

Báo cáo ngành

19/08/2022



Ngành dệt may

Cảm nhận sức nóng từ lạm phát

- Tổng giá trị xuất khẩu dệt may tăng 21,6% svck trong 6T22, chỉ hoàn thành 44% kế hoạch năm 2022.
- Chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát và chênh lệch tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dệt may trong 2 quý tới.
- Do đó, chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với cổ phiếu ngành dệt may.

Kim ngạch xuất khẩu dệt may duy trì đà tăng trưởng trong Q2/22

Giá trị xuất khẩu dệt may tăng 17,8% svck trong Q2/22, và 21,6% svck trong 6T22 nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ cả thị trường Mỹ và EU. Nhờ đó, tổng doanh thu Q2/22 của các công ty dệt may niêm yết tăng 22,4% svck, thấp hơn 10,2% so với Q1/22. Nhìn chung, biên LN gộp giảm 1,1 điểm % svck do giá nguyên liệu đầu vào (bông, polyester) tăng. LN ròng của toàn ngành tăng 19,5% svck trong quý 2/22 và 32,0% svck trong 6T22. Đáng chú ý, một số công ty dệt may đã ghi nhận khoản lỗ lớn từ chênh lệch tỷ giá do đồng EUR yếu đi.

Khó khăn “kép”: nhu cầu giảm và rủi ro tỷ giá hối đoái

Lạm phát gia tăng và thắt chặt tài chính đã phủ bóng đen lên kinh tế Mỹ và châu Âu, dẫn đến sự suy giảm nhu cầu toàn cầu kể từ Q2/22. Chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng LN ròng của các công ty dệt may sẽ chậm lại trong 6 tháng cuối năm 2022 do một số khách hàng đã hoãn các đơn đặt hàng trong Q3/22 do lượng hàng tồn kho cao. Trong khi đó, các đơn đặt hàng trong Q4/22 bị chậm lại do lo ngại lạm phát. Ngoài ra, đồng EUR đã giảm xuống dưới 1,02 đô la vào ngày 07/07/2022, thấp nhất trong 20 năm qua, gần tương đương với đồng USD. Chúng tôi cho rằng LN ròng của MSH và TNG có thể bị giảm 5-10% trong nửa cuối năm 2022 so với 6T22 do lỗ chênh lệch tỷ giá.

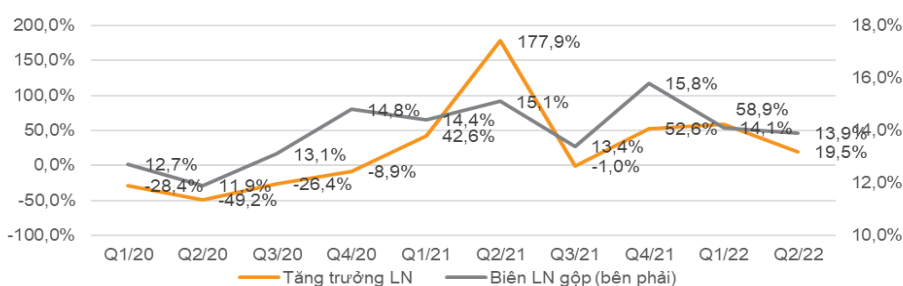
Giá nguyên liệu đầu vào sẽ hạ nhiệt trong Q4/22

Chúng tôi thấy rằng giá hạt PET và giá bông đã giảm lần lượt 15,9% và 40,3% so với mức đỉnh vào tháng 3 sau khi giá dầu đi xuống. Chúng tôi cho rằng giá sợi và vải đều sẽ hạ nhiệt trong Q4/22, theo sau giá các nguyên liệu đầu vào khác. Chúng tôi dự báo trong nửa sau 2022, biên LN gộp của các công ty sợi bông giảm 1,0-1,5 điểm % so với 6T22 do giá bông giảm dần trong nửa cuối năm 2022 trước khi đi ngang trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của TCM, GIL, MSH sẽ được cải thiện vào năm 2023 nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm và nhu cầu phục hồi đối với các sản phẩm cao cấp.

Chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với ngành dệt may

Giá cổ phiếu dệt may đã giảm khoảng 30,5% so với đầu năm sau đợt điều chỉnh và hiện đang được giao dịch ở mức 11 lần PE trung bình. Chúng tôi cho rằng định giá cổ phiếu dệt may đã tương đối hợp lý do nhu cầu toàn cầu giảm và áp lực lạm phát vẫn còn tồn tại ít nhất là trong nửa cuối năm 2022. Tiềm năng tăng giá là lạm phát được kiểm soát tốt hơn dự kiến tại Mỹ. Rủi ro giảm giá là giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh hơn dự kiến.

Hình 1: Tăng trưởng LN ròng và biên LN gộp của các DN dệt may niêm yết (Đơn vị: tỷ VND)



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



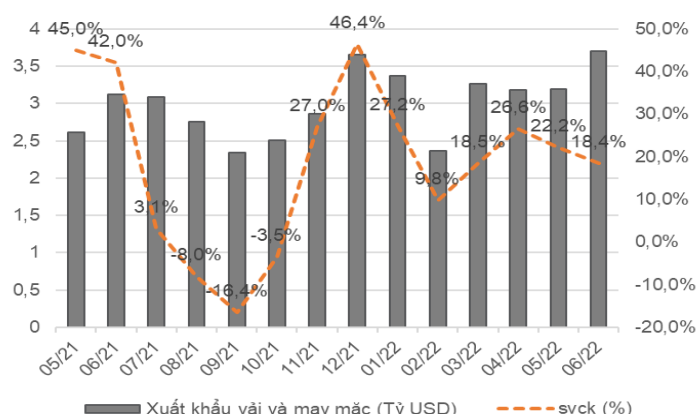
Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM 6T22

Kim ngạch xuất khẩu vải và may mặc

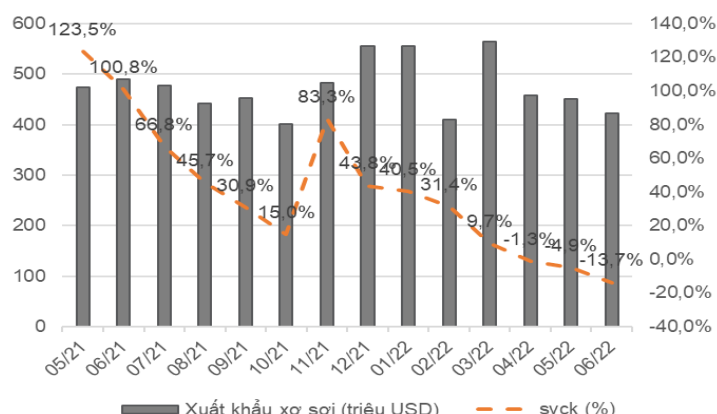
Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may vẫn duy trì đà tăng trưởng nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường Mỹ và châu Âu, cùng với sự chuyển dịch đơn hàng may mặc từ Trung Quốc và Sri Lanka do chính sách "zero-Covid" ở Trung Quốc và bất ổn chính trị ở Sri Lanka. Giá trị xuất khẩu vải và hàng may mặc trong 6T22 tăng 20,6% svck lên 8,8 tỷ USD. Trong đó, xuất khẩu vải đạt 675 triệu USD, chiếm 7,6% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may (+20,8% svck). Nhìn chung, tổng giá trị xuất khẩu vải và hàng may mặc trong 6T22 tăng 21,6% svck, đạt 18,53 tỷ USD, hoàn thành 44% mục tiêu cho năm 2022.



Nguồn: BCT, VNDIRECT RESEARCH

Kim ngạch xuất khẩu xơ sợi của Việt Nam

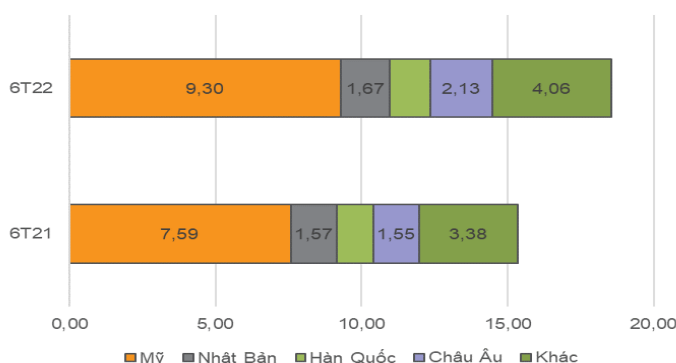
Giá trị xuất khẩu sợi tiếp tục cho tín hiệu tích cực trong Q1/22. Giá sợi bông và sợi polyester lần lượt tăng 6% và 10% kể từ T1/2022 do thiếu hụt nguồn cung bông và giá dầu tăng. Tuy nhiên, xuất khẩu xơ và sợi trong Q2/22 giảm 6,7% svck do gián đoạn chuỗi cung ứng. Nhìn chung, kim ngạch xuất khẩu xơ sợi tăng 10,9% svck, đạt 2,8 tỷ USD. Việt Nam vẫn là nước xuất khẩu xơ sợi lớn thứ sáu trên thế giới trong 6 tháng đầu năm 2022.



