

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN MAY VIỆT TIẾN (UPCoM: VGG)

Trương Thị Phúc Nguyên

Chuyên viên phân tích

Email: nguyenttp@fpts.com.vn

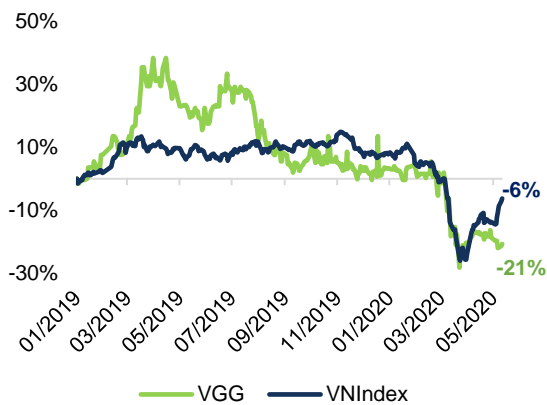
Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7596

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

Biến động giá VGG 2019 - 2020



Thông tin giao dịch	13/05/2020
Giá hiện tại (đồng/cp)	39.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	66.777
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	36.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	44.100.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	42.000.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	11.026
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.680,0
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	7.398
P/E trailing 12 tháng (lần)	5,34x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Tổng CTCP May Việt Tiến
Địa chỉ	Số 7 Lê Minh Xuân, Phường 7, Quận Tân Bình, Thành phố Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Gia công và sản xuất các sản phẩm may mặc
Chi phí chính	Chi phí nguyên phụ liệu, chi phí nhân công
Nhãn hiệu	Viettien, Viettien Smart Casual, Việt Long, Viettien Kids, San Sciaro, T- up, Camellia, Sketchers

BỊ ẢNH HƯỞNG TIÊU CỰC BỞI DỊCH COVID-19

1. Kết quả kinh doanh năm 2019

Doanh thu: Doanh thu thuần hợp nhất năm 2019 đạt 9.035,6 tỷ đồng, giảm 7% yoy. Nguyên nhân do trong năm 2019, khách hàng Uniqlo đã chuyển bớt đơn hàng cho một đối tác Indonesia do đơn giá sản xuất cạnh tranh hơn.

Lợi nhuận: Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2019 là 12,5%, tương đương với các năm trước. Do đặc thù của phương thức sản xuất CMT và FOB cấp 1, tỷ suất lợi nhuận gộp của VGG không biến động nhiều qua các năm mà phụ thuộc vào tỷ suất lợi nhuận đàm phán với bên đặt hàng. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý được duy trì ổn định, chiếm lần lượt 4,0% và 3,9% tổng doanh thu. Lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 503,9 tỷ đồng, giảm 13,3% yoy.

Nhà máy Việt Long Hưng: Nhà máy Việt Long Hưng được xây dựng từ tháng 3/2018, là dự án chiến lược dài hạn để di chuyển toàn bộ xí nghiệp của VGG trong TPHCM ra nhà máy này nhằm giảm bớt áp lực chi phí hoạt động. Các nhà máy trong TPHCM đã giảm từ 8.980 lao động (2017) xuống còn 4.536 lao động (2019) và nhà máy Việt Long Hưng hiện đã có 3.300 lao động (2019).

Cổ tức năm 2019: Để hỗ trợ nguồn vốn cho doanh nghiệp trong bối cảnh hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch COVID-19, Đại hội đồng cổ đông của VGG đã ủy quyền cho HĐQT được quyền quyết định cổ tức năm 2019 và thời điểm chi trả cổ tức.

2. Kế hoạch kinh doanh năm 2020

Kế hoạch kinh doanh năm 2020 của công ty mẹ: Doanh thu 6.300 tỷ đồng (-30,2% yoy) và lợi nhuận trước thuế 150 tỷ đồng (-60,6% yoy). Chúng tôi đánh giá VGG có khả năng hoàn thành 100,4% kế hoạch doanh thu và 126,4% kế hoạch lợi nhuận ([Chi tiết](#))

Cập nhật kết quả kinh doanh hợp nhất Q1/2020: doanh thu Q1/2020 đạt 1.474,9 tỷ đồng, giảm 14,5% yoy do tình trạng giãn/hủy đơn hàng diễn ra vào giữa tháng 03/2020. Lợi nhuận trước thuế âm 19,2 tỷ đồng, giảm 117,9% yoy do doanh nghiệp thay đổi cách phân bổ chi phí phúc lợi nhân viên trong Q1/2020 và khoản lỗ 6 tỷ đồng từ công ty liên doanh, liên kết ([Chi tiết](#))

