

Ngành dệt may: Đà tăng trưởng vẫn còn trong năm 2025; Mua vào TCM

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

- Kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may trong 10 tháng đầu năm 2024 tăng 8% so với cùng kỳ, thấp hơn một chút so dự báo cho cả năm 2024 ở mức 11%.
- Trong khi đó, nhu cầu hàng dệt may trên thế giới dự báo tăng nhẹ trong năm 2025, với nguồn sản xuất tiếp tục chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam. Chính sách thuế của ông Trump dự báo sẽ có tác động rất ít lên hàng dệt may của Việt Nam do đang chịu mức thuế cao, trong khi đó việc áp thuế cao lên sản phẩm từ Trung Quốc có thể thúc đẩy xuất khẩu cho hàng Việt Nam. Nhìn chung, HSC dự báo ngành sẽ tăng trưởng một con số (mức cao) trong năm 2025.
- Chúng tôi dự báo ngành sẽ tăng trưởng vững chắc trong năm 2025-2026 mặc dù STK tiếp tục chịu rủi ro do đồng USD tăng giá do có nợ tính bằng USD.

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may: Dự báo tăng 11% trong năm 2024

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may (bao gồm hàng may mặc, sợi và vải) trong 10 tháng đầu năm 2024 tăng 8% so với cùng kỳ. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc, phân khúc sản phẩm có đóng góp lớn nhất trong ngành, tăng 9% so với cùng kỳ. HSC dự báo kim ngạch xuất khẩu của phân khúc này sẽ tăng 11% trong cả năm 2024.

Triển vọng tươi sáng trong năm 2025

Trong năm 2025, HSC dự báo giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sẽ tăng trưởng một con số cao nhờ nhu cầu toàn cầu cải thiện nhẹ và hoạt động đa dạng hóa nguồn cung ứng đang tiếp diễn. Trong khi đó, ảnh hưởng từ chính sách thuế của ông Trump rất khiêm tốn vì mức thuế hiện tại áp dụng cho hàng dệt may xuất khẩu của Việt Nam đã ở mức tương đối cao, bình quân là 15,8%. Trái lại, Việt Nam sẽ hưởng lợi khi Mỹ áp mức thuế cao hơn đáng kể lên hàng hóa Trung Quốc (lên đến 60%). Điều này có thể dẫn đến việc đơn hàng dệt may từ Trung Quốc chuyển hướng sang các trung tâm thay thế khác như Việt Nam.

Khuyến nghị Mua vào đối với TCM và Nắm giữ đối với STK

TCM: HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM với giá mục tiêu 58.600đ, (điều chỉnh giảm 1%), tiềm năng tăng giá 24%. KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của TCM tích cực và sát với dự báo của chúng tôi. Tất cả các phân khúc sản phẩm đều ghi nhận KQKD vững chắc và lợi nhuận từ hoạt động thanh lý tài sản. Đà tăng trưởng tích cực duy tiếp tục diễn ra trong tháng 10/2024, với lợi nhuận thuần 10 tháng đầu năm 2024 tăng mạnh 98%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận hoạt động thuần tăng trưởng mạnh, lần lượt 75%, 16%, và 14% trong năm 2024, 2025, và 2026.

TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn (hoặc 24%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 25,1 lần (Bảng 21). Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 của TCM là 18,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 11,4 lần.

STK: HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với STK với giá mục tiêu không đổi ở mức 25.000đ. STK đang chịu rủi ro từ việc đồng USD tăng giá. Nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của HSC dự báo tỷ giá USD/VND sẽ đạt mức 25.450đ vào cuối Q4/2024, tăng 3,6% so với quý trước và sẽ tiếp tục tăng 2,2% lên 26.000đ vào cuối năm 2025. Do đó, chúng tôi dự báo STK sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá trong năm 2024-2025 do có khoản nợ bằng USD và việc này cũng đã được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 10 tỷ đồng, 33 tỷ đồng và 124 tỷ đồng trong năm 2024, 2025 và 2026.

STK đang được định giá cao và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 47,4 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn (hoặc 56%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 30,3 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 71,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 17,3 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/11.

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 (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
STK	24,550	Nắm giữ	-	25,000	-	1.83	235	72.0	20.4	9.91	0	0
TCM	47,300	Mua vào	-	58,600	(1.35)	23.9	20.8	18.9	10.6	8.94	1.92	3.17

Giá cổ phiếu tại ngày 26/11/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Triển vọng năm 2025 tích cực, nhờ nhu cầu cải thiện và có thể chỉ bị ảnh hưởng nhẹ từ chính sách thuế của ông Trump 3

Xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam: KQKD tích cực trong 10 tháng đầu năm 2024 3

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng 1 con số ở mức cao 4

Duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM và khuyến nghị Nắm giữ đối với STK 5

Báo cáo thành phần

CTCP Sợi Thế Kỷ (STK) 7

CTCP Dệt may - ĐT - TM Thành Công (TCM) 13

Triển vọng năm 2025 tích cực, nhờ nhu cầu cải thiện và có thể chỉ bị ảnh hưởng nhẹ từ chính sách thuế của ông Trump

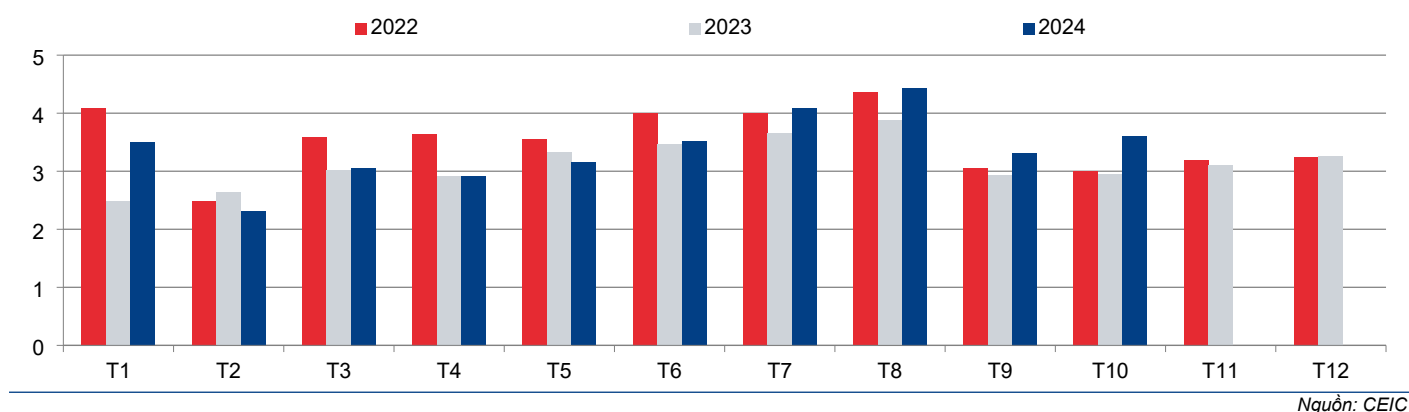
Kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may trong 10 tháng đầu năm 2024 tăng 8% so với cùng kỳ, thấp hơn dự báo cho cả năm 2024 của chuyên gia trong ngành ở mức 11%. Nhu cầu hàng dệt may trên thế giới dự báo tăng nhẹ trong năm 2025, với nguồn sản xuất tiếp tục chuyển hướng từ Trung Quốc sang Việt Nam. Chính sách thuế của ông Trump dự báo sẽ có tác động rất ít lên hàng dệt may của Việt Nam do mặt hàng này đang chịu mức thuế cao, trong khi đó việc áp thuế cao lên sản phẩm từ Trung Quốc có thể thúc đẩy xuất khẩu cho hàng dệt may Việt Nam. Do đó, HSC dự báo ngành sẽ tăng trưởng 1 con số ở mức cao trong năm 2025. Trong số các công ty dệt may trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi dự báo TCM sẽ tăng trưởng vững chắc trong năm 2025. Trong khi đó, STK tiếp tục chịu rủi ro từ việc đồng USD tăng giá do có nợ bằng USD. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM với giá mục tiêu 58.600đ và khuyến nghị Nắm giữ đối với STK với giá mục tiêu 25.000đ.

Xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam: KQKD tích cực trong 10 tháng đầu năm 2024

Theo Tổng cục Thống kê, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may (bao gồm hàng may mặc và sợi) đạt 33,9 tỷ USD, tăng 8% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2024. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc tăng 9% so với cùng kỳ lên 30,2 tỷ USD. Xét theo thị trường, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng 11% so với cùng kỳ, kế đến là EU 10%, Nhật Bản 7% và Hàn Quốc 3%.

