuối năm 2013 và chỉ số thanh toán nhanh nhìn chung cũng được cải thiện, chứng tỏ rằng không tồn tại vấn đề thanh khoản trong hoạt động của Vinatex trong vòng năm năm qua. Trong thời gian sắp tới, với những khoản nợ được cho vay ưu đãi từ ADB, Vinatex được kỳ vọng vẫn giữ được mức thanh khoản tốt như hiện nay.

### Chỉ số thanh toán hiện tại và thanh toán nhanh của Vinatex

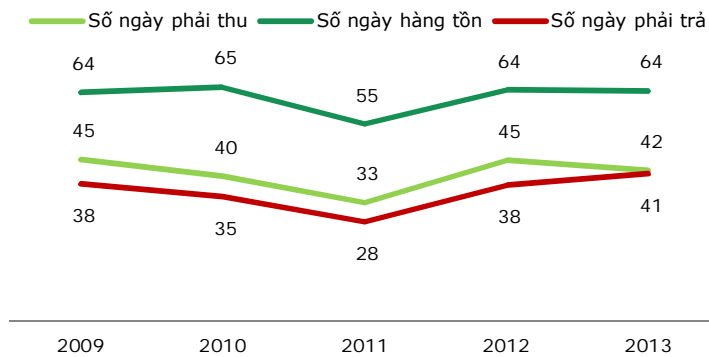


Nguồn: VPBS

### Vốn lưu động được sử dụng hiệu quả

Khả năng huy động và sử dụng nguồn vốn lưu động của Vinatex được cải thiện với số ngày thu hồi nợ thấp, 42 ngày, số ngày bán hàng tồn kho ổn định ở 64 ngày và số ngày phải trả cao hơn ở mức 41 ngày. Điều này chứng tỏ Vinatex có khả năng sử dụng tốt nguồn vốn lưu động để điều phối hoạt động sản xuất mà vẫn giữ được niềm tin của những nhà cung ứng.

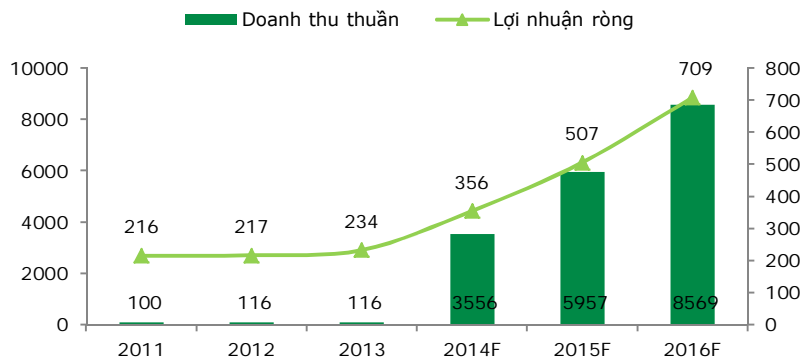
### Chỉ số hoạt động hiệu quả của Vinatex



Nguồn: VPBS

### Dự phóng kết quả kinh doanh của công ty Mẹ

#### Dự phóng doanh thu và LNST của công ty Mẹ từ 2014 đến 2016 (tỷ đồng)



Nguồn: Vinatex

Vinatex đã đưa ra dự phóng cho kết quả kinh doanh của công ty Mẹ từ năm 2014 đến 2016 với tỉ lệ tăng trưởng kép đạt 55%/năm cho doanh thu và 41,2%/năm cho LNST. Doanh thu của công ty Mẹ tăng trưởng trên cơ sở những điều kiện sau:

1/ việc gia tăng tỉ lệ ODM trong sản lượng sản xuất sẽ tạo ra biên lợi nhuận cao hơn 2/ Vinatex có khả năng đáp ứng được 15% nhu cầu bông của toàn Tập đoàn. Tuy nhiên, điều lưu ý là sản lượng bông nhập khẩu được sử dụng cho sản xuất nội bộ, vì vậy, hoạt động kinh doanh bông của công ty Mẹ sẽ chủ yếu mang tính chất hỗ trợ các công ty thành viên.

