

NGÀNH DỆT MAY

KHÓ KHĂN NỐI TIẾP

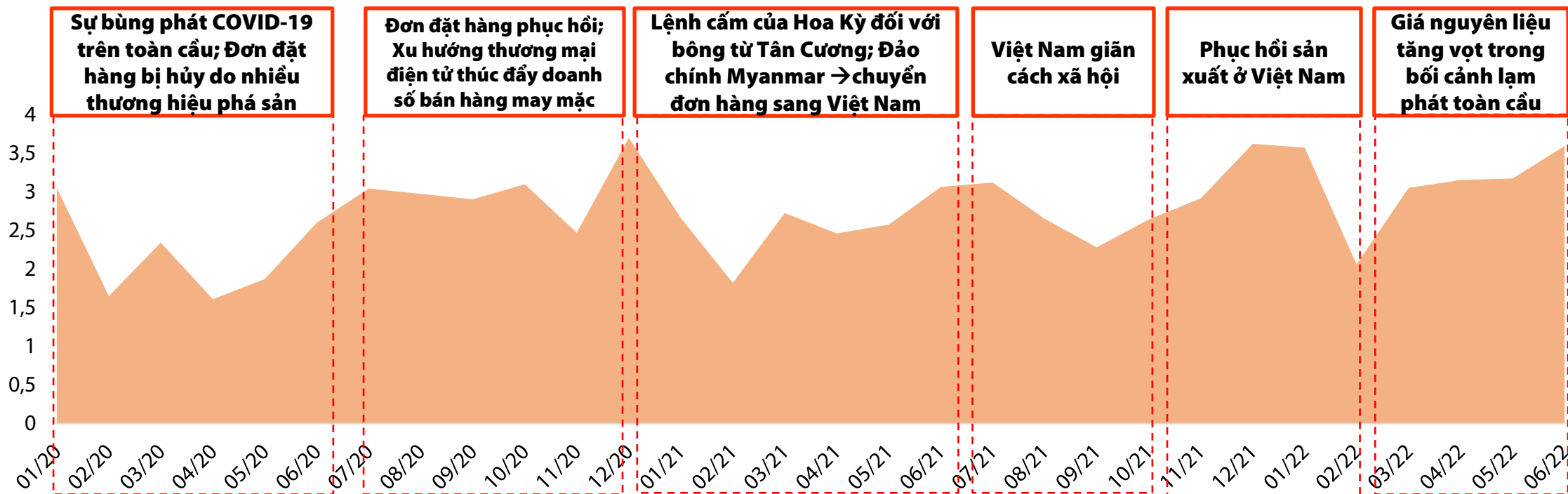


Nguyễn Hồng Loan – loan.nh@vdsc.com.vn



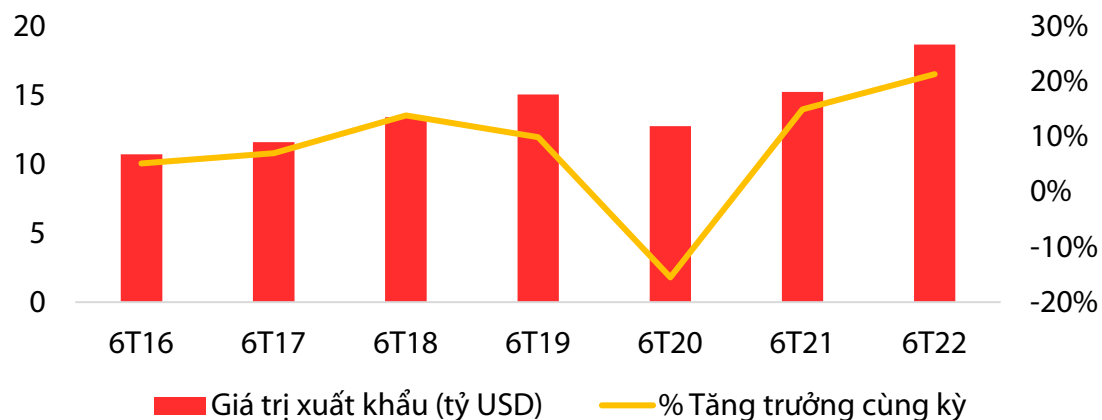
Trong nửa đầu năm 2022, xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt 18,53 tỷ USD, tăng 20,8% so với cùng kỳ, do nhu cầu bị dồn nén mạnh sau giãn cách ở nhiều nước phát triển và sự phục hồi của hoạt động sản xuất trong nước sau khi ngừng hoạt động vào quý 3/2021. Theo McKinsey, doanh số bán hàng thời trang toàn cầu đang trên đà tăng trưởng vào năm 2022, khi người tiêu dùng ngày càng hy vọng giải phóng sức mua dồn nén, làm mới tủ quần áo của họ khi đời sống xã hội bắt đầu trở lại ở nhiều thị trường trọng điểm trên thế giới. Nhiều thương hiệu thời trang (như Nike, Adidas, Columbia, H&M) đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu năm 2022 trong khoảng 10 - 20% YoY, cho thấy nhu cầu tiêu dùng tăng tạo điều kiện thúc đẩy đơn hàng cho các công ty dệt may.

Hình 1: Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam và các sự kiện chính trong giai đoạn 2020-2022 (tỷ USD)



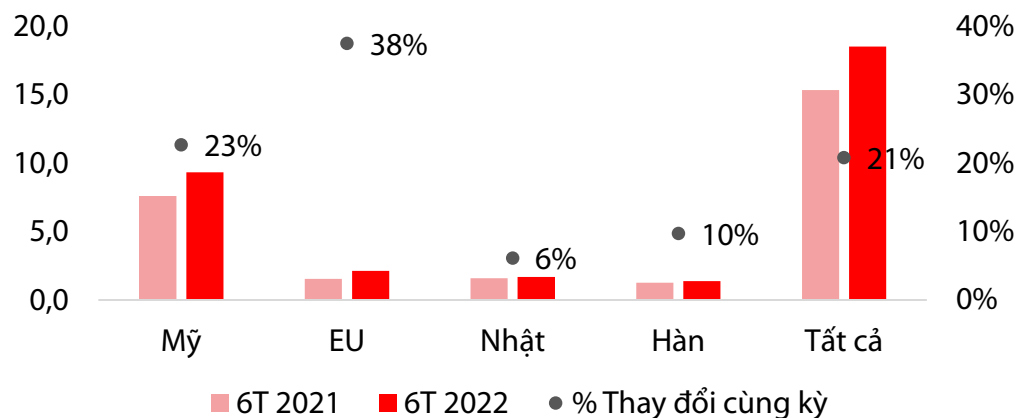
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá trị xuất khẩu dệt may (tỷ USD) tăng trưởng theo năm (%)



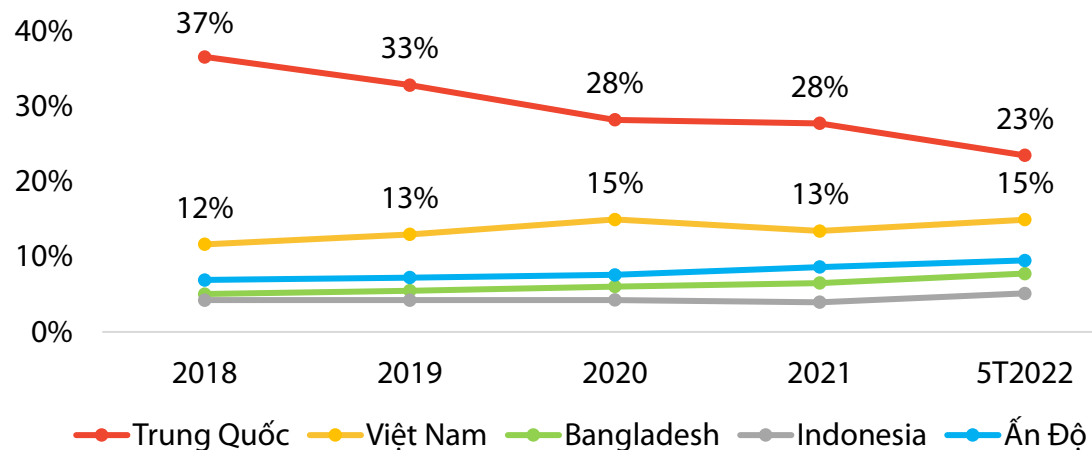
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá trị xuất khẩu dệt may theo thị trường (tỷ USD)



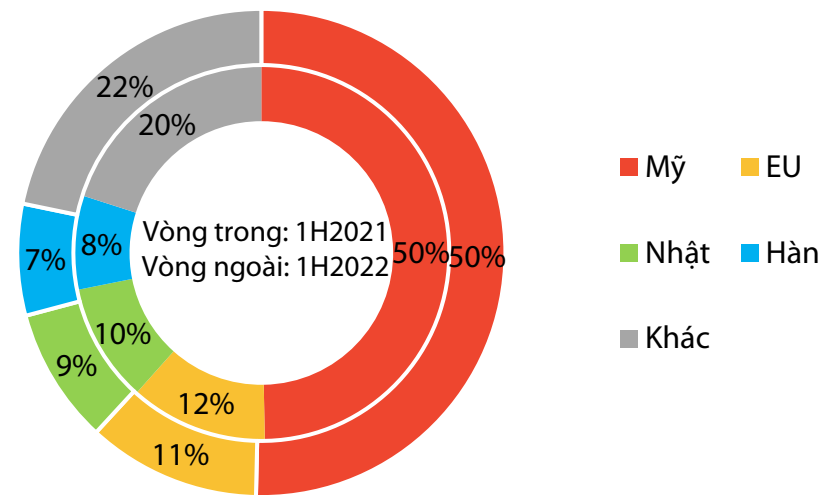
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Thị phần xuất khẩu của dệt may sang Mỹ



