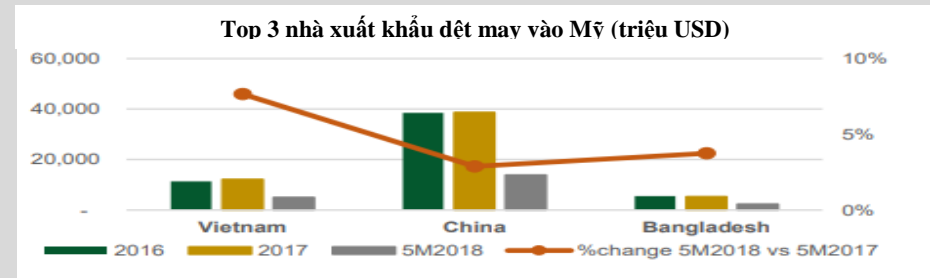


**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- **Ngành dệt may triển vọng khả quan do (1) Xuất khẩu dệt may 'bứt phá' trong nửa đầu năm 2018** tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may nước ta ghi nhận tích cực khi tăng 17% so với cùng kỳ, đạt 16,5 tỷ USD. Trong đó, tốc độ tăng trưởng của những thị trường xuất khẩu trọng điểm như Mỹ, EU, Hàn Quốc, Trung Quốc và các nước khối hiệp định CPTPP như Úc, Canada, Nhật Bản... đều tăng trưởng tích cực (2) **Đang hưởng lợi từ chiến tranh thương mại** chiến tranh thương mại Trung – Mỹ được xem là cơ hội lớn cho ngành dệt may khi Mỹ đang có xu hướng chuyển dần đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam, khiến thị phần nhập khẩu hàng dệt may từ Trung Quốc giảm từ 42% xuống chỉ còn 36%, đồng thời nâng thị phần hàng từ Việt Nam ở mức 13% lên 14% trong 5 tháng đầu năm. (3) **Tỷ giá tăng hỗ trợ xuất khẩu** tỷ giá USD tăng mạnh 2,6% từ đầu năm đến nay cũng giúp cho các doanh nghiệp dệt may xuất khẩu hưởng lợi (4) **Các FTA thế hệ mới giúp mở toang cánh cửa thị trường nhập khẩu dệt may** Hiệp định thương mại giữ Việt Nam với Liên minh Kinh tế Á-Âu (EAEU), với Hàn Quốc (VKFTA) đã có hiệu lực. Hiệp định thương mại Việt Nam – EU cũng sẽ được ký kết trong thời gian tới. Trong khi đó hiệp định CPTTP đã được ký kết và dự kiến có hiệu lực đầu 2019 giúp dệt may Việt Nam tăng xuất khẩu khoảng 300-500 triệu USD (**riêng VGT có thể xuất khẩu thêm 50 triệu USD/năm, tương đương thêm 6,6% tổng doanh thu 2017**).
- **Chuỗi giá trị hoàn chỉnh** Vinatex có đầy đủ các thành phần cần thiết để tạo thành chuỗi giá trị hoàn chỉnh bao gồm kéo sợi, dệt - nhuộm vải, may và khâu nghiên cứu đào tạo, làm nền tảng để Tập đoàn tiến từ gia công thuần túy CMT lên sản xuất xuất khẩu ODM. **Đây cũng là điều kiện cơ bản để hưởng thuế suất ưu đãi theo các hiệp định tự do thương mại cũng như tự chủ cao trong sản xuất.**
- **Sở hữu quỹ đất lớn và giá trị** Giống như các doanh nghiệp Nhà Nước khác, Vinatex sở hữu rất nhiều quyền sử dụng đất có giá trị cao bắt nguồn từ các nhà máy, nhà xưởng và văn phòng làm việc cũ, đặc biệt là một số miếng đất vàng có diện tích lớn tại Hà Nội. Chúng tôi cho rằng đây có thể là lý do chính giải thích vì sao trong danh sách cổ đông lớn của Vinatex có tên của Tập đoàn Vingroup. Vinatex đang được giao quản lý và sử dụng quỹ đất 490,000 m2, trong đó hơn 16% tỷ trọng tập trung tại thủ đô Hà Nội, tương đương 81,875 m2; tại TPHCM hơn 3,742 m2 và con số tại thành phố Đà Nẵng là 26,955 m2. Ngoài ra, hơn 378,428 m2 còn lại rải rác tại các tỉnh thành trên cả nước như Hưng Yên, Hải Phòng, Long An, Quảng Ngãi...
- **Triển vọng thoái vốn nhà nước** Theo kế hoạch thoái vốn trong năm 2018 Bộ Công Thương sẽ thoái 53,48% Tập đoàn Dệt may Việt Nam. Tuy theo Quyết định số 1232/QĐ-TTg ngày 17/08/2017 của Thủ tướng Chính phủ thì Tập đoàn Dệt May Việt Nam sẽ được chuyển về Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) quản lý và thực hiện thoái vốn Nhà nước trong năm 2018. Mới đây Bộ Tài chính vừa ban hành thông tư hướng dẫn cụ thể về cơ chế quản lý, đầu tư thoái vốn Nhà nước tại doanh nghiệp tạo khung pháp lý cụ thể để triển khai hoạt động bán vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp việc thoái vốn tại VGT diễn ra nhanh hơn, qua đó tạo bước thay đổi mạnh về quản trị doanh nghiệp cũng như định giá doanh nghiệp.



