

# DỆT MAY

**BƯỚC TIẾN CHẬM RẼI VÀ DẦN TĂNG  
TỐC TRONG NỬA CUỐI NĂM 2025**



Cao Ngọc Quân – [quan.cn@vdsc.com.vn](mailto:quan.cn@vdsc.com.vn)





Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

## Tổng quan

Tiếp nối đà phục hồi từ nửa cuối năm 2023, tăng trưởng xuất khẩu toàn ngành dệt may đạt hai chữ số trong 11T2024 khi bối cảnh kinh tế vĩ mô tại các thị trường chính tích cực hơn. Năm 2025, tốc độ tăng trưởng giá trị xuất khẩu sẽ chậm lại khi không còn hiệu ứng nền thấp, nhưng kỳ vọng vẫn duy trì tăng trưởng dương bởi thu nhập thực tế tăng lên và chính sách nới lỏng tiền tệ của các NHTW sẽ kích thích tiêu dùng của hộ gia đình tại Mỹ và Châu Âu. Bức tranh toàn ngành sẽ sáng dần hơn qua từng quý khi chính sách tiền tệ nới lỏng thấm thấu vào nền kinh tế.

Các doanh nghiệp Việt Nam đã giảm đơn giá khoảng 30% kể từ đỉnh Q3/2022 để tăng khả năng cạnh tranh với các quốc gia trong cùng khu vực. Theo Vitas, đa phần các công ty may mặc đã có đơn hàng đến hết Q1/2025 nhưng đơn giá không tăng, khiến bức tranh chung về biên lợi nhuận toàn ngành sẽ khó mở rộng so với 2024.

Diễn biến giá cổ phiếu trong danh sách nghiên cứu của chúng tôi đã phản ánh đầy đủ triển vọng trung hạn của doanh nghiệp, cụ thể: **TNG (TRUNG LẬP, GMT: 26.700 VND/cp), MSH (TÍCH LŨY, GMT: 56.300 VND/cp), TCM (QUAN SÁT, GMT: N/A), STK (QUAN SÁT, GMT: N/A).**

## Điểm nhấn

**Triển vọng xuất khẩu tăng trưởng chậm trong nửa đầu năm 2025 (1H2025) và sẽ cải thiện rõ rệt hơn trong nửa cuối năm 2025 (2H2025)**

- Thiếu vắng động lực để các hãng thời trang đẩy mạnh nhập khẩu trong 1H2025 vì đã gia tăng đáng kể hàng tồn kho trong Q3/2024. Đồng thời, hoạt động tích trữ nguyên liệu sản xuất của doanh nghiệp sản xuất trong nước đang chậm lại trong những tháng cuối năm 2024.
- Ngành dệt may tươi sáng hơn về nửa cuối năm 2025, do nhu cầu tiêu dùng được dự báo dần cải thiện bởi thu nhập thực tế của hộ gia đình tăng lên và các NHTW thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ để kích thích tăng trưởng kinh tế.

**Tốc độ tăng trưởng sẽ phân hóa giữa hai thị trường Mỹ và Châu Âu**

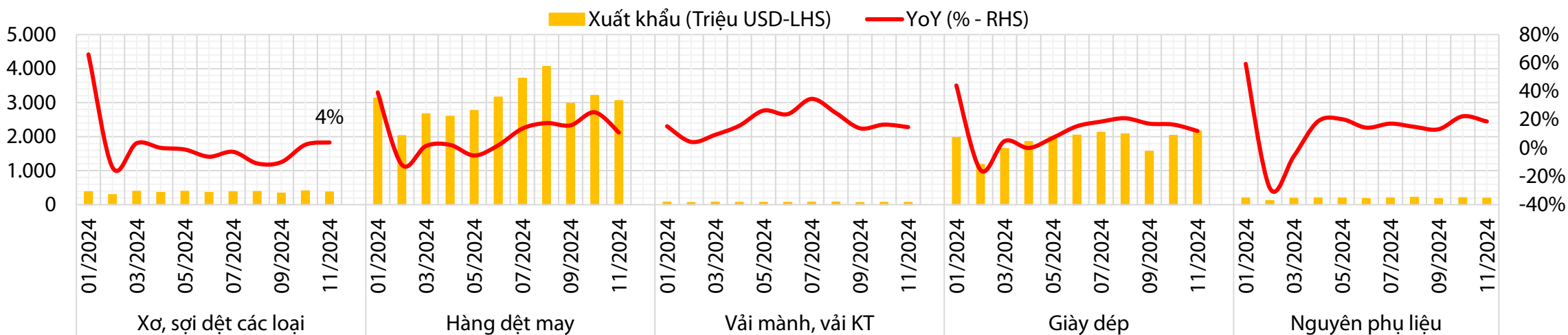
- Tại Mỹ, hộ gia đình giảm tỷ lệ chi tiêu cho mặt hàng quần áo và hoạt động nhập khẩu hàng may mặc đang chậm lại trong những tháng cuối năm 2024.
- Người tiêu dùng Châu Âu vẫn duy trì tỷ lệ tương đối ổn định và niềm tin kinh doanh quần áo tại Châu Âu đang cải thiện nhẹ khi đã tạo đáy trong năm 2024.

**Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may khó có thể mở rộng trong dài hạn bởi cuộc đua về giá sẽ quyết định tỷ lệ lợi ích trong Chiến tranh thương mại 2.0.** Thuế quan của Mỹ lên hàng hóa Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xu hướng dịch chuyển khỏi Trung Quốc sang các quốc gia công nghiệp khác. Việt Nam phải cạnh tranh về giá với các quốc gia có chi phí nhân công rẻ như Bangladesh, Ấn Độ, Indonesia,... để gia tăng được thị phần.

## Rủi ro đối với khuyến nghị

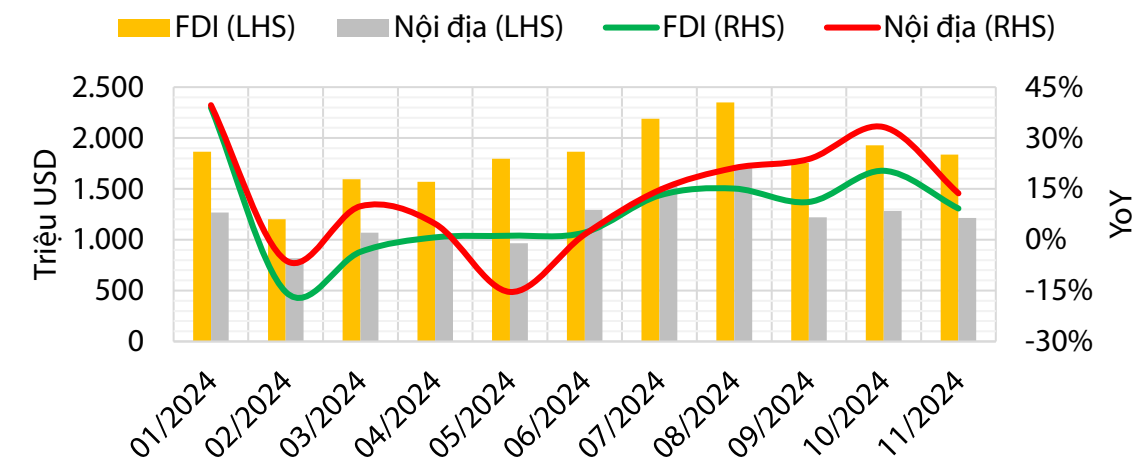
- Rào cản thuế quan của Mỹ lên hàng hóa Trung Quốc đẩy mạnh nhu cầu tích trữ hàng tồn kho giá rẻ của các hãng thời trang.
- Biến động tỷ giá tác động trọng yếu tới lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may.

**Hình 1: Sau mùa cao điểm đến sớm từ tháng 06 – 08/2024, giá trị xuất khẩu hàng hóa dệt may giảm tốc trong những tháng cuối năm**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Giá trị xuất khẩu hàng dệt may theo khối sản xuất**



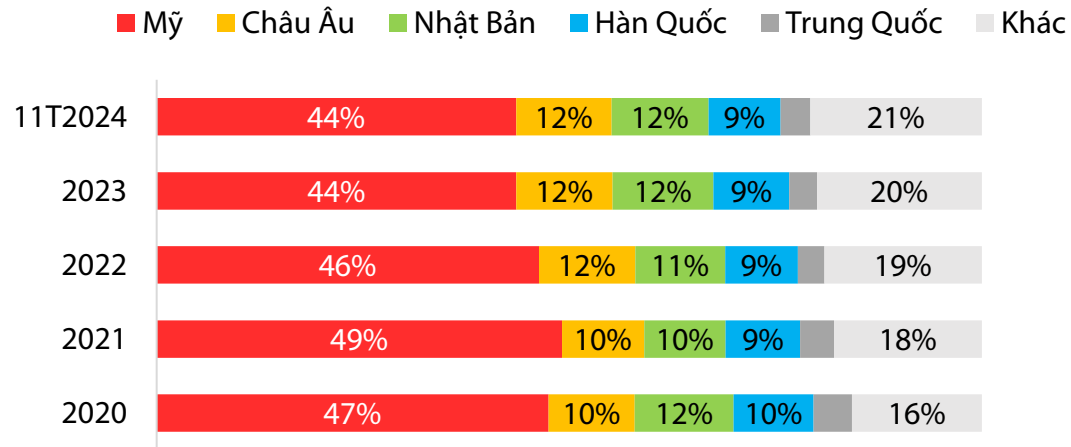
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

## Hoạt động xuất khẩu toàn ngành hồi phục xuyên suốt năm 2024 nhưng đang có dấu hiệu chậm lại

- Giá trị XK tiếp tục tăng trưởng dương nhưng có tín hiệu chậm lại, sau khi đạt đỉnh trong Q3-FY24 vì mùa cao điểm đến sớm.
- Trong 11T2024, giá trị xuất khẩu toàn ngành đạt 60,8 tỷ USD (+10% YoY), tốc độ tăng trưởng khá tốt khi các hãng thời trang đã nhập hàng trở lại sau giai đoạn giảm tồn kho kể từ 2H2023.

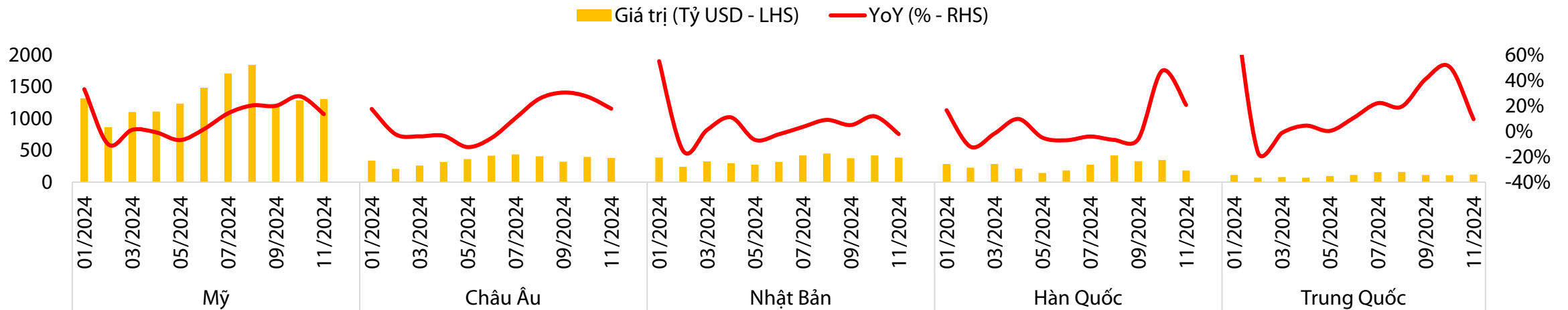
**Nhìn chung, các khối sản xuất đều đạt tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong năm 2024. Thị phần của khối dệt may trong nước được cải thiện 90 bps svck, chiếm tỷ trọng 40,2% giá trị xuất khẩu dệt may cả nước.**

**Hình 3: Tỷ trọng xuất khẩu hàng dệt may theo thị trường**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Giá trị xuất khẩu hàng dệt may qua các thị trường chính**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

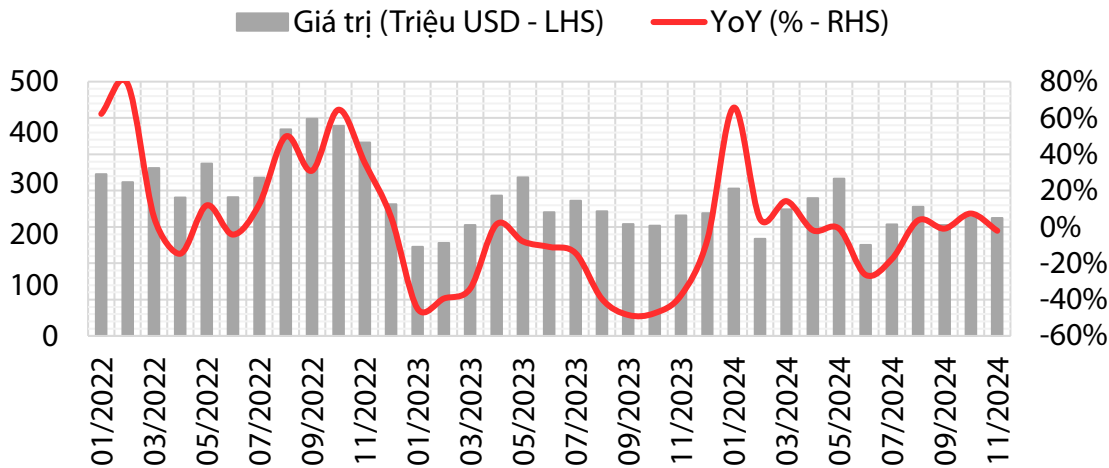
### Giai đoạn tăng trưởng cao của ngành dệt may đã đi qua

- Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may đều giảm tốc trên toàn bộ các thị trường chính như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc.
- Trong 11T2024, giá trị xuất khẩu hàng may mặc sang hai thị trường lớn là Mỹ và Châu Âu lần lượt đạt 14,5 tỷ USD (+10% YoY) và 3,9 tỷ (+8% YoY).