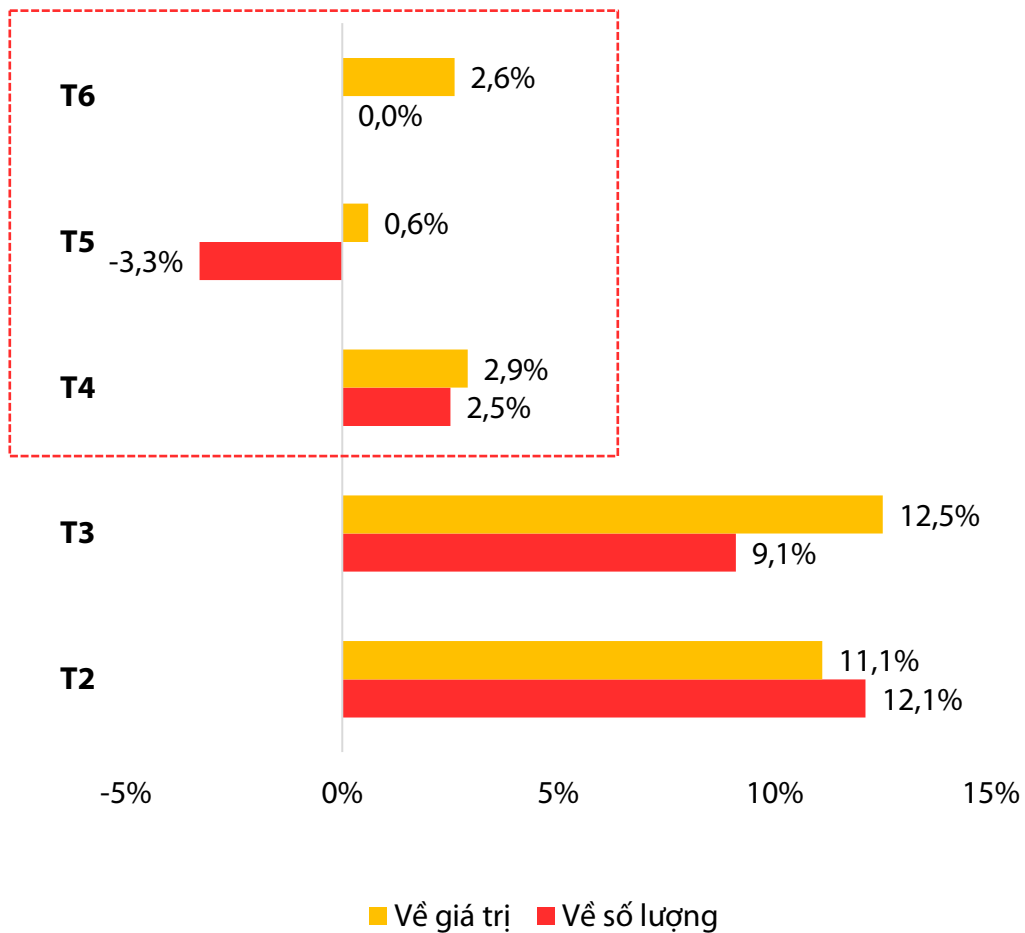
Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Cơ cấu giá trị xuất khẩu dệt may theo thị trường (%)



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tăng trưởng theo tháng của nhập khẩu hàng may mặc của Hoa Kỳ năm 2022 (%)

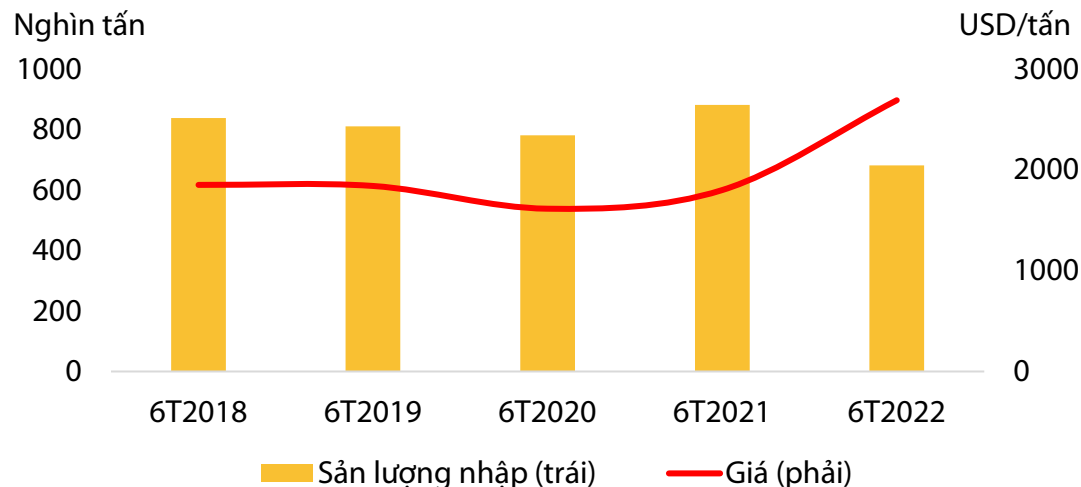


Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu hàng may mặc bắt đầu đối mặt với nhu cầu giảm, đặc biệt là thị trường Mỹ

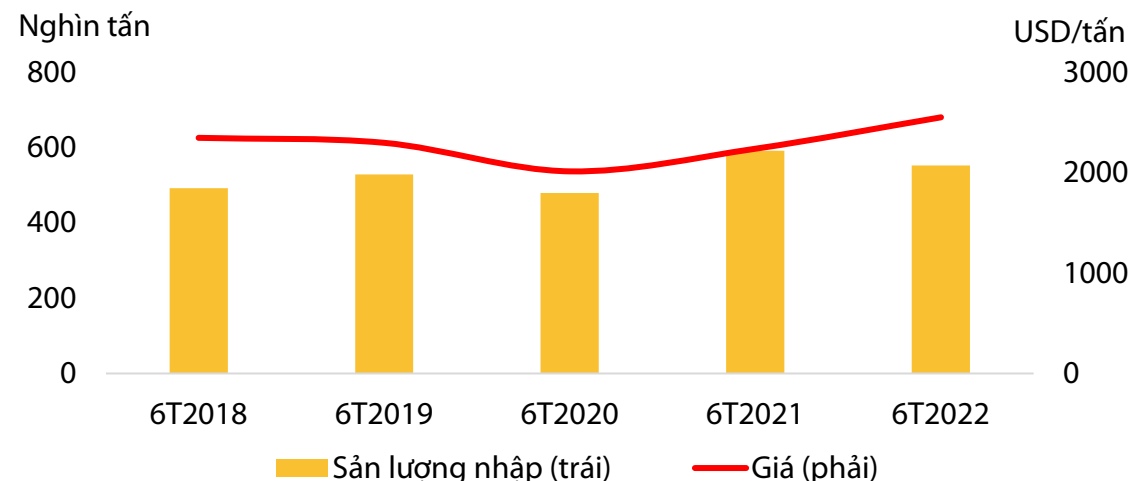
- Được thúc đẩy bởi chi tiêu của người tiêu dùng, trong 6 tháng đầu năm 2022, nhập khẩu hàng may mặc của Hoa Kỳ đã tăng 40% về giá trị và 24% về số lượng so với cùng kỳ. Tuy nhiên, do nhu cầu của người tiêu dùng Mỹ suy yếu trong bối cảnh kinh tế suy thoái, tốc độ mở rộng nhập khẩu đang chậm lại. Người tiêu dùng ở Mỹ ngày càng lo lắng hơn về tương lai tài chính của gia đình họ và sẽ hạn chế việc mua quần áo tùy ý của họ. Từ mức gần 10% vào đầu năm, mức tăng hàng tháng của nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ giảm xuống chỉ còn 2,6% về giá trị và gần như bằng 0% về số lượng vào tháng 6 năm 2022 (xem **Hình 6**)
- Chúng tôi có thể dự đoán rằng nhiều công ty thời trang của Mỹ sẽ thận trọng hơn trong việc đặt các đơn đặt hàng tìm nguồn cung ứng mới vào nửa cuối năm 2022 để kiểm soát hàng tồn kho và ngăn chặn tình trạng dư thừa, vì tương lai trung hạn của nền kinh tế Mỹ vẫn vô cùng khó đoán. Theo Vinatex, nhu cầu nhập khẩu hàng dệt may của thị trường Mỹ có khả năng giảm 7-10% trong nửa cuối năm 2022 so với nửa đầu năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng sự sụt giảm đơn đặt hàng sẽ dần rõ ràng vào năm 2023, gây áp lực lên tốc độ tăng trưởng đơn hàng của các doanh nghiệp Việt Nam.

Hình 7: Lượng bông nhập khẩu của VN (nghìn tấn) và giá (USD/tấn)



Nguồn: VCOSA, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lượng sợi nhập khẩu của VN (nghìn tấn) và giá (USD/tấn)

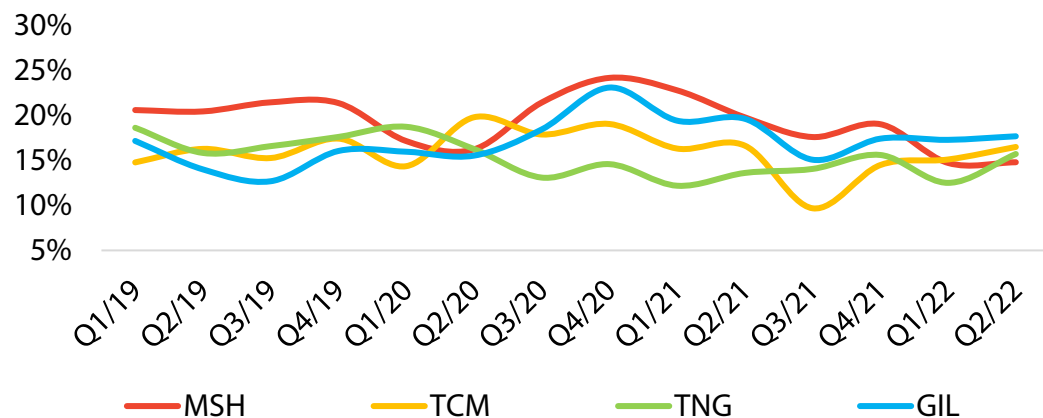


Nguồn: VCOSA, CTCK Rồng Việt

Do tác động kép của sự gián đoạn chuỗi cung ứng sau COVID và chiến tranh Nga-Ukraine, giá sợi và bông nhập khẩu vào Việt Nam tăng trung bình 10% so với cùng kỳ năm ngoái trong 6 tháng đầu năm 2022, theo xu hướng tăng của thế giới trong Giá cả hàng hóa. Điều này gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các công ty trong ngành khi hầu hết đều ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp giảm trong nửa đầu năm 2022.

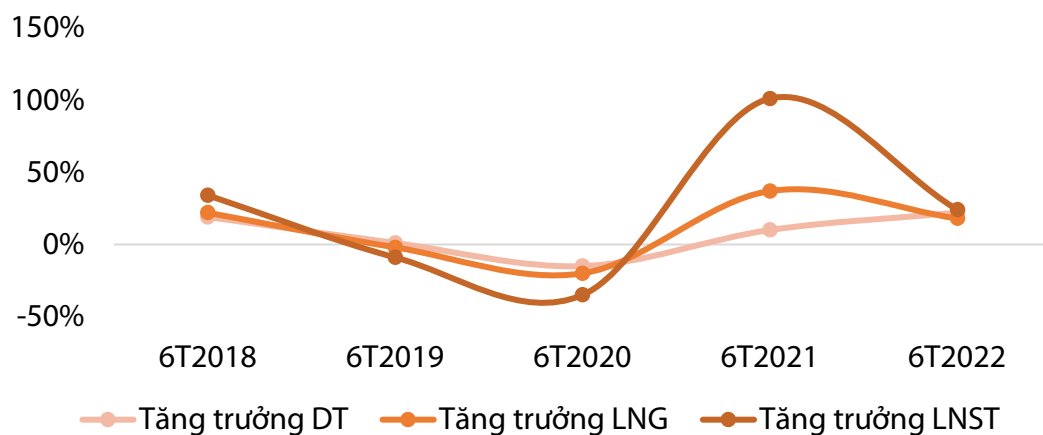
Chúng tôi cho rằng vấn đề này chỉ được giải quyết khi Trung Quốc từng bước mở cửa nền kinh tế do hầu hết nguyên phụ liệu của ngành dệt may Việt Nam đều phải nhập khẩu từ nước này. Trung Quốc cũng đang cho thấy một số dấu hiệu tích cực trong việc nới lỏng biên giới trong nửa cuối năm nay. Điều này sẽ giúp giảm dần chi phí đầu vào cho doanh nghiệp và giúp tỷ suất lợi nhuận cải thiện trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn chưa thể phục hồi về mức bình thường vào năm 2023 do độ trễ trong việc phục hồi nguồn cung và giá nguyên liệu.