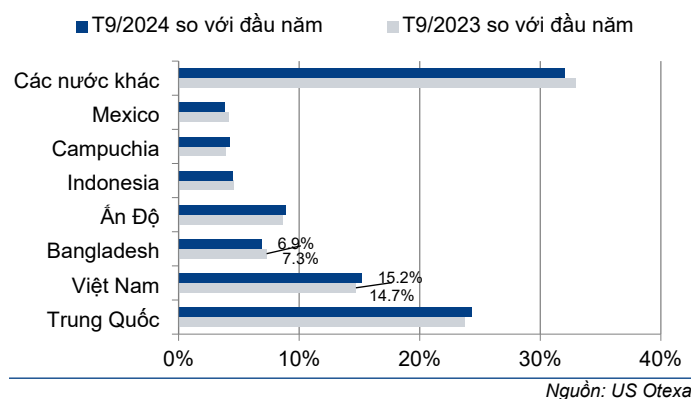
Biểu đồ 1: KNXK hàng tháng ngành Dệt may (tỷ USD), Việt Nam

KNXK (bao gồm sản phẩm sợi) tăng 8% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2024



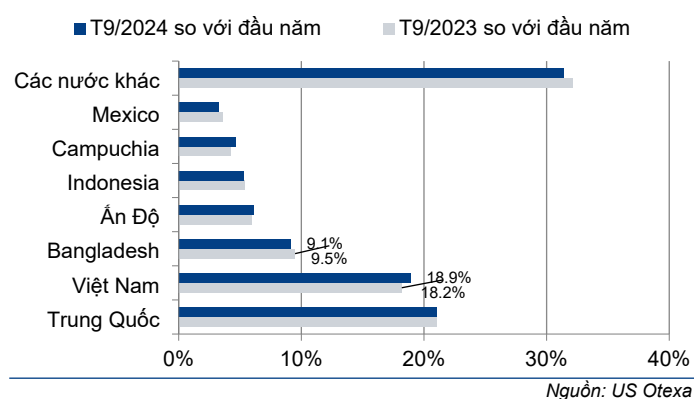
Biểu đồ 2: Nhập khẩu hàng Dệt may của Mỹ – thị phần theo các quốc gia

Thị phần của Việt Nam tăng lên 15,2% trong 9 tháng đầu năm 2024, so với 14,7% trong 9 tháng đầu năm 2023



Biểu đồ 3: Nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ - thị phần theo các quốc gia

Tính chung 6 tháng đầu năm 2024, thị phần của Việt Nam tăng lên 18,9% so với 18,2% trong 9 tháng đầu năm 2023



Đáng lưu ý, thị phần của Việt Nam tại Mỹ – thị trường lớn nhất – tiếp tục cải thiện. Theo số liệu từ Văn phòng Dệt may Hoa Kỳ (Otexa), trong 9 tháng đầu năm 2024, thị phần hàng dệt may của Việt Nam vào nước này ở mức 15,2%, cao hơn so với mức 14,7% trong 9 tháng đầu năm 2023. Nếu tính riêng hàng may mặc, thị phần của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2024 là 18,9%, cao hơn so với mức 17,2% trong nửa đầu năm 2023. Trong khi đó, Bangladesh tiếp tục đánh mất thị phần do bất ổn chính trị xảy ra từ đầu năm 2024.

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng 1 con số ở mức cao

Nhu cầu thế giới: Dự báo tốt hơn một chút so với năm nay

Gần đây, McKinsey – một công ty tư vấn quản trị toàn cầu – đã đưa ra dự báo về nhu cầu thời trang cho năm 2025. Niềm tin và nhu cầu chi tiêu của người tiêu dùng sẽ trở thành thách thức lớn nhất của ngành trong năm sau, thay vì bất ổn địa chính trị như năm 2024. Theo kết quả khảo sát gần đây của McKinsey, có đến 20% người được phỏng vấn (chủ yếu là giám đốc điều hành trong ngành) kỳ vọng tình hình sẽ cải thiện từ năm 2024, trong khi đó 41% kỳ vọng tình hình vẫn không thay đổi và 39% kỳ vọng tình hình sẽ xấu đi.

McKinsey dự báo ngành sẽ tiếp tục tăng trưởng một con số trong năm 2025, nhưng ở mức cao hơn một chút, mặc dù có nhiều khó khăn phía trước. Đối với doanh thu bán lẻ thời trang không xa xỉ, McKinsey dự báo mức tăng trưởng 3-4% ở Mỹ, 2-4% ở châu Âu và 2-4% ở Trung Quốc, cao hơn một chút so với mức tăng của năm 2024, như nội dung trong Bảng 5. Doanh thu bán lẻ thời trang xa xỉ cũng được dự báo có xu hướng tương tự (Bảng 6).

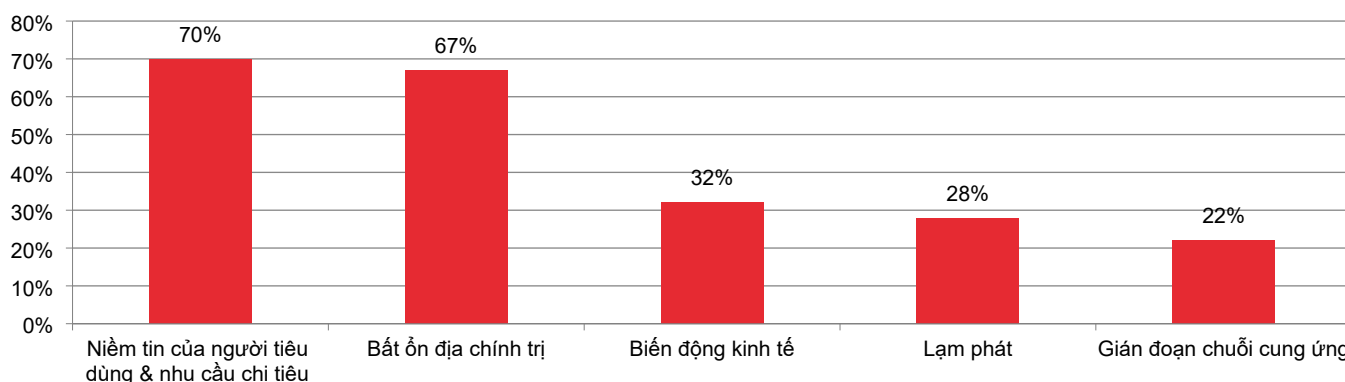
Trump 2.0: HSC có quan điểm trung lập về tác động lên xuất khẩu dệt may của Việt Nam

Chúng tôi giữ quan điểm trung lập về tác động tiềm năng của chính sách thuế mà ông Trump đề xuất đối với hàng dệt may xuất khẩu của Việt Nam. Mặc dù ông Trump đề xuất áp dụng mức thuế chung 10-20% đối với tất cả hàng hóa của Việt Nam, mức thuế hiện tại đối với hàng dệt may xuất khẩu của Việt Nam đã ở mức tương đối cao, bình quân là 15,8%. Do đó, tác động tăng thêm từ mức thuế đề xuất mới dự kiến sẽ là rất khiêm tốn.

Trái lại, Việt Nam sẽ hưởng lợi khi Mỹ áp mức thuế cao hơn đáng kể lên hàng hóa Trung Quốc (lên đến 60%). Điều này có thể dẫn đến việc đơn hàng dệt may từ Trung Quốc chuyển hướng sang các trung tâm thay thế khác như Việt Nam. Xu hướng dịch chuyển này sẽ mang lại cơ hội cho ngành dệt may Việt Nam giành lấy thị phần lớn hơn trên thị trường toàn cầu trong bối cảnh thương mại đang có những biến động như hiện nay.