**Chúng tôi nhận thấy rằng, quy mô toàn ngành sẽ tăng trưởng chậm trong nửa đầu năm 2025.**

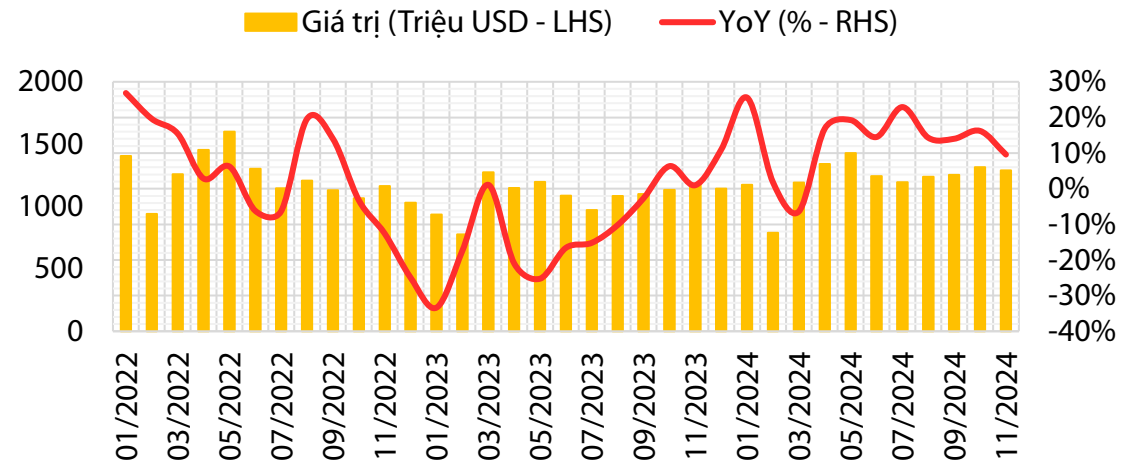
- Thiếu vắng động lực để các hãng thời trang đẩy mạnh nhập khẩu hàng tồn kho trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng chưa cải thiện quá rõ rệt.
- Hàng tồn kho của các hãng thời trang quay trở lại mức cao.
- Giá trị nhập khẩu nguyên liệu đầu vào (bông, xơ & sợi, vải) giảm tốc kể từ Q3-FY24, điều này hàm ý xu hướng tích trữ nguyên liệu sản xuất của các doanh nghiệp dệt may đang chậm lại.

**Hình 6: Giá trị nhập khẩu bông**



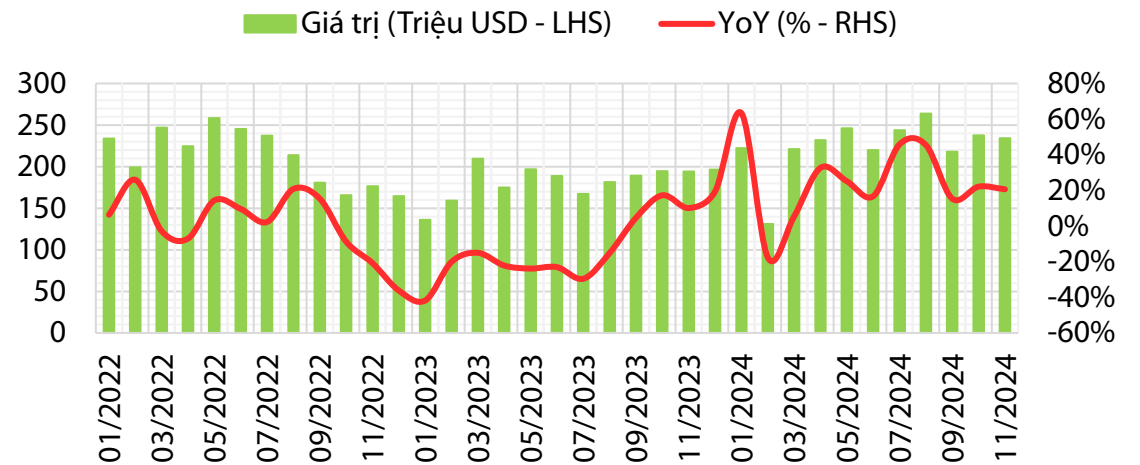
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Giá trị nhập khẩu vải**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

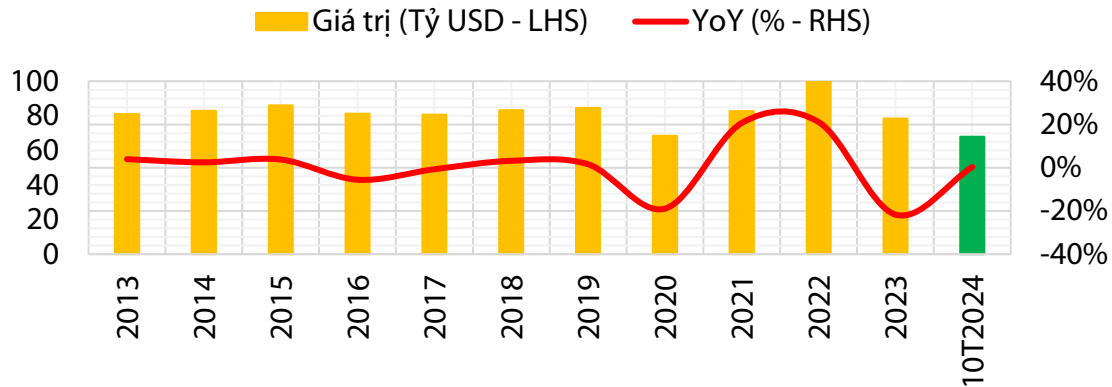
**Hình 7: Giá trị nhập khẩu xơ và sợi**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

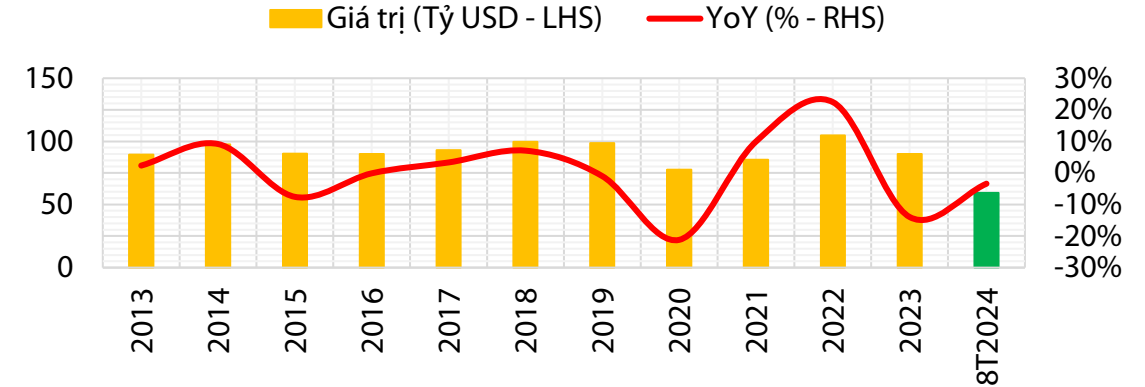
**Hình 8: Nhu cầu tiêu dùng của người dân tại các thị trường xuất khẩu chính chưa cải thiện rõ nét. Giá trị nhập khẩu hàng dệt may mặc (HS Code 61&62) tại các thị trường lớn đi ngang hoặc tăng trưởng âm trong năm 2024.**

## Mỹ



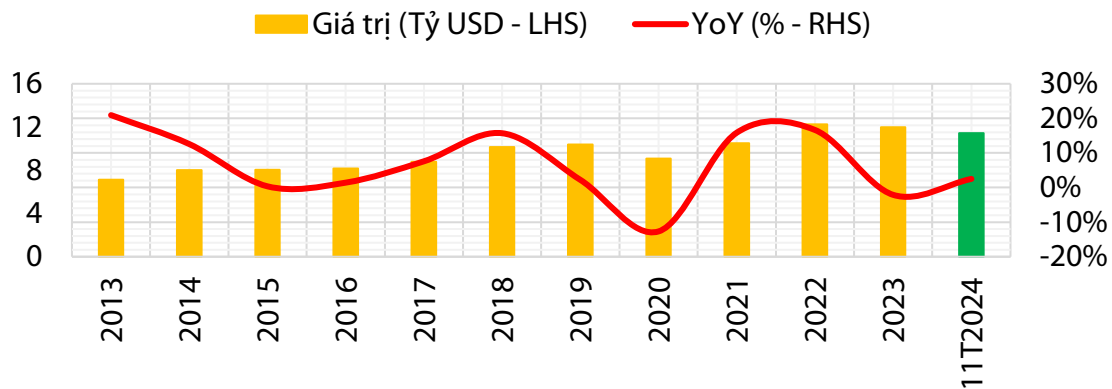
Nguồn: US OTEXA, CTCK Rồng Việt

## Châu Âu



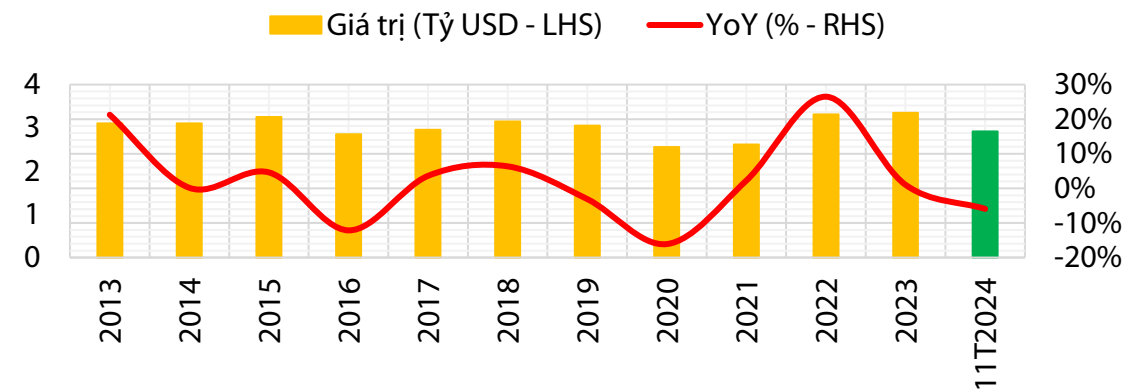
Nguồn: UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