Hình 9: Tỷ suất lợi nhuận gộp hàng quý của các công ty may mặc (%)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

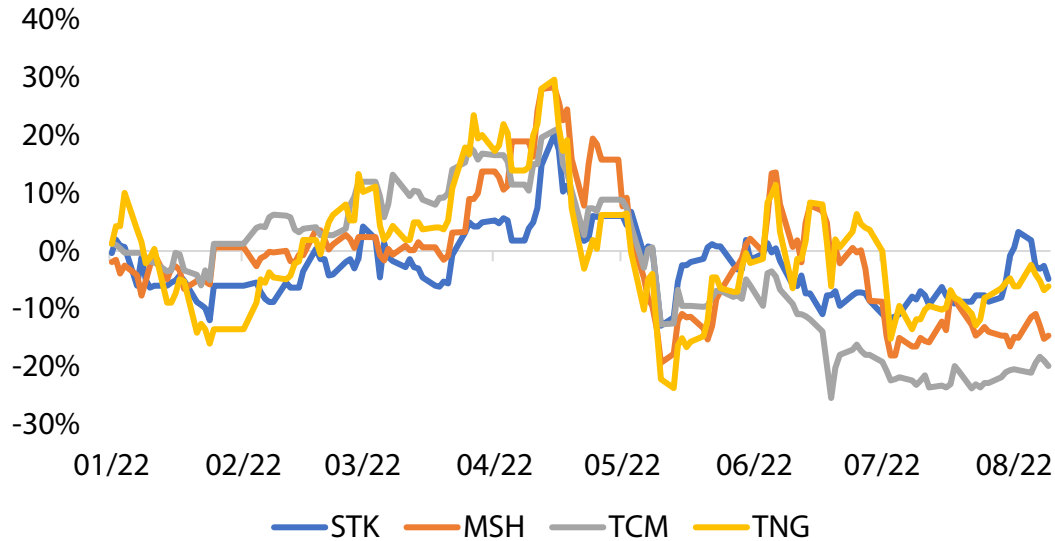
Hình 10: Tăng trưởng kinh doanh của các công ty dệt may (%)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

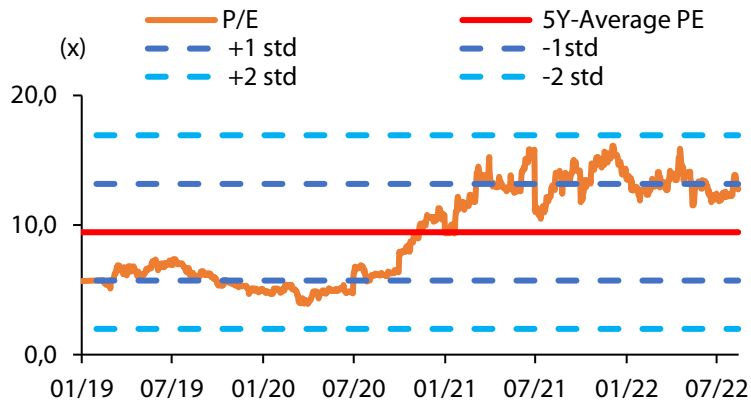
- Trong nửa đầu năm 2022, lượng đơn hàng dồi dào đã tác động tích cực đến kết quả doanh thu của các công ty dệt may. Tuy nhiên, trước áp lực giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận gộp của các công ty không thể theo kịp tốc độ tăng doanh thu do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm.
- Tăng trưởng doanh thu 6T2022 của tất cả các công ty dệt may niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng 22% YoY trong khi lợi nhuận gộp tăng trưởng 18% YoY. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh ở một số công ty may mặc sản xuất hàng FOB cấp 2 như MSH.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của hầu hết các công ty sẽ chưa thể trở lại mức bình thường trong 6T2023. Tốc độ phục hồi tỷ suất lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào sự mở cửa kinh tế từ Trung Quốc và tình hình nhu cầu hàng may mặc trên toàn thế giới.

Hình 11: Diễn biến giá cổ phiếu dệt may YTD (%)



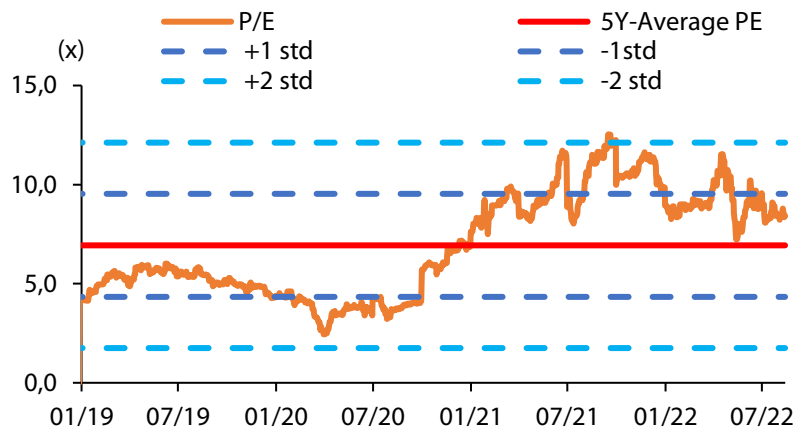
- Việc tăng giá mạnh từ cuối năm 2020 đến cuối năm 2021 dựa trên sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ của các doanh nghiệp, đẩy P/E ngành dệt may lên mức cao so với P/E trước đây. Chúng tôi cho rằng chất xúc tác phục hồi chưa đủ thuyết phục để P/E được đánh giá lại ở mức định giá cao hơn.
- Tuy nhiên, đợt giảm giá cổ phiếu gần đây đã đưa P/E của ngành trở lại gần mức trung bình 5 năm. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tương đối tiêu cực của ngành dệt may trong nửa cuối năm 2022 có thể khiến giá cổ phiếu tiếp tục giảm giá sâu hơn, khi đó nhà đầu tư có thể lựa chọn những cổ phiếu có câu chuyện tăng trưởng dài hạn rõ ràng để đầu tư dài hạn.

Hình 12: P/E 5 năm của STK

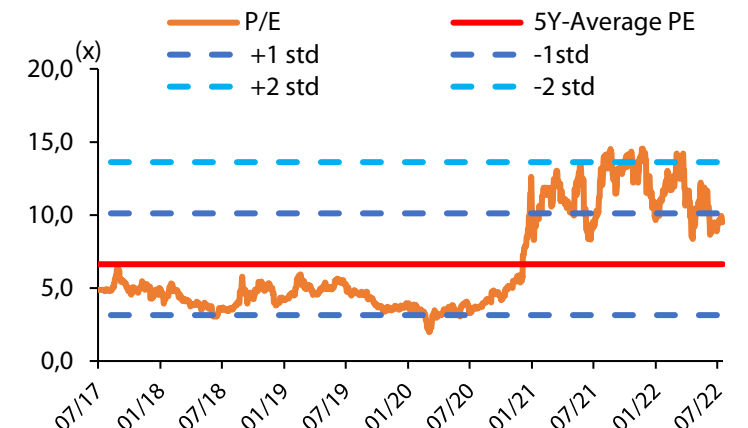


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 13: P/E 5 năm của MSH

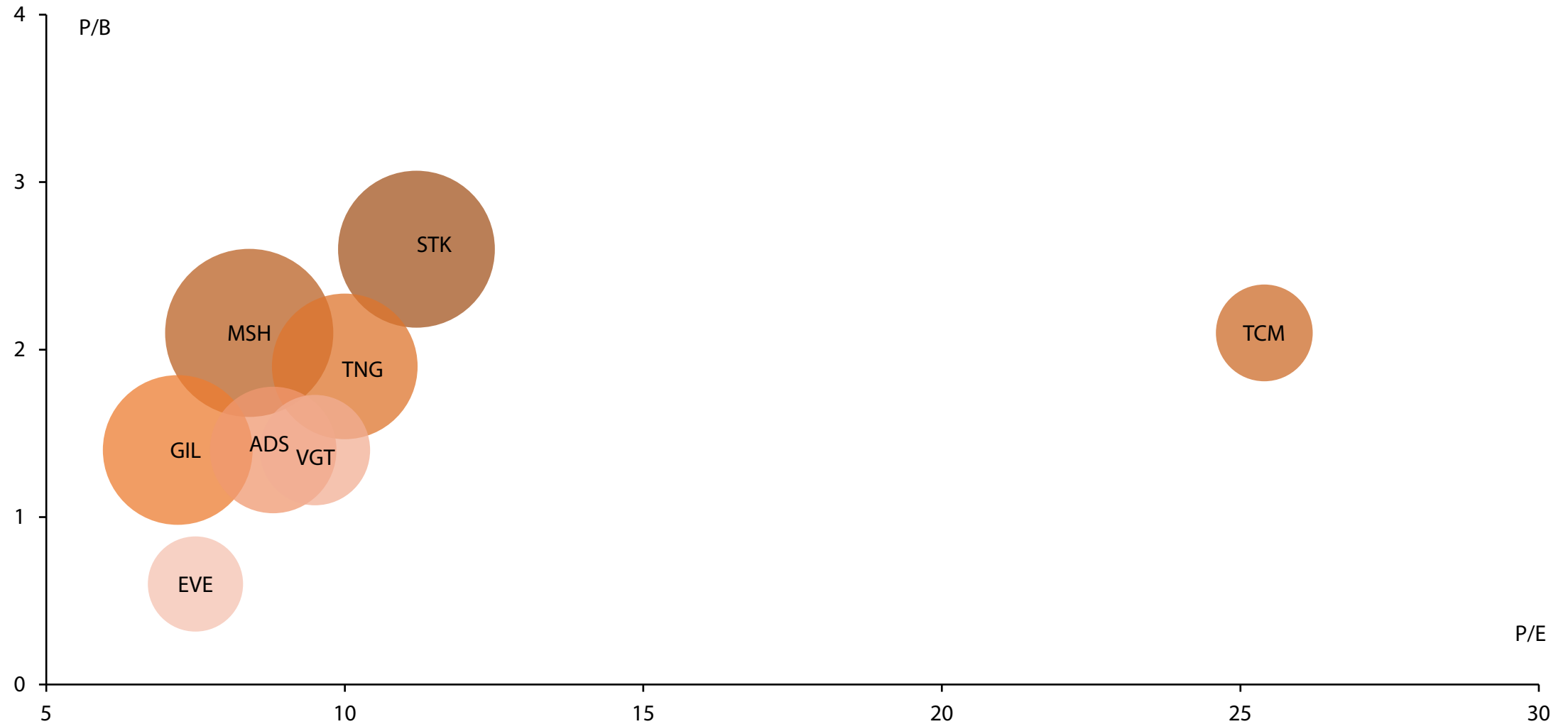


Hình 14: P/E 5 năm của TNG



Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN HĐKD (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
STK	3.784	52.700	8,17	4,36	18,74	13,58	22,94	13,27	13,80	23,37	2,80	13,00	2,80
MSH	3.446	48.200	31,22	17,11	10,49	8,02	22,49	7,52	12,08	26,46	6,53	8,59	2,14
TCM	3.794	42.200	3,46	-31,70	8,82	5,68	-46,89	3,95	4,06	7,26	0,00	29,89	2,09
TNG	2.813	34.000	25,99	51,34	7,78	7,79	58,34	4,34	5,60	20,31	1,32	9,67	1,94
GIL	3.402	N/A	19,77	-10,15	10,25	9,68	-6,44	7,78	8,81	19,46	1,76	6,74	1,40
ADS	793	N/A	23,22	32,54	11,02	7,52	8,79	5,00	4,29	16,55	0,00	9,31	1,37

