

Ngành Dệt may: Nâng khuyến nghị với kỳ vọng hồi phục

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

- HSC cho rằng những khó khăn vẫn ở phía trước đối với ngành dệt may, nhưng giai đoạn tồi tệ nhất sẽ sớm kết thúc dựa trên chu kỳ hàng tồn kho của các hãng thời trang lớn trên toàn cầu.
- Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực sợi sẽ hồi phục trong nửa cuối năm 2023, trong khi lĩnh vực may mặc sẽ hồi phục trong năm 2024. Theo dự báo mới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận hoạt động thuần của STK và TCM đều sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2024.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị STK lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và khuyến nghị TCM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). STK vẫn là lựa chọn hàng đầu với giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 41% lên 38.400đ (tiềm năng tăng giá là 30%), trong khi giá mục tiêu đối với TCM được điều chỉnh tăng 22% lên 60.900đ (tiềm năng tăng giá là 15%).

Kỳ vọng hồi phục vào cuối năm 2023 và đầu năm 2024

Ngành xuất khẩu dệt may đã trải qua giai đoạn khó khăn trong nửa đầu năm 2023 do nhu cầu giảm tại các thị trường xuất khẩu chính. HSC cho rằng nửa cuối năm 2023 sẽ tiếp tục là giai đoạn khó khăn của ngành, nhưng chúng tôi nhận thấy một số dấu hiệu tích cực ban đầu với lượng hàng tồn kho tại các hãng thời trang lớn trên toàn cầu giảm từ mức đỉnh của chu kỳ, trước giai đoạn đặt hàng trong nửa cuối năm 2023. Theo đó, chúng tôi cho rằng giai đoạn tồi tệ nhất có thể đã qua.

Trong chuỗi giá trị ngành, sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên được hưởng lợi khi nhu cầu cải thiện, tiếp theo là vải và cuối cùng là may mặc. HSC kỳ vọng sợi sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023, trong khi may mặc sẽ phục hồi trễ hơn vào năm 2024.

Lợi nhuận hoạt động thuần năm 2024 dự báo sẽ tăng trưởng 47%

HSC hạ dự báo lợi nhuận năm 2023 đối với cả STK và TCM – 2 doanh nghiệp chúng tôi khuyến nghị trong ngành dệt may. Tuy nhiên, theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2024 sau khi giảm mạnh trong năm 2023. Chúng tôi hiện dự báo tổng lợi nhuận hoạt động thuần tăng trưởng lần lượt 47% và 21% trong năm 2024-2025, sau khi giảm 34% trong năm 2023.

Nâng khuyến nghị STK lên Mua vào; TCM lên Tăng tỷ trọng; STK là lựa chọn hàng đầu

STK tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành dệt may. Sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên hồi phục trong chuỗi giá trị ngành. Do đó, chúng tôi kỳ vọng STK – doanh nghiệp sản xuất sợi – sẽ hồi phục trước TCM và các công ty dệt may khác. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với STK trong dài hạn, nhờ công suất mới từ dự án Unitex – nâng tổng công suất của STK lên 99.000 tấn từ 63.000 tấn hiện tại; và trên thực tế, Công ty sẽ hưởng lợi từ xu hướng sử dụng nguyên liệu bền vững và thân thiện với môi trường. Theo dự báo mới, lợi nhuận hoạt động của STK sẽ tăng trưởng lần lượt 68% và 28% trong năm 2024-2025 sau khi giảm 41% trong năm 2023. HSC nâng khuyến nghị đối với STK lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu là 38.400đ (tiềm năng tăng giá 30%). STK đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 19,5 lần và 11,6 lần, tương đương định giá các công ty cùng ngành. STK cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 13,4 lần (từ T1/2021).

Đối với TCM, với 75% doanh thu tới từ mảng may mặc, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục sẽ diễn ra trong năm 2024, muộn hơn so với STK. Theo dự báo mới, lợi nhuận hoạt động thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 32% và 15% trong năm 2024-2025, sau khi giảm 24% kỳ trong năm 2023. HSC nâng khuyến nghị đối với TCM lên Tăng tỷ trọng, từ Nắm giữ, và nâng 22% giá mục tiêu lên 60.900đ. TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 22,1 lần và 19,3 lần (so với mức P/E dự phóng 2024 bình quân ngành là 12,6 lần). TCM cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,5 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 24,7 lần (tính từ đầu năm 2021).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/7.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
STK	29,500	Mua vào	Tăng tỷ trọng	38,400	41.1	30.2	10.4	19.5	5.84	11.5	5.08	0
TCM	52,900	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	60,900	21.8	15.1	18.3	22.1	9.58	11.7	0.85	1.21

Giá cổ phiếu tại ngày 6/7/2023.

Mục lục

Kỳ vọng hồi phục vào cuối năm 2023 và đầu năm 2024	3
---	----------

Ngành dệt may kể từ đầu năm: Khó khăn như dự kiến	3
---	---

Báo cáo thành phần

CTCP Sợi Thế Kỷ (STK)	9
-----------------------	---

CTCP Dệt may - ĐT - TM Thành Công (TCM)	17
---	----

Kỳ vọng hồi phục vào cuối năm 2023 và đầu năm 2024

Ngành xuất khẩu dệt may Việt Nam đã trải qua giai đoạn khó khăn trong nửa đầu năm 2023 do nhu cầu yếu tại các thị trường xuất khẩu chính. Chúng tôi cho rằng nửa cuối năm 2023 sẽ tiếp tục là giai đoạn khó khăn đối với ngành này, nhưng chúng tôi nhận thấy một số dấu hiệu tích cực ban đầu với lượng hàng tồn kho tại các hãng thời trang lớn trên toàn cầu giảm từ mức đỉnh của chu kỳ, cho thấy tiềm năng hồi phục số lượng đơn hàng trong nửa cuối năm 2023. Theo đó, chúng tôi cho rằng giai đoạn tồi tệ nhất có thể đã trôi qua. HSC hạ dự báo lợi nhuận trong năm 2023 đối với STK và TCM – 2 cổ phiếu HSC khuyến nghị trong ngành dệt may. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận trong năm 2024 sẽ tăng trưởng mạnh sau khi sụt giảm mạnh trong năm 2023. Nhìn vào chuỗi giá trị ngành, sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên được hưởng lợi từ sự phục hồi này, tiếp theo là vải và may mặc. STK tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC và chúng tôi nâng khuyến nghị đối với STK lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị đối với TCM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Ngành dệt may kể từ đầu năm: Khó khăn như dự kiến

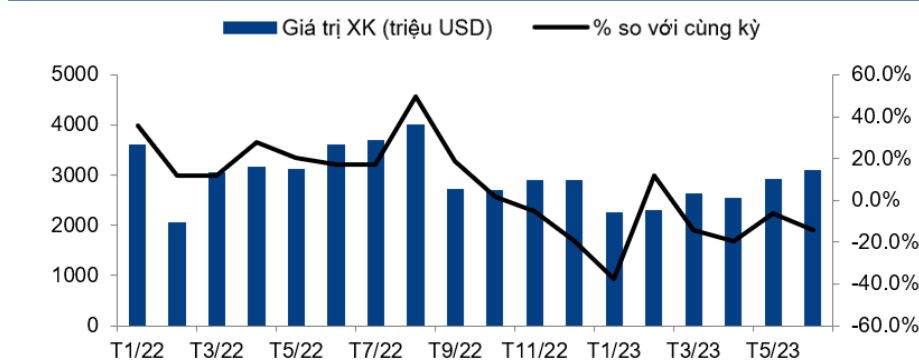
Hoạt động xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam suy yếu kể từ đầu năm trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu. Sau khi giảm 18% so với cùng kỳ trong Q1/2023 (xuống 7.171 triệu USD), kim ngạch xuất khẩu tiếp tục giảm 13% so với cùng kỳ trong Q2/2023 xuống 8.557 triệu USD. Lũy kế nửa đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may giảm 15,4% so với cùng kỳ xuống 15.728 triệu USD.t

Theo thị trường, số liệu từ Hiệp hội Dệt may Việt Nam (Hiệp hội Dệt May Việt Nam) cho thấy trong 4 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ - thị trường xuất khẩu lớn nhất của ngành dệt may Việt Nam, giảm mạnh nhất 30,2% so với cùng kỳ, tiếp theo là EU giảm 10,6% so với cùng kỳ. Nhật Bản và Hàn Quốc khả quan hơn với kim ngạch xuất khẩu sang Hàn Quốc giảm nhẹ 1,6% trong khi Nhật Bản tăng 8% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2023. Do đó, thị phần xuất khẩu sang Mỹ giảm xuống 42,9% từ 50,3% trong 4 tháng đầu năm 2022 và 47% trong năm 2022.

Chúng tôi tóm tắt doanh thu và thị phần theo thị trường trong Bảng 2 và 3.

