

Khuyến nghị

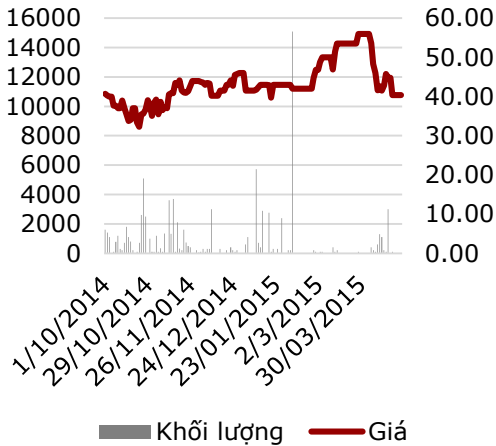
Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	58,260
Giá hiện tại (VND)	40,400
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	44%

MUA

Khuyến nghị:

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của HDM ở mức **58,260** đồng. Giá hiện tại của HDM trên sàn giao dịch là 40,400 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 44%.

ĐỒ THỊ GIÁ



Điểm nổi bật:

- ❖ **Ngành dệt may Việt Nam vẫn còn rất nhiều cơ hội phát triển như nâng cao chất lượng, hay ký các hợp đồng FOB để tăng GTGT.** Hiện Chính phủ đang đàm phán nhiều hiệp định thương mại tự do như hiệp định TPP hay hiệp định Việt Nam – EU. Các hiệp định này có ý nghĩa rất lớn với ngành dệt may nhờ bãi bỏ thuế quan.
- ❖ **Huegatex có năng lực sản xuất mạnh so với nhiều doanh nghiệp dệt may khác.** Hiện Công ty có khả năng sản xuất 12,000 tấn sợi, 1,200 tấn vải và 15 triệu sản phẩm may mặc một năm. Năng lực sản xuất này không dễ gì có được dù đầu tư 2,000 tỷ đồng. Dây chuyền sản xuất gần như khép kín giúp hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định. Công ty sẽ được lợi lớn nếu hiệp định TPP được ký kết do đáp ứng được yêu cầu xuất xứ từ sợi của Mỹ.
- ❖ **Huegatex có chuỗi cung ứng với độ tin cậy cao và linh hoạt.** Công ty nhập khẩu nguyên phụ liệu từ các đối tác nước ngoài có uy tín. Chất lượng sản phẩm và thời gian giao hàng cho các khách hàng luôn được Công ty đảm bảo. Đây là nền tảng vững chắc cho sự phát triển bền vững trong tương lai.
- ❖ **Huegatex rất chú trọng khâu quản trị năng lượng điện.** Trong những năm qua, Công ty đã hợp tác với những đối tác khác nhau nhằm tìm ra giải pháp đầu tư tiết kiệm chi phí điện. Việc này giúp Huegatex duy trì được lợi thế cạnh tranh nhờ giá thành rẻ.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá hiện tại (VND):	40,400
EPS (VND):	7,025
P/E:	5.75
Giá trị sổ sách (VND):	22,832
Hệ số Beta:	-0.07
KLGD trung bình:	340
KLCP đang niêm yết:	4,999,557
KLCP đang lưu hành:	4,999,557
Vốn hóa (Tỷ VND):	201.98

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Dệt may Việt Nam	65.54%
Công ty TNHH Tường Long	9.16%
Phạm Gia Định	4.31%
Nguyễn Bá Quang	3.23%
Công ty TM Bảo Long	2.23%

Điểm hạn chế:

- ❖ **Hiện nay, Huegatex đã đạt năng suất tối đa của các nhà máy.** Việc mở rộng sản xuất hoàn toàn phụ thuộc vào đầu tư mới và nâng cấp các nhà máy hiện tại. Đầu tư mới cần số vốn lớn và thời gian để lắp đặt các thiết bị.
- ❖ **Mất cân đối trong sản xuất dệt nhuộm khiến Huegatex phải nhập khẩu nguyên liệu vải với số lượng lớn từ nước ngoài.** Tình trạng này khiến số hợp đồng FOB Công ty ký được chưa cao.
- ❖ **Huegatex hoàn toàn phải nhập khẩu nguyên liệu bông.** Nếu giá bông thế giới tăng cao, chi phí nguyên liệu đầu vào sẽ tăng theo, dẫn đến giảm lợi nhuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

Thủy Dương - Hương Thủy - Thừa Thiên Huế

Tel: 84-(54) 38 64 337

Fax: 84-(54) 38 64 338

Website: <http://huegatex.com.vn>

Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F*	2016F*
DTT (tỷ đồng)	1,171.00	1,306.33	1,379.74	1,516.87	1,667.67
+/- yoy	15.36%	11.56%	5.62%	9.94%	9.94%
LNST (tỷ đồng)	32.68	34.42	35.12	45.51	83.38
+/- yoy	95.45%	5.32%	2.03%	29.54%	83.21%
TTS (tỷ đồng)	439.65	518.58	588.79	654.97	717.91
+/- yoy	29.04%	17.95%	13.54%	11.24%	9.61%
VCSH (tỷ đồng)	89.98	113.20	114.15	136.23	155.07
+/- yoy	41.63%	25.81%	0.84%	19.34%	13.82%
Nợ/TTS	0.80	0.78	0.81	0.79	0.78
TS LN gộp	11.56%	11.87%	11.44%	12.33%	12.98%
TS LN ròng	2.79%	2.63%	2.55%	3.00%	4.99%
EPS (đồng)	6,537	6,883	7,025	9,103	16,677
ROA	7.43%	6.64%	5.69%	6.95%	11.61%
ROE	36.32%	30.41%	30.77%	33.41%	53.72%

