

TỔNG CÔNG TY VIỆT THẮNG (HSX: TVT)
Trương Thị Phúc Nguyên

Chuyên viên phân tích

Email: nguyenttp@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7596

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2020
1. Kết quả kinh doanh năm 2019

Doanh thu hợp nhất năm 2019 đạt 2.158 tỷ đồng, giảm 8% yoy chủ yếu do giảm doanh thu ở mảng may. Cụ thể:

- Mảng sợi (chiếm 19% doanh thu): đạt 406 tỷ đồng (+8% yoy).
- Mảng vải (chiếm 38% doanh thu): đạt 829 tỷ đồng (-6% yoy).
- Mảng may (chiếm 18% doanh thu): đạt 547 tỷ đồng, giảm 25% yoy do tác động tiêu cực từ chiến tranh thương mại Mỹ – Trung khiến đơn hàng may mặc sụt giảm.

Lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 112 tỷ đồng, giảm 12% yoy do: (1) Đơn giá nhập khẩu bông cao hơn 7% so với cùng kỳ năm 2018 khiến cho giá thành sản xuất tăng, và (2) Các công ty thành viên sản xuất hàng may mặc hoạt động kém hiệu quả.

Cổ tức năm 2019: TVT chi trả cổ tức năm 2019 bằng tiền mặt 2.500 đồng/cổ phiếu. Trong giai đoạn 2014 – 2019, TVT luôn duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt tương đối ổn định, đây là điểm khá hấp dẫn cho các nhà đầu tư trung và dài hạn khi đầu tư vào TVT.

2. Kế hoạch kinh doanh năm 2020

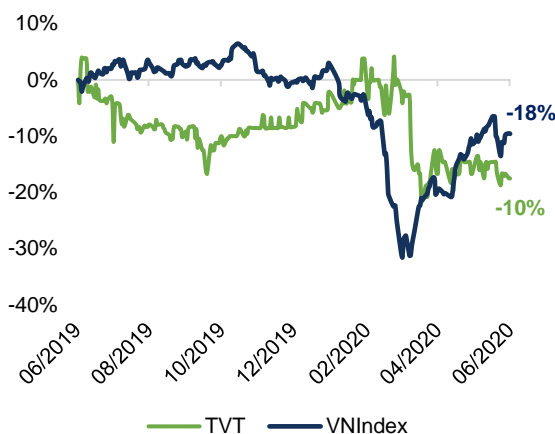
Kế hoạch kinh doanh năm 2020 của Công ty mẹ: Kế hoạch doanh thu của Công ty mẹ là 1.200 tỷ đồng (-32% yoy) và lợi nhuận trước thuế là 50 tỷ đồng (-50% yoy), không có kế hoạch kinh doanh hợp nhất. Chúng tôi đánh giá Công ty mẹ có khả năng hoàn thành 101% kế hoạch doanh thu và 126% kế hoạch lợi nhuận ([Chi tiết](#)).

Kết quả kinh doanh Q1/2020: Doanh thu hợp nhất Q1/2020 tăng 0,4% yoy. Trong đó, doanh thu mảng sợi và mảng vải ở thị trường nội địa vẫn tăng 9% yoy nhờ các đơn hàng đã ký từ trước, tuy nhiên, doanh thu mảng may từ các thị trường xuất khẩu đã sụt giảm 28% yoy do một số khách hàng của đã TVT thông báo giãn/hủy đơn hàng vào T3/2020 ([Chi tiết](#)).

Việc sản xuất các sản phẩm phòng dịch: TVT cho biết trong T4 và T5/2020, 70% công suất của các nhà máy được tập trung để sản xuất các sản phẩm phòng dịch, bù đắp cho việc thiếu hụt đơn hàng truyền thống. Tuy nhiên, việc sản xuất các sản phẩm này chỉ mang tính chất “thời vụ” và kết quả kinh doanh năm 2020 vẫn phụ thuộc vào tình hình đơn hàng truyền thống trong Q3 và Q4/2020.