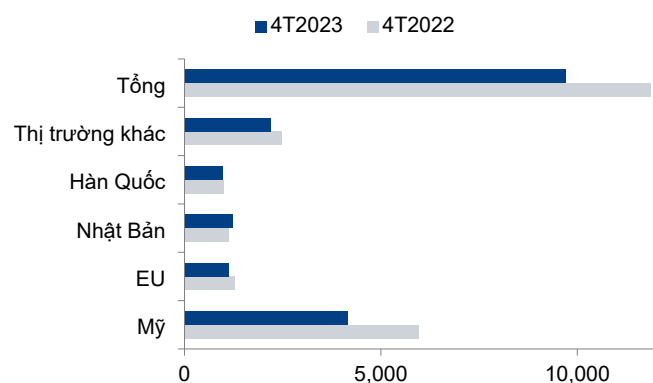
Biểu đồ 1: Giá trị xuất khẩu hàng tháng ngành dệt may

Hoạt động xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam suy yếu kể từ đầu năm



Nguồn: GSO

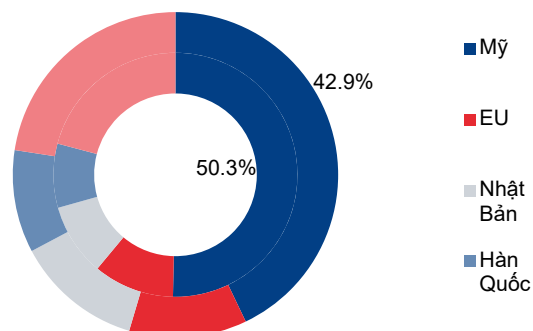
Biểu đồ 2: Giá trị xuất khẩu hàng dệt may 4 tháng đầu năm 2023 (triệu USD) theo thị trường
KNXK sang Mỹ giảm mạnh nhất 4 tháng đầu năm



Nguồn: Hiệp hội Dệt May Việt Nam

Biểu đồ 3: Đóng góp vào giá trị xuất khẩu hàng dệt may 4 tháng đầu năm 2023 theo thị trường (vòng tròn bên ngoài) so với cùng kỳ (vòng tròn bên trong)

Đóng góp của thị trường Mỹ trong tổng KNXK bị giảm đáng kể



Nguồn: Hiệp hội Dệt May Việt Nam

Nhu cầu toàn cầu yếu là nguyên nhân chính

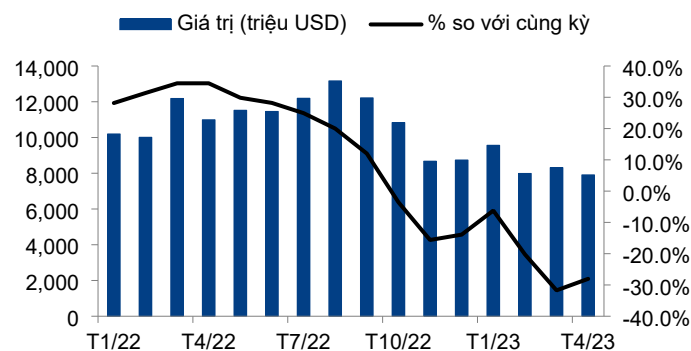
Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may thấp do nhu cầu yếu tại các thị trường chính. Theo số liệu từ US International Trade Administration, kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ giảm lần lượt 6%, 20%, 32% và 28% so với cùng kỳ trong tháng 1-4/2023. Lũy kế 4 tháng đầu năm 2023, kim ngạch nhập khẩu của Mỹ giảm 22% so với cùng kỳ xuống 33.780 triệu USD.

Trong khi đó, số liệu từ US Census Bureau cho thấy doanh thu bán lẻ tại các cửa hàng thời trang và phụ kiện tại Mỹ đã bước vào xu hướng giảm trong tháng 3/2023 (giảm 1,5% so với cùng kỳ) và tháng 4/2023 (giảm 3,5% so với cùng kỳ), không mang tính thời vụ như thông thường.

Tại thị trường EU, kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may và giày dép tăng chậm lại ở mức 2% so với cùng kỳ trong tháng 2/2023 (từ tăng 10% so với cùng kỳ trong tháng 1/2023). Kể từ tháng 3/2023, kim ngạch nhập khẩu bắt đầu giảm 11% so với cùng kỳ và tiếp tục giảm 20% so với cùng kỳ trong tháng 4/2023. Lũy kế 4 tháng đầu năm 2023, kim ngạch nhập khẩu của EU giảm 5% so với cùng kỳ xuống 40,9 tỷ EUR.

Biểu đồ 4: KNNK hàng dệt may hàng tháng (triệu USD), Mỹ

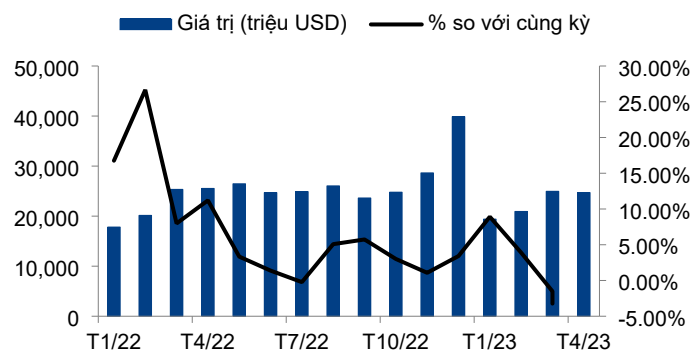
KNNK 4 tháng đầu năm 2023 giảm 22% so với cùng kỳ



Nguồn: OXETA

Biểu đồ 5: Doanh thu bán lẻ tại các cửa hàng quần áo/phụ kiện, Mỹ

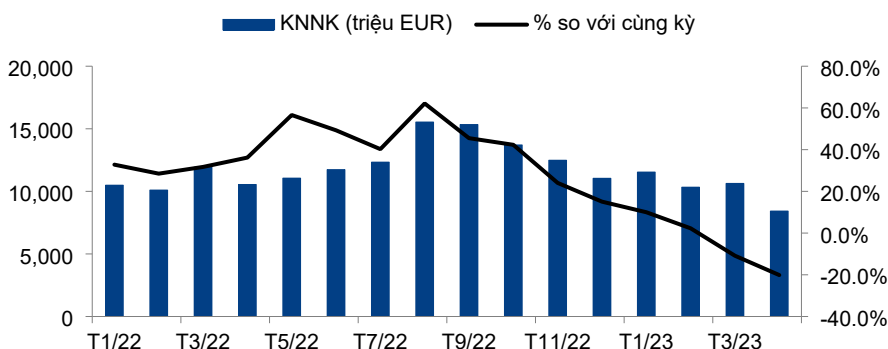
Doanh thu bán lẻ bước vào xu hướng giảm trong tháng 3/2023



Nguồn: US Census Bureau

Biểu đồ 6: KNNK hàng quần áo, giày dép hàng tháng, EU

KNNK giảm 20% trong T4/2023 và 5% trong 4 tháng đầu năm 2023



Nguồn: Eurostat

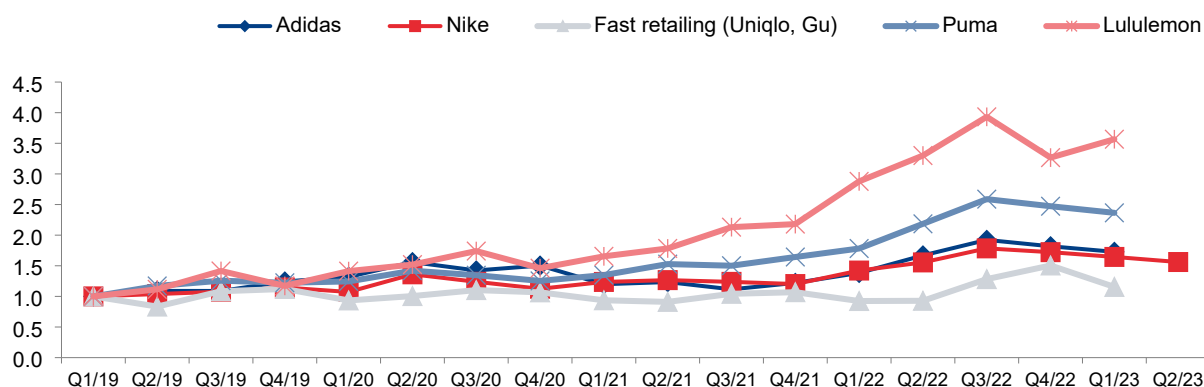
Hàng tồn kho lại các hãng thời trang lớn giảm từ đỉnh và sẽ đặt hàng mới trong nửa cuối năm 2023

Chúng tôi cho rằng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sẽ tiếp tục giảm trong nửa cuối năm 2023. Tuy nhiên, nhìn vào chu kỳ tồn kho tại các công ty thời trang, chúng tôi cho rằng giai đoạn tồi tệ nhất có thể đã trôi qua đối với ngành này. Hàng tồn kho tại các hãng thời trang lớn trên toàn cầu tăng mạnh và đạt mức cao nhất trong mùa vào Q3-Q4/2022 và bắt đầu giảm trong Q4/2022 và Q1/2023 (Bảng 7).

Trong giai đoạn 2019-2022, chúng tôi nhận thấy lượng hàng tồn kho tại hầu hết các công ty lớn tại thời điểm cuối Q1 thường cao hơn tại thời điểm cuối Q4 của năm trước đó; và hàng tồn kho tại thời điểm cuối Q2 thường cao hơn hoặc bằng với thời điểm Q1. Tuy nhiên, tình hình đã thay đổi vào năm ngoái khi hầu hết các công ty này có lượng hàng tồn kho trong Q1/2023 thấp hơn so với Q4/2022. Trong trường hợp của Nike, hàng tồn kho của hãng này tại thời điểm cuối Q2/2023 thấp hơn so với Q1/2023.

Biểu đồ 7: Hàng tồn kho tại các công ty thời trang từ Q1/2019 (so với mức nền tại Q1/2019)

Hàng tồn kho giảm đáng kể từ mức đỉnh thời điểm Q3/2022 và Q4/2022



Nguồn: số liệu do HSC thu thập

Bảng 8: Hàng tồn kho tại các công ty thời trang theo quý

Từ năm 2020 đến 2022, hầu hết công ty lớn tại thời điểm cuối Q1 thường cao hơn tại thời điểm cuối Q4 của năm trước đó

	Addidas (triệu EUR)	Nike (triệu USD)	Fast retailing (tỷ JPY)	Puma - (triệu EUR)	Lululemon - (triệu USD)
Q1/19	3,285	5,415	379	908	443
Q2/19	3,579	5,622	316	1,063	494
Q3/19	3,577	5,835	411	1,141	627
Q4/19	4,085	6,199	425	1,110	519
Q1/20	4,334	5,807	354	1,130	626
Q2/20	5,123	7,367	381	1,289	673
Q3/20	4,676	6,705	418	1,222	771
Q4/20	4,937	6,090	404	1,138	647
Q1/21	3,938	6,693	355	1,224	733
Q2/21	4,054	6,854	345	1,387	790
Q3/21	3,664	6,699	395	1,363	944
Q4/21	4,009	6,506	405	1,492	966
Q1/22	4,542	7,700	350	1,618	1,275
Q2/22	5,483	8,420	352	1,984	1,462
Q3/22	6,315	9,662	486	2,350	1,742
Q4/22	5,973	9,326	570	2,245	1,447
Q1/23	5,675	8,905	438	2,147	1,580
Q2/23		8,454			

Nguồn: Số liệu do HSC thu thập

Lượng hàng tồn kho giảm cho thấy những khách hàng lớn này sẽ đặt hàng cho mùa xuân hè năm 2024 từ Q3/2023 và mùa thu đông năm 2024 từ Q4/2023. Trong chuỗi giá trị ngành, sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên được hưởng lợi khi nhu cầu cải thiện, tiếp theo là vải và may mặc.

