

SẴN SÀNG VƯỢT BÃO

22/03/2024

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

- Tại Mỹ, hàng tồn kho đang dần cạn kiệt, chúng tôi cho rằng quá trình bổ sung hàng tồn kho đang bắt đầu và sẽ là động lực chính cho tăng trưởng xuất khẩu dệt may Việt Nam năm 2024.
- Đơn giá hàng dệt may thấp vẫn là thách thức lớn đối với các doanh nghiệp dệt may Việt Nam do sức cạnh tranh về chi phí thấp hơn so với Bangladesh.
- Các Hiệp định thương mại tự do như EVFTA, CPTPP và RCEP sẽ tiếp tục tạo cơ hội lớn cho xuất khẩu dệt may Việt Nam.
- Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là MSH và TCM với tiềm năng tăng giá so với giá hiện tại lần lượt là 24% và 26%.

1. Nhìn lại năm 2023

Năm 2023 là một năm đầy khó khăn và thách thức đối với ngành dệt may Việt Nam. Kết thúc năm 2023, giá trị xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam giảm 11.3% YoY đạt 33.3 tỷ USD, trong đó, giá trị xuất khẩu sang Mỹ, Nhật Bản, EU và Hàn Quốc lần lượt đạt 14.5 tỷ USD (-16.7% YoY), 4 tỷ USD (-1% YoY), 3.8 tỷ USD (-1.5% YoY) và 3 tỷ USD (-7.9% YoY). Hầu hết các doanh nghiệp dệt may đều ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan do thiếu đơn hàng trầm trọng, lạm phát gia tăng, sức mua sụt giảm. Tuy nhiên, từ cuối Q4/2023, chúng tôi đã nhận thấy một vài tín hiệu khả quan làm bức tranh ngành dệt may Việt Nam tươi sáng hơn:

- Quá trình xử lý hàng tồn kho tại Mỹ đang dần kết thúc, chúng tôi cho rằng chu kỳ bổ sung hàng tồn kho đang bắt đầu và sẽ thúc đẩy việc gia tăng đơn hàng.
- Mức tăng trưởng bán lẻ quần áo và phụ kiện tại Mỹ và Nhật Bản đã có những cải thiện đáng kể so với cùng kỳ, chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ cũng cải thiện so với năm ngoái, phần nào cho thấy người dân đang ngày càng khả quan hơn về triển vọng tài chính của mình. Theo McKinsey, ngành thời trang Mỹ đang dần quay trở lại với tốc độ tăng trưởng doanh số thời trang đạt khoảng 2% - 4% YoY.
- Nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ cho sản xuất hàng dệt may tăng cao, các doanh nghiệp dệt may đang tích cực mở rộng sản xuất, phục vụ cho đơn hàng xuất khẩu đang dần quay trở lại.
- Theo VITAS, trong năm 2024, kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam được kỳ vọng phục hồi trong sự thận trọng, dự kiến tăng 9.2% YoY đạt 44 tỷ USD dựa trên mức nền thấp trong 2023 và kỳ vọng chu kỳ bổ sung hàng tồn kho bắt đầu từ 2024.

2. Triển vọng ngành dệt may Việt Nam trong thời gian tới

Ngoài ra, ngành dệt may Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục hưởng lợi trong dài hạn nhờ:

- (1) Triển vọng chiếm lấy thị phần của Trung Quốc tại Mỹ nhờ những lo ngại về chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và lao động cưỡng bức với khu vực Tân Cương của Trung Quốc. Một số công ty thời trang Mỹ cho biết chiến lược "giảm tiếp xúc với Trung Quốc" sẽ tiếp tục, các nhà cung cấp châu Á khác, như Việt Nam, Bangladesh, Campuchia và Indonesia, là lựa chọn hàng đầu của họ thay thế cho Trung Quốc.
- (2) Các công ty FDI ngành dệt may đang bắt đầu mở thêm nhà máy sợi, dệt, nhuộm tại Việt Nam cho thấy ngành đang có những triển vọng tích cực.

(3) Các hiệu định thương mại tự do như EVFTA, CPTPP và RCEP tạo điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang EU và Nhật Bản.

(4) Tiêu thụ hàng may mặc trong nước cho thấy nhiều tín hiệu tích cực. Cụ thể, doanh số hàng may mặc của Việt Nam đạt gần 250 nghìn tỷ trong năm 2023, tăng 7.4% so với 2022 mặc dù tăng trưởng kinh tế gặp nhiều thách thức.

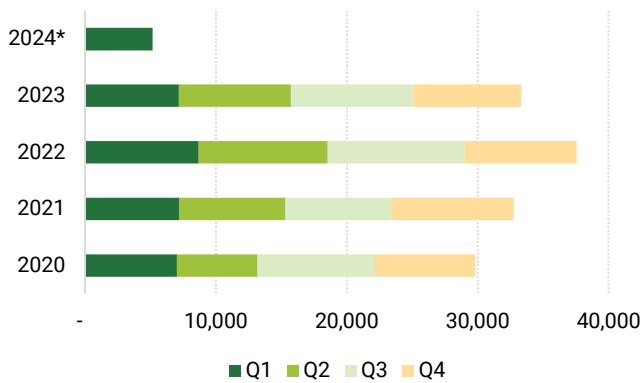
3. Rủi ro

(1) Rủi ro cạnh tranh, (2) Rủi ro nguồn lao động, (3) Rủi ro nguồn nguyên liệu, (4) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao và thời gian vận chuyển kéo dài, (5) Rủi ro đơn giá thấp.

