

**TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN DỆT MAY HÒA THỌ (HSX: HTG)**
**Trương Ái Nam**

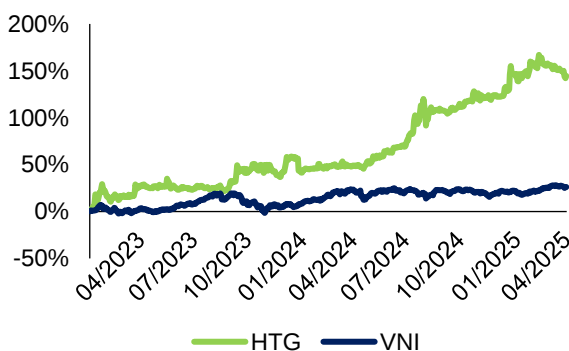
Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: [namta@fpts.com.vn](mailto:namta@fpts.com.vn)

Điện thoại: 1900 6446 – Ext: 7975

**Người phê duyệt báo cáo:**
**Lê Thị Hoà**

Trưởng phòng tư vấn đầu tư

**Biến động giá HTG và VNIndex**


| Thông tin giao dịch            | 25/04/2025 |
|--------------------------------|------------|
| Giá đóng cửa (VNĐ/cp)          | 37.750     |
| Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)  | 52.000     |
| Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp) | 28.400     |
| Số lượng CP niêm yết (cp)      | 36.002.708 |
| Số lượng CP lưu hành (cp)      | 36.002.708 |
| KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)      | 51.400     |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)    | 0,00%      |
| Vốn hóa (tỷ VNĐ)               | 1.404      |
| EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp) | 7.802      |
| P/E Trailing 12 tháng          | 5,0x       |

| Tổng quan doanh nghiệp |                                                 |
|------------------------|-------------------------------------------------|
| Tên                    | Tổng CTCP Dệt may Hoà Thọ                       |
| Địa chỉ                | Số 36 Ông Ích Đường, Q. Cẩm Lệ, TP. Đà Nẵng     |
| HĐKD chính             | May gia công và sản xuất sợi                    |
| Chi phí chính          | Nguyên vật liệu, nhân công                      |
| Rủi ro chính           | Biến động giá bông, sợi<br>Phụ thuộc khách hàng |

**Giá hiện tại:**
**37.750 VNĐ/cp**
**Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu:**
**44.200 VNĐ/cp**
**MUA**
**Tăng/(Giảm):**
**+17,2%**
**KỶ VỌNG ĐƠN HÀNG ỔN ĐỊNH NHỜ TỆP KHÁCH HÀNG LÂU NĂM**

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do FCFE và FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu HTG là **44.200** đồng/cp, cao hơn **17,2%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 25/04/2025. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HTG dựa vào việc mức giá trên thị trường đã được chiết khấu lớn từ thông tin thuế đối ứng và kết hợp với triển vọng đầu tư như sau:

**TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ**

- **Kỷ vọng đơn hàng ổn định nhờ tệp khách hàng lâu năm:** Chúng tôi kỳ vọng đơn hàng với khách hàng lâu năm tại các thị trường Mỹ, Nhật Bản, EU của HTG sẽ được duy trì. Sản lượng đơn hàng của HTG năm 2025 dự kiến tăng trưởng +4% yoy (với kịch bản thuế đối ứng 10%) ([chi tiết](#)).
- **Kỷ vọng tăng trưởng từ nhà máy mới:** Giai đoạn 3 nhà máy Triệu Phong dự kiến hoàn thành trong nửa đầu năm 2025 (tăng 8,8% cstk), giúp HTG tăng trưởng sản lượng trong giai đoạn 2026F – 2029F đạt CAGR=3%/năm do các nhà máy hiện tại đã hoạt động với công suất cao ([chi tiết](#)).
- **Biên lợi nhuận cải thiện ~2đpt trong giai đoạn 2022-2024 so với trước đó:** Nhờ (1) hiệu quả hoạt động nhân công được cải thiện và tiếp tục được duy trì ở mức cao ([chi tiết](#)) và (2) các đơn hàng Veston (có biên lợi nhuận cao) tương đương giai đoạn trước ([chi tiết](#)).

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

- **Chính sách thuế quan tại thị trường Mỹ:** Mức thuế đối ứng 46% tại thị trường Mỹ (chiếm 48% kim ngạch xuất khẩu của HTG) nếu có hiệu lực sẽ tác động tiêu cực đến tình hình đơn hàng và biên lợi nhuận của HTG ([chi tiết](#)).
- **Chênh lệch giá sợi đầu ra và bông đầu vào (spread):** Spread tác động lớn đến biên lợi nhuận mảng sợi. Theo đó, biến động giá sợi, bông sẽ phụ thuộc vào tình hình tiêu thụ và nguồn cung. Giai đoạn 2023 – 2024, nhu cầu tiêu thụ sợi giảm trong khi nguồn cung bông tăng, khiến spread thu hẹp, kéo theo biên lợi nhuận mảng sợi giảm ([chi tiết](#)).

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Lịch sử hình thành và phát triển



**Năm 1962:** Thành lập với tên gọi Nhà máy Dệt Hoà Thọ (SICOVINA) thuộc Công ty Kỹ nghệ Bông vải Việt Nam.

**Năm 2006:** Công ty đổi tên thành Tổng Công ty Cổ phần Dệt may Hoà Thọ và chào bán cổ phiếu ra công chúng với vốn điều lệ 45 tỷ đồng.