Xu hướng ngành: Sử dụng vật liệu bền vững và thân thiện với môi trường

Xu hướng sử dụng vật liệu bền vững, thân thiện với môi trường đã trở thành thông lệ trong ngành. Tất cả các hãng thời trang lớn hiện đã cam kết sử dụng sợi tái chế ở một mức độ nhất định. Các công ty sản xuất sợi tái chế như STK chắc chắn sẽ hưởng lợi từ xu hướng này. Một số cam kết từ các hãng thời trang như sau:

- Adidas cam kết sử dụng 100% sợi tái chế vào năm 2024.
- Inditex (sở hữu một số thương hiệu như Zara, Pull & Bear, Bershka, Stradivarius, Oysho,...) cam kết đến năm 2025 sẽ sử dụng 100% sợi tái chế.
- H&M cam kết sử dụng 100% sợi tái chế vào năm 2025.
- Uniqlo cam kết nâng tỷ lệ sử dụng vật liệu tái chế lên khoảng 50% vào năm 2030.

Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng 47% trong năm 2024

Mặc dù chúng tôi hạ dự báo đối với cả STK và TCM – 2 cổ phiếu chúng tôi khuyến nghị trong ngành dệt may – lợi nhuận thuần vẫn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2024 sau khi sụt giảm mạnh trong năm 2023. Theo đó, tổng lợi nhuận hoạt động thuần được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 47% và 21% trong năm 2024 và 2025, sau khi giảm 32% trong năm 2023 (Bảng 9).

Định giá và khuyến nghị**Phương pháp**

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá STK và mảng kinh doanh cốt lõi dệt may TCM. Đối với TCM, chúng tôi cũng cộng giá trị ước tính của dự án BĐS để xác định tổng giá trị vốn CSH.

Chúng tôi tóm tắt giả định chính trong Bảng 9. Cụ thể:

- Chúng tôi duy trì giả định lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn là 5%
- Chúng tôi duy trì giả định phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn đối với cả 2 cổ phiếu là 8%.

- Chúng tôi áp dụng beta là 0,9 đối với STK (giữ nguyên) và 0,8 đối với TCM (từ 1,0 trước đó, theo cập nhật của Bloomberg).
- Chúng tôi duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% đối với cả 2 doanh nghiệp.

Do đó, giả định WACC của STK được giữ nguyên là 11% trong khi giả định WACC của TCM giảm xuống 9,6% (từ 10,6% trước đó).

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận hoạt động thuần, các công ty ngành dệt may HSC khuyến nghị

Tổng lợi nhuận hoạt động thuần được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 47% và 21% trong năm 2024 và 2025

Tỷ đồng	2022	2023F				2024F				2025F			
	Thực tế	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
STK	240	236	142	-39.8%	-40.8%	276	239	-13.3%	68.0%	365	306	-16.2%	28.0%
TCM	279	264	200	-24.2%	-28.4%	298	264	-11.1%	32.2%	303	303	0.0%	14.5%
Tổng	520	500	342	-31.6%	-34.1%	573	503	-12.2%	47.1%	668	607	-8.8%	20.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Giả định mô hình định giá DCF, các công ty ngành dệt may HSC khuyến nghị

	Lãi suất phi rủi ro		ERP		Beta		WACC		Tốc độ tăng trưởng dài hạn	
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới
STK	5.0%	5%	8%	8%	0.9	0.9	11.0%	11.0%	2%	2%
TCM	5.0%	5%	8%	8%	1.0	0.8	10.6%	9.6%	2%	2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành dệt may HSC khuyến nghị

Cả 2 cổ phiếu đều giao dịch thấp hơn giá trị bình quân (từ năm 2021)

	Dựa trên dự báo của thị trường	Dựa trên dự báo của HSC	Bình quân-từ 2021	Độ lệch chuẩn - từ 2021	Cao hơn/thấp hơn so với bình quân (độ lệch chuẩn)	Cao hơn/thấp hơn so với bình quân
STK	10.7	12.8	13.4	4.1	(0.2)	-4.8%
TCM	19.4	22.0	24.7	7.7	(0.5)	-10.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Chênh lệch giá trị tuyệt đối và tương quan với chỉ số

Cả 2 cổ phiếu đều giao dịch tích cực hơn thị trường trong 3 tháng gần đây

%	Giá trị tuyệt đối			Tương quan với chỉ số		
	1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng
STK	2.99	7.33	-32.8	-0.35	4.02	-25.1
TCM	11.7	12.1	21.5	8.04	8.65	35.4

Nguồn: HSC ước tính

Lựa chọn cổ phiếu: STK tiếp tục là lựa chọn hàng đầu

STK tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành dệt may. Như đã đề cập, sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên hồi phục trong chuỗi giá trị ngành dệt may. Do đó, chúng tôi kỳ vọng STK – doanh nghiệp sản xuất sợi – sẽ hồi phục trước TCM và các công ty dệt may khác. Ngoài ra, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với STK trong dài hạn, nhờ công suất mới từ dự án Unitex – nhà máy mới sẽ nâng tổng công suất của STK lên 99.000 tấn từ 63.000 tấn hiện tại; và trên thực tế, Công ty sẽ hưởng lợi từ xu hướng sử dụng nguyên liệu bền vững và thân thiện với môi trường.

STK: HSC nâng khuyến nghị đối với STK lên Mua vào, từ Tăng tỷ trọng với kỳ vọng hồi phục trong nửa cuối năm 2023 và lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2024. Chúng tôi nâng 41% giá mục tiêu lên 38.400đ, tiềm năng tăng giá là 30%.

STK đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 19,5 lần và 11,6 lần, tương đương các công ty cùng ngành. STK cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, cao hơn 0,3 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,4 lần (tính từ đầu năm 2021).

TCM: HSC nâng khuyến nghị đối với TCM lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ và nâng 22% giá mục tiêu lên 60.900đ (từ 50.000đ), tiềm năng tăng giá là 15%, với kỳ vọng hồi phục trong năm 2024.

TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 22,1 lần và 19,3 lần (so với mức P/E dự phóng 2024 bình quân của các công ty cùng ngành là 12,6 lần). TCM cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,5 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 24,7 lần (tính từ đầu năm 2021).

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ38,400 (từ VNĐ27,217)

Tiềm năng tăng/giảm: 30.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/7/2023) 29,500

Mã Bloomberg	STK VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	21,697-42,871
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,345
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,776
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	117
Slg CP lưu hành (tr.đv)	94.1
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	84.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	72.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.3%
Tỷ lệ freefloat	36.5%
Cổ đông lớn	Đầu tư Hướng Việt (20.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	19.2	26.6	(19.5)
So với chỉ số	16.3	20.9	(13.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	1,512	1,850	(18.3)
2024F	2,540	2,963	(14.3)
2025F	3,251	3,655	(11.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

STK là một trong những doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sợi polyester, tập trung vào phân khúc chất lượng cao.

Chuyên viên phân tích**Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA**

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ tín hiệu hồi phục

- HSC nâng khuyến nghị đối với STK lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và nâng 41% giá mục tiêu lên 38.400đ. KQKD Q2/2023 khả quan với sự hồi phục mạnh so với quý trước, và chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm 2023 do hàng tồn kho tại các hãng thời trang lớn đang giảm theo chu kỳ.
- Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh lần lượt 68% và 28% trong năm 2024-2025, sau khi giảm mạnh 41% trong năm 2023. Do đó, lợi nhuận thuần sẽ lần lượt là 142 tỷ đồng, 239 tỷ đồng và 306 tỷ đồng trong giai đoạn 2023-2025.
- STK đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, cao hơn 0,3 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ (tính từ tháng 1/2021). Định giá của STK tương đương so với các công ty cùng ngành bất chấp triển vọng tích cực hơn.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng

Sau KQKD Q1/2023 kém tích cực do nhu cầu ảm đạm và giá nguyên liệu tăng cao, KQKD Q2/2023 của STK cho thấy sự phục hồi với lợi nhuận thuần ước tính là 36 tỷ đồng, giảm 48% so với cùng kỳ nhưng phục hồi mạnh so với mức 2 tỷ đồng trong Q1/2023, theo chia sẻ của BLĐ tại hội nghị của HSC (Emerging Vietnam), tổ chức vào ngày 14-16/6/2023.

Chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ tiếp tục cải thiện trong nửa cuối năm 2023, do lượng hàng tồn kho tại các hãng thời trang lớn đang giảm theo chu kỳ. Khi các hãng thời trang này bắt đầu đặt hàng lại cho các mùa trong năm tới, sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên được hưởng lợi.

Tác động: Lợi nhuận năm 2024 tăng trưởng 68% từ mức nền thấp

HSC hạ lần lượt 40%, 13% và 16% dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2025. Theo đó, lợi nhuận sẽ giảm 41% so với cùng kỳ trong năm 2023, sau đó tăng trưởng trở lại lần lượt 68% và 28% trong năm 2024-2025, tương đương lần lượt 142 tỷ đồng, 239 tỷ đồng và 306 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với STK lên Mua vào, từ Tăng tỷ trọng với kỳ vọng hồi phục trong nửa cuối năm 2023 và lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2024. Chúng tôi nâng 41% giá mục tiêu lên 38.400đ, tiềm năng tăng giá là 30%.