Nhìn lại năm 2023

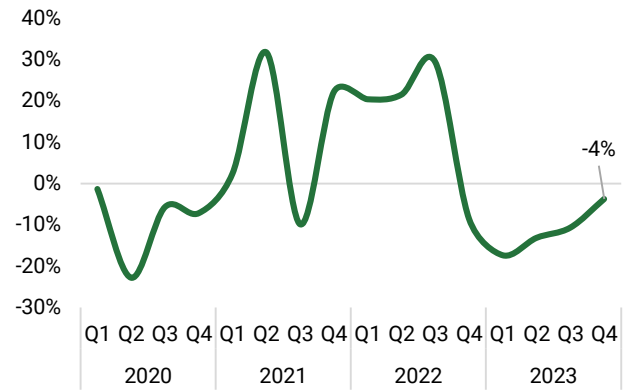
Trong năm 2023, ngành dệt may đã trải qua một giai đoạn hết sức khó khăn do bị tác động nặng nề bởi các yếu tố về bất ổn địa chính trị, lạm phát gia tăng khiến người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu, cùng với hàng tồn kho tăng cao đã khiến cho cả đơn đặt hàng dệt may và đơn giá giảm sâu. Kết thúc năm 2023, tổng cầu dệt may toàn cầu giảm 8% YoY đạt 700 tỷ USD. Tại Việt Nam, ngành dệt may cũng ghi nhận mức tăng trưởng âm với kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may năm 2023 giảm 11.3% YoY đạt 33.3 tỷ USD.

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam (Tỷ USD)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

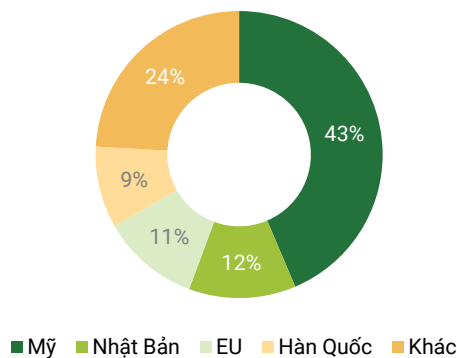
Tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam (%YoY)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

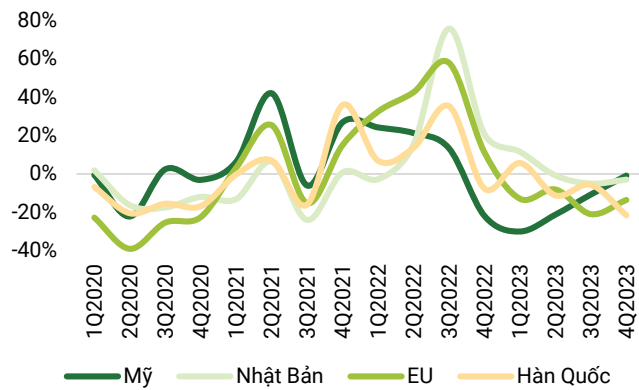
Mỹ, Nhật Bản và EU tiếp tục là 3 thị trường xuất khẩu hàng dệt may trọng điểm của Việt Nam với tỷ trọng lần lượt là 43%, 12% và 11% vào năm 2023. Trong khi giá trị xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ năm 2023 giảm 16.7% YoY thì giá trị xuất khẩu sang Nhật Bản vẫn giữ ổn định so với cùng kỳ ở mức 4 tỷ USD và thị phần tăng nhẹ lên mức 12% từ mức 11% vào năm 2022. Tuy nhiên, nhìn chung mức tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam tại các nước xuất khẩu trọng điểm đã xuất hiện tín hiệu hồi phục khi mà đà sụt giảm đã dần thu hẹp lại kể từ Q2/2023.

Thị trường xuất khẩu hàng dệt may chính của Việt Nam năm 2023



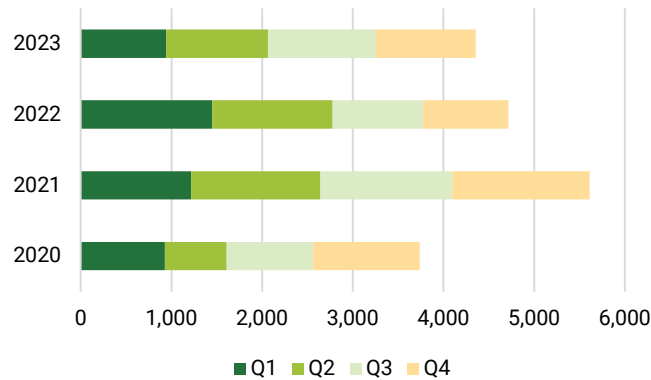
Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam qua các nước (%YoY)

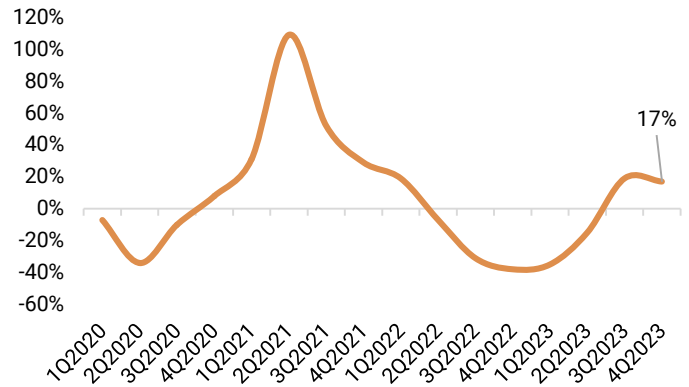


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Xơ, sợi dệt là mặt hàng đầu tiên ghi nhận mức sụt giảm kể từ Q2/2022 (giảm 7% YoY), đà giảm kéo dài liên tục sang đến hết Q2/2023 và bắt đầu ghi nhận mức tăng trưởng dương kể từ Q3/2023.

Kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi dệt Việt Nam (Triệu USD)


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tăng trưởng xuất khẩu xơ, sợi dệt Việt Nam (%YoY)


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Đa số các doanh nghiệp dệt may trong nước đều ghi nhận KQKD kém khả quan trong năm 2023 theo tình hình chung của ngành. Trong đó, STK ghi nhận KQKD suy giảm mạnh nhất do là doanh nghiệp thượng nguồn trong chuỗi giá trị ngành dệt may và chịu áp lực cạnh tranh gay gắt với các doanh nghiệp sản xuất sợi Trung Quốc có giá thành rẻ hơn. Tuy nhiên, STK vẫn giữ mức biên lãi ròng cao hơn so với các doanh nghiệp khác nhờ (1) chiến lược tập trung vào sợi tái chế có biên lãi tốt hơn và (2) cố gắng duy trì biên lãi thay vì giảm giá bán để đẩy mạnh đơn hàng.