3. Khuyến nghị đầu tư

Với P/E trung bình của nhóm doanh nghiệp được so sánh là 5,7x và EPS forward năm 2020 của TVT là 3.133 đồng/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu của TVT là **17.800 đồng/cp** (thấp hơn 9,9% so với giá đóng cửa ngày 26/06/2020) và đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu TVT ở thời điểm hiện tại, dựa trên:

Biến động giá TVT 2019 - 2020


Thông tin giao dịch	26/06/2020
Giá hiện tại (đồng/cp)	19.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	25.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	18.800
Số lượng CP niêm yết (cp)	21.000.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	21.000.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	3.065
Vốn hóa (tỷ đồng)	415,8
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.981
P/E trailing 12 tháng (lần)	4,97x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Tổng Công ty Việt Thắng – CTCP
Địa chỉ	127 Lê Văn Chí, phường Linh Trung, quận Thủ Đức, TP.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm dệt may, gồm: sợi, vải và hàng may mặc
Chi phí chính	Chi phí nguyên phụ liệu, chi phí nhân công

- **Tình hình đơn hàng:**

Mảng may: Do diễn biến phức tạp của dịch COVID-19, các khách hàng ở thị trường Mỹ và EU đã thông báo giãn/hủy đơn từ T3/2020, TVT hầu như không có đơn hàng để sản xuất trong Q2/2020, đơn hàng Q3 và Q4/2020 vẫn phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình kiểm soát dịch bệnh ở hai thị trường này.

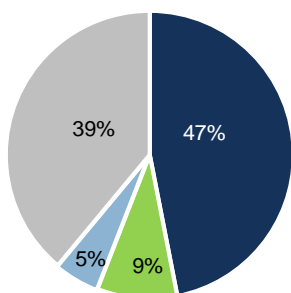
Mảng sợi và mảng vải: Sản phẩm sợi và vải của TVT chủ yếu được bán ở thị trường nội địa, tuy không bị ảnh hưởng trực tiếp bởi tình trạng giãn/hủy đơn hàng của các khách hàng Mỹ và EU, nhưng việc các doanh nghiệp may của Việt Nam bị cắt giảm đơn hàng cũng sẽ khiến nhu cầu tiêu thụ sợi và vải sụt giảm trong năm 2020.

- **Gánh nặng chi phí hoạt động:** TVT phải chịu gánh nặng chi phí lương nhân công khi chưa có đơn hàng sản xuất. Với quy mô 1.855 lao động và tiền lương trung bình theo kế hoạch năm 2020 của TVT là 9 triệu đồng/người/tháng, chi phí tiền lương năm 2020 của TVT sẽ khoảng 200 tỷ đồng (tương đương 9,3% doanh thu năm 2019).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Cơ cấu cổ đông TVT



- Vinatex
- Các thành viên HĐQT
- TNHH Tường Long
- Cổ đông khác

* Cập nhật tại ngày 26/06/2020
Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

1. Lịch sử hình thành

Tổng Công ty Việt Thắng là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dệt may Việt Nam, được xây dựng từ năm 1960, chuyên sản xuất sợi, dệt và in nhuộm, hoàn tất vải. Đây là một trong những công ty có lịch sử hoạt động lâu đời nhất trong lĩnh vực dệt may ở Việt Nam.

Tháng 05/1975, Công ty được quốc hữu hóa và giao cho Bộ Công nghiệp quản lý. Tháng 03/2007, CTCP Dệt Việt Thắng được thành lập. Ngày 29/06/2009, Công ty chuyển đổi thành Tổng công ty Việt Thắng – CTCP, hoạt động theo mô hình công ty mẹ – công ty con. Ngày 17/07/2017, Tổng công ty Việt Thắng được niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HSX) với mã chứng khoán là TVT.

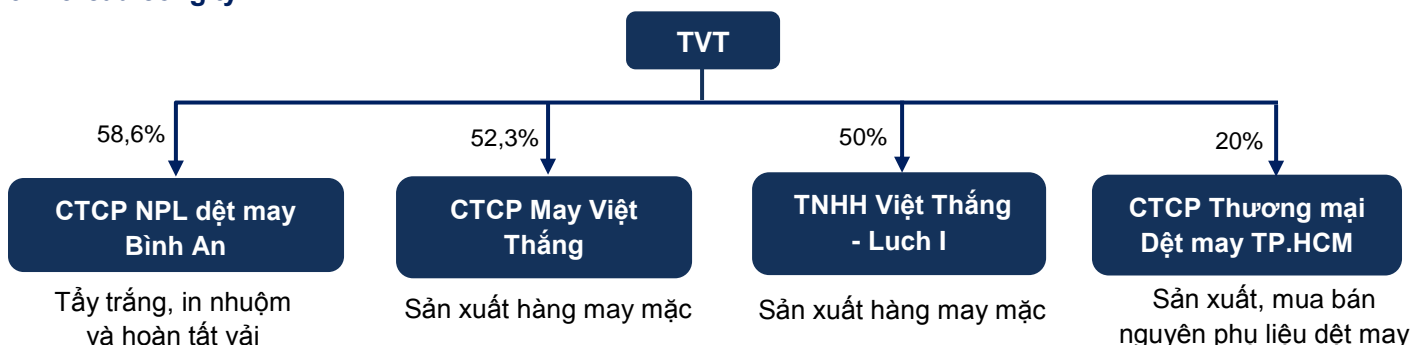
2. Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn nhất của TVT là Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex), sở hữu 46,9% cổ phần. Vinatex nắm giữ cổ phần chi phối và trực tiếp tham gia vào việc đặt kế hoạch kinh doanh hàng năm cho TVT.