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +23%

<GTT: 28.100>

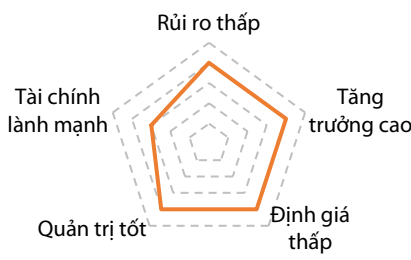
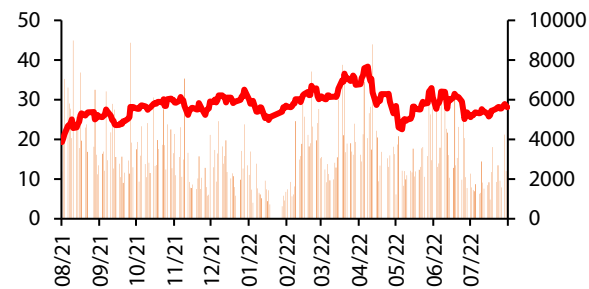
<GMT: 34.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,TRÁI)



Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.813
SLCPĐLH (triệu cp)	100
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	2.938
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	84
SH NĐTNN còn lại (%)	44,2
BĐ giá 52 tuần	39,4 - 21,0

Doanh thu (tỷ đồng)	5.444	6.456	6.820
LNST (tỷ đồng)	233	303	374
ROA (%)	5,3	6,1	6,7
ROE (%)	15,9	17,9	19,2
EPS (đồng)	2.384	2.728	3.199
GTSS (đồng)	15.514	15.780	16.952
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x) (*)	13,6	10,1	8,6
P/B (x) (*)	2,1	1,7	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TNG là một trong số ít công ty may mặc có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số trong FY2022

- Trong FY2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST lần lượt đạt 6.456 tỷ đồng (+19% n/n) và 303 tỷ đồng (+30% n/n). Tăng trưởng doanh thu đến từ sự gia tăng giá trị đơn hàng do nhu cầu hàng may mặc toàn cầu phục hồi và tăng công suất hoạt động. Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp đã chạm đáy vào năm 2021, sẽ có thể phục hồi nhẹ 150 bps n/n vào năm 2022 để đạt 14,8%. Do các đơn hàng của TNG chủ yếu theo hình thức FOB cấp 1 (khách hàng xác định nguồn nguyên liệu) nên tác động của chi phí nguyên vật liệu thấp hơn so với đơn hàng FOB cấp 2.

Biên gộp dẫn hồi phục nhờ chi phí đầu vào hạ nhiệt

- Trong FY2023, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt tăng trưởng 6% n/n và 23% n/n, đạt 6.820 tỷ đồng và 374 tỷ đồng. Chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu tăng trưởng một con số trong FY2023 do nguy cơ nhu cầu hàng may mặc toàn cầu giảm nhiệt trong bối cảnh lạm phát trầm trọng. Tuy nhiên, biên gộp cải thiện cùng với chi phí đầu vào giảm sẽ giúp lợi nhuận năm 2023 tăng trưởng mạnh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu.
- Việc hợp tác độc quyền với Decathlon tại Việt Nam cũng giúp đơn hàng của TNG ổn định hơn kể cả trong bối cảnh kinh tế các nước phát triển còn nhiều khó khăn.
- Đối với phân khúc bất động sản, Khu công nghiệp Sơn Cẩm có thể bắt đầu đặt chỗ vào 2H2022 hoặc FY2023 sẽ giúp tăng lợi nhuận cao hơn dự phóng của chúng tôi vì chúng tôi chưa đưa dự án này vào ước tính.

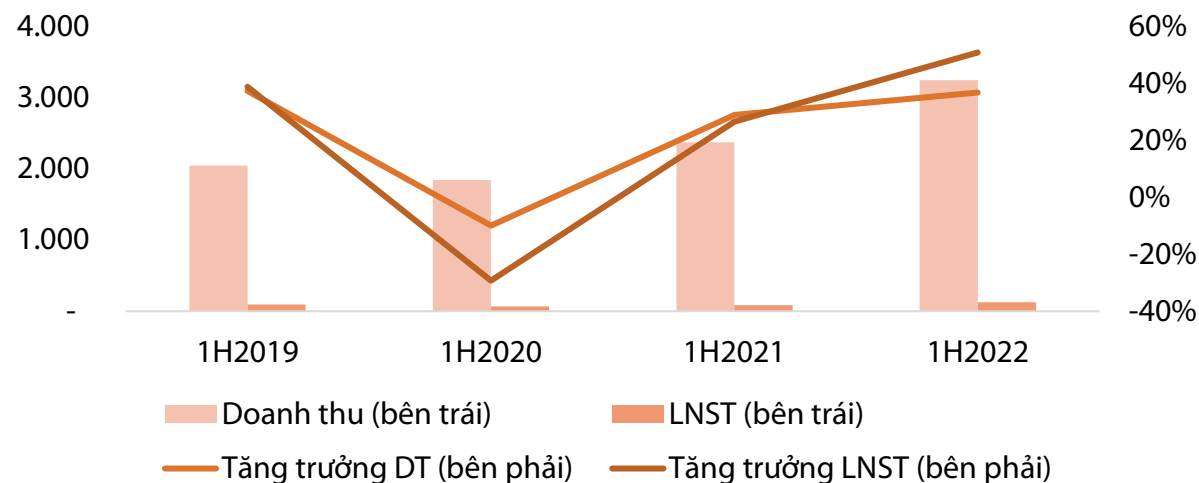
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá đầu vào biến động có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty.
- Áp lực lạm phát toàn cầu làm giảm nhu cầu đối với các sản phẩm may mặc.
- Ghi nhận doanh thu bất động sản chậm hơn dự kiến và tiến độ xây dựng các dự án sắp tới bị trì hoãn; dự án bất động sản mới làm tăng nợ vay, từ đó làm tăng chi phí tài chính.

LNST tăng mạnh 51% n/n trong 1H2022

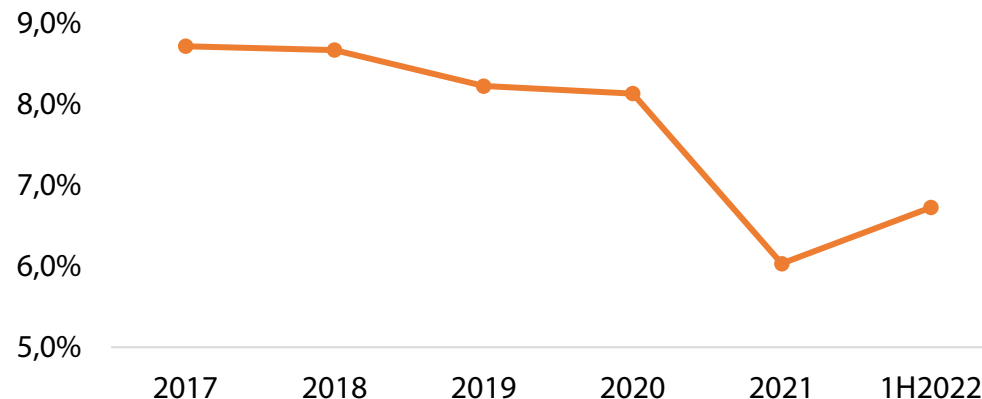
- Dưới áp lực chi phí đầu vào, biên gộp 1H2022 mặc dù được cải thiện 1,4 điểm phần trăm n/n nhưng thấp hơn nhiều so với mức trước đại dịch. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng nhẹ 30 bps n/n nhưng thấp hơn nhiều so với trước FY2021 nhờ vào hệ thống ERP mới. Biên ròng cải thiện tăng 40 điểm cơ bản lên 3,9% trong 1H2022 giúp LNST tăng mạnh 51% n/n.
- Doanh thu 1H2022 đạt 3.242 tỷ đồng (+37% n/n) và LNST đạt 125 tỷ đồng (+51% n/n).
- Tăng trưởng doanh thu đến từ việc gia tăng giá trị đơn hàng do nhu cầu hàng may mặc toàn cầu phục hồi và tăng công suất hoạt động.

Hình 1: Doanh thu và LNST 1H2022 (tỷ VND)



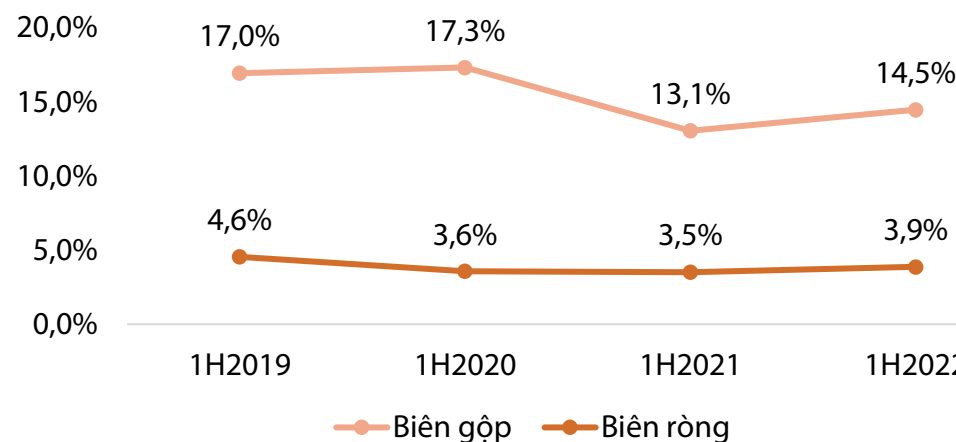
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi phí bán hàng và quản lý DN/Doanh thu (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp và biên ròng (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Biên gộp có thể cải thiện trong FY2022 ở mức thấp dù chi phí đầu vào cao

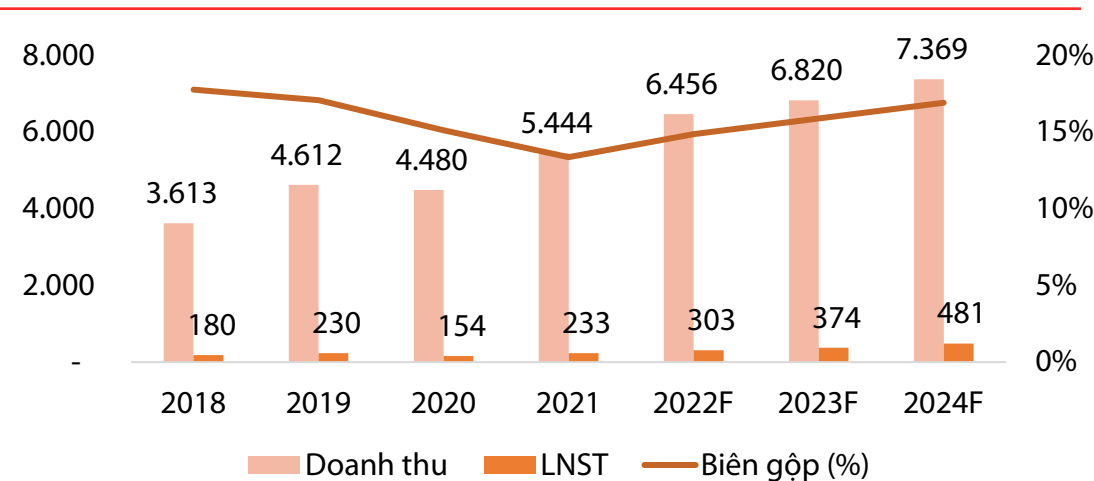
Trong 2H2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 3.214 tỷ đồng (+5% n/n) và 178 tỷ đồng (+20% n/n).