Nguồn: BCT, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ trọng xuất khẩu dệt may 6T22

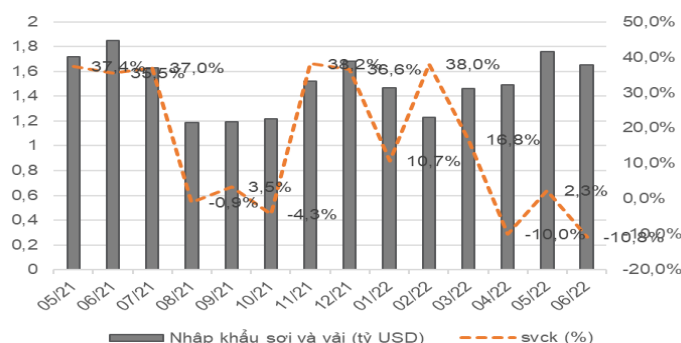
Theo Tổng Cục Hải Quan (TCHQ), Mỹ vẫn là nhà nhập khẩu lớn nhất các sản phẩm dệt may của Việt Nam với giá trị nhập khẩu đạt 9,3 tỷ USD (+14,3% svck, chiếm 40,7% giá trị xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam) nhờ nhu cầu phục hồi với các sản phẩm truyền thống như vest, sơ mi, quần jean. Trong 6 tháng đầu năm, xuất khẩu sang EU đạt 2,13 tỷ USD, tăng 37,4% svck nhờ tận dụng lợi thế từ EVFTA. Trong khi đó, xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản tăng nhẹ 6,0% svck trong 6T22.



Nguồn: TCHQ, VNDIRECT RESEARCH

Kim ngạch nhập khẩu dệt may Việt Nam

Theo Bộ Công Thương (BCT), tổng giá trị nhập khẩu dệt may trong 6T22 đạt 9,1 tỷ USD (+7,1% svck) nhờ nhu cầu tăng trở lại từ các sản phẩm truyền thống. Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam, chiếm 52,0% giá trị nhập khẩu ngành dệt may.



Nguồn: BCT, VNDIRECT RESEARCH

NGÀNH DỆT MAY: CẢM NHẬN SỨC NÓNG TỪ LẠM PHÁT

Giữ vững đà tăng trưởng doanh thu nhưng biên LN gộp bị thu hẹp trong Q2/22

Dựa trên ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu Q2/22 của các công ty dệt may niêm yết tăng 22,4% svck nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường xuất khẩu chính như Mỹ và EU. Mỹ đã cho thấy nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ sau khi gỡ bỏ lệnh giãn cách. Người Mỹ đã quay trở lại văn phòng, kéo theo sự phục hồi về nhu cầu đối với các sản phẩm văn phòng như vest, áo sơ mi. Tuy nhiên, ngoại trừ các doanh nghiệp sử dụng sợi bông, biên LN gộp của các doanh nghiệp dệt may giảm 0,3 điểm % do giá nguyên liệu đầu vào tăng cao. Bên cạnh đó, chi phí tài chính của các công ty dệt may tăng 109,3% svck do khoản lỗ chênh lệch tỷ giá do nhập khẩu nguyên liệu đầu vào và các khoản vay bằng USD. Do đó, lợi nhuận ròng toàn ngành chỉ tăng 19,5% svck trong Q2/22.

Các doanh nghiệp sợi bông ghi nhận KQKD ấn tượng trong 6T22

Trong 6 tháng đầu năm 2022, tổng doanh thu của các công ty dệt may niêm yết tăng 28,3% svck, trong khi lợi nhuận ròng 6T22 tăng 38,7% svck. Các công ty ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng nhất trong 6T22 bao gồm: HTG (+ 224,3% svck), VGT (+ 43,1% svck) và TNG (+ 50,0% svck).

Các nhà sản xuất sợi bông đã ghi nhận kết quả ấn tượng trong 6T22. LN ròng của VGT và HTG lần lượt tăng 43,1% svck và 224,3% svck nhờ 1) tồn kho bông giá thấp trong Q1/22 và 2) nhu cầu cao với sản phẩm bông.

TNG là một trong số ít doanh nghiệp may mặc có kết quả kinh doanh ấn tượng trong cả Q2/22 và 6T22. Doanh thu và LN ròng của TNG trong 6T22 tăng 36,7% svck và 50,0% svck do 1) nhu cầu cao hơn từ khách hàng chính như Decathlon và Haddad và 2) cải thiện công nghệ sản xuất và bán hàng.

MSH và ADS là hai doanh nghiệp duy nhất ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng âm. LN ròng của MSH đạt 187 tỷ đồng (-13,4% svck) do 1) chi phí nguyên liệu đầu vào và logistic cao và 2) thiếu lao động tại nhà máy SH10. Trong khi LN ròng của ADS trong 6T22 giảm nhẹ 4,4% svck do thị trường xuất khẩu chính (Trung Quốc) bị đóng cửa do Covid-19 trong Q2/22.

Hình 6: Tóm tắt KQKD 6T22 của các DN dệt may niêm yết (Đơn vị: tỷ đồng)

Công ty	DT Q2/21	DT Q2/22	svck (%)	DT 6T21	DT 6T22	svck (%)	Chi phí TC Q2/21	Chi phí TC Q2/22	svck (%)	LN ròng Q2/21	LN ròng Q2/22	svck (%)	LN ròng 6T21	LN ròng 6T22	svck (%)
VGT	3.659	4.768	30,3%	7.036	9.668	37,4%	-44	-136	209,1%	283	347	22,6%	382	547	43,1%
VGG	2.102	2.373	12,9%	3.556	3.892	9,5%	-7,6	-33	334,2%	64	51	-20,6%	68	76	12,5%
MSH	1.207	1.486	35,8%	2.152	2.736	36,7%	-5,6	-16,6	196,4%	124	85	-31,5%	216	187	-13,4%
TNG	1.460	1.982	35,8%	2.371	3.242	36,7%	-41	-88	114,6%	61	87	41,4%	84	125	50,0%
GIL	1.258	1.275	1,3%	2.122	2.692	26,8%	-11	-35	218,2%	115	116	0,5%	186	223	20,0%
HTG	827	1.243	50,2%	1.549	2.588	67,0%	-4,8	-14,5	202,1%	20	61	198,5%	41	133	224,3%
TCM	978	1.049	7,2%	1.924	2.171	12,8%	-10	-28	180,0%	59	54	-7,4%	121	128	5,6%
M10	711	1.226	72,4%	1.433	2.082	45,3%	-5,8	-19,5	236,2%	15	27	81,4%	34	50	48,0%
MNB	684	1.102	61,1%	1.343	2.032	51,3%	-14	-28	100,0%	-8	44	na	-22	56	na
STK	510	530	3,8%	1.077	1.170	8,6%	-0,3	-15	4900,0%	71	69	-2,0%	141	146	3,3%
HSM	409	447	9,3%	776	922	18,8%	-12	-24	100,0%	7	-5	na	18	31	73,0%
PPH	433	454	4,9%	822	899	9,3%	-11	-20	81,8%	144	159	10,2%	283	320	13,1%
ADS	383	405	5,6%	698	849	21,7%	-9,2	-16,8	82,6%	27	15	-42,7%	43	41	-4,4%

Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp của các công ty sợi polyester chịu ảnh hưởng do nguyên liệu đầu vào cao trong 6T22

Chúng tôi nhận thấy biên LN gộp của các công ty sợi polyester chịu ảnh hưởng do nguyên liệu đầu vào tăng cao trong 6T22. Các công ty lớn như GIL, STK, M10 giảm 2,1/1,0/ 2,2 điểm % do giá chip PET và sợi polyester tăng cao. Trong khi biên LN gộp của MSH giảm 6,1 điểm % trong 6T22 chủ yếu do chi phí khấu hao cao tại nhà máy SH10.

Trong khi đó, biên LN gộp của PPH, HTG, MNB tăng 2,9/1,8/2,8 điểm % nhờ dự trữ nguyên liệu đầu vào giá thấp.

Chúng tôi kỳ vọng các công ty may mặc sẽ cải thiện biên LN gộp trong Q4/22 do giá nguyên liệu đầu vào sẽ hạ nhiệt trong Q3/22 khi giá dầu và giá bông giảm.