## Hàn Quốc



Nguồn: Korea trade, CTCK Rồng Việt

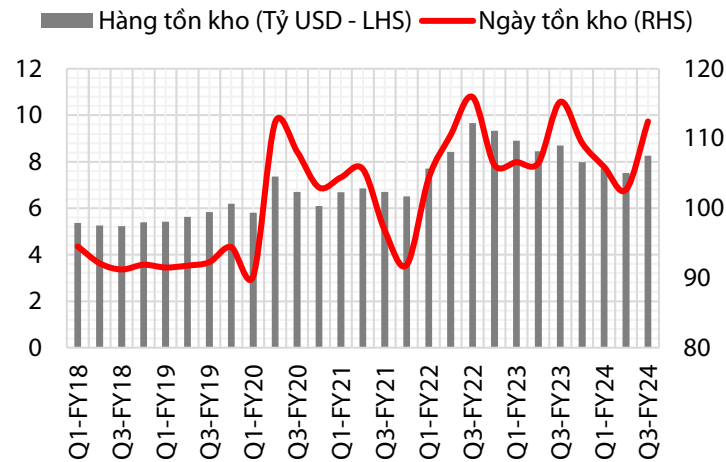
## Nhật Bản



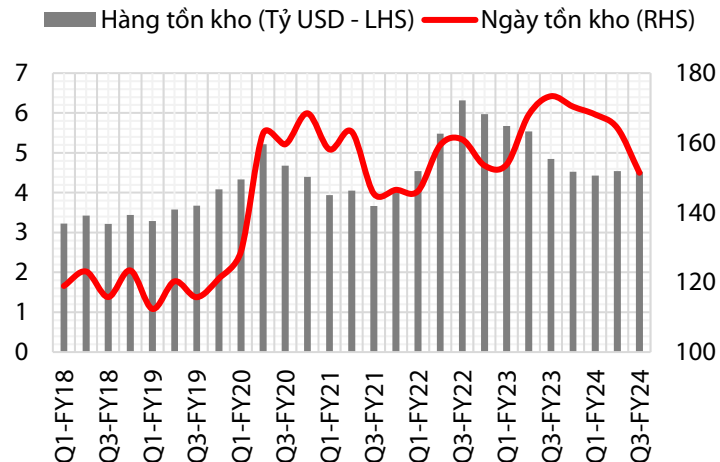
Nguồn: Japan Statistics, CTCK Rồng Việt



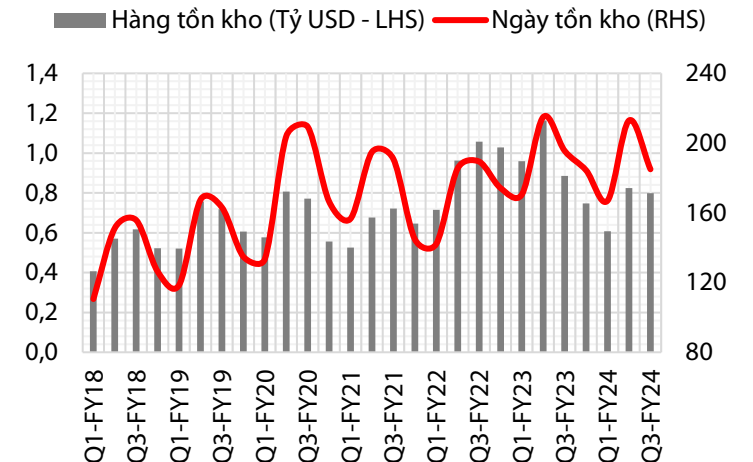
**Hình 9: Hàng tồn kho của Nike**



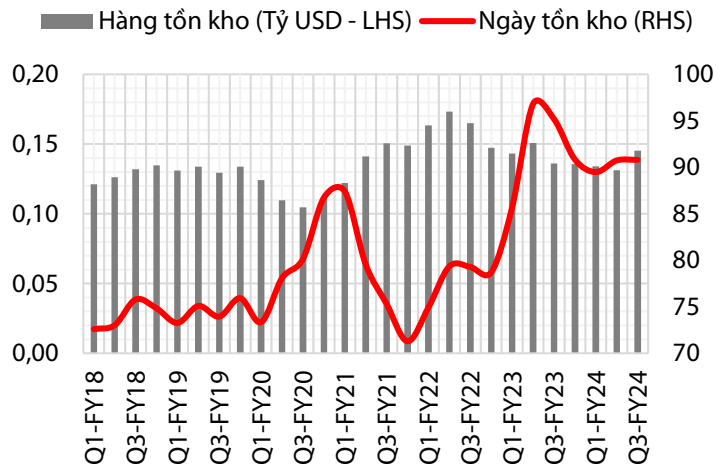
**Hình 10: Hàng tồn kho của Adidas**



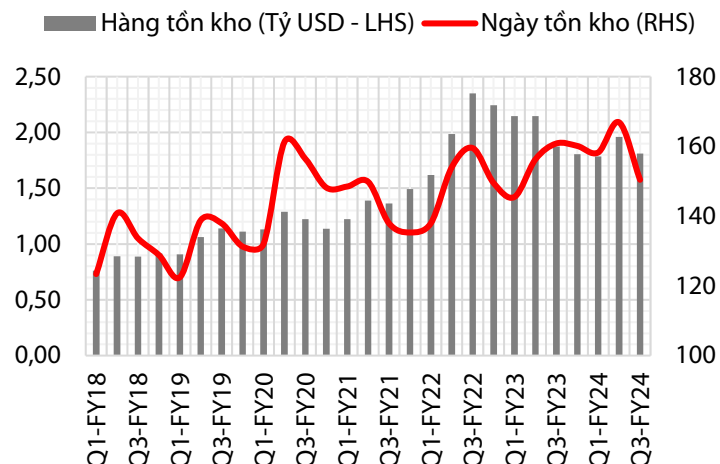
**Hình 11: Hàng tồn kho của Columbia**



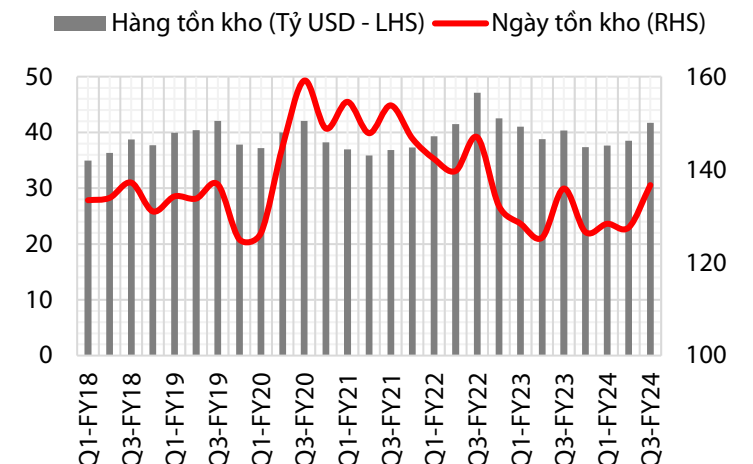
**Hình 12: Hàng tồn kho của Unifi**



**Hình 13: Hàng tồn kho của Puma**

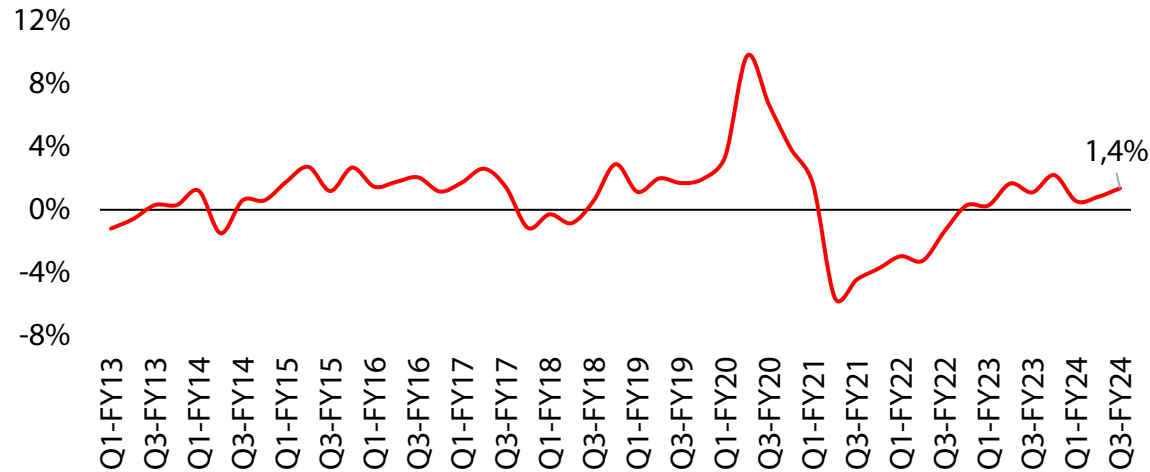


**Hình 14: Hàng tồn kho của H&M**



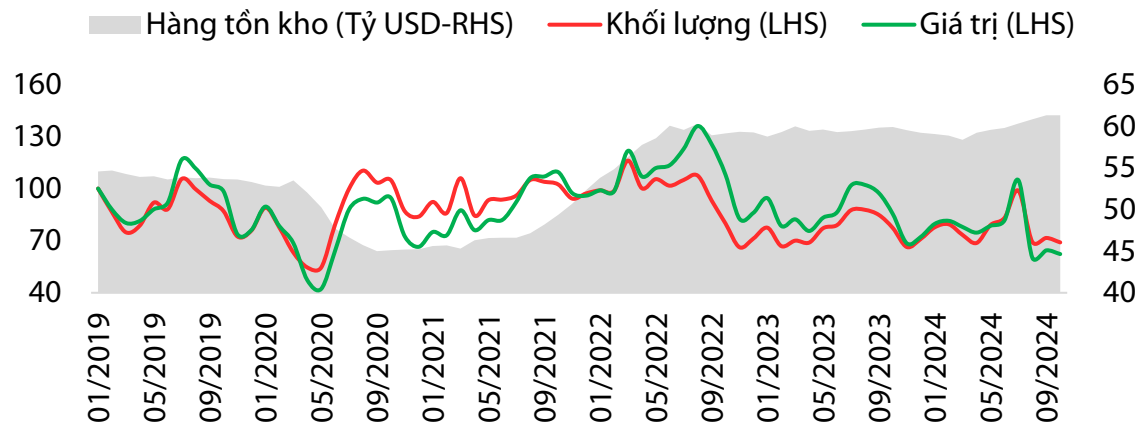
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 15: Tăng trưởng thu nhập thực tế của hộ gia đình tại Mỹ**



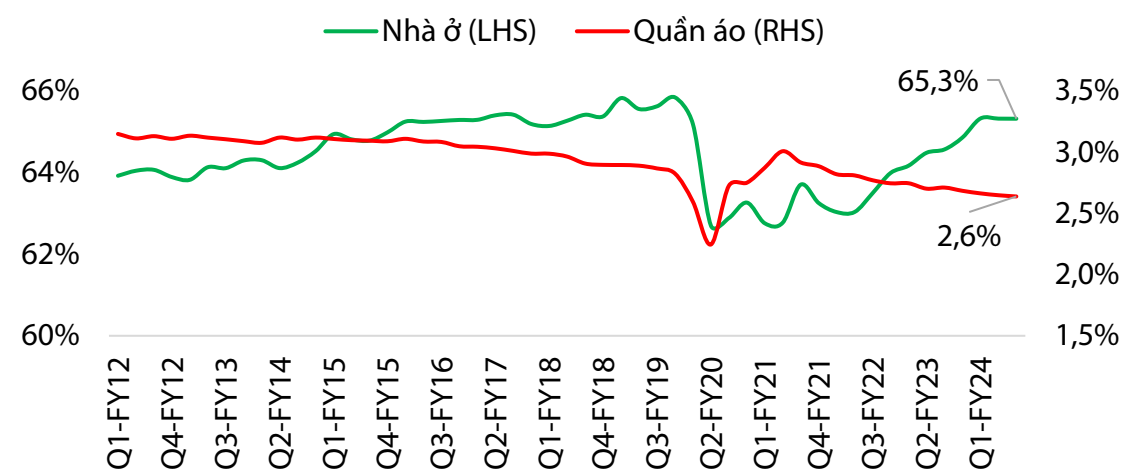
Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

**Hình 17: Tương quan giữa chỉ số hoạt động nhập khẩu hàng may mặc (01/2019 = 100) và hàng tồn kho (được điều chỉnh theo mùa vụ)**



Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

**Hình 16: Hộ gia đình tại Mỹ giảm tỷ trọng chi tiêu cho quần áo**



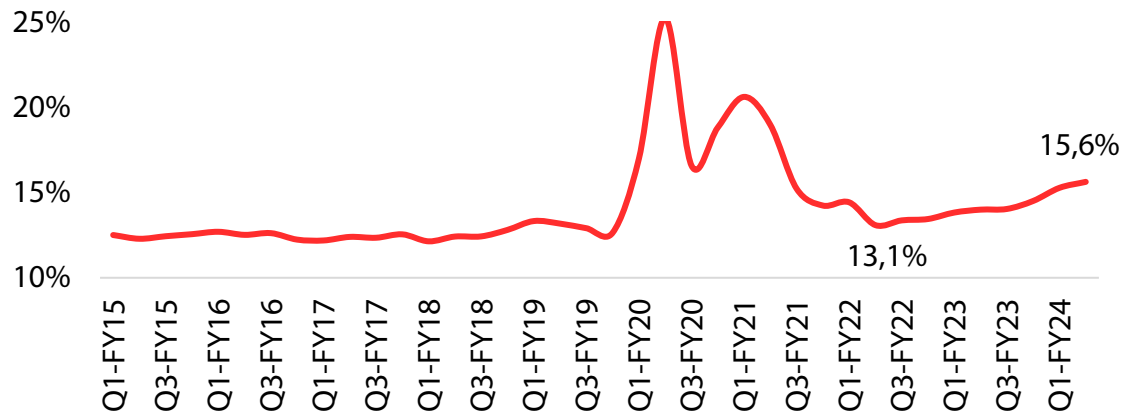
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

### Hoạt động NK hàng dệt may tại Mỹ đang chậm lại

- Xu hướng giảm chi tiêu cho quần áo. Mặc dù, thu nhập thực tế hàng tuần (lương bình quân được điều chỉnh theo lạm phát) của người lao động tại Mỹ ghi nhận tăng trưởng 1,4% YoY trong Q3-FY24 (hình 15), nhưng 65% thu nhập được sử dụng để thanh toán dịch vụ nhà ở.
- Nhu cầu nhập khẩu hàng hóa của các hãng thời trang bán lẻ tại Mỹ giảm bởi quy mô tồn kho đang ở mức cao.