STK đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 19,5 lần và 11,6 lần, tương đương các công ty cùng ngành. STK cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, cao hơn 0,3 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,4 lần (tính từ đầu năm 2021). HSC duy trì quan điểm tích cực đối với STK trong dài hạn nhờ công suất mới từ dự án Unitex và trên thực tế, Công ty sẽ hưởng lợi từ xu hướng sử dụng vật liệu bền vững và thân thiện với môi trường.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	387	395	298 ▼	514 ▼	604 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	278	240	142 ▼	239 ▼	306 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,551	2,835	1,512 ▼	2,540 ▼	3,251 ▼
DPS (đồng)	1,500	1,500	0 ▼	1,500 ▲	1,500 ▲
BVPS (đồng)	18,464	18,811	19,214 ▲	20,255 ▲	22,006
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.08	5.84	11.5	7.59	6.39
P/E ĐC (lần)	8.31	10.4	19.5	11.6	9.07
Lợi suất cổ tức (%)	5.08	5.08	0	5.08	5.08
P/B (lần)	1.60	1.57	1.54	1.46	1.34
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	69.7	(20.2)	(46.7)	68.0	28.0
ROAE (%)	23.8	17.2	8.50	12.9	15.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Doanh nghiệp đầu tiên hưởng lợi từ xu hướng phục hồi của ngành trong thời gian tới

Sau KQKD Q1/2023 kém tích cực do nhu cầu ảm đạm và giá nguyên liệu tăng cao, KQKD Q2/2023 của STK cho thấy sự phục hồi với lợi nhuận thuần ước tính là 36 tỷ đồng, giảm 48% so với cùng kỳ nhưng phục hồi mạnh mẽ so với 2 tỷ đồng trong Q1/2023, theo chia sẻ của BLĐ tại hội nghị Emerging Vietnam của HSC, tổ chức vào ngày 14-16/6/2023. Chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa cuối năm 2023, do lượng hàng tồn kho tại các hãng thời trang lớn đang giảm. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh lần lượt 68% và 28% trong năm 2024-2025, sau khi giảm 40% so với cùng kỳ trong năm 2023. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với STK lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu là 38.400đ/cp, tương đương tiềm năng tăng giá là 30%.

Q2/2023 – vẫn giảm so với cùng kỳ nhưng hồi phục mạnh so với quý trước

Diễn biến trong Q1/2023. Sản lượng thấp, giá nguyên liệu cao, tỷ suất lợi nhuận thấp.

Nhu cầu đối với các sản phẩm dệt may trên toàn cầu thấp khiến số lượng đơn đặt hàng của STK giảm. Sản lượng tiêu thụ và chênh lệch giá bán giảm đáng kể. Cụ thể, trong Q1/2023, sản lượng tiêu thụ giảm 56,8% so với cùng kỳ xuống 5.348 tấn, với sự sụt giảm mạnh lần lượt 59,2% và 53,3% so với cùng kỳ đối với cả sợi nguyên sinh và sợi tái chế.

Ngoài ra, giá chip PET – thành phần chính của giá vốn hàng bán – tăng đáng kể 22,5% so với cùng kỳ (và 4% so với quý trước). Tuy nhiên, chênh lệch giá (chênh lệch giữa giá bán và giá PET chip) giảm 19% so với cùng kỳ. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 6,2% so với 17,5% trong Q1/2022.

Q2/2023 – vẫn giảm so với cùng kỳ nhưng hồi phục so với quý trước

Tại Hội nghị Emerging Vietnam của HSC tổ chức từ ngày 14-16/6/2023, BLĐ ước tính lợi nhuận thuần Q2/2023 sẽ là 36 tỷ đồng, giảm 48% so với cùng kỳ nhưng phục hồi mạnh mẽ từ mức 2 tỷ đồng trong Q1/2023.

Theo cập nhật từ công ty, sản lượng tiêu thụ có dấu hiệu phục hồi trong tháng 4 và tháng 5/2023. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ vẫn giảm khoảng 20% so với cùng kỳ nhưng đã chậm lại so với mức giảm 56,8% trong Q1/2023. Theo Công ty, sản lượng tiêu thụ ước tính tăng đáng kể 55% so với quý trước (giảm 20% so với cùng kỳ) – sát với kỳ vọng của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng đà hồi phục sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm 2023

Do lượng hàng tồn kho tại các hãng thời trang lớn như Nike, Adidas, Uniqlo, Puma, Lululemon đang giảm dần, chúng tôi kỳ vọng các hãng thời trang này sẽ bắt đầu đặt hàng cho mùa xuân hè năm 2024 từ Q3/2023 và mùa thu đông năm 2024 từ Q4/2023. Dựa trên chuỗi giá trị ngành theo chiều dọc, sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên được hưởng lợi, tiếp theo là vải và cuối cùng là hàng may mặc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng STK sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa cuối năm 2023. Trong dự báo mới, HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng 12% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2023.

Bảng 13: Dự báo lợi nhuận thuần, 6 tháng cuối năm 2023

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 12% in 6 tháng cuối năm 2023

	6T2022A	6 tháng cuối năm 2023 ước tính	% so với cùng kỳ
Lợi nhuận thuần (Tỷ đồng)	93.1	104.2	12.0%

Nguồn: HSC ước tính

Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh 68% trong năm 2024

HSC hạ đáng kể 40% dự báo lợi nhuận trong năm 2023, nhưng chúng tôi chỉ giảm lần lượt 13% và 16% dự báo năm 2024 và 2025. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ giảm trong năm 2023, sau đó tăng trưởng trở lại trong năm 2024 & 2025. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ hồi phục sát mức năm 2022 vào năm 2024.

Theo dự báo mới, doanh thu thuần sẽ lần lượt là 1.859 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ), 2.474 tỷ đồng (tăng trưởng 33,1%) và 2.810 tỷ đồng (tăng trưởng 13,6%) trong giai đoạn 2023-2025, với lợi nhuận thuần lần lượt là 142 tỷ đồng (giảm 41% so với cùng kỳ), 239 tỷ đồng (tăng trưởng 68% và sát mức lợi nhuận trong năm 2022 là 240 tỷ đồng) và 306 tỷ đồng (tăng trưởng 28%).

Bảng 14: Điều chỉnh dự báo 2023-2025, STK

Hạ 38-59% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2023F				
Doanh thu thuần	2,182	1,859	-14.8%	-12.1%
Lợi nhuận thuần	236	142	-39.8%	-40.8%
2024F				
Doanh thu thuần	2,815	2,474	-12.1%	33.1%
Lợi nhuận thuần	276	239	-13.3%	68.0%
2025F				
Doanh thu thuần	3,228	2,810	-13.0%	13.6%
Lợi nhuận thuần	365	306	-16.2%	28.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Cơ cấu doanh thu, STK

Hạ dự báo doanh thu của cả sợi nguyên sinh và sợi tái chế

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F
Sợi nguyên sinh	1,015	812	1,037	1,140
% tăng trưởng	-0.4%	-20.0%	27.6%	10.0%
Điều chỉnh		-21.4%	-18.3%	-19.3%
Sợi tái chế	1,099	1,046	1,437	1,669
% tăng trưởng	7.4%	-4.8%	37.3%	16.1%
Điều chỉnh		-8.9%	-7.0%	-8.0%
Tổng cộng	2,115	1,859	2,474	2,810
% tăng trưởng	3.5%	-12.1%	33.1%	13.6%
Điều chỉnh		-14.8%	-12.1%	-13.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Đóng góp của các dòng sản phẩm vào tổng doanh thu, STK

Nâng giả định tỷ trọng đóng góp của sợi tái chế

	2021	2022	2023F		2024F		2025F	
			Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới
Sợi nguyên sinh	49.9%	48.0%	47.33%	43.7%	45.1%	41.9%	43.8%	40.6%
Sợi tái chế	50.1%	52.0%	52.67%	56.3%	54.9%	58.1%	56.2%	59.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Dự báo sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân

Hạ đáng kể dự báo sản lượng tiêu thụ. Nâng nhẹ dự báo giá bán bình quân do nâng giả định tỷ trọng đóng góp của sợi tái chế

	2022	2023F	2024F	2025F
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	39,562	34,761	43,202	48,490
% tăng trưởng	-5.4%	-12.1%	24.3%	12.2%
Điều chỉnh		-13.2%	-13.1%	-13.1%
Giá bán bình quân (đồng/tấn)	53.4	53.5	57.3	57.9
% tăng trưởng	9.5%	0.0%	7.1%	1.2%
Điều chỉnh		-1.9%	1.2%	0.1%

Nguồn: HSC ước tính

HSC tóm tắt dự báo mới trong Bảng 14-15. Chúng tôi hạ đáng kể dự báo đối với cả sợi nguyên sinh và sợi tái chế trong giai đoạn 2023-2025, với mức điều chỉnh giảm mạnh hơn đối với sợi nguyên sinh. Cả sợi nguyên sinh và sợi tái chế đều chịu tác động tiêu cực do nhu cầu thấp. Tuy nhiên, tác động đối với sợi tái chế ít nghiêm trọng hơn so với sợi nguyên sinh. Sợi tái chế được sử dụng trong các sản phẩm chất lượng cao hướng đến nhóm khách hàng trung và cao cấp, những khách hàng có nhu cầu ít bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế hơn so với nhóm khách hàng bình dân. Trong mô

hình dự báo, HSC kỳ vọng tỷ trọng doanh thu sợi tái chế trên tổng doanh thu sẽ cải thiện dần theo thời gian.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong năm 2024 và 2025 nhờ doanh thu và chênh lệch giá cải thiện. Như đã đề cập, trong Q1/2023, chênh lệch giá đã thu hẹp đáng kể do nhu cầu thấp. Chúng tôi cho rằng chênh lệch giá trong Q2/2023 đã cải thiện (mặc dù chúng tôi hiện chưa có thông tin chi tiết) nhờ số lượng đơn đặt hàng cải thiện. Chúng tôi cũng kỳ vọng chênh lệch giá sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2024 do tính quy mô kinh tế khi số lượng đơn đặt hàng tăng. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động bình quân sẽ đạt 70% trong năm 2023 (so với 60% trong Q1/2023 và 80% trong năm 2022) trên tổng công suất là 63.000 tấn. Trong năm 2024, với công suất mới từ nhà máy Unitex, chúng tôi ước tính hiệu suất hoạt động sẽ là 60% (với tổng công suất 99.000 tấn).