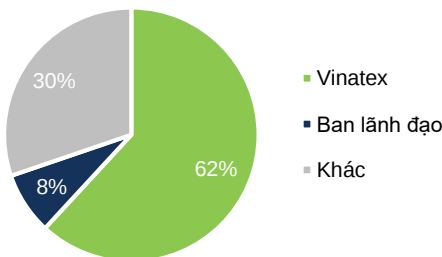
**Năm 2017:** Niêm yết sàn UPCoM với mã chứng khoán HTG và tăng vốn điều lệ lên 225 tỷ đồng.

**Năm 2023:** Đầu tháng 11 năm 2023, Tổng Công ty đã chính thức niêm yết giao dịch cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSX) với tổng vốn điều lệ 360 tỷ đồng.

**Hiện nay:** HTG hoạt động trong lĩnh vực dệt may với các sản phẩm chính: quần tây các loại, áo jacket, veston, đồ bảo hộ lao động... Các nhà máy của HTG nằm trên địa bàn Tỉnh Quảng Ngãi, Quảng Nam, Quảng Trị, Tp Đà Nẵng.

### 2. Cơ cấu cổ đông

**Cơ cấu cổ đông HTG**



**HTG có cơ cấu cổ đông cô đặc với 2 nhóm cổ đông lớn là Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) và hội đồng quản trị với tỷ lệ sở hữu ~70%.**

Theo đó, Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) sở hữu 61,87% cổ phần. Vinatex trực tiếp tham gia vào việc lên kế hoạch kinh doanh hàng năm cũng như chi phối hoạt động của HTG.

Nhóm cổ đông thứ hai là thành viên trong Hội đồng quản trị (HĐQT) chiếm khoảng 8% cổ phần.

*Nguồn: HTG \*Cập nhật tại ngày 25/04/2025*

### 3. Cấu trúc công ty

HTG sở hữu 5 công ty con và 2 công ty liên kết, các công ty này đều hoạt động trong lĩnh vực sợi và may gia công. Hiện nay, doanh nghiệp đang vận hành 12 nhà máy may với tổng công suất thiết kế là 28,4 triệu sản phẩm mỗi năm và 3 nhà máy sợi với công suất thiết kế là 18,2 nghìn tấn sợi mỗi năm.

| Công ty con                          | Tỷ lệ sở hữu |
|--------------------------------------|--------------|
| CTCP Thời trang Hòa Thọ              | 76,88%       |
| CTCP May Hòa Thọ - Hội An            | 54,18%       |
| CTCP May Hòa Thọ - Duy Xuyên         | 81,73%       |
| CTCP Sợi Hòa Thọ - Thăng Bình        | 74,49%       |
| Cty TNHH MTV Cơ khí Xây dựng Hòa Thọ | 100%         |

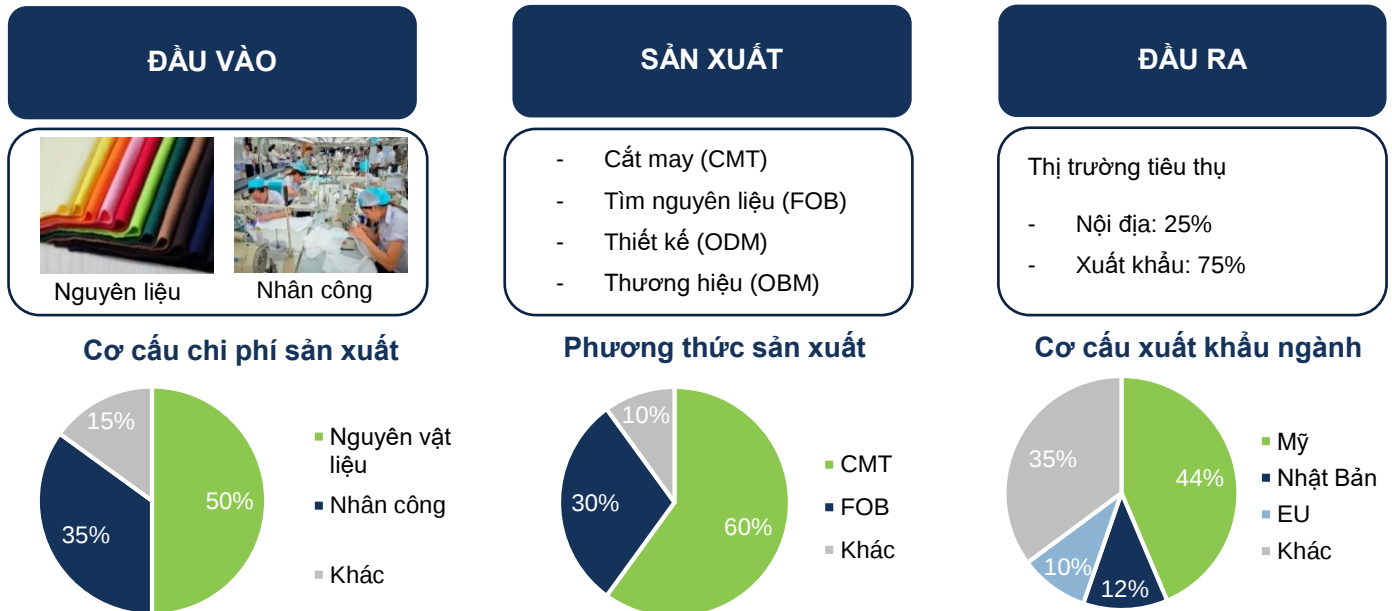
| Công ty liên kết             | Tỷ lệ sở hữu |
|------------------------------|--------------|
| CTCP May Hòa Thọ - Quảng Nam | 30,61%       |
| CTCP May Hòa Thọ - Phú Ninh  | 20,00%       |

*Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp*

## II. TỔNG QUAN MÀNG MAY MẶC VIỆT NAM

**May mặc nước ta là ngành định hướng xuất khẩu, với kim ngạch xuất khẩu năm 2024 đạt 37 tỷ USD chiếm 80% giá trị toàn ngành dệt may và nằm ở hạ nguồn của chuỗi giá trị ngành (sau măng sợi, vải). Màng may mặc có giá trị gia tăng thấp do các doanh nghiệp chủ yếu thực hiện các bước đơn giản là hình thức gia công CMT và FOB, ít tham gia sâu vào công đoạn tạo giá trị cao ODM hay OBM ([chi tiết](#)).**

### CHUỖI GIÁ TRỊ MÀNG MAY MẶC



*Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs tổng hợp*

**Đầu vào:** Chi phí chính là nguyên vật liệu và nhân công chiếm đến 85% đầu vào màng may mặc của doanh nghiệp

**Sản xuất:** Các doanh nghiệp tại Việt Nam chủ yếu gia công theo 2 phương thức chính là CMT và FOB chiếm đến 90% hoạt động của ngành, 10% còn lại sản xuất theo 2 phương thức phức tạp hơn là ODM và OBM.

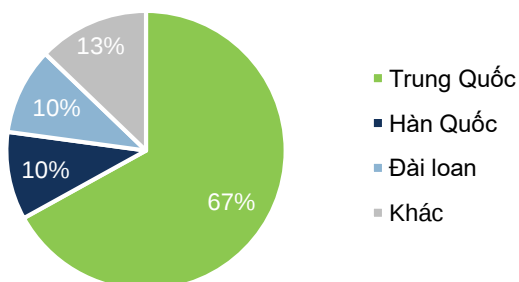
**Đầu ra:** Khoảng 75% doanh thu xuất khẩu sang các thị trường như Mỹ, Nhật Bản, EU...phần còn lại tiêu thụ trong nước thông qua các thương hiệu thời trang nội địa. Trong đó, xuất khẩu là động lực tăng trưởng ngành do quy mô đã vượt xa nội địa nên chúng tôi tập trung phân tích về thị trường xuất khẩu.

## 1. Đầu vào: Hạn chế nguồn nguyên liệu nội địa, mất dần lợi thế về chi phí nhân công

### 1.1. Nguyên vật liệu: Nhập khẩu chính từ thị trường Trung Quốc

Nguyên vật liệu chiếm 50% cơ cấu chi phí sản xuất của ngành. Trong đó, nguyên liệu chính là vải may chiếm 70%, phần còn lại là nguyên liệu phụ như khoá kéo, cúc áo, chỉ khâu...

#### Cơ cấu nhập khẩu vải năm 2024



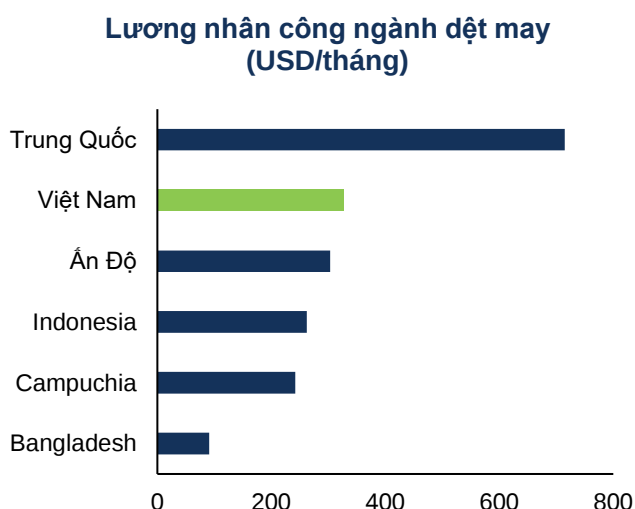
*Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs tổng hợp*

**Việt Nam chưa thể tự chủ sản xuất vải mà phải nhập khẩu từ các nước** do: (1) rào cản cao khi chi phí đầu tư dây chuyền nhà máy nhuộm dệt quá lớn, (2) yêu cầu nghiêm ngặt về môi trường cản trở sự phát triển nhuộm vải và (3) cạnh tranh từ các nhà cung cấp lớn trong khu vực như Trung Quốc và Hàn Quốc về giá thành, mẫu mã cũng như thời gian giao hàng. Mỗi năm nước ta tiêu thụ hơn 10 tỷ m2 vải may mặc, trong đó khoảng 30% được cung cấp trong nước (do phần lớn các doanh nghiệp FDI sản xuất), 70% còn lại phải nhập khẩu từ các thị trường như Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan...