Nhóm cổ đông lớn thứ hai là các thành viên trong Hội đồng quản trị (HĐQT), trong đó ông Nguyễn Đức Khiêm (Chủ tịch HĐQT) và vợ nắm giữ 5,1%, các thành viên HĐQT khác nắm giữ 4,3% cổ phần.

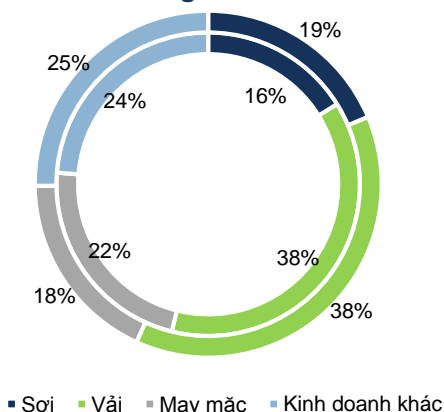
Nhóm cổ đông lớn thứ ba là công ty TNHH Tường Long với tỷ lệ sở hữu là 5,1% cổ phần, công ty chuyên sản xuất và kinh doanh các loại vải, đặc biệt là vải denim và vải kaki.

3. Cơ cấu công ty



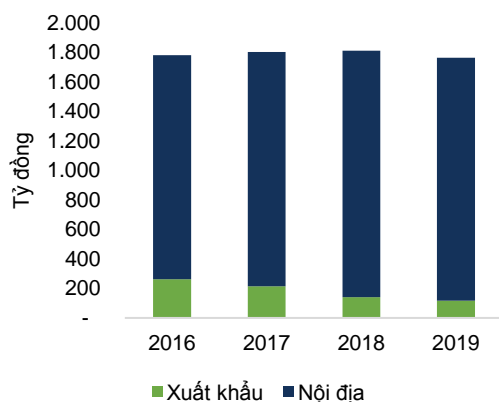
4. Lĩnh vực kinh doanh

Cơ cấu doanh thu của TVT theo mảng sản xuất



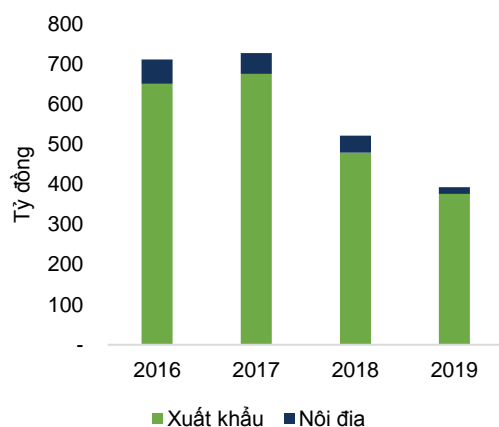
* Vòng trong: 2018, vòng ngoài: 2019
 Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp và ước tính

Doanh thu Màng sợi + Màng vải của TVT



Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

Doanh thu Màng may của TVT



Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

TVT là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may Việt Nam có cả 3 mảng sản xuất: màng sợi, màng vải và màng may. Trong đó, màng sợi và màng vải do các nhà máy của công ty mẹ thực hiện và chủ yếu bán ở thị trường nội địa, màng may do các nhà máy của công ty thành viên thực hiện và chủ yếu sản xuất để xuất khẩu.

➤ Màng sợi

TVT hiện có 02 nhà máy sản xuất sợi với tổng công suất là 12.000 tấn sợi/năm. Sản phẩm sợi của TVT gồm: sợi cotton và các loại sợi pha (pha giữa bông và xơ nhân tạo). Nguồn nguyên liệu chính để sản xuất sợi là bông (nhập khẩu từ Tây Phi, Hoa Kỳ), ngoài ra còn có các loại xơ nhân tạo như xơ polyester, xơ visco (nhập khẩu từ Thái Lan, Đài Loan).