Trong FY2022/2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ đạt tương ứng 6.456/6.820 tỷ đồng, tăng trưởng 19%/6% n/n và LNST sẽ tăng 30%/23% n/n để đạt 303/374 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi:

- **Mở rộng công suất và tăng doanh thu trên mỗi dây chuyền may mặc:** TNG sẽ có 323 dây chuyền sản xuất vào năm 2022, tăng 39 dây chuyền so với năm 2021. Chúng tôi dự kiến doanh thu trên mỗi dây chuyền sẽ tiếp tục tăng từ khoảng 19 tỷ đồng/dây chuyền vào năm 2021 lên 20 tỷ đồng/dây chuyền vào năm 2022 nhờ chuyển đơn đặt hàng sang khách hàng có giá bán và biên lợi nhuận tốt hơn và có hệ thống công nghệ ERP mới. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy rằng có nguy cơ nhu cầu hàng may mặc toàn cầu giảm nhiệt trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đang tăng trưởng chậm lại thắt chặt chi tiêu của người dân đối với hàng may mặc. Do đó, chúng tôi thận trọng dự báo mức tăng trưởng doanh thu một con số trong năm FY2023.
- **Chi phí nguyên vật liệu hạ nhiệt làm tăng biên lợi nhuận gộp:** Chúng tôi kỳ vọng biên gộp 1H2022 đạt 15,2%, tăng 70 bps so với 1H2022 và 50 bps n/n.

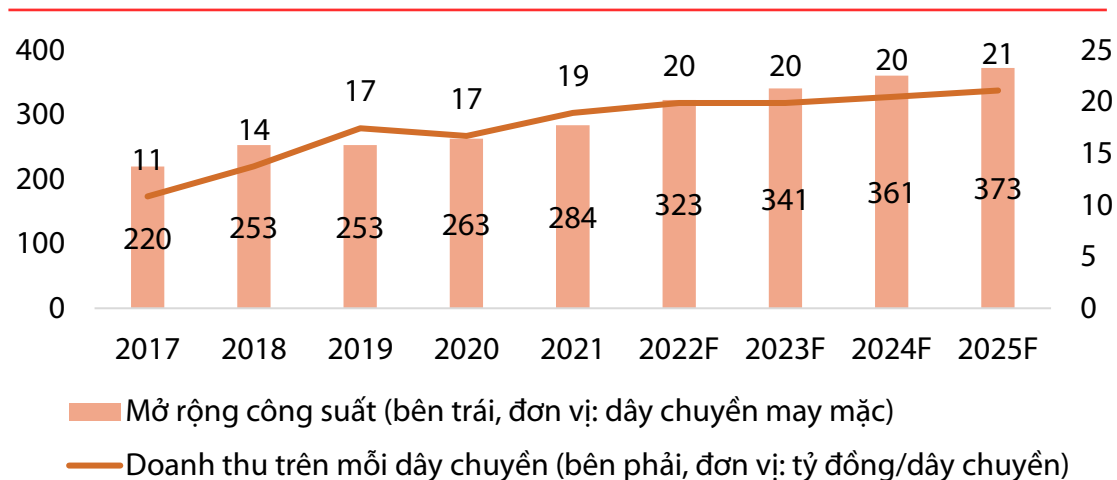
Hơn nữa, về bất động sản, Khu công nghiệp Sơn Cẩm có thể bắt đầu ghi nhận vào 2H2022 hoặc FY2023 sẽ giúp tăng lợi nhuận cao hơn dự phóng của chúng tôi vì chúng tôi chưa đưa dự án này vào ước tính.

Hình 4: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Mở rộng công suất



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +17%

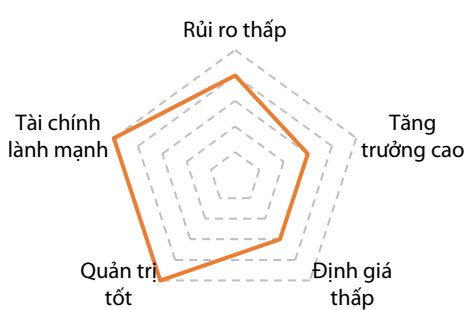
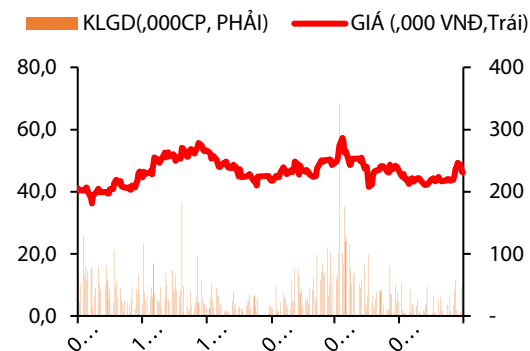
<GTT: 46.250>

<GMT: 52.700>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.102
SLCPĐLH (triệu cp)	68
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	21
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1
SH NĐTNN còn lại (%)	88,9
BĐ giá 52 tuần	60,9 - 36,3

Doanh thu (tỷ đồng)	2.042	2.342	2.714
LNST (tỷ đồng)	278	296	318
ROA (%)	14,1	11,1	9,5
ROE (%)	22,1	20,5	19,3
EPS (đồng)	3.937	4.192	4.491
GTSS (đồng)	17.800	20.401	23.612
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.500	1.500
P/E (x) (*)	14,0	11,1	10,3
P/B (x) (*)	3,1	2,3	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNST 2022 có thể chỉ tăng trưởng một chữ số dưới áp lực lạm phát làm giảm lượng đơn đặt hàng mới

- Trong 1H2022, STK ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt là 1.171 tỷ đồng (+9% n/n) và 146 tỷ đồng (+3% n/n), hoàn thành 45% và 48% kế hoạch cả năm. KQKD tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng do nhu cầu chững lại trong bối cảnh bất ổn toàn cầu kìm hãm tiêu thụ các sản phẩm may mặc dẫn đến gián tiếp làm giảm nhu cầu đối với sợi.
- Trong FY2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.342 tỷ đồng (+15% n/n) và 296 tỷ đồng (+6% n/n), hoàn thành 90% và 99% kế hoạch cả năm. Chúng tôi lần lượt hạ 12% và 18% dự phóng doanh thu và LNST trước đó dựa trên sự chững lại gần đây của các đơn đặt hàng dệt may.
- Điểm tích cực đáng chú ý của STK là khả năng duy trì chênh lệch giá bất kể chi phí nguyên vật liệu cao. Vậy nên chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp 2H2022 sẽ duy trì ở mức 18,6% như 1H2022.

STK không phải là cơ hội đầu tư hấp dẫn cho 2H2022, nhưng có thể nắm giữ dài hạn khi giá cổ phiếu đi xuống

- Chúng tôi xem nhu cầu thấp hiện tại chỉ là sự giảm tốc tạm thời do áp lực lạm phát thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, các động lực tăng trưởng cốt lõi của STK sẽ tiếp tục sau khi những gián đoạn ngắn hạn biến mất. Cụ thể, xu hướng chuyển đổi sang sợi tái chế sẽ mang lại cho STK tiềm năng tăng tỷ trọng sản phẩm sợi tái chế, nhờ vậy tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện. Ngoài ra, nhà máy Unitex dự kiến bắt đầu vận hành vào đầu Q4/2023 sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của công ty.
- Triển vọng FY2023 sẽ phụ thuộc vào tình hình lạm phát trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng mới nhờ hoạt động của nhà máy mới vào năm FY2024. Do đó, giá cổ phiếu sụt giảm đi kèm với đà tăng trưởng chậm lại sẽ là cơ hội để đầu tư dài hạn.

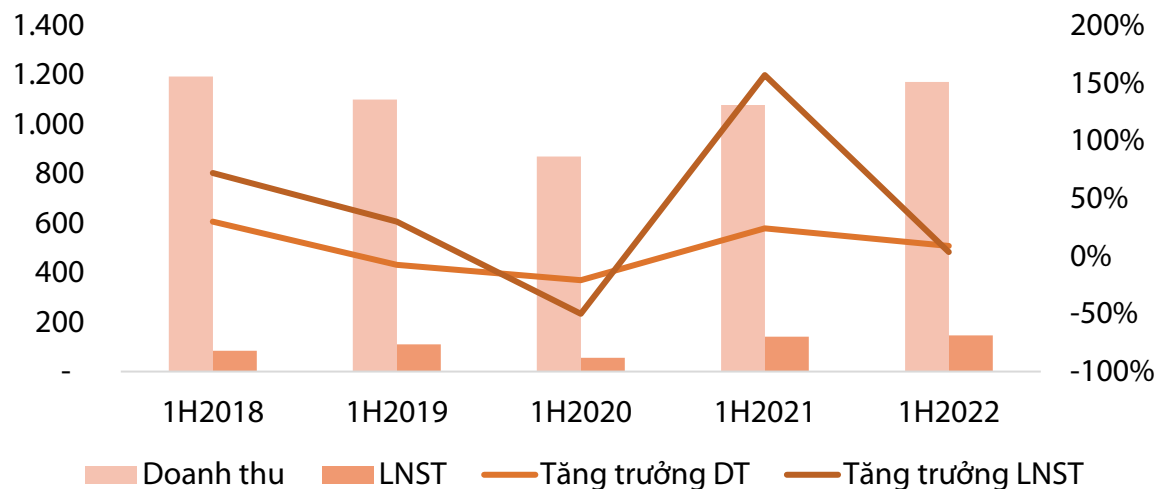
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu hàng may mặc phục hồi chậm sẽ ảnh hưởng xấu đến nhu cầu đối với sợi.
- Tiến độ xây dựng của nhà máy mới.