Chúng tôi cho rằng, hoạt động này sẽ không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh hợp nhất của Vinatex. Năm 2014, công ty Mẹ Vinatex ước đạt 3.556 tỷ đồng doanh thu, cao hơn 30,6 lần doanh thu năm 2013 và 356 tỷ đồng LNST, tương ứng với lãi cơ bản trên mỗi CP của công ty Mẹ là 712 đồng/CP. Giả sử CP của Vinatex đang được giao dịch với mức giá tương ứng với mức giá khởi điểm đầu giá là 11.000 đồng/CP, Công ty Mẹ Vinatex có chỉ số P/E đạt 18,4x. Vinatex đã cung cấp kết quả kinh doanh hợp nhất từ năm 2009 đến năm 2013 nhưng lại chỉ dự phóng kết quả kinh doanh của công ty Mẹ từ năm 2014 đến 2016.

## Dự phóng của VPBS về kết quả kinh doanh của Tập đoàn

Việc Vinatex tăng tỉ lệ sở hữu tại TCT Phong Phú lên 51% vào giữa năm nay do đó lợi nhuận của Phong Phú sẽ hợp nhất vào lợi nhuận của Vinatex. Tuy nhiên, Vinatex chỉ ghi nhận doanh thu từ Phong Phú kể từ tháng 6/2014, nên doanh thu này sẽ chỉ là giá trị của nửa cuối năm 2014. Hơn thế nữa, Vinatex đang thoái vốn khỏi những doanh nghiệp kém hiệu nên chúng tôi tin rằng lợi nhuận ròng của Vinatex sẽ không còn chịu sức ép từ những khoản lỗ từ những công ty này. Quá trình cổ phần hóa với sự tham gia của các cổ đông chiến lược không những là cơ hội để Vinatex huy động thêm nguồn lực tài chính mà còn là chất xúc tác cho việc đổi mới cơ chế hoạt động và chiến lược kinh doanh nhằm giúp Vinatex nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Những yếu tố tích cực đến từ tiềm năng của ngành dệt may và kinh tế vĩ mô như lãi suất cho vay đang giảm sẽ góp phần giúp lợi nhuận ròng của những doanh nghiệp thành viên của Vinatex. Dựa trên dự phóng kết quả kinh doanh của công ty Mẹ và những yếu tố đã đề cập, chúng tôi ước tính lợi nhuận của Vinatex năm 2014 sẽ tăng trưởng đáng kể lên 341 tỷ đồng (+72% so với 2013), tương ứng với mức lãi trên mỗi cổ phiếu hợp nhất là 682 đồng/CP so với mức 462 đồng/CP trong năm 2013.

### Lợi nhuận ròng hợp nhất dự phóng của Vinatex 2014

Tên đơn vị	Đóng góp vào Lợi nhuận ròng 2013 (tỷ đồng)	Đóng góp vào Lợi nhuận ròng 2014F (tỷ đồng)
Công ty Mẹ - Vinatex	234	356
TCT May Việt Tiến	116	130
TCT Phong Phú	111	90
TCT dệt may Hòa Thọ	46	40
4 công ty con	(36)	(25)
Khác	(273)	(250)
<b>Tổng cộng (Vinatex)</b>	<b>198</b>	<b>341</b>

Nguồn: VPBS

## Định giá

Để định giá Vinatex, chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/E và P/B bởi vì chúng tôi cho rằng lượng thông tin vẫn chưa thật sự đầy đủ để xây dựng mô hình định giá DCF cho Vinatex. Theo đó, chúng tôi có được mức giá mục tiêu cho Vinatex là 11.300 đồng/CP với việc phân bổ tỉ lệ cân bằng giữa hai phương pháp. Chúng tôi nghĩ rằng đây là mức giá tương đối hợp lý cho Vinatex trong tình hình tiến trình tái cấu trúc của Tập vẫn chưa được hoàn thiện và kế hoạch dự tính sẽ lên sàn trong vòng ba năm sắp tới.

### So sánh với các công ty trong ngành

Chúng tôi lựa chọn những công ty trong cùng ngành, bao gồm cả những công ty trong khu vực và nội địa đang hoạt động trong lĩnh vực dệt may như Vinatex. Chúng tôi cũng loại bỏ những công ty có những chỉ số quá chênh lệch và giữ lại 14 công ty để so sánh.