**Lợi nhuận tăng mạnh** VGT công bố báo cáo tài chính hợp nhất Q2/2018 với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ. Cụ thể, doanh thu thuần đạt 4.986 tỷ đồng (+16,7% yoy) và LNST đạt 302,28 tỷ đồng (+59% yoy). Lũy kế 6T/2018 VGT đạt doanh thu thuần là 9.386 tỷ đồng (+13% yoy) và LNST 480,7 tỷ đồng (+58,4% yoy).

**ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

- Chúng tôi dự phóng cả năm 2018 đạt 21.234 tỷ đồng doanh thu (+15% yoy) và LNST 993 tỷ đồng (+45% yoy). Trong đó LNST của cổ đông công ty mẹ (sau khi trừ cho cổ đông không kiểm soát) là 516 tỷ đồng, khi đó EPS 2018 dự phóng tương ứng 1.032 đồng/cp. Giá hợp lý năm 2018 của cổ phiếu là 14.400 đồng/cp. Tuy nhiên việc định giá này chỉ mang tính chất tham khảo khi yếu tố thoái vốn Nhà nước đang chi phối giá cổ phiếu ở thời điểm hiện tại (khi bên mua có thể ghìm giá trên sàn để có thể mua rẻ tài sản Nhà nước).

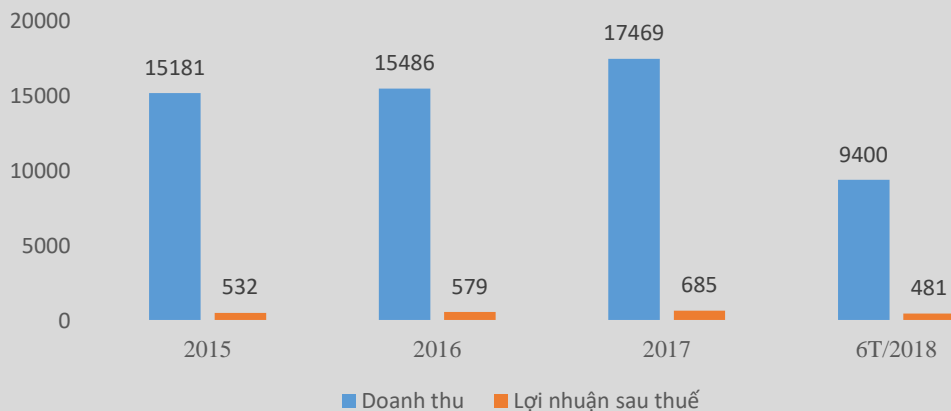
Phương pháp	Định giá	Trọng số	Giá trị
WACC	20.500,00	0,4	8.200
P/E	6.367,44	0,3	1.910
P/B	14.160,38	0,3	4.248
Tổng hợp			14.358