LNST tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng do nhu cầu giảm lại

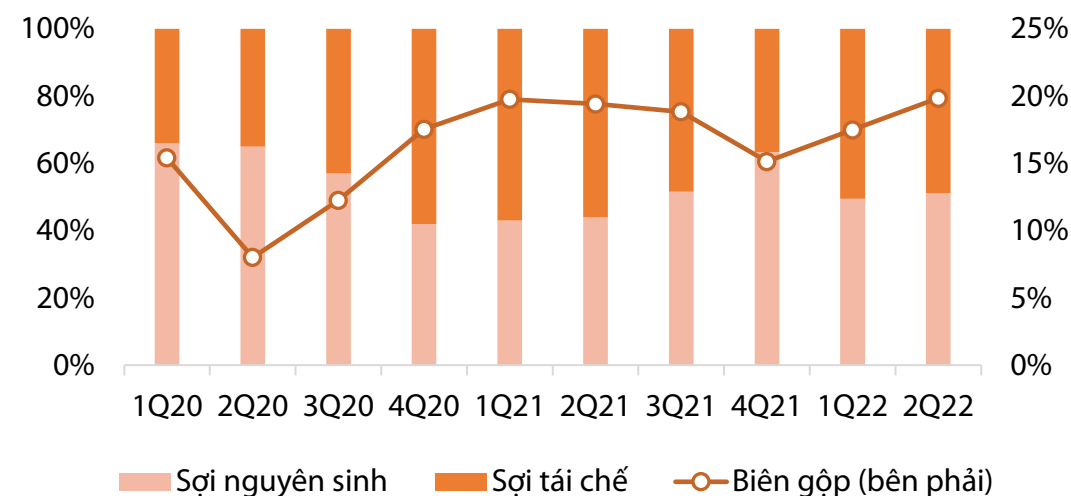
- Trong 1H2022, STK ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt là 1.171 tỷ đồng (+9% n/n) và 146 tỷ đồng (+3% n/n), hoàn thành 45% và 48% kế hoạch cả năm. KQKD tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng do nhu cầu chững lại trong bối cảnh bất ổn toàn cầu kìm hãm tiêu thụ các sản phẩm may mặc dẫn đến gián tiếp làm giảm nhu cầu đối với sợi.
- Trong 1H2022, doanh thu sợi tái chế và sợi nguyên sinh lần lượt đạt 581 tỷ đồng và 587 tỷ đồng, giảm 4% n/n và tăng 25% n/n. Tỷ lệ doanh thu sợi tái chế/sợi nguyên sinh đạt 50%/50% so với kế hoạch là 54%/46%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm từ 19,6% trong 1H2021 xuống còn 18,6% trong 2H2022 chủ yếu do đóng góp doanh thu của sợi tái chế thấp hơn (50% trong 2H2022 so với 56% trong 2H2021).
- Chúng tôi cũng lưu ý rằng chi phí tài chính tăng 6 lần n/n do lỗ tỷ giá hối đoái đã thực hiện và chưa thực hiện tăng đáng kể (17 tỷ đồng) bởi đồng USD tăng giá mạnh.

Hình 1: Doanh thu và LNST trong (tỷ VND)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo loại sợi và biên gộp (%)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

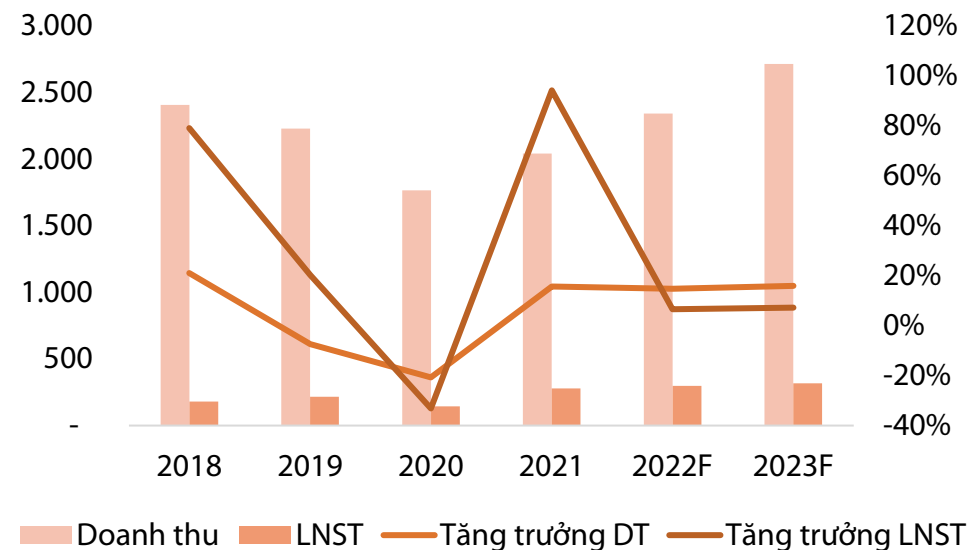
Chúng tôi kỳ vọng LNST sẽ tăng trưởng một con số trong FY2022

- Trong FY2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.342 tỷ đồng (+15% n/n) và 296 tỷ đồng (+ 6% n/n), hoàn thành 90% và 99% kế hoạch cả năm. Chúng tôi hạ lần lượt 12% và 18% dự phóng doanh thu và LNST trước đó dựa trên sự chứng lại gần đây của các đơn đặt hàng dật may.
- Về cơ cấu doanh thu, chúng tôi dự kiến doanh thu sợi tái chế sẽ đạt 1.154 tỷ đồng (+13% n/n), chiếm 49% tổng doanh thu trong FY2022. Doanh thu sợi nguyên sinh ước tính là 1.188 tỷ đồng (+16% n/n).
- Chúng tôi kỳ vọng biên gộp trong 2H2022 sẽ duy trì ở mức 18,6% như nhờ khả năng duy trì chênh lệch giá cho dù chi phí nguyên vật liệu cao của STK.

Triển vọng tăng trưởng dài hạn vẫn sáng

- Chúng tôi xem nhu cầu thấp hiện tại chỉ là sự giảm tốc tạm thời do áp lực lạm phát thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, các động lực tăng trưởng cốt lõi của STK sẽ tiếp tục sau khi những gián đoạn ngắn hạn biến mất. Cụ thể, xu hướng chuyển đổi sang sợi tái chế sẽ mang lại cho STK tiềm năng tăng tỷ trọng sản phẩm sợi tái chế, nhờ vậy tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện. Ngoài ra, nhà máy Unitex dự kiến bắt đầu vận hành vào đầu Q4/2023 sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của công ty.
- Giá mục tiêu trong một năm tới của chúng tôi cho STK là 52.700 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 20% so với mức định giá vào tháng 1/2022, nguyên nhân chính là do chúng tôi điều chỉnh giảm EPS FY2022 xuống và giảm P/E mục tiêu 2022 từ 14x xuống 11x để phản ánh những thách thức trong 2H2022.
- Chúng tôi cho rằng STK không phải là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong 2H2022 do những khó khăn đã đề cập. Triển vọng FY2023 sẽ phụ thuộc vào tình hình lạm phát trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng mới nhờ hoạt động của nhà máy mới vào năm FY2024. Do đó, giá cổ phiếu sụt giảm đi kèm với đà tăng trưởng chậm lại sẽ là cơ hội để đầu tư dài hạn.

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá
FCFF	50%	59.400
P/E 11x	50%	46.100
Tổng	100%	52.700

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +9%

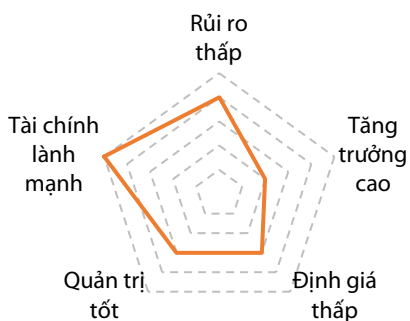
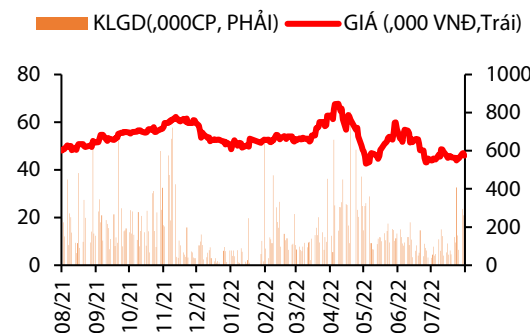
<GTT: 45.950>

<GMT: 48.200>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.447
SLCPĐLH (triệu cp)	75
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	139
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	7
SH NĐTNN còn lại (%)	42,4
BĐ giá 52 tuần	68,7 - 41,9

Doanh thu (tỷ đồng)	4.748	5.741	5.975
LNST (tỷ đồng)	442	365	442
ROA (%)	13,8	9,4	10,5
ROE (%)	31,1	19,5	20,5
EPS (đồng)	8.846	4.713	5.707
GTSS (đồng)	28.432	25.003	28.710
Cổ tức tiền mặt (đồng)	4.500	2.000	2.000
P/E (x) (*)	8,9	9,5	7,9
P/B (x) (*)	2,6	1,8	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ngược chiều do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh

- Trong 1H2022, MSH đạt doanh thu thuần và LNST lần lượt là 2.778 tỷ đồng (+29% n/n) và 186 tỷ đồng (-14% n/n). Dưới áp lực chi phí đầu vào, biên lợi nhuận gộp giảm 640 bps n/n xuống còn 14,7% trong 1H2022. Các nhà máy mới hoạt động thúc đẩy doanh thu tăng trưởng mạnh trong 1H2022, nhưng chỉ có thể bù đắp một phần sự sụt giảm của biên gộp, dẫn đến tăng trưởng âm trong 1H2022.
- Trong 2H2022, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp có thể dần được cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp. Trong FY2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST sau CĐTS lần lượt là 5.741 tỷ đồng (+21% n/n) và 365 tỷ đồng (-17% n/n).

Trong FY2023, biên gộp sẽ cải thiện nhưng khó khăn trong việc tăng đơn hàng nếu lạm phát vẫn tiếp diễn

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 chỉ tăng trưởng 4% n/n do áp lực lạm phát thắt chặt chi tiêu cho hàng may mặc dẫn đến việc cắt giảm đơn đặt hàng.
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ phục hồi dần từ 2H2022 trở đi, nhưng lợi nhuận năm 2023 chỉ có thể ở ngang mức với năm 2019.