Việc xuất khẩu khẩu trang vải: VGG cho biết doanh nghiệp không xuất khẩu khẩu trang vải mà chỉ sản xuất để bảo hộ lao động và bán ở thị trường nội địa. Theo đánh giá của chúng tôi, việc xuất khẩu khẩu trang vải chưa thể xem là giải pháp bù đắp thiệt hại từ việc giãn/hủy đơn hàng may mặc ([Chi tiết](#))

3. Khuyến nghị

Với mức P/E trung bình của nhóm doanh nghiệp so sánh là 7,04x và EPS forward 2020 của VGG là 4.657 đồng/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu của VGG là **32.800 đồng/cp** (thấp hơn 17,6% so với giá đóng cửa ngày 13/05/2020) và đưa ra khuyến nghị **BÁN**, dựa trên:

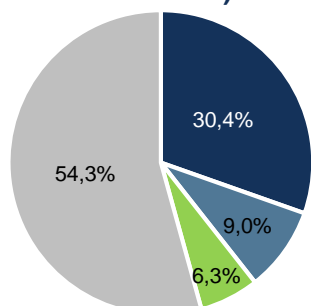
- **Tình hình đơn hàng:** Diễn biến phức tạp của dịch COVID-19 tại Mỹ và EU (chiếm 36% doanh thu năm 2019) đã khiến các khách hàng ở hai thị trường này thông báo giãn/hủy đơn hàng, Q2/2020 là thời gian đỉnh điểm của việc thiếu đơn hàng sản xuất và tình trạng này còn kéo dài đến Q3/2020 hay không phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình kiểm soát dịch bệnh ở hai thị trường này.
- **Gánh nặng chi phí hoạt động:** VGG phải chịu gánh nặng chi phí lương nhân công khi chưa có đơn hàng sản xuất. Với quy mô 4.536 lao động ở TPHCM (vùng I) và 3.300 lao động ở thị xã Gò Công, tỉnh Tiền Giang (vùng III), chi phí lương nhân công tối thiểu hàng tháng của VGG vào khoảng 31,4 tỷ đồng (khoảng 7,5% LNST năm 2019).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



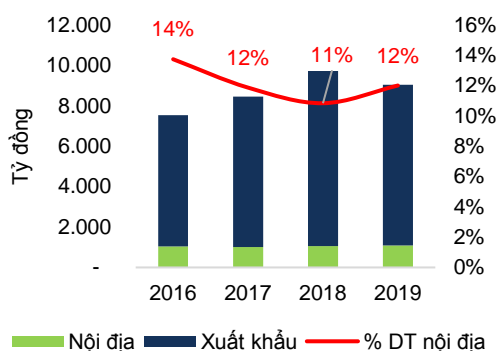
viettien®

Cơ cấu cổ đông VGG (tại ngày 13/05/2020)



- Tập đoàn Dệt may Việt Nam
- South Island Garment SDN.BHD
- Tung Shing Sewing Machine Co.,Ltd
- Khác

Doanh thu xuất khẩu - nội địa của VGG



Nguồn: VGG, FPTS tổng hợp

1. Lịch sử hình thành

Tổng CTCP May Việt Tiến tiền thân là một xí nghiệp tư nhân được thành lập từ năm 1976. Năm 1975, xí nghiệp được quốc hữu hóa và đổi tên thành Xí Nghiệp May Việt Tiến. Năm 1991, xí nghiệp được nâng lên thành Công ty May Việt Tiến. Năm 2007, thành lập Tổng Công ty May Việt Tiến trên cơ sở tổ chức lại Công ty May Việt Tiến và cổ phần hóa vào ngày 13/02/2007. Ngày 10/03/2016, Việt Tiến được chấp thuận đăng ký giao dịch trên sàn UPCoM với mã chứng khoán là VGG.

VGG hoạt động theo hình thức tổng công ty với 4 công ty con và 16 công ty liên kết. Đa số các công ty thành viên của VGG đều hoạt động trong lĩnh vực dệt may ([Phụ lục 1: Danh sách công ty con, công ty liên kết](#)).

2. Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn nhất của VGG là Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) với tỷ lệ sở hữu là 30,4%. VGG cũng là thành viên có quy mô doanh thu lớn nhất trong hệ thống các công ty thành viên của Vinatex.

Hai cổ đông lớn tiếp theo là hai đối tác chiến lược South Island Garment SDN.BHD (Malaysia) và Tung Shing Sewing Machine Co.,Ltd (Hong Kong) với tỷ lệ sở hữu tương ứng là 9% và 6,3%.

3. Lĩnh vực kinh doanh

VGG chuyên sản xuất và kinh doanh các sản phẩm may mặc ở cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu.

➤ Thị trường xuất khẩu:

VGG xuất khẩu các sản phẩm may mặc theo hai phương thức sản xuất là gia công CMT và may FOB cấp 1 ([Phụ lục 2: Các phương thức sản xuất hàng may mặc](#))

- Gia công CMT: chiếm khoảng 20% doanh thu xuất khẩu qua các năm, chủ yếu do các công ty liên doanh, liên kết thực hiện. Đơn hàng CMT được nhận gia công quanh năm và không phụ thuộc vào mùa vụ.
- May FOB cấp 1: chiếm khoảng 80% doanh thu xuất khẩu qua các năm, chủ yếu do các xí nghiệp may của công ty mẹ thực hiện. Đơn hàng FOB có tính “thời vụ” và thường rơi vào quý 3 hàng năm. Các thị trường xuất khẩu hàng FOB của VGG gồm: Nhật Bản (28%), Mỹ (20%), EU (16%), khác (36%) (theo số liệu năm 2019).

➤ **Thị trường nội địa:**

Mặc dù thị trường nội địa không phải là thị trường mang lại doanh thu chính cho VGG nhưng là điểm tạo ra sự khác biệt của VGG so với các doanh nghiệp dệt may khác. VGG là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may Việt Nam đã xây dựng được thương hiệu và bán hàng ở thị trường nội địa, bên cạnh các doanh nghiệp khác như May 10 (M10), May Đức Giang (MGG), May Nhà Bè (MNB).

Sản phẩm chủ lực của VGG ở thị trường nội địa là thời trang nam công sở (quần tây, áo sơ mi) với nhãn hiệu như: Viettien, San Sciaro, Viettien Casual, VietLong.

II. KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT NĂM 2019

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	%yoy
Doanh thu thuần	9.717	9.035,6	-7,0%
<i>Trong đó:</i>			
Doanh thu nội địa	1.052	1.084	3,0%
Doanh thu xuất khẩu	8.665	7.952	-8,2%
<i>Nhật Bản</i>	2.859	2.227	-22,1%
<i>Mỹ</i>	1.820	1.590	-12,6%
<i>EU</i>	1.213	1.272	4,9%
<i>Khác</i>	2.773	2.863	3,2%
Lợi nhuận gộp	1.170,2	1.128,7	-3,5%
Doanh thu tài chính	48,2	62,2	
Chi phí tài chính	25,8	27,2	
Chi phí bán hàng	369,8	390,7	
Chi phí QLDN	322,6	354,9	
Lợi nhuận từ HĐKD	579,3	499,9	-13,7%
Lợi nhuận trước thuế	581,4	503,9	-13,3%
Lợi nhuận sau thuế	477,4	418,1	-12,4%
Các tỷ lệ biên	2018	2019	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,0%	12,5%	
CP bán hàng/Doanh thu	3,8%	4,0%	
CP quản lý/Doanh thu	3,3%	3,9%	
Tỷ suất LNTT	5,9%	5,6%	

Nguồn: BCTC VGG, FPTS tổng hợp

DOANH THU: Doanh thu hợp nhất năm 2019 đạt 9.035,6 tỷ đồng, giảm 7% yoy do sụt giảm doanh thu xuất khẩu tại thị trường Nhật Bản. Doanh thu năm 2019 tại thị trường Nhật Bản đạt 2.227 tỷ đồng, giảm 22,1% yoy do trong năm 2019, khách hàng lớn nhất của VGG ở thị trường Nhật Bản là Uniqlo đã chuyển bớt đơn hàng cho một đối tác ở Indonesia do đơn giá sản xuất cạnh tranh hơn.