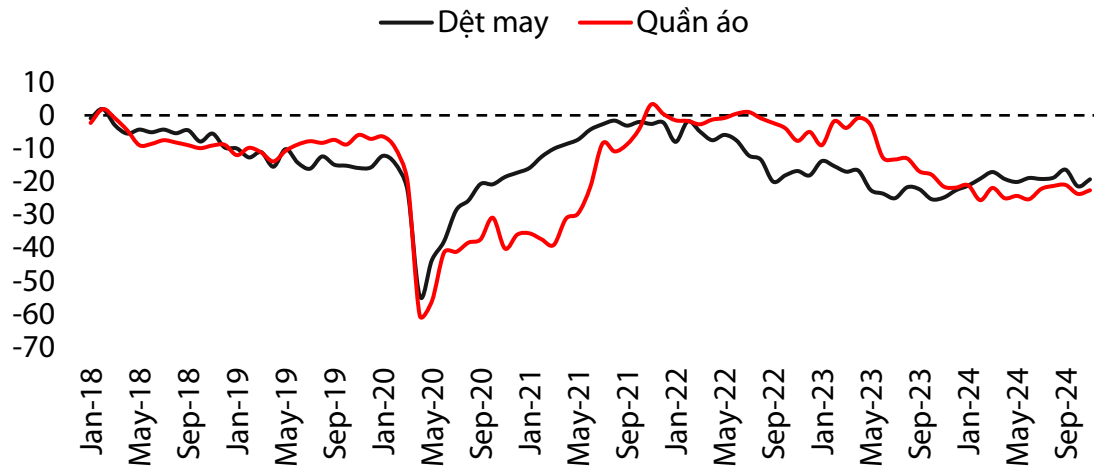


**Hình 18: Kể từ khi ECB tăng lãi suất, người dân Châu Âu đã gia tăng tỷ lệ tiết kiệm để hưởng lợi nhiều hơn**



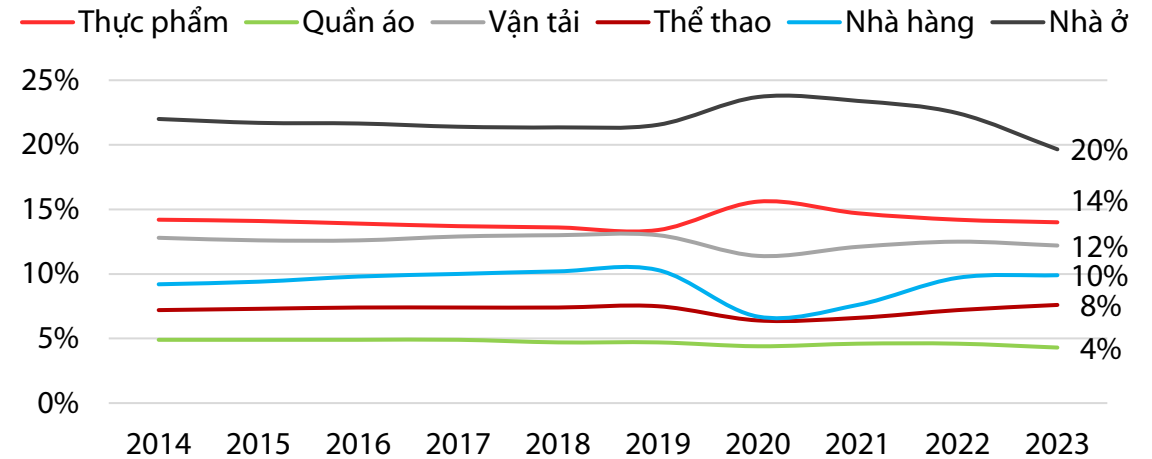
Nguồn: EuroStat, CTCK Rộng Việt

**Hình 20: Chỉ số niềm tin kinh doanh (BCI) của Châu Âu**



Nguồn: European Commission, CTCK Rộng Việt

**Hình 19: Hộ gia đình Châu Âu duy trì tỷ trọng chi tiêu cho quần áo**

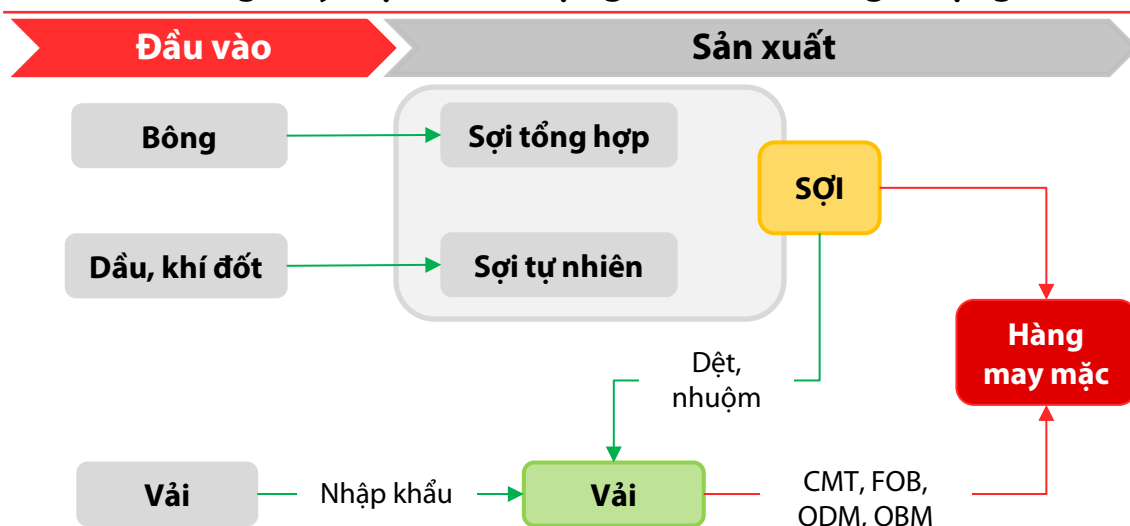


Nguồn: EuroStat, CTCK Rộng Việt

**Chúng tôi kỳ vọng thị trường Châu Âu sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với Mỹ**

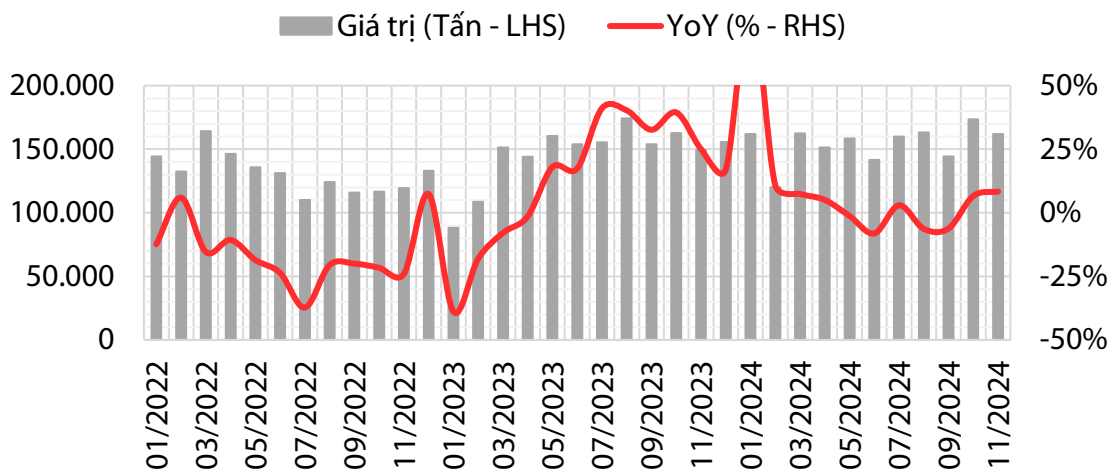
- Chúng tôi kỳ vọng, chính sách tiền tệ nới lỏng trong 2025 sẽ dịch chuyển dòng tiền từ kênh tiết kiệm sang tiêu dùng nhiều hơn. Các hộ gia đình tại Châu Âu đã gia tăng đáng kể tỷ lệ tiết kiệm kể từ khi ECB nâng lãi suất điều hành kể từ tháng 07/2022.
- Các hộ gia đình duy trì tỷ trọng chi tiêu cho quần áo.
- Chỉ số niềm tin kinh doanh đã thoát được ra khỏi xu hướng giảm và kỳ vọng sẽ cải thiện rõ ràng hơn trong năm 2025.

**Hình 21: Hàng may mặc nằm ở hạ nguồn của chuỗi giá trị ngành**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 22: Khối lượng xuất khẩu xơ và sợi của Việt Nam**

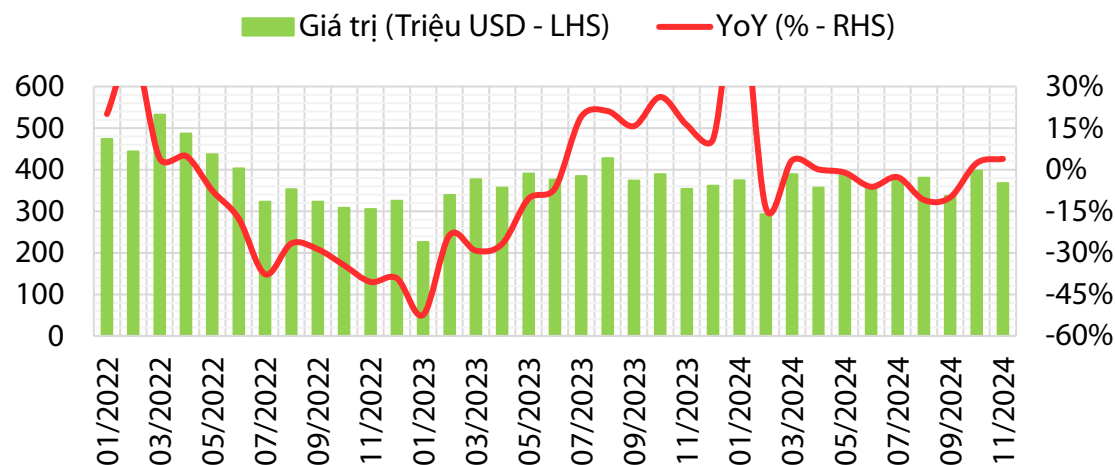


Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

**Nhóm thượng nguồn có tín cải thiện cải thiện, được xem như chỉ báo sớm cho sự tăng trưởng của hàng may mặc trong nửa cuối năm 2025**

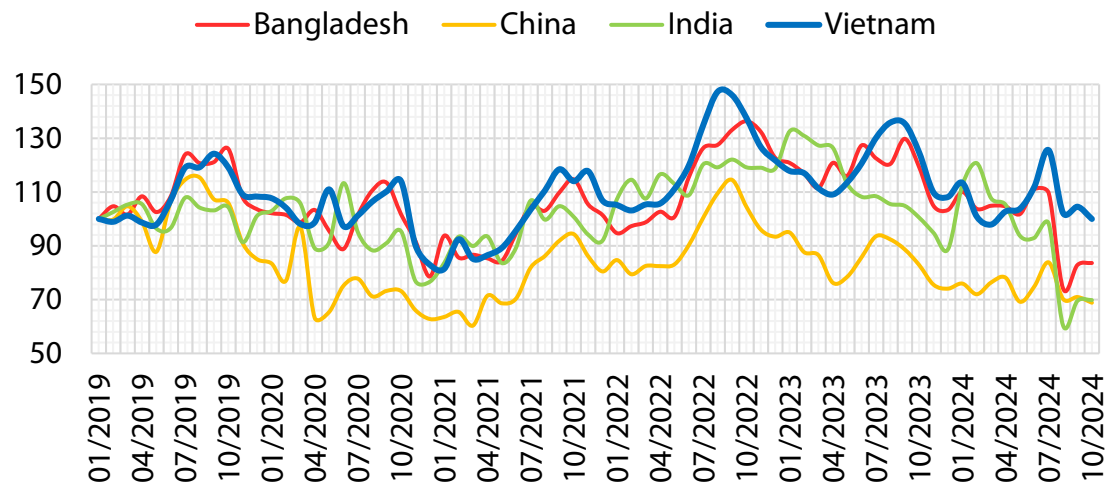
- Lũy kế 11T2024, giá trị xuất khẩu xơ & sợi đạt 4 tỷ USD (đi ngang svck) nhưng khối lượng xuất khẩu xơ & sợi đạt 1,7 triệu tấn (+6% YoY) do giá giảm. Đáng chú ý trong những tháng cuối năm 2024, cả khối lượng và giá trị đã tăng trưởng dương trở lại sau năm tháng giảm sút liên tiếp (hình 22 & 23).
- Xơ & sợi được sử dụng để sản xuất vải và hàng may mặc, nằm ở thượng nguồn trong chuỗi giá trị ngành, (hình 21). Diễn biến của nhóm sản phẩm này có thể là chỉ báo sớm cho xu hướng ngắn hạn của ngành.
- Việt Nam là quốc gia đứng thứ 6 thế giới về xuất khẩu xơ & sợi, do đó có thể kỳ vọng diễn biến trong hoạt động XN của Việt Nam đang phản ánh trạng thái của thị trường thế giới.