Ngoài ra, TNG là điểm sáng hiếm hoi trong ngành khi ghi nhận mức tăng trưởng dương và cũng đạt kỷ lục trong lịch sử hoạt động nhờ (1) duy trì đơn hàng với tệp khách hàng ổn định như Decathlon, The Children Place và (2) xuất khẩu bông phục vụ cho nguồn nguyên liệu sản xuất các sản phẩm jacket của các khách hàng đối tác sang Ấn Độ, Indo, Ethiopia. Giá bông thế giới tăng mạnh kể từ giữa Q4/2023 và hiện tại đang giao dịch ở mức 94.65 USD/lbs, tăng 16% YoY.

Bên cạnh đó, một trong những doanh nghiệp chịu thiệt hại nặng nề nhất trong ngành dệt may có thể kể đến Garmex Sài Gòn (HSX: GMC). Tính đến cuối năm 2023, GMC vẫn chưa có đơn hàng may mặc, do đó, công ty này đã cắt giảm nhân sự xuống chỉ còn 35 người từ mức 4,000 người hồi năm 2021. Ngoài ra, GMC cũng đang thanh lý nguyên phụ liệu tồn kho, chuyển nhượng tài sản, tạm ngưng sản xuất để giảm thiểu thiệt hại.

KQKD của các doanh nghiệp trong ngành

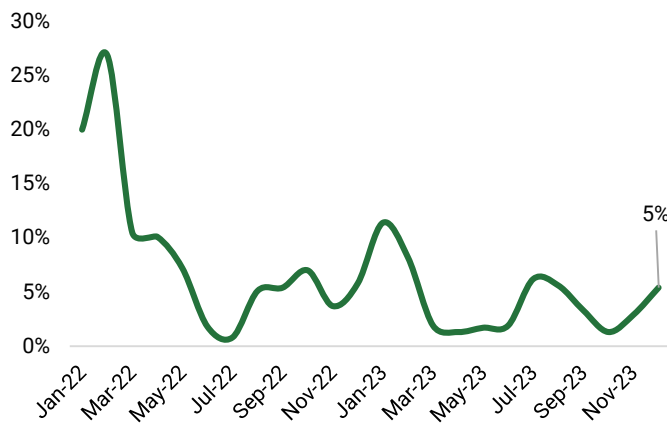
STT	Mã	Sàn	Doanh thu thuần		LNST		EBITDA/(Ng vay ngắn hạn+Tiền lãi vay)	D/E	Biên lãi gộp 2023	Biên lãi ròng 2023	ROE	P/E	P/B	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)
			Giá trị 2023 (Tỷ đồng)	% YoY	Giá trị 2023 (Tỷ đồng)	% YoY								
1	TCM	HOSE	3,325	-23%	134	-53%	0.5	0.6	15.0%	4.0%	6.7%	31.5	2.1	4,157.62
2	MSH	HOSE	4,542	-18%	245	-35%	0.7	0.9	12.4%	5.4%	15.1%	13.1	2.0	3,210.60
3	TNG	HNX	7,096	5%	226	-23%	0.4	1.8	13.8%	3.2%	13.5%	11.5	1.5	2,599.68
4	STK	HOSE	1,425	-33%	87	-64%	0.4	0.8	13.5%	6.1%	5.5%	33.4	1.8	2,916.95

Triển vọng năm 2024

Ngay từ 2 tháng đầu năm 2024, ngành dệt may Việt Nam đã đón nhận sự khởi đầu khá tích cực với kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may trong 2T2024 tăng 13.4% YoY đạt 5.1 tỷ USD. Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm và tình hình sản xuất của các doanh nghiệp cũng cho các tín hiệu dù chưa thật sự rõ ràng nhưng đã khả quan hơn so với thời điểm cùng kỳ năm ngoái, dần báo hiệu triển vọng khả quan cho ngành dệt may Việt Nam trong năm 2024. Trong năm 2024, VITAS dự báo kim ngạch xuất khẩu toàn ngành dệt may Việt Nam tăng 9.2% YoY đạt 44 tỷ USD. **PHS cho rằng các tín hiệu phục hồi ngành dệt may sẽ rõ ràng hơn từ Q2/2024 và ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ từ Q3/2024.**

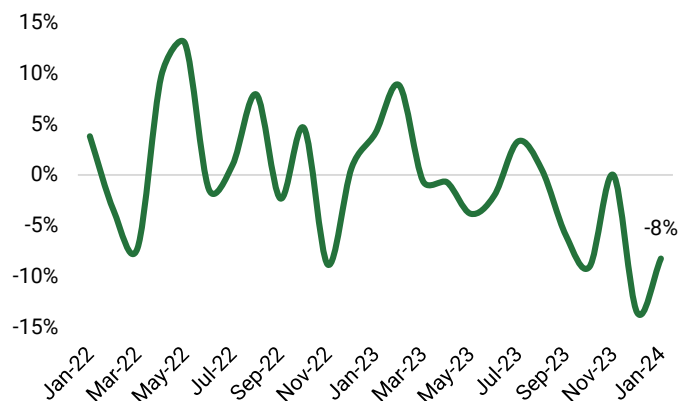
Kể từ Q4/2023, tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ quần áo và hàng dệt may tại Mỹ và Nhật Bản đã có những cải thiện đáng kể so với cùng kỳ. Dù vẫn ghi nhận tốc độ tăng trưởng bán lẻ hàng dệt may âm nhưng nhờ hưởng lợi từ các hiệp định thương mại như VJPEPA, RCEP, CPTPP, thị phần xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang Nhật Bản vẫn giữ ổn định trong các năm qua ở mức trung bình đạt khoảng 10%.

Tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ quần áo tại Mỹ (%YoY)



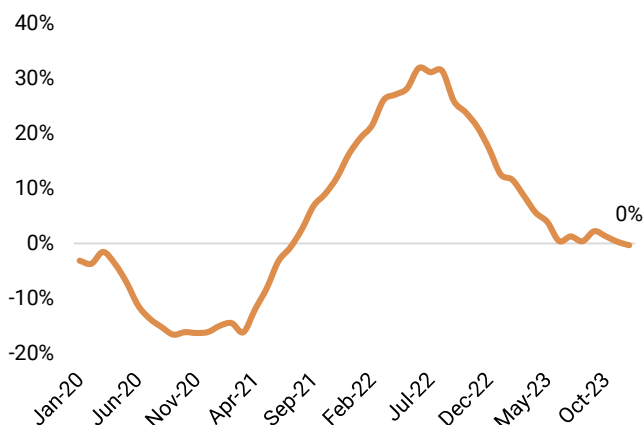
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng dệt may và phụ kiện tại Nhật Bản (%YoY)



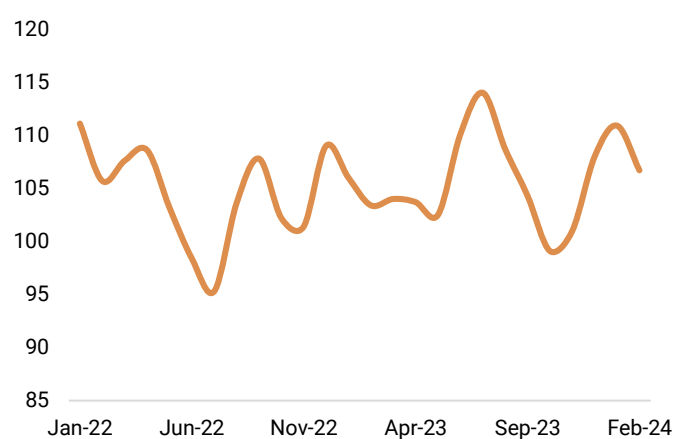
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng hàng tồn kho quần áo tại Mỹ (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ (năm 1985 = 100)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ trong tháng 2/2024 đạt mức 106.7, ghi nhận sụt giảm so với tháng trước nhưng vẫn cao hơn so với cả năm 2023 cho thấy người tiêu dùng tại Mỹ vẫn lạc quan về triển vọng tình hình tài chính so với năm trước. Quá trình cắt giảm hàng tồn kho tại các thương hiệu thời trang Mỹ đã diễn ra xuyên suốt trong cả năm 2023 và làn sóng này đang tạo đáy kể từ Q4/2023. Chúng tôi cho rằng chu kỳ bổ sung hàng tồn kho đang trở lại và sẽ là động lực chính giúp gia tăng các đơn hàng cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam trong năm 2024. Thực tế, đơn hàng xuất khẩu tại các doanh nghiệp dệt may Việt Nam cũng đã dồi dào trở lại, một số doanh nghiệp đã nhận đơn hàng đến giữa năm 2024.

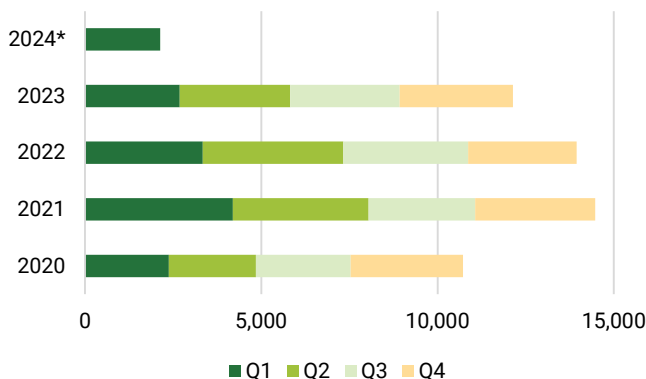
Giá bông thế giới (USD/lbs)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

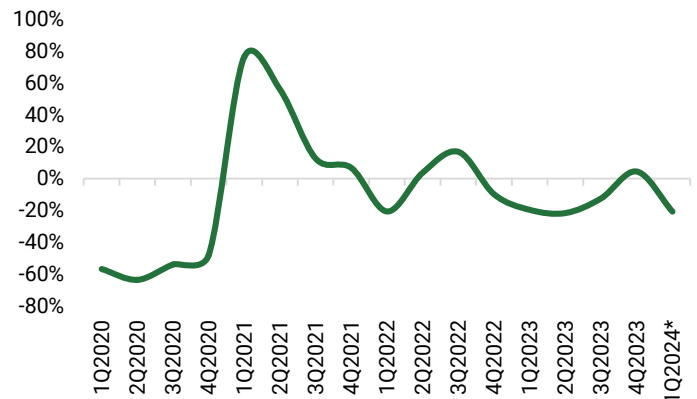
Giá bông thế giới trong năm 2023 vẫn duy trì ổn định nhưng đã bật tăng lên mức 103 USD/lbs vào cuối tháng 2/2024 trong bối cảnh các nước tăng cường nhập khẩu nguyên liệu để sản xuất và những lo ngại về nguồn cung tại Mỹ. Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, việc tăng giá bông vẫn sẽ chưa tác động đáng kể đến các doanh nghiệp dệt may, đà tăng trưởng vẫn sẽ đến từ động lực gia tăng đơn hàng.

Kim ngạch nhập khẩu nguyên liệu dệt may Việt Nam (Triệu USD)



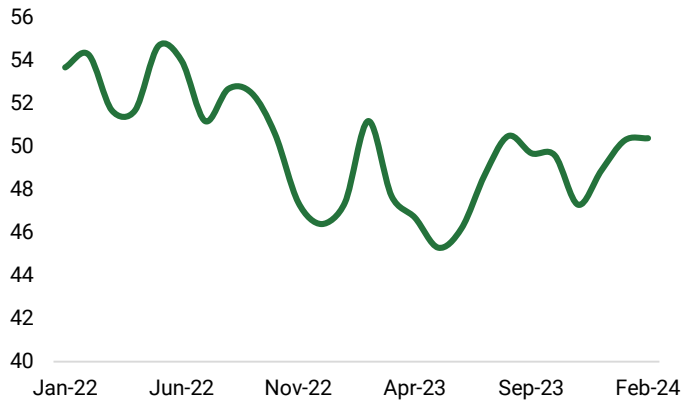
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tăng trưởng nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may Việt Nam (%YoY)