Biểu đồ 4: Những lo ngại hàng đầu về nhu cầu toàn cầu đối với sản phẩm thời trang

Niềm tin của người tiêu dùng trở thành mối quan ngại lớn nhất



Nguồn: McKinsey

Bảng 5: Tăng trưởng doanh số bán lẻ sản phẩm thời trang ngoài cao cấp, các thị trường trọng điểm

McKinsey dự báo doanh số sẽ tăng trưởng khiêm tốn nhưng cao hơn trong năm 2025

%	EU	Mỹ	Trung Quốc
2021	9	24	12
2022	13	2	-3
2023	4	-1	9
6 tháng đầu năm 2024	1	2	4
6 tháng cuối năm 2024	1 đến 3	2 đến 3	3 đến 4
2025E	2 đến 4	3 đến 4	2 đến 4

Nguồn: McKinsey

Bảng 6: Tăng trưởng doanh số bán lẻ sản phẩm thời trang cao cấp tại các thị trường trọng điểm

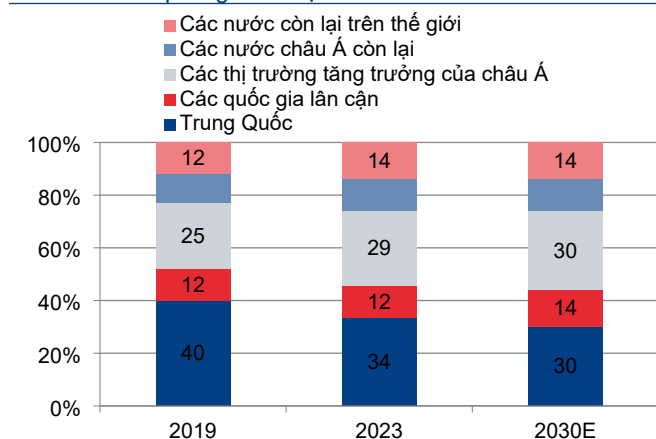
Mỹ & EU được kỳ vọng sẽ đem lại tăng trưởng tích cực

%	EU	Mỹ	Trung Quốc
2021	15	49	40
2022	12	10	-6
2023	8	5	12
6 tháng đầu năm 2024	1	2	-3
6 tháng cuối năm 2024	1 đến 2	2 đến 3	-10 đến -7
2025E	1 đến 3	3 đến 5	-3 đến 0

Nguồn: McKinsey

Biểu đồ 7: Nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ

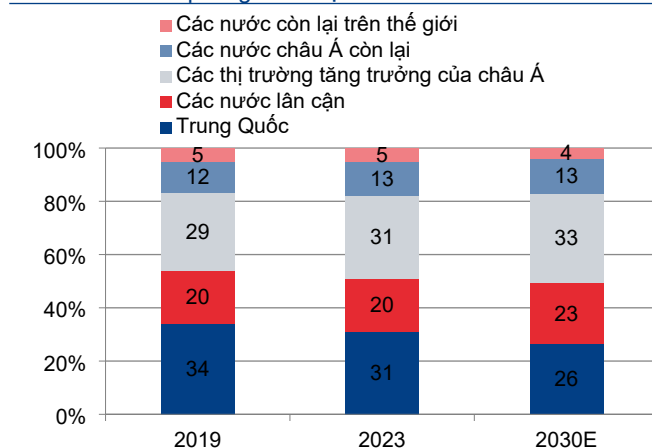
Mỹ tăng cường nhập khẩu từ các thị trường đang phát triển ở châu Á & các quốc gia lân cận



Ghi chú: Các thị trường tăng trưởng của châu Á gồm Ấn Độ, Việt Nam, Campuchia & Bangladesh
Nguồn: McKinsey

Biểu đồ 8: Nhập khẩu hàng dệt may của EU

EU cũng tăng cường nhập khẩu từ các thị trường đang phát triển ở châu Á & các quốc gia lân cận



Ghi chú: Các thị trường đang phát triển của châu Á gồm Ấn Độ, Việt Nam, Campuchia & Bangladesh
Nguồn: McKinsey

Nguồn cung ứng hàng dệt may: Tiếp tục đa dạng hóa

Theo McKinsey xu hướng đa dạng hóa có thể sẽ tiếp diễn trong những năm tới. Ngành sản xuất hàng may mặc sẽ đa dạng hóa khỏi thị trường Trung Quốc sang các khu vực khác bao gồm các nước đang phát triển ở châu Á và các nước gần Mỹ/EU. Các nước châu Á đang phát triển như Ấn Độ, Việt Nam và Bangladesh được dự báo sẽ trở thành nguồn cung ứng chính cho thị trường dệt may Mỹ và châu Âu.

Trong khi đó, Trung Quốc đang mất dần khả năng cạnh tranh về mặt chi phí do chi phí nhân công tăng (tăng 38% trong giai đoạn 2010 và 2021). Các quốc gia gần Mỹ/EU dự kiến sẽ trở thành một phần quan trọng đối với chiến lược tìm nguồn cung ứng phù hợp. Lượng hàng dệt may nhập khẩu vào Mỹ và châu Âu từ các quốc gia lân cận dự kiến sẽ tăng lần lượt 2% và 3% trong năm 2030.

HSC dự báo tăng trưởng một con số ở mức cao trong năm 2025

Dựa trên những thông tin đã đề cập, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng một chữ số ở mức cao trong năm 2025. Chủ tịch Hiệp hội Dệt May Việt Nam gần đây nhấn mạnh giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam dự kiến đạt 47-48 tỷ USD trong năm 2025, tương ứng với mức tăng trưởng hàng năm là 7-9%. Dự báo trên phù hợp với các xu hướng nhu cầu đang cải thiện, đa dạng hóa nguồn cung và sự dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam. Cho năm 2024, kim ngạch xuất khẩu dự báo đạt 44 tỷ USD, tăng 11% so với cùng kỳ.

Duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM và khuyến nghị Nắm giữ đối với STK

TCM: HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM với giá mục tiêu 58.600đ, tiềm năng tăng giá 24%. KQKD Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024 của TCM tích cực và sát với dự báo, nhờ tất cả các phân khúc sản phẩm ghi nhận KQKD vững chắc và lợi

nhuận từ hoạt động thanh lý tài sản. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần tăng 15% so với cùng kỳ đạt 2.885 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 95% so với cùng kỳ đạt 215 tỷ đồng. Đà tăng trưởng tích cực tiếp tục diễn ra trong tháng 10/2024, với lợi nhuận thuần 10 tháng đầu năm 2024 tăng mạnh 98%. HSC điều chỉnh giảm 4-7% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 106%, 11% và 14% trong năm 2024, 2025 và 2026. Loại trừ khoản lỗ không thường xuyên 17 tỷ đồng trong năm 2023 và khoản lợi nhuận bất thường 15,1 tỷ đồng trong năm 2024, lợi nhuận thuần hoạt động sẽ tăng trưởng 75% trong năm 2024 và 16% trong năm 2025.

TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn (hoặc 24%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 25,1 lần (Bảng 21). Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 của TCM là 18,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 11,4 lần.

Bảng 9: Dự báo cũ & mới cho giai đoạn 2024-2026, các doanh nghiệp ngành Dệt may HSC khuyến nghị

HSC điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
STK	2	10	405.0%	-88.4%	64	33	-48.6%	225.7%	146	124	-14.9%	277.8%
TCM	283	272	-3.9%	106.2%	323	301	-6.8%	10.7%	366	342	-6.6%	13.6%
Tổng	285	282	-1.0%	28.7%	387	334	-13.7%	18.4%	512	466	-8.9%	53.3%

Nguồn: HSC ước tính

STK: HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với STK với giá mục tiêu không đổi ở mức 25.000đ. Mặc dù toàn ngành có triển vọng tích cực nhưng STK đang chịu rủi ro từ việc đồng USD tăng giá. Nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ đạt mức 25.450đ vào cuối Q4/2024, tăng 3,6% so với quý trước và cũng dự báo vào cuối năm 2025, đồng USD sẽ tăng giá 2,2% (so với cùng kỳ) lên 26.000đ. Do đó, chúng tôi dự báo STK sẽ phải ghi nhận lỗ tỷ giá chưa thực hiện trong năm 2024 và 2025 liên quan đến khoản nợ bằng USD. Tính đến cuối Q3/2024, nợ của Công ty ở mức 48,8 triệu USD và khoản nợ này dự kiến sẽ giảm xuống còn 45 triệu USD vào cuối năm 2024 và 31 triệu USD vào cuối năm 2025.

Cho năm 2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 10 tỷ đồng (tăng từ mức 2 tỷ đồng theo dự báo trước đó) do chúng tôi giảm dự báo lỗ tỷ giá chưa thực hiện xuống còn 40 tỷ đồng (từ mức 47 tỷ đồng trước đó). Cho năm 2025, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần xuống 33 tỷ đồng từ 64 tỷ đồng trước đó, sau khi giảm 15% dự báo doanh thu thuần và dự báo lỗ tỷ giá ở mức 17 tỷ đồng. Cho năm 2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm 15% xuống 124 tỷ đồng, sau khi giảm 15% dự báo doanh thu thuần.