**Dự phóng các chỉ tiêu năm 2015 và 2016 dựa vào giả định hiệp định TPP sẽ được ký kết vào năm 2015*

TỔNG QUAN

MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P07
Phân tích tài chính	P08
Triển vọng	P09
Định giá	P10

Lịch sử thành lập

Công ty Cổ phần Dệt may Huế (Huegatex) được cổ phần hóa năm 2004 theo quyết định của Bộ trưởng Bộ Công nghiệp. Công ty đã đạt được nhiều thành tích trong sản xuất kinh doanh và liên tiếp nhận được bằng khen của Chính phủ.

Cổ phiếu HDM được niêm yết trên sàn UPCOM từ ngày 29/12/2009. Kể từ 2008 đến nay, Công ty đã tăng vốn điều lệ một lần vào năm 2012 thông qua phát hành cổ phiếu thưởng. Vốn điều lệ tại thời điểm hiện tại của Huegatex là 50 tỷ đồng. Thông tin tăng vốn chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2008	30,000
2012	50,000

Cơ cấu cổ đông

Tính đến 30/03/2015, các cổ đông lớn nhất của Huegatex bao gồm Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex), Công ty TNHH Tường Long và ông Phạm Gia Định. Thông tin cổ đông chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Vinatex	65.54	31/12/2013
Công ty TNHH Tường Long	9.16	31/12/2013
Phạm Gia Định	4.31	30/03/2015
Nguyễn Bá Quang	3.23	31/12/2013
Công ty TNHH Thương mại Bảo Long	2.23	31/12/2013

Hiện tại, 98.78% cổ phiếu HDM đang lưu hành được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước, 1.22% còn lại được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài.

Ban lãnh đạo

Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc của Công ty là ông Nguyễn Bá Quang. Ông Quang cùng nhiều thành viên khác trong ban điều hành đều được Vinatex giao làm đại diện phần vốn Nhà nước tại Huegatex.

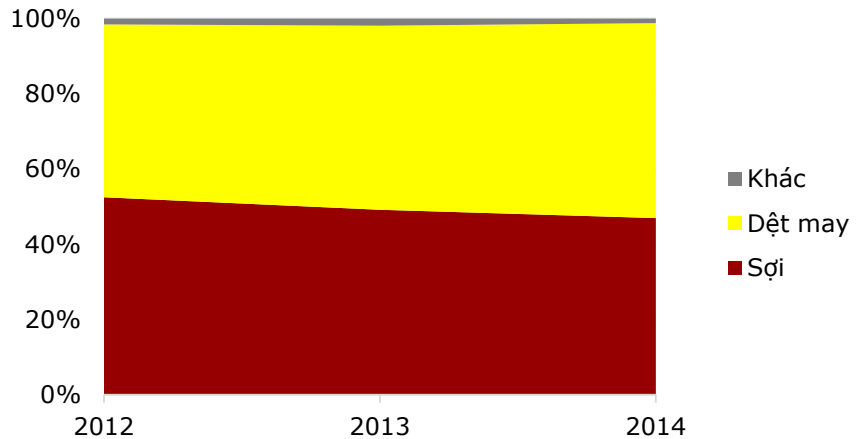
Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chức vụ khác
Chủ tịch	Nguyễn Bá Quang	Tổng Giám đốc
Thành viên	Hồ Ngọc Lan	Phó Tổng Giám đốc
Thành viên	Trần Hữu Phong	Phó Tổng Giám đốc

Một điểm cần lưu ý là toàn bộ thành viên HĐQT đều giữ các chức vụ cao nhất trong Ban điều hành Công ty. Cơ cấu này có thể làm giảm tính minh bạch trong công tác điều hành vì thực chất cơ cấu này làm mất đi một bộ phận quản lý hoạt động của Công ty.

Một điểm nữa cần lưu ý trong việc quản trị công ty là trình độ nghiệp vụ yếu của phòng Tài chính Kế toán đã dẫn đến việc hạch toán sai quy định một số khoản như khấu hao TSCĐ hay chi phí nâng cấp TSCĐ vào chi phí SXKD trong năm 2013. Kết quả là Huegatex đã bị truy thu 3 tỷ đồng tiền thuế và phải chịu nộp phạt hơn 2 tỷ đồng.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu



Dựa vào cơ cấu doanh thu, có thể thấy Huegatex hoạt động trong ngành dệt may, gồm hai mảng chính là sản xuất sợi và dệt may. Trong giai đoạn 2012 - 2014, hai hoạt động sản xuất này luôn có tỉ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của Công ty, từ 46% đến 52%.