➤ Màng vải

TVT hiện có 02 nhà máy dệt với tổng công suất là 47 triệu mét vải/năm. Sản phẩm vải của TVT gồm: vải mộc (chiếm 31% doanh thu năm 2019) và vải thành phẩm (chiếm 7% doanh thu năm 2019). Có thể thấy, TVT vẫn chủ yếu sản xuất vải mộc (vải chưa qua quá trình nhuộm và xử lý màu), vải thành phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn vải mộc nhưng đòi hỏi vốn đầu tư lớn. Nhuộm và hoàn tất vải là công đoạn gây ô nhiễm môi trường, hệ thống xử lý nước thải đạt chuẩn đòi hỏi vốn đầu tư lớn và thời gian thu hồi lâu.

TVT là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may niêm yết có mảng sản xuất vải, đây sẽ là lợi thế của doanh nghiệp khi EVFTA có hiệu lực (từ ngày 01/08/2020). Cụ thể, theo quy tắc xuất xứ "từ vải trở đi" của EVFTA, để được hưởng ưu đãi thuế quan các doanh nghiệp may phải sử dụng vải của Việt Nam hoặc EU hoặc một nước thứ ba có ký kết hiệp định thương mại tự do với cả Việt Nam và EU (như Hàn Quốc, Nhật Bản và một số nước ASEAN).

➤ Màng may

Nội địa: Doanh thu nội địa chiếm tỷ trọng không đáng kể trong cơ cấu doanh thu màng may (khoảng 5 – 8% mỗi năm). Sản phẩm chủ lực của TVT ở thị trường nội địa là thời trang công sở với ba nhãn hiệu: Burtley, Three Camels và Brilliant.

Xuất khẩu: TVT chuyên sản xuất (phương thức FOB cấp 1) và gia công (phương thức CMT) các loại áo sơ mi, quần tây, áo jacket cho các thương hiệu: Pierre Cardin, Tommy Hilfiger, Perry Ellis, Ralph Lauren, Calvin Klein,..., thị trường xuất khẩu chủ lực là Mỹ và EU ([Phụ lục 1: Các phương thức sản xuất hàng may mặc](#)).

Màng may của TVT hiện do 04 nhà máy của các công ty thành viên thực hiện, các nhà máy đều đặt tại quận Thủ Đức (TP.HCM), thuộc vùng I. Đây là vùng có mức lương tối thiểu cao nhất và tăng dần qua các năm, làm gia tăng áp lực chi phí hoạt động của các nhà máy. Có thể thấy, doanh thu từ hoạt động xuất khẩu hàng may mặc của TVT có xu hướng giảm dần qua các năm ([Phụ lục 2: Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng](#)).

➤ **Màng kinh doanh khác:** Kinh doanh các sản phẩm bông, xơ, sợi, vải mua ngoài.

II. KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT NĂM 2019

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	%yoy
Doanh thu thuần	2.332	2.158	-8%
Trong đó (*):			
Màng sợi	377	406	+8%
Màng vải	879	829	-6%
Màng may	521	393	-25%
Khác	555	547	
Lợi nhuận gộp	265	219	-18%
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,4%	10,1%	
Chi phí bán hàng	24	22	
% CPBH/Doanh thu	1%	1%	
Chi phí QLDN	85	74	
% CPQLDN/Doanh thu	3,7%	3,4%	
DT tài chính	9	16	
CP tài chính	42	37	
Lãi lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	1	2	
Lợi nhuận khác	3	9	
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	128	112	-12%
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	103	90	
LNST của cổ đông công ty mẹ	97	85	-12%

Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

Doanh thu hợp nhất năm 2019 đạt 2.158 tỷ đồng, giảm 8% yoy và LNTT đạt 112 tỷ đồng, giảm 12% yoy. Trong đó:

Màng sợi và màng vải: Hoạt động kinh doanh sợi và vải của Công ty mẹ trong năm 2019 không có nhiều biến động, doanh thu đạt 1.765 tỷ đồng (giảm 2,5% yoy, hoàn thành 101,9% kế hoạch) và lợi nhuận trước thuế đạt 99 tỷ đồng (giảm 15,3% yoy, hoàn thành 102,1% kế hoạch). Cụ thể:

- **Doanh thu:** Các sản phẩm sợi và vải của TVT chủ yếu bán ở thị trường nội địa nên không bị ảnh hưởng bởi chiến tranh thương mại Mỹ – Trung như đa số các doanh nghiệp sợi của Việt Nam trong năm 2019. Trong đó, doanh thu màng sợi đạt 406 tỷ đồng (+8% yoy) và doanh thu màng vải đạt 829 tỷ đồng (-6% yoy).
- **Lợi nhuận:** TVT nhập khẩu bông vào T1/2019, đơn giá nhập khẩu bông cao hơn 7% so với cùng kỳ năm 2018 làm cho giá thành sản xuất tăng và lợi nhuận giảm.