Năm giữ (giữ nguyên)

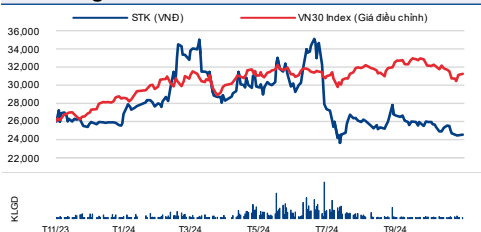
Giá mục tiêu: VNĐ25,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2024)	24,550
Mã Bloomberg	STK VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,650-35,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,533
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,372
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	93.4
Slg CP lưu hành (tr.đv)	96.6
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	96.6
Slg CP NN được mua (tr.đv)	80.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.3%
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	(5.39)	(5.39)	(6.65)
So với chỉ số	(3.48)	(3.98)	(21.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	105	332	(68.5)
2025F	341	1,802	(81.1)
2026F	1,286	2,518	(48.9)

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

Vẫn còn rủi ro tỷ giá; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với STK, với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 25.000đ (tiềm năng tăng giá: 2%), với việc giảm dự báo lợi nhuận được bù trừ bởi việc giảm phần bù rủi ro vốn CSH và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.
- Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 10 nghìn tỷ đồng từ mức 2 tỷ đồng theo dự báo trước đó. Cho năm 2025, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần xuống 33 tỷ đồng từ mức 64 tỷ đồng trước đó và cũng giảm 15% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 xuống 124 tỷ đồng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, STK đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 47,4 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 30,3 lần.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng Q4/2024 và năm 2025

Việc đồng USD tăng giá vẫn là vấn đề đối lo ngại đối với STK trong Q4/2024 và năm 2025. Nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ đạt mức 25.450đ vào cuối Q4/2024, tăng 3,6% so với quý trước và cũng dự báo vào cuối năm 2025, đồng USD sẽ tăng giá 2,2% (so với cùng kỳ) lên 26.000đ.

Do đó, STK có thể sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá chưa thực hiện liên quan đến khoản nợ bằng USD. Tính đến cuối Q3/2024, nợ của Công ty ở mức 48,8 triệu USD và khoản nợ này dự kiến sẽ giảm xuống còn 45 triệu USD vào cuối năm 2024 và 31 triệu USD vào cuối năm 2025.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Cho năm 2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 10 tỷ đồng (tăng từ mức 2 tỷ đồng theo dự báo trước đó) do chúng tôi giảm dự báo lỗ tỷ giá chưa thực hiện xuống còn 40 tỷ đồng (từ mức 47 tỷ đồng trước đó).

Cho năm 2025, HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần xuống 33 tỷ đồng từ 64 tỷ đồng trước đó, sau khi giảm 15% dự báo doanh thu thuần và dự báo lỗ tỷ giá ở mức 17 tỷ đồng. Cho năm 2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm 15% xuống 124 tỷ đồng, sau khi giảm 15% dự báo doanh thu thuần xuống 2.007 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

HSC giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 25.000đ và duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với STK. Việc giảm dự báo lợi nhuận được bù trừ bởi việc giảm phần bù rủi ro vốn CSH trong phương pháp định giá DCF (xuống 7,5% từ 8,5%). Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, STK đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 47,4 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn (hoặc 57%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 30,3 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 71,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 17,3 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	395	205	180 ▼	367 ▼	452 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	240	87.3	10.1 ▲	32.9 ▼	124 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,882	928	105 ▲	341 ▼	1,286 ▼
DPS (đồng)	1,500	0	0 ▼	0 ▼	0 ▼
BVPS (đồng)	18,267	17,306	17,632 ▲	17,973 ▲	19,259 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.97	15.4	20.4	9.91	8.05
P/E ĐC (lần)	8.52	26.4	235	72.0	19.1
Lợi suất cổ tức (%)	6.11	0	0	0	0
P/B (lần)	1.34	1.42	1.39	1.37	1.27
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.8)	(67.8)	(88.7)	226	277
ROAE (%)	17.2	5.51	0.61	1.91	6.91

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

Tỷ giá vẫn là mối lo ngại trong năm 2025; duy trì khuyến nghị Nắm giữ

Việc đồng USD tăng giá vẫn là mối lo ngại đối với STK trong tương lai gần. Nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của HSC dự báo tỷ giá USD/VND sẽ đạt mức 25.450đ vào cuối Q4/2024, tăng 3,6% so với quý trước và sẽ tiếp tục tăng 2,2% lên 26.000đ vào cuối năm 2025. Do đó, STK có thể sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá chưa thực hiện liên quan đến khoản nợ bằng USD trong Q4/2024 và năm 2025. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 10 tỷ đồng. Cho năm 2025, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh xuống 33 tỷ đồng từ mức 64 tỷ đồng trước đó. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần cũng được điều chỉnh giảm 15% xuống 124 tỷ đồng. Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, giảm phần bù rủi ro vốn CSH được áp dụng trong phương pháp định giá DCF và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 25.000đ. Duy trì khuyến nghị Nắm giữ.

Triển vọng Q4/2024 và năm 2025: Rủi ro từ đồng USD tăng giá

Q4/2024: KQKD kém tích cực do sản lượng tiêu thụ thấp và đồng USD tăng giá

Gần đây, HSC trao đổi với BLĐ để cập nhật về tình hình đơn hàng trong Q4/2024. Theo đó, số lượng đơn hàng trong Q4/2024 ở mức thấp và BLĐ kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ tương đương với Q3/2024, ở mức 5.700 tấn, giảm 17% so với cùng kỳ.

Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro lớn từ việc đồng USD tăng giá. Tại thời điểm cuối Q3/2024, nợ của STK ở mức 48,8 triệu USD, và BLĐ cho biết sẽ giảm khoản nợ bằng USD này xuống 42-45 triệu USD vào cuối năm 2024. STK sẽ phải ghi nhận lỗ tỷ giá chưa thực hiện liên quan đến khoản nợ này nếu tỷ giá USD/VND vào cuối năm 2024 cao hơn cuối Q3/2024. Nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ đạt mức 25.450đ vào cuối năm 2024, tăng 3,6% so với cuối Q3/2024.

Triển vọng năm 2025: Rủi ro chủ yếu đến từ đồng USD tăng giá

Cho năm 2025, việc đồng USD tăng giá vẫn là rủi ro lớn đối với STK. BLĐ kỳ vọng khoản nợ bằng USD sẽ giảm xuống còn 31 triệu USD vào cuối năm 2025. Trong khi đó, nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ đạt mức 26.000đ vào cuối năm 2025, tăng 2,2% so với cuối Q3/2024.

Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Năm 2024: Lợi nhuận thuần dự báo đạt 10 tỷ đồng (tăng từ mức 2 tỷ đồng theo dự báo trước đó) do chúng tôi giảm dự báo lỗ tỷ giá chưa thực hiện xuống còn 40 tỷ đồng (từ mức 47 tỷ đồng trước đó).

Lưu ý, trong Q3/2024, STK ghi nhận toàn bộ hoàn nhập dự phòng 47 tỷ đồng cho khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện đã được ghi nhận trong nửa đầu năm 2024 do đồng USD giảm giá khoảng 3,5% trong Q3/2024. Tuy nhiên, kể từ khi đó đồng USD lại tăng giá trở lại, chúng tôi dự báo Công ty sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá chưa thực hiện 40 tỷ đồng trong Q4/2024. Trong khi đó, HSC giảm 16% dự báo doanh thu thuần xuống 1.188 tỷ đồng, giảm 17% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ thấp.

Trong Q4/2024, doanh thu thuần được dự báo giảm 11% so với cùng kỳ xuống 311 tỷ đồng và Công ty sẽ ghi nhận lỗ thuần 17 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 32 tỷ đồng trong Q4/2023).

Năm 2025: HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần xuống 33 tỷ đồng (từ 64 tỷ đồng) sau khi giảm 15% dự báo doanh thu thuần xuống 1.619 tỷ đồng, cũng như dự báo STK sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ chưa thực hiện 17 tỷ đồng, với giả định nợ bằng USD ở mức 31 triệu USD và tỷ giá USD/VND là 26.000đ vào cuối năm 2025. Chúng tôi lưu ý rằng bắt đầu từ năm sau, STK sẽ chịu chi phí khấu hao cho cả năm và chi phí lãi vay cho khoản vay để tài trợ cho nhà máy Unitex, dự kiến sẽ chính thức vận hành vào cuối năm 2024.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 226% trong năm 2025 từ mức nền thấp của năm 2024, trên doanh thu thuần tăng trưởng 42%.

Năm 2026: Dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm 15% xuống 124 tỷ đồng, sau khi giảm 15% dự báo doanh thu thuần xuống 2.007 tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng 277%, trên mức tăng trưởng doanh thu 19%. Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo Công ty không ghi nhận lỗ tỷ giá.