Đối với giá PET chip, chúng tôi ước tính giá PET chip giảm nhẹ từ Q2/2023 sau khi giá dầu giảm. Do đó, chúng tôi dự báo giá bán PET nguyên sinh bình quân trong cả năm 2023 sẽ ở mức 27.835đ/kg, đi ngang so với cùng kỳ và thấp hơn 7% so với Q1/2023. Giá bán PET tái chế bình quân trong cả năm 2023 sẽ là 37.165đ/cp, tăng 10% so với cùng kỳ nhưng thấp hơn 11% so với Q1/2023. Trong năm 2024 và 2025, chúng tôi dự báo giá PET sẽ đi ngang so với cùng kỳ.

Bảng 18: Sản lượng tiêu thụ theo dòng sản phẩm, STK

Hạ mạnh dự báo sản lượng tiêu thụ sợi nguyên sinh

tấn	2022	2023F	2024F	2025F
Sợi nguyên sinh	23,375	19,869	23,843	26,227
% tăng trưởng	-6.8%	-15.0%	20.0%	10.0%
Điều chỉnh		-15.0%	-15.0%	-15.0%
Sợi tái chế	16,187	14,892	19,359	22,263
% tăng trưởng	-3.4%	-8.0%	30.0%	15.0%
Điều chỉnh		-10.7%	-10.7%	-10.7%
Tổng cộng	39,562	34,761	43,202	48,490
% tăng trưởng	-5.4%	-12.1%	24.3%	12.2%
Điều chỉnh	0.0%	-13.2%	-13.1%	-13.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Giá định giá chip PET, STK

đồng/kg	2022	2023F	2024F	2025F
Sợi nguyên sinh	27,853	27,853	27,853	27,853
% tăng trưởng	23.4%	0.0%	0.0%	0.0%
Sợi tái chế	33,786	37,165	37,165	37,165
% tăng trưởng	5.8%	10.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 20: Giá định chênh lệch giá, STK

đồng/kg	2022	2023F	2024F	2025F
Sợi nguyên sinh	15,323	13,025	15,629	15,629
% tăng trưởng	-15.2%	-15.0%	20.0%	0.0%
Sợi tái chế	34,476	33,097	37,069	37,810
% tăng trưởng	18.4%	-4.0%	12.0%	2.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 21: Tỷ suất lợi nhuận gộp qua các năm

Tỷ suất lợi nhuận gộp hồi phục từ năm 2024F nhờ doanh thu và chênh lệch giá tăng

%	2022	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.6%	13.7%	16.6%	18.1%
Sợi nguyên sinh	4.0%	-3.1%	1.6%	2.5%
Sợi tái chế	30.0%	26.8%	27.4%	28.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 22: Nợ thuần & nợ thuần/vốn CSH, STK

Dự báo nợ sẽ tăng trong 3 năm tới

	2022	2023F	2024F	2025F
Nợ thuần (Tỷ đồng)	(107)	651	1,126	1,081
Nợ thuần/vốn CSH (%)	-7.0%	36.0%	59.1%	52.2%

Nguồn: HSC ước tính

Đối với bảng CĐKT, HSC duy trì quan điểm dư nợ của STK sẽ ở mức cao trong 3 năm tới do chi phí đầu tư cho dự án Unitex – nhà máy mới tại Tây Ninh. Lưu ý, dự án mới của STK, Unitex giai đoạn 1, với tổng vốn đầu tư 75 triệu USD (tương đương 1.730 tỷ đồng) với công suất 36.000 tấn sợi/năm vừa được khởi công xây dựng vào tháng 1/2023. Theo đó, tổng công suất hàng năm của STK sẽ tăng thêm 57% đạt 99.000 tấn (từ 63.000 tấn hiện tại)

Nhà máy dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2024. Dự án Unitex sẽ có tỷ lệ tự động hóa cao hơn, tập trung tỷ trọng vào sợi tái chế và được kỳ vọng sẽ giúp thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận chung của Công ty.

Công ty ban đầu lên kế hoạch phát hành riêng lẻ 13,5 triệu cổ phiếu với giá 48.500-60.000đ/cp và sử dụng 80% số tiền thu được (tối đa 650 tỷ đồng) để góp vốn vào dự án Unitex. Tuy nhiên, do diễn biến thị trường chứng khoán không thuận lợi, STK quyết định hoãn kế hoạch phát hành. Do đó, chúng tôi giả định STK sẽ phải vay nợ để tài trợ cho dự án Unitex. Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH sẽ lần lượt là 36%, 59% và 52% tại thời điểm cuối năm 2023, 2024 và 2025 (Bảng 22)

Nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá là 30%

HSC nâng khuyến nghị đối với STK lên Mua vào với giá mục tiêu là 38.400đ (tiềm năng tăng giá là 30%). Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 25,4 lần và 15,1 lần. Chúng tôi hiện chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2024, do đó giá mục tiêu sẽ là bình quân giá trị hợp lý tại thời điểm cuối năm 2023 và 2024.

Phương pháp

Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn là 5%, phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 8% và beta là 0,9. Chúng tôi cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%. Nhìn chung, giả định WACC sẽ là 11,0%.

Tổng hợp tính toán FCFF, định giá DCF và các giả định WACC cơ bản của chúng tôi được trình bày trong Bảng 23-27 dưới đây. Chúng tôi phân tích độ nhạy của giá mục tiêu dựa trên tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 16.

Bảng 23: Định giá FCFF, STK

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	142,248	239,034	305,928	373,467	430,720	491,906
Chi phí lãi vay * (1-thuế suất)	37,891	62,847	70,926	70,926	70,926	63,742
Cộng: Khấu hao	111,713	200,684	205,474	210,466	215,667	221,087
Trừ: đầu tư TSCĐ	(1,732,500)	(87,029)	(90,684)	(94,493)	(98,461)	(102,598)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(9,826)	(108,629)	(115,463)	(144,380)	(149,910)	(159,485)
FCFF	(1,450,473)	306,906	376,182	415,987	468,942	514,652

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 24: Giá mục tiêu giữa năm 2024, STK

Giá mục tiêu là 38.400 đồng

	Đồng
Giá trị hợp lý cuối năm 2023	30,315
Giá trị hợp lý cuối năm 2024	46,482
Giá mục tiêu	38,398
P/E 2023 tại giá mục tiêu (lần)	25.4
P/E 2024 tại giá mục tiêu (lần)	15.1

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Tính toán WACC, STK

WACC là 11%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	75.0%
Lãi suất phi rủi ro	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.0%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	12.6%
	25.0%
Tỷ trọng nợ	7.0%
Chi phí nợ	10%
Thuế suất	6.3%
Chi phí nợ sau thuế	11.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Giá trị hợp lý cuối năm 2023, STK

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (Tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%)	5,823,993
Giá trị hiện tại của dòng tiền dự do	3,503,433
Nợ (cuối năm 2023)	1,174,345
Tiền mặt (cuối năm 2023)	523,421
Giá trị vốn CSH	2,852,510
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	94.1
Giá trị hợp lý (đồng)	30,315

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Giá trị hợp lý cuối năm 2024, STK

Định giá	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (Tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%)	5,823,993
Giá trị hiện tại của dòng tiền dự do	5,499,505
Nợ (cuối năm 2024)	1,520,845
Tiền mặt (cuối năm 2024)	395,080
Giá trị vốn CSH	4,373,739
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	94.1
Giá trị hợp lý (đồng)	46,482

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 28: Phân tích độ nhạy, STK

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0% và lãi suất phi rủi ro là 5%

		Lãi suất phi rủi ro				
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	38,423	36,223	34,189	32,303	30,549
	1.5%	40,819	38,405	36,183	34,131	32,229
	2.0%	43,505	40,840	38,398	36,153	34,081
	2.5%	46,537	43,574	40,874	38,403	36,133
	3.0%	49,986	46,666	43,659	40,921	38,419

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

STK đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 19,5 lần và 11,6 lần, tương đương các công ty cùng ngành (Biểu đồ 29). STK cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, cao hơn 0,3 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,4 lần (tính từ đầu năm 2021) (Biểu đồ 30-31).

Bảng 29: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, STK

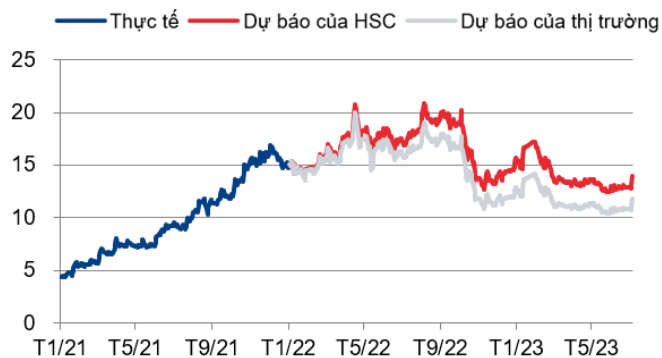
STK giao dịch tại mức P/E bình quân năm 2024 của các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2023 P/E	2024 P/E
Unifi Inc	UFI US	182	17.5	NA
Formosa Taffeta Co Ltd	1434 TT	1,509	16.02	NA
Hyosung TNC Corp	298020 KS	1,541	6.6	4.82
Fair Eastern New Century Corp	1402 TT	5,637	18.94	16.05
Shandong Fiberglass Group - A	605006 CH	806	9.56	7.31
Yantai Tayho Advanced Materials Co Ltd	002254 SZ	2,900	26.76	18.37
Bình quân		2,096	15.9	11.6
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN		19.5	11.6

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 30: P/E trượt dự phóng 1 năm, STK

STK cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần theo ước tính của chúng tôi



Ghi chú: trượt dự phóng cơ bản 12 tháng, dữ liệu từ đầu-2019
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 31: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, STK
 cao hơn 0,3 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 13,4 lần


Ghi chú: trượt dự phóng cơ bản 12 tháng, dữ liệu từ đầu-2019
Nguồn: HSC, Bloomberg