LỢI NHUẬN:

Tỷ suất lợi nhuận gộp của VGG năm 2019 đạt 12,5%, tương đương với các năm trước (tỷ suất lợi nhuận gộp của VGG trong giai đoạn 2015 – 2019 luôn duy trì quanh mức 12 – 12,5%). Do đặc thù của phương thức sản xuất CMT và FOB cấp 1, khách hàng đã nắm được giá vải khi giao (CMT) hoặc khi chỉ định nơi nhập khẩu vải (FOB cấp 1) nên tỷ suất lợi nhuận gộp không phụ thuộc vào biến động giá vải trên thị trường. Thay vào đó, doanh nghiệp và bên đặt hàng sẽ thỏa thuận trước một mức tỷ suất lợi nhuận theo phần trăm trên giá trị hợp đồng ký kết, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp không có nhiều biến động qua các năm.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp được duy trì ổn định, chiếm lần lượt 4,0% và 3,9% tổng doanh thu. Lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 503,9 tỷ đồng, giảm 13,3% yoy.

Tình hình hoạt động của nhà máy Việt Long Hưng:

Cả 8 xí nghiệp may của VGG đều đặt tại TPHCM (vùng I) phải chịu áp lực chi phí hoạt động cao hơn các vùng khác, cộng thêm lộ trình tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ làm tăng các khoản trích lập theo lương ([Phụ lục 3: Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng](#))

Tháng 3/2018, VGG đã xây dựng nhà máy Việt Long Hưng để dần di chuyển các xí nghiệp may trong TPHCM ra nhà máy này để giảm bớt áp lực chi phí hoạt động. Nhà máy được đặt tại thị xã Gò Công, tỉnh Tiền Giang (vùng III), với quy mô tuyển dụng lên đến 10.000 lao động, tính đến thời điểm hiện tại số lao động của nhà máy là 3.300 lao động.

Số lượng lao động của VGG

	2017	2018	2019
Các nhà máy tại TPHCM	8.980	6.953	4.536
Nhà máy Việt Long Hưng	0	2.000	3.300
Tổng cộng	8.980	8.953	7.836

Nguồn: VGG, FPTS tổng hợp

Cổ tức năm 2019: LNST của công ty mẹ đạt 313,8 tỷ đồng, sau khi trích lập các quỹ số tiền còn lại là 190,6 tỷ đồng. Để hỗ trợ nguồn vốn cho doanh nghiệp trong bối cảnh hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch COVID-19, Đại hội đồng cổ đông của VGG đã ủy quyền cho HĐQT được quyền quyết định cổ tức năm 2019 và thời điểm chi trả cổ tức.

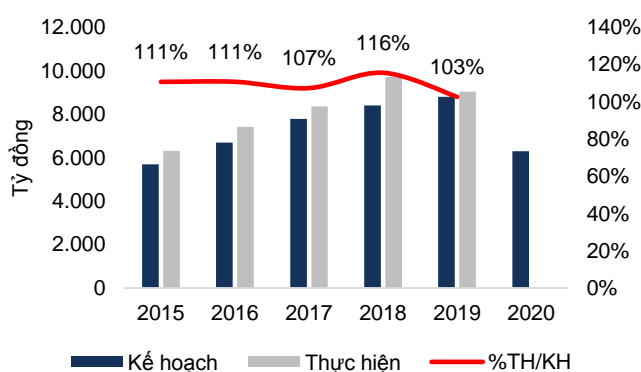
III. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2020 ([Quay lại trang 1](#))

VGG đặt kế hoạch thận trọng trong năm 2020: Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của công ty mẹ là 6.300 tỷ đồng và 150 tỷ đồng, lần lượt giảm 30,2% và 60,6% so với thực hiện năm 2019 (doanh nghiệp không trình bày kế hoạch kinh doanh hợp nhất).

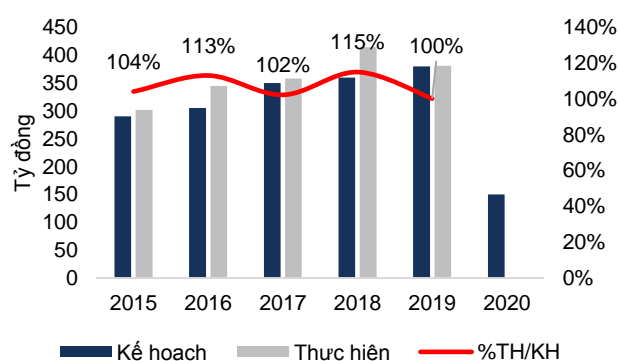
Đơn vị: Tỷ đồng	Thực hiện 2019	Kế hoạch 2020	%yoy
Doanh thu của công ty mẹ	9.032	6.300	-30,2%
Lợi nhuận trước thuế của công ty mẹ	380,8	150	-60,6%

Nguồn: VGG, FPTS tổng hợp

Lịch sử đặt kế hoạch kinh doanh và khả năng thực hiện: Các doanh nghiệp dệt may có vốn nhà nước như VGG thường có tỷ lệ thực hiện/kế hoạch kinh doanh ổn định qua các năm, kết quả thực hiện luôn đạt kế hoạch đặt ra và không có sự đột biến.