Việc sử dụng chỉ số P/B và P/E thuần khó có thể đưa ra một mức giá chính xác do các doanh nghiệp so sánh đang hoạt động trong những thị trường khác nhau có lợi suất phi rủi ro cũng như tình hình thị trường vĩ mô khác nhau. Nhằm giúp định giá chính xác hơn, chúng tôi đánh giá thông qua chỉ số P/E và P/B tương đối để đưa đến mức giá mục tiêu là 10.524 đồng/CP theo phương pháp P/E và 12.154 đồng/CP theo phương pháp P/B.

Tên Công ty	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	P/E	P/B	P/E Thị trường	P/B Thị trường	Quốc gia	P/E tương đối	P/B tương đối
Công ty TNHH May Zhejiang Giuseppe	373,1	35,24	2,37	33,11	2,97	Trung Quốc	1,06	0,80
Dalian Dayang Trands Share Co., Ltd.	304,8	34,89	1,84	33,11	2,97	Trung Quốc	1,05	0,62
Công ty TNHH May Zhejiang Baoxiniao	740,2	32,45	1,70	33,11	2,97	Trung Quốc	0,98	0,57
Tập đoàn Silverman	103,2	26,42	1,05	33,11	2,97	Trung Quốc	0,80	0,36
Công ty TNHH Dệt Loyal	24,1	29,02	1,32	19,16	2,97	Ấn Độ	1,51	0,44
Công ty TNHH Bhartiya International	66,5	27,51	2,55	19,16	2,97	Ấn Độ	1,44	0,86
Công ty TNHH Hóa chất Fionetex	26,5	26,77	3,09	19,16	2,97	Ấn Độ	1,40	1,04
Công ty TNHH Cộng đồng Thanulux	103,8	16,13	1,03	18,15	2,25	Thái Lan	0,89	0,46
Công ty TNHH Cộng đồng Saha-Union	397,4	13,80	0,74	18,15	2,25	Thái Lan	0,76	0,33
CTCP Dệt May miền Bắc	3,7	22,26	1,17	16,51	2,18	Việt Nam	1,35	0,54
CTCP Mirae	14,6	13,18	0,68	16,51	2,18	Việt Nam	0,80	0,31
CTCP Dệt May và Đầu tư Thành Công	78,3	10,81	2,21	16,51	2,18	Việt Nam	0,65	1,01
CTCP Everpia Việt Nam	32,6	8,77	0,86	16,51	2,18	Việt Nam	0,53	0,39
CTCT Dệt May Huế	10,6	7,27	2,05	16,51	2,18	Việt Nam	0,44	0,94
<b>Giá trị trung vị</b>							<b>0,93</b>	<b>0,55</b>
<b>P/E và P/B Mục tiêu</b>							<b>15,43</b>	<b>1,21</b>
<b>Giá theo phương pháp</b>							<b>10.524</b>	<b>12.154</b>
<b>Giá Mục tiêu</b>							<b>11.339</b>	
<i>Nguồn: Bloomberg, VPBS</i>								