Hình 7: Biên LN gộp của các DN bông tăng mạnh trong 6T22

	LN gộp Q2/21	LN gộp Q2/22	Thay đổi biên LNG (điểm %)	LN gộp 6T/21	LN gộp 6T/22	Thay đổi biên LNG (điểm %)
VGIT	566	738	0,01	952	1338	0,3
MSH	219	239	-5,0	409	454	-6,1
TNG	210	312	1,3	321	469	0,9
VGG	176	229	1,3	302	386	1,4
GIL (*)	247	226	-1,9	415	471	-2,1
MNB	113	214	2,9	214	380	2,8
TCM (*)	163	173	-0,1	317	343	-0,7
HTG	81	149	2,1	154	304	1,8
M10 (*)	90	123	-2,6	182	218	-2,2
STK (*)	99	105	0,4	211	217	-1,0
PPH	73	85	2,0	141	179	2,9
HSM (*)	66	51	-4,7	123	134	-1,4
ADS	52	43	-2,9	83	91	-1,3

(*) công ty sợi polyester

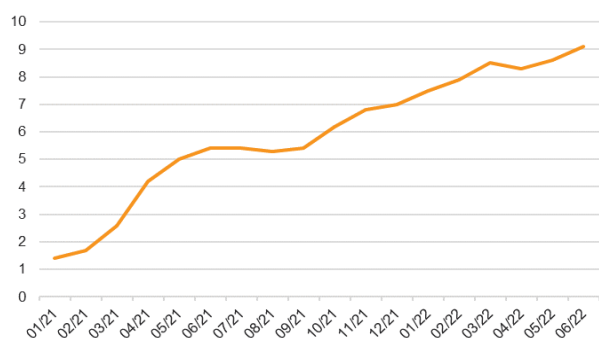
Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2022-2023 - Nhiều thách thức phía trước

Chúng tôi cho rằng lạm phát cao có thể ảnh hưởng đến nhu cầu mua sắm thời trang ở Mỹ

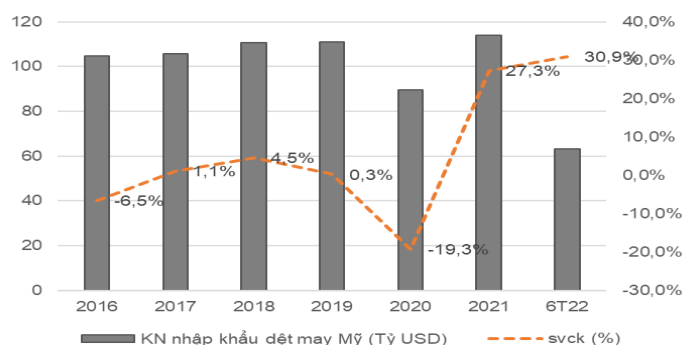
Mỹ đã cho thấy nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ sau khi gỡ bỏ lệnh giãn cách. Người Mỹ đã quay trở lại văn phòng, kéo theo sự phục hồi về nhu cầu đối với các sản phẩm văn phòng như vest, áo sơ mi. Do đó, giá trị nhập khẩu dệt may của Mỹ trong 6T22 tăng 30,9% svck, đạt 66,3 tỷ USD. Tuy nhiên, nhu cầu dệt may tại Mỹ có thể hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022 do lạm phát cao. Lạm phát tiêu dùng của Mỹ đã tăng nhanh lên 9,1% trong tháng 6, một mức chưa từng thấy trong hơn 4 thập kỷ qua. Chúng tôi cho rằng nhu cầu của các mặt hàng quần áo cao cấp như áo sơ mi và áo phông làm từ sợi tái chế và sợi bông (giá cao hơn) sẽ chậm lại trong nửa cuối năm 2022. Theo ban lãnh đạo các công ty may mặc, khách hàng Mỹ đã rút ngắn thời gian đặt hàng trước từ 6 tháng xuống còn 3 tháng do lượng hàng tồn kho cao và áp lực lạm phát. Các doanh nghiệp lớn như TCM, STK, ADS có đủ đơn đặt hàng cho Q3/22 nhưng lượng đơn đặt hàng trong Q4/22 đã chậm lại do lo ngại về lạm phát.

Hình 8: Lạm phát tiêu dùng của Mỹ đạt 9,1% trong tháng 6 (đơn vị: %)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Kim ngạch nhập khẩu của Mỹ trong 6T22 tăng 31,5% svck



Nguồn: VITAS, VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro tỷ giá gây áp lực lên đà tăng trưởng LN của các DN dệt may xuất khẩu đến EU trong nửa cuối năm 2022

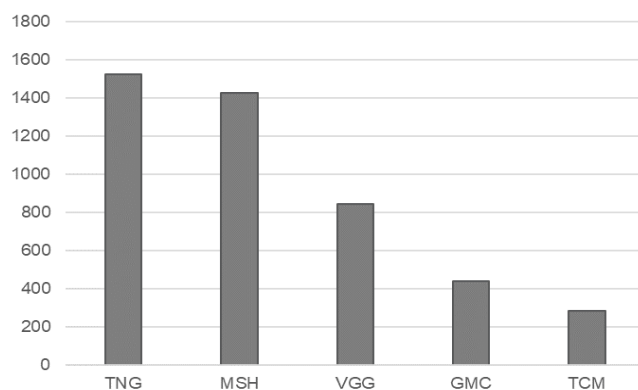
Đồng EUR giảm xuống dưới 1,02 đô la vào ngày 07/07/2022, thấp nhất trong 20 năm qua, gần tương đương với đồng USD. Đồng tiền chung của khu vực EU đã liên tục giảm giá do lo ngại về suy thoái đến từ vấn đề nguồn cung năng lượng của EU, khi Nga đe dọa sẽ giảm cung cấp khí đốt cho Đức và nhiều nước khác. Chúng tôi cho rằng LN ròng các công ty may mặc như MSH, TNG, TCM sẽ giảm 5-10% so với Q2/22 do lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái.

Hình 10: Đồng EUR giảm xuống dưới 1,02 USD vào ngày 07/07/2022, thiết lập mức thấp mới trong 20 năm trở lại đây



Nguồn: Eurosta, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: MSH và TNG có tổng doanh thu cao nhất từ thị trường EU trong năm 2021 (Unit: tỷ VND)

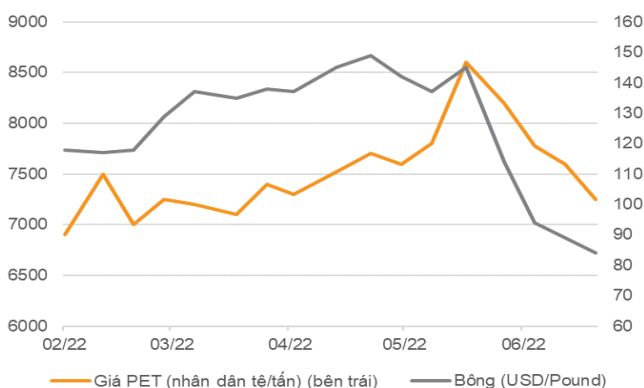


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào sẽ hạ nhiệt trong Q4/22

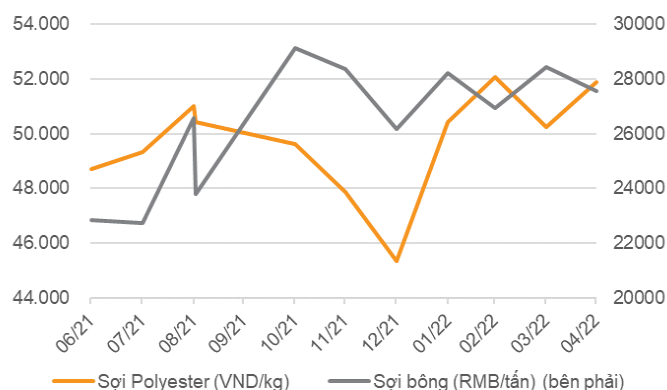
Chúng tôi thấy rằng giá hạt PET và giá bông đã giảm lần lượt 15,9% và 40,3% so với mức đỉnh vào tháng 03 sau khi giá dầu đã hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng cả giá sợi và vải đều sẽ hạ nhiệt trong Q4/22, theo sau giá các nguyên liệu khác. Chúng tôi kỳ vọng giá chip PE trung bình sẽ đạt 28.309đ/kg (+10,8% yoy) vào năm 2022 và 27.459 đồng/kg (-3% yoy) vào năm 2023. Trong khi đó, Trading Economic dự báo giá bông giao dịch ở mức 117,7USD/pound trong năm 2022. Chúng tôi dự báo biên LN gộp của doanh nghiệp sợi bông giảm 1,0-1,5 điểm % trong nửa cuối 2022 do giá bông giảm dần trong 6 tháng cuối năm 22 trước khi đi ngang vào năm 2023. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của các công ty may mặc như TCM, GIL, MSH sẽ được cải thiện trong năm 2023 do giá nguyên liệu đầu vào giảm và nhu cầu phục hồi đối với các sản phẩm cao cấp.