Kế hoạch doanh thu của công ty mẹ và thực hiện


Nguồn: VGG, FPTS tổng hợp

Kế hoạch LNTT của công ty mẹ và thực hiện


Nguồn: VGG, FPTS tổng hợp

Dự phóng kết quả kinh doanh của VGG năm 2020: Chúng tôi dự phóng doanh thu của công ty mẹ năm 2020 đạt 6.325,3 tỷ đồng (hoàn thành 100,4% kế hoạch) và lợi nhuận trước thuế đạt 189,6 tỷ đồng (hoàn thành 126,4% kế hoạch). Cụ thể:

DOANH THU:

Thị trường nội địa: Dịch COVID-19 ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường nội địa trong nửa đầu năm 2020, tuy nhiên doanh thu nội địa thường rơi vào nửa cuối năm do nhu cầu mua sắm của người dân cho dịp Tết Nguyên Đán, do đó chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa -30% yoy, đạt 758,8 tỷ đồng.

Thị trường xuất khẩu:

➤ **Thị trường Nhật Bản:** Chúng tôi dự phóng doanh thu ở thị trường Nhật Bản -30% yoy (đạt 1.558,9 tỷ đồng) dựa trên các giả định (1) Uniqlo sẽ tiếp tục chuyển đơn hàng sang các đối tác ở Indonesia, cộng thêm (2) ảnh hưởng của dịch COVID-19 đến thị trường Nhật Bản trong Q1/2020.

➤ **Thị trường Mỹ và EU:** Theo thông tin từ doanh nghiệp, thông thường vào tháng 4 hàng năm VGG sẽ giao các đơn hàng xuân hè (hàng bán từ tháng 4 đến tháng 9) nhưng hiện tại tất cả các đơn hàng sang Mỹ và EU đều đã bị hoãn/hủy. Do đó, doanh thu Q2/2020 ở hai thị trường này gần như không có và doanh thu Q3-Q4/2020 sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình kiểm soát dịch bệnh ở hai thị trường này.

Chúng tôi ước tính doanh thu của VGG ở hai thị trường này dựa trên kịch bản dịch sẽ được kiểm soát từ tháng 6/2020 và đơn hàng quay lại trong Q3/2020. VGG chủ yếu xuất khẩu áo khoác và quần áo thể thao sang thị trường Mỹ và EU, mùa cao điểm là mùa thu đông (từ tháng 9 đến tháng 4 năm sau) và doanh thu thường rơi vào Q3 hàng năm. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu ở hai thị trường này -40% yoy (doanh thu ở thị trường Mỹ đạt 594 tỷ đồng và doanh thu ở thị trường EU đạt 763,2 tỷ đồng).

➤ **Các thị trường khác (Hàn Quốc, Trung Quốc):** Hàn Quốc, Trung Quốc là các nước bị ảnh hưởng đầu tiên bởi dịch COVID-19 và cũng là các thị trường đang phục hồi đầu tiên, chúng tôi dự phóng doanh thu ở hai thị trường này -20% yoy, đạt 2290,4 tỷ đồng.

LỢI NHUẬN: Chúng tôi dự phóng tỷ suất lợi nhuận trước thuế của công ty mẹ sẽ giảm còn 3%, tương đương với 189,6 tỷ đồng (hoàn thành 126,4% kế hoạch) dựa trên giả định:

(1) Tỷ suất lợi nhuận khi đàm phán với bên đặt hàng sẽ giảm do tình hình tiêu thụ hàng may mặc gặp khó khăn (ảnh hưởng bởi dịch COVID-19). Với đặc thù của phương thức sản xuất CMT và FOB cấp 1, tỷ suất lợi nhuận gộp của VGG không biến động nhiều qua các năm mà chủ yếu 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. Với quy mô 7.836 lao động, trong đó, 4.536 lao động ở TPHCM (vùng I) và 3.300 lao động ở thị xã Gò Công, tỉnh Tiền Giang (vùng III), chi phí lương nhân công tối thiểu hàng tháng của VGG vào khoảng 31,4 tỷ đồng (khoảng 7,5% LNST năm 2019).