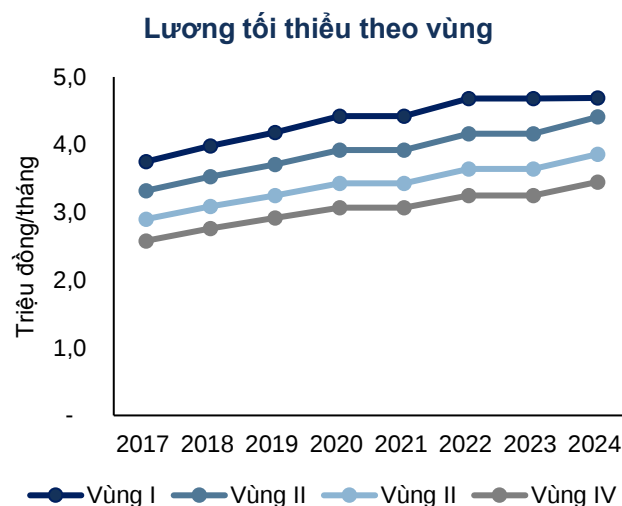
Trong năm 2024, đối tác nhập khẩu vải chính là Trung Quốc chiếm 67%, Hàn Quốc chiếm 10%, Đài Loan chiếm 10%...

## 1.2. Nhân công: Đang mất dần lợi thế về chi phí nhân công

Sản xuất hàng may mặc là ngành thâm dụng lao động nên chi phí nhân công thấp là một lợi thế thu hút đơn hàng. Trong đó, chi phí nhân công bao gồm hai khoản mục chính là lương công nhân may và các khoản chi phí trích lập theo lương.



Nguồn: Salaryexplorer, FPTs tổng hợp



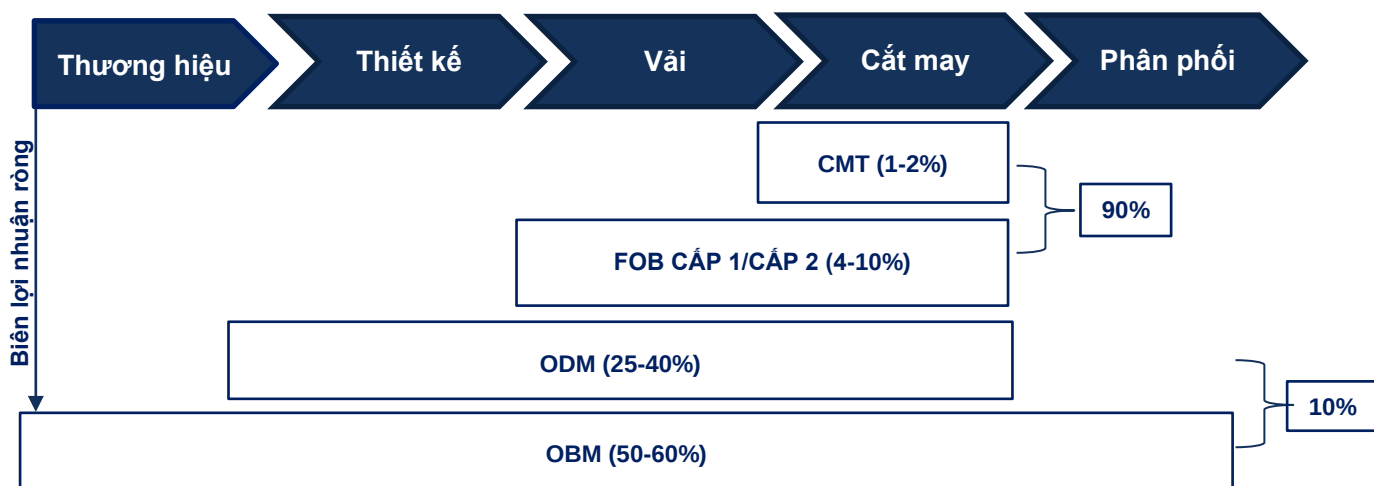
Nguồn: FPTs tổng hợp

**Lương nhân công may ở Việt Nam kém sức cạnh tranh so với nhiều quốc gia khác.** Trong nhóm các nước xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất thế giới, lương nhân công của nước ta hiện nay chỉ xếp sau Trung Quốc và đã cao hơn các đối thủ xuất khẩu dệt may như Ấn Độ, Indonesia, Campuchia và Bangladesh. Nguyên nhân chính khiến mức lương tăng do cạnh tranh lao động giữa các ngành khi kinh tế phát triển, các doanh nghiệp điện tử, viễn thông với điều kiện tốt hơn đã thu hút lao động, khiến ngành dệt may mất nhân lực và phải tăng lương để giữ chân lao động.

**Khoản trích lập theo lương,** việc tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ làm tăng các khoản chi phí trích lập theo lương. Hàng tháng, một doanh nghiệp may sẽ phải trích lập chi phí là 23,5% theo lương tối thiểu vùng (gồm: 17,5% bảo hiểm xã hội, 3% bảo hiểm y tế, 2% bảo hiểm thất nghiệp, và 1% kinh phí công đoàn). Hiện nay, các doanh nghiệp có xu hướng chuyển dần nhà máy sang các khu vực vùng lương thấp (vùng III, IV) để tiết giảm chi phí lương cũng như các khoản trích lập này.