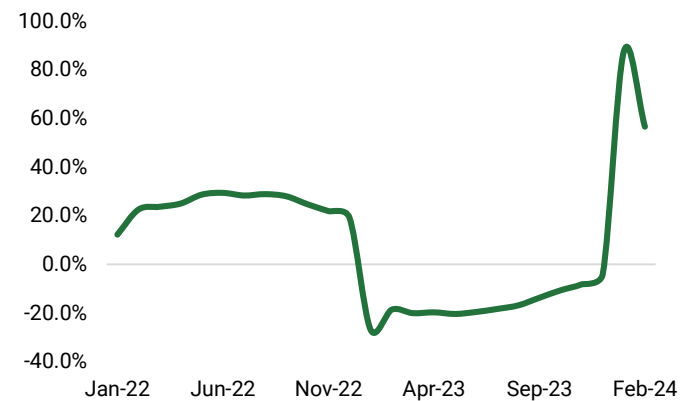


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Trong 2T2024, tổng kim ngạch nhập khẩu nguyên liệu ngành dệt may (gồm bông, xơ sợi, vải, nguyên phụ liệu) tăng 43% YoY đạt 2.1 tỷ USD. Giá trị nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may đã dần khả quan hơn từ Q3/2023 phần nào cho thấy các doanh nghiệp đang gia tăng hàng tồn kho nguyên vật liệu để chuẩn bị phục vụ cho sản xuất.

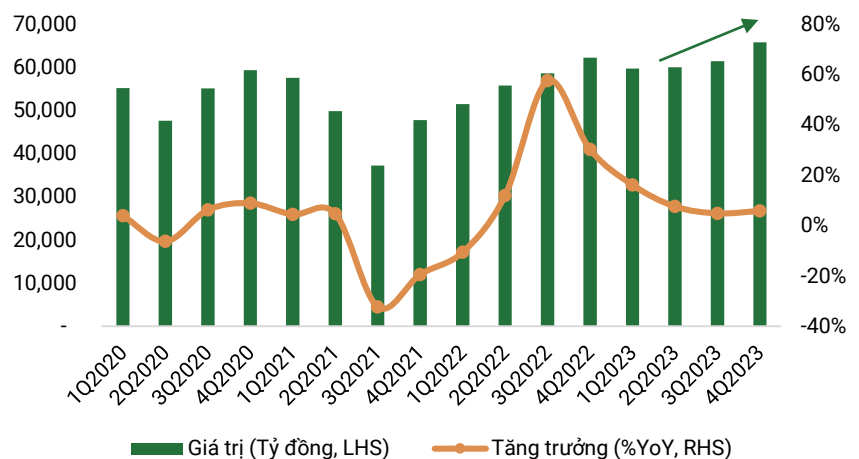
Chỉ số PMI Việt Nam


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tăng trưởng sản xuất quần áo trong nước (%YTD)


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tính đến tháng 2/2024, chỉ số PMI sản xuất Việt Nam tiếp tục chuỗi đà tăng kể từ tháng 11/2023, ghi nhận ở mức 50.4 điểm cho thấy sức khỏe của ngành sản xuất đã cải thiện hơn. Theo đó, vào tháng 1/2024, sản lượng sản xuất quần áo mặc thường cũng đã ghi nhận mức tăng trưởng dương sau khi duy trì mức sản xuất kém trong cả năm 2023, cho tín hiệu lạc quan hơn về hoạt động sản xuất quần áo tại các doanh nghiệp dệt may. Ngoài ra, trong 2T2024, các ngành có mức thâm dụng lao động cao như dệt may, da giày đều gia tăng nhu cầu tuyển dụng. Theo Trung tâm Dự báo Nhu cầu Nhân lực, hiện nay có khoảng 10,000 vị trí việc làm dành cho ngành da giày, may mặc. Đây tiếp tục là tín hiệu khả quan trong 2 tháng đầu năm 2024 sau giai đoạn thu hẹp ngành sản xuất trong cả năm 2023 và cho thấy các doanh nghiệp dệt may đang mở rộng sản xuất, chuẩn bị phục vụ cho lượng đơn đặt hàng mới đang gia tăng trở lại.

Tổng tiêu dùng về hàng may mặc trong nước (Tỷ đồng)


Nguồn: MOIT, PHS tổng hợp

Ngoài phục vụ thị trường xuất khẩu, ngành dệt may Việt Nam cũng đang tập trung vào thị trường nội địa. Cụ thể, tiêu thụ hàng may mặc của Việt Nam đạt gần 250 nghìn tỷ trong năm 2023, tăng 7.4% so với 2022 mặc dù tăng trưởng kinh tế gặp nhiều thách thức. Hành vi mua sắm trực tuyến gần đây của người tiêu dùng trong nước và sự thay đổi về thiết kế mẫu mã của các nhà sản xuất sẽ là động lực giúp ngành dệt may Việt Nam đẩy mạnh tiêu thụ thời trang nội địa.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đơn giá hàng dệt may có lẽ vẫn sẽ là thách thức lớn đối với ngành dệt may Việt Nam khi mà chi phí lao động ở Việt Nam vẫn đang cao hơn so với các nước đối thủ như Bangladesh, Ấn Độ cùng với áp lực từ tỷ giá USD/VND. Ngoài ra, căng thẳng tại Biển Đỏ khiến chi phí vận chuyển trong tháng 1/2024 sang Mỹ và EU tăng gấp đôi so với tháng 12/2023 là rủi ro đáng lưu tâm cho các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ và EU cao. Dù hiện tại hầu hết các doanh nghiệp này đều đang xuất khẩu theo điều kiện FOB (người mua hàng chịu chi phí vận chuyển), tuy nhiên, căng thẳng tại Biển Đỏ cũng sẽ tác động lên thời gian giao hàng và chi phí bảo hiểm và cũng sẽ giảm sức cạnh tranh của Việt Nam so với Bangladesh. **Do đó, chúng tôi cho rằng dù đơn hàng dự kiến sẽ gia tăng, nhưng vẫn sẽ có rủi ro diễn ra cuộc chiến giá cả của các nhà cung cấp trong ngành trong năm 2024, qua đó biên lợi nhuận chưa thể cải thiện nhiều như kỳ vọng.**