Lợi thế về tài chính vượt trội so với các công ty cùng ngành cùng với cổ tức tiền mặt ổn định

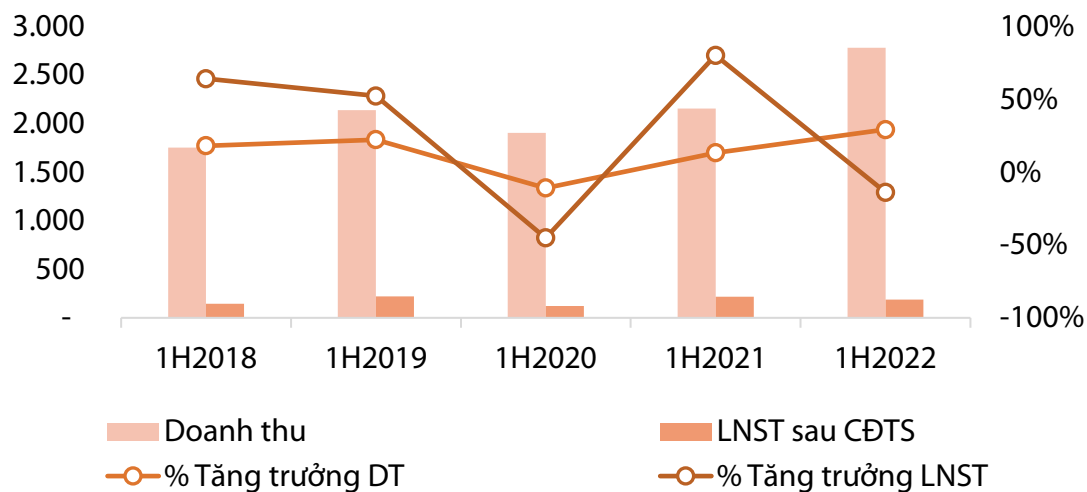
- Dù dòng tiền dồi dào nhưng những khó khăn trong ngắn hạn sẽ khiến thị giá, dù đã chiết khấu sâu, vẫn sẽ chưa có động lực tăng trong một năm tới.
- MSH duy trì mức cổ tức tiền mặt cao và ổn định với lợi suất cổ tức tiền mặt bình quân từ 5-6%.
- Chúng tôi có quan điểm trung lập đối với MSH trong ngắn hạn và có thể xem xét đầu tư dài hạn khi có dấu hiệu phục hồi biên lợi nhuận.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu đặt hàng dễ bị tác động bởi áp lực lạm phát.
- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao có thể khiến tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng.

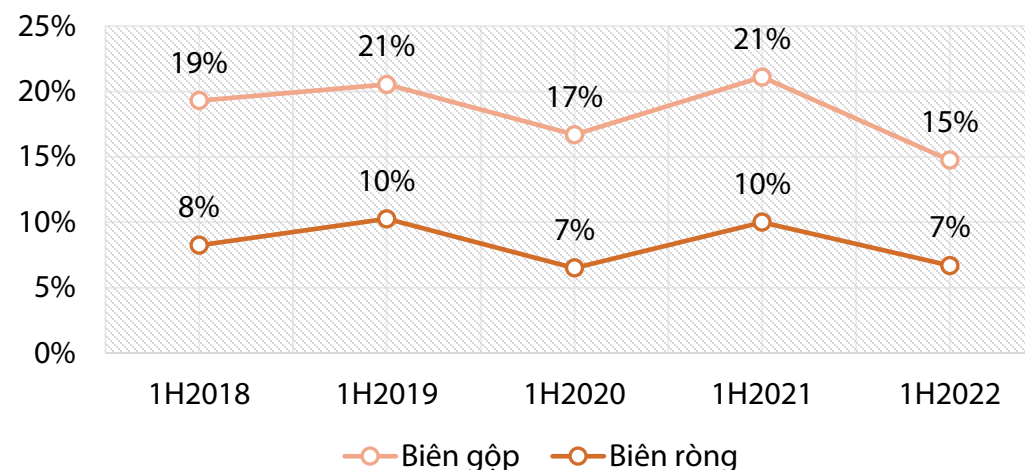
- Trong 1H2022, MSH đạt doanh thu thuần và LNST lần lượt là 2.778 tỷ đồng (+29% n/n) và 186 tỷ đồng (-14% n/n). Tăng trưởng ngược dấu của doanh thu và LNST xuất phát từ sự thu hẹp của biên lợi nhuận gộp. Trong 1H2022, biên gộp giảm 640 bps n/n xuống còn 14,7%, bị ảnh hưởng bởi áp lực chi phí đầu vào nhiều hơn so với các công ty cùng ngành trong bối cảnh thiếu hụt nguyên liệu do MSH chủ yếu sản xuất FOB cấp 2 (tự tìm nguồn nguyên liệu).
- Giá bông đang chịu áp lực từ cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine. Giá sợi cũng tăng cao do nguồn cung dầu khan hiếm khiến giá dầu leo thang. Bên cạnh đó, tình trạng tắc nghẽn cảng và ùn ứ hàng hóa do chính sách "Zero Covid" ở Trung Quốc cũng làm tăng chi phí nguyên vật liệu và chi phí vận chuyển nhập khẩu từ thị trường này.
- Hơn nữa, việc tăng công suất nhà máy mới tuy giúp gia tăng đơn hàng và doanh thu nhưng cũng làm trầm trọng hơn biên lợi nhuận gộp do hoạt động kém hiệu quả trong giai đoạn đầu.

Hình 1: Doanh thu và LNST 1H2022 (tỷ VND)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp và biên ròng (%)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

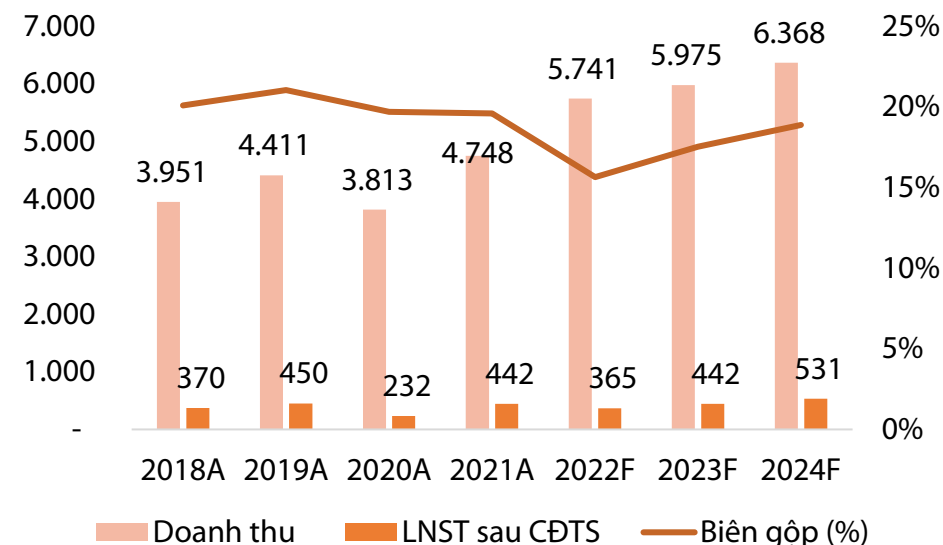
Tăng trưởng lợi nhuận âm trong FY2022

- Trong FY2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau CĐTS lần lượt là 5.741 tỷ đồng (+21% n/n) và 365 tỷ đồng (-17% n/n).
- Chi phí nguyên vật liệu sẽ có xu hướng hạ nhiệt cùng với đà giảm của giá dầu và nguồn cung nguyên vật liệu đang dần hồi phục. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện trong 2H2022, mặc dù thấp hơn nhiều so với mức năm 2021, dẫn đến biên gộp năm 2022 là 15,6% (-400 bps n/n). Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2022 sẽ gặp khó khăn do tăng trưởng doanh thu chỉ có thể bù đắp phần nào sự sụt giảm của biên lợi nhuận gộp.

Trong FY2023, biên gộp sẽ cải thiện nhưng khó tăng đơn hàng nếu lạm phát vẫn tiếp diễn

- Chúng tôi cho rằng đơn đặt hàng sẽ không còn dồi dào vào năm 2023. Sau khi các nước mở cửa nền kinh tế, nhu cầu hàng dệt may tăng nhanh khiến các nước phải tăng cường nhập khẩu, dẫn đến lượng đơn hàng dồi dào cho Việt Nam cho đến giữa năm 2022. Tuy nhiên, lạm phát leo thang đã khiến người tiêu dùng bắt đầu giảm chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu như may mặc khiến tồn kho hàng may mặc ở các nước khác tăng cao.
- Có hai yếu tố chính có thể dẫn đến giảm giá nguyên liệu vào năm 2023: Trung Quốc mở cửa nền kinh tế và giá dầu thô giảm. Điều này sẽ giúp biên lợi nhuận có thể cải thiện trong năm tới. Chúng tôi dự báo biên gộp năm 2023 là 17,5%.
- Chúng tôi có quan điểm trung lập đối với MSH trong ngắn hạn và có thể xem xét đầu tư dài hạn khi xuất hiện dấu hiệu phục hồi biên lợi nhuận. Dù dòng tiền mặt dư giả nhưng những khó khăn trong ngắn hạn sẽ khiến thị giá tuy đã chiết khấu sâu nhưng vẫn chưa hấp dẫn. Do đó, chúng tôi hạ mức P/E mục tiêu cho năm 2022 từ 10x xuống 8x để phản ánh triển vọng tiêu cực trong ngắn hạn.

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá
FCFF	50%	58.756
P/E 8x	50%	37.700
Tổng	100%	48.200

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP: -8%

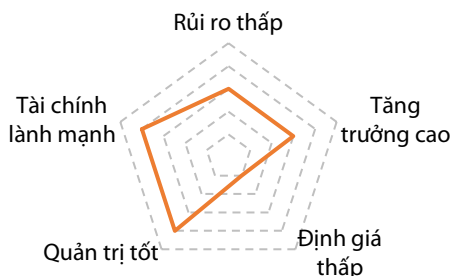
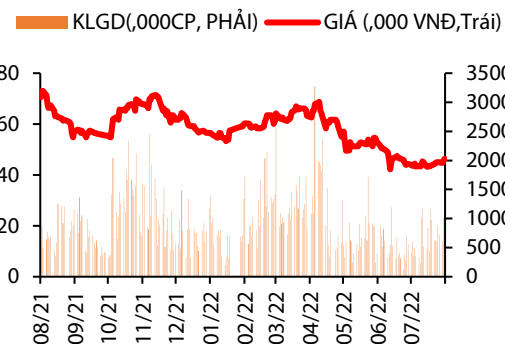
<GTT: 46.300>

<GMT: 42.200>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.794
SLCPĐLH (triệu cp)	82
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	632
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	30
SH NĐTNN còn lại (%)	2,7
BĐ giá 52 tuần	73,0 - 39,3

Doanh thu (tỷ đồng)	3.535	4.197	4.448
LNST (tỷ đồng)	143	266	329
ROA (%)	9,3	7,0	8,1
ROE (%)	16,9	14,0	15,6
EPS (đồng)	3.775	2.916	3.608
GTSS (đồng)	26.402	23.942	23.179
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x) (*)	30,3	15,6	12,6
P/B (x) (*)	2,2	1,9	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận 2022 phục hồi từ mức thấp

- Trong 2H2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.026 tỷ đồng (+26% n/n) và 138 tỷ đồng (+6,3 lần n/n).
- Trong FY2022, doanh thu và LNST dự phóng lần lượt là 4.197 tỷ đồng (+19% n/n) và 266 tỷ đồng (+86% n/n). Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện 150 bps n/n trong FY2022, nhưng thấp hơn nhiều so với năm tài chính 2021 trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng cao.

Nhà máy Vĩnh Long 2 sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong FY2022-23

- Nhà máy Vĩnh Long 2 đi vào hoạt động trong 2H2022 giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 30% để tăng đơn hàng FOB. Tuy nhiên, do nhu cầu hàng may mặc chậm lại trong bối cảnh lạm phát toàn cầu, chúng tôi dự kiến nhà máy này sẽ hoạt động với công suất sử dụng là 50% trong FY2022 và đạt 70% trong FY2023 so với tổng công suất theo kế hoạch năm 2023 của công ty.
- Doanh thu và LNST năm 2023 dự kiến là 4.448 tỷ đồng (+6% n/n) và 329 tỷ đồng (+24% n/n).