Hình 12: Giá bông giảm mạnh 40,3% so với ngày 22/5, đạt USD84/LBs



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Giá sợi polyester tháng 4/2022 tăng 12,1% svck do giá dầu tăng



Nguồn: Sunsir, VNDIRECT RESEARCH

Xu hướng mới – Chu kỳ đầu đầu tư mới

Các công ty dệt may đang bước vào một chu kỳ đầu tư mới

Chúng tôi nhận định các doanh nghiệp dệt may đang mở rộng năng lực sản xuất tại thị trường Mỹ và châu Âu dự kiến sẽ phục hồi trong quý Q2/23. Các doanh nghiệp dệt may đã xây dựng và mở rộng nhà máy lên 15-30% công suất hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2023 có thể ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng của các doanh nghiệp lớn như STK, MSH, HSM khi các nhà máy mới hoàn thành và đi vào hoạt động ở mức 80-85% công suất. Trong đó, STK và MSH được kỳ vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2023 khi dự án Unitex hoàn thành và chạy thương mại vào Q4/22 trong khi nhà máy SH10 dự kiến chạy với 80% công suất vào năm 2023.

Hình 14: Các doanh nghiệp dệt may đã xây dựng và mở rộng nhà máy sản xuất lên 15-30% công suất hiện tại

Công ty	Nhà máy	Địa điểm	Công suất	Thời gian hoàn thành	Chú thích
ADS	An Ninh	Thái Bình	40.000 cọc sợi (7.500 tấn/năm)	Q3/22	Nhà máy sợi An Ninh dự kiến sẽ nâng công suất ADS lên 60-65% so với năm 2021 (Tổng công suất 24.060 tấn / năm vào năm 2022). Nhà máy An Ninh sẽ chủ yếu sản xuất sợi bông chất lượng cao với biên lợi nhuận gộp cao. ADS đã đặt kế hoạch kinh doanh trong năm 2022 với LN ròng là 106 tỷ đồng (+ 6% svck), trong đó 50 tỷ đồng từ sợi bông.
TNG	Đồng Hỷ	Thái Nguyên	20 chuyền may	2022-23	Dự án nhà máy may Đồng Hỷ và Đại Từ sẽ nâng tổng công suất của TNG lên 330 chuyền may (tăng 15% so với năm 2021).
TNG	Đại Từ	Thái Nguyên	22 chuyền may	2022-23	
STK	Unitex	Tây Ninh	60.000 tấn/năm	2023-25	Nhà máy Unitex giai đoạn 1 đi vào hoạt động thương mại vào Q4/23, nâng tổng công suất của STK lên 96.000 tấn / năm nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về sợi tái chế và sợi nguyên sinh của thị trường xuất khẩu và nội địa.
STK	Sóc Trăng	Sóc Trăng	na	2023-25	
MSH	Sông Hồng 10	Nam Định	40 chuyền may	Q4/21	SH10 chỉ sản xuất các đơn hàng FOB với công suất thiết kế là 70 triệu USD giá trị đơn hàng FOB mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng SH10 sẽ đạt công suất sử dụng 70% trong 2022 và đạt 85% công suất vào năm 2023. Chúng tôi dự báo nhà máy SH10 sẽ giúp doanh thu FOB tăng trưởng 15%/ 20% svck trong năm 2022/23 trong doanh thu và đưa tỷ trọng đóng góp FOB trong tổng doanh thu lên 88%/92%, từ 73,5% trong năm 2020.
TCM	Vĩnh Long 2	Vĩnh Long	8,64 sản phẩm/năm	Q2/22	Nhà máy may Vĩnh Long 2 sẽ tăng 30% công suất may của TCM so với năm 2021. Chúng tôi dự phóng Vĩnh Long 2 sẽ hoạt động 50%/80% trong năm 2022/23 do thiếu lao động. Hiện tại Vĩnh Long 2 chỉ khai thác được 5/29 chuyền may trong các T4/22 và T5/22.
HSM	Nghi Lộc	Nghệ An	24 chuyền may	2022-23	
HSM	Nam Đàn 3	Hà Nam	10.800 tấn/năm	2023-25	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Xu hướng sử dụng vật liệu thân thiện với môi trường

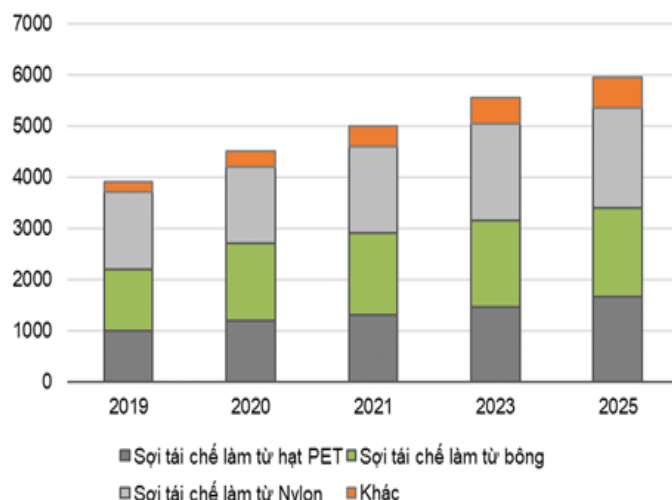
Các cơ quan quản lý châu Âu đã tuyên chiến với “thời trang nhanh”. Đến năm 2030, các sản phẩm dệt may được đưa vào thị trường EU có tuổi thọ cao và có thể tái chế, phần lớn được làm từ sợi polyester tái chế, không chứa các chất độc hại và tuân thủ nhân quyền. Theo Textile Exchange, thị trường sợi tái chế sẽ đạt giá trị 5,9 tỷ USD vào năm 2025, chiếm 45% nhu cầu sợi toàn cầu. Chúng tôi cho rằng sợi tái chế lớn như STK sẽ hưởng lợi từ xu thế này.

Hình 15: Cam kết về việc sử dụng vật liệu tái chế



Nguồn: STK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Thị trường sợi tái chế được định giá 5,9 tỷ USD vào năm 2025 (Đơn vị: triệu USD)



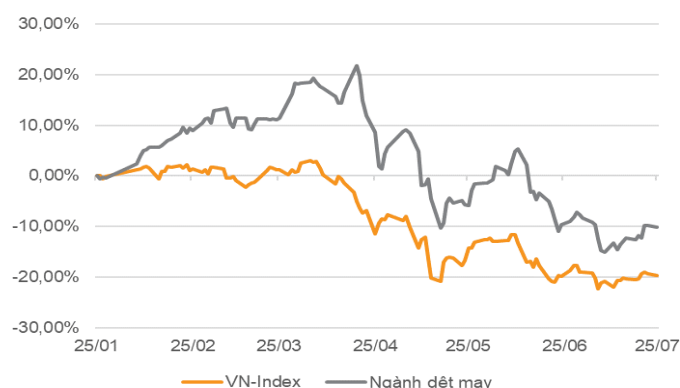
Nguồn: Sunsir, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi khuyến nghị Trung lập cho các cổ phiếu dệt may

Liệu đã đến thời điểm “bắt đáy”?

Cổ phiếu dệt may đã giảm khoảng 30,5% so với đầu năm sau sự điều chỉnh của thị trường và hiện đang được giao dịch ở mức PE trung bình 12 tháng là 11 lần. Chúng tôi cho rằng triển vọng của ngành dệt may sẽ phụ thuộc vào việc kiểm soát lạm phát tại các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ và EU. Hiện 85% doanh thu của các công ty dệt may đến từ xuất khẩu, trong đó Mỹ và EU chiếm 61%. Theo quan điểm của chúng tôi, định giá cổ phiếu dệt may như hiện nay tương đối rẻ nhưng vẫn chưa đủ hấp dẫn với những khó khăn trước mắt. Do đó, chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với các cổ phiếu ngành dệt may.

Hình 17: Diễn biến giá cổ phiếu dệt may so với VN-index kể từ T1/22



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Biến động giá của một số cổ phiếu dệt may

Công ty	Mã	Biến động giá từ (T1/22) đến T7/2022)
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT VN	-29,2%
CTCP Sợi Thế Kỳ	STK VN	-8,8%
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	-12,8%
CTCP Thương mại TNG	TNG VN	-10,9%
CTCP Dệt sợi Damsan	ADS VN	-48,4%
CTCP May Thanh Công	TCM VN	-23,8%
CTCP May Bình Thạnh	GIL VN	-17,3%
CTCP Phong Phú	PPH VN	-4,4%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Yếu tố nào có thể tác động tới việc đánh giá lại toàn ngành?