**Hình 23: Giá trị xuất khẩu xơ và sợi của Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

**Hình 24: Giá trung bình hàng dệt may của Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ đang cao hơn so với các đối thủ quốc tế (2019 = 100)**



Nguồn: US Otexa, CTCK Rông Việt

**Bảng 1: Thuế quan của các nước phát triển**

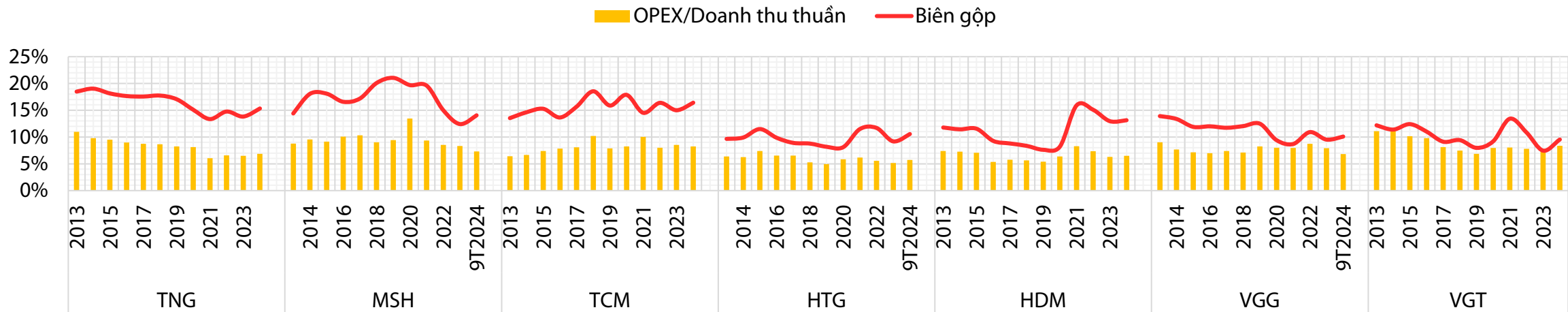
| Quốc gia   | Mỹ                    | Châu Âu |             |      |      |                                                                    |
|------------|-----------------------|---------|-------------|------|------|--------------------------------------------------------------------|
|            |                       | MFN     | EBA for LDC | GSP+ | GSP  | EVFTA                                                              |
| Trung Quốc | MFN + trừng phạt 7,5% | MFN     |             |      |      |                                                                    |
| Bangladesh | MFN                   |         | 0%          |      |      |                                                                    |
| Việt Nam   | MFN                   |         |             |      | 9,6% | Giảm thuế từ 12% về mức 0% theo lộ trình 7 năm (tính từ 30/6/2019) |
| Ấn Độ      | MFN                   |         |             |      | 9,6% |                                                                    |
| Indonesia  | MFN                   |         |             |      | 9,6% |                                                                    |
| Campuchia  | MFN                   |         | 0%          |      |      |                                                                    |
| Myanmar    | MFN                   |         | 0%          |      |      |                                                                    |
| Lào        | MFN                   |         | 0%          |      |      |                                                                    |
| Sri Lanka  | MFN                   |         |             | 0%   |      |                                                                    |
| Pakistan   | MFN                   |         |             | 0%   |      |                                                                    |

Nguồn: STK, CTCK Rông Việt

## Lợi thế của Việt Nam chưa thật sự rõ ràng để có thể hưởng lợi lớn trong xu hướng dịch chuyển khỏi Trung Quốc

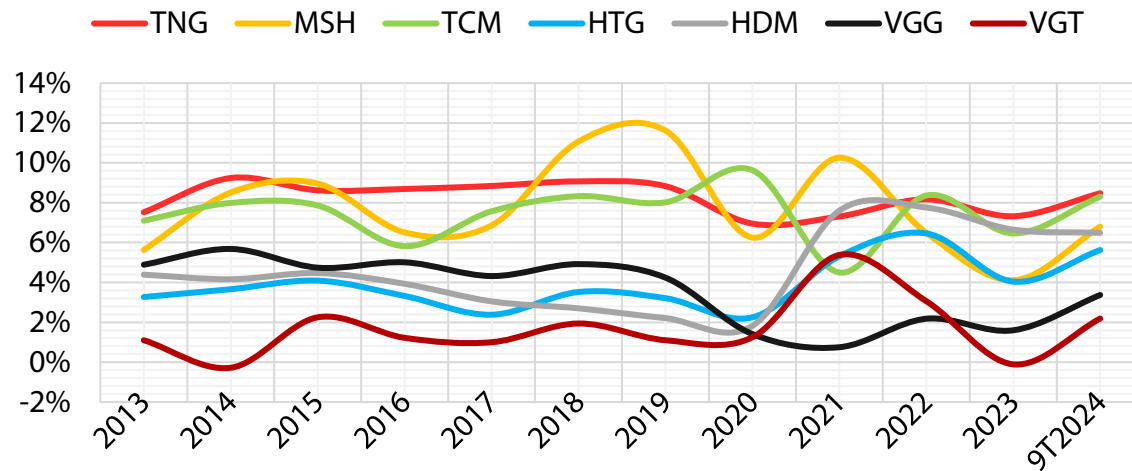
- Phần lớn thương mại của Mỹ được thực hiện theo cơ chế Tối huệ quốc (MFN) với mức thuế trung bình là 3,5% (5,2% đối với sản phẩm nông nghiệp). Trung Quốc là quốc gia bị áp thuế trừng phạt 7,5% đối với các sản phẩm nhập khẩu vào Mỹ. Trong khi đó các quốc gia Châu Á khác đều được đối xử bình đẳng dẫn đến lợi thế cạnh tranh của các quốc gia phụ thuộc vào chi phí sản xuất, thời gian xử lý đơn hàng, tuân thủ tiêu chuẩn ESG. Giá bán trung bình của Việt Nam mặc dù đã giảm khoảng 30% từ mức đỉnh của 2022 nhưng vẫn cao hơn so với các quốc gia cùng khu vực (Hình 24).
- Tại Châu Âu, Việt Nam sẽ gặp bất lợi hơn về thuế quan, so với các quốc gia Châu Á khác như Bangladesh, Campuchia, Myanmar. Bởi nguyên liệu vải được nhập khẩu phần lớn từ Trung Quốc và Đài Loan nên chưa được hưởng mức ưu đãi thuế suất 0% của EVFTA (Bảng 1).

**Hình 25: Tương quan giữa biên lợi nhuận gộp và chỉ tiêu chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu của các doanh nghiệp dệt may (%)**



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

**Hình 26: Biên EBIT của các doanh nghiệp dệt may**



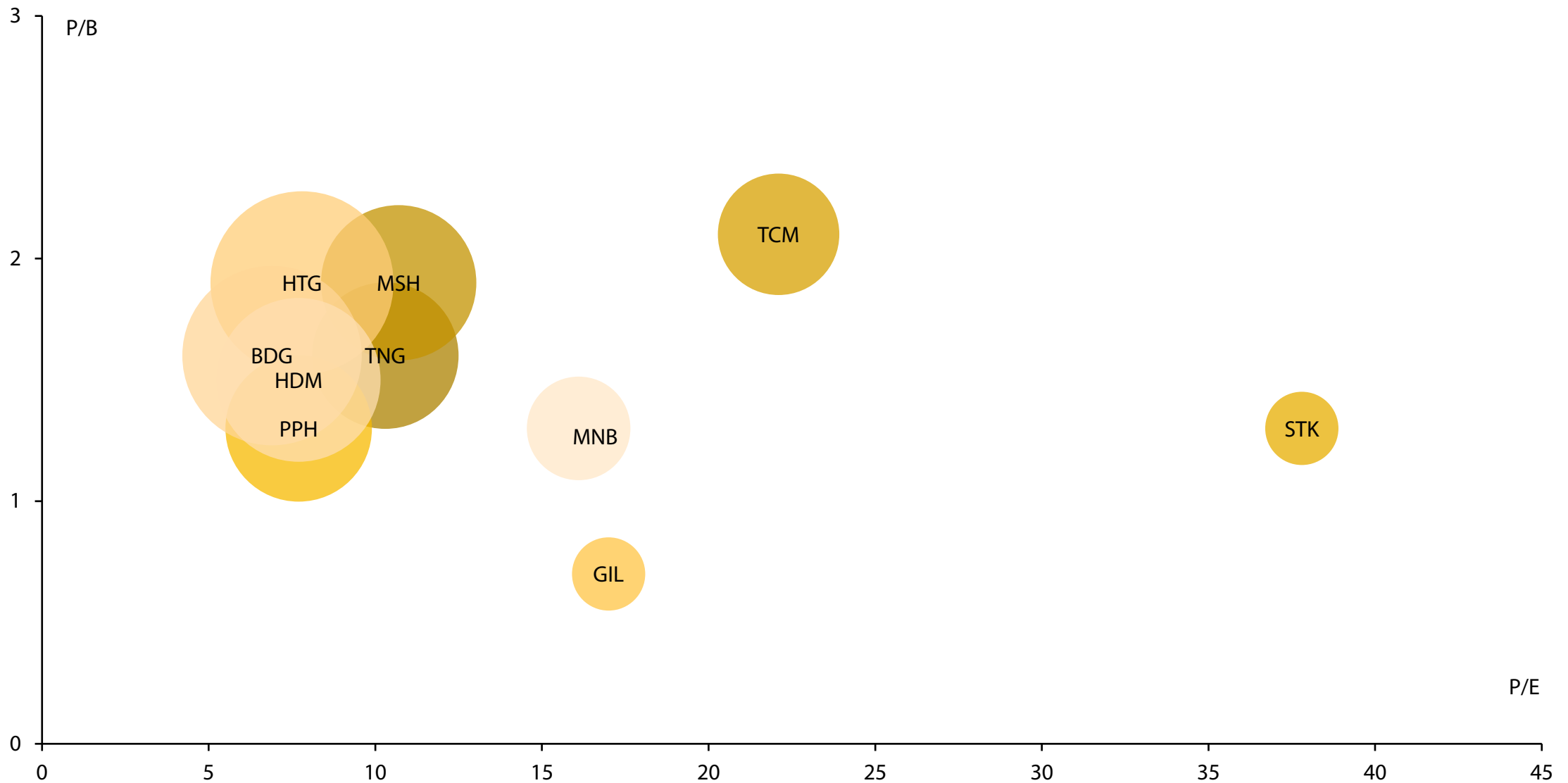
Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

## Biên EBIT của các công ty dệt may có xu hướng đi ngang trong 10 năm gần nhất và dự báo xu hướng sẽ duy trì trong dài hạn

- Ngoại trừ giai đoạn 2020 – 2022 do những yếu tố bất thường từ dịch COVID và đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, biên lợi nhuận gộp của ngành dệt may có xu hướng thu hẹp trong dài hạn (hình 25) bởi bởi cạnh tranh cao của ngành.
- Những thời điểm biên lợi nhuận gộp được mở rộng do nhu cầu tăng hoặc thay đổi cơ cấu hàng có tỷ trọng cao, các công ty phải đánh đổi bằng chi phí BH&QLDN tăng lên bởi chi phí nhân công hoặc chi phí kiểm soát và kiểm tra chất lượng cũng tăng lên tương ứng (hình 26).