Bảng 10: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026, STK

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận trong năm 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
2024F				
Doanh thu thuần	1,417	1,188	-16.6%	-16.1%
Lợi nhuận thuần	2	10	-88.4%	418.2%
2025F				
Doanh thu thuần	1,997	1,691	42.3%	-15.3%
Lợi nhuận thuần	64	33	225.9%	-48.8%
2026F				
Doanh thu thuần	2,366	2,007	18.7%	-15.2%
Lợi nhuận thuần	146	124	277.2%	-15.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Cơ cấu doanh thu thuần, STK

HSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F
Sợi nguyên sinh	651	781	898
Tăng trưởng	-9.5%	20.0%	15.0%
Điều chỉnh	-19.7%	-19.7%	-19.7%
Sợi tái chế	537	910	1,109
Tăng trưởng	-23.9%	69.4%	21.9%
Điều chỉnh	-11.3%	-11.1%	-11.1%
Tổng	1,188	1,691	2,007
Tăng trưởng	-16.6%	42.3%	18.7%
Điều chỉnh	-16.1%	-15.3%	-15.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Dự báo sản lượng tiêu thụ & giá bán bình quân, STK

Chúng tôi giảm giả định sản lượng tiêu thụ

	2024F	2025F	2026F
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	22,562	30,236	35,403
Tăng trưởng	-18.1%	34.0%	17.1%
Điều chỉnh	-18.9%	-18.7%	-18.6%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	52.7	55.9	56.7
Tăng trưởng	1.8%	6.2%	1.4%
Điều chỉnh	3.7%	4.1%	4.3%

Nguồn: HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Nắm giữ với giá mục tiêu 25.000đ

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với STK, với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 25.000đ (tiềm năng tăng giá: 2%).

Phương pháp định giá

Phương pháp định giá DCF của chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4%, phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 7,5% (vừa điều chỉnh giảm từ mức 8,5%, theo tiêu chuẩn chung của HSC), và hệ số beta không đổi 0,9 lần. Giả định WACC ở mức 9,5%, thấp hơn mức 9,7% trong dự báo trước đó. HSC giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%, trong khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.

Tính toán FCFF, phương pháp định giá DCF và giả định WACC cơ bản được trình bày trong Bảng 13-15. HSC thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 16.

Bảng 13: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, STK

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần sau thuế	10	33	124	181	239	275
Chi phí lãi vay * (1 - thuế suất)	16	86	80	74	68	62
Cộng: Khấu hao	114	225	230	235	241	246
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(1,077)	(110)	(115)	(121)	(127)	(133)
Trừ: Tăng vốn lưu động	38	(90)	(114)	(61)	(122)	(152)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(899)	145	205	308	299	298

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Định giá, STK

Giá mục tiêu là 25.000đ

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị dài hạn (tại tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	3,855
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,685
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	996
Giá trị của doanh nghiệp	3,680
Nợ (cuối năm 2025)	(1,486)
Tiền mặt (cuối năm 2025)	224
Giá trị của vốn CSH	2,417
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	96.6
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	25,016

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Tính toán WACC, STK

WACC là 9,5%

	Giá định
Tỷ trọng của vốn CSH	60.0%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	11.6%
Tỷ trọng nợ	40.0%
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	10%
Chi phí nợ sau thuế	6.3%
WACC	9.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Phân tích độ nhạy, STK

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	24,046	22,723	21,493	20,348	19,278
	1.5%	25,999	24,516	23,144	21,872	20,689
	2.0%	28,237	26,559	25,016	23,592	22,274
	2.5%	30,827	28,909	27,157	25,549	24,068
	3.0%	33,858	31,640	29,628	27,795	26,117

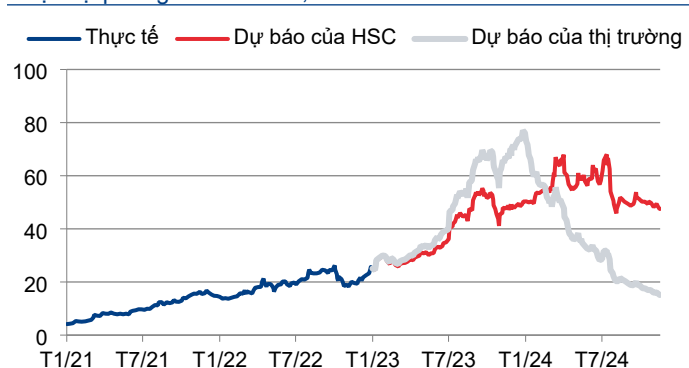
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Với thị giá hiện tại, STK đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 47,4 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn (hoặc 57%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 30,3 lần (Biểu đồ 17-18). Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 71,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 17,3 lần.

Biểu đồ 17: P/E trượt dự phóng 1 năm, STK

Dựa trên ước tính của chúng tôi, STK đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 47,4 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, STK

...cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 30,2 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 19: So sánh các công ty cùng ngành, STK

STK đang giao dịch với định giá cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025
Formosa Taffeta Co Ltd	1434 TT	1,509	N/A	N/A
Hyosung TNC Corp	298020 KS	1,541	7.3	6.2
Fair Eastern New Century Corp	1402 TT	5,637	20.8	18.6
Shandong Fiberglass Group - A	605006 CH	806	127.5	21.2
Yantai Tayho Advanced Materials Co Ltd	002254 SZ	2,900	35.9	23.1
Bình quân		2,479	47.9	17.3
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN	90	234.2	71.9

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	2,115	1,425	1,188	1,691	2,007
Lợi nhuận gộp	372	192	148	230	326
Chi phí BH&QL	(83.6)	(80.1)	(77.7)	(87.8)	(104)
Thu nhập khác	0.71	1.88	0	0	0
Chi phí khác	(0.08)	(0.05)	(4.83)	0	0
EBIT	289	114	65.9	142	222
Lãi vay thuần	(19.0)	(23.0)	(54.7)	(105)	(83.9)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LN TT	270	90.5	11.2	36.6	138
Chi phí thuế TNDN	(29.3)	(3.20)	(1.12)	(3.66)	(13.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	240	87.3	10.1	32.9	124
Lợi nhuận thuần ĐC	240	87.3	10.1	32.9	124
EBITDA ĐC	395	205	180	367	452
EPS (đồng)	2,882	928	105	341	1,286
EPS ĐC (đồng)	2,882	928	105	341	1,286
DPS (đồng)	1,500	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	83.4	94.1	96.6	96.6	96.6
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	84.4	94.1	96.6	96.6	96.6
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	84.4	94.1	96.6	96.6	96.6

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	235	109	290	224	119
Đầu tư ngắn hạn	180	54.1	0	0	0
Phải thu khách hàng	226	451	88.9	127	150
Hàng tồn kho	466	615	519	671	797
Các tài sản ngắn hạn khác	92.5	167	63.1	89.8	107
Tổng tài sản ngắn hạn	1,200	1,397	961	1,112	1,173
TSCĐ hữu hình	731	642	2,410	2,315	2,327
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	54.7	797	13.8	13.8	13.8
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	140	139	141	145	148
Tổng tài sản dài hạn	925	1,578	2,565	2,474	2,489
Tổng cộng tài sản	2,125	2,975	3,526	3,585	3,662
Nợ ngắn hạn	308	441	265	265	265
Phải trả người bán	220	238	161	256	288
Nợ ngắn hạn khác	43.4	47.1	39.3	55.9	66.4
Tổng nợ ngắn hạn	584	769	500	627	679
Nợ dài hạn	0	578	1,322	1,222	1,122
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0	578	1,322	1,222	1,122
Tổng nợ phải trả	584	1,347	1,822	1,849	1,800
Vốn chủ sở hữu	1,541	1,628	1,704	1,737	1,861
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1,541	1,628	1,704	1,737	1,861
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,125	2,975	3,526	3,585	3,662
BVPS (đ)	18,267	17,306	17,632	17,973	19,259
Nợ thuần/(tiền mặt)	72.8	909	1,297	1,262	1,267

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	289	114	65.9	142	222
Khấu hao	(106)	(91.9)	(114)	(225)	(230)
Lãi vay thuần	(19.0)	(23.0)	(54.7)	(105)	(83.9)
Thuế TNDN đã nộp	(24.8)	(0.06)	(1.12)	(3.66)	(13.8)
Thay đổi vốn lưu động	(129)	(213)	18.7	(189)	(207)
Khác	(38.3)	(33.1)	(12.4)	(89.6)	(84.9)
LCT thuần từ HKKD	212	(23.2)	203	180	236
Đầu tư TS dài hạn	(189)	(950)	(1,077)	(110)	(115)
Góp vốn & đầu tư	(163)	(42.7)	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	0	180	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(352)	(813)	(1,077)	(110)	(115)
Cổ tức trả cho CSH	(102)	0	(145)	(145)	(145)
Thu từ phát hành CP	142	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(30.3)	710	568	(100)	(100)
Khác	0	0	632	109	19.9
LCT thuần từ HĐTC	9.54	710	1,055	(136)	(225)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	366	235	109	290	224
LCT thuần trong kỳ	(130)	(126)	180	(65.5)	(105)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.77)	0.00	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	235	109	290	224	119
Dòng tiền tự do	23.2	(973)	(875)	70.0	120