Doanh nghiệp không trình bày kế hoạch kinh doanh hợp nhất, tuy nhiên, trong giai đoạn 2015 – 2019, kết quả kinh doanh của công ty mẹ trung bình chiếm 99% doanh thu và 73% lợi nhuận trước thuế hợp nhất. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế hợp nhất lần lượt là 6.389,2 tỷ đồng (-29,3% yoy) và 259,7 tỷ đồng (-48,5% yoy).

Việc xuất khẩu khẩu trang vải ([Quay lại trang 1](#))

VGG cho biết doanh nghiệp không xuất khẩu khẩu trang vải mà chỉ sản xuất để bảo hộ lao động và hỗ trợ việc làm cho công nhân khi thiếu đơn hàng. Theo đánh giá của chúng tôi, việc xuất khẩu khẩu trang vải chưa thể xem là giải pháp bù đắp thiệt hại từ việc giãn/hủy đơn hàng may mặc do:

(1) Việc xuất khẩu khẩu trang quan trọng nhất là phải nhanh chóng đáp ứng được nhu cầu ở các thị trường đang có dịch. Tuy nhiên, khẩu trang vải kháng khuẩn là mặt hàng khá mới đối với nhiều quốc gia, tiêu chuẩn chất lượng cho mặt hàng này vẫn chưa có, trong thời gian qua nhiều doanh nghiệp Việt Nam đã gặp khó khăn trong việc xin chứng nhận chất lượng để xuất khẩu.

(2) Khẩu trang vải kháng khuẩn là sản phẩm thay thế cho khẩu trang y tế khi thiếu nguồn cung. Tuy nhiên, khi tình hình dịch bệnh tại một số quốc gia được kiểm soát (đặc biệt là Trung Quốc – nước sản xuất và xuất khẩu khẩu trang y tế lớn nhất thế giới), sự cạnh tranh từ các nhà cung cấp khác là một thách thức đối với doanh nghiệp xuất khẩu khẩu trang vải của Việt Nam.

Theo thống kê của Tổng cục Hải quan, giá trị xuất khẩu hàng trong 4 tháng đầu năm 2020 chỉ đạt 63 triệu USD, con số này còn quá nhỏ nếu so với 40 tỷ USD từ xuất khẩu hàng may mặc năm 2019.

IV. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT Q1/2020 [\(Quay lại trang 1\)](#)

Kết thúc Q1/2020, doanh thu hợp nhất của VGG đạt 1.474,9 tỷ đồng (-14,5% yoy) và lợi nhuận trước thuế -19,2 tỷ đồng (-117,9% yoy), đây cũng là quý kinh doanh đầu tiên trong lịch sử hoạt động VGG báo lỗ.

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2019	Q1/2020	%yoy
Doanh thu thuần	1.725,7	1.474,9	-14,5%
Giá vốn hàng bán	1.490,2	1.351,8	
Lợi nhuận gộp	235,5	123,2	-47,7%
Chi phí bán hàng	78,8	84,9	
Chi phí QLDN	66,0	57,6	
EBIT	90,8	-19,4	-121,3%
DT tài chính	7,8	12,6	
CP tài chính	5,0	6,6	
Lãi lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	13,3	-5,9	
Lợi nhuận khác	-0,1	0,1	
Lợi nhuận trước thuế	106,8	-19,2	-117,9%
Lợi nhuận sau thuế	87,6	-20,7	-123,6%
LNST của cổ đông công ty mẹ	85,4	-22,2	-126,0%
Các tỷ lệ biên	2018	2019	
%GVHB/Doanh thu	86,4%	91,7%	
%CPBH/Doanh thu	4,6%	5,8%	
%CP QLDN/Doanh thu	3,8%	3,9%	

Nguồn: BCTC hợp nhất VGG, FPTS tổng hợp

Doanh thu hợp nhất của VGG giảm 14,5% yoy do tình trạng giãn/hủy đơn hàng diễn ra vào giữa tháng 3/2020. Lợi nhuận trước thuế âm 19,2 tỷ đồng, giảm 117,9% yoy do (1) doanh nghiệp thay đổi cách phân bổ chi phí phúc lợi nhân viên trong Q1/2020 làm giá vốn hàng bán (GVHB) và chi phí bán hàng (CPBH) tăng đột biến, cộng thêm (2) khoản lỗ 6 tỷ đồng từ công ty liên doanh, liên kết. Cụ thể:

- 1) Tỷ trọng GVHB/Doanh thu tăng lên 91,7% (các quý trong giai đoạn 2015 – 2019 tỷ lệ này vào khoảng 86 – 87%) và tỷ trọng CPBH/Doanh thu tăng lên 5,8% (các quý trong giai đoạn 2015 – 2019 tỷ lệ này vào khoảng 3,6 – 4,6%). Nguyên nhân do doanh nghiệp thay đổi cách phân bổ chi phí phúc lợi nhân viên trong GVHB và CPBH. Theo thông tin từ doanh nghiệp, thông thường chi phí phát sinh trong quý 1 hằng năm rất lớn (do gồm cả chi phí thưởng tết cho nhân viên) và sẽ được phân bổ hợp lý trong năm. Năm nay doanh nghiệp phân bổ nhiều chi phí phúc lợi nhân viên hơn vào quý 1 nên chi phí tăng đột biến.
- 2) Khoản lỗ 6 tỷ đồng từ công ty liên doanh, liên kết: Các công ty liên doanh, liên kết của VGG chủ yếu may gia công CMT, khi các khách hàng Mỹ và EU thông báo giãn/hủy đơn hàng vào giữa tháng 3/2020 các công ty này đã phải dừng hoạt động gia công ngay lập tức, gây ra khoản lỗ này. Trong hệ thống các công ty thành viên của VGG đã có CTCP May Đồng Tiến đã phải ngưng hoàn toàn hoạt động sản xuất trong tháng 3/2020.

Ngoài ra, do tình trạng giãn/hủy đơn hàng nên tồn kho thành phẩm và nguyên liệu vào cuối Q1/2020 tăng mạnh, lần lượt là +36% và +24% so với cùng kỳ Q1/2019.

V. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để xác định mức giá mục tiêu của VGG. Dữ liệu của nhóm doanh nghiệp so sánh là dữ liệu trong BCTC năm 2019 và giá cổ phiếu được lấy tại ngày 13/05/2020.

Với P/E trung bình của nhóm doanh nghiệp được so sánh là 7,04x và EPS forward 2020 của VGG là 4.657 đồng/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu của VGG là **32.800 đồng/cp** (thấp hơn 17,6% so với giá đóng cửa ngày 13/05/2020) và đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu VGG dựa trên các luận điểm đã trình bày trong báo cáo này.

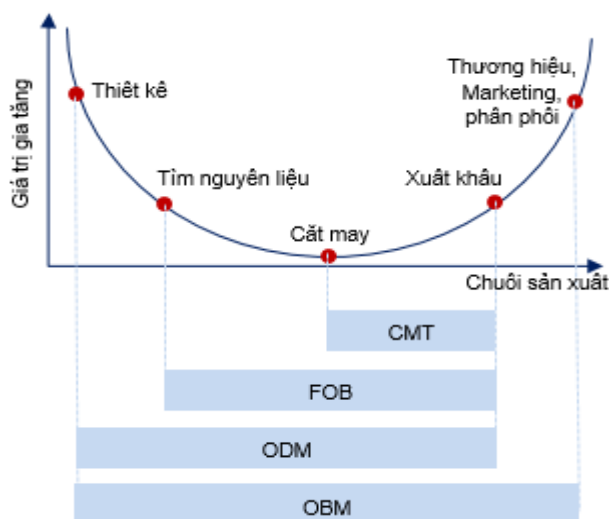
Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu (đồng)	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 2019 (tỷ đồng)	LNST 2019 (tỷ đồng)	P/E trailing (lần)
PPH	15.300	1.142,5	3.335,7	203,7	5,61
HUG	49.000	664,0	713,4	101,4	6,55
MNB	33.500	609,7	4.835,0	60,5	10,07
M10	21.000	647,1	3.350,8	68,4	9,28
HTG	20.800	452,3	4.253,6	116,7	4,01
MGG	41.900	377,1	2.545,7	56,3	6,69
Trung bình					7,04
VGG	39.800	1.701,0	9.035,6	418,1	4,00

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

VI. 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: FPTTS tổng hợp

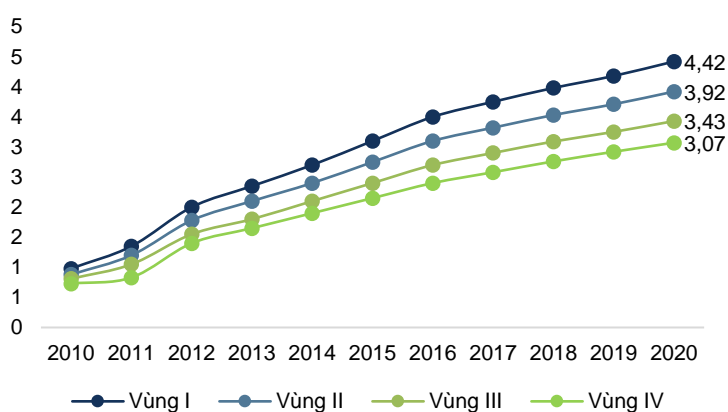
- **CMT** (Cut – Make – Trim): Bên đặt hàng sẽ cung cấp vải và mẫu thiết kế, doanh nghiệp chỉ thực hiện việc cắt may và xuất khẩu thành phẩm.
- **FOB** (Free On Board): Bên đặt hàng sẽ cung cấp mẫu thiết kế, doanh nghiệp chịu trách nhiệm mua vải và cắt may, sau đó xuất khẩu thành phẩm. Có hai hình thức 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: Công ty con, công ty liên doanh, liên kết (Trở về)

STT	Công ty con	Tỉnh thành	Sản phẩm chính	%Sở hữu
1	TNHH May Nam Thiên	TPHCM	Jacket & đồ thể thao	83,55
2	TNHH May Thuận Tiến	Bình thuận	Sơ mi	82,50
3	TNHH May Tiến Thuận	Ninh thuận	Jacket & đồ thể thao	82,50
4	TNHH May Xuất Khẩu Việt Hồng	Bến tre	Jacket & đồ thể thao	66,78
STT	Công ty liên doanh, liên kết	Tỉnh thành	Sản phẩm chính	%Sở hữu
1	TNHH Nhấn Thời Gian Việt Tiến	Bình Dương	Nhấn quần áo	49,00
2	CTCP May Tây Đô	Cần thơ	Sơ mi và quần tây	45,83
3	CTCP Cơ Khí Thủ Đức	TP.HCM	Cơ khí dệt may	45,15
4	Công ty TNHH Việt Khánh	Tiền giang	Jacket & đồ thể thao	40,00
5	Công ty Liên doanh sản xuất nút nhựa Việt Thuận	TP.HCM	Nút nhựa	40,00
6	TNHH Việt Long Hưng	Tiền Giang	Hàng may mặc	40,00
7	CTCP May Việt Tân	Tiền giang	Quần tây và quần khaki	34,98
8	CTCP Tổng hợp Ninh Thuận	Ninh Thuận	Kinh doanh xăng dầu, nhà hàng, khách sạn	34,98
9	CTCP May Tiền Tiến	Tiền giang	Thời trang nữ	33,30
10	CTCP May Việt Hưng	TP.HCM	Sơ mi	32,53
11	CTCT Việt Tiến - Đông Á	Đồng Nai	Dịch vụ cho thuê nhà xưởng	30,00
12	CTCP May Công Tiến	Tiền giang	Jacket & đồ thể thao	28,38
13	CTCP May Đồng Tiến	Đồng nai	Jacket & đồ thể thao, hàng dệt kim	26,06
14	CTCP May Vĩnh Tiến	Vĩnh long	Jacket & đồ thể thao	26,00
15	CTCP May Việt Thịnh	TP.HCM	Jacket, đồ thể thao, quần tây, veston	25,24
16	CTCP nguyên phụ liệu Dệt May Bình An	TP.HCM	Gia công, in, nhuộm vải; cho thuê kho bãi	20,85

Nguồn: VGG, FPTS tổng hợp

Phụ lục 3: Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng (Trở về)
Lương tối thiểu vùng giai đoạn 2010 - 2020


Nguồn: FPTS tổng hợp

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). Do đặc thù thâm dụng lao động, đây là khoản chi phí rất lớn đối với các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc.

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 0 cổ phiếu VGG, 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