Màng may: CTCP May Việt Thắng (Vigaco) và công ty TNHH Việt Thắng – Luch I (Vicolunch) là hai công ty thành viên của TVT chuyên sản xuất hàng may mặc và đóng góp vào doanh thu màng may của TVT.

- **Doanh thu:** Doanh thu màng may năm 2019 đạt 393 tỷ đồng, giảm 25% yoy. Do ảnh hưởng tiêu cực của chiến tranh thương mại Mỹ – Trung, một số khách hàng lớn của Vigaco và Vicolunch đã giảm giá trị đơn đặt hàng khiến doanh thu năm 2019 giảm lần lượt là 25% yoy và 23% yoy.
- **Lợi nhuận:** Lợi nhuận trước thuế của Vigaco và Vicolunch năm 2019 lần lượt là 5,7 tỷ đồng (-10% yoy) và 3 tỷ đồng (+0,6% yoy). Trong giai đoạn 2017 – 2019, tỷ suất lợi nhuận trước thuế của Vigaco và Vicolunch chỉ từ 1,1 – 1,5% và 1,9 – 3,2%. Đây là mức tỷ suất lợi nhuận trước thuế khá thấp so với các doanh nghiệp may ở Việt Nam (vào khoảng 4 – 6%), một phần là do các nhà máy đều đặt tại vùng I phải chịu áp lực chi phí nhân công ngày càng gia tăng.

Tên công ty	TVT sở hữu	Doanh thu năm 2019		LNTT năm 2019	
		Tỷ đồng	%yoy	Tỷ đồng	%yoy
1. CTCP May Việt Thắng	52%	375	-25%	5,7	-10%
2. TNHH Việt Thắng - Luch I	50%	94	-23%	3,0	0,6%

Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

Cổ tức năm 2019: TVT chi trả cổ tức năm 2019 bằng tiền mặt 2.500 đồng/cổ phiếu. Trong giai đoạn 2014 – 2019, TVT luôn duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt tương đối ổn định, đây là điểm khá hấp dẫn cho các nhà đầu tư trung và dài hạn khi đầu tư vào TVT.

Các doanh nghiệp dệt may có vốn nhà nước như: Tổng CTCP May Việt Tiến (VGG), Tổng CTCP Phong Phú (PPH), Tổng CTCP Dệt may Hòa Thọ (HTG), Tổng Công ty May Nhà Bè (MNB), Tổng Công ty may Hưng Yên (HUG) thường có chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt khá ổn định.

Các đợt chi trả cổ tức bằng tiền mặt của TVT

Năm	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.500	2.000	2.500	2.500	10.000	2.500
Tỷ suất cổ tức	-	-	-	10%	27%	11%

*Tỷ suất cổ tức = cổ tức tiền mặt/giá cổ phiếu trước ngày giao dịch không hưởng quyền

Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

III. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2020

Kết quả kinh doanh hợp nhất Q1/2020 [\(Quay lại trang 1\)](#)

	Q1/2019	Q1/2020	%yoy
Doanh thu thuần	489	491	+0,4%
<i>Trong đó:</i>			
Màng sợi + Màng vải	377	410	+9%
Màng may	112	81	-28%
Lợi nhuận gộp	52	51	
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	10,6%	10,4%	
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	25	23	-8%
Lợi nhuận sau thuế	20	18	
LNST của cổ đông công ty mẹ	19	17	-9%

Nguồn: BCTC hợp nhất TVT, FPTS tổng hợp và ước tính

Doanh thu hợp nhất Q1/2020 tăng 0,4% yoy, trong đó, doanh thu màng sợi và màng vải ở thị trường nội địa vẫn tăng trưởng 9% yoy nhờ các đơn hàng đã ký từ trước, tuy nhiên, doanh thu màng may sụt giảm 28% yoy do một số khách hàng của TVT đã thông báo giãn/hủy đơn hàng may mặc vào giữa tháng 03/2020.