Chiến lược giao dịch	
Giá ngày 30/08/2018	9.800
Giá mua	9.000-10.000
Giá mục tiêu ngắn hạn	12.000
Giá mục tiêu 6 đến 12 tháng	14.000
Giá cắt lỗ cho nhà đầu tư ngắn hạn	8.000

**RỦI RO**

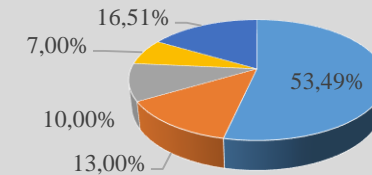
- **Chính sách thất thường của Mỹ** Nước Mỹ dưới thời Tổng thống Trump luôn tiềm ẩn những chính sách đối ngoại bất ngờ và khó dự đoán. Đề thực hiện cam kết tranh cử là giảm nhập siêu, ông Trump đã hướng mũi nhọn vào các nước xuất siêu lớn vào nước này và gây ra cuộc chiến tranh thương mại toàn diện bằng cách áp thuế nhập khẩu cao với Trung Quốc, EU, Canada... Việt Nam hiện là 1 trong 12 nước xuất siêu lớn nhất vào Mỹ cũng đứng trước nguy cơ tương tự.
- **Hiệu quả hoạt động của Vinatex còn kém hơn rất nhiều so với mức trung bình ngành** Dù là doanh nghiệp đầu ngành nhưng hầu hết các chỉ số của VGT đều khá xấu, đặc biệt là ROA và ROE chỉ đạt lần lượt 2,14% và 5,78% (trung bình ngành là 7% và 19%). Nguyên nhân do: (i) bộ máy quản lý cồng kềnh, đặc biệt ở công ty mẹ khiến cho biên hoạt động và biên ròng thấp. chi phí quản lý doanh nghiệp năm 2017 của VGT ở mức 870 tỷ đồng, chiếm tới 55% lợi nhuận gộp (ii) khả năng tạo ra doanh thu trên tổng tài sản chưa cao do Tập đoàn đầu tư dàn trải ở nhiều dự án tại mọi công đoạn trên chuỗi giá trị dệt may nên hiệu quả ở một số năm đầu còn thấp. **Tuy nhiên những điều này sẽ được khắc phục khi công ty hoàn tất thoái vốn Nhà nước, và các dự án lớn khấu hao đủ.**
- **Rủi ro vay nợ lớn và sử dụng tài sản sai mục đích** Hiện VGT đang duy trì mức công nợ rất lớn với hệ số nợ tính đến Q2/2018 là 1,77 chỉ thấp hơn một chút so với trung bình ngành là 1,96. Chi phí lãi vay luôn duy trì mức cao khoảng 22% lợi nhuận gộp (BCTC 2017) và có dấu hiệu tăng lên khi 6T/2018 khoản mục này là 220 tỷ đồng (+23% yoy). Ngoài ra với đặc thù doanh nghiệp Nhà nước quản trị kém minh bạch nên tình trạng thất thoát tài sản có thể xảy ra khi VGT có khoản dự phòng phải thu (ngắn và dài hạn) tới 427 tỷ đồng (TTM Q2/2018) hoàn toàn có khả năng không thu hồi được.

Doanh thu và LNST của VGT (tỷ đồng)



**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Hiện VGT vẫn là doanh nghiệp Nhà nước với việc Bộ Công thương đang nắm cổ phần chi phối, tuy nhiên điều này sẽ thay đổi khi Nhà nước hoàn tất thoái vốn. Đáng chú ý công ty có 2 cổ đông chiến lược nắm giữ cổ phần lớn: (1) Itochu - một tập đoàn thương mại đa ngành trong đó có dệt may. Đầu năm 2017, Itochu đã từng thỏa thuận với Vinatex được ký kết nhằm phát triển chuỗi cung ứng ngành dệt may, từ xơ, sợi, vải đến may, phân phối bán lẻ. Trước đó từ năm 2015, Itochu đã hợp tác với Doximex, một thành viên của Vinatex trong hoạt động dệt-nhuộm hoàn tất và nguyên phụ liệu. (2) Vingroup – đơn vị phát triển bất động sản đứng đầu Việt Nam có khả năng khai thác tốt quỹ đất vàng hiện có của VGT.