22/03/2024

KHUYẾN NGHỊ
MUA

Giá hợp lý	54,200
Giá hiện tại	43,800
Tiềm năng tăng/giảm	24%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

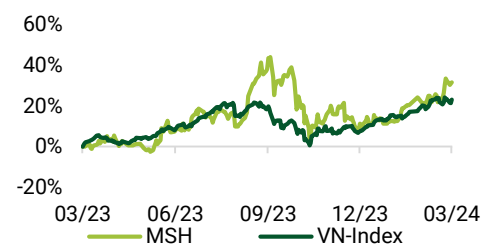
CP đang lưu hành (triệu)	75.01
Free float (triệu)	26.25
Vốn hóa (tỷ VND)	3,289.37
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	129,133
Sở hữu nước ngoài (%)	4.56%
Ngày niêm yết đầu tiên	28/11/2018

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Bùi Đức Thịnh	23.91%
Công ty CP Chứng khoán FPT	12.79%
Bùi Việt Quang	11.35%
Bùi Thu Hà	7.72%
Khác	44.23%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	3,260
BVPS (VND)	21,948
Nợ/VCSH	0.9
ROA (%)	7.3%
ROE (%)	15.1%
P/E	13.5
P/B	2.0
Tỷ suất cổ tức (%)	76.69%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Được thành lập vào năm 1988, Công ty May Sông Hồng Cổ phần (MSH) là một doanh nghiệp lớn trong ngành công nghiệp dệt may Việt Nam. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của MSH gồm: (i) sản xuất, xuất khẩu các sản phẩm may mặc và các sản phẩm chăn, ga, gối đệm với thương hiệu Sông Hồng và (ii) gia công sản phẩm cho các thương hiệu nổi tiếng. Công ty là nhà sản xuất theo hợp đồng của các thương hiệu hàng đầu quốc tế như Columbia Sportswear, Walmart, G-III Apparel Group, Haddad Brands.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN MAY SÔNG HỒNG

- Kết thúc năm 2023, MSH ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt là 4,542 tỷ đồng (-17.7% YoY) và 245 tỷ đồng (-27.4% YoY), đạt 96% và 100% so với dự báo trước đó của chúng tôi.
- Chúng tôi kì vọng MSH sẽ ghi nhận mức tăng trưởng dương ngay từ Q1/2024 khi mà các đối tác chính của MSH đều đang gia tăng đơn hàng.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với MSH tại mức giá hợp lý là 54,200 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá là 24%.

Dự phóng KQKD 2024F: Ban lãnh đạo MSH cho biết đơn hàng tuy còn khá chậm nhưng đã bắt đầu quay trở lại từ Q4/2023. Chúng tôi cho rằng MSH sẽ ghi nhận sự phục hồi tốt trong năm 2024 sau khi trải qua một năm 2023 đầy khó khăn. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của MSH sẽ tăng 13.4% YoY đạt 5,151 tỷ đồng trong khi LNST tăng 21.8% YoY đạt 299 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp 2024F cải thiện lên mức 13% nhờ tối ưu hóa công suất nhà máy may Sông Hồng 10 khi đơn hàng gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng MSH có khả năng sẽ chịu sức ép lớn từ chi phí vận chuyển tăng cao do sự kiện tại Biển Đỏ khi mà 90% tỷ trọng doanh thu của MSH đều từ Mỹ và EU. Từ đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận ròng của MSH trong năm 2024F sẽ chỉ cải thiện nhẹ lên mức 5.8%.

Điểm nhấn đầu tư:

Hưởng lợi từ sự hồi phục của toàn ngành dệt may: Sau khi làn sóng cắt giảm hàng tồn kho trên diện rộng kết thúc, các thương hiệu thời trang đang dần bổ sung hàng tồn kho trở lại kể từ Q4/2023. MSH được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ sự hồi phục của đơn hàng dệt may khi mà các đối tác chính là Walmart và Target đều đang gia tăng các đơn hàng.

Xây dựng nhà máy mới đóng góp vào tăng trưởng chung của Công ty: Vào tháng 11/2023, MSH đã khởi công xây dựng nhà máy Xuân Trường II có tổng vốn đầu tư hơn 700 tỷ đồng và dự kiến sẽ đưa vào hoạt động vào cuối năm 2024. Về nhà máy may Sông Hồng 10, tính đến tháng 5/2023, nhà máy này đã hoạt động một nửa so với công suất thiết kế. Các nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ góp phần tăng năng suất cho các đơn hàng FOB. Ngoài ra, MSH đang tăng cường năng lực nghiên cứu và phát triển để tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu như sản xuất FOB cấp 2 (tự lựa chọn nguyên liệu), sản xuất ODM (tự thiết kế mẫu) và OBM (có thương hiệu riêng). Điều này sẽ giúp gia tăng biên lợi nhuận gộp thêm 60 điểm phần trăm lên mức 13.0% vào năm 2024F.

Định giá và khuyến nghị: Bằng phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính mức giá hợp lý cho MSH là 54,200 VND/cổ phiếu. Do đó đưa ra khuyến nghị **Mua** cho MSH với mức tăng giá tiềm năng là 24%.

Rủi ro: (1) Rủi ro nguồn nguyên liệu; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3), Rủi ro tập trung khách hàng; (4) Rủi ro nguồn lao động; (5) Rủi ro tỷ giá hối đoái.