Triển vọng của ngành dệt may sẽ tươi sáng hơn trong Q1/23 do các sản phẩm dệt may sẽ được giảm thuế xuất khẩu vào thị trường EU vào năm 2023 nhờ EVFTA. Theo Hiệp định Thương mại Tự do (FTA), các loại hàng may mặc bao gồm B3, B5, B7 sẽ được giảm 2% - 4% thuế xuất khẩu vào năm 2023. Ngoài ra, Ủy ban châu Âu dự báo lạm phát trong khu vực đồng tiền chung châu Âu

sẽ đạt 8,3% vào năm 2022, trước khi giảm xuống 4,3% vào năm 2023. Chúng tôi cho rằng lạm phát thấp hơn sẽ kích thích nhu cầu mua sắm các mặt hàng thời trang trong năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng một số doanh nghiệp dệt may xuất khẩu com-lê, áo sơ mi, quần và váy sang châu Âu như MSH, M10, VGG, TNG sẽ được hưởng lợi từ EVFTA.

Hình 19: Một số mặt hàng dệt may sẽ được giảm thuế xuất khẩu sang EU trong năm 2023

Sản phẩm	Sản phẩm của công ty	Loại	Thuế cơ sở	2021	2022	2023
Áo khoác và áo blazer từ sợi polyester	M10, MNB	B5	9,6%	8,0%	6%	4%
Váy, sơ từ sợi polyester	MSH	B3	9,6%	6,0%	3%	0%
Áo sơ mi nam và trẻ em từ sợi cotton	TNG, VGG	B7	9,6%	9,0%	7,5%	6%
Quần áo may bằng các loại vải thuộc nhóm 5602, 5603, 5903, 5906 hoặc 5907	TCM, MSH	B5	9,6%	8,0%	6%	4%

Nguồn: FTA, VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro đầu tư

Chi phí vận chuyển container đã tăng từ 1.500 USD/container 40ft (Thượng Hải-Los Angeles) vào tháng 7/2019 lên gần 8.852 USD/container 40ft vào tháng 3/2022, tăng gấp sáu lần trong vòng 4 năm. Mặc dù chi phí vận chuyển có dấu hiệu hạ nhiệt vào tháng 4/22 (-10% so với tháng 3/22), chúng tôi dự phóng rằng chi phí logistic sẽ vẫn ở mức cao (~7000 USD/container 40ft) trong năm 2022 do giá dầu leo thang. Chúng tôi cho rằng chi phí logistic cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các công ty may mặc có nhiều đơn hàng FOB. Ngoài ra, lạm phát kéo dài hơn dự kiến tại các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam sẽ làm giảm nhu cầu mua sắm đối với các sản phẩm dệt may.

Hình 20: So sánh các công ty dệt may trong ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa Triệu USD	Giá mục tiêu ĐỒNG	Khuyến nghị	P/E (x)		Tăng trưởng 3 năm CAGR		P/B (x)		EV/EBITDA		ROE (%)		ROA (%)	
					Trượt	2022	CAGR	Hiện tại	2022	Trượt	2022	Trượt	2022	Trượt	2022	Trượt
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT VN	827,1	na	na	11,7	na	-4,3	na	na	19,3	na	3,9	na	1,5	na	
CTCP May Thành Công	TCM VN	250	42.000	Trung lập	30,3	16,8	13,8	2,8	2,6	17,4	13,9	10,16	14,2	6,2	8,0	
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	219,9	na	na	9,6	11,5	17,6	2,0	na	na	na	15,57	14,0	4,8	4,4	
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	195,7	46.000	Trung lập	8,3	8,1	-13,8	3,0	2,5	9,4	6,3	24,43	27,4	11,5	10,3	
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN	182,1	52.800	Trung lập	15,9	13,2	21,1	3,6	2,8	10,0	8,8	24,82	19,8	14,9	12,7	
CTCP May Việt Tiến	VGG VN	47,8	na	na	7,1	10,9	-18,7	1,1	na	5,2	na	5,4	9,8	2,9	3,8	
CTCP Mirae	KMR VN	30,4	na	na	18,1	na	-39,9	na	na	9,2	na	1,6	na	0,8	na	
Trung bình					14,4	12,1	-3,5	2,5	2,6	11,8	9,7	12,3	17,0	6,1	7,8	
Trung vị					11,7	11,5	-4,3	2,8	2,6	9,7	8,8	10,2	14,2	4,8	8,0	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 17/08/22)

CTCP SỢI THỂ KỲ (STK) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND45.000

Giá mục tiêu

VND52.800

Tỷ suất cổ tức

3,4%

Khuyến nghị

Trung lập

Ngành

Vật liệu cơ bản

Ngày 18/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Trung lập**

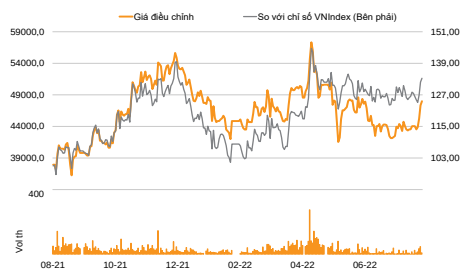
Consensus*: Mua:5 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -0,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm LN ròng 14,0%/13,5% trong 2022-23
- Giảm giá mục tiêu 10,9%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	57.334
Thấp nhất 52 tuần (VND)	36.256
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	762
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.681
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	13,2
P/B hiện tại (x)	2,93

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư Hướng Việt	20,0%
Đặng Mỹ Linh	14,3%
Đặng Triệu Hòa	13,8%
Khác	51,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Sóng gió vẫn còn ở phía trước

- STK đạt doanh thu (DT) 530 tỷ đồng (+3,9% svck) và lợi nhuận (LN) ròng 76,3 tỷ đồng (-2,0% svck) trong Q2/22. LN ròng 6T/22 hoàn thành 41,4% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi giảm dự phóng DT trong 2022-23 lần lượt 8,5%/4,3% để phản ánh nhu cầu về hàng dệt may suy yếu tại thị trường Mỹ.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với mục tiêu thấp hơn 52.800 đ/cp.

LN Q2/22 sụt giảm do nhu cầu thế giới suy yếu và lỗ chênh lệch tỷ giá

STK ghi nhận DT Q2/22 đạt 530 tỷ đồng (+3,9% svck) do khách hàng đã giảm lượng đơn đặt hàng. Biên LN gộp tăng 0,4 điểm % lên 19,8% nhờ đóng góp cao hơn từ sợi tái chế “plus”. Tuy nhiên, STK ghi nhận chi phí tài chính ròng 9,6 tỷ đồng (lỗ chênh lệch tỷ giá do nhập khẩu PET chip và khoản vay ngắn hạn bằng USD). Do đó, STK ghi nhận LN ròng đạt 76,3 tỷ đồng (-2% svck). Trong 6T/22, DT và LN ròng ghi nhận lần lượt 1.170 tỷ đồng (+9,0% svck) và 146 tỷ đồng (+3,0% svck), hoàn thành 44,8% và 41,4% dự phóng của chúng tôi.

Khó khăn vẫn ở trước mắt

Lạm phát gia tăng và tình trạng thắt chặt tài chính đã phủ bóng đen lên nền kinh tế Mỹ và châu Âu, dẫn đến sự sụt giảm nhu cầu thế giới kể từ Q2/22. Chúng tôi cho rằng nhu cầu về các loại quần áo cao cấp như áo sơ mi và áo phông làm từ sợi tái chế (có mức giá cao hơn) sẽ chậm lại trong nửa sau năm 2022. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 8,5%/4,3% dự phóng DT của STK năm 2022-23 nhằm phản ánh nhu cầu sụt giảm trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng STK có thể duy trì biên LN gộp vào năm 2022-23 nhờ giá chip PET hạ nhiệt trong Q4/22 và tập trung bán các sợi nguyên sinh “AAA” và sợi tái chế. Chúng tôi dự phóng LN ròng 2022 tăng 8,5% svck, thấp hơn mức 27,2% svck trong dự báo trước đó. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2023 sẽ tăng 29,3% svck trong năm 2023 nhờ 1) giá nguyên liệu đầu vào thấp hơn; và 2) đóng góp DT từ nhà máy Unitex.

Nhà máy Unitex đang đi đúng tiến độ

Sau giai đoạn tạm hoãn năm 2021 do giãn cách xã hội, chúng tôi lạc quan về tiến độ xây dựng của nhà máy Unitex trong năm 2022. STK đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng và hoàn thành các thủ tục pháp lý cần thiết với các cơ quan chức năng. Giai đoạn 1 của nhà máy Unitex sẽ được chạy thương mại từ cuối Q3/23, chậm hơn 2 tháng so với dự phóng trước đó. Chúng tôi kỳ vọng GD1 của nhà máy sẽ chạy với 30% công suất vào năm 2023 với sản lượng 10.800 tấn, tăng 20% svck tổng sản lượng trong năm 2023.