| Cổ phiếu | VHTT (tỷ đồng) | GTKL BQ 3T (tr. đ) | P/E hiện tại (x) | P/B hiện tại (x) | ROE trượt 4Q (%) | Giá mục tiêu | Thị giá tại ngày 10/01/25 | Mức sinh lời kỳ vọng | 2023A |         | 2024E |         | 2025F |         | Tăng trưởng doanh thu |       | Tăng trưởng LNST |        |
|----------|----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|---------------------------|----------------------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-----------------------|-------|------------------|--------|
|          |                |                    |                  |                  |                  |              |                           |                      | EPS   | GTSS/CP | EPS   | GTSS/CP | EPS   | GTSS/CP | 2024E                 | 2025F | 2024E            | 2025F  |
| TNG      | 2.906          | 47.734             | 10,27            | 1,56             | 15,9%            | 26.700       | 23.700                    | 12,7%                | 1.775 | 14.080  | 2.445 | 16.993  | 2.604 | 19.031  | 7,8%                  | 4,7%  | 39,9%            | 6,4%   |
| MSH      | 3.623          | 10.695             | 10,71            | 1,90             | 18,5%            | 56.000       | 48.300                    | 12,2%                | 3.260 | 21.948  | 4.002 | 23.624  | 5.037 | 26.313  | 14,1%                 | 5,5%  | 52,5%            | -18,0% |
| TCM      | 4.573          | 92.338             | 22,05            | 2,08             | 10,6%            | N.R          | 44.900                    | -8,7%                | 1.101 | 19.636  | 2.565 | 23.819  | 2.889 | 24.002  | 15,3%                 | 5,1%  | 113,0%           | 3,6%   |
| STK      | 2.242          | 747                | 37,81            | 1,30             | 3,5%             | N.R          | 23.200                    | -6,9%                | 933   | 17.311  | 491   | 18.745  | 779   | 19.484  | -15,5%                | 19,8% | -82,6%           | 305,9% |
| VGT      | 6.700          | 18.001             | 165,54           | 1,00             | 2,1%             | N.R          | 13.400                    | n.a                  | 289   | 13.426  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |
| GIL      | 1.808          | 12.869             | 17,04            | 0,71             | 4,3%             | N.R          | 17.800                    | n.a                  | 288   | 24.895  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |
| PPH      | 2.218          | 1.039              | 7,65             | 1,27             | 16,5%            | N.R          | 29.700                    | n.a                  | 3.865 | 23.409  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |
| HTG      | 1.710          | 1.547              | 7,81             | 1,90             | 25,3%            | N.R          | 47.500                    | n.a                  | 4.444 | 22.160  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |
| ADS      | 642            | 970                | 34,14            | 0,74             | 3,3%             | N.R          | 8.400                     | n.a                  | 1.120 | 12.644  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |
| BDG      | 846            | 159                | 6,87             | 1,61             | 23,9%            | N.R          | 34.100                    | n.a                  | 4.975 | 21.229  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |
| HDM      | 653            | 424                | 7,70             | 1,50             | 19,9%            | N.R          | 32.500                    | n.a                  | 4.222 | 21.659  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |
| MNB      | 510            | 61                 | 16,05            | 1,30             | 8,4%             | N.R          | 25.500                    | n.a                  | 1.661 | 19.632  | n.a   | n.a     | n.a   | n.a     | N.R                   | N.R   | N.R              | N.R    |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 10/01/2025.  
N.R: Không đánh giá  
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu  
EPS: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu  
GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/01/2025.



TÍCH LŨY: 16%

GTT: 23.700

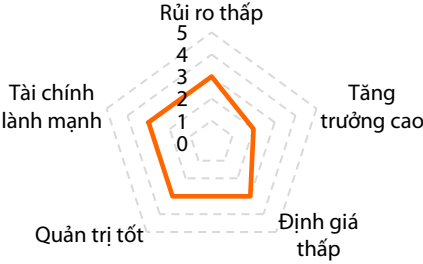
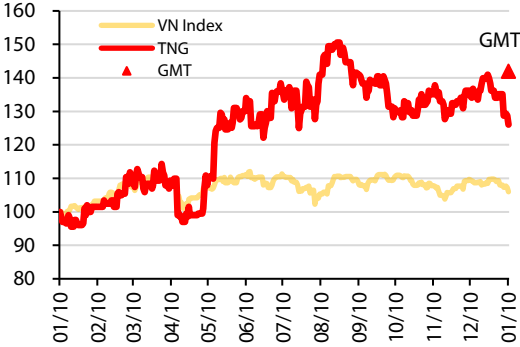
GMT: 26.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



Ngành

Hàng cá nhân & Gia dụng

Vốn hóa (tỷ đồng)

2.906

SLCPĐLH (triệu CP)

123

KLBQ 3 tháng (nghìn CP)

1.876

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

48

SH NĐTNN còn lại (%)

31,9

BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

17.5 - 29

Doanh thu (tỷ đồng)

7.095

7.649

8.005

LNST (tỷ đồng)

300

305

325

ROA (%)

5,7

5,0

5,2

ROE (%)

16,2

14,6

13,9

EPS (đồng)

2.640

2.488

2.647

GTSS (đồng)

16.339

16.993

19.031

Cổ tức tiền mặt (đồng)

800

800

800

P/E (x)

9,7

10,3

9,1

P/B (x)

1,3

1,5

1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TNG là doanh nghiệp dệt may có năng lực sản xuất hàng đầu Việt Nam, với minh chứng là sự tăng cường gắn kết với khách hàng lâu năm Decathlon...

- Chúng tôi kỳ vọng TNG sẽ nhận được thêm đơn hàng từ Decathlon sau khi thành lập trung tâm thiết kế sản phẩm để phục vụ cho khách hàng này vào tháng 08/2024. Sự hợp tác này sẽ tối ưu thời gian sản xuất từ khâu thiết kế đến lúc đưa sản phẩm ra mắt thị trường. Động lực này giúp doanh thu từ thị trường Châu Âu dự kiến tăng trưởng 7% YoY, đạt 3.200 tỷ đồng.
- Thị trường Mỹ được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 5% YoY, chậm hơn so với Châu Âu bởi các nhãn hàng tương đối thận trọng trong việc gia tăng hàng tồn kho.

... nhưng tiềm năng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận nằm ở quỹ đất cụm công nghiệp chưa được cho thuê

- CCN Sơn Cẩm 1 là dự án của TNG nhằm "lôi kéo" các doanh nghiệp sản xuất phụ trợ, giúp tạo nên hệ sinh thái cho ngành dệt may tại Thái Nguyên.
- Với diện tích đất có thể cho thuê là 47 ha (tương ứng 96% tổng diện tích kinh doanh dự án), CCN Sơn Cẩm 1 được xem là mảnh kinh doanh có thể mang lại tăng trưởng lợi nhuận và bổ sung dòng tiền cho HĐKD của TNG.

Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhẹ do đơn hàng cải thiện và thay đổi tỷ trọng hàng có lợi nhuận cao...

- Đơn hàng dồi dào trong bối cảnh tiêu dùng phục hồi sẽ giúp tối ưu chi phí sản xuất và gia tăng tỷ trọng hàng của Decathlon vốn có biên gộp khoảng 18%, cao hơn so với mặt bằng chung từ các khách hàng khác của TNG là 14%.

...Tuy nhiên, biên ròng duy trì đi ngang do chi phí BH&QLDN tăng lên tương ứng bởi yêu cầu kiểm soát và kiểm tra chất lượng của Decathlon cao hơn so với các đối tác khác.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Khách hàng TCP đang trong giai đoạn tái cơ cấu, hoạt động kinh doanh giảm sút nên tiềm ẩn rủi ro phải trích lập dự phóng nợ khó đòi. Điều này có thể ảnh hưởng tới lợi nhuận của TNG.
- Cơ cấu vốn với 75% là nợ vay (cao nhất trong các công ty dệt may nội địa) sẽ khiến Công ty dễ gặp rủi ro thanh khoản trong điều kiện kinh doanh không thuận lợi.

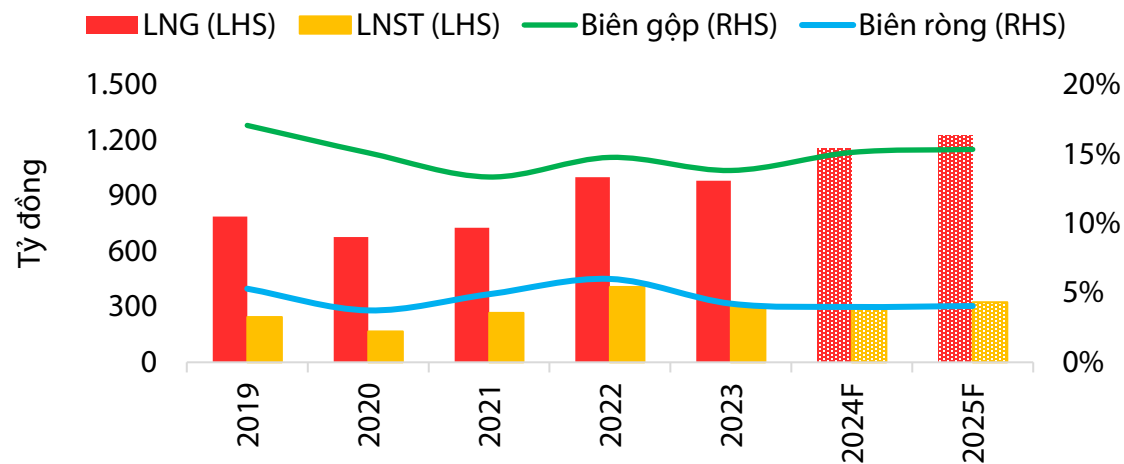
**Bảng 1: Tổng hợp định giá của TNG**

| Lĩnh vực kinh doanh                   | Phương pháp định giá | Giá trị vốn chủ sở hữu |
|---------------------------------------|----------------------|------------------------|
| Dệt may                               | FCFF                 | 2.816                  |
| Bất động sản công nghiệp              | FCFF                 | 450                    |
| <b>Tổng (Tỷ đồng)</b>                 |                      | <b>3.265</b>           |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp) |                      | 123                    |

**Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu) 26.700**

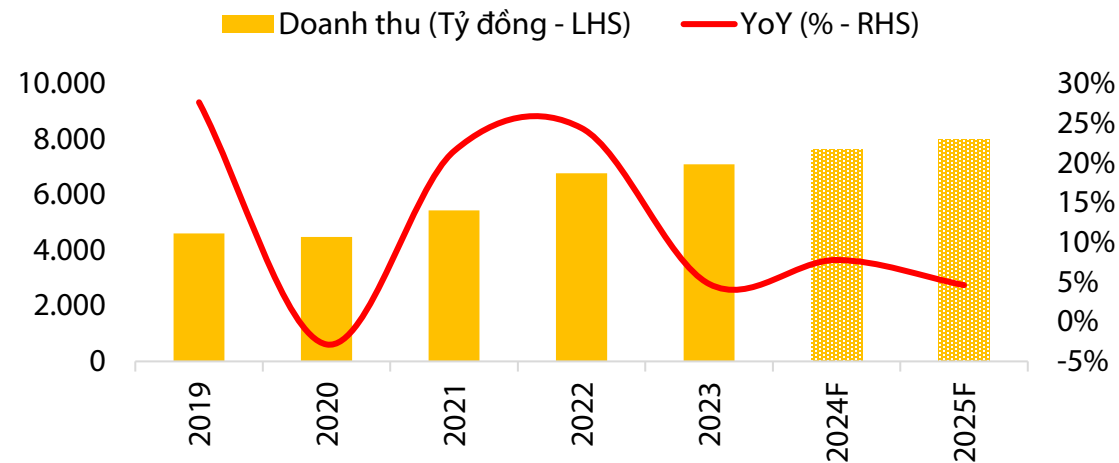
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Chỉ tiêu sinh lời của TNG**



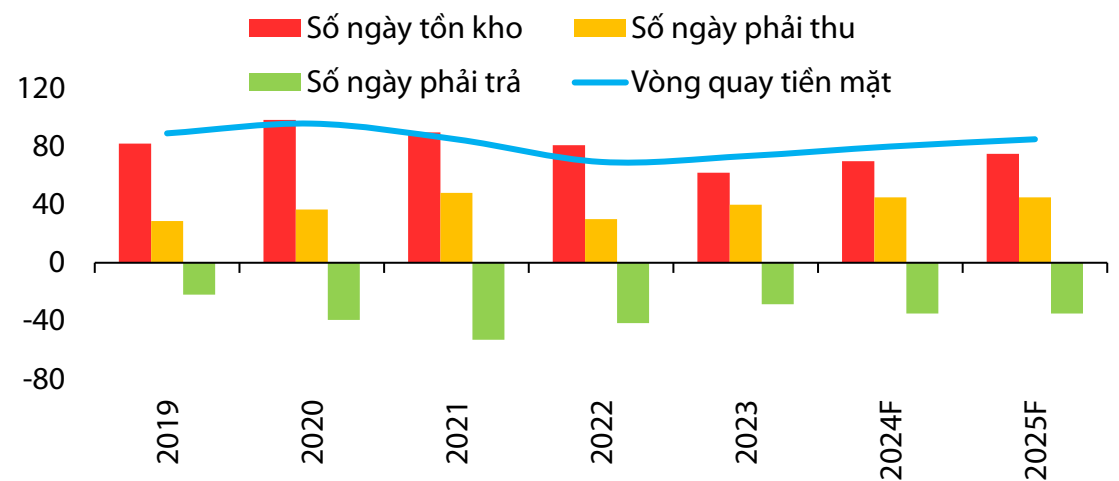
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Dự phóng doanh thu của TNG**



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Chỉ tiêu hoạt động**



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 18%

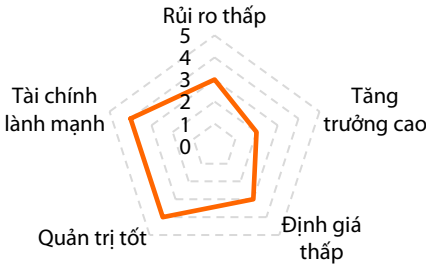
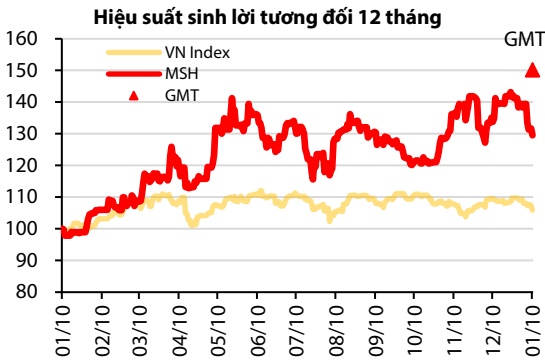
GTT: 48.300