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	4,748	5,521	4,542	5,151	5,716
LNST (Tỷ VND)	442	338	245	299	357
Biên LN gộp (%)	19.6%	15.0%	12.4%	13.0%	13.5%
Cổ tức (VND)	4,500	2,500	2,500	N/A	N/A

Báo cáo tài chính MSH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4,748	5,521	4,542	5,151	5,716
Giá vốn hàng bán	(3,817)	(4,692)	(3,978)	(4,481)	(4,944)
Lợi nhuận gộp	931	829	564	670	772
Chi phí bán hàng	(145)	(173)	(148)	(180)	(206)
Chi phí QLDN	(299)	(297)	(230)	(294)	(314)
Lợi nhuận từ HĐKD	487	359	187	196	252
Lợi nhuận tài chính	59	87	119	176	195
Chi phí lãi vay	(10)	(34)	(45)	(25)	(28)
Lợi nhuận trước thuế	543	439	307	373	446
Lợi nhuận sau thuế	442	338	245	299	357
LNST của cổ đông Công ty mẹ	442	375	245	299	357
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài Sản Ngắn Hạn	2,489	2,342	2,553	2,740	3,032
Tiền và tương đương tiền	379	424	455	516	573
Đầu tư tài chính ngắn hạn	468	956	971	1,101	1,222
Phải thu ngắn hạn	664	341	598	536	595
Hàng tồn kho	938	603	507	563	617
Tài sản ngắn hạn khác	40	18	22	24	25
Tài Sản Dài Hạn	713	952	900	884	740
Phải thu dài hạn	21	21	21	21	21
Tài sản cố định	500	842	774	801	670
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	159	22	59	15	3
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	33	68	46	46	46
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	3,203	3,294	3,453	3,624	3,772
Nợ phải trả	1,707	1,575	1,643	1,726	1,732
Nợ ngắn hạn	1,529	1,269	1,335	1,418	1,424
Nợ dài hạn	178	306	308	308	308
Vốn chủ sở hữu	1,495	1,719	1,810	1,898	2,040
Vốn góp	500	750	750	750	750
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	3,203	3,294	3,453	3,624	3,772

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	200	890	(111)	405	374
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	164	(674)	(64)	(194)	(216)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(120)	(166)	207	(150)	(101)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	243	50	32	61	57
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	136	379	424	455	516
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	379	424	456	516	573
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tăng trưởng					
Doanh thu	24.5%	16.3%	-17.7%	13.4%	11.0%
Lợi nhuận sau thuế	90.8%	-23.7%	-27.4%	21.8%	19.4%
Tổng tài sản	21.9%	2.9%	4.8%	4.9%	4.1%
Tổng vốn chủ sở hữu	3.7%	15.0%	5.3%	4.9%	7.5%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	19.6%	15.0%	12.4%	13.0%	13.5%
Tỷ suất EBIT	10.3%	6.5%	4.1%	3.8%	4.4%
Tỷ suất lãi ròng	9.3%	6.1%	5.4%	5.8%	6.2%
ROA	13.8%	10.3%	7.1%	8.2%	9.5%
ROE	29.6%	19.6%	13.6%	15.7%	17.5%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	53	25	51	40	40
Số ngày tồn kho	90	47	47	46	46
Số ngày phải trả	19	20	11	11	11
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.63	1.85	1.91	1.93	2.13
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.01	1.37	1.53	1.54	1.70
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.53	0.48	0.48	0.48	0.46
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.14	0.92	0.91	0.91	0.85
Vay ngắn hạn/VCSH	1.02	0.74	0.74	0.75	0.70
Vay dài hạn/VCSH	0.12	0.18	0.17	0.16	0.15

(Nguồn: PHS tổng hợp & ước tính)

22/03/2024

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý	57,800
Giá hiện tại	46,000
Tiềm năng tăng/giảm	26%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	92.60
Free float (triệu)	32.41
Vốn hóa (tỷ VND)	4,273.36
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	865,240
Sở hữu nước ngoài (%)	48.04%
Ngày niêm yết đầu tiên	15/10/2007

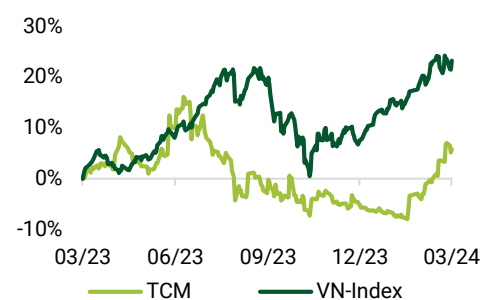
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

E-land Asia Holdings Pte., Ltd	46.96%
Nguyễn Văn Nghĩa	16.85%
Khác	36.19%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	1,425
BVPS (VND)	21,599
Nợ/VCSH	0.6
ROA (%)	3.9%
ROE (%)	6.7%
P/E	32.4
P/B	2.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Dệt May Thành Công (TCM) có tiền thân là Hãng Tái Thành Kỹ Nghệ Dệt được thành lập năm 1967. Công ty chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2006. Công ty chuyên sản xuất và kinh doanh sợi, vải, quần áo dệt may, hóa chất, thuốc nhuộm, máy móc và nguyên phụ liệu ngành may.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG

- Kết thúc năm 2023, TCM ghi nhận doanh thu thuần giảm 23.3% YoY đạt 3,325 tỷ đồng và LNST giảm 52.4% YoY còn 134 tỷ đồng, đạt 95% so với dự phóng trước đó của chúng tôi.
- Tình hình đơn hàng của TCM khá sáng sủa khi mà Công ty đã nhận vượt kế hoạch doanh thu cho đơn hàng Q1/2024 và đã nhận khoảng 80% kế hoạch doanh thu cho đơn hàng Q2/2024.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho TCM tại mức giá hợp lý là 57,800 VND/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá tiềm năng là 26%.

Dự phóng KQKD 2024F: Với tình hình đơn hàng của TCM đang rất khả quan trong 1H2024 và tiếp tục được kì vọng phục hồi mạnh mẽ hơn vào 2H2024 nhờ vào các yếu tố lễ hội, chúng tôi cho rằng TCM sẽ ghi nhận mức tăng trưởng khả quan trong năm 2024 với doanh thu thuần tăng 15.3% YoY đạt 3,832 tỷ đồng và LNST tăng 32.8% YoY đạt 178 tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng TCM sẽ ít bị tác động bởi căng thẳng ở Biển Đỏ do (1) thị trường chính của TCM là Châu Á với tỷ trọng đạt khoảng 64%, (2) TCM xuất khẩu theo điều kiện FOB và nhập khẩu theo điều kiện CIF. Do đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận ròng của TCM trong năm 2024F sẽ đạt 4.6%.