## PHỤ LỤC

### Dự án đầu tư của Vinatex sau IPO

Tên dự án	Thời gian thực hiện	Quy mô (tấn/ năm)	Vốn đầu tư	Vốn CSH	Vốn vay	Kế hoạch vốn CSH				Kế hoạch vốn vay			
						2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
<b>Ngành sợi</b>			<b>3.4</b>	<b>1.336</b>	<b>2.064</b>	<b>501</b>	<b>254</b>	<b>228</b>	<b>353</b>	<b>831</b>	<b>383</b>	<b>418</b>	<b>431</b>
Dự án sợi Phú Hưng	GD1: 2013-2014 GD2: 2016-2017	8.8	480 220	179 77	301 143	179			77	301			143
Dự án sợi Nam Định	GD1: 2014-2015 GD2: 2016-2017	8.8	240 240	96 96	144 144	96			96	144			144
Dự án sợi Phú Cường	GD1: 2014-2015 GD2: 2016-2017	8.8	240 240	96 96	144 144	96			96	144			144
Dự án sợi Quế Sơn	2016-2017	6.6	360	144	216			60	84			216	
Dự án sợi Đồng Văn 2	2014-2015	7.92	410	164	246	80	84			149	97		
Dự án Nhà máy sợi	2015-2016	7.92	410	164	246		80	84			149	97	
Dự án sợi Yên Mỹ	2014-2015	-	200	80	120	50	30			93	27		
Dự án sợi Khoái Châu	2015-2016	6.6	360	144	216		60	84			110	105	
<b>Dệt Nhuộm</b>			<b>6.071</b>	<b>2.249</b>	<b>3.822</b>	<b>120</b>	<b>670</b>	<b>912</b>	<b>547</b>	<b>261</b>	<b>1.282</b>	<b>1.435</b>	<b>844</b>
Dự án N/m xơ Viscose	2014-2017	30	2.386	835	1.551		200	310	325		371	576	604
N/m sản xuất nhóm sản phẩm Dệt len lông cừu	2014-2017	1.884	1.2	420	780		100	200	120		186	371	223
Dự án sản xuất vải yamdyed phía Nam	2014-2015	6 triệu m <sup>2</sup> /năm	275	110	165	30	40	40		56	74	35	
Dự án sản xuất vải yamdyed Nam Định	2015-2016	6 triệu m <sup>2</sup> /năm	250	100	150		20	40	40	37	74	39	
N/m dệt nhuộm vải thời	2014-2017	2.5	680	272	408	50	80	80	62	93	149	149	17
N/m dệt vải mộc, vải dệt kim	2014-2016	4	160	64	96	10	30	24		19	56	21	
N/m dệt kim và nhuộm	2014-2016	4	220	88	132	10	50	28		19	93	20	
N/m dệt nhuộm vải dệt kim	2014-2016	6	600	240	360	20	100	120		37	186	137	
Mở rộng nhà máy Dopimex	2015-2016	3	300	120	180		50	70			93	87	
<b>Ngành May</b>			<b>1.1</b>	<b>440</b>	<b>660</b>	<b>80</b>	<b>160</b>	<b>200</b>	<b>-</b>	<b>149</b>	<b>297</b>	<b>214</b>	<b>-</b>
300 chuyền may miền Trung	2014-2016		400	160	240	30	60	70		56	111	73	
300 chuyền may miền Bắc	2014-2016		700	280	420	50	100	130		93	186	141	
<b>Nguyên liệu</b>			<b>1.01</b>	<b>410</b>	<b>600</b>	<b>120</b>	<b>226</b>	<b>64</b>	<b>-</b>	<b>224</b>	<b>313</b>	<b>63</b>	<b>-</b>
Dự án bông trang trại	2014-2015		200	80	120	30	50			56	64		
Dự án bông trang trại	2014-2015		200	80	120	30	50			56	64		
Dự án bông trang trại	2014-2015		200	80	120	30	50			56	64		
Dự án cây bạch đàn	2014-2015		140	56	84	30	26			56	28		
Dự án cây bạch đàn	2015-2016		110	50	60		20	30			37	23	
Dự án cây bạch đàn	2015-2016		160	64	96		30	34			56	40	
<b>Tổng cộng</b>			<b>11.581</b>	<b>4.435</b>	<b>7.146</b>	<b>821</b>	<b>1.31</b>	<b>1.404</b>	<b>900</b>	<b>1.465</b>	<b>2.275</b>	<b>2.13</b>	<b>1.275</b>