GMT: 56.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



|                             |                         |                        |        |        |        |
|-----------------------------|-------------------------|------------------------|--------|--------|--------|
| Ngành                       | Hàng cá nhân & Gia dụng | Doanh thu (tỷ đồng)    | 4.542  | 5.183  | 5.467  |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 3.623                   | LNST (tỷ đồng)         | 245    | 384    | 316    |
| SLCPĐLH (triệu CP)          | 75                      | ROA (%)                | 7,1    | 10,7   | 7,7    |
| KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)    | 210                     | ROE (%)                | 13,5   | 21,0   | 16,4   |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 11                      | EPS (đồng)             | 3.260  | 5.115  | 4.217  |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 44,3                    | GTSS (đồng)            | 24.126 | 24.331 | 25.711 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 36.4 - 54.8             | Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.500  | 4.500  | 2.500  |
|                             |                         | P/E (x)                | 11,1   | 13,0   | 9,6    |
|                             |                         | P/B (x)                | 1,7    | 2,2    | 1,8    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng MSH nhận thêm đơn hàng từ Walmart và Columbia sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu trong năm 2025

- Theo dự kiến của Walmart, doanh thu của chuỗi bán lẻ này được dự báo tăng trưởng khoảng 5% YoY nhờ đầu tư mạnh mẽ vào nền tảng trực tuyến. Mặc dù, doanh thu quần áo không được Walmart công bố chi tiết nhưng chúng tôi kỳ vọng mặt hàng này sẽ tăng trưởng đồng pha với tổng doanh thu của Công ty.
- Dựa trên đơn đặt hàng cho mùa Xuân 2025, Columbia Sportswear dự báo doanh thu bán buôn toàn cầu sẽ tăng trưởng ở mức trung bình một con số trong nửa đầu năm 2025. Sự tăng trưởng này được kỳ vọng ở tất cả các khu vực và các thương hiệu như Columbia, prAna và Mountain Hardwear.

MSH là một trong số ít doanh nghiệp có tài chính dồi dào và lành mạnh tại Việt Nam đủ để tham gia hoạt động kinh doanh nguồn vốn, góp lên đến 30% LNTT hàng năm

- Mặc dù, mang đặc điểm bị thâm dụng vốn lưu động nhưng MSH đã tận dụng nguồn nợ vay ngắn hạn giá rẻ (lãi suất 3 – 3,5%/năm) để đầu tư trái phiếu lợi tức cao (8 – 11%/năm).

Biên lợi nhuận giảm trong ngắn hạn do chi phí khấu hao từ nhà máy Xuân Trường 2, được đưa vào hoạt động trong năm 2025

- Trong năm 2024 nhờ đơn hàng quay trở lại nên công ty có thể lựa chọn đơn hàng có lợi nhuận cao, qua đó biên gộp mảng gia công mở rộng từ 4,4% lên 10,1%. Chúng tôi kỳ vọng MSH có thể duy trì biên lợi nhuận mảng gia công trong năm 2025.
- Năm 2025, biên gộp của MSH sẽ giảm nhẹ về mức 13,8% do chi phí khấu hao tăng thêm 50 tỷ đồng của nhà máy Xuân Trường 2.

LNST cho năm 2025 được dự phóng đạt 316 tỷ đồng (-18% YoY). Biên ròng của MSH thu hẹp 160 bps YoY do biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp và doanh thu tài chính giảm 22% YoY (lãi tiền gửi và lãi ròng từ tỷ giá giảm svck khi nguồn vốn ít hơn sau khi trả cổ tức, đồng thời VND được dự báo mất giá khoảng 2-3%, thấp hơn so với năm 2024 là 5%).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhà máy Xuân Trường đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến.

Bảng 1: Dự phóng 2024E – 2025F

| Đơn vị: Tỷ đồng                | 2024E        | +/-YoY         | 2025F        | +/-YoY         |
|--------------------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>5.183</b> | <b>14%</b>     | <b>5.467</b> | <b>6%</b>      |
| Hàng hóa và thành phẩm         | 4.400        | 15%            | 4.642        | 6%             |
| Dịch vụ gia công               | 783          | 8%             | 826          | 5%             |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>        | <b>4.438</b> | <b>12%</b>     | <b>4.710</b> | <b>6%</b>      |
| Hàng hóa và thành phẩm         | 3.734        | 14%            | 3.967        | 6%             |
| Dịch vụ gia công               | 704          | 2%             | 743          | 5%             |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>745</b>   | <b>32%</b>     | <b>758</b>   | <b>2%</b>      |
| Hàng hóa và thành phẩm         | 666          | 25%            | 674          | 1%             |
| Dịch vụ gia công               | 79           | 146%           | 83           | 5%             |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b>      | <b>14%</b>   | <b>195 bps</b> | <b>14%</b>   | <b>-51 bps</b> |
| Hàng hóa và thành phẩm         | 15%          | 121 bps        | 15%          | -60 bps        |
| Dịch vụ gia công               | 10%          | 563 bps        | 10%          | 0 bps          |
| Chi phí bán hàng và quản lý    | 411          | 9%             | 467          | 14%            |
| <b>EBIT</b>                    | <b>334</b>   | <b>111%</b>    | <b>290</b>   | <b>-13%</b>    |
| Doanh thu tài chính            | 187          | -12%           | 146          | -22%           |
| Chi phí tài chính              | 35           | -34%           | 34           | 1%             |
| <b>LNTT</b>                    | <b>480</b>   | <b>52%</b>     | <b>396</b>   | <b>-18%</b>    |
| <b>LNST cổ đông công ty mẹ</b> | <b>384</b>   | <b>52%</b>     | <b>316</b>   | <b>-18%</b>    |

Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Tổng hợp định giá theo DCF

| Chi phí sử dụng vốn bình quân | FCFF         | Tỷ đồng                                  |
|-------------------------------|--------------|------------------------------------------|
| Beta                          | 1,0          | Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy       |
| Lãi suất phi rủi ro           | 2,7%         | Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn |
| Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu | 10,3%        | (+) Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn    |
| Chi phí vốn chủ sở hữu        | 10,3%        | (-) Nợ vay                               |
| Chi phí lãi vay sau thuế      | 8,0%         | <b>Giá trị hợp lý của doanh nghiệp</b>   |
| Tỷ trọng nợ/VCSH              | 43%          | Số lượng cổ phiếu (triệu)                |
| <b>WACC</b>                   | <b>11,5%</b> | <b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>      |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Bảng độ nhạy

|      |     | Exit EV/EBITDA |        |        |        |        |
|------|-----|----------------|--------|--------|--------|--------|
|      |     | 4.0x           | 5.0x   | 6.0x   | 7.0x   | 8.0x   |
| WACC | 10% | 48.893         | 53.912 | 58.930 | 63.949 | 68.967 |
|      | 11% | 47.734         | 52.571 | 57.407 | 62.244 | 67.081 |
|      | 12% | 46.624         | 51.286 | 55.949 | 60.612 | 65.275 |
|      | 13% | 45.559         | 50.056 | 54.553 | 59.050 | 63.547 |
|      | 14% | 44.538         | 48.876 | 53.215 | 57.553 | 61.891 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

QUAN SÁT

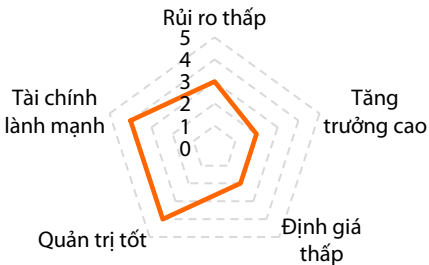
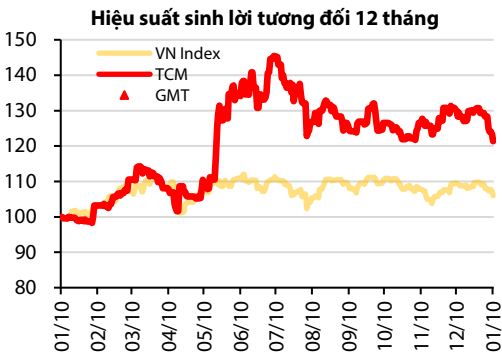
GTT: 44.900

GMT: <N.R>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



|                             |                         |
|-----------------------------|-------------------------|
| Ngành                       | Hàng cá nhân & Gia dụng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 4.573                   |
| SLCPĐLH (triệu CP)          | 102                     |
| KL BQ 3 tháng (nghìn CP)    | 1.968                   |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 93                      |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 0,4                     |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 36.09 - 54.4            |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 3.325  | 3.835  | 4.030  |
| LNST (tỷ đồng)         | 132    | 281    | 291    |
| ROA (%)                | 4,0    | 9,1    | 8,7    |
| ROE (%)                | 6,6    | 11,9   | 11,1   |
| EPS (đồng)             | 1.414  | 2.760  | 2.854  |
| GTSS (đồng)            | 15.278 | 16.089 | 16.774 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x)                | 26,0   | 18,7   | 15,5   |
| P/B (x)                | 1,7    | 2,0    | 1,9    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Đơn hàng đến từ cổ đông lớn E-Land (chiếm tỷ trọng 30% doanh thu xuất khẩu) sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2025**

- Theo E-Land, mảng thời trang của tập đoàn có triển vọng khả quan nhờ doanh số tại thị trường Trung Quốc, kỳ vọng tốc độ tăng trưởng đạt 16% YoY cho năm 2025. Đồng thời, E-Land đang tích cực quảng bá thương hiệu WHO.AU trên sàn thương mại điện tử De Closet.
- Tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường Mỹ của TCM sẽ thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành bởi khách hàng lớn là Eddie Bauer không nhận được sự ưa chuộng của người tiêu dùng nên TCM khó mở rộng thị phần tại Mỹ.

**Hoạt động M&A nhà máy sản xuất vải SY Vina, mở rộng chuỗi giá trị sẽ giúp TCM cải thiện được biên lợi nhuận gộp**

- Trong ngắn hạn, SY Vina giúp gia tăng tỷ trọng mặt hàng vải (có biên gộp cao hơn 4% so với sản phẩm may mặc).
- Trong dài hạn, tối ưu được chi phí sản xuất do chủ động được nguồn nguyên liệu vải, vốn chiếm tỷ trọng trung bình 60% cơ cấu giá vốn hàng bán.

**Kinh doanh bất động sản với tiêu điểm là dự án TC Tower hứa hẹn sẽ đem lại lợi nhuận tốt trong tương lai nhưng chưa thể lượng hóa tác động cụ thể trong năm 2025**

- Dự án TC Tower đã được đại hội cổ đông thông qua chủ trương đầu tư, có tổng mức đầu tư là 1.730 tỷ đồng. Theo chia sẻ của BLĐ, doanh thu và lợi nhuận ước tính của dự án này lần lượt là 2.800 tỷ đồng và 1.100 tỷ đồng.
- TC Tower chưa hoàn thiện được giấy phép xây dựng nên chúng tôi chưa đủ cơ sở để đánh giá doanh thu và lợi nhuận từ dự án này.** Do đó, chúng tôi chưa phản ánh triển vọng từ dự án này vào giá trị hợp lý của cổ phiếu. Giá trị của dự án sẽ được bổ sung vào định giá khi có thêm thông tin đủ tin cậy.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Dự án Tòa nhà TC Tower không hoàn thành được giấy phép xây dựng.