## 2. Sản xuất: Hoạt động gia công (CMT & FOB) tạo ra giá trị gia tăng thấp

Các phương thức sản xuất hàng may mặc



Nguồn: FPTs tổng hợp

**Đến cuối năm 2024, 90% hoạt động sản xuất của ngành vẫn là gia công.** Trong đó, 60% doanh nghiệp đang sản xuất theo phương thức CMT (chỉ gia công) và 30% sản xuất theo phương thức FOB (tự mua nguyên liệu và gia công), đây là 2 phương thức gia công đơn giản có giá trị gia tăng thấp (biên lợi nhuận ròng ~ 1 – 10%). Nguyên nhân do:

- Chưa tự chủ được nguyên liệu vải đầu vào do rào cản đầu tư vào ngành dệt nhuộm.
- Hoạt động gia công dễ tiếp cận với đa số doanh nghiệp Việt Nam (quy mô vốn nhỏ và siêu nhỏ). Đặc điểm này phổ biến ở các quốc gia bước đầu phát triển ngành dệt may, cũng là giai đoạn đầu tiên trong quá trình phát triển của ngành (gia công quần áo → dệt/nhuộm vải → sản xuất máy móc).

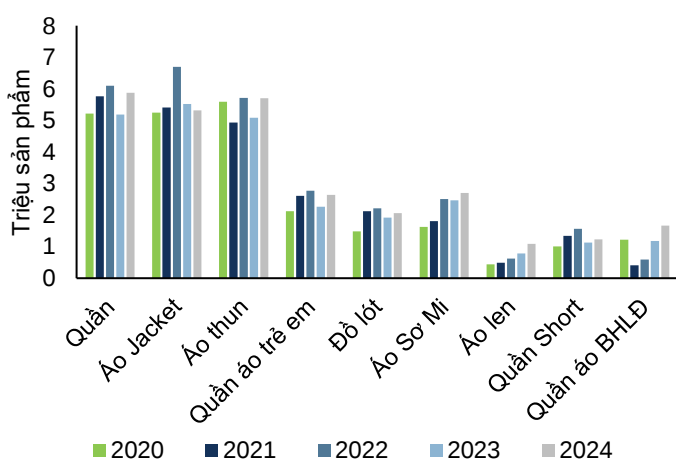
Ngoài ra, 10% doanh nghiệp may mặc tại Việt Nam sản xuất theo các phương thức có giá trị gia tăng cao hơn (biên lợi nhuận ròng ~ 25 – 60%) là ODM (đi từ thiết kế) và OBM (đi từ xây dựng thương hiệu).

### 3. Đầu ra: Mỹ là thị trường tiêu thụ chính chiếm 44% kim ngạch xuất khẩu năm 2024

#### 3.1. Sản phẩm: Sản phẩm ở phân khúc có biên lợi nhuận gộp trung bình

**Màng may mặc Việt Nam chủ yếu sản xuất ở phân khúc có độ khó trung bình** với các sản phẩm chủ yếu như quần, áo thun, áo jacket và quần áo trẻ em... có biên lợi nhuận gộp từ 13 – 18%, cơ cấu chuẩn loại không có nhiều thay đổi qua các năm. Đây là phân khúc thu hút nhiều doanh nghiệp tham gia, dẫn đến mức độ cạnh tranh cao.

**Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu**



Nguồn: Tổng cục hải quan, FPTs tổng hợp

**Một số sản phẩm may chủ yếu của các DN**

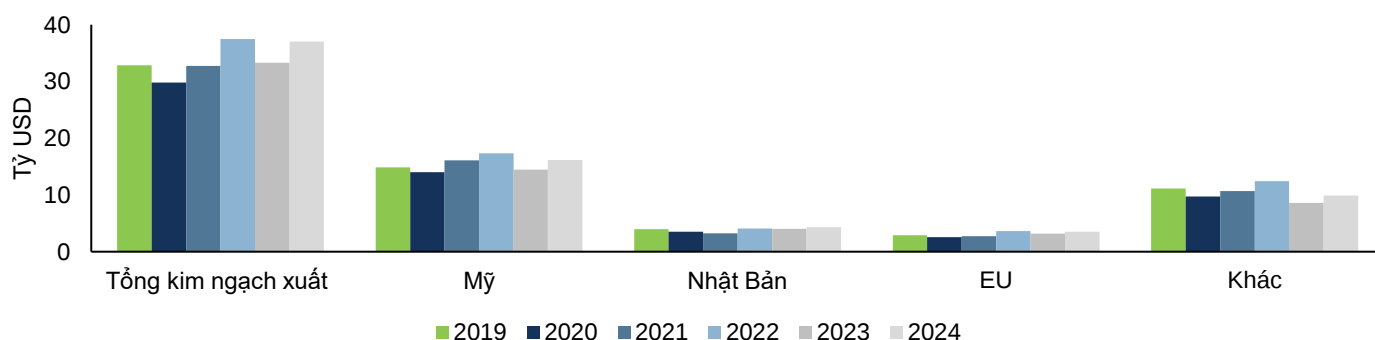
| Sản phẩm                                | Biên LNG | DN sản xuất   |
|-----------------------------------------|----------|---------------|
| Suits, veston, đồ hiệu                  | 20%      | MSH, MNB      |
| Áo khoác, áo phao (jacket)              | 18%      | TNG, MSH, TCM |
| Quần áo thể thao, trẻ em                | 14%      | TNG, TCM, HTG |
| Áo sơ mi, quần dài                      | 13%      | HTG, VGG, M10 |
| Đồng phục, đồ bảo hộ lao động, găng tay | 4%       | HTG, TNG      |

Nguồn: FPTs tổng hợp

#### 3.2. Thị trường: Kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng chậm do ảnh hưởng của giai đoạn đại dịch

**Đầu ra của ngành phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu: Mỹ, Nhật Bản, EU... (chiếm 66% doanh thu).** Giai đoạn 2019 – 2024 tăng trưởng xuất khẩu CAGR chỉ đạt 2,4%/năm (thấp hơn CAGR = 12,4% giai đoạn 2010 – 2019) do ảnh hưởng của nhu cầu tiêu thụ suy giảm trong giai đoạn đại dịch COVID 2020 - 2021.

**Kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc sang các thị trường**



Nguồn: Tổng cục hải quan, FPTs tổng hợp

**Thị trường Mỹ** là thị trường tiêu thụ chính của nước ta chiếm 44% kim ngạch xuất khẩu năm 2024. Giai đoạn 2019 – 2024, tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ chậm (CAGR 1,7%/năm) do tác động của COVID. Cụ thể, giai đoạn đại dịch 2020 – 2021 kim ngạch xuất khẩu giảm giảm 20% do nhu cầu tiêu thụ suy yếu. Từ năm 2022, xuất khẩu phục hồi nhờ nhu cầu tiêu thụ cải thiện. Năm 2024, kim ngạch xuất khẩu tăng 11,6% nhờ tiêu dùng cải thiện và hưởng lợi từ gián đoạn sản xuất tại Bangladesh (9% thị phần xuất khẩu may mặc vào Mỹ).

**Thị trường Nhật Bản:** Chiếm 12% kim ngạch xuất khẩu năm 2024, giai đoạn 2020 - 2024 tăng trưởng xuất khẩu CAGR ở mức thấp 1,7%/năm do kinh tế suy giảm (ảnh hưởng đại dịch giai đoạn 2020 - 2021). Sau đại dịch giai đoạn 2022 – 2024, kinh tế phục hồi giúp kim ngạch xuất khẩu sang thị trường này tăng trưởng trở lại. Năm 2024 tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường này đạt 7% yoy.

**Thị trường EU:** Chiếm 10% kim ngạch xuất khẩu năm 2024, tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu CAGR đạt mức cao 4,1%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024, mức tăng trưởng cao nhờ hưởng lợi từ lộ trình giảm thuế của EVFTA. Nguyên nhân do mức thuế ưu đãi cho các hàng may mặc xuất sang thị trường này đang giảm dần về 0% (theo lộ trình giảm thuế của EVFTA bắt đầu từ năm 2020 đến 2027) nếu đáp ứng được quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi”<sup>1</sup>.

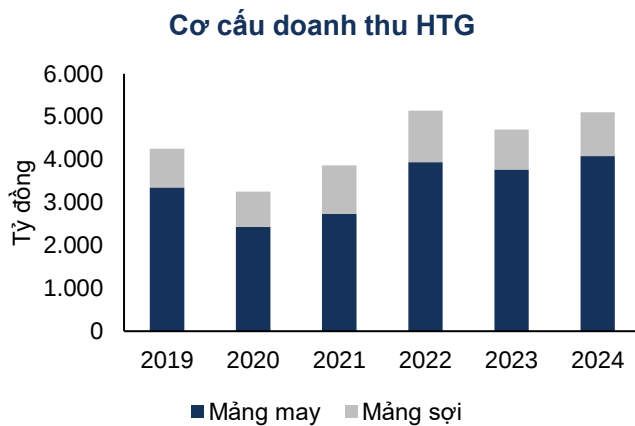
---

<sup>1</sup> Quy tắc xuất xứ từ vải trở đi: Các công đoạn từ dệt vải đến gia công hàng may mặc phải được thực hiện tại Việt Nam hoặc nhập khẩu ở các nước thứ 3 có cùng hiệp định thương mại tự do với Việt Nam và EU.

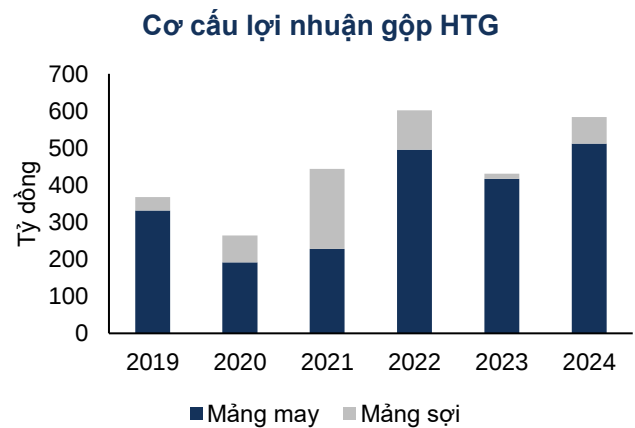
### III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH HTG

#### 1. Tổng quan hoạt động kinh doanh của HTG

**Tổng Công ty Cổ phần Dệt may Hòa Thọ (HSX: HTG) hoạt động trong mảng gia công các sản phẩm may mặc và sản xuất sợi, trong đó 80% doanh thu đến từ mảng may.** Giai đoạn 2019 – 2024, doanh thu của HTG tăng trưởng chậm (CAGR = 3,7%/năm) do nhu cầu tiêu thụ suy yếu tại các thị trường xuất khẩu chính.



Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp



Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

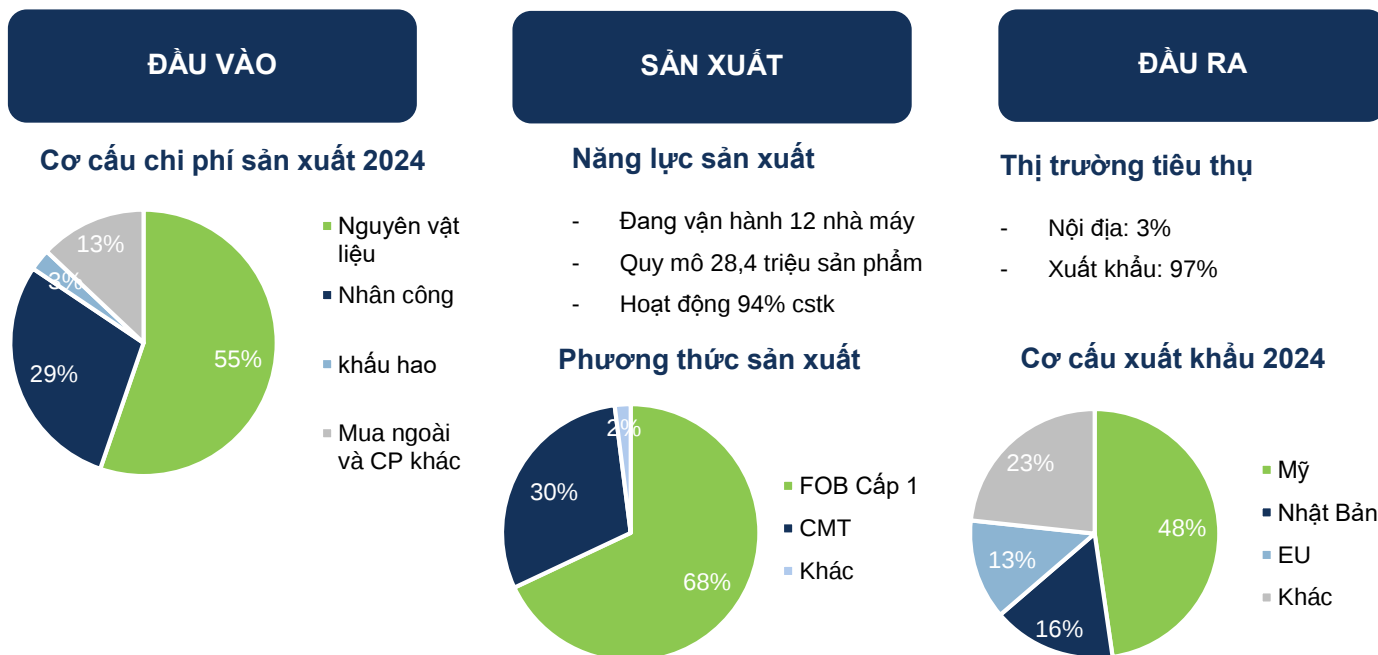
**Mảng may (chiếm 80% doanh thu & 88% lợi nhuận gộp 2024):** Đây là mảng kinh doanh chính của HTG với các sản phẩm chủ yếu là các loại quần áo thiết kế đơn giản như: quần tây các loại, áo jacket, đồ bảo hộ lao động..., đầu ra chủ yếu được xuất khẩu sang thị trường Mỹ, Nhật Bản và EU. Trong đó, mảng thời trang nội địa (chiếm 3% doanh thu mảng may 2024): HTG tham gia vào mảng này từ năm 2016, với các sản phẩm thời trang mang thương hiệu Merriman và HOATHO fashion, sản phẩm là đồ công sở, đồng phục học sinh được thiết kế, sản xuất trực tiếp của HTG, và phân phối nội địa thông qua các đại lý và cửa hàng của doanh nghiệp.

**Mảng sợi (chiếm 20% doanh thu & 12% lợi nhuận gộp 2024):** Với các sản phẩm phổ biến như sợi cotton chải thô (CD), chải kỹ (CM), sợi cotton pha (TC, TCM, CVC). Thị trường xuất khẩu chính sang Trung Quốc, Ai Cập, Thổ Nhĩ Kỳ,...

## 2. Màng may

Màng may là mảng kinh doanh chính của HTG, chiếm 80% cơ cấu doanh thu năm 2024 của doanh nghiệp, giá trị khoảng 4.084 tỷ đồng. Chuỗi giá trị màng may như sau:

### CHUỖI GIÁ TRỊ



*Nguồn: FPT S tổng hợp và ước tính*

**Đầu vào:** Gồm 2 nhân tố chính là nguyên vật liệu và nhân công chiếm 84% chi phí sản xuất kinh doanh của HTG trong năm 2024.