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.6	13.5	12.5	13.6	16.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	18.7	14.4	15.2	21.7	22.5
Tỷ suất LNT (%)	11.4	6.13	0.85	1.95	6.19
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	3.53	10.00	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.53	(32.6)	(16.6)	42.3	18.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	2.10	(48.0)	(12.4)	104	23.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(13.7)	(63.7)	(88.4)	226	277
Tăng trưởng EPS (%)	(18.8)	(67.8)	(88.7)	226	277
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.8)	(67.8)	(88.7)	226	277
Tăng trưởng DPS (%)	0	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	52.0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.2	5.51	0.61	1.91	6.91
ROACE (%)	20.6	6.06	2.52	4.74	7.47
Vòng quay tài sản (lần)	1.03	0.56	0.37	0.48	0.55
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.73	(0.20)	3.07	1.27	1.06
Số ngày tồn kho	97.6	182	182	168	173
Số ngày phải thu	47.3	134	31.2	31.6	32.6
Số ngày phải trả	46.0	70.5	56.6	63.9	62.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.29	58.2	78.0	75.4	71.0
Nợ/tài sản (%)	14.9	35.6	45.9	42.8	39.4
EBIT/lãi vay (lần)	15.2	4.93	1.21	1.35	2.64
Nợ/EBITDA (lần)	0.80	5.15	8.99	4.18	3.19
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.06	1.82	1.92	1.77	1.73
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.93	2.22	3.09	2.15	1.81
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.97	15.4	20.4	9.91	8.05
P/E (lần)	8.52	26.4	235	72.0	19.1
P/E ĐC (lần)	8.52	26.4	235	72.0	19.1
P/B (lần)	1.34	1.42	1.39	1.37	1.27
Lợi suất cổ tức (%)	6.11	0	0	0	0

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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ58,600 (từ VNĐ59,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2024) 47,300

Mã Bloomberg TCM VN

Giá cao/thấp 52 tuần (đ) 36,364-53,800

GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) 46,933

Vốn hóa thị trường (tỷ đ) 4,818

Vốn hóa trị trường (tr.USD) 190

Slg CP lưu hành (tr.đv) 102

Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) 51.0

Slg CP NN được mua (tr.đv) 1.82

Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN 50.0%

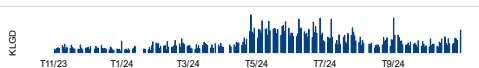
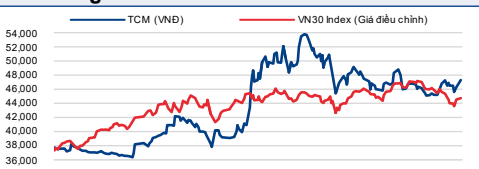
Tỷ lệ sở hữu của NN 48.3%

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 4.88 (1.56) 25.7

So với chỉ số 7.00 (0.09) 5.18

So với ngành - - -

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng) HSC Thị trường % ch. lệch

2024F 2,270 2,746 (17.3)

2025F 2,508 2,907 (13.7)

2026F 2,850 3,136 (9.1)

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

Tiếp tục tăng trưởng khá; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM với giá mục tiêu được điều chỉnh giảm nhẹ xuống 58.600đ, tiềm năng tăng giá là 24%.
- Mặc dù giảm 4-7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần hoạt động tăng trưởng lần lượt 75%, 16% và 14% trong năm 2024, 2025 và 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 25,1 lần (Bảng 21). Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 của TCM là 18,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 11,4 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

KQKD Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024 của TCM tích cực và sát với dự báo, nhờ tất cả các phân khúc sản phẩm ghi nhận KQKD vững chắc và lợi nhuận từ hoạt động thanh lý tài sản. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần tăng 15% so với cùng kỳ đạt 2.885 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 95% so với cùng kỳ đạt 215 tỷ đồng. Đà tăng trưởng tích cực duy tiếp tục diễn ra trong tháng 10/2024, với lợi nhuận thuần 10 tháng đầu năm 2024 tăng mạnh 98% so với cùng kỳ.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận, nhưng đà tăng trưởng tích cực vẫn tiếp diễn

HSC điều chỉnh giảm 4-7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi giảm 4-7% dự báo doanh thu thuần, nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận hoạt động vẫn tích cực, với mức tăng lần lượt 75%, 16% và 14% trong năm 2024, 2025 và 2026. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 272 tỷ đồng trong năm 2024 (Q4/2024: 57 tỷ đồng, tăng 159% so với cùng kỳ), 301 tỷ đồng trong năm 2025 và 342 tỷ đồng trong năm 2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn (hoặc 24%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 25,1 lần (Bảng 21). Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 của TCM là 18,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 11,4 lần như thường lệ.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM, với giá mục tiêu 58.600đ (so với 59.000đ trước đó). Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá 24% từ thị giá hiện tại.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	488	344	464	530	577
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	279	132	272	301 ▼	342 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,331	1,268	2,270	2,508 ▼	2,850 ▼
DPS (đồng)	450	640	910	1,500	1,500
BVPS (đồng)	19,334	19,636	21,637	23,374	24,924
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	13.9	10.6	8.94	7.98
P/E ĐC (lần)	20.3	37.3	20.8	18.9	16.6
Lợi suất cổ tức (%)	0.95	1.35	1.92	3.17	3.17
P/B (lần)	2.45	2.41	2.19	2.02	1.90
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(45.6)	79.1	10.5	13.7
ROAE (%)	15.2	6.65	12.9	13.1	13.9

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

Triển vọng lợi nhuận năm 2025-2026 vững chắc; duy trì khuyến nghị Mua vào

KQKD Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024 của TCM tích cực và sát với dự báo, nhờ tất cả các phân khúc sản phẩm ghi nhận KQKD vững chắc và lợi nhuận từ hoạt động thanh lý tài sản. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần tăng 15% so với cùng kỳ đạt 2.885 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 95% so với cùng kỳ đạt 215 tỷ đồng. Đà tăng trưởng tích cực duy tiếp tục diễn ra trong tháng 10/2024, với lợi nhuận thuần 10 tháng đầu năm 2024 tăng mạnh 98% so với cùng kỳ. Mặc dù giảm 4-7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần hoạt động tăng trưởng lần lượt 75%, 16% và 14% trong năm 2024, 2025 và 2026. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM với giá mục tiêu 58.600đ, tiềm năng tăng giá 24%).

KQKD Q3/2024 tích cực, nhờ kết quả tốt ở tất cả phân khúc sản phẩm chính + thanh lý tài sản

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt lần lượt 1.105 tỷ đồng và 81 tỷ đồng, tăng 20% và 50% so với cùng kỳ, sát với dự báo của HSC. Doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh là nhờ tất cả các phân khúc sản phẩm và thị trường Hàn Quốc đạt mức tăng trưởng khá tốt. Ngoài ra, mức tăng trưởng trên cũng được hỗ trợ từ khoản tiền 15,1 tỷ đồng từ hoạt động bán nhà máy Trắng Bàng.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần tăng 15% so với cùng kỳ đạt 2.885 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 95% so với cùng kỳ đạt 215 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2024 hoàn thành 76% dự báo cho cả năm 2024 và sát với dự báo của HSC. Loại trừ khoản lỗ không thường xuyên 17 tỷ đồng từ việc bán cổ phần tại công ty liên kết Savimex (SAV) trong Q2/2023, và lợi nhuận không thường xuyên trong Q3/2024, lợi nhuận thuần sẽ tăng 59% so với cùng kỳ.

KQKD của tất cả các phân khúc sản phẩm chính vững chắc; Hàn Quốc là thị trường lớn nhất

Tất cả các phân khúc sản phẩm chính đều ghi nhận tăng trưởng vững chắc trong Q3/2024. Doanh thu hàng may mặc, vải, và sợi tăng lần lượt 20%, 12%, và 24% so với cùng kỳ.

Xét theo thị trường, Hàn Quốc là thị trường lớn nhất, với mức tăng trưởng 58% so với cùng kỳ. Doanh thu xuất khẩu sang Hàn Quốc tăng mạnh nhờ những đơn hàng lớn từ cổ đông lớn của TCM là E-land Asia Holdings, thành viên của tập đoàn tại Hàn Quốc. Đầu năm 2024, TCM đã ký hợp đồng với E-land Asia Holdings cho đơn hàng nguyên cả năm, cung cấp 10 triệu sản phẩm may mặc, gấp đôi so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Nhật Bản cùng giảm 5% so với cùng kỳ.