Nguồn: Vinatex



<b>Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Tổng doanh thu thuần</b>	<b>14.023</b>	<b>16.722</b>	<b>19.628</b>	<b>12.431</b>	<b>10.954</b>
<i>Tăng trưởng</i>	14%	19%	17%	-37%	-12%
<b>Giá vốn bán hàng</b>					
Chi phí khấu hao trong giá vốn	656	648	610	419	380
Giá vốn bán hàng trên báo cáo	12.414	14.357	17.277	10.930	9.619
Trừ: chi phí khấu hao trong giá vốn	<u>656</u>	<u>648</u>	<u>610</u>	<u>419</u>	<u>380</u>
<b>Giá vốn bán hàng</b>	<b>11.758</b>	<b>13.709</b>	<b>16.666</b>	<b>10.511</b>	<b>9.239</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.265</b>	<b>3.013</b>	<b>2.962</b>	<b>1.919</b>	<b>1.715</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	16%	18%	15%	15%	16%
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>553</b>	<b>717</b>	<b>694</b>	<b>576</b>	<b>593</b>
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	<b>682</b>	<b>890</b>	<b>1.030</b>	<b>642</b>	<b>622</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.029</b>	<b>1.406</b>	<b>1.238</b>	<b>701</b>	<b>500</b>
<i>Biên EBITDA</i>	7%	8%	6%	6%	5%
Khấu hao	<u>656</u>	<u>648</u>	<u>610</u>	<u>419</u>	<u>380</u>
<b>EBIT</b>	<b>373</b>	<b>758</b>	<b>627</b>	<b>283</b>	<b>120</b>
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>465</b>	<b>990</b>	<b>671</b>	<b>591</b>	<b>210</b>
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>494</b>	<b>909</b>	<b>1.086</b>	<b>463</b>	<b>300</b>
Chi phí lãi vay	275	363	522	373	240
Lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá	142	194	236	20	30
Chi phí khác	<u>77</u>	<u>352</u>	<u>327</u>	<u>70</u>	<u>30</u>
<b>Lợi nhuận/Lỗ ròng từ hoạt động tài chính</b>	<b>(29,0)</b>	<b>81,9</b>	<b>(414,5)</b>	<b>127,6</b>	<b>(90,7)</b>
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>336</b>	<b>128</b>	<b>676</b>	<b>105</b>	<b>76</b>
Doanh thu khác	793	218	1.615	193	219
Chi phí khác	457	91	938	87	143
<b>Lợi nhuận từ công ty liên kết</b>	<b>87</b>	<b>9</b>	<b>75</b>	<b>326</b>	<b>227</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>768</b>	<b>976</b>	<b>964</b>	<b>841</b>	<b>333</b>
Chi phí thuế thu nhập hiện hành	125	169	173	94	60
Chi phí thuế thu nhập hoãn lại	5	(11)	(41)	17	(1)
<i>Tỷ suất thuế</i>	<u>16%</u>	<u>17%</u>	<u>18%</u>	<u>11%</u>	<u>18%</u>
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>638</b>	<b>819</b>	<b>833</b>	<b>730</b>	<b>274</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	249	370	347	230	76
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>389</b>	<b>448</b>	<b>485</b>	<b>500</b>	<b>198</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	3%	3%	2%	4%	2%
<b>Số lượng cổ phiếu trung bình (triệu CP)</b>	<b>326.8</b>	<b>340</b>	<b>340</b>	<b>430</b>	<b>428.6</b>
EPS (đồng)	1.953	2.408	1.428	1.163	638