- Bộ Công thương
- Tập đoàn Vingroup
- Cổ đông khác
- Itochu Textile Prominent (ASIA) Limited
- CTCP Đầu tư Phát triển VNTEX

**PHÂN TÍCH KỸ THUẬT**

Giai đoạn đầu năm 2018 cổ phiếu này có nhịp bứt phá mạnh tạo đỉnh tại 19.7 trước khi sụt giảm mạnh tạo đáy tại mức 8.4. Đáng chú ý đà rơi của cổ phiếu này có phần quá đà khi xuyên thủng cả vùng đỡ nền hỗ trợ mạnh 11-12. Hiện VGT vẫn đang giao dịch trong vùng tích lũy biên độ 8.7-10.4 với thanh khoản có dấu hiệu cải thiện, tuy nhiên áp lực bán của khối ngoại gia tăng mạnh khi giá cổ phiếu trên 10. Trong trường hợp hấp thụ tốt lực bán thì cổ phiếu này sẽ test ngưỡng kháng cự quan trọng 12 trước khi hình thành xu hướng tăng giá mạnh hơn.



SO SÁNH VGT VỚI NGÀNH										
Chỉ số (TTM)	VGT	ADS	GMC	STK	TCM	TNG	TVT	TET	VGG	TB
<b>Sàn</b>	UPCOM	HOSE	HOSE	HOSE	HOSE	HNX	HOSE	HNX	UPCOM	-
<b>Doanh số</b>	4.995,73	451,68	500,47	603,35	800,00	887,31	603,80	9,82	2.752,15	-
<b>Lãi(lỗ) thuần sau thuế</b>	302,29	24,20	32,44	44,31	67,69	45,38	29,72	4,83	126,66	-
<b>Giá trị sổ sách/CP</b>	12.202	15.612	20.094	13.599	20.743	16.561	29.456	15.535	35.046	19.872
<b>EPS cơ bản</b>	913	3.715	4.672	2.223	3.499	2.850	4.422	2.951	9.475	3.858
<b>Tổng công nợ/Vốn CSH</b>	1,77	2,90	2,59	1,58	1,71	3,21	1,43	0,08	1,96	1,91
<b>ROE%</b>	5,78%	20,90%	23,87%	16,89%	17,45%	21,94%	13,25%	19,20%	27,41%	19%
<b>ROA%</b>	2,14%	5,14%	7,45%	6,56%	6,24%	5,70%	5,71%	18,04%	9,54%	7%
<b>Tỷ suất EBITDA</b>	5,37%	9,41%	6,78%	14,40%	11,19%	11,59%	10,30%	52,52%	5,20%	14%
<b>Vốn hóa thị trường</b>	5.000,00	380,22	424,87	818,15	1.136,72	567,41	410,55	147,71	2.213,82	-
<b>P/E</b>	10,95	4,01	5,86	6,14	6,00	4,04	4,42	8,78	5,30	6,17
<b>P/B</b>	0,82	0,95	1,36	1,00	1,01	0,69	0,66	1,67	1,43	1,07