Điểm nhấn đầu tư:

Hưởng lợi từ sự hồi phục của toàn ngành dệt may: Cùng với dự báo về triển vọng khả quan của toàn ngành dệt may, TCM cũng rất kì vọng vào sự hồi phục của công ty trong năm 2024. Hiện TCM đã nhận vượt kế hoạch doanh thu cho đơn hàng quý 1/2024 và đã nhận được khoảng 80% kế hoạch doanh thu cho đơn hàng quý 2/2024.

Thị trường xuất khẩu chính là Châu Á giúp TCM ít chịu rủi ro liên quan đến cước vận tải: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của TCM đã chứng kiến sự thay đổi rõ rệt. Theo đó, chỉ riêng trong năm 2023, tỷ trọng xuất khẩu sang Châu Mỹ, Châu Âu của TCM đã giảm xuống mức 35% vào năm 2023 từ mức 44% vào năm 2022. Trong khi đó, thị phần tại Châu Á tăng lên mức 64% vào năm 2023. Hiện nay, chi phí vận chuyển tăng cao do căng thẳng tại Biển Đỏ đã tạo nên nhiều áp lực cho các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu Mỹ và EU cao. Việc tập trung nhiều hơn vào thị trường Châu Á sẽ giúp TCM ít chịu rủi ro liên quan đến cước vận tải tăng cao gần đây.

Hưởng lợi từ CPTPP và EVFTA nhiều hơn so với những doanh nghiệp cùng ngành: Chuỗi cung ứng hoàn chỉnh tạo điều kiện thuận lợi cho TCM đáp ứng yêu cầu về nguyên tắc xuất xứ của CPTPP và EVFTA.

Định giá & khuyến nghị: Bằng phương pháp DCF và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu TCM là 57,800 VND/cổ phiếu. Do đó đưa ra khuyến nghị **Mua** cho TCM với tiềm năng tăng trưởng so với giá hiện tại là 26%.

Rủi ro: (1) Rủi ro tỷ giá; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro nguồn nguyên liệu.

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	3,535	4,337	3,325	3,832	4,186
LNST (Tỷ VND)	144	281	134	178	221
Biên LN gộp (%)	14.5%	16.4%	15.0%	15.6%	16.1%
Cổ tức (%)	15%	20%	N/A	N/A	N/A

Báo cáo tài chính TCM

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,535	4,337	3,325	3,832	4,186
Giá vốn hàng bán	(3,022)	(3,627)	(2,826)	(3,234)	(3,512)
Lợi nhuận gộp	514	710	499	598	674
Chi phí bán hàng	(184)	(178)	(147)	(157)	(172)
Chi phí QLDN	(170)	(170)	(137)	(158)	(172)
Lợi nhuận từ HĐKD	159	363	215	283	330
Lợi nhuận tài chính	9	(24)	(31)	(36)	(22)
Chi phí lãi vay	(19)	(31)	(38)	(44)	(42)
Lợi nhuận trước thuế	178	350	189	251	312
Lợi nhuận sau thuế	144	281	134	178	221
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	143	279	132	178	221
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài Sản Ngắn Hạn	2,351	2,167	2,131	2,356	2,514
Tiền và tương đương tiền	270	422	435	501	589
Đầu tư tài chính ngắn hạn	286	204	313	361	394
Phải thu ngắn hạn	288	255	329	308	328
Hàng tồn kho	1,464	1,255	1,028	1,157	1,171
Tài sản ngắn hạn khác	43	31	26	30	33
Tài Sản Dài Hạn	1,255	1,310	1,149	1,118	1,107
Phải thu dài hạn	0	3	0	0	0
Tài sản cố định	928	1,037	961	910	867
Bất động sản đầu tư	3	2	2	2	2
Chi phí xây dựng dở dang	138	48	41	50	81
Đầu tư tài chính dài hạn	86	86	5	15	17
Tài sản dài hạn khác	100	135	139	139	139
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	3,606	3,477	3,279	3,474	3,622
Nợ phải trả	1,898	1,498	1,269	1,422	1,502
Nợ ngắn hạn	1,757	1,312	1,173	1,326	1,406
Nợ dài hạn	140	186	96	96	96
Vốn chủ sở hữu	1,709	1,979	2,010	2,052	2,120
Vốn góp	714	820	927	927	927
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	3,606	3,477	3,279	3,474	3,622

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(89)	252	414	243	404
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(117)	(9)	(62)	(117)	(129)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	189	(91)	(339)	(59)	(187)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(17)	152	13	66	88
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	288	270	422	435	501
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	270	423	435	501	589
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tăng trưởng					
Doanh thu	1.9%	22.7%	-23.3%	15.3%	9.2%
Lợi nhuận sau thuế	-48.0%	95.7%	-52.4%	32.8%	24.5%
Tổng tài sản	21.2%	-3.6%	-5.7%	5.9%	4.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	4.3%	15.8%	1.6%	2.1%	3.3%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	14.5%	16.4%	15.0%	15.6%	16.1%
Tỷ suất EBIT	4.5%	8.4%	6.5%	7.4%	7.9%
Tỷ suất lãi ròng	4.1%	6.5%	4.0%	4.6%	5.3%
ROA	4.0%	8.1%	4.1%	5.1%	6.1%
ROE	8.4%	14.2%	6.7%	8.7%	10.4%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	40	30	43	35	34
Số ngày tồn kho	177	127	134	132	123
Số ngày phải trả	57	19	37	29	29
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.34	1.65	1.82	1.78	1.79
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.51	0.69	0.94	0.90	0.96
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.53	0.43	0.39	0.41	0.41
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.11	0.76	0.63	0.69	0.71
Vay ngắn hạn/VCSH	1.03	0.66	0.58	0.65	0.66
Vay dài hạn/VCSH	0.08	0.09	0.05	0.05	0.05

(Nguồn: PHS tổng hợp & ước tính)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@pchs.vn / support@pchs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.pchs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801