<b>Cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>					
Tiền và các khoản tương đương tiền	783	1.450	1.285	891	1.299
Đầu tư ngắn hạn	471	520	560	286	203
Các khoản phải thu	2.784	3.119	2.892	2.699	2.218
<i>Trong đó: Phải thu của Khách hàng</i>	<i>1.854</i>	<i>1.838</i>	<i>1.703</i>	<i>1.345</i>	<i>1.169</i>
Hàng tồn kho	2.161	2.957	2.235	1.613	1.762
Tài sản ngắn hạn khác	<u>277</u>	<u>895</u>	<u>345</u>	<u>258</u>	<u>265</u>
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.476</b>	<b>8.943</b>	<b>7.317</b>	<b>5.746</b>	<b>5.747</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>					
Phải thu dài hạn	184	107	51	13	47
Tài sản cố định	4.399	4.214	4.000	2.839	3.534
Tài sản cố định ròng	3.801	3.491	3.036	2.114	2.742
Nguyên giá tài sản cố định	8.399	8.435	7.208	5.327	6.173
Giá trị hao mòn lũy kế	(4.598)	(4.945)	(4.172)	(3.213)	(3.431)
Tài sản cố định cho thuê	1	0	3	2	10
Tài sản vô hình	153	167	151	260	244
Xây dựng dở dang	444	557	811	463	538
Đầu tư BĐS	35	26	22	42	32
Đầu tư dài hạn	2.037	2.325	2.367	2.193	2.093
Tài sản dài hạn khác	<u>213</u>	<u>269</u>	<u>362</u>	<u>332</u>	<u>364</u>
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>6.869</b>	<b>6.942</b>	<b>6.803</b>	<b>5.419</b>	<b>6.070</b>
<b>Lợi thế thương mại</b>	<b>=</b>	<b>=</b>	<b>=</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b><u>13.345</u></b>	<b><u>15.885</u></b>	<b><u>14.121</u></b>	<b><u>11.179</u></b>	<b><u>11.830</u></b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>					
Các khoản phải trả	1.229	1.367	1.155	1.026	1.047
<i>Số ngày phải trả</i>	<i>38</i>	<i>36</i>	<i>25</i>	<i>36</i>	<i>41</i>
Chi phí phải trả	58	70	146	183	278
Nợ vay ngắn hạn	2.790	3.960	3.470	2.398	2.362
Nợ ngắn hạn khác	<u>1.661</u>	<u>2.014</u>	<u>1.222</u>	<u>826</u>	<u>845</u>
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5.737</b>	<b>7.412</b>	<b>5.994</b>	<b>4.433</b>	<b>4.532</b>
<b>Nợ dài hạn</b>					
Nợ vay dài hạn	2.014	1.650	1.595	890	1.278
Nợ dài hạn khác	<u>240</u>	<u>798</u>	<u>430</u>	<u>342</u>	<u>339</u>
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b><u>2.254</u></b>	<b><u>2.448</u></b>	<b><u>2.025</u></b>	<b><u>1.231</u></b>	<b><u>1.617</u></b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>7.991</b>	<b>9.859</b>	<b>8.019</b>	<b>5.664</b>	<b>6.149</b>
<b>Vốn CSH</b>					
Vốn góp của CSH	3.268	3.400	3.400	4.300	4.286
Vốn khác	4	19	27	(352)	(352)
Lợi nhuận chưa phân phối	428	203	407	501	355
Các quỹ khác	<u>395</u>	<u>729</u>	<u>938</u>	<u>414</u>	<u>675</u>
<b>Tổng Vốn CSH</b>	<b>4.094</b>	<b>4.352</b>	<b>4.773</b>	<b>4.863</b>	<b>4.964</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<u>1.260</u>	<u>1.674</u>	<u>1.329</u>	<u>652</u>	<u>717</u>
<b>TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH</b>	<b><u>13.345</u></b>	<b><u>15.885</u></b>	<b><u>14.121</u></b>	<b><u>11.179</u></b>	<b><u>11.830</u></b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Lợi nhuận ròng	389	448	485	500	198
Chi phí khấu hao	656	648	610	419	147
Thay đổi trong vốn lưu động	264	(742)	104	(931)	206
Các khoản điều chỉnh khác	<u>(135)</u>	<u>(85)</u>	<u>390</u>	<u>(538)</u>	<u>(100)</u>
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.174</b>	<b>269</b>	<b>1.590</b>	<b>(550)</b>	<b>451</b>
Thanh lý tài sản cố định	105	49	155	32	69
(Tăng)/Giảm đầu tư	(723)	(386)	(483)	(218)	238
Tiền mua tài sản cố định	(832)	(913)	(1.401)	(849)	(1.170)
Các hoạt động đầu tư khác	<u>231</u>	<u>417</u>	<u>126</u>	<u>423</u>	<u>297</u>
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(1.219)</b>	<b>(833)</b>	<b>(1.602)</b>	<b>(613)</b>	<b>(566)</b>
(Tiền trả cổ tức)	(76)	(128)	(218)	(130)	(52)
Tăng (giảm) nợ vay ngắn và dài hạn	-119	990	55	890	519
Tăng (giảm) tiền thu từ việc bán CP	264	369	10	9	57
Các hoạt động tài chính khác	<u>66</u>				
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>135</b>	<b>1.231</b>	<b>(152)</b>	<b>769</b>	<b>523</b>
Tiền tồn đầu kì	693	783	1.450	1.285	891
Lưu chuyển tiền trong kì	<u>90</u>	<u>668</u>	<u>(165)</u>	<u>(394)</u>	<u>409</u>
Tiền tồn cuối kì	<b><u>783</u></b>	<b><u>1.450</u></b>	<b><u>1.285</u></b>	<b><u>891</u></b>	<b><u>1.299</u></b>