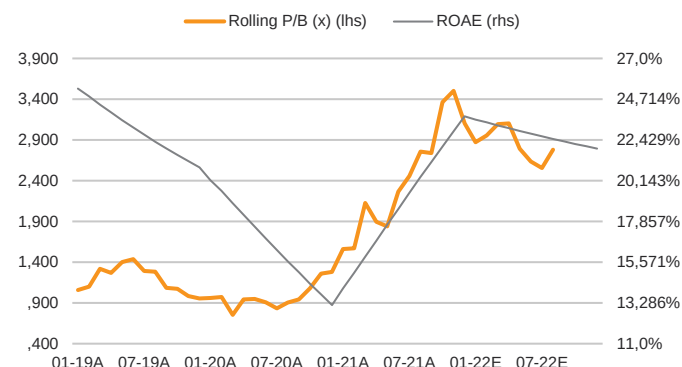
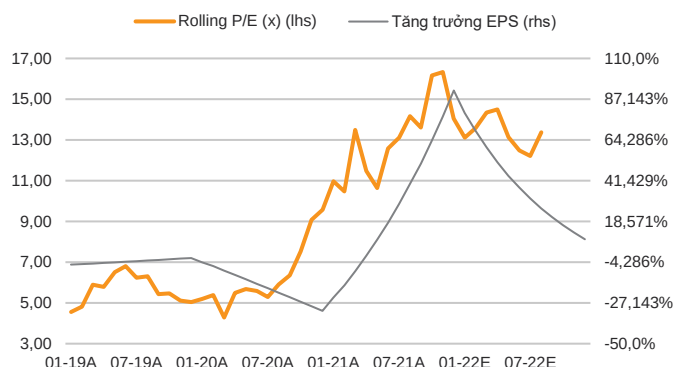
Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 52.800đ/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 52.800đ/cp với EPS 2022-23 lần lượt là 3.685đ/cp và 4.764đ/cp, P/E mục tiêu 12,5x. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập do STK sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong ngắn hạn. Tiềm năng tăng giá là DT sợi tái chế và nguyên sinh cao hơn

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.766	2.043	2.482	3.090
Tăng trưởng DT thuần	(20,8%)	15,7%	21,5%	24,5%
Biên lợi nhuận gộp	14,5%	18,4%	19,2%	19,8%
Biên EBITDA	17,8%	19,6%	20,2%	21,4%
LN ròng (tỷ)	145	278	301	390
Tăng trưởng LN ròng	(31,6%)	92,1%	8,5%	29,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(33,0%)	94,1%	7,5%	31,5%
EPS cơ bản	1.768	3.396	3.685	4.764
EPS điều chỉnh	1.768	3.396	3.685	4.764
BVPS	13.222	15.376	18.215	20.951
ROAE	13,2%	23,8%	21,9%	24,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH⁹

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	2.043	2.482	3.090
Giá vốn hàng bán	(1.668)	(2.005)	(2.477)
Chi phí quản lý DN	(72)	(77)	(89)
Chi phí bán hàng	(27)	(24)	(28)
LN hoạt động thuần	277	376	497
EBITDA thuần	387	492	648
Chi phí khấu hao	(110)	(116)	(151)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	277	376	497
Thu nhập lãi	15	22	15
Chi phí tài chính	(9)	(57)	(83)
Thu nhập ròng khác	2	4	18
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	285	344	446
Thuế	(7)	(43)	(57)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	278	301	390
Thu nhập trên vốn	278	301	390
Cổ tức phổ thông	(102)	(119)	(139)
LN giữ lại	176	183	251

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	366	251	328
Đầu tư ngắn hạn	0	50	62
Các khoản phải thu ngắn hạn	88	143	173
Hàng tồn kho	472	522	600
Các tài sản ngắn hạn khác	60	9	11
Tổng tài sản ngắn hạn	986	973	1.174
Tài sản cố định	831	1.096	1.297
Tổng đầu tư	144	144	147
Tài sản dài hạn khác	9	0	(0)
Tổng tài sản	1.969	2.213	2.618
Vay & nợ ngắn hạn	321	175	402
Phải trả người bán	291	98	120
Nợ ngắn hạn khác	99	191	121
Tổng nợ ngắn hạn	712	464	643
Vay & nợ dài hạn	0	199	247
Các khoản phải trả khác	0	60	15
Vốn điều lệ và	707	849	849
LN giữ lại	558	598	855
Vốn chủ sở hữu	1.258	1.490	1.714
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.969	2.213	2.618

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	285	344	446
Khấu hao	110	116	151
Thuế đã nộp	(16)	(43)	(57)
Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(7)	(8)
Thay đổi VLĐ	(52)	(122)	(161)
LC tiền thuần HKKD	315	289	372
Đầu tư TSCĐ	(24)	(450)	(450)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	26	29	31
Các khoản khác	(5)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	2	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(0)	(421)	(419)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	141	141
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	52	111	29
Dòng tiền từ HĐTC khác	(40)	(117)	92
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(102)	(119)	(139)
LC tiền thuần HĐTC	(90)	17	124
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	95	366	251
LC tiền thuần trong năm	225	(116)	77
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	320	251	328

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	13,6%	12,1%	12,6%
Vòng quay TS	1,12	1,19	1,28
ROAA	15,2%	14,4%	16,1%
Đòn bẩy tài chính	1,57	1,52	1,51
ROAE	23,8%	21,9%	24,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	12,3	18,3	18,3
Số ngày nắm giữ HTK	103,2	95,0	88,4
Số ngày phải trả tiền bán	63,8	17,8	17,7
Vòng quay TSCĐ	2,34	2,58	2,58
ROIC	17,6%	16,2%	16,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	2,1	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	1,0	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,6
Vòng quay tiền	51,8	95,4	89,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	15,7%	21,5%	24,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	58,7%	35,8%	32,1%
Tăng trưởng LN ròng	92,1%	8,5%	29,3%
Tăng trưởng EPS	92,1%	8,5%	29,3%

Nguồn: VND RESEARCH

CTCP DỆT MAY - ĐT - TM THÀNH CÔNG (TCM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND47.200

Giá mục tiêu

VND42.000

Tỷ suất cổ tức

2,23%

Khuyến nghị

Trung lập

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 19/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: Trung lập

Triển vọng dài hạn: Trung lập

Định giá: Trung lập

Consensus*: Mua:0 Giữ:1 Bán:3

Giá mục tiêu/Consensus: -8.9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm LN ròng 15,9% trong 2022

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	71.394
Thấp nhất 52 tuần (VND)	42.250
GTĐBQ 3 tháng (tr VND)	30,235
Thị giá vốn (tỷ VND)	3,892
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	27,2
P/B hiện tại (x)	2,29

Cơ cấu sở hữu

E-land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore	43,3%
VCBF	2,6%
Lê Quốc Hùng	1,9%
Khác	52,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Analyst(s):



Hao Nguyen Duc

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Định giá chưa đủ hấp dẫn

- DT và LN ròng của TCM trong 6T22 đạt 2.170 tỷ đồng (+3,0% svck) và 128 tỷ đồng (+5,7% svck), hoàn thành 51%/38% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng của TCM 15,9% trong 2022 so với báo cáo trước.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 42.000đ/cp.

Lợi nhuận ròng quý 2/22 giảm nhẹ do lỗ tỷ giá hối đoái

TCM ghi nhận DT Q2/22 đạt 1.048 tỷ đồng (+3.0% svck) nhờ tăng trưởng tích cực từ mảng may mặc. Cụ thể, mảng may trong Q2/22 đạt 806,9 tỷ đồng (+17,5% svck) nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường Mỹ với áo sơ mi công sở và áo phông. Mảng vải chỉ đạt 157,2 tỷ đồng (-27% svck) do TCM từ chối nhận thêm đơn đặt hàng do chi phí đầu vào cao trong Q1/22. Trong khi đó, LN ròng Q2/22 giảm 5,1% svck do lỗ tỷ giá (21,2 tỷ đồng). Nhìn chung, DT và LN ròng của TCM trong 6T22 đạt 2.170 tỷ đồng (+3,0% svck) và 128 tỷ đồng (+ 5,7% svck), hoàn thành 51,8% và 38% dự báo của chúng tôi

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng trưởng trở lại trong 2023

Theo khảo sát từ Thredup, 44% người tiêu dùng Mỹ và 34% thế hệ Z (sinh sau năm 1996) sẽ cắt giảm chi tiêu cho quần áo, mức cắt giảm lớn nhất trong số 5 nhóm sản phẩm mà họ cắt giảm bao gồm lương thực, thực phẩm, xăng dầu, nhà hàng, chi phí sinh hoạt. Khi nền kinh tế Mỹ tăng trưởng chậm lại, người tiêu dùng sẽ thận trọng hơn trong việc chi tiêu cho quần áo để ưu tiên cho các nhu cầu thiết yếu khác. Do đó, chúng tôi điều chỉnh LN ròng của TCM trong năm 2022 giảm 22,9% so với dự báo trước đó vì DT từ thị trường Mỹ chiếm 30,5% tổng DT trong 6T21. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TCM sẽ tăng 31,3% svck trong năm 2023 nhờ 1) nhu cầu phục hồi tại Mỹ, 2) giá nguyên liệu đầu vào giảm và 3) đóng góp cao hơn từ nhà máy Vĩnh Long 2 (VL2).