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	2,042	2,115	1,859	2,474	2,810
Lợi nhuận gộp	374	372	255	411	509
Chi phí BH&QL	(98.7)	(83.6)	(68.5)	(97.9)	(111)
Thu nhập khác	0.72	0.71	0.63	0.84	0.95
Chi phí khác	(0.16)	(0.08)	(0.07)	(0.10)	(0.11)
EBIT	276	289	187	314	398
Lãi vay thuần	9.35	(19.0)	(28.2)	(47.1)	(57.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	286	270	159	267	341
Chi phí thuế TNDN	(7.26)	(29.3)	(16.4)	(27.5)	(35.2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	278	240	142	239	306
Lợi nhuận thuần ĐC	278	240	142	239	306
EBITDA ĐC	387	395	298	514	604
EPS (đồng)	3,551	2,835	1,512	2,540	3,251
EPS ĐC (đồng)	3,551	2,835	1,512	2,540	3,251
DPS (đồng)	1,500	1,500	0	1,500	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	78.4	84.8	94.1	94.1	94.1
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	68.2	81.8	94.1	94.1	94.1
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	68.2	81.8	94.1	94.1	94.1

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	366	415	523	395	440
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	87.0	224	196	260	296
Hàng tồn kho	472	466	459	611	750
Các tài sản ngắn hạn khác	61.5	90.8	79.8	106	121
Tổng tài sản ngắn hạn	986	1,196	1,258	1,373	1,606
TSCĐ hữu hình	807	731	1,810	2,216	2,188
TSCĐ vô hình	0.10	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	30.3	54.7	13.8	13.8	13.8
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	148	142	143	146	150
Tổng tài sản dài hạn	985	927	1,967	2,377	2,352
Tổng cộng tài sản	1,971	2,123	3,225	3,749	3,958
Nợ ngắn hạn	321	308	308	308	308
Phải trả người bán	291	220	193	257	292
Nợ ngắn hạn khác	45.7	44.2	38.8	51.7	58.7
Tổng nợ ngắn hạn	712	584	550	631	674
Nợ dài hạn	0	0	866	1,213	1,213
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	(0.00)	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	(0.00)	0	866	1,213	1,213
Tổng nợ phải trả	712	584	1,417	1,843	1,887
Vốn chủ sở hữu	1,259	1,539	1,808	1,906	2,071
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1,259	1,539	1,808	1,906	2,071
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,971	2,123	3,225	3,749	3,958
BVPS (đ)	18,464	18,811	19,214	20,255	22,006
Nợ thuần/(tiền mặt)	(44.9)	(107)	651	1,126	1,081

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	276	289	187	314	398
Khấu hao	(111)	(106)	(112)	(201)	(205)
Lãi vay thuần	9.35	(19.0)	(28.2)	(47.1)	(57.4)
Thuế TNDN đã nộp	(16.4)	(24.8)	(16.4)	(27.5)	(35.2)
Thay đổi vốn lưu động	(84.0)	(287)	(56.1)	(182)	(198)
Khác	3.16	(22.2)	(27.4)	(49.0)	(58.4)
LCT thuần từ HKKD	290	71.0	241	325	392
Đầu tư TS dài hạn	(3.40)	(47.9)	(1,733)	(87.0)	(90.7)
Góp vốn & đầu tư	6.33	17.1	0	0	0
Thanh lý	1.52	0	0	0	0
Khác	26.0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	30.4	(30.8)	(1,733)	(87.0)	(90.7)
Cổ tức trả cho CSH	(102)	(102)	0	(139)	(139)
Thu từ phát hành CP	0	142	0	0	0
Tăng/giảm nợ	52.2	(30.3)	866	347	0
Khác	0	0	733	(574)	(117)
LCT thuần từ HĐTC	(50.0)	9.73	1,600	(367)	(256)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	95.1	366	415	523	395
LCT thuần trong kỳ	271	50.0	108	(128)	44.5
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	(0.89)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	366	415	523	395	440
Dòng tiền tự do	287	23.1	(1,492)	238	301

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.3	17.6	13.7	16.6	18.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	18.9	18.7	16.1	20.8	21.5
Tỷ suất LNT (%)	13.6	11.4	7.65	9.66	10.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	2.54	10.9	10.3	10.3	10.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.7	3.53	(12.1)	33.1	13.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	25.5	2.10	(24.5)	72.3	17.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	92.7	(13.7)	(40.8)	68.0	28.0
Tăng trưởng EPS (%)	69.7	(20.2)	(46.7)	68.0	28.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	69.7	(20.2)	(46.7)	68.0	28.0
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	(100)	nm	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	42.2	52.9	0	59.0	46.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.8	17.2	8.50	12.9	15.4
ROACE (%)	23.1	20.6	8.87	10.8	12.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.11	1.03	0.70	0.71	0.73
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.05	0.25	1.29	1.04	0.98
Số ngày tồn kho	103	97.6	104	108	119
Số ngày phải thu	19.0	46.8	44.5	46.1	46.9
Số ngày phải trả	63.8	46.0	44.0	45.5	46.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(0.26)	(6.39)	36.4	59.6	52.8
Nợ/tài sản (%)	18.4	14.9	36.7	40.8	38.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	15.2	6.63	6.66	6.95
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.80	3.96	2.98	2.54
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.39	2.05	2.29	2.18	2.38
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.96	1.09	1.84	1.58	1.37
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.08	5.84	11.5	7.59	6.39
P/E (lần)	8.31	10.4	19.5	11.6	9.07
P/E ĐC (lần)	8.31	10.4	19.5	11.6	9.07
P/B (lần)	1.60	1.57	1.54	1.46	1.34
Lợi suất cổ tức (%)	5.08	5.08	0	5.08	5.08

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

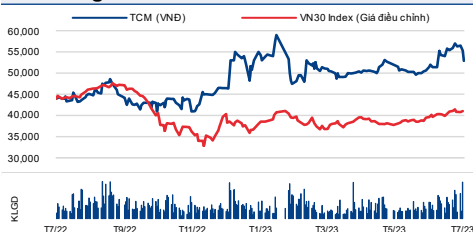
Giá mục tiêu: VNĐ60,900 (từ VNĐ50,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/7/2023)	52,900
Mã Bloomberg	TCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	40,950-59,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	55,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,335
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	183
Slg CP lưu hành (tr.đv)	81.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	40.2
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1.53
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	47.1%
Tỷ lệ freefloat	39.3%
Cổ đông lớn	E-land (45.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.73	5.17	20.2
So với chỉ số	(0.74)	0.43	29.0
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	2,388	2,738	(12.8)
2024F	2,743	3,087	(11.1)
2025F	3,142	3,532	(11.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TCM là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may Việt Nam có dây chuyền sản xuất hoàn thiện từ sản xuất sợi đến vải và hàng may mặc.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Kỳ vọng hồi phục từ năm 2024; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với TCM lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với kỳ vọng hồi phục từ năm 2024 do lượng hàng tồn kho tại các công ty thời trang lớn giảm báo hiệu chu kỳ đặt hàng cho mùa thu hè năm 2024 trong Q3/2023 và cho mùa thu đông năm 2024 từ Q4/2023. Chúng tôi nâng 22% giá mục tiêu lên 60.900đ, tiềm năng tăng giá là 15%.
- Mặc dù chúng tôi hạ 11-24% dự báo trong giai đoạn 2023-2025, lợi nhuận hoạt động thuần vẫn tăng trưởng mạnh lần lượt 32% và 15% trong năm 2024-2025 sau năm 2023 ảm đạm.
- TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,5 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q2/2023 và cập nhật triển vọng

Theo Công ty chia sẻ tại ĐHCĐ tổ chức vào ngày 30/6/2023, doanh thu thuần Q2/2023 giảm 33,8% so với cùng kỳ xuống 694 tỷ đồng và lợi nhuận hoạt động thuần giảm 62,3% so với cùng kỳ xuống 21 tỷ đồng, cho thấy những thách thức trong giai đoạn suy thoái kinh tế toàn cầu. Nhờ thu nhập từ thương vụ bán khoản đầu tư vào SAV, lợi nhuận thuần chỉ giảm 6,2% so với cùng kỳ trong Q2/2023 xuống 51 tỷ đồng.

Lũy kế nửa đầu năm 2023, doanh thu thuần giảm 27,6% so với cùng kỳ xuống 1.571 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần giảm 17,4% so với cùng kỳ xuống 106 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động thuần là 75 tỷ đồng, giảm 41,3% so với cùng kỳ và thấp hơn 35% so với dự báo của chúng tôi.

Theo dự báo mới, lợi nhuận hoạt động thuần sẽ tăng trưởng 32% trong năm 2024

Nhu cầu đối với sản phẩm dệt may được kỳ vọng sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2023 và sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên trong chuỗi giá trị được hưởng lợi, tiếp theo là vải và sau đó là hàng may mặc với độ trễ 3-4 tháng. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của TCM trong Q3-Q4/2023 sẽ tiếp tục giảm. Thu nhập sẽ cải thiện trong Q1/2024 khi các đơn hàng xuất khẩu cho các hãng thời trang được thực hiện, mặc dù những đơn đặt hàng từ các khách hàng này sẽ tới sớm hơn, có thể là trong Q4/2023.

Theo dự báo mới, lợi nhuận hoạt động thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 32% và 15% trong năm 2024-2025, sau khi giảm 24% so với cùng kỳ trong năm 2023. Lợi nhuận hoạt động thuần sẽ lần lượt là 200 tỷ đồng, 264 tỷ đồng và 303 tỷ đồng trong năm 2023, 2024 và 2025.

Định giá và khuyến nghị

TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 22,1 lần và 19,6 lần, so với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 12,6 lần. TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần; thấp hơn 0,5 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 24,7 lần (tính tháng 1/2021).