Bảng 1: Dự phóng 2024E – 2025F

| Đơn vị: Tỷ đồng                | 2024E        | +/-YoY         | 2025F        | +/-YoY        |
|--------------------------------|--------------|----------------|--------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>3.835</b> | <b>15%</b>     | <b>4.030</b> | <b>5%</b>     |
| May mặc và dệt                 | 3.715        | 16%            | 3.904        | 5%            |
| Y tế và khác                   | 119          | 5%             | 125          | 5%            |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>        | <b>3.197</b> | <b>13%</b>     | <b>3.350</b> | <b>5%</b>     |
| May mặc và dệt                 | 3.102        | 13%            | 3.250        | 5%            |
| Y tế và khác                   | 95           | 5%             | 100          | 5%            |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>637</b>   | <b>28%</b>     | <b>679</b>   | <b>7%</b>     |
| May mặc và dệt                 | 613          | 29%            | 654          | 7%            |
| Y tế và khác                   | 24           | 5%             | 26           | 5%            |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b>      | <b>17%</b>   | <b>162 bps</b> | <b>17%</b>   | <b>24 bps</b> |
| May mặc và dệt                 | 17%          | 169 bps        | 17%          | 25 bps        |
| Y tế và khác                   | 20%          | bps            | 20%          | bps           |
| Chi phí bán hàng và quản lý    | 328          | 16%            | 349          | 6%            |
| <b>EBIT</b>                    | <b>309</b>   | <b>44%</b>     | <b>331</b>   | <b>7%</b>     |
| Doanh thu tài chính (*)        | 32           | -61%           | 34           | 9%            |
| Chi phí tài chính (*)          | 4            | -90%           | 4            | 0%            |
| <b>LNTT</b>                    | <b>351</b>   | <b>87%</b>     | <b>363</b>   | <b>3%</b>     |
| <b>LNST cổ đông công ty mẹ</b> | <b>281</b>   | <b>113%</b>    | <b>291</b>   | <b>3%</b>     |

Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt, (\*) Lãi/lỗ tỷ giá được bù trừ lẫn nhau trong doanh thu/chi phí tài chính

Bảng 1: Thông tin dự án TC Tower

| Thông tin dự án                                                          | Đơn vị  | Giá trị |
|--------------------------------------------------------------------------|---------|---------|
| <b>TC Tower tại 37 Tây Thạnh, phường Tây Thành, quận Tân Phú, TP HCM</b> |         |         |
| Tổng mức đầu tư                                                          | Tỷ đồng | 1.731   |
| Tổng diện tích đất                                                       | m²      | 9.898   |
| Mật độ xây dựng                                                          |         | 41%     |
| Diện tích sàn xây dựng                                                   | m²      | 63.874  |
| Diện tích thương phẩm                                                    | m²      | 39.224  |

Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Định giá theo phương pháp DCF cho TCM

| Chi phí sử dụng vốn bình quân | FCFF        | Tỷ đồng                                  |
|-------------------------------|-------------|------------------------------------------|
| Beta                          | 0,8         | Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy       |
| Lãi suất phi rủi ro           | 2,7%        | Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn |
| Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu | 10,3%       | (+) Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn    |
| Chi phí vốn chủ sở hữu        | 10,9%       | (-) Nợ vay                               |
| Chi phí lãi vay sau thuế      | 3,2%        | <b>Giá trị hợp lý của doanh nghiệp</b>   |
| Tỷ trọng nợ/VCSH              | 33%         | Số lượng cổ phiếu (triệu)                |
| <b>WACC</b>                   | <b>9,0%</b> | <b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>      |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

QUAN SÁT

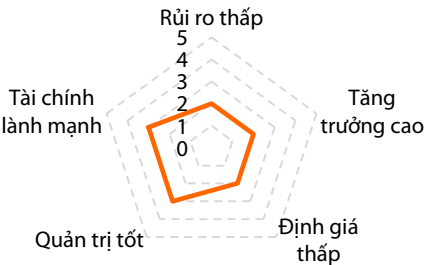
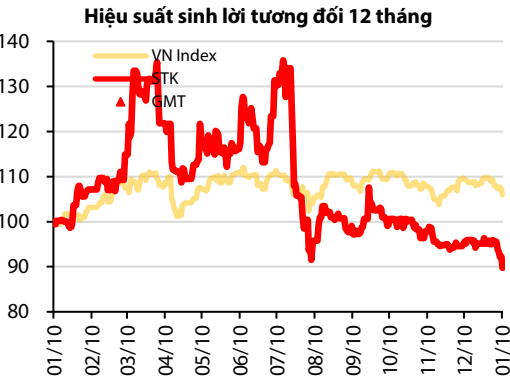
GTT: 23.200

GMT: <N.R>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



Ngành  
 Vốn hóa (tỷ đồng)  
 SLCPĐLH (triệu CP)  
 KLBQ 3 tháng (nghìn CP)  
 GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
 SH NĐTNN còn lại (%)  
 BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Hàng cá nhân &  
 Gia dụng  
 2.242  
 97  
 30  
 1  
 83,5  
 23 - 36.6

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 1.425  | 1.204  | 1.442  |
| LNST (tỷ đồng)         | 88     | 15     | 33     |
| ROA (%)                | 3,0    | 0,4    | 0,9    |
| ROE (%)                | 5,4    | 0,9    | 1,8    |
| EPS (đồng)             | 933    | 157    | 338    |
| GTSS (đồng)            | 16.856 | 18.412 | 18.749 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x)                | 27,8   | 156,3  | 72,8   |
| P/B (x)                | 1,4    | 1,3    | 1,2    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ khắc phục được sự cố trọng yếu tại nhà máy Trảng Bàng vào Q1/2025 và nhu cầu nguyên liệu may mặc hồi phục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

- STK sẽ sớm thay thế khâu kiểm soát chất lượng từ tự động sang thủ công trong Q1-FY25, qua đó có thể đảm bảo được khả năng cung ứng hàng hóa cho khách hàng.
- Giai đoạn 1 của Nhà máy Unitex có công suất thiết kế 36.000 tấn sợi/năm dự kiến sẽ đi vào hoạt động, nâng tổng công suất lên 57% trong 2025. Chất lượng sợi được sản xuất dày hơn sẽ đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng.
- Giá bán sợi tái chế duy trì ở mức cao bởi nhu cầu cao của xu hướng sử dụng nguyên liệu thân thiện với môi trường, không sử dụng màu nhuộm, hoá chất từ các hãng thời trang lớn.

Nhà máy Unitex chưa thể lấp đầy công suất khi đưa vào hoạt động, do đó biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng trong ngắn hạn cho đến khi công suất vượt ngưỡng hoà vốn

- Biên gộp giảm 4 điểm phần trăm do ghi nhận thêm chi phí khấu hao từ nhà máy Unitex.

Lợi nhuận của STK tiếp tục bị bào mòn bởi tỷ giá

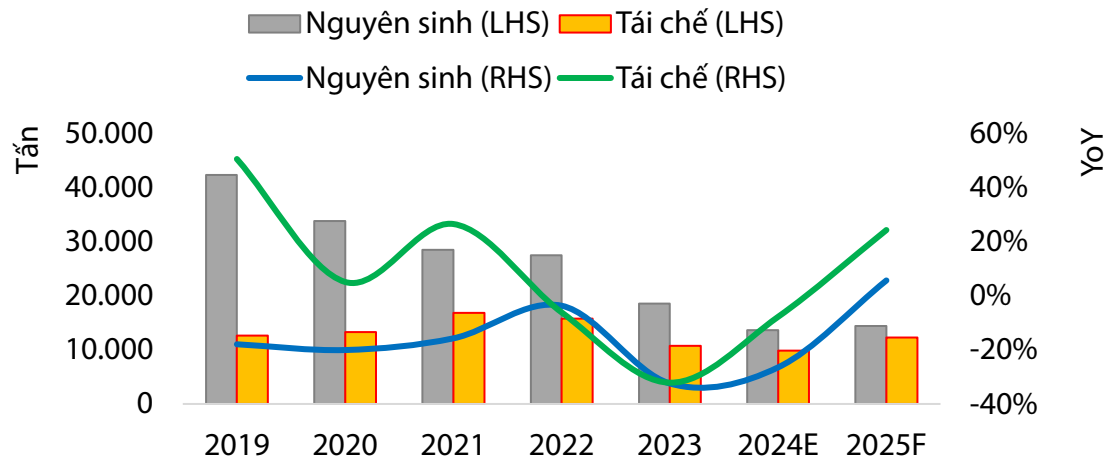
- Trong Q4-FY24, tỷ giá neo cao nên STK sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá khoảng 50 tỷ đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chúng tôi ước tính, STK sẽ lãi/lỗ bị 9 tỷ đồng khi USD/VND biến động giảm/tăng 1%.
- Tiến độ khắc phục sự cố tại nhà máy Trảng Bàng chậm hơn so với dự kiến.
- Độ biến động cao của tỷ giá khiến LNST bị lệch so với dự báo.

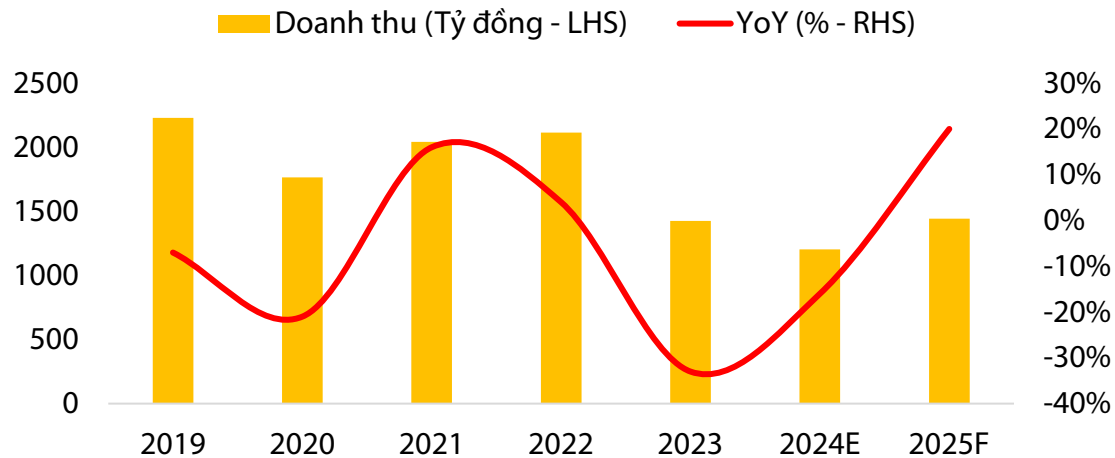


**Hình 1: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sợi sẽ được cải thiện**



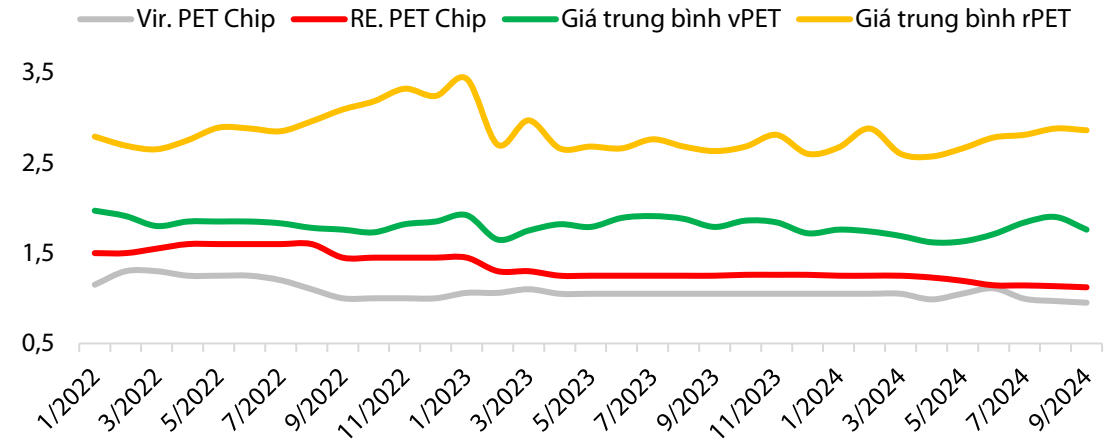
Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Dự phóng doanh thu**



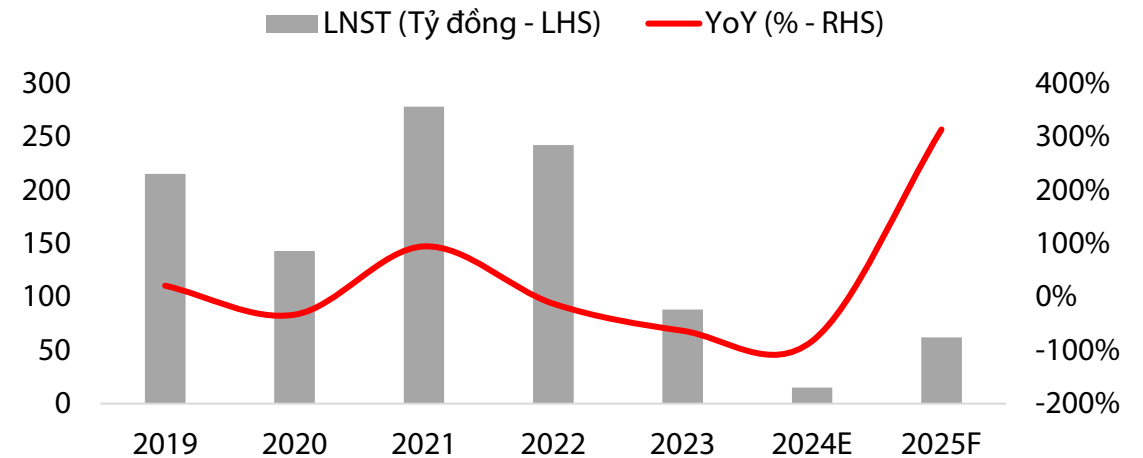
Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Diễn biến Price gap (\*)**



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt, (\*) Price Gap là tỷ số chênh lệch giữa giá bán sợi và giá nhập nguyên liệu

**Hình 4: Lợi nhuận hồi phục từ mức nền thấp của năm 2024**



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