Ngoài ra, đối với các đơn hàng mà TVT đã giao trong Q1/2020, một số khách hàng yêu cầu kéo dài thời gian thanh toán khiến khoản phải thu khách hàng trong Q1/2020 tăng đột biến lên 296 tỷ đồng (+46% yoy).

Kết quả kinh doanh Q1/2020 vẫn chưa bị ảnh hưởng nhiều, tuy nhiên, sang Q2/2020 TVT hầu như không có đơn hàng để sản xuất và đơn hàng trong Q3 – Q4/2020 vẫn phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình kiểm soát dịch bệnh ở các quốc gia, đặc biệt là ở Mỹ và EU.

Kế hoạch kinh doanh của Công ty mẹ [\(Quay lại trang 1\)](#)

Kế hoạch kinh doanh năm 2020 của Công ty mẹ

Đơn vị: Tỷ đồng	Thực hiện 2019	Kế hoạch 2020	% KH/TH 2019
Doanh thu	1.765	1.200	-32%
Lợi nhuận trước thuế	99	50	-50%

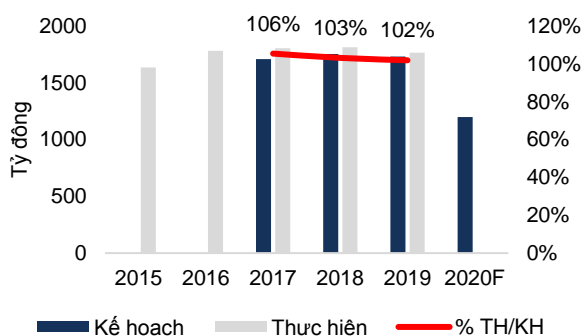
Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) nắm giữ cổ phần chi phối và trực tiếp tham gia vào việc đặt kế hoạch sản xuất kinh doanh hàng năm cho TVT. Năm 2020, do tác động tiêu cực của dịch COVID-19 đến tình hình tiêu thụ dệt may toàn cầu, kế hoạch được giao cho TVT cũng khá thận trọng. Cụ thể, kế hoạch doanh thu của Công ty mẹ là 1.200 tỷ đồng (-32% yoy) và kế hoạch lợi nhuận trước thuế là 50 tỷ đồng (-50% yoy), không có kế hoạch kinh doanh hợp nhất. Tuy nhiên, theo đề nghị của Vinatex, khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và có thông báo hết dịch, kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2020 sẽ được rà soát và điều chỉnh lại.

Lịch sử hoàn thành kế hoạch

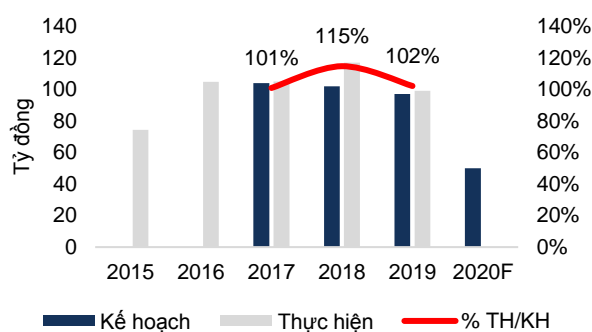
Các doanh nghiệp dệt may có vốn nhà nước thường có kết quả kinh doanh luôn đạt kế hoạch đặt ra và không có sự đột biến qua các năm. Kể từ thời điểm niêm yết trên sàn chứng khoán năm 2017, TVT có tỷ lệ hoàn thành kế hoạch kinh doanh khá ổn định.

Kế hoạch doanh thu và thực hiện



Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

Kế hoạch LNTT và thực hiện



Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

Dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của TVT năm 2020 đạt 1.480 tỷ đồng (-31% yoy) và lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 59 tỷ đồng (-47% yoy). Trong đó:

Màng sợi và màng vải:

- **Doanh thu:** Sản phẩm sợi và vải của Công ty mẹ chủ yếu được bán ở thị trường nội địa, tuy không bị ảnh hưởng trực tiếp bởi tình trạng giãn/hủy đơn hàng của các khách hàng Mỹ và EU, nhưng việc các doanh nghiệp may bị cắt giảm đơn hàng cũng sẽ khiến nhu cầu tiêu thụ sợi và vải sụt giảm trong năm 2020.

Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu màng sợi giảm 30% yoy (đạt 284 tỷ đồng) và doanh thu màng vải giảm 35% yoy (đạt 539 tỷ đồng), doanh thu của các kinh doanh khác giảm 20% yoy (đạt 438 tỷ đồng). Như vậy, tổng doanh thu của Công ty mẹ năm 2020 sẽ đạt 1.261 tỷ đồng (giảm 29% yoy và hoàn thành 101% kế hoạch).