HSC nâng khuyến nghị đối với TCM lên Tăng tỷ trọng từ Năm giữ và nâng 22% giá mục tiêu lên 60.900đ (từ 50.000đ), tiềm năng tăng giá là 15%, với kỳ vọng hồi phục từ năm 2024.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	278	488	386 ▼	477 ▼	519 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	142	279	230 ▼	264 ▼	303 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,224	2,898	2,388 ▼	2,743 ▼	3,142 ▼
DPS (đồng)	500	450	640	910	1,500
BVPS (đồng)	20,742	24,031	25,670	27,981	30,446
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.2	9.58	11.7	8.86	7.84
P/E ĐC (lần)	43.2	18.3	22.1	19.3	16.8
Lợi suất cổ tức (%)	0.95	0.85	1.21	1.72	2.84
P/B (lần)	2.55	2.20	2.06	1.89	1.74
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(58.6)	137	(17.6)	14.9	14.5
ROAE (%)	8.56	15.2	11.3	12.0	12.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Kỳ vọng lợi nhuận hoạt động thuần sẽ hồi phục 32% trong năm 2024

Là một công ty xuất khẩu hàng may mặc, TCM đã trải qua rất nhiều khó khăn trong 6 tháng đầu năm 2023 trong bối cảnh suy thoái kinh tế. Doanh thu thuần giảm 28% so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận hoạt động thuần giảm 41% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2023. Chúng tôi cho rằng sự phục hồi sẽ diễn ra từ Q1/2024 khi những lô hàng xuất khẩu cho các hãng thời trang được thực hiện. Theo dự báo mới, lợi nhuận hoạt động thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 32% và 15% trong năm 2024-2025, sau khi giảm 24% so với cùng kỳ trong năm 2023. Với kỳ vọng phục hồi trong năm 2024, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với TCM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và nâng 22% giá mục tiêu lên 60.900đ.

Lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2023 giảm 17,4%

TCM cũng phải trải qua những khó khăn của ngành dệt may. Trong Q1/2023, doanh thu thuần giảm 25,9% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần giảm 25,7% so với cùng kỳ. Trong Q2/2023, theo chia sẻ của Công ty tại ĐHCĐ tổ chức vào ngày 30/6/2023, kết quả thậm chí còn tồi tệ hơn với doanh thu thuần giảm 33,8% so với cùng kỳ xuống 694 tỷ đồng và lợi nhuận hoạt động thuần giảm 62,3% so với cùng kỳ xuống 20,5 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần trong Q2/2023 chỉ giảm 6,2% so với cùng kỳ xuống 51 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập từ thương vụ bán khoản đầu tư vào SAV.

Lũy kế nửa đầu năm 2023, doanh thu thuần giảm 27,6% so với cùng kỳ xuống 1.571 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần giảm 17,4% so với cùng kỳ xuống 106 tỷ đồng. Nếu không bao gồm khoản thu nhập từ thương vụ SAV, lợi nhuận hoạt động thuần sẽ là 75 tỷ đồng, giảm 41,3% so với cùng kỳ.

Đối với cơ cấu thị trường và sản phẩm, chúng tôi hiện chỉ có kết quả trong 5 tháng đầu năm 2023 được công bố trên website của TCM. Mỹ là thị trường yếu nhất trong 5 tháng đầu năm 2023 với kim ngạch xuất khẩu giảm 38,3% so với cùng kỳ. Trong khi đó, đối với sản phẩm, KQKD sản phẩm sợi kém tích cực hơn so với hàng may mặc và vải.

HSC tóm tắt KQKD Q2/2023 và nửa đầu năm 2023 trong Bảng 32, cơ cấu doanh thu 5 tháng đầu năm 2023 trong Bảng 33-34

Bảng 32: KQKD Q2/2023 và 6 tháng đầu năm 2023

Tỷ đồng	Q1/22	Q2/23E	% so với cùng kỳ	6T22	6T23E	% so với cùng kỳ	% đạt dự báo cũ của HSC
Doanh thu thuần	1,049	694	-33.8%	2,171	1,571	-27.6%	38.1%
Lợi nhuận thuần	54	51	-6.2%	128	106	-17.4%	40.0%
Lợi nhuận hoạt động thuần	54	20.5	-62.3%	128	75	-41.3%	28.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 33: Doanh thu theo thị trường, TCM

Doanh thu tại thị trường Mỹ giảm mạnh nhất 5 tháng đầu năm 2023

Tỷ đồng	5T22	5T23	% so với cùng kỳ
Mỹ	549	339	-38.3%
Hàn Quốc	404	339	-16.1%
Nhật Bản	358	293	-18.2%
Nước khác	514	382	-25.7%

Nguồn: TCM

Bảng 34: Doanh thu theo sản phẩm, TCM

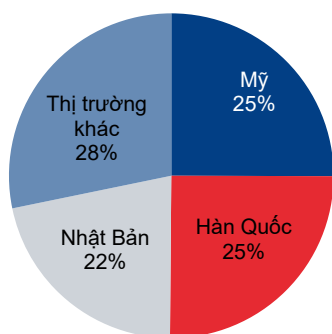
Doanh thu sợi giảm mạnh hơn doanh thu hàng may mặc và vải

Tỷ đồng	5T22	5T23	% so với cùng kỳ
Quần áo	1,430	1,061	-25.8%
Vải	253	195	-22.7%
Sợi	116	79	-31.9%
Khác	26	17	-33.2%

Nguồn: TCM

Biểu đồ 35: Doanh thu theo thị trường 5 tháng đầu năm 2023, TCM

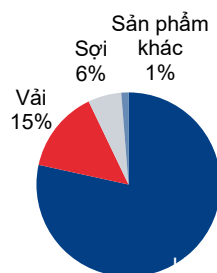
Đóng góp từ thị trường Mỹ giảm xuống 25% trong 5 tháng đầu năm 2023, từ mức 33% trong năm 2022



Nguồn: TCM

Biểu đồ 36: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm 5 tháng đầu năm 2023, TCM

Sản phẩm may mặc đóng góp 78% trong 5 tháng đầu năm 2023 so với 75% trong năm 2022



Nguồn: TCM

Sự hồi phục được kỳ vọng sẽ diễn ra trong năm 2024

Tại ĐHCĐ tổ chức vào ngày 30/6/2023, BLĐ chia sẻ sẽ không kỳ vọng vào sự phục hồi mạnh mẽ cho đến năm sau. Trong kịch bản tích cực nhất, sự phục hồi sẽ diễn ra từ Q1/2024. Theo BLĐ, TCM hiện vẫn nhận được nhiều đơn hàng từ khách hàng nhưng quy mô các đơn hàng nhỏ hơn trước.

Quan điểm của BLĐ khá tương đồng với quan điểm hiện tại của chúng tôi, theo đó, doanh thu hàng may mặc sẽ chỉ thực sự phục hồi đáng kể sớm nhất trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng các hãng thời trang sẽ bắt đầu đặt hàng cho mùa xuân hè 2024 từ Q3/2023 và mùa thu đông 2024 từ Q4/2023. Trong chuỗi giá trị ngành, sợi sẽ là sản phẩm đầu tiên hưởng lợi khi nhu cầu cải thiện, tiếp theo là vải và hàng may mặc với độ trễ 3-4 tháng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng TCM, với tỷ trọng 75% doanh thu tới từ hàng may mặc, sẽ phục hồi trong năm 2024.

Theo dự báo mới, lợi nhuận hoạt động sẽ tăng trưởng 32% trong năm 2024

Do KQKD kém tích cực trong nửa đầu năm 2023, HSC hạ dự báo giai đoạn 2023-2025. Theo dự báo mới, doanh thu và lợi nhuận thuần sẽ giảm mạnh trong năm 2023 nhưng sau đó hồi phục trong năm 2024. Cụ thể:

- HSC kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ giảm lần lượt 19,6% và 12,8% so với cùng kỳ trong năm 2023 đạt lần lượt 3.319 tỷ đồng và 230 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động thuần (không bao gồm lãi từ thương vụ bán cổ phiếu SAV) sẽ là 200 tỷ đồng, giảm 24,3% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sẽ hồi phục trong năm 2024, tăng trưởng lần lượt 24,7% và 14,9% đạt lần lượt 4.138 tỷ đồng và 264 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động thuần sẽ tăng trưởng 32,4% chủ yếu nhờ số lượng đơn đặt hàng tăng do chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ trở lại tương đương năm 2022.
- Trong năm 2025, HSC dự báo doanh thu thuần sẽ tăng trưởng 10% đạt 4.552 tỷ đồng và lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 14,5% đạt 303 tỷ đồng.

Chúng tôi tóm tắt dự báo doanh thu theo sản phẩm trong Bảng 37.

Bảng 37: Tổng hợp dự báo cũ và dự báo mới, TCM

Dự báo lợi nhuận hoạt động thuần tăng trưởng 32% trong năm 2024

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2023F				
Doanh thu thuần	4,126	3,319	-19.6%	-23.5%
Lợi nhuận thuần	264	230	-12.8%	-17.6%
Lợi nhuận hoạt động thuần	264	200	-24.3%	-28.4%
2024F				
Doanh thu thuần	4,555	4,138	-9.2%	24.7%
Lợi nhuận thuần	298	264	-11.1%	14.9%
Lợi nhuận hoạt động thuần	298	264	-11.1%	32.4%
2025F				
Doanh thu thuần	5,017	4,552	-9.3%	10.0%
Lợi nhuận thuần	341	303	-11.1%	14.5%
Lợi nhuận hoạt động thuần	341	303	-11.1%	14.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 38: Cơ cấu doanh thu thuần theo mảng kinh doanh, TCM

Dự báo doanh thu sẽ kém trong năm nay và hồi phục từ năm sau trở đi

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F
May mặc	3,253	2,505	3,131	3,444
Tăng trưởng	25.3%	-23.0%	25.0%	10.0%
Điều chỉnh		-18.9%	-7.9%	-7.9%
Vải	651	475	570	644
Tăng trưởng	23.1%	-27.0%	20.0%	13.0%
Điều chỉnh		-25.6%	-22.2%	-22.3%
Sợi & SP khác	434	340	438	352
Tăng trưởng	-10.7%	-21.6%	28.8%	-19.6%
Điều chỉnh		-14.8%	3.3%	7.4%

Nguồn: HSC ước tính

HSC nâng 22% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ và nâng 22% giá mục tiêu lên 60.900đ (từ 50.000đ), tiềm năng tăng giá là 15%, với kỳ vọng hồi phục trong năm 2024. Tại giá mục tiêu, P/E dự phóng 2024 là 22,2 lần.