Chúng tôi kỳ vọng nhà máy VL2 sẽ hoạt động 85% công suất vào năm 2023

Ngày 21/05, TCM khởi công xây dựng nhà máy Vĩnh Long 2 (VL2) tại Khu công nghiệp Hòa Phú, tỉnh Vĩnh Long trên diện tích 3,2 ha với tổng vốn đầu tư khoảng 12 triệu USD. Nhà máy có công suất 9 triệu sản phẩm/năm, đã đi vào hoạt động từ ngày 22/03. Tuy nhiên, nhà máy VL2 chỉ đạt khoảng 30% công suất trong Q2/22 do thiếu lao động. Ban lãnh đạo dự kiến nhà máy VL2 sẽ hoạt động 85% công suất vào năm 2023 nhờ nhu cầu phục hồi từ Mỹ và tuyển dụng đủ nhân viên. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy VL2 sẽ chiếm 25,0% doanh thu mảng may mặc của TCM trong năm 2023.

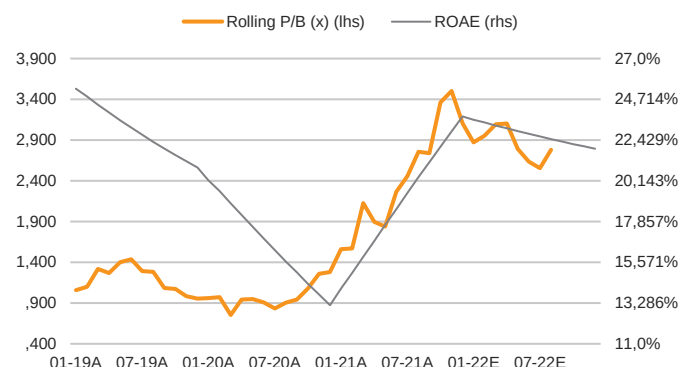
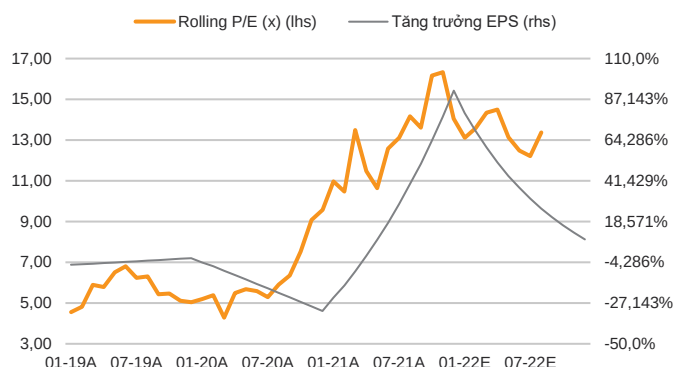
Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu là 42.000đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu là 42.000đ/cp. Giá mục tiêu được tính dựa trên EPS trung bình 2022-23 là 3.801đ/cp và P/E mục tiêu là 11 lần, tương đương với P/E trượt của các công ty cùng ngành. Giá cổ phiếu TCM giảm 23,9% so với đầu năm và hiện giao dịch ở mức P/E 24,6 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại không đủ hấp dẫn. Tiềm năng tăng giá là nhu cầu mạnh hơn từ thị trường Mỹ. Rủi ro giảm giá bao gồm giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.470	3.535	4.310	5.054
Tăng trưởng DT thuần	(4,8%)	1,9%	21,9%	17,2%
Biên lợi nhuận gộp	17,9%	14,5%	15,9%	16,8%
Biên EBITDA	12,8%	7,2%	9,7%	10,6%
LN ròng (tỷ)	276	144	269	353
Tăng trưởng LN ròng	26,7%	(48,0%)	87,4%	31,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(64,9%)	192,5%	34,5%	35,6%
EPS cơ bản	3.373	1.754	3.286	4.315
EPS điều chỉnh	3.111	1.261	2.639	3.461
BVPS	19.906	20.749	23.220	24.661
ROAE	18,1%	8,6%	14,9%	18,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Valuation



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	2.043	2.482	3.090
Giá vốn hàng bán	(1.668)	(2.005)	(2.477)
Chi phí quản lý DN	(72)	(77)	(89)
Chi phí bán hàng	(27)	(24)	(28)
LN hoạt động thuần	277	376	497
EBITDA thuần	387	492	648
Chi phí khấu hao	(110)	(116)	(151)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	277	376	497
Thu nhập lãi	15	22	15
Chi phí tài chính	(9)	(57)	(83)
Thu nhập ròng khác	2	4	18
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	285	344	446
Thuế	(7)	(43)	(57)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	278	301	390
Thu nhập trên vốn	278	301	390
Cổ tức phổ thông	(102)	(119)	(139)
LN giữ lại	176	183	251

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	366	251	328
Đầu tư ngắn hạn	0	50	62
Các khoản phải thu ngắn hạn	88	143	173
Hàng tồn kho	472	522	600
Các tài sản ngắn hạn khác	60	9	11
Tổng tài sản ngắn hạn	986	973	1.174
Tài sản cố định	831	1.096	1.297
Tổng đầu tư	144	144	147
Tài sản dài hạn khác	9	0	(0)
Tổng tài sản	1.969	2.213	2.618
Vay & nợ ngắn hạn	321	175	402
Phải trả người bán	291	98	120
Nợ ngắn hạn khác	99	191	121
Tổng nợ ngắn hạn	712	464	643
Vay & nợ dài hạn	0	199	247
Các khoản phải trả khác	0	60	15
Vốn điều lệ và	707	849	849
LN giữ lại	558	598	855
Vốn chủ sở hữu	1.258	1.490	1.714
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.969	2.213	2.618

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	285	344	446
Khấu hao	110	116	151
Thuế đã nộp	(16)	(43)	(57)
Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(7)	(8)
Thay đổi VLĐ	(52)	(122)	(161)
LC tiền thuần HKKD	315	289	372
Đầu tư TSCĐ	(24)	(450)	(450)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	26	29	31
Các khoản khác	(5)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	2	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(0)	(421)	(419)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	141	141
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	52	111	29
Dòng tiền từ HĐTC khác	(40)	(117)	92
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(102)	(119)	(139)
LC tiền thuần HĐTC	(90)	17	124
Tiền & tương đương tiền đầu kì	95	366	251
LC tiền thuần trong năm	225	(116)	77
Tiền & tương đương tiền cuối kì	320	251	328

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	13,6%	12,1%	12,6%
Vòng quay TS	1,12	1,19	1,28
ROAA	15,2%	14,4%	16,1%
Đòn bẩy tài chính	1,57	1,52	1,51
ROAE	23,8%	21,9%	24,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	12,3	18,3	18,3
Số ngày nắm giữ HTK	103,2	95,0	88,4
Số ngày phải trả tiền bán	63,8	17,8	17,7
Vòng quay TSCĐ	2,34	2,58	2,58
ROIC	17,6%	16,2%	16,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	2,1	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	1,0	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,6
Vòng quay tiền	51,8	95,4	89,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	15,7%	21,5%	24,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	58,7%	35,8%	32,1%
Tăng trưởng LN ròng	92,1%	8,5%	29,3%
Tăng trưởng EPS	92,1%	8,5%	29,3%

Nguồn: VND RESEARCH

CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND45.100

Giá mục tiêu

VND46.200

Tỷ suất cổ tức

4,5%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 18/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Trung lập**

Định giá: **Trung lập**

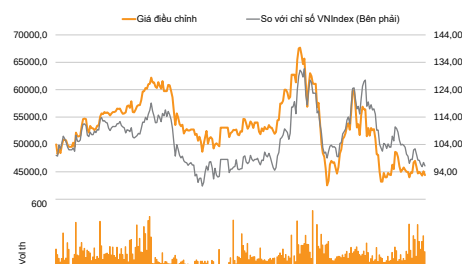
Consensus*: Mua:3 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -22,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 16,7%
- Giảm EPS 2022-23 26,7%/12,9%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	67.670
Thấp nhất 52 tuần (VND)	42.535
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	6.043
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.383
Free float (%)	39
P/E trượt (x)	7,65
P/B hiện tại (x)	2,38

Cơ cấu sở hữu

Bùi Đức Thịnh	21,6%
FPTS	13,6%
Bùi Viết Quân	10,9%
Khác	53,9%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Nhiều thách thức trong ngắn hạn

- MSH ghi nhận doanh thu đạt 1.440 tỷ đồng trong Q2/22 (+20.0% svck) và LN ròng 85,2 tỷ đồng (-31.5% svck), thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
- Hạ dự phóng biên lợi nhuận gộp và LN ròng cho năm 2022 xuống 1,5 điểm %/26,7% so với dự phóng ban đầu.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu giảm xuống 46.200 đồng.

Chi phí nguyên liệu đầu vào cao ảnh hưởng đến LN ròng Q2/22

Doanh thu của MSH trong Q2/22 đạt 1.444 tỷ đồng (+20,0% svck) nhờ 1) nhu cầu cao hơn từ các khách hàng chính như Columbia, Haddad và 2) đóng góp từ nhà máy Sông Hồng 10 (SH10). Tuy nhiên, LN ròng của MSH giảm mạnh 6,1 điểm % svck, đạt 14,6% trong Q2/22 do 1) chi phí nguyên liệu đầu vào cao và 2) thiếu lao động tại nhà máy SH10. Do đó, LN ròng của MSH trong Q2/22 giảm 31,5% svck, xuống 85 tỷ đồng. Nhìn chung, MSH ghi nhận doanh thu và LN ròng trong 6T/22 đạt 2.736 tỷ đồng (+9,0% svck) và 187 tỷ đồng (-13,4% svck), hoàn thành 48,8% và 39,6% dự phóng của chúng tôi.

Khó khăn mới trong ngắn hạn

Chúng tôi cho rằng nhu cầu về quần áo như váy, áo phông tại thị trường Mỹ sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022 do lạm phát cao. Vì vậy, đà tăng trưởng doanh thu của MSH có thể giảm tốc trong nửa cuối năm do 70% doanh thu đơn hàng FOB đến từ thị trường Hoa Kỳ với các mặt hàng chính như váy, áo sơ mi và quần dệt. Mặc dù giá chip PET và sợi bông giảm 15,6%/40,8% so với tháng 5/2022, giá nguyên liệu đầu vào của MSH trong Q3/22 sẽ vẫn ở mức cao do độ trễ của giá vải so với giá sợi là 2 tháng. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN gộp và LN ròng năm 2022 của MSH xuống 1,5 điểm %/26,7% so với dự phóng trước đó của chúng tôi.

Triển vọng tích cực hơn trong năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của MSH sẽ tăng trở lại vào năm 2023 nhờ 1) giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt từ Q4/22, 2) kiểm soát lạm phát ở thị trường Mỹ và Châu Âu và 3) nhà máy SH10 dự kiến sẽ hoạt động 80% công suất vào năm 2023 nhờ tuyển dụng đủ công nhân. Vì vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng của MSH sẽ tăng 7,5%/27,4% svck trong năm 2023.

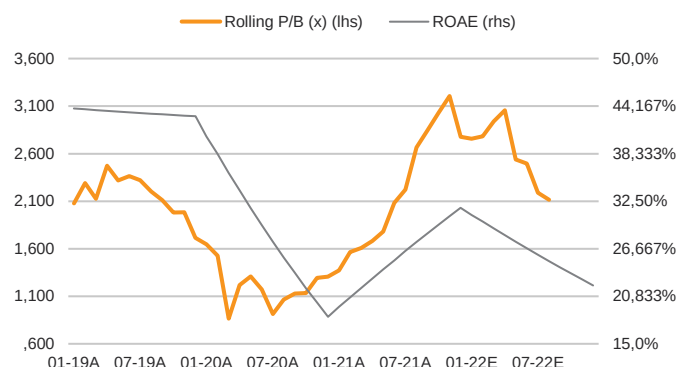
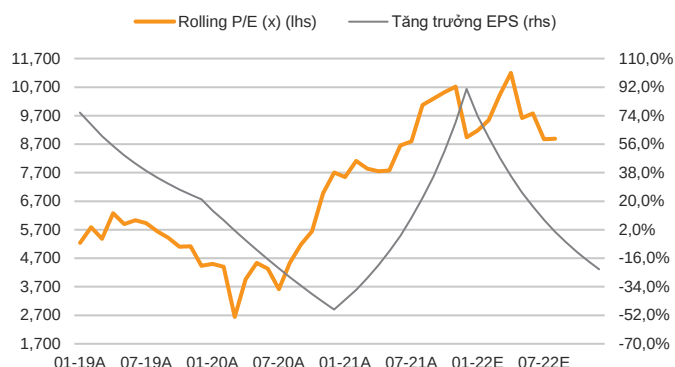
Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu giảm xuống 46.200 đồng

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 16,7% sau khi hạ EPS năm 2022-23 lần lượt 26,7%/12,9%. Chúng tôi cho rằng đây không phải là thời điểm thích hợp để đầu tư vào MSH do những thách thức trong ngắn hạn trong 6 tháng cuối năm 2022. Tiềm năng tăng giá sẽ đến từ 1) khối lượng bán hàng theo đơn đặt hàng FOB cao hơn dự kiến và 2) kiểm soát lạm phát tốt hơn dự kiến tại thị trường Mỹ. Rủi ro giảm giá là giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23F
Doanh thu thuần (tỷ)	3.813	4.748	4.921	5.288
Tăng trưởng DT thuần	(13,6%)	24,5%	3,7%	7,5%
Biên lợi nhuận gộp	19,7%	19,6%	18,1%	19,5%
Biên EBITDA	11,3%	14,4%	12,3%	13,5%
LN ròng (tỷ)	232	442	340	434
Tăng trưởng LN ròng	(48,5%)	90,8%	(23,1%)	27,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(49,8%)	98,4%	(22,6%)	27,7%
EPS cơ bản	3.091	5.898	4.538	5.781
EPS điều chỉnh	2.887	5.509	4.236	5.395
BVPS	18.248	18.986	21.984	25.088
ROAE	18,3%	31,7%	22,2%	24,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.748	4.921	5.288
Giá vốn hàng bán	(3.817)	(4.028)	(4.257)
Chi phí quản lý DN	(299)	(246)	(264)
Chi phí bán hàng	(145)	(148)	(159)
LN hoạt động thuần	487	499	608
EBITDA thuần	620	648	761
Chi phí khấu hao	(133)	(148)	(154)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	487	499	608
Thu nhập lãi	78	44	46
Chi phí tài chính	(19)	(52)	(57)
Thu nhập ròng khác	(3)	(1)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	543	489	596
Thuế	(100)	(146)	(157)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	(3)	(5)
LN ròng	442	340	434
Thu nhập trên vốn	442	340	434
Cổ tức phổ thông	(375)	(200)	(200)
LN giữ lại	68	140	234

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	379	371	571
Đầu tư ngắn hạn	468	421	442
Các khoản phải thu ngắn hạn	663	696	733
Hàng tồn kho	938	1.015	1.036
Các tài sản ngắn hạn khác	41	692	1.383
Tổng tài sản ngắn hạn	2.489	3.196	4.164
Tài sản cố định	659	551	358
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	56	39	42
Tổng tài sản	3.205	3.787	4.564
Vay & nợ ngắn hạn	552	718	933
Phải trả người bán	220	286	315
Nợ ngắn hạn khác	756	943	1.302
Tổng nợ ngắn hạn	1.529	1.947	2.550
Vay & nợ dài hạn	178	115	51
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	500	500	500
LN giữ lại	736	963	1.196
Vốn chủ sở hữu	1.424	1.649	1.882
Lợi ích cổ đông thiểu số	73	76	81
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.205	3.787	4.564

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	543	489	596
Khấu hao	133	148	154
Thuế đã nộp	(85)	(146)	(157)
Các khoản điều chỉnh khác	(245)	462	487
Thay đổi VLĐ	(146)	(582)	(357)
LC tiền thuần HKKD	200	372	723
Đầu tư TSCĐ	(259)	(100)	(60)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	369	47	(21)
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	53	65	(41)
LC tiền từ HĐĐT	164	12	(122)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	233	102	151
Dòng tiền từ HĐTC khác	20	(293)	(353)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(375)	(200)	(200)
LC tiền thuần HĐTC	(121)	(391)	(402)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	136	379	371
LC tiền thuần trong năm	243	(7)	199
Tiền & tương đương tiền cuối kì	379	371	571

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	9,3%	6,9%	8,2%
Vòng quay TS	1,63	1,41	1,27
ROAA	15,2%	9,7%	10,4%
Đòn bẩy tài chính	2,09	2,28	2,37
ROAE	31,7%	22,2%	24,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	47,9	48,5	47,4
Số ngày nắm giữ HTK	89,7	92,0	88,8
Số ngày phải trả tiền bán	21,1	26,0	27,0
Vòng quay TSCĐ	7,73	8,13	11,63
ROIC	19,9%	13,3%	14,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,6	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,1	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,4	0,4
Vòng quay tiền	116,6	114,6	109,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	24,5%	3,7%	7,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	104,4%	2,5%	21,7%
Tăng trưởng LN ròng	90,8%	(23,1%)	27,4%
Tăng trưởng EPS	90,8%	(23,1%)	27,4%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích

Email: hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>