Giá cổ phiếu hợp lý hơn, nhưng vẫn không đủ hấp dẫn để mua

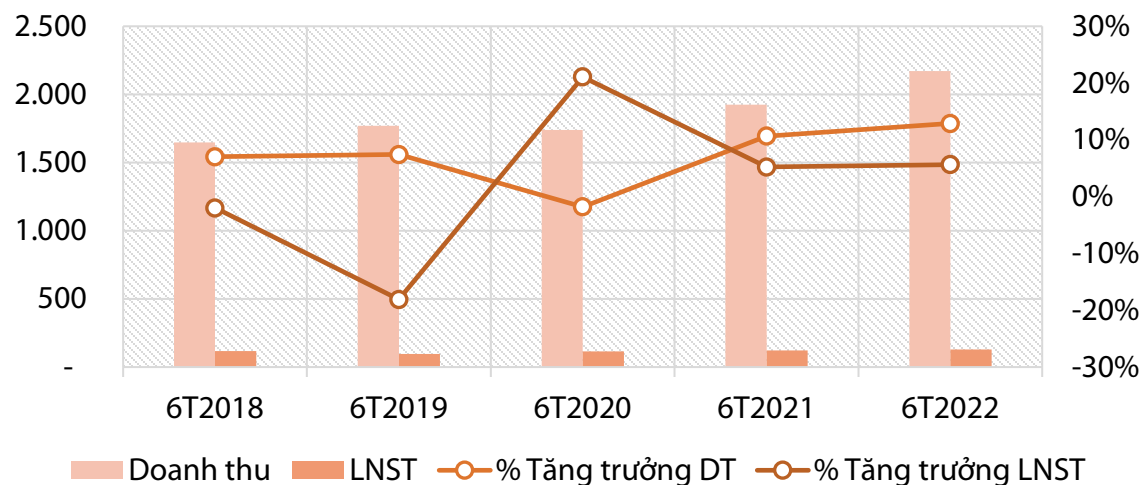
- Do hiệu ứng nền thấp của Q3/2021, lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong Q3.2022 có thể là chất xúc tác ngắn hạn cho giá cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nếu giá cổ phiếu giảm về dưới giá trị nội tại mới là cơ hội để đầu tư.
- Ở mức giá hiện tại, TCM đang giao dịch với P/E TTM là 29,3x và P/E dự phóng FY2022 là 15,6x, cao hơn nhiều so với mức P/E dự phóng trung bình là 9,0x từ năm 2017 đến hiện tại.
- Cổ tức bằng cổ phiếu liên tục mỗi năm gây pha loãng EPS cũng là một yếu tố cần xem xét.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Lạm phát toàn cầu làm suy giảm nhu cầu hàng may mặc.
- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh khiến lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng.

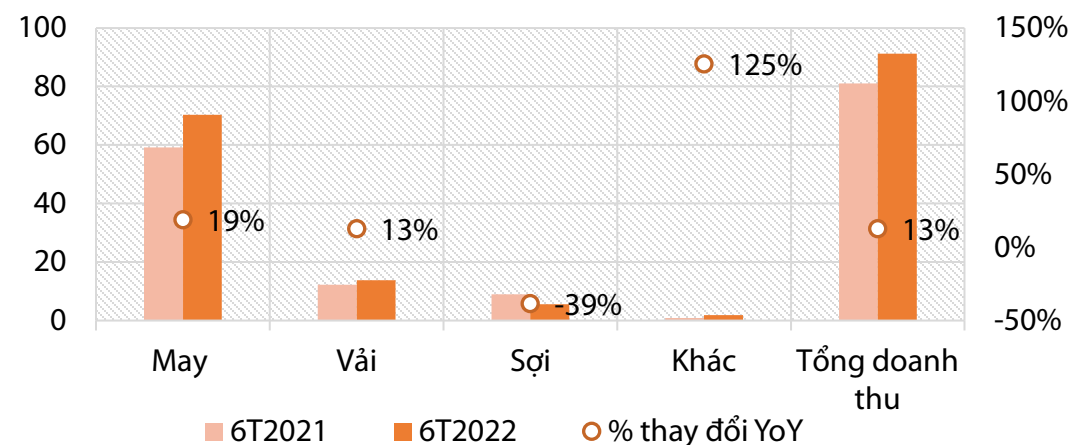
- Trong 1H2022, TCM đạt doanh thu và LNST lần lượt là 2.171 tỷ đồng (tương đương 94 triệu USD, +13% n/n) và 128 tỷ đồng (+6% n/n), hoàn thành 52% và 50% kế hoạch cả năm.
- Cùng với chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh, biên gộp giảm 70 bps xuống còn 15,8% trong 1H2022.
- Tăng trưởng LNST 1H2022 chủ yếu nhờ LNST Q1/2022 tăng trưởng +18% n/n trong khi LNST Q2/2022 tăng trưởng âm.
- Trong 1H2022, TCM ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 37 tỷ đồng khiến chi phí tài chính tăng 128%. Do đó, biên ròng 1H2022 giảm 70 bps xuống còn 5,3%.

Hình 1: Doanh thu và LNST 1H2022 (tỷ VND)

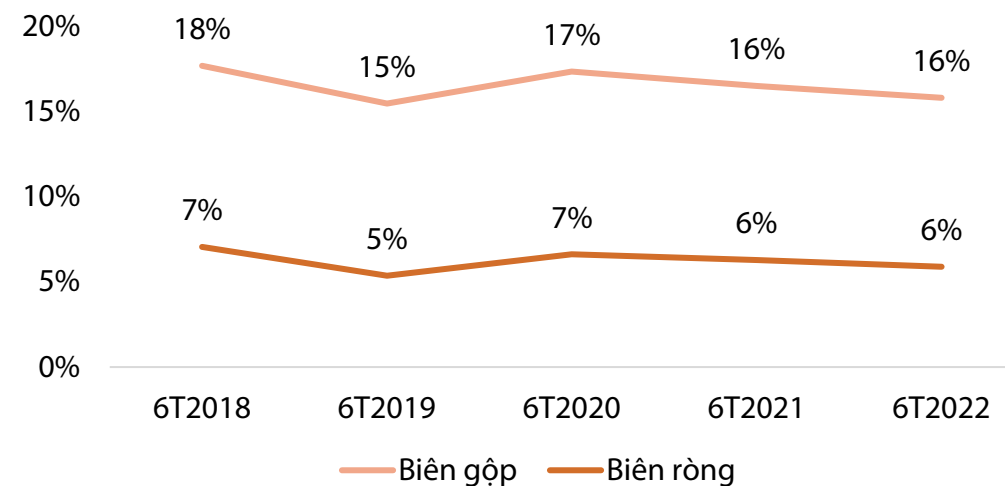


Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (triệu USD)



Hình 3: Biên lợi nhuận gộp và biên ròng (%)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận 2H2022 tăng trưởng mạnh trên nền thấp

- Trong 1H2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.026 tỷ đồng (+26% n/n) và 138 tỷ đồng (+6,3 lần n/n). Lưu ý rằng lợi nhuận của TCM đã bị ảnh hưởng nặng nề trong Q3/2021 do đợt giãn cách xã hội nghiêm trọng ở trong nước.
- Trong FY2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt là 4.197 tỷ đồng (+19% n/n) và 266 tỷ đồng (+86% n/n).
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện 150 bps n/n trong FY2022, nhưng thấp hơn nhiều so với FY2021 do giá nguyên vật liệu tăng cao.

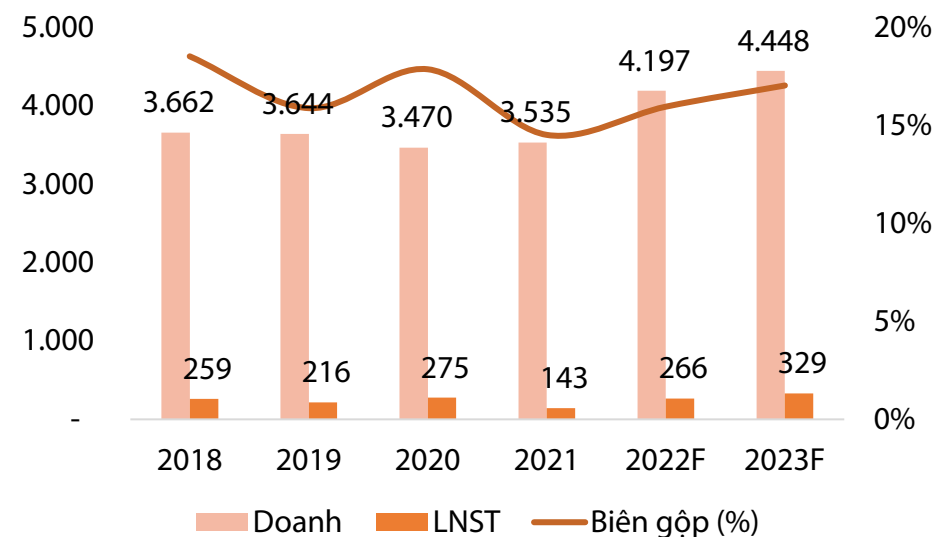
Nhà máy Vĩnh Long 2 bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2H2022

- Nhà máy Vĩnh Long 2 đi vào hoạt động trong 2H2022 giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 30% để tăng đơn hàng FOB. Tuy nhiên, do nhu cầu hàng may mặc chậm lại trong bối cảnh lạm phát toàn cầu, chúng tôi dự kiến nhà máy này sẽ hoạt động với công suất sử dụng là 50% trong FY2022 và đạt 70% trong FY2023 so với tổng công suất theo kế hoạch năm 2023.
- Doanh thu và LNST năm 2023 dự kiến là 4.448 tỷ đồng (+6% n/n) và 329 tỷ đồng (+24% n/n). Biên gộp FY2023 tăng 100 bps đạt 17% nhờ chi phí nguyên vật liệu hạ nhiệt.

Giá cổ phiếu hợp lý hơn, nhưng vẫn không đủ hấp dẫn để mua

- Giá cổ phiếu giảm mạnh đã khiến định giá trở nên hợp lý hơn. Do hiệu ứng nền thấp của Q3/2021, lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong Q3/2022 có thể là chất xúc tác ngắn hạn cho giá cổ phiếu. Nhưng chúng tôi cho rằng để đầu tư dài hạn, giá thị trường hiện tại vẫn chưa đủ hấp dẫn.
- Ở mức giá hiện tại, TCM đang giao dịch với P/E TTM là 29,3x và P/E dự phóng FY2022 là 15,6x, cao hơn nhiều so với mức P/E dự phóng trung bình là 9,0x từ năm 2017 đến hiện tại.
- Cổ tức bằng cổ phiếu liên tục mỗi năm pha loãng EPS cũng là một yếu tố cần xem xét.

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá
FCFF	50%	49.400
P/E 12x	50%	35.000
Tổng	100%	42.200

Nguồn: CTCK Rồng Việt

KHOẢ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm

Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh

Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành

Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo

Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

Trần Ngọc Thảo Trang

Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