Bảng 20: KQKD Q3/2024 & 9 tháng đầu năm 2024, TCM

Lợi nhuận thuần tăng 51% so với cùng kỳ trong Q3 & tăng 95% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	Q3/2023	Q2/2024	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	919	847	1,105	20.2%	30.5%	2,510	2,886	14.9%
Lợi nhuận gộp	139	153	168	21.2%	10.0%	369	478	29.4%
Chi phí BH&QL	71	79	75	6.2%	-5.5%	200	238	18.9%
Lợi nhuận thuần	54	71	81	50.7%	13.4%	110	215	95.2%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	54	71	69	28.2%	-3.5%	127	203	59.3%

Nguồn: TCM

Bảng 21: Cơ cấu doanh thu thuần, TCM

Toàn bộ các mảng đều ghi nhận doanh thu thuần tích cực

Tỷ đồng	Q3/2023	Q2/2024	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
May mặc	695	633	842	21.1%	33.2%	1,935	2,177	12.5%
Vải	147	122	167	13.3%	37.0%	377	413	9.5%
Sợi	77	92	95	24.3%	3.2%	198	295	49.4%
Tổng	919	847	1,105	20.2%	30.5%	2,510	2,886	14.9%

Nguồn: TCM
Bảng 22: Cơ cấu doanh thu thuần theo thị trường, TCM

Hàn Quốc là thị trường tăng trưởng mạnh nhất kể từ đầu năm

Tỷ đồng	Q3/2023	Q2/2024	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Mỹ	249	197	238	-4.2%	20.6%	611	598	-2.1%
Hàn Quốc	213	238	341	60.0%	43.3%	638	815	27.7%
Nhật Bản	157	158	152	-3.6%	-4.4%	527	539	2.2%
Thị trường khác	300	252	373	24.5%	47.9%	734	934	27.2%
Tổng	919	847	1,105	20.2%	30.5%	2,510	2,886	14.9%

Nguồn: TCM

Đà tăng trưởng tích cực tiếp diễn trong tháng 10/2024

Gần đây, Công ty công bố KQKD tháng 10/2024 với doanh thu thuần đạt 13,6 triệu USD hoặc 340 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần 1 triệu USD hoặc 25 tỷ đồng, tăng 127% so với cùng kỳ. Do đó, lũy kế 10 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 3.226 tỷ đồng và 240 tỷ đồng, tăng 15% và 98% so với cùng kỳ.

Cập nhật dự án BĐS: Tiến triển tích cực

Vào ngày 1/11/2024, TCM đã tổ chức ĐHCĐ bất thường để lấy ý kiến cổ đông về việc đầu tư vào dự án BĐS TC Tower. Đây là dự án căn hộ cao tầng kết hợp với khu dịch vụ thương mại để bán hoặc cho thuê. Dự án tọa lạc tại phường Tây Thạnh, quận Tân Phú, TP.HCM trên diện tích đất 9.898 m2. Chi tiết như sau:

- Giá trị đầu tư: 1,7 nghìn tỷ đồng.
- Số tầng: 13.
- Số căn hộ: 598.
- Giá bán (dự kiến): khoảng 70 triệu đồng/m2.
- Thời gian triển khai: Công ty dự kiến nhận được giấy phép xây dựng vào năm 2026 để bắt đầu khởi công xây dựng và bàn giao nhà trong năm 2028.

Lưu ý rằng chúng tôi chờ đến khi TCM chính thức nhận được giấy phép xây dựng để dự báo dòng tiền cho dự án và phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Dự báo mới: Lợi nhuận tăng 9-11% trong năm 2025-2026

HSC điều chỉnh giảm 4-7% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng 106% trong năm 2024, sau đó tăng 11% trong năm 2025 từ mức nền cao của năm 2024 và không khó lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động thanh lý tài sản. Loại trừ khoản lỗ không thường xuyên 17 tỷ đồng trong năm 2023 và khoản lợi nhuận bất thường 15,1 tỷ đồng trong năm 2024, lợi nhuận thuần hoạt động sẽ tăng trưởng 75% trong năm 2024 và 16% trong năm 2025.

Chúng tôi dự báo đà tăng trưởng sẽ tiếp tục trong năm 2025, dựa trên giả định việc ông Trump đề xuất áp thuế 10-20% đối hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam sẽ không tạo ra tác động đáng kể. Hơn nữa, Việt Nam sẽ hưởng lợi từ việc Mỹ áp mức thuế cao lên hàng hóa Trung Quốc (ông Trump cho biết sẽ áp mức thuế 60%) sẽ làm cho đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc sang các trung tâm dệt may khác, trong đó có

Việt Nam. Trong buổi thảo luận gần đây, BLĐ thể hiện sự tự tin về triển vọng năm 2025 và có khuynh hướng tập trung vào thị trường Mỹ.

Cho năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 14%.

Chi tiết về các dự báo được trình bày trong Bảng 23-24.

Bảng 23: Dự báo cho giai đoạn 2024-2026, TCM

HSC điều chỉnh giảm 7-8% dự báo lợi nhuận HĐ

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Growth y/y
2024F				
Doanh thu thuần	4,007	3,844	-4.1%	15.6%
Lợi nhuận thuần	283	272	-3.7%	106.2%
Lợi nhuận HĐ thuần	283	260	-8.0%	74.6%
2025F				
Doanh thu thuần	4,655	4,326	-7.1%	12.5%
Lợi nhuận thuần	323	301	-7.0%	10.5%
Lợi nhuận HĐ thuần	323	301	-7.0%	15.6%
2026F				
Doanh thu thuần	5,157	4,795	-7.0%	10.9%
Lợi nhuận thuần	366	342	-6.6%	13.7%
Lợi nhuận HĐ thuần	366	342	-6.6%	13.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 24: Cơ cấu doanh thu thuần theo sản phẩm, TCM

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
May mặc				
Tăng trưởng	2,551	2,877	3,260	3,622
Điều chỉnh	-23.8%	12.8%	13.3%	11.1%
Vải				
Tăng trưởng	509	562	618	680
Điều chỉnh	-19.4%	10.5%	10.0%	10.0%
Sợi				
Tăng trưởng	223	324	356	392
Điều chỉnh	-22.2%	45.0%	10.0%	10.0%
Khác				
Tăng trưởng	42	81	92	102
Điều chỉnh	-41.3%	91.7%	13.3%	11.1%
Tổng				
Tăng trưởng	3,325	3,844	4,326	4,795
Điều chỉnh	-23.3%	15.6%	12.5%	10.9%
		-4.1%	-7.1%	-7.0%

Nguồn: HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Mua vào; giá mục tiêu mới là 58.600đ (điều chỉnh giảm 1%)

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCM với giá mục tiêu được điều chỉnh giảm nhẹ xuống 58.600đ. Tại giá mục mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 24% từ thị giá hiện tại.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SOTP để định giá TCM, với 89% định giá đến từ HĐKD cốt lõi là may mặc/dệt may và phần còn lại đến từ dự án BĐS Thành Công Tower 1 và không áp dụng chiết khấu tập đoàn ở đây.

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 25-29.

Đối với mảng dệt may cốt lõi, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá. Phương pháp định giá DCF tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn: 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (so với 8,5% trước đó, theo tiêu chuẩn nội bộ), và hệ số beta 0,9 lần, dẫn đến giả định WACC 9,3% (so với 9,4% trước đó). Chúng tôi cũng duy trì tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%, nhưng lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm

2025. Theo đó, giá trị vốn CSH trên mỗi cổ phiếu đối với mảng kinh doanh cốt lõi sẽ ở mức 52.397đ.

Trong khi đó, đối với dự án BĐS Thành Công Tower 1 của Công ty, mặc dù dự án đã tiến thêm một bước như đã đề cập ở trên, nhưng chúng tôi chờ đến khi công ty chính thức nhận được giấy phép xây dựng mới phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận. Hiện tại, chúng tôi vẫn áp dụng phương pháp định giá cũ dựa trên giá trị đất, ở mức 6.228đ/cp.