Năm 2014, Huegatex sản xuất được 12,017 tấn sợi. Trong đó, hơn 50% sản lượng được xuất khẩu sang các nước Thổ Nhĩ Kỳ, Ai Cập và Bồ Đào Nha. Phần còn lại được sử dụng cho nhà máy dệt nhuộm và bán cho các doanh nghiệp trong nước.

Cũng trong năm 2014, sản lượng vải dệt kim đạt 1,000 tấn và may đạt 15.1 triệu sản phẩm. Sản phẩm dệt kim được sử dụng phục vụ cho các nhà máy may của Công ty. Hoạt động gia công chủ yếu phục vụ cho việc xuất khẩu theo hợp đồng CMT hoặc FOB sang các nước Mỹ, Nhật Bản, EU, Đài Loan và Hàn Quốc. Đây là hoạt động phát triển nhanh nhất của HDM.

Năng lực sản xuất

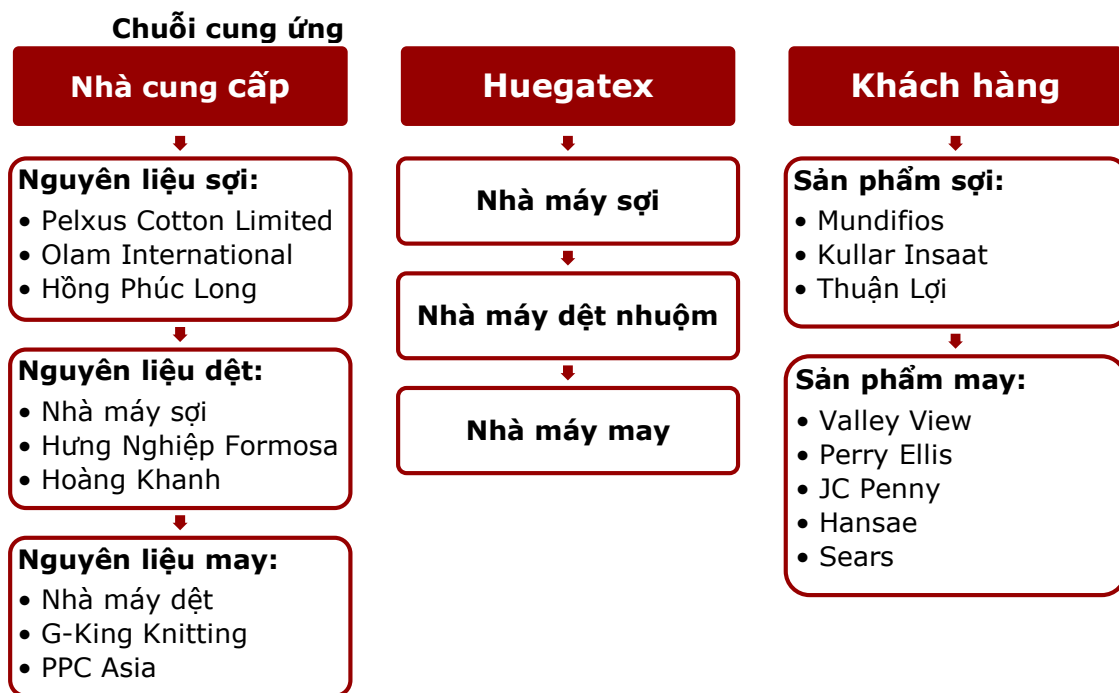
Huegatex hiện có 1 nhà máy sợi, 1 nhà máy dệt nhuộm và 3 nhà máy may cùng 1 xí nghiệp cơ điện chuyên xây dựng, quản lý và sửa chữa chạm điện 110/6KV cho các nhà máy sản xuất. **Năng lực sản xuất của Công ty tạo ra lợi thế cạnh tranh lớn vì 2,000 tỷ đồng đầu tư mới chưa chắc đạt được năng lực tương đương.**

Nhà máy sợi hiện có 60,000 cọc với công suất 12,000 tấn sợi một năm, sản xuất các loại sợi chất lượng tốt như sợi PE, sợi cotton chải thô và chải kỹ. Những năm qua, Huegatex liên tục đầu tư thêm cho nhà máy sợi nhằm nâng cao chất lượng và giảm chi phí sản xuất. Trong năm 2014, Công ty đã đầu tư thêm hơn 52 tỷ đồng cho nhà máy sợi. Theo kế hoạch, một nhà máy sợi mới với 25,000 cọc sẽ được hoàn thành trong năm 2015.

Nhà máy dệt nhuộm hiện có công suất 1,200 tấn vải dệt kim một năm. Các thiết bị dệt kim, nhuộm và hoàn tất đều được nhập khẩu từ Đức, Thụy Sĩ và Đài Loan.

3 nhà máy may hiện có 50 chuyền may, công suất 15 triệu sản phẩm một năm. Quý IV 2012, 15 chuyền may mới đã được đưa vào hoạt động, góp phần tăng công suất tối đa lên hơn 60% so với trước đây. Các sản phẩm may chủ yếu của Công ty là áo sơ mi, áo phông, áo khoác và quần ngắn.

Khả năng sản xuất gần như khép kín của Huegatex và tự cung ứng được một phần nguyên liệu đầu vào giúp việc sản xuất kinh doanh ổn định hơn so với nhiều công ty khác. **Chúng còn giúp cho Công ty được hưởng lợi lớn nếu hiệp định TPP được ký kết do khả năng đáp ứng quy tắc xuất xứ từ sợi do phía Mỹ đặt ra.**



Để phục vụ hoạt động của nhà máy sợi, Huegatex nhập khẩu bông chủ yếu từ Châu Phi, Châu Mỹ và Tây Á; xơ PE được mua từ Công ty Hồng Phúc Long. Nhà cung cấp bông lớn nhất của Công ty là Pelxus Cotton Limited. Bông và xơ PE sẽ được xử lý tại nhà máy sợi tạo thành các sản phẩm sợi. Sợi làm ra một phần được cung cấp cho nhà máy dệt, một phần được xuất khẩu sang các nước Thổ Nhĩ Kỳ, Ai Cập và Bồ Đào Nha, phần còn lại được bán cho các đơn vị trong nước.

Nhà máy dệt ngoài sử dụng sợi do Công ty làm ra còn mua sợi từ công ty Hưng Nghiệp Formosa. Các loại hóa chất dùng cho việc nhuộm được mua từ các công ty trong nước như VIMIN Việt Nam. Toàn bộ sản phẩm dệt kim hoàn thành được sử dụng trong 3 nhà máy may.

Các nhà máy may sử dụng vải của nhà máy dệt nhuộm, đồng thời nhập khẩu vải từ các đối tác nước ngoài như G-King Knitting hay Yauken Industrial. Các loại phụ liệu được mua từ các công ty trong và ngoài nước. Thành phẩm phần lớn được bán cho các khách hàng nước ngoài mà chủ yếu là các khách hàng Mỹ như Perry Ellis, JC Penny hay Sears. **Mối quan hệ sẵn có với các khách hàng Mỹ sẽ giúp Huegatex khai thác tối đa hiệp định TPP.**

Chuỗi cung ứng nguyên liệu đầu vào của Huegatex có độ tin cậy trong giao hàng cao. Trong năm 2012, các loại nguyên liệu đều được các đối tác cung ứng đúng thời hạn, tỉ lệ đúng hẹn trên 98%. Hơn nữa, tỉ lệ phần nản của Huegatex về chất lượng các loại nguyên phụ liệu đều dưới 5%. Lý do là vì các nhà cung cấp đều là những công ty lớn, uy tín, hoạt động lâu năm trong chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu.

Các sản phẩm do Huegatex cung cấp cho khách hàng cũng có độ tin cậy rất cao trong giao hàng. Tỉ lệ giao hàng đúng hẹn của Công ty luôn đạt trên 99%. Tỉ lệ phần nản của khách hàng với các sản phẩm sợi dưới 0.15% và với các sản phẩm may dưới 1%. Kết quả này có được là do bộ phận quản lý chất lượng làm tốt công tác kiểm soát, đặc biệt là với các hợp đồng của khách hàng nước ngoài.

Chúng tôi đánh giá Huegatex có chuỗi cung ứng mạnh và linh hoạt. Tuy còn một vài mắt xích yếu hơn trong cung ứng phụ liệu nhưng chúng không gây rủi ro cho hoạt động sản xuất kinh doanh. **Chuỗi cung ứng này là một nền tảng rất vững chắc, đảm bảo cho chất lượng sản phẩm luôn đạt yêu cầu của khách hàng và nhờ đó Công ty sẽ có thêm nhiều đơn hàng giá trị.**

Quản trị năng lượng điện

Sản xuất dệt may có đặc thù là sử dụng rất nhiều năng lượng điện do tỉ lệ tự động hóa tại tất cả các khâu đều cao. Ý thức được điều này, trong những năm gần đây Huegatex đã rất chú trọng vào công tác quản trị năng lượng. Công ty có xí nghiệp điện cơ điện riêng để phục vụ lắp đặt, bảo trì và nâng cấp trạm điện 110/6KV cho các nhà máy sản xuất. Ngoài ra, Công ty còn hợp tác với Trung tâm Tư vấn công nghiệp và Tiết kiệm năng lượng Thừa Thiên Huế và công ty TNHH Systech nhằm tối ưu hóa việc sử dụng năng lượng trong sản xuất.

Năm 2011, Huegatex đã thực hiện nhiều giải pháp và đầu tư 720 triệu đồng cho việc tiết kiệm điện. Kết quả Công ty đã tiết kiệm được gần 500 triệu đồng một năm và chỉ mất hơn một năm để thu hồi vốn. Từ đó đến nay, Công ty còn áp dụng công nghệ biến tần ABB của Systech giúp tiết kiệm được gần 1 tỷ đồng một năm dù mức đầu tư chỉ khoảng 1.3 tỷ đồng.

Việc đầu tư tiết kiệm điện trực tiếp tăng lợi nhuận cho Huegatex nhờ giảm chi phí sản xuất. Ngoài ra, nó còn giúp duy trì giá thành thấp so với các đối thủ cạnh tranh trong và ngoài nước, đóng góp vào sự phát triển bền vững của Công ty.

Hạn chế trong hoạt động kinh doanh

Trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình, Huegatex gặp phải một số hạn chế nhất định như sản lượng đã gần đạt năng suất tối đa, sự không cân xứng của sản xuất dệt nhuộm so với sợi và may, cũng như việc không chủ động được nguyên liệu bông.

Sản phẩm	Đơn vị	2014	Năng suất tối đa
Sợi	Tấn	12,017	12,000
Vải	Tấn	1,000	1,200
May mặc	Triệu SP	15.10	15.00

Qua so sánh giữa sản lượng năm 2014 và năng suất tối đa, có thể thấy Huegatex đã hoạt động trên cả mức công suất thiết kế của mình. Khả năng sản xuất của Công ty đang bị giới hạn, khó có thể ký thêm được nhiều hợp đồng dù chất lượng sản phẩm đáp ứng được yêu cầu của khách hàng. Công ty hiện đang khắc phục vấn đề này bằng việc tiếp tục đầu tư nâng cấp các nhà máy hiện có cũng như đầu tư thêm một nhà máy sợi và may mới. Mở rộng sản xuất sẽ giúp Huegatex phát triển dựa trên nền tảng những lợi thế có sẵn.

Nhìn vào năng lực sản xuất của Huegatex có thể thấy sự mất cân đối trong các khâu sản xuất. Năng lực của nhà máy dệt nhuộm chỉ bằng 10% của nhà máy sợi. Trong khi đó, nhà máy may vẫn phải nhập nhiều vải từ các nhà cung cấp nước ngoài. Việc đầu tư mở rộng nhà máy dệt nhuộm có rủi ro là không khai thác hết năng suất do việc sản xuất phụ thuộc vào đơn hàng FOB mà Công ty nhận được. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này không cao nhờ chất lượng và năng lực của Huegatex đã được khẳng định.

Do vậy, việc mở rộng nhà máy dệt nhuộm là hết sức cần thiết. Đặc biệt khi hiệp định TPP được ký kết, nó sẽ giúp Công ty phát triển mạnh hơn việc xuất khẩu sang thị trường Mỹ.

Hiện tại, nguyên liệu bông hoàn toàn được nhập từ các đối tác nước ngoài. Đây cũng là tình trạng chung của phần lớn các doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam. Việc không chủ động được nguyên liệu đầu vào có thể khiến chi phí tăng cao như năm 2011 khi giá bông thế giới đạt mức kỷ lục do thiếu nguồn cung cấp. Tuy nhiên những năm gần đây giá bông đã giảm và ổn định. Nếu không có thiên tai nặng tại các vùng nguyên liệu bông trên thế giới thì việc giá bông tăng cao trở lại là rất khó.

Như vậy, những hạn chế hiện tại không gây nhiều rủi ro cho hoạt động sản xuất kinh doanh của Huegatex. Chúng có thể được khắc phục bằng việc đầu tư mở rộng sản xuất trong những năm tới.

PHÂN TÍCH NGÀNH

Tình hình hiện tại

Huegatex là một trong 40,000 doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam. Ngành dệt may luôn là một trong hai ngành dẫn đầu về kim ngạch xuất khẩu trong 10 năm qua, sử dụng khoảng 10% số lao động công nghiệp của cả nước. Từ năm 2009 đến 2014, tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành đạt 21.99% một năm, đóng góp trên 10% cho GDP. Ngành dệt may Việt Nam hiện xếp thứ 5 trên thế giới và xếp thứ 2 tại thị trường Mỹ về xuất khẩu.

Có được kết quả ấn tượng này chủ yếu là do Việt Nam có chi phí sản xuất thấp và nguồn lao động dồi dào. Với tình hình kinh tế xã hội hiện tại, ngành dệt may có lợi thế chi phí nhân công, điện, nước và thuế đất thấp so với các nước khác. Dù lương cơ bản đang tăng trong những năm gần đây nhưng chúng ta vẫn duy trì được lợi thế nhân công giá rẻ nếu so với Trung Quốc, quốc gia xuất khẩu may mặc lớn nhất thế giới, và một số quốc gia khác.

Đơn vị: Tỷ USD	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kim ngạch xuất khẩu	9.07	11.20	14.04	15.18	20.10	24.50
+/- yoy (%)	-0.59%	23.54%	25.38%	8.07%	32.42%	21.89%
Kim ngạch nhập khẩu	5.25	7.08	11.21	11.36	13.55	15.80
+/- yoy (%)	-9.56%	34.91%	58.23%	1.37%	19.22%	16.60%
KNXK/KNNK	0.58	0.63	0.80	0.75	0.67	0.64

Dù phát triển nhanh trong những năm qua, ngành dệt may Việt Nam vẫn gặp phải những thách thức giống như Huegatex. Đầu tiên, bông tuy là nguyên liệu quan trọng trong dệt may, chiếm 60% giá thành phẩm, nhưng sản xuất bông trong nước giảm đáng kể từ từ năm 2000 đến 2010, năng suất chỉ còn 3,500 tấn một năm. Nguyên liệu bông hiện tại vẫn đang phải nhập khẩu trên 95%.