Phương pháp

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để định giá TCM, với 84% định giá đến từ mảng may mặc cốt lõi trong khi phần còn lại tới từ dự án BĐS. Giả định của chúng tôi bao gồm:

- Đối với mảng dệt may cốt lõi của Công ty, HSC sử dụng phương pháp DCF. Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn là 5%, phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 8% và beta là 0,8 (từ 0,97 trước đó, theo cập nhật của Bloomberg). Chúng tôi cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%. Nhìn chung, giả định WACC sẽ là 9,6%, từ 10,6% trước đó. Giá trị vốn CSH/cp đối với mảng kinh doanh cốt lõi là 50.900đ/cp.
- Trong khi đó đối với dự án BĐS Thành Công Tower 1, chúng tôi tiếp tục áp dụng định giá NAV (vốn CSH) là 819 tỷ đồng, tương đương 10.000đ/cp.

Chúng tôi tóm tắt định giá SoTP và phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với thay đổi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 39-42.

Bảng 39: Định giá FCFF (đối với mảng kinh doanh cốt lõi), TCM

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	230,268	264,480	302,881	342,947	376,697	411,327
Chi phí lãi vay * (1-thuế suất)	30,216	25,475	23,345	22,254	22,467	29,286
Cộng: Khấu hao	127,945	149,696	153,815	158,139	162,681	167,456
Trừ: Vốn đầu tư TSCĐ	(127,537)	(90,099)	(93,504)	(98,512)	(103,569)	(109,226)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(56,159)	(6,546)	(137,802)	(159,167)	(148,853)	(176,316)
FCFF	204,734	343,006	248,735	265,661	309,423	322,527

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 40: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

Giá trị hợp lý giữa năm 2024 là 52.800đồng/cp

	đồng
Giá trị hợp lý cuối năm 2023	48,040
Giá trị hợp lý cuối năm 2024	53,729
Giá trị hợp lý giữa năm 2024	50,884

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 41: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

	Đơn vị	Giá trị
Giá trị trường	Triệu đồng /m2	125
Diện tích đất	m2	9,898
Tỷ lệ chiết khấu	%	25.00%
Doanh thu bán đất	Tỷ đồng	927,938
Chi phí	Tỷ đồng	108,000
Lợi nhuận	Tỷ đồng	819,938
NAV/CP	đồng/CP	10,006

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 42: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

Giá mục tiêu 60.900đồng/cp, cao hơn 22% giá mục tiêu cũ

Đồng/cp	Định giá cũ	Định giá mới	Điều chỉnh
Định giá mảng kinh doanh cốt lõi	40,020	50,884	27.1%
Định giá mảng kinh doanh cốt lõi	10,006	10,006	0.0%
Định giá mảng kinh doanh cốt lõi	50,026	60,890	21.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 43: Phân tích độ nhạy, TCM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0% và lãi suất phi rủi ro là 5%

		Lãi suất phi rủi ro				
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	60,713	58,486	56,455	54,595	52,885
	1.5%	63,288	60,795	58,535	56,476	54,594
	2.0%	66,242	63,426	60,890	58,595	56,508
	2.5%	69,664	66,451	63,580	60,999	58,667
	3.0%	73,677	69,966	66,680	63,750	61,122

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 22,1 lần và 19,3 lần (so với mức P/E dự phóng 2024 bình quân của các công ty cùng ngành là 12,6 lần). TCM cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,5 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 24,7 lần (Biểu đồ 44-45).

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, TCM

TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,5 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 24,7 lần

**Biểu đồ 45: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, STK****Bảng 46: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, TCM**

TCM hiện đang giao dịch với P/E năm 2024 là 20,2 lần so với bình quân ngành là 12,6 lần

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2023 P/E	2024 P/E
TNG Investment and Trading JSC	TNG VN	78	9.3	6.7
Sabina PLC	SABINA TB	266	17.7	16.2
Zhejiang Giuseppe Garment - A	002687 CH	756	11.5	11.1
Biem.L.FDLKK Garment Co LT-A	002832 CH	2490	20.5	16.6
Shenzhen Ellasay Fashion - A	603808 CH	575	16.1	12.1
Bình quân		833	15.0	12.6
TCM		181	22.1	19.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	3,535	4,337	3,319	4,138	4,552
Lợi nhuận gộp	514	710	528	663	735
Chi phí BH&QL	(354)	(348)	(269)	(336)	(369)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	159	363	258	327	365
Lãi vay thuần	9.27	(24.4)	22.2	(5.72)	3.24
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	7.22	7.99	6.12	7.63	8.39
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	2.81	3.98	3.05	3.80	4.18
LNTT	179	350	290	333	381
Chi phí thuế TNDN	(34.9)	(69.2)	(57.9)	(66.5)	(76.2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.14)	(1.72)	(1.42)	(1.63)	(1.87)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	142	279	230	264	303
Lợi nhuận thuần ĐC	100	237	196	225	257
EBITDA ĐC	278	488	386	477	519
EPS (đồng)	1,224	2,898	2,388	2,743	3,142
EPS ĐC (đồng)	1,224	2,898	2,388	2,743	3,142
DPS (đồng)	500	450	640	910	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	270	422	302	501	565
Đầu tư ngắn hạn	286	204	266	331	364
Phải thu khách hàng	288	255	195	243	267
Hàng tồn kho	1,464	1,255	1,240	1,215	1,337
Các tài sản ngắn hạn khác	43.0	31.1	23.8	29.7	32.7
Tổng tài sản ngắn hạn	2,351	2,167	2,027	2,320	2,566
TSCĐ hữu hình	645	737	702	625	547
TSCĐ vô hình	181	179	207	216	225
Bất động sản đầu tư	2.52	2.45	2.31	2.17	2.03
Đầu tư dài hạn	150	52.3	14.5	16.8	18.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	74.6	80.9	80.9	80.9	80.9
Tài sản dài hạn khác	202	259	233	265	284
Tổng tài sản dài hạn	1,255	1,310	1,239	1,205	1,158
Tổng cộng tài sản	3,606	3,477	3,266	3,525	3,723
Nợ ngắn hạn	910	818	626	621	592
Phải trả người bán	554	176	135	168	185
Nợ ngắn hạn khác	220	243	186	232	256
Tổng nợ ngắn hạn	1,757	1,312	1,004	1,091	1,110
Nợ dài hạn	93.2	141	113	84.5	56.4
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	18.8	18.0	13.7	17.1	18.8
Tổng nợ dài hạn	112	159	126	102	75.2
Tổng nợ phải trả	1,898	1,498	1,151	1,219	1,214
Vốn chủ sở hữu	1,700	1,969	2,104	2,293	2,495
Lợi ích cổ đông thiểu số	8.82	9.56	11.0	12.6	14.5
Tổng vốn chủ sở hữu	1,709	1,979	2,115	2,306	2,509
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,606	3,477	3,266	3,525	3,723
BVPS (đ)	20,742	24,031	25,670	27,981	30,446
Nợ thuần*/(tiền mặt)	733	537	437	204	83.3

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	159	363	258	327	365
Khấu hao	(119)	(126)	(128)	(150)	(154)
Lãi vay thuần	9.27	(24.4)	22.2	(5.72)	3.24
Thuế TNDN đã nộp	(33.5)	(54.8)	(57.9)	(66.5)	(76.2)
Thay đổi vốn lưu động	(365)	(166)	(93.9)	(38.4)	(167)
Khác	12.0	(46.8)	(6.42)	(26.1)	(13.4)
LCT thuần từ HKKD	(89.3)	252	266	377	292
Đầu tư TS dài hạn	(117)	(149)	(128)	(90.1)	(93.5)
Góp vốn & đầu tư	(4.81)	(404)	0	0	0
Thanh lý	0.30	4.15	(0.94)	(2.18)	(2.56)
Khác	4.66	518	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(117)	(30.7)	(128)	(92.3)	(96.1)
Cổ tức trả cho CSH	(31.3)	(0.37)	(36.9)	(52.5)	(74.7)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	880	(45.9)	(220)	(33.8)	(57.1)
Khác	(660)	(22.5)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	189	(68.7)	(257)	(86.3)	(132)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	288	270	422	302	501
LCT thuần trong kỳ	(17.4)	152	(120)	199	63.8
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	270	423	302	501	565
Dòng tiền tự do	(206)	103	138	287	198

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.5	16.4	15.9	16.0	16.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.87	11.3	11.6	11.5	11.4
Tỷ suất LNT (%)	4.03	6.44	6.94	6.39	6.65
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.5	19.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.89	22.7	(23.5)	24.7	10.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(38.6)	75.6	(20.9)	23.4	8.88
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(58.6)	137	(17.6)	14.9	14.5
Tăng trưởng EPS (%)	(58.6)	137	(17.6)	14.9	14.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(58.6)	137	(17.6)	14.9	14.5
Tăng trưởng DPS (%)	0	(10.0)	42.2	42.2	64.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.8	15.5	26.8	33.2	47.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.56	15.2	11.3	12.0	12.7
ROACE (%)	8.92	18.1	11.7	13.9	14.5
Vòng quay tài sản (lần)	1.07	1.22	0.98	1.22	1.26
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.56)	0.69	1.03	1.15	0.80
Số ngày tồn kho	177	126	162	128	128
Số ngày phải thu	34.8	25.6	25.5	25.5	25.6
Số ngày phải trả	66.9	17.8	17.7	17.7	17.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	47.2	30.3	22.9	11.4	5.83
Nợ/tài sản (%)	29.7	29.3	24.0	21.6	19.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	14.9	N/a	57.2	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.85	2.09	2.03	1.60	1.37
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.34	1.65	2.02	2.13	2.31
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.35	1.08	1.36	1.02	0.89
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.2	9.58	11.7	8.86	7.84
P/E (lần)	43.2	18.3	22.1	19.3	16.8
P/E ĐC (lần)	43.2	18.3	22.1	19.3	16.8
P/B (lần)	2.55	2.20	2.06	1.89	1.74
Lợi suất cổ tức (%)	0.95	0.85	1.21	1.72	2.84

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn