

# BÁO CÁO NGÀNH DỆT MAY

Tín hiệu phục hồi trong nửa cuối 2023



# Nội dung

<b>Nâng khuyến nghị lên mức Trung lập</b>	<b>3</b>
<b>Cổ phiếu khuyến nghị</b>	<b>6</b>
CTCP Sợi Thế Kỷ (HOSE: STK)	7
CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)	8
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)	9
Tập đoàn Dệt May Việt Nam (UpCom: VGT)	10
CTCP Sản xuất Kinh doanh và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh (HOSE: GIL)	11
<b>Bảng &amp; biểu đồ</b>	
Tăng trưởng giá trị XK dệt may VN	4
Thị phần hàng may mặc VN tại một số TT	4
Giá trị XK dệt may theo tháng	4
Đơn giá trung bình XK hàng may mặc vào TT Mỹ	4
Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may TQ	4
IIP màng may mặc	4
Chỉ số niềm tin tiêu dùng các TT	5
Dự phóng tăng trưởng GDP thực các TT	5
Chỉ số giá vận tải biển	5
Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN	5
Giá nguyên liệu sản xuất sợi	5
Chỉ số tồn kho/doanh thu TT Mỹ	5
Khuyến nghị và giá mục tiêu của các công ty MAS theo dõi	6
KQKD 6T 2023 & dự phóng 2023 của các công ty MAS theo dõi	6

# Nâng khuyến nghị lên mức Trung lập

## Cập nhật khuyến nghị

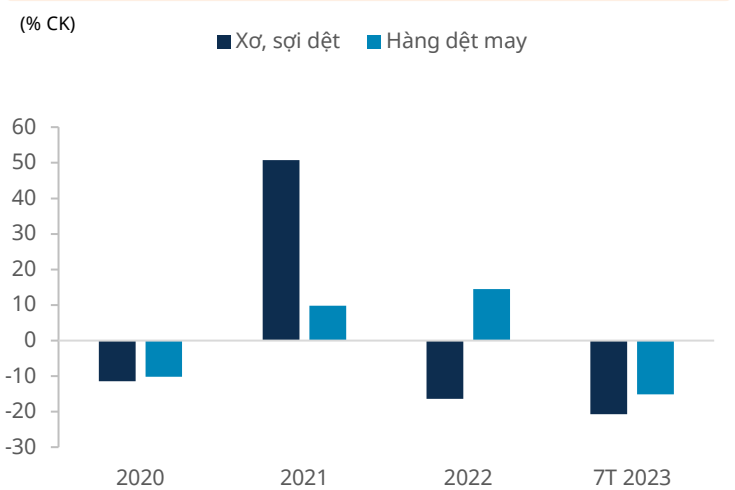
## 7T 2023: Tín hiệu phục hồi

## Triển vọng trong nửa cuối năm 2023

- Sau khi đối mặt với những trở ngại trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi cho rằng các dấu hiệu phục hồi đã xuất hiện vào cuối Q2 2023 và trong T7. Chúng tôi kỳ vọng số lượng đơn hàng dệt may và nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam sẽ cải thiện từ giữa Q3. Vì vậy, chúng tôi nâng mức khuyến nghị đối với ngành Dệt may Việt Nam lên Trung lập (từ Tiêu cực).
- Suy giảm xuất khẩu thu hẹp:** Xuất khẩu dệt may Việt Nam có một số tín hiệu phục hồi trong T7 khi giá trị xuất khẩu sợi và hàng may mặc tăng lần lượt 9,15% MoM lên 392 triệu USD và 3.23% MoM lên 3.2 tỷ USD. Đáng chú ý, giá trị xuất khẩu xơ sợi đã vượt mức T7 2022, với mức tăng 21.6% CK. Trong 7T 2023, giá trị xuất khẩu sợi và hàng may mặc lần lượt đạt 2.5 tỷ USD (-20.7% CK) và 18.9 tỷ USD (-14.9% CK), mức giảm tiếp tục thu hẹp so với cuối Q1 (-35.01% CK và -17.6% CK).
- Thị phần hàng may mặc trái chiều tại các TT chính:** Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu tại các thị trường trọng điểm có một số diễn biến trái chiều. Trong đó, giá trị xuất khẩu hàng may mặc sang Hoa Kỳ đạt 8.5 tỷ USD (-23,8% CK); Nhật Bản: 2.2 tỷ USD (+4.8% CK); Hàn Quốc: 1.6 tỷ USD (-2.9% CK); Canada: 665 triệu USD (-13.4% CK) trong 7T 2023. Tại Mỹ và Hàn Quốc, thị phần của Việt Nam thu hẹp xuống lần lượt là 17.4% (so với 18.3% năm 2022) và 28.3% (so với 30.5% năm 2022) trong 7T. Đáng chú ý, thị phần của hàng may mặc Việt Nam tại hai thị trường này cũng suy giảm khi thị phần của các đối thủ khác như Bangladesh, Indonesia và Ấn Độ tiếp tục mở rộng. Trong khi đó, thị phần của hàng may mặc Việt Nam tại Nhật Bản tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2020 là 16.2% trong 7T.
- Sản xuất dệt may của Trung Quốc phục hồi:** Trong 7T23, giá trị xuất khẩu xơ sợi của Việt Nam sang Trung Quốc đạt 1,3 tỷ USD (-12,5% YoY), chiếm 50,4% tổng kim ngạch xuất khẩu xơ sợi của Việt Nam. Ngành dệt may Trung Quốc cho thấy một số dấu hiệu phục hồi, với khối lượng sản xuất dệt may trong T7 giảm ở mức khiêm tốn 0.4% CK (so với -3% CK vào cuối T3 2023). Trong khi đó, xuất khẩu sợi Việt Nam sang Hàn Quốc giảm mạnh 28% CK xuống còn 223 triệu USD.
- Hoạt động sản xuất dệt may tiếp tục phục hồi:** Mặc dù tiếp tục chững lại nhưng sản xuất dệt may trong nước đã có dấu hiệu phục hồi, đặc biệt là mảng dệt. IIP của mảng dệt trong T7 tăng 10% CK, trong khi IIP của ngành may mặc cũng tạm dừng đà giảm trong T7. Ngoài ra, chỉ số việc làm của lao động ngành dệt duy trì xu hướng tăng kể từ T3 2023 và tăng 3.5% CK trong T7.
- Giá dầu vào đường như đã chạm đáy:** Giá bông đã phục hồi từ mức đáy 80 USD/pound vào T7 2023, điều này có thể cho thấy nhu cầu bông đầu vào cho ngành dệt may nhiều khả năng sẽ tăng lên. Giá dầu thô và vận chuyển cũng đã tăng kể từ đầu Q3 2023, điều này có thể cho thấy sự cải thiện về nhu cầu chung trong nửa cuối năm.
- Các nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng:** Trong Q2 2023, các thị trường trọng điểm của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng GDP tốt: Hoa Kỳ (+2.4% QoQ, cao hơn kỳ vọng 1.8%); EU (+0.3% QoQ, trên 0.2% so với kỳ vọng); Trung Quốc (+0.8% QoQ, trên 0.2% so với kỳ vọng); Hàn Quốc (+0.6% QoQ, trên 0.1% so với kỳ vọng). Theo WB, dự báo GDP thực tế năm 2023 của các thị trường trọng điểm của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng: Mỹ (+1.1%); EU (+0.4%); Nhật Bản (+0.8%); và Trung Quốc (+5.6%). Sự tăng trưởng liên tục ở các nền kinh tế này sẽ dẫn đến sự phục hồi về thu nhập và nhu cầu ở những thị trường này. Hơn nữa, lo ngại về một cuộc suy thoái khó khăn sẽ thấp hơn, điều này hỗ trợ chi tiêu cho các sản phẩm dệt may.
- Niềm tin người tiêu dùng hồi phục:** Cùng với tăng trưởng GDP, chỉ số niềm tin tiêu dùng tại các thị trường trọng điểm cũng có xu hướng tăng trở lại, cho thấy tâm lý người tiêu dùng tích cực hơn. Chúng tôi tin rằng người tiêu dùng nên sẵn sàng chi tiêu hơn ngay bây giờ so với đầu năm 2023.
- Hàng tồn kho của các thương hiệu thời trang lớn đã giảm trong một thời gian dài:** Vào cuối Q2 2023, giá trị hàng tồn kho của các thương hiệu lớn như Nike, H&M, GAP và Inditex đã thấp hơn nhiều so với mức giữa năm 2022. Vì vậy, chúng tôi tin rằng các đơn đặt hàng may mặc sẽ tăng trong nửa cuối năm 2023, khi các thương hiệu bổ sung hàng dự trữ, đặc biệt là cho các kỳ nghỉ lễ.
- Rủi ro chính:** Những bất ổn về địa chính trị và lãi suất điều hành là những rủi ro chính đối với nhu cầu dệt may trong nửa cuối năm 2023.

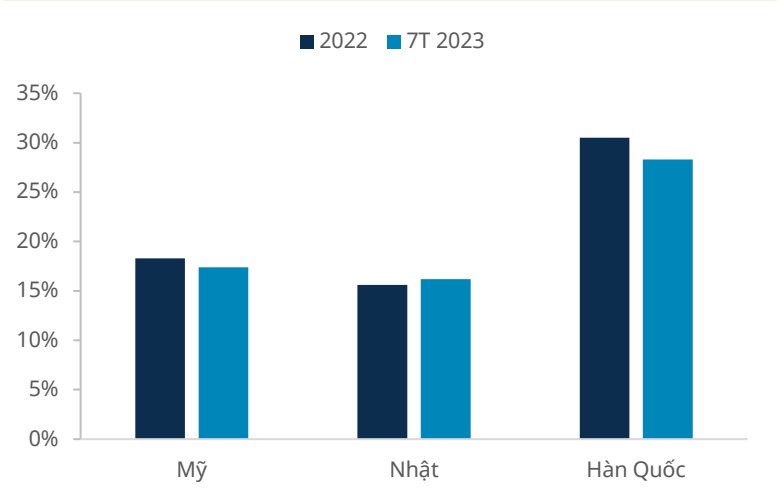
# Suy giảm xuất khẩu thu hẹp

## Tăng trưởng giá trị XK dệt may VN



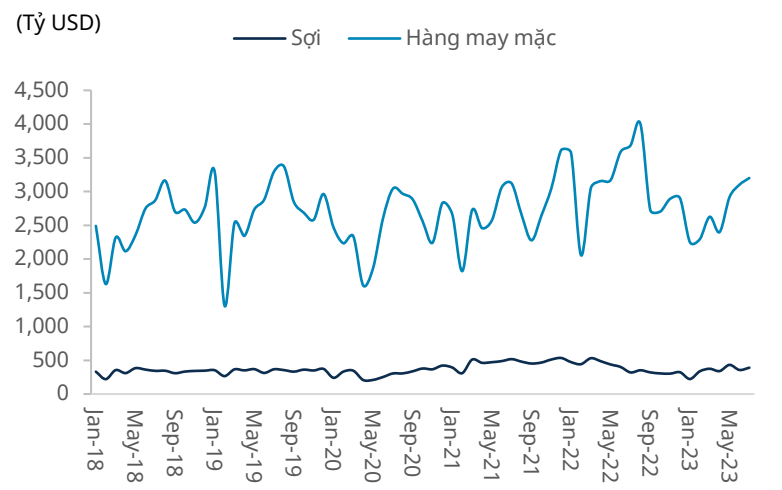
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Thị phần hàng may mặc VN tại một số TT



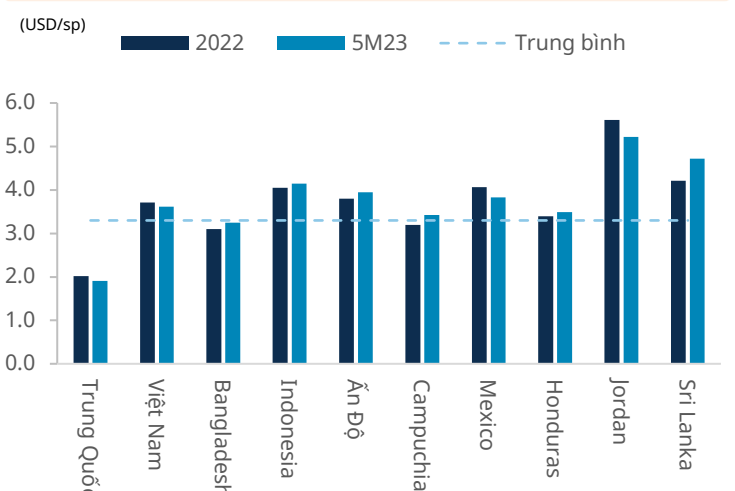
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

## Giá trị XK dệt may theo tháng



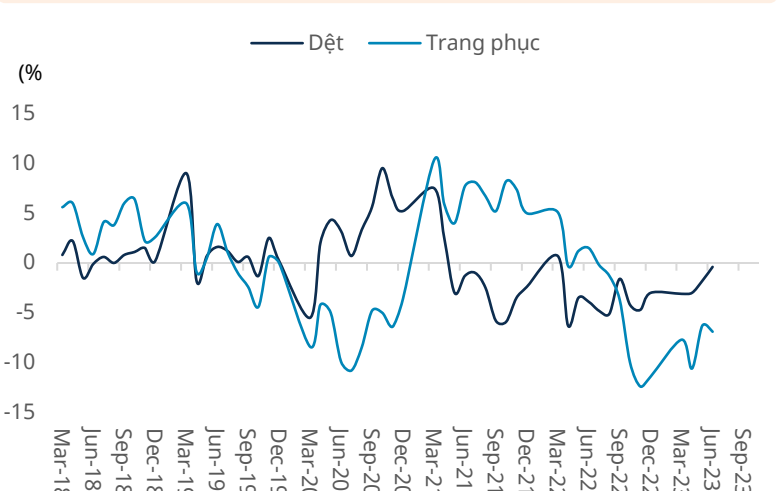
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Đơn giá trung bình XK hàng may mặc vào TT Mỹ



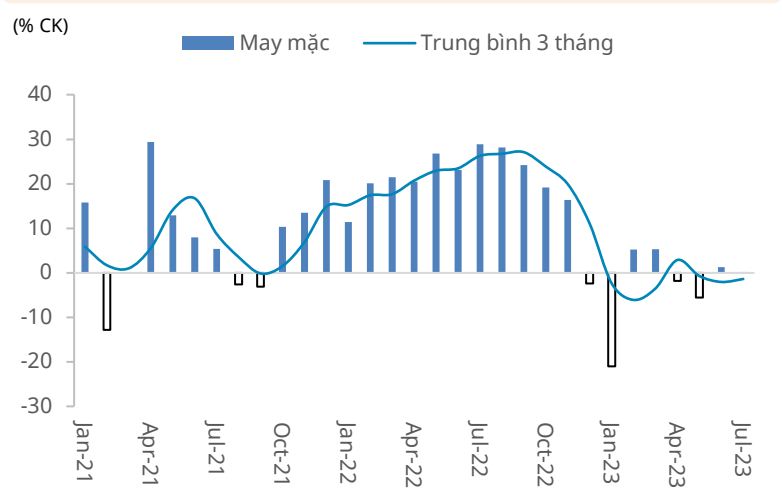
Nguồn: OTEXA, Mirae Asset Vietnam Research

## Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

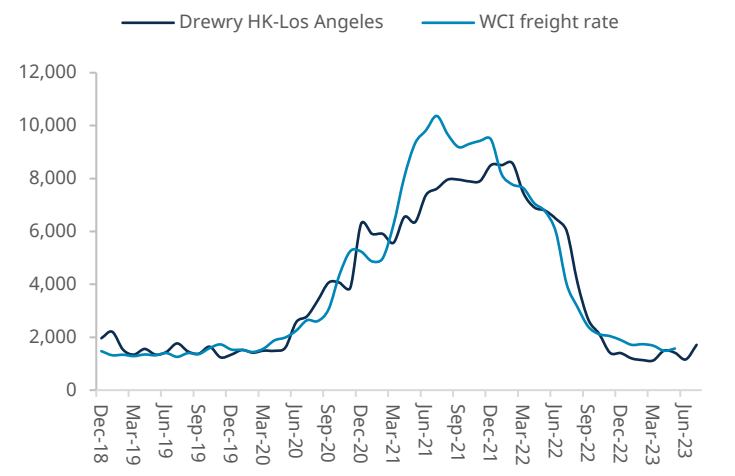
## IIP mảng may mặc



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

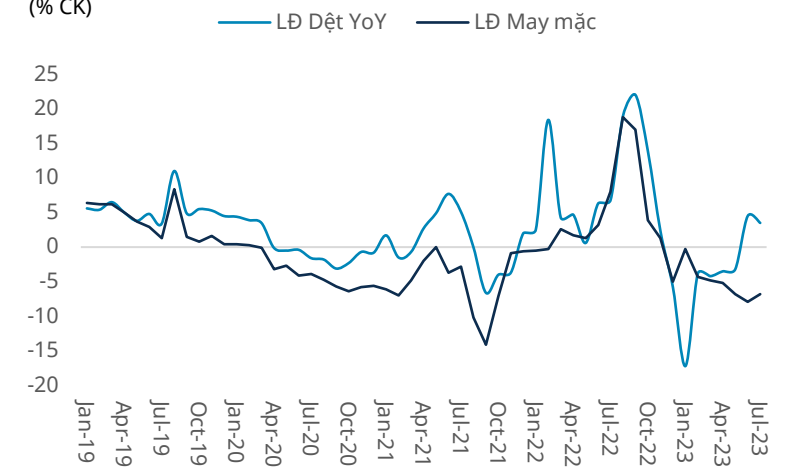
# Tín hiệu phục hồi nửa cuối năm

## Chỉ số giá vận tải biển



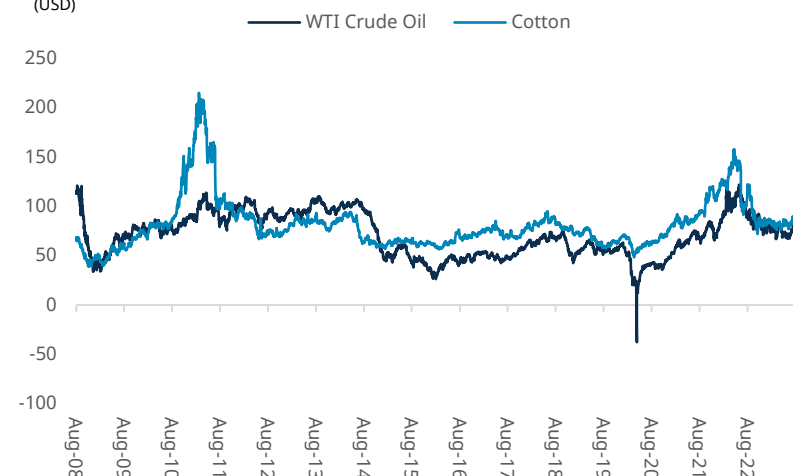
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN



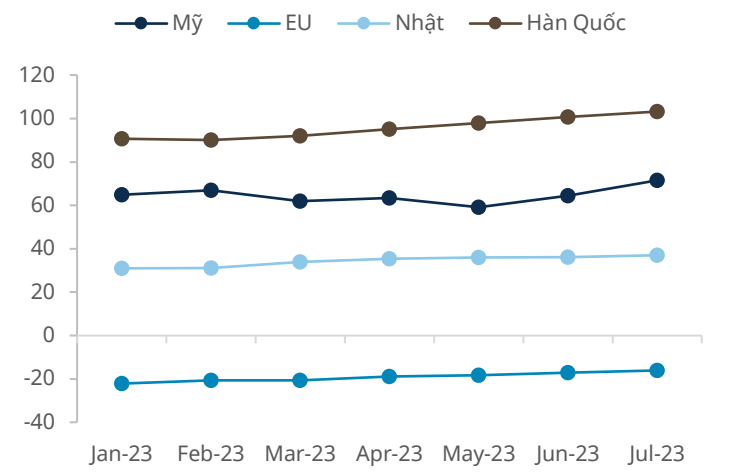
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

## Giá nguyên liệu sản xuất sợi



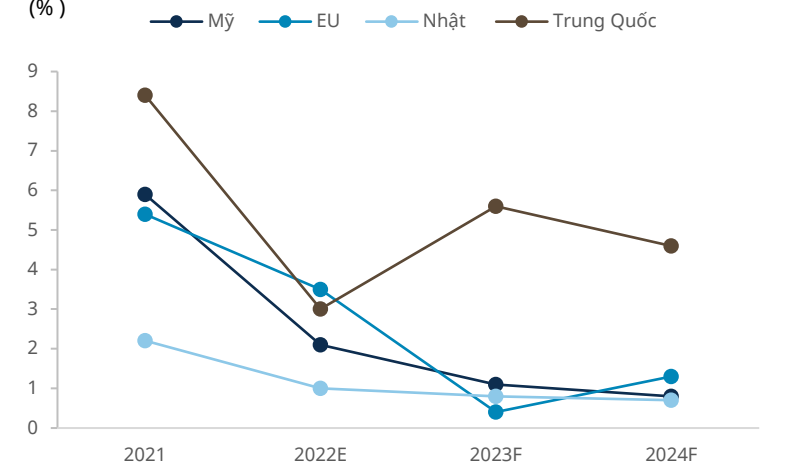
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Chỉ số niềm tin tiêu dùng các TT



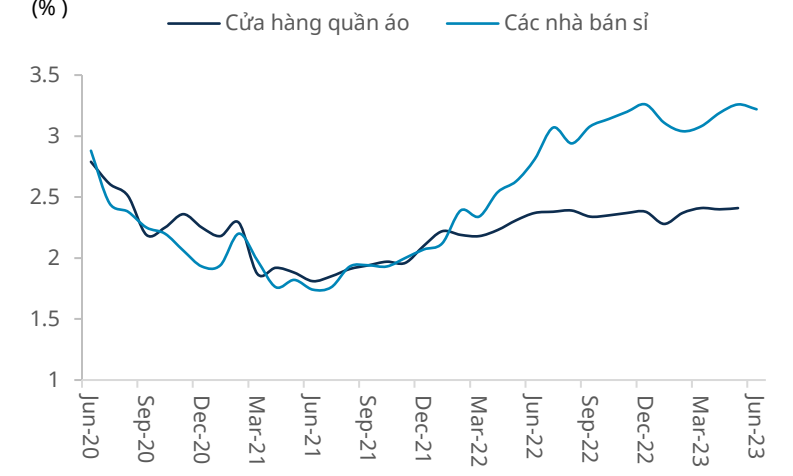
Nguồn: Country statistics, Mirae Asset Vietnam Research

## Dự phóng tăng trưởng GDP thực các TT



Nguồn: WB, Mirae Asset Vietnam Research

## Chỉ số tồn kho/doanh thu TT Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

# Dự phóng, khuyến nghị và giá mục tiêu

## Khuyến nghị và giá mục tiêu của các công ty MAS theo dõi

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (Tỷ VND)	Giá cp (15/08/2023)	Giá mục tiêu (VND)	Khuyến nghị	Lợi nhuận kỳ vọng (%)
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	2,248	19,800	21,700	Nắm giữ	+9.6
CTCP Máy Sóng Hồng	MSH VN	2,866	38,200	43,000	Tăng tỷ trọng	+12.6
Tập đoàn Dệt May Việt Nam	VGT VN	6,600	13,200	12,100	Nắm giữ	-8.3
CTCP Sản xuất Kinh doanh và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh	GIL VN	2,135	30,500	30,500	Nắm giữ	0.0
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN	2,936	31,200	35,200	Tăng tỷ trọng	+12.8

Nguồn: Bloomberg, Company data, Mirae Asset Vietnam Research

## KQKD 6T 2023 & dự phóng 2023 của các công ty MAS theo dõi

Công ty	Mã CK	LNST 1H22 (Tỷ VND)	LNST 1H23 (Tỷ VND)	% CK	Dự phóng 2023		Kỳ vọng thị trường		Kế hoạch	
					Doanh thu (Tỷ VND)	LNST (Tỷ VND)	Doanh thu (Tỷ VND)	LNST (Tỷ VND)	Doanh thu (Tỷ VND)	LNST (Tỷ VND)
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	125.3	98.6	-21.3	6,936.3	247.4	6,639.5	276	6,800	299
CTCP Máy Sóng Hồng	MSH VN	168.8	112.7	-33.2	4,706.6	236.6	5,617.1	331.3	4,800	290.5*
Tập đoàn Dệt May Việt Nam	VGT VN	898.5	114.8	-87.2	16,549.1	542	NA	NA	17,500	536.8*
CTCP Sản xuất Kinh doanh và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh	GIL VN	222.9	-44.3	NA	1,106	-17.9	NA	NA	1,500	103.5
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN	147.3	39.1	-73.4	1,696.2	101.1	1,756.3	158.4	2,149.3	253.1

Nguồn: Bloomberg, Company data, Mirae Asset Vietnam Research

\*VGT lên kế hoạch LNTT 610 tỷ VND

\*MSH lên kế hoạch LNTT 350 tỷ VND

Vượt qua thách thức

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Duy trì)	Tăng tỷ trọng
Giá mục tiêu (VND, 12T)	35,200
Thị giá (15/08/23)	31,200
Lợi nhuận kỳ vọng	+12.8%

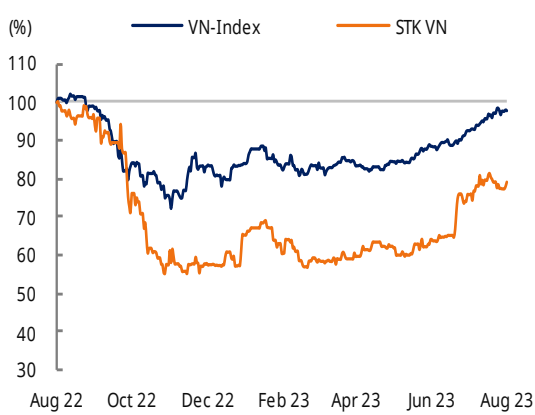
LNST (23F, tỷ đồng)	101
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	158
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-68
P/E (23F, x)	28.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,936
SL cổ phiếu (triệu)	94
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	58.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	NA
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,478
Cao nhất 52 tuần (VND)	40,435

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.3	23.7	-21.1
Tương đối	-1.3	7.1	-18.0

Luận điểm đầu tư

- CTCP Sợi Thế Kỷ (STK) là công ty sợi tập trung vào các sản phẩm sợi polyester. Các sản phẩm chính của công ty là DTY, FDY và POY nguyên sinh và tái chế. STK hiện đang vận hành hai nhà máy kéo sợi tại TP.HCM và Đồng Nai, với tổng công suất 63.000 tấn/năm. Hơn nữa, STK là công ty duy nhất trong khu vực ASEAN hợp tác chiến lược với Unifi Inc. để phát triển các loại sợi tái chế và sợi có giá trị cao. Khi các loại sợi tái chế và sợi nhân tạo ngày càng trở nên phổ biến trong ngành dệt may, chúng tôi tin rằng STK đang đi đúng hướng để thành công.
- Kết quả kinh doanh Q223 và 6T23: HĐKD của STK cải thiện trong Q2 2023, với doanh thu đạt 407.3 tỷ VND (+41.5% QoQ; -23.1% CK). Nhờ doanh thu tăng, tỷ suất lợi nhuận gộp cũng cho thấy sự phục hồi đáng kể lên 14.8% (từ 6.2% trong Q1), mặc dù vẫn thấp hơn con số 17.6% của năm 2022. Theo công ty, sợi tái chế phục hồi nhanh hơn các loại sợi khác và STK đã nhận được một số đơn đặt hàng nhỏ nhưng có tỷ suất lợi nhuận cao trong Q2 2023. Ngoài ra, nhà máy Củ Chi đã hoạt động trở lại trong T3, với sản lượng của 2 nhà máy của STK đạt 60% công suất. Trong nửa đầu năm 2023, doanh thu của STK đạt 695.2 tỷ VND (-40.6% CK), với lợi nhuận gộp là 78.1 tỷ VND (-64% CK). Trong đó, sản phẩm xơ tái chế chiếm 57.1% tổng doanh thu, đạt 396.9 tỷ VND (-32.1% CK). Chi phí bán hàng & quản lý giảm nhẹ 10,4% CK (chi phí quản lý gần như không đổi) xuống 37.7 tỷ đồng. Nhờ đó, LNST và LNST 1H23 của STK lần lượt đạt 37.2 tỷ VND (-77.4% CK) và 39.1 tỷ VND (-73.4% CK).
- Dự phóng 2023: Mặc dù nhu cầu vẫn yếu, với việc tiếp tục tăng lãi suất chính sách để chống lạm phát tại các thị trường dệt may trọng điểm như Mỹ và EU, chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu 2H23 của STK sẽ cải thiện. Lượng hàng tồn kho của khách hàng giảm dần, sau một thời gian thắt chặt, nhiều khả năng sẽ dẫn đến nhu cầu về sợi tăng lên. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 ở mức 1,696.2 tỷ VND (-20% CK). Tỷ suất lợi nhuận gộp dự phóng phục hồi về mức 13,1% (6T 2023: 11%, 2022: 17,6%). Ngoài ra, chi phí tài chính sẽ tăng do công ty phải vay nợ nhiều hơn cho giai đoạn 1 của Unitex. Do đó, chúng tôi dự báo LNST năm 2023 ở mức 101.1 tỷ đồng (-58.3% CK).
- Định giá: Nhờ dự án Unitex, chúng tôi cho rằng STK có tiềm năng tăng trưởng tốt, đặc biệt là mảng sản phẩm sợi tái chế và sợi giá trị cao. Vì vậy, chúng tôi áp dụng phương pháp dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để định giá cổ phiếu STK ở mức 35.200 đồng.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,767	2,043	2,117	1,696	2,871	3,082
LN HĐKD (tỷ đồng)	164	285	271	112	229	315
Biên LN HĐKD (%)	9.3	14.0	12.8	6.6	8.0	10.2
LN trước thuế (tỷ đồng)	164	286	269	112	229	315
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	144	278	242	101	206	284
EPS (VND)	2,091	4,084	3,341	1,074	2,187	3,014
ROE (%)	13.3	23.8	17.3	6.6	13.3	17.1
P/E (x)	10.0	13.9	9.1	28.9	14.2	10.3
P/B (x)	1.3	3.1	1.5	1.9	1.8	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,703	1,971	2,125	2,798	3,596	3,632
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,083	1,259	1,541	1,519	1,584	1,727

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Tín hiệu phục hồi

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	Tăng tỷ trọng
Giá mục tiêu (VND, 12T)	43,000
Thị giá (15/08/23)	38,200
Lợi nhuận kỳ vọng	+12.6%

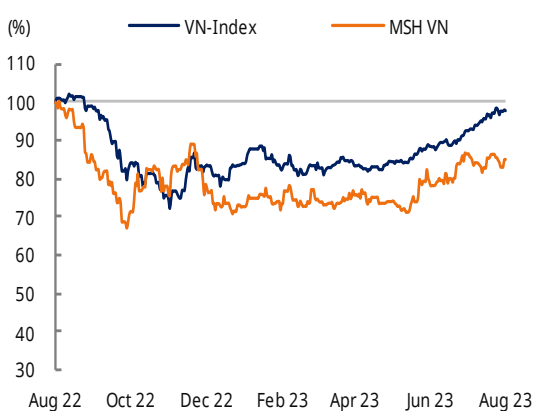
LNST (23F, tỷ đồng)	237
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	331
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-40
P/E (23F, x)	12.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,866
SL cổ phiếu (triệu)	75
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	45.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	3.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	30,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	45,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.7	10.9	-14.5
Tương đối	-7.3	-5.7	-11.4

Luận điểm đầu tư

- CTCP May Sông Hồng (MSH) là một công ty may mặc có lợi nhuận cao có trụ sở tại miền Bắc Việt Nam. MSH vận hành 26 xưởng sản xuất tại tỉnh Nam Định. Đây là những vị trí có vị thế tốt trong hoạt động logistics, với các dòng sản phẩm chủ lực là hàng may mặc xuất khẩu CMT và FOB (tỷ trọng doanh thu chính). MSH có danh mục khách hàng vững chắc tập trung vào thị trường Hoa Kỳ, bao gồm Walmart, Nike, Target và Haddad Brands. Công ty cũng sở hữu thương hiệu nổi tiếng trên thị trường chăn-drap-gối-nệm trong nước.
- Tín hiệu cải thiện trong Q2 2023: MSH cho thấy hiệu phục hồi với doanh thu Q2 đạt 1,541.8 tỷ VND (+3,7% CK). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn thấp hơn con số của Q2 2022 nên lợi nhuận gộp giảm 9,3% CK, đạt 199.1 tỷ đồng. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng mạnh do lãi suất cao khiến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh giảm 6% CK xuống 101.5 tỷ đồng. Nhờ ưu đãi thuế từ nhà máy Sông Hồng-Nghĩa Hưng (SH10), chi phí thuế thu nhập Q2 2023 giảm đáng kể (thuế suất hiệu lực 1H23 giảm xuống 18,9%, so với 22% trong 1H22) và LNST đạt 85.4 tỷ đồng (gần như không đổi CK). Trong 1H23, doanh thu và LNST của MSH lần lượt đạt 2,179.2 tỷ VND (-20.3% CK) và 112.7 tỷ VND (-33.2% CK).
- Dự phóng năm 2023: Mặc dù kết quả không khả quan của MSH trong 1H23, chúng tôi tin rằng doanh thu của công ty sẽ cải thiện trong nửa cuối năm do công ty có danh mục khách hàng chất lượng cũng như có kinh nghiệm trong việc thực hiện các đơn hàng FOB có tỷ suất lợi nhuận cao. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận cần thêm thời gian để phục hồi hoàn toàn. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của MSH năm 2023 lần lượt là 4,707 tỷ VND (-14.8% CK) và 236.6 tỷ VND (-36.9% CK) với giả định dự án SH10 hòa vốn.
- Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH ở mức 43,000 đồng/cổ phiếu với lợi suất yêu cầu (Re) là 14% và giả định tăng trưởng dài hạn là 0% sau năm 2032.
- Rủi ro chính: Cạnh tranh tiền lương với các nhà tuyển dụng khác ở miền Bắc Việt Nam trong bối cảnh đầu tư FDI mới ngày càng tăng; Phụ thuộc đầu vào vào các nhà cung cấp chính tại Trung Quốc; Biến động tỷ giá VND/USD là rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá MSH.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,818	4,749	5,523	4,707	5,288	5,625
LN HĐKD (tỷ đồng)	283	546	446	296	466	509
Biên LN HĐKD (%)	7.4	11.5	8.1	6.3	8.8	9.0
LN trước thuế (tỷ đồng)	283	543	439	296	466	509
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	232	442	375	237	373	407
EPS (VND)	4,635	8,846	4,998	2,997	4,720	5,156
ROE (%)	17.3	30.1	21.0	13.5	19.7	19.2
P/E (x)	8.6	8.9	6.6	12.7	8.1	7.4
P/B (x)	1.5	2.8	1.5	1.7	1.5	1.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2,628	3,203	3,294	3,011	3,135	3,374
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,442	1,495	1,719	1,794	1,998	2,235

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo





Biên lợi nhuận sụt giảm

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

(Duy trì)	Năm giữ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	21,700
Thị giá (15/08/23)	19,800
Lợi nhuận kỳ vọng	+9.6%

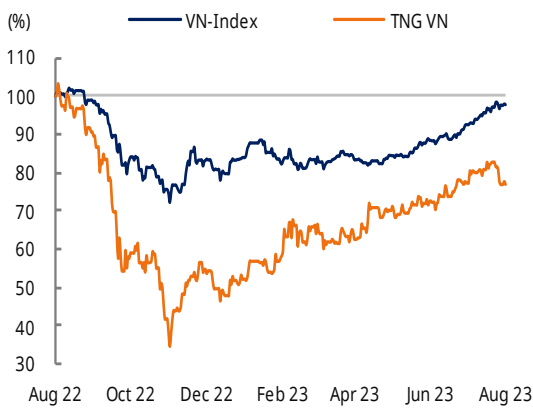
LNST (23F, tỷ đồng)	247
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	276
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-21
P/E (23F, x)	9.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,248
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	56.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	8,056
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,944

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.5	18.1	-23.4
Tương đối	-6.1	1.5	-20.2

Luận điểm đầu tư

- CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) là công ty may mặc có tốc độ tăng trưởng nhanh và là doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc hàng đầu Việt Nam. Công ty có danh mục khách hàng đa dạng đến từ nhiều thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm của Việt Nam như Mỹ, EU, Canada. Hoạt động kinh doanh chính của TNG là sản xuất hàng may mặc CMT với các sản phẩm chủ lực là áo khoác, sản phẩm từ lông vũ, quần áo và trang phục thể thao. TNG sở hữu hơn 300 dây chuyền sản xuất tại 18 chi nhánh, có trụ sở tại tỉnh Thái Nguyên. Ngoài ra, công ty còn kinh doanh khu công nghiệp với dự án KCN Sơn Cẩm. TNG là một trong những công ty may mặc phát triển nhanh tại Việt Nam, với lợi thế từ việc gia tăng sản xuất hàng may mặc ở miền Bắc kết hợp với cơ cấu tài chính táo bạo.
- Duy trì tăng trưởng doanh thu nhưng biên lợi nhuận thu hẹp: Trong Q2 2023, doanh thu của TNG tăng khiêm tốn 0.6% CK, đạt 1,995.1 tỷ VND. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm trong bối cảnh nhu cầu yếu làm cho lợi nhuận gộp giảm 23,6% CK. Chi phí lãi vay tăng do lãi suất cao, trong khi công ty kiểm soát tốt chi phí bán hàng và quản lý. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và LNST lần lượt giảm 31.6% CK và 36.7% CK. Trong 1H23, doanh thu và LNST của TNG lần lượt đạt 3,333.8 tỷ VND (+2.8% CK) và 98.6 tỷ VND (-21.3% CK).
- Dự án KCN Sơn Cẩm: Cuối 1H23, TNG cho thấy chi phí xây dựng dờ dang giảm đáng kể, tương quan với sự gia tăng giá trị bất động sản đầu tư. Chúng tôi cho rằng việc xây dựng dự án KCN Sơn Cẩm đã hoàn thành vào Q2 và sẵn sàng cho thuê. Dự án có tổng vốn đầu tư 520 tỷ VND với tổng diện tích cho thuê là 70.6 ha.
- Dự phóng năm 2023: Mặc dù nhu cầu tại các thị trường trọng điểm vẫn yếu trong nửa đầu năm 2023, nhưng chúng tôi tin rằng các đơn hàng dệt may sẽ bắt đầu phục hồi vào cuối Q3 2023, do giá trị hàng tồn kho của các thương hiệu chính thấp hơn so với đầu năm. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng TNG sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ KCN Sơn Cẩm từ 2H23. Tuy nhiên, do chi tiết về giá cho thuê và diện tích đất đã cho thuê chưa được công bố nên chúng tôi không đưa doanh thu từ dự án vào dự phóng. Chúng tôi nâng dự báo doanh thu năm 2023 lên 6,936.3 tỷ VND (từ 6,396.3 tỷ VND). Biên lợi nhuận của mảng may mặc sẽ duy trì ở mức thấp do các khách hàng chính tiếp tục cắt giảm chi phí, trong khi lãi suất cao nhiều khả năng sẽ duy trì đến cuối năm. Do đó, chúng tôi hạ LNST dự báo năm 2023 xuống 247.4 tỷ đồng (từ 319.1 tỷ VND).
- Rủi ro suy giảm thanh khoản tài chính: Trong khi TNG duy trì tăng trưởng doanh thu, thì các khoản phải thu tăng đáng kể lên 838.2 tỷ đồng (từ 470.7 tỷ đồng vào đầu năm 2023) và công ty tiếp tục ghi nhận dòng tiền âm từ hoạt động kinh doanh trong hai quý liên tiếp. Chúng tôi cho rằng việc duy trì chính sách vòng quay khoản phải thu thấp có thể gặp rủi ro trong bối cảnh kinh tế bất ổn hiện nay.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,480	5,446	6,778	6,936	7,005	7,143
LN HĐKD (tỷ đồng)	201	288	371	317	492	524
Biên LN HĐKD (%)	4.5	5.3	5.5	4.6	7.0	7.3
LN trước thuế (tỷ đồng)	186	281	358	302	492	524
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	154	232	292	247	404	430
EPS (VND)	2,254	2,913	2,780	2,198	3,239	3,123
ROE (%)	13.9	17.8	18.0	13.1	18.7	17.2
P/E (x)	6.3	15.5	6.0	9.4	6.4	6.6
P/B (x)	1.0	2.5	1.1	1.2	1.1	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,555	4,367	5,440	5,359	5,601	5,831
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,148	1,462	1,790	1,986	2,324	2,683

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Áp lực từ nhu cầu yếu

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Duy trì)	Năm giữ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	12,100
Thị giá (15/08/23)	13,200
Lợi nhuận kỳ vọng	-8.3%

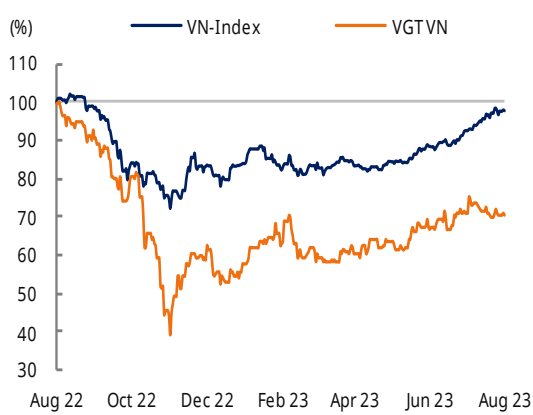
LNST (23F, tỷ đồng)	318
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-49.9
P/E (23F, x)	20.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	6,600
SL cổ phiếu (triệu)	500
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	23.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	13.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	6,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	18,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.8	2.3	-29.4
Tương đối	-6.4	-14.3	-26.3

Luận điểm đầu tư

- Tập đoàn Dệt May Việt Nam (VGT) là tập đoàn hàng đầu ngành dệt may Việt Nam, hoạt động trong hầu hết chuỗi giá trị dệt may, từ xơ sợi đến thành phẩm. VGT sở hữu các cơ sở sản xuất trên khắp Việt Nam, bao gồm nhiều công ty con và công ty liên kết thường nằm trong số các nhà xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam. VGT có danh mục sản phẩm lớn, bao gồm xơ pha TC, TR, CVC, xơ bông, xơ tái chế, vải dệt thoi và dệt kim, và trang phục. Là một tập đoàn dệt may hàng đầu, chúng tôi tin rằng VGT sẽ được hưởng lợi rất nhiều từ sự tăng trưởng của ngành dệt may Việt Nam và nhu cầu phục hồi tại các thị trường xuất khẩu dệt may chính. Ngoài ra, với việc thoái vốn hiện tại và công suất lớn, chúng tôi tin rằng dòng tiền vào của VGT sẽ ổn định trong thời gian tới do nhu cầu về CAPEX sẽ thấp.
- KQKD Q2 và 1H23: Lực cầu yếu ảnh hưởng tiêu cực đến VGT dẫn đến cả doanh thu và biên lợi nhuận đều giảm. Trong Q2, doanh thu của VGT đạt 3,919.2 tỷ VND (-16.9% CK). Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống 5.2% (so với 15.2% trong Q2), trong bối cảnh khách hàng cắt giảm chi phí. Do đó, lợi nhuận gộp và lợi nhuận hoạt động Q2 của VGT lần lượt giảm xuống 203.2 tỷ VND (-71.7% CK) và 10.9 tỷ VND (-98.2% CK). Nhờ thu nhập khác tăng đáng kể lên 44.3 tỷ VND, LNST Q2 đạt 22.3 tỷ VND (-96.1% CK). Trong nửa đầu năm 2023, doanh thu và LNST của VGT lần lượt đạt 8,134.5 tỷ VND (-15.4% CK) và 114.8 tỷ VND (-87.2% CK).
- Dự phóng năm 2023: Chúng tôi cho rằng 6 tháng cuối năm 2023 sẽ thuận lợi hơn cho VGT, do người tiêu dùng tại các thị trường trọng điểm tiếp tục chi tiêu và các thương hiệu lớn bổ sung hàng tồn kho. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 là 16,549.1 tỷ VND (-10% CK) và LNST của cổ đông công ty mẹ là 317.9 tỷ VND (-51% CK).
- Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để định giá cổ phiếu VGT ở mức 12,100 VND/cổ phiếu, với các giả định sau: 1) Tỷ suất sinh lợi yêu cầu 14%; 2) tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2033 ở mức 0%; và 3) khả năng VGT bắt đầu giảm các hoạt động đầu tư khi mức CAPEX cao đã được ghi nhận trong giai đoạn 2010–2021, cũng như hoạt động thoái vốn gần đây.
- Rủi ro chính: Phụ thuộc nguyên liệu đầu vào từ các nhà cung cấp chính từ Trung Quốc, biến động tỷ giá VND/USD, nhu cầu hiện tại yếu tại các thị trường xuất khẩu chính và chi phí lao động tăng cao là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá VGT.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	13,939	16,033	18,388	16,549	18,204	19,478
LN HĐKD (tỷ đồng)	585	1,486	1,234	602	1,386	1,763
Biên LN HĐKD (%)	4.2	9.3	6.7	3.6	7.6	9.1
LN trước thuế (tỷ đồng)	593	1,456	1,211	602	1,386	1,763
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	328	803	649	318	732	931
EPS (VND)	618	1,569	1,298	636	1,464	1,862
ROE (%)	5.3	11.6	9.2	4.5	9.9	11.7
P/E (x)	18.1	17.1	8.6	20.8	9	7.1
P/B (x)	0.8	1.9	0.6	0.9	0.9	0.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	18,020	20,346	20,222	20,179	21,122	22,320
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	8,069	9,233	9,563	9,769	10,635	11,818