Ngành sợi tuy phát triển nhanh nhưng chưa đa dạng về sản phẩm, chất lượng không cao, chỉ tập trung vào phân khúc thấp và trung bình. Thực trạng này dẫn đến cung cầu trong nước chưa phù hợp với nhau. Các công ty dệt may vẫn phải nhập sợi chất lượng cao để đáp ứng yêu cầu của khách hàng.

Ngành dệt may Việt Nam còn có sự mất cân đối trong phát triển sản xuất dệt nhuộm. Nhiều máy móc thiết bị đã sử dụng trên 20 năm, năng suất chỉ bằng 30% nếu so với Trung Quốc. Tương tự như sợi, chất lượng vải trong nước còn thấp, khó đáp ứng được nhu cầu của khách hàng. Nguyên nhân chủ yếu là do mâu thuẫn trong chính sách và thiếu chuỗi cung ứng trong nước để hỗ trợ các ngành cùng phát triển.

Về sản xuất may mặc, năng suất của lao động dệt may còn thấp, bình quân đạt 1.5 USD một giờ, chỉ bằng một nửa của ngành may Thái Lan và Indonesia. Hơn nữa các hợp đồng cho ngành dệt may Việt Nam chủ yếu là gia công ở mức độ thấp CMT và FOB. Rất ít doanh nghiệp có hợp đồng ODM, cấp cao nhất của việc gia công. Do vậy, tỉ lệ GTGT của ngành may Việt Nam không cao.

Nhìn chung ngành dệt may Việt Nam vẫn chưa phát triển hết tiềm năng, chưa có các cụm công nghiệp hoàn chỉnh sản xuất từ bông, sợi cho đến dệt may. **Điều này dẫn đến tỉ trọng nhập khẩu so với xuất khẩu của ngành dệt may vẫn còn rất cao. Hiện chúng ta còn quá phụ thuộc vào nguồn nguyên phụ liệu từ Trung Quốc, vấn đề này cần phải được khắc phục trong tương lai.**

Ngoài ra, chính sách duy trì tỉ giá ổn định so với USD bất chấp lạm phát cùng với việc tăng lương cơ bản đã khiến các doanh nghiệp bị tăng chi phí sản xuất.

Tiềm năng phát triển

Nhìn từ thực tế có thể thấy ngành dệt may Việt Nam vẫn còn rất nhiều cơ hội phát triển như nâng cao chất lượng, hay ký các hợp đồng FOB để tăng GTGT. Tiềm năng để tăng trưởng lợi nhuận còn rất lớn cho toàn ngành. Với việc tích cực đầu tư trong những năm gần đây, dệt may Việt Nam sẽ dần hiện thực hóa tiềm năng này. Đây mới chỉ là tính đến xuất khẩu, chưa kể đến thị trường nội địa còn khá lớn.

Hiện Chính phủ đang đàm phán nhiều hiệp định thương mại đa phương và song phương như hiệp định TPP hay hiệp định Việt Nam – EU. Các hiệp định này có ý nghĩa rất lớn với ngành dệt may nhờ bãi bỏ thuế quan. **Đặc biệt hiệp định TPP và Việt Nam – EU có vai trò đặc biệt quan trọng do các nước TPP là khu vực nhập khẩu may mặc lớn nhất của Việt Nam còn EU là khu vực nhập khẩu may mặc lớn nhất thế giới.**

Đối với thị trường TPP, mà chủ yếu là Mỹ, trong năm 2014 dệt may Việt Nam đã xuất khẩu khoảng 12 tỷ USD. Mức thuế trung bình hiện tại áp dụng cho dệt may Việt Nam là 15%, có nghĩa là chúng ta đóng thuế nhập khẩu khoảng 1.8 tỷ USD một năm. Đây là con số rất lớn, khoảng 1% GDP năm 2014. **Khi thuế suất được bãi bỏ, ngành dệt may sẽ được hưởng lợi một phần trong số 1.8 tỷ USD tiền thuế. Hơn nữa, khi đó chúng ta sẽ có lợi thế cạnh tranh hơn hẳn các nước khác nhờ chi phí thấp hơn, việc tăng gấp đôi kim ngạch xuất khẩu vào thị trường này là hoàn toàn có thể.**

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	787.84	1,015.09	1,171.00	1,306.33	1,379.74
Lợi nhuận gộp	87.69	96.87	135.40	155.05	157.87
Lợi nhuận từ HĐKD	22.21	20.64	38.75	43.69	42.82
Lợi nhuận ròng	19.66	16.72	32.68	34.42	35.12
+/- yoy (%)	401.53%	-15.96%	95.45%	5.32%	2.03%
EPS	6,553	3,344	6,537	6,883	7,025

Nhìn chung Huegatex có kết quả tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp tốt trong những năm qua. Doanh thu 2014 tăng gần gấp đôi so với năm 2010, bình quân tăng gần 15.04% một năm. Lợi nhuận gộp trong giai đoạn này còn tăng trưởng ấn tượng hơn, bình quân hơn 15.83% một năm.