- **Lợi nhuận:** Tỷ suất lợi nhuận trước thuế của Công ty mẹ năm 2019 là 5,6%, chúng tôi dự phóng tỷ suất lợi nhuận trước thuế của Công ty mẹ năm 2020 giảm còn 5%, tương đương 63 tỷ đồng (giảm 36% yoy và hoàn thành 126% kế hoạch), dựa trên giả định tình trạng giãn/hủy đơn hàng của các doanh nghiệp may Việt Nam sẽ tác động tiêu cực tới hoạt động kinh doanh sợi và vải, khiến TVT không thể duy trì được tỷ suất lợi nhuận như năm 2019.

Màng may:

- **Doanh thu:** Các sản phẩm may mặc của TVT chủ yếu được xuất khẩu sang Mỹ và EU, đây là mảng bị tác động trực tiếp bởi tình trạng giãn/hủy đơn hàng, chúng tôi dự phóng doanh thu màng may năm 2020 giảm 30% yoy (đạt 275 tỷ đồng).
- **Lợi nhuận:** Trong những năm gần đây, các doanh nghiệp thành viên chuyên sản xuất hàng may mặc cho TVT có tỷ suất lợi nhuận trước thuế khá thấp (vào khoảng 1,5 – 3%). Chúng tôi dự phóng tỷ suất lợi nhuận trước thuế của màng may trong năm 2020 sẽ giảm còn 1%, tương đương với 2,8 tỷ đồng, dựa trên giả định:

- (1) Tỷ suất lợi nhuận gộp khi đàm phán với bên đặt hàng sẽ giảm do tình hình tiêu thụ hàng may mặc gặp khó khăn. Với đặc thù của phương thức sản xuất CMT và FOB cấp 1, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng may không biến động nhiều qua các năm mà phụ thuộc vào tỷ suất lợi nhuận đàm phán với bên đặt hàng.
- (2) Doanh nghiệp phải chịu gánh nặng chi phí để duy trì hoạt động sản xuất khi chưa có đơn hàng, đặc biệt là chi phí lương nhân công.

Về việc sản xuất các sản phẩm phòng dịch: TVT cho biết trong T4 và T5/2020, 70% công suất của các nhà máy được tập trung để sản xuất các sản phẩm phòng dịch, bù đắp cho việc thiếu hụt đơn hàng truyền thống. Tuy nhiên, việc sản xuất các sản phẩm này chỉ mang tính chất “thời vụ” và kết quả kinh doanh năm 2020 vẫn phụ thuộc vào tình hình đơn hàng truyền thống trong Q3 – Q4/2020.

IV. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để xác định mức giá mục tiêu của TVT. Dữ liệu của nhóm doanh nghiệp so sánh là dữ liệu trong BCTC năm 2019 và giá cổ phiếu là giá đóng cửa tại ngày 26/06/2020.

Với P/E trung bình của nhóm doanh nghiệp được so sánh là 5,7x và EPS forward 2020 của TVT là 3.133 đồng/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu của TVT là **17.800 đồng/cp** (thấp hơn 9,9% so với giá đóng cửa ngày 26/06/2020) và đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu TVT dựa trên các luận điểm đã trình bày trong báo cáo này.

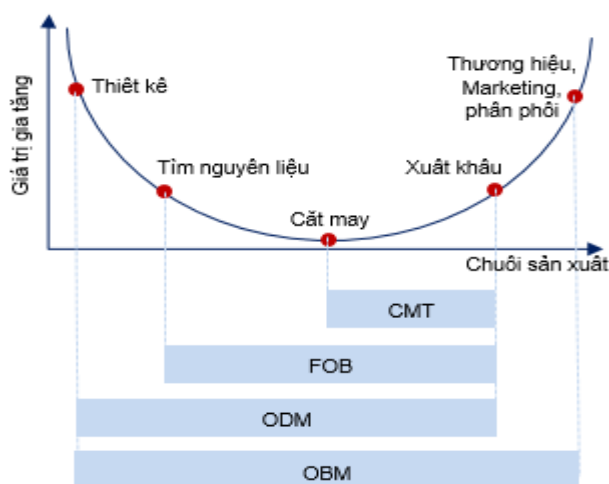
STT	Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu (đồng)	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 2019 (tỷ đồng)	LNST 2019 (tỷ đồng)	P/E trailing (lần)
1	TCM	19.600	1.135	3.644	217	5,2
2	PPH	16.000	1.195	3.336	204	5,9
4	M10	17.500	529	3.351	68	7,7
5	HTG	20.400	459	4.254	117	3,9
Trung bình						5,7
	TVT	19.800	416	2.158	90	4,6