Bảng 25: Định giá SOTP, TCM

Giá mục tiêu là 58.600đ

Đồng/cp	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Mảng kinh doanh cốt lõi	53,178	52,397	-1.5%
Thành Công Tower 1	6,228	6,228	0.0%
Tổng	59,406	58,625	-1.3%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Tính toán dòng tiền tự do của mảng HĐKD cốt lõi, TCM

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2028F
Lợi nhuận thuần	272	301	342	377	405	433
Chi phí lãi vay * (1 - thuế suất)	27	26	23	21	24	23
Cộng: Khấu hao	152	166	170	173	177	181
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(491)	(58)	(60)	(60)	(61)	(63)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(86)	(89)	(124)	(145)	(176)	(197)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(126)	345	350	366	369	378

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

Giá trị hợp lý là 52.397đ

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị dài hạn (tại tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	5,304
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,722
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,520
Giá trị của doanh nghiệp	5,242
Nợ (cuối năm 2025)	(722)
Tiền mặt (cuối năm 2025)	817
Giá trị của vốn CSH	5,337
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	101.9
Giá trị hợp lý (đồng)	52,397

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 28: Định giá dự án BĐS, TCM

NAV là 6.228đ/cổ phiếu

	Đơn vị	Giá trị
Thị giá	Triệu đồng/m2	100
Diện tích đất	m2	9,898
Tỷ lệ chiết khấu	%	25%
Doanh thu bán đất	Tỷ đồng	742,350
Chi phí	Tỷ đồng	108,000
Lợi nhuận	Tỷ đồng	634,350
NAV/cổ phiếu	Đồng/cp	6,228

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 29: Phân tích độ nhạy, TCM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	58,234	55,958	53,888	51,998	50,266
	1.5%	60,988	58,422	56,104	54,000	52,081
	2.0%	64,165	61,244	58,625	56,263	54,122
	2.5%	67,870	64,508	61,519	58,843	56,435
	3.0%	72,248	68,327	64,875	61,813	59,078

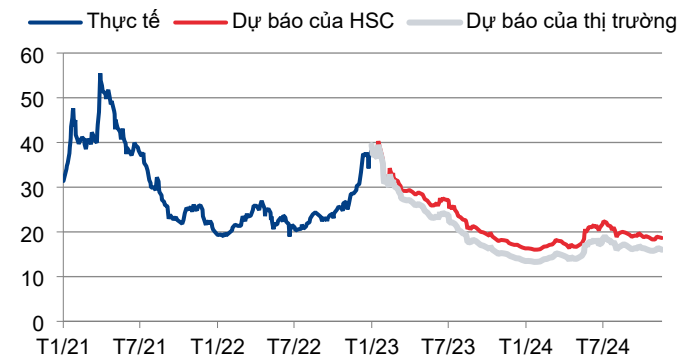
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần dựa trên dự báo của chúng tôi, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn (hoặc 24%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 25,1 lần (Biểu đồ 30-31). Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 18,9 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 11,4 lần.

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

Dựa trên ước tính của HSC, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 31: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCM

...thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 25,1 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 32: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành, TCM

Như thường lệ, TCM đang giao dịch với định giá cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	117	10.2	9.4
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	149	13.1	9.5
Sabina PLC	SABINA TB	266	15.0	14.1
Zhejiang Giuseppe Garment - A	002687 CH	756	15.0	10.8
Biem.L.FDLKK Garment Co LT-A	002832 CH	2490	11.8	10.3
Shenzhen Ellasay Fashion - A	603808 CH	575	24.8	14.1
Bình quân		725	15.0	11.4
CTCP Dệt may - ĐT -TM Thành Công		197	20.8	18.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	4,337	3,325	3,844	4,326	4,795
Lợi nhuận gộp	710	499	643	728	811
Chi phí BH&QL	(348)	(284)	(331)	(364)	(404)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	363	215	312	364	407
Lãi vay thuần	(24.4)	(31.3)	15.0	12.0	20.5
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	7.99	0.99	1.14	1.28	1.42
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	3.98	4.27	17.2	3.77	3.77
LNTT	350	189	345	381	433
Chi phí thuế TNDN	(69.2)	(55.0)	(69.0)	(76.2)	(86.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.72)	(1.90)	(3.91)	(4.32)	(4.91)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	279	132	272	301	342
Lợi nhuận thuần ĐC	237	129	231	255	290
EBITDA ĐC	488	344	464	530	577
EPS (đồng)	2,331	1,101	2,270	2,508	2,850
EPS ĐC (đồng)	2,331	1,268	2,270	2,508	2,850
DPS (đồng)	450	640	910	1,500	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	102	102	102	102	102
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	102	102	102	102	102
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	102	102	102	102	102

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	422	435	375	471	517
Đầu tư ngắn hạn	204	313	308	346	384
Phải thu khách hàng	255	329	380	428	475
Hàng tồn kho	1,255	1,028	1,125	1,222	1,355
Các tài sản ngắn hạn khác	31.1	26.1	30.2	33.9	37.6
Tổng tài sản ngắn hạn	2,167	2,131	2,217	2,502	2,767
TSCĐ hữu hình	737	756	1,083	996	906
TSCĐ vô hình	179	180	174	173	172
Bất động sản đầu tư	2.45	2.38	2.24	2.10	1.96
Đầu tư dài hạn	52.3	37.4	43.8	49.8	55.6
Đầu tư vào Cty LD,LK	80.9	8.34	8.34	8.34	8.34
Tài sản dài hạn khác	259	164	151	157	164
Tổng tài sản dài hạn	1,310	1,149	1,461	1,385	1,307
Tổng cộng tài sản	3,477	3,279	3,679	3,887	4,075
Nợ ngắn hạn	818	632	696	666	636
Phải trả người bán	176	265	307	345	383
Nợ ngắn hạn khác	243	211	243	274	304
Tổng nợ ngắn hạn	1,312	1,173	1,321	1,370	1,416
Nợ dài hạn	141	48.0	84.5	56.4	28.2
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	2.50	2.89	3.25	3.60
Nợ dài hạn khác	18.0	18.0	20.8	23.4	25.9
Tổng nợ dài hạn	159	68.5	108	83.0	57.7
Tổng nợ phải trả	1,498	1,269	1,461	1,488	1,513
Vốn chủ sở hữu	1,969	2,000	2,204	2,381	2,539
Lợi ích cổ đông thiểu số	9.56	10.1	14.0	18.3	23.3
Tổng vốn chủ sở hữu	1,979	2,010	2,218	2,399	2,562
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,477	3,279	3,679	3,887	4,075
BVPS (đ)	19,334	19,636	21,637	23,374	24,924
Nợ thuần*/(tiền mặt)	537	246	406	251	147

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	363	215	312	364	407
Khấu hao	(126)	(129)	(152)	(166)	(170)
Lãi vay thuần	(24.4)	(31.3)	15.0	12.0	20.5
Thuế TNDN đã nộp	(54.8)	(53.4)	(69.0)	(76.2)	(86.6)
Thay đổi vốn lưu động	(166)	136	(129)	(162)	(197)
Khác	(46.8)	(50.1)	(0.14)	(15.1)	(3.25)
LCT thuần từ HKKD	252	414	299	308	319
Đầu tư TS dài hạn	(149)	(42.0)	(491)	(58.4)	(59.7)
Góp vốn & đầu tư	(404)	(193)	0	0	0
Thanh lý	4.15	57.9	(2.18)	(2.56)	(2.56)
Khác	518	115	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(30.7)	(62.4)	(493)	(60.9)	(62.3)
Cổ tức trả cho CSH	(0.37)	(57.9)	(59.3)	(92.8)	(153)
Thu từ phát hành CP	0	0	92.7	0	0
Tăng/giảm nợ	(45.9)	(194)	99.7	(58.2)	(58.2)
Khác	(22.5)	(87.1)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(68.7)	(339)	133	(151)	(211)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	270	422	435	375	471
LCT thuần trong kỳ	152	12.8	(60.3)	96.6	45.3
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	423	435	375	471	517
Dòng tiền tự do	103	372	(191)	250	259

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	16.4	15.0	16.7	16.8	16.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.3	10.3	12.1	12.3	12.0
Tỷ suất LNT (%)	6.44	3.97	7.08	6.95	7.12
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.8	29.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.7	(23.3)	15.6	12.5	10.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	75.6	(29.7)	34.9	14.3	8.86
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	137	(45.6)	79.1	10.5	13.7
Tăng trưởng EPS (%)	137	(52.8)	106	10.5	13.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(45.6)	79.1	10.5	13.7
Tăng trưởng DPS (%)	(10.0)	42.2	42.2	64.8	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	19.3	58.1	40.1	59.8	52.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.2	6.65	12.9	13.1	13.9
ROACE (%)	18.1	10.1	14.0	14.9	15.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.22	0.98	1.10	1.14	1.20
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.69	1.93	0.96	0.85	0.78
Số ngày tồn kho	126	133	128	124	124
Số ngày phải thu	25.6	42.5	43.4	43.4	43.5
Số ngày phải trả	17.8	34.3	35.0	35.0	35.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	30.3	14.6	20.9	13.1	8.46
Nợ/tài sản (%)	29.3	22.2	22.7	20.1	17.9
EBIT/lãi vay (lần)	14.9	6.87	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.09	2.12	1.80	1.48	1.27
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.65	1.82	1.68	1.83	1.95
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.19	1.43	1.28	1.10	0.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	13.9	10.6	8.94	7.98
P/E (lần)	20.3	43.0	20.8	18.9	16.6
P/E ĐC (lần)	20.3	37.3	20.8	18.9	16.6
P/B (lần)	2.45	2.41	2.19	2.02	1.90
Lợi suất cổ tức (%)	0.95	1.35	1.92	3.17	3.17

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