Tuy nhiên, lợi nhuận ròng lại giảm trong năm 2011. Nguyên nhân chủ yếu là trong năm này chi phí tài chính của Công ty tăng cao do lãi suất ngân hàng tăng cao.

Năm 2015, Huegatex đặt mục tiêu doanh thu 1,490 tỷ đồng, tăng 7.9% so với năm 2014. Ngoài ra, tiếp tục truyền thống trả cổ tức cao trong các năm trước, Huegatex sẽ trả 45% cổ tức trong năm 2014.

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
Khả năng thanh toán					
Chỉ số thanh toán hiện hành	0.90	0.98	1.05	1.03	1.02
Chỉ số thanh toán nhanh	0.44	0.53	0.57	0.59	0.64
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.05	0.05	0.05	0.16	0.13
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.16	0.15	0.14	0.18	0.18
Vốn vay/Tài sản	0.60	0.61	0.50	0.50	0.51
Công nợ/Tài sản	0.86	0.81	0.80	0.78	0.81
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền khách hàng	49	39	47	41	52
Thời gian TB xử lý hàng tồn kho	54	33	39	34	35
Thời gian TB trả cho nhà cung cấp	18	11	16	9	11

Chu kì tiền tệ	84	61	70	66	77
Tỉ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	11.13%	9.54%	11.56%	11.87%	11.44%
Lãi hoạt động/Doanh thu	2.82%	2.03%	3.31%	3.34%	3.10%
Lãi trước thuế/Doanh thu	2.95%	1.98%	3.38%	3.46%	3.22%
Lãi ròng/Doanh thu	2.50%	1.65%	2.79%	2.63%	2.55%
ROA	5.32%	4.91%	7.43%	6.64%	5.96%
ROE	38.92%	26.32%	36.32%	30.41%	30.77%

Khả năng thanh toán: Nhìn chung trong những năm qua, các chỉ số thanh toán của Huegatex ngày càng được cải thiện. Tài sản lưu động của Công ty chủ yếu là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho. Việc quản lý tốt hai loại tài sản này sẽ giúp Công ty dễ dàng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

Cấu trúc tài chính: Tỉ lệ vốn vay và công nợ trên tổng tài sản của Huegatex đang có chiều hướng giảm dần trong những năm gần đây. Điều này sẽ giúp cải thiện khả năng thanh toán và giảm chi phí lãi vay của Công ty. Tuy nhiên tỉ lệ nợ dài hạn đang tăng lên do Công ty vay vốn để đầu tư mở rộng sản xuất.

Hiệu quả hoạt động: Các chỉ số cho thấy Huegatex có hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt. Thời gian trung bình thu tiền khách hàng và xử lý hàng tồn kho được duy trì ổn định qua các năm.

Tỉ suất sinh lời: Huegatex có các chỉ số sinh lời tương đối ổn định trong giai đoạn 2010-2014. Điều này phản ánh hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định của Công ty. Tuy nhiên, lợi nhuận biên vẫn còn thấp, dưới 3%. Với việc đầu tư nâng cấp và mở rộng máy móc thiết bị, chúng tôi cho rằng tỉ suất sinh lời của Huegatex sẽ được cải thiện trong năm 2015 và những năm tới.

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	HDM	TCM	TNG	GMC	NPS	TET
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	201.98	1,310.96	213.23	345.74	38.63	105.45
EPS cơ bản (VND)	7,025	2,810	1,991	5,027	1,634	459
Book Value (VND)	22,832	15,336	15,538	18,984	16,159	11,780
P/E cơ bản	5.75	9.50	7.23	5.91	10.89	37.04
P/B	1.77	1.74	0.93	1.56	1.10	1.44
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.13	0.14	0.01	0.07	0.11	1.20
TSLD/Nợ ngắn hạn	1.02	1.07	0.78	1.12	0.50	1.42
Vay dài hạn/Tài sản	0.18	0.15	0.13	0.00	0.00	0.00
Vốn vay/Tài sản	0.51	0.45	0.71	0.24	0.14	0.00
Công nợ/Tài sản	0.81	0.60	0.82	0.59	0.56	0.24
Lãi gộp/Doanh thu	11.44%	13.95%	18.82%	13.98%	20.27%	36.10%
Lãi ròng/Doanh thu	2.55%	5.22%	2.42%	3.90%	6.49%	5.11%
ROA	5.96%	7.01%	2.72%	9.39%	4.43%	3.08%
ROE	30.77%	19.76%	13.36%	28.79%	9.63%	3.87%

So với các doanh nghiệp cùng ngành, Huegatex có giá trị vốn hóa ở mức vừa. Công ty có lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách cao nhất trong các công ty được so sánh. Tỉ lệ vốn vay trên tổng tài sản của Công ty cao do việc sử dụng vay nợ để đầu tư phát triển. Tuy có chỉ số ROA và ROE cao nhưng biên lợi nhuận của Huegatex lại thấp nhất trong ngành. Lý do là vì tỉ lệ các hợp đồng gia công FOB vẫn chưa cao, cộng thêm chi phí tài chính lớn so với lợi nhuận gộp.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Chúng tôi đánh giá Huegatex có triển vọng tốt trong thời gian tới do các lợi thế cạnh tranh của Công ty như khả năng sản xuất gần như khép kín, chuỗi cung ứng chất lượng cao và ổn định và khả năng đáp ứng quy tắc xuất xứ từ sợi của Mỹ.

Việc đầu tư mở rộng các nhà máy cùng với chuỗi cung ứng mạnh sẵn có sẽ giúp Huegatex nâng cao năng lực của mình cũng như ký thêm được nhiều hợp đồng mới. Từ đó doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng lên đáng kể.

Ngoài ra việc chuyển sản niêm yết của HDM trong thời gian tới sẽ giúp Công ty tiếp cận được với một kênh huy động vốn hiệu quả là thị trường chứng khoán. Đây là điều kiện thuận lợi giúp cho HDM dễ dàng hiện thực hóa được các kế hoạch đầu tư của mình.

Trong trường hợp hiệp định TPP được ký kết, nhờ khả năng đáp ứng quy tắc xuất xứ từ sợi của Mỹ, Huegatex sẽ là một trong những doanh nghiệp Việt Nam được hưởng lợi lớn nhất. Nếu đầu tư hợp lý, Công ty hoàn toàn có khả năng tăng gấp đôi doanh thu hiện tại vào năm 2025.

Dự phóng doanh thu không có TPP

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Sợi	712.83	769.86	831.45	897.96	969.80	1,047.39
Dệt may	786.29	849.19	917.13	990.50	1,069.74	1,155.32
Khác	17.75	18.63	19.56	20.54	21.57	22.65
Tổng	1,516.87	1,637.69	1,768.14	1,909.01	2,061.11	2,225.35

Dư phóng doanh thu có TPP

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Sợi	712.83	784.12	878.21	940.94	1,053.85	1,180.31
Dệt may	786.29	864.92	968.71	1,077.22	1,206.48	1,351.26
Khác	17.75	18.63	19.56	20.54	21.57	22.65
Tổng	1,516.87	1,667.67	1,866.48	2,038.70	2,281.91	2,554.23

ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu HDM, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là phương pháp DFCF trong hai tình huống không có TPP và có TPP và phương pháp P/E.

Phương pháp DFCF không có TPP

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	1,516.87	1,637.69	1,768.14	1,909.01	2,061.11	2,225.35
LNST	45.51	65.51	88.41	114.54	144.28	155.77
Lãi suất (1-T)	30.34	32.75	35.36	38.18	41.22	44.51
Khấu hao TSCĐ	54.61	58.96	63.65	68.72	74.20	80.11
Đầu tư vào TSCĐ	160.00	30.00	30.00	40.00	40.00	50.00
Dòng tiền tự do (FCFF)	(29.55)	127.22	157.42	181.44	219.70	230.39
Giá trị hiện tại (NPV)	(29.55)	114.61	127.77	132.67	144.72	136.73
Giá trị doanh nghiệp						626.95
Giá trị nợ						474.64
Số lượng cổ phiếu						4,999,557
Giá trị cổ phiếu (đồng)						30,465

Phương pháp DFCF có TPP

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	1,516.87	1,667.67	1,866.48	2,038.70	2,281.91	2,554.23
LNST	45.51	83.38	111.99	163.10	273.83	306.51
Lãi suất (1-T)	30.34	33.35	37.33	40.77	45.64	51.08
Khấu hao TSCĐ	54.61	60.04	67.19	73.39	82.15	91.95
Đầu tư vào TSCĐ	160.00	40.00	40.00	60.00	60.00	80.00
Dòng tiền tự do (FCFF)	(29.55)	136.77	176.51	217.26	341.62	369.54
Giá trị hiện tại (NPV)	(29.55)	123.22	143.26	158.86	225.03	219.31
Giá trị doanh nghiệp						840.13
Giá trị nợ						474.64
Số lượng cổ phiếu						4,999,557
Giá trị cổ phiếu (đồng)						73,104

Phương pháp P/E

	TB ngành	HDM	Giá
P/E	8.5	7,025	56,200

Khuyến nghị

Mức giá trung bình của 3 kết quả định giá theo tỉ trọng lần lượt là 25%, 50% và 25% là **58,260** đồng cho mỗi cổ phiếu. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu HDM, tầm nhìn đầu tư 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 44%.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Khánh

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q. Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

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

VŨ THỊ THU TRANG

Trưởng phòng Phân tích

trangvtt@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

NGUYỄN KHÁNH

Chuyên viên Phân tích

khanhnquyen@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649