Nguồn: BCTC năm 2019 của các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

V. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Các phương thức sản xuất hàng may mặc (Trở về)

Sơ đồ 1: Giá trị gia tăng của các phương thức sản xuất



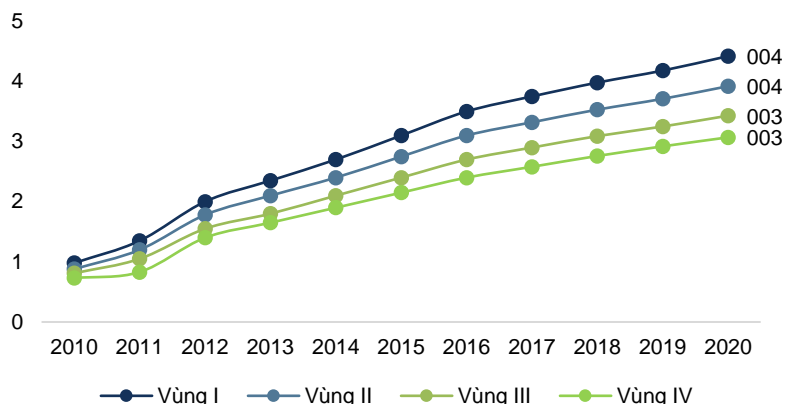
Nguồn: FPTS tổng hợp

- **CMT** (Cut – Make – Trim): Bên đặt hàng sẽ cung cấp vải và mẫu thiết kế, doanh nghiệp chỉ thực hiện việc cắt may và xuất khẩu thành phẩm.
- **FOB** (Free On Board): Bên đặt hàng sẽ cung cấp mẫu thiết kế, doanh nghiệp chịu trách nhiệm mua vải và cắt may, sau đó xuất khẩu thành phẩm. Có hai hình thức FOB là FOB cấp 1 (doanh nghiệp phải mua vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định) và FOB cấp 2 (doanh nghiệp tự chịu trách nhiệm tìm nguồn nguyên liệu).
- **ODM** (Original Design Manufacturing): Doanh nghiệp tự thiết kế sản phẩm, nhập khẩu vải, cắt may, và phân phối.
- **OBM** (Original Brand Manufacturing): Doanh nghiệp chịu trách nhiệm tự thiết kế sản phẩm mang thương hiệu của chính mình, nhập khẩu vải, cắt may và phân phối.

Các doanh nghiệp may vừa và nhỏ (chiếm 80% số lượng các doanh nghiệp dệt may Việt Nam) gia công theo phương thức CMT, đây là phương thức có giá trị gia tăng thấp nhất, chi phí chủ yếu là chi phí nhân công. Trong bối cảnh Việt Nam đang dần mất lợi thế nhân công giá rẻ thì biên lợi nhuận mà doanh nghiệp thu về sẽ ngày càng hẹp lại. Việc chuyển đổi sang các phương thức sản xuất cao hơn như FOB, ODM, OBM đang là xu hướng phát triển của ngành dệt may Việt Nam.

Phụ lục 2: Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng (Trở về)

**Lương tối thiểu vùng giai đoạn 2010 - 2020
(triệu đồng/ người/ tháng)**



Nguồn: TVT, FPTS tổng hợp

Sản xuất hàng may mặc là công đoạn thâm dụng lao động nên đối với các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc chi phí nhân công là khoản mục chi phí trọng yếu (chỉ sau chi phí nguyên liệu). Lương của công nhân ở các doanh nghiệp may đều đã cao hơn mức lương tối thiểu vùng, tuy nhiên, việc tăng lương tối thiểu vùng sẽ làm tăng các khoản trích lập theo lương (gồm: 17,5% bảo hiểm xã hội, 3% bảo hiểm y tế, 1% bảo hiểm thất nghiệp và 2% kinh phí công đoàn).

Trong bối cảnh Việt Nam đang mất dần lợi thế nhân công giá rẻ, xu hướng chung của các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc là dịch chuyển các nhà máy sản xuất thuộc vùng I và vùng II sang vùng III và vùng IV để tiết giảm chi phí nhân công.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 15 cổ phiếu TVT, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24)3 773 7070/271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888