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Tăng trưởng</b>					
Tài sản cố định	8,4%	19,0%	-11,1%	-20,8%	5,8%
Vốn CSH	15,2%	6,3%	9,7%	1,9%	2,1%
LNST	81,5%	28,3%	1,7%	-12,3%	-62,5%
Doanh thu	14,3%	19,2%	17,4%	-36,7%	-11,9%
<b>Chỉ số sinh lời</b>					
ROA	2,91%	3,07%	3,24%	3,95%	1,72%
ROE	16,69%	19,39%	18,25%	15,16%	5,57%
Biên lợi nhuận ròng	4,55%	4,90%	4,24%	5,88%	2,50%
Biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	2,66%	4,53%	3,20%	2,27%	1,10%
Biên lợi nhuận gộp	11,47%	14,14%	11,98%	12,07%	12,19%
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ vay dài hạn/Vốn CSH	0,49	0,38	0,33	0,18	0,26
Tỉ lệ nợ	0,36	0,35	0,36	0,29	0,31
Nợ/Vốn CSH	1,95	2,27	1,68	1,16	1,24
Tài sản cố định/tổng tài sản	0,33	0,27	0,28	0,25	0,30
Hệ số nợ	3,36	3,46	3,29	2,63	2,34
Tổng nợ vay/Vốn CSH	1,17	1,29	1,06	0,68	0,73
<b>Chỉ số hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay hàng tồn kho	5,74	5,61	6,65	5,68	5,70
Vòng quay khoản phải thu	8,12	9,06	11,09	8,16	8,72
Vòng quay khoản phải trả	9,57	10,56	13,21	9,64	8,92
Vòng quay tổng tài sản	1,09	1,14	1,31	0,98	0,95
<b>Chỉ số thanh khoản</b>					
Vốn lưu động	739	1.531	1.323	1.313	1.215
Vốn lưu động/Tổng tài sản	6%	10%	9%	12%	10%
Hệ số thanh toán hiện tại (x)	1,13	1,21	1,22	1,30	1,27
Hệ số thanh toán nhanh (x)	0,70	0,69	0,79	0,87	0,82
Hệ số thanh toán bằng tiền	0,22	0,27	0,31	0,27	0,33
<b>DUPONT</b>					
Biên lợi nhuận ròng	5%	5%	4%	6%	2%
Vòng quay vốn tài sản	1,09	1,14	1,31	0,98	0,95
Hệ số nợ	3,36	3,46	3,29	2,63	2,34

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích

[barryw@vpbs.com.vn](mailto:barryw@vpbs.com.vn)

### Lê Mai Thùy Linh

Giám đốc – Phân tích cơ bản

[linhlmt@vpbs.com.vn](mailto:linhlmt@vpbs.com.vn)

### Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích cấp cao

[bant@vpbs.com.vn](mailto:bant@vpbs.com.vn)

### Phạm Duy Mẫn

Trợ lý phân tích – Thực tập sinh

[manpd@vpbs.com.vn](mailto:manpd@vpbs.com.vn)

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

### Marc Djandji, CFA

Trưởng phòng Môi giới Khách hàng tổ chức

[marcdjandji@vpbs.com.vn](mailto:marcdjandji@vpbs.com.vn)

+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Đức Dũng

Trưởng phòng Môi giới Khách hàng Cá nhân

[dungld@vpbs.com.vn](mailto:dungld@vpbs.com.vn)

+844 3974 3655 Ext: 335

### Domalux

Giám đốc Môi giới, chi nhánh Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

[domalux@vpbs.com.vn](mailto:domalux@vpbs.com.vn)

+848 6296 4210 Ext: 128

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới, chi nhánh Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

[phuongvv@vpbs.com.vn](mailto:phuongvv@vpbs.com.vn)

+848 6296 4210 Ext: 130

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới, Chi nhánh Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

[vinhnd@vpbs.com.vn](mailto:vinhnd@vpbs.com.vn)

+848 3823 8608 Ext: 146

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới, Chi nhánh Láng Hạ

Hà Nội

[vinhtd@vpbs.com.vn](mailto:vinhtd@vpbs.com.vn)

+844 3835 6688 Ext: 369



#### Hội sở tại Hà Nội

362 Phố Huế,  
Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

#### Chi nhánh TPHCM

76 Lê Lai,  
Q.1, TP.HCM  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

#### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Q.Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418



## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thụ phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.