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Nỗ lực cơ cấu danh mục khách hàng

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	Năm giữ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	30,500
Thị giá (15/08/23)	30,500
Lợi nhuận kỳ vọng	0.0%

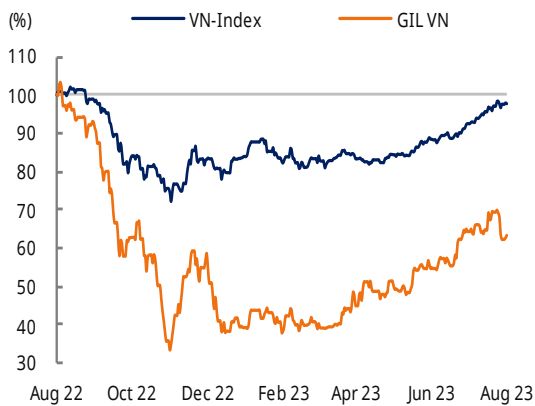
LNST (23F, tỷ đồng)	-18
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	NA
P/E (23F, x)	NA

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,135
SL cổ phiếu (triệu)	70
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	67.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	4.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	50,261

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.6	50.6	-36.8
Tương đối	-7.2	34.0	-33.7

Luận điểm đầu tư

- CTCP Sản xuất Thương mại Xuất nhập khẩu Bình Thạnh (GIL VN) là nhà sản xuất hàng may mặc có trụ sở tại miền Nam Việt Nam, sản xuất nhiều loại sản phẩm cho gia dụng và công nghiệp, sử dụng máy móc hiện đại và có công suất lớn. Các sản phẩm chính của công ty bao gồm cabin lưu trữ, giỏ giặt, ba lô, túi xách, túi lướt sóng, thảm thể thao, gối, đệm, đèn và chụp đèn. Ngoài ra, GIL đã tham gia vào lĩnh vực kinh doanh KCN với hai dự án tại Phú Bài và Vĩnh Long. Bất chấp những tranh chấp hiện tại với khách hàng lớn nhất của mình, Amazon Robotics, chúng tôi tin rằng GIL sẽ dần phục hồi nhờ kinh nghiệm sản xuất của mình. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng chiến lược đa dạng hóa hiện tại sang phân khúc KCN và khách sạn sẽ mang lại lợi ích cho GIL trong dài hạn trong bối cảnh Việt Nam đang trở thành mục tiêu hấp dẫn cho các dự án FDI.
- Vẫn đang gặp khó khăn trong việc tái cấu trúc danh mục khách hàng: Doanh thu trong Q2 của GIL giảm mạnh xuống còn 269.1 tỷ VND (-78.9% CK), trong bối cảnh nhu cầu yếu và khó khăn trong việc tái cơ cấu danh mục khách hàng. Với doanh thu giảm sâu, công ty ghi nhận khoản lỗ hoạt động 0.2 tỷ VND (so với LNST 144.5 tỷ VND trong Q2 2022). Trong Q2, GIL ghi nhận khoản lỗ ròng 5.4 tỷ VND (so với LNST 115.6 tỷ VND trong Q2). Trong 1H23, GIL ghi nhận doanh thu 425.9 tỷ VND (-84.2% CK), với khoản lỗ ròng 43.9 tỷ VND (so với LNST 223.3 tỷ đồng trong 1H22).
- Dự án Gilimex Vĩnh Long giai đoạn 1: GĐ1 dự kiến khởi công từ Q4 2023 và dự kiến hoàn thành vào Q4 2028. Tổng vốn đầu tư GĐ1 dự kiến là 2,572 tỷ VND, trong đó vốn CSH là 386 tỷ VND. Tổng diện tích đất và diện tích cho thuê GĐ1 lần lượt là 255 ha và 184 ha. Chúng tôi dự báo giá cho thuê tối thiểu là 80 USD/m2 sau khi hoàn thành.
- Dự phóng năm 2023: Đối với mảng dệt may, chúng tôi cho rằng khả năng phục hồi doanh thu trong bối cảnh nhu cầu yếu như hiện nay sẽ là thách thức đối với GIL. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 là 1,106 tỷ đồng (-65,1% CK), và do đó kỳ vọng GIL sẽ ghi nhận khoản lỗ ròng 17.9 tỷ VND vào năm 2023. Đối với mảng KCN, chúng tôi kỳ vọng dự án Phú Bài sẽ bắt đầu có dòng tiền từ cuối Q4 2023.
- Định giá: Chúng tôi định giá riêng NPV của các dự án Khu công nghiệp Phú Bài và Vĩnh Long, đồng thời sử dụng phương pháp FCFF chiết khấu cho mảng may mặc để định giá cổ phiếu GIL ở mức 30,500 VND/ cổ phiếu, với các giả định chính sau: 1) Tỷ suất sinh lợi yêu cầu là 14%; và 2) tốc độ tăng trưởng cuối cùng là 0% vào năm 2032.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,457	4,150	3,167	1,106	1,896	2,054
LN HĐKD (tỷ đồng)	396	432	459	-22	180	192
Biên LN HĐKD (%)	11.5	10.4	14.5	-2.0	9.5	9.4
LN trước thuế (tỷ đồng)	395	433	459	-22	180	192
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	309	330	362	-18	144	154
EPS (VND)	8,935	7,960	5,460	-233	1,706	1,659
ROE (%)	29.1	22.8	17.5	-0.7	5.9	6.1
P/E (x)	4	7.1	2.7	NA	14.7	13.7
P/B (x)	1.1	1.7	0.5	0.9	0.9	0.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2,709	3,766	3,989	3,324	3,346	3,267
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,290	1,610	2,512	2,417	2,477	2,538

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

# APPENDIX

Stock Ratings		Industry Ratings	
Buy	: Relative performance of 20% or greater	Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility	Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Hold	: Relative performance of -10% and 10%	Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening
Sell	: Relative performance of -10%		
* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.			
* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC, we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.			
* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.			
* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.			

## Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

## Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

# Mirae Asset Securities International Network

**Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

**Mirae Asset Securities (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

**PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia**

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

**Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

**Shanghai Representative Office**

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

**Mirae Asset Securities (HK) Ltd.**

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

**Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

**Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

**Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd**

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

**Ho Chi Minh Representative Office**

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

**Mirae Asset Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

**Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM**

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

**Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC**

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

**Beijing Representative Office**

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

**Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited**

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098  
India

Tel: 91-22-62661336