MỘT SỐ SỞ HỮU ĐẤT CỦA VINATEX			
Tỉnh /thành phố	Địa chỉ	Diện tích (m2)	Tình trạng sử dụng
<b>Hà Nội</b>	Số 27, Bà Triệu, Hoàn Kiếm	27,7	Thuê nhà, đất trả tiền hàng năm
	83B, Lý Thường Kiệt	68,7	
	151, Thụy Khuê	128,1	Thuê dài hạn với công ty Ever Fortune
	Số 57B, Phan Chu Trinh, Hoàn Kiếm	155,2	Thuê nhà, đất trả tiền hàng năm
	Số 2, Lê Thánh Tông, Hoàn Kiếm	236,7	Thuê nhà, đất trả tiền hàng năm
	Số 32, Tràng Tiền, Hoàn Kiếm	677,7	Thuê đất trả tiền hàng năm
	Số 25, Bà Triệu, Hoàn Kiếm	995,0	Thuê đất trả tiền hàng năm
	Số 250, Minh Khai, Hai Bà Trưng	2.265,0	Nhà xưởng và văn phòng
	Số 28, ngõ 53, Đức Giang, Long Biên	5.752,2	Sử dụng làm văn phòng làm việc và xưởng sản xuất
	Số 67, Ngõ Thi Nhậm, Hoàn Kiếm	14.743,9	Thuê đất trả tiền hàng năm
<b>Hồ Chí Minh</b>	Số 524, Minh Khai, Hai Bà Trưng	22.355,9	Nhà xưởng và văn phòng
	XN Sợi Phú Xuyên	28.229,0	Thuê đất trả tiền hàng năm
	Số 10, Nguyễn Huệ, Bến Nghé, Quận 1	488,0	Thuê đất trả tiền hàng năm
	Số 39-41-43, Bến Chương Dương, NTB, Quận 1	926,0	Thuê đất trả tiền một lần
<b>Hải Phòng</b>	Lô 1009, P 19, Q Tân Bình	2.292,0	Thuê đất trả tiền một lần
	KCN Tân Liên, Vĩnh Bảo	42.508,0	Nhà xưởng và văn phòng
<b>Hưng Yên</b>	KCN May Phố Nối, Yên Mỹ	4.854,0	Nhà xưởng và văn phòng
	KCN May Phố Nối, Yên Mỹ	11.648,0	Nhà xưởng và văn phòng
	KCN May Phố Nối, Yên Mỹ	27.000,0	Nhà xưởng và văn phòng
	XN Dệt Km6+200, Yên Mỹ	42.657,0	Nhà xưởng và văn phòng
	Xã Tân Dân, Khoái Châu	66.095,0	Nhà xưởng và văn phòng
<b>Long An</b>	Xã Tân Dân, Khoái Châu	89.862,0	Nhà xưởng và văn phòng
	KCN Xuyên Á, Mỹ Hạnh Nam, Đức Hòa	70.015,0	Nhà xưởng và văn phòng

NĂNG LỰC SẢN XUẤT ĐẦU NGÀNH CỦA VINATEX		
Nhà máy sợi	Nhà máy Dệt - Nhuộm	Nhà máy May
12 đơn vị lớn với trên 87 vạn cọc sợi, công suất 137 nghìn tấn/năm	5 đơn vị lớn sản xuất vải dệt kim công suất 18 nghìn tấn/năm	22 công ty với 1,700 dây chuyền may công suất 300 triệu sản phẩm/năm

Nguồn: Vinatex, VFS tổng hợp

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETFIRST

Hệ thống khuyến nghị của VFS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

### THÔNG TIN LIÊN HỆ

#### Nguyễn Thị Thu Hằng

Trưởng phòng Nghiên cứu Phân tích

[hang.nguyen@vfs.com.vn](mailto:hang.nguyen@vfs.com.vn)

#### Nguyễn Văn Thanh

Chuyên viên Phân tích

[thanh.nguyenvan@vfs.com.vn](mailto:thanh.nguyenvan@vfs.com.vn)

#### Nguyễn Thế Việt

Chuyên viên Phân tích

[viet.nguyen@vfs.com.vn](mailto:viet.nguyen@vfs.com.vn)

### © CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

#### Hội sở Hồ Chí Minh

Tòa nhà Central Park, lầu 2, 117 – 119 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: [www.vfs.com.vn](http://www.vfs.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 10, Tòa nhà Sentinel Place, 41A Lý Thái Tổ, P. Lý Thái Tổ, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS 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 VFS. 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 VFS.