**Sản xuất:** HTG sản xuất theo 2 phương thức chính là CMT và FOB cấp 1 với tỷ trọng lần lượt là 30% và 68% trong năm 2024. Trong đó, với FOB cấp 1 doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm như veston, jacket, quần tây các loại... và CMT với sản phẩm chính là đồ bảo hộ lao động.

**Đầu ra:** Thị trường xuất khẩu chiếm 97% cơ cấu doanh thu của HTG, trong đó Mỹ là thị trường tiêu thụ chính chiếm 48% cơ cấu doanh thu xuất khẩu trong năm 2024. Ngoài ra, mảng thời trang nội địa chiếm 3% cơ cấu doanh thu, được HTG phân phối qua thương hiệu Merriman, HOATHO fashion.

**Do mảng thời trang nội địa đóng góp không đáng kể vào kết quả hoạt động kinh doanh mảng may của HTG nên chúng tôi sẽ tập trung phân tích mảng may xuất khẩu của doanh nghiệp.**

### 2.1. Đầu vào: Nhà máy đặt tại khu vực vùng lương thấp giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí nhân công

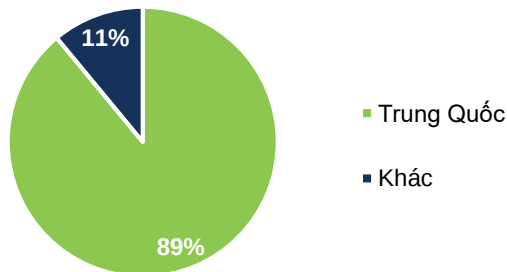
**Cơ cấu chi phí đầu vào của HTG chủ yếu đến từ 2 yếu tố chính là nguyên vật liệu và nhân công (chiếm 84% chi phí sản xuất năm 2024):**

- Nguyên vật liệu đầu vào chiếm 55% cơ cấu chi phí, trong đó vải là nguyên liệu chính (chiếm 80%). Ngoài ra, các nguyên liệu phụ như khóa kéo, cúc áo, chỉ may...
- Chi phí nhân công chiếm khoảng 29% chi phí sản xuất là lao động phổ thông trên địa bàn tỉnh Quảng Ngãi, Quảng Nam, Quảng Trị và TP. Đà Nẵng.

### 2.1.1. Nguyên vật liệu: Chi phí nguyên vật liệu được xem xét trước khi ký kết đơn hàng nên biến động giá không ảnh hưởng đến biên lợi nhuận

Nguyên vật liệu chủ yếu nhập khẩu từ Trung Quốc theo chỉ định của khách hàng

**Cơ cấu nhập khẩu nguyên liệu vải**



Nguyên liệu chính là vải chiếm 80% cơ cấu nguyên vật liệu của doanh nghiệp phải nhập khẩu theo chỉ định của khách hàng, do gia công theo hình thức CMT và FOB cấp 1. Nguồn gốc phần lớn từ Trung Quốc (chiếm 89% chi phí nguyên liệu vải).

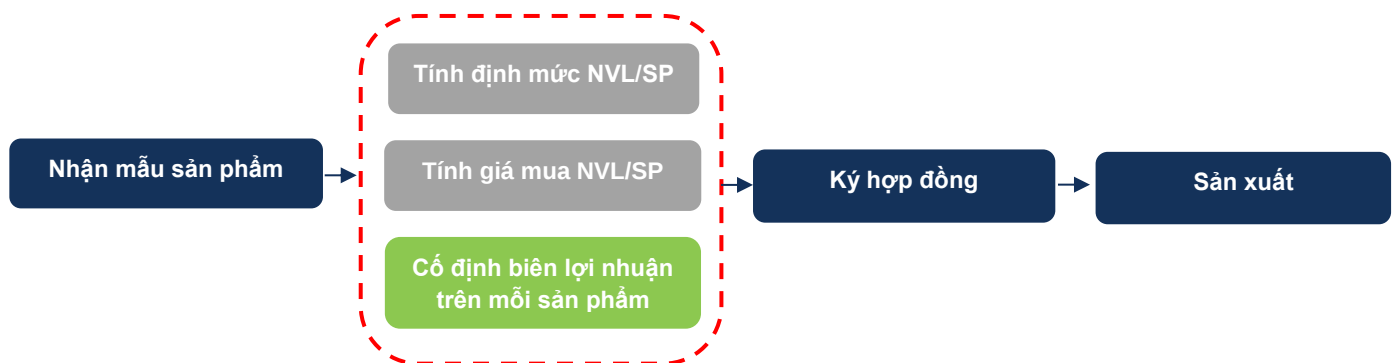
Các nguyên liệu phụ may như khóa kéo, cúc áo, chỉ khâu..., chiếm 20% cơ cấu nguyên vật liệu được HTG chủ động mua từ các nhà cung ứng trong và ngoài nước.

*Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp*

### Biến động giá nguyên vật liệu trên thị trường không ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp

Do đặc thù của phương thức CMT và FOB, HTG sẽ xây dựng lưu đồ sản xuất cho đơn đặt hàng. Theo đó, khi nhận mẫu sản phẩm, doanh nghiệp sẽ tính toán mức biên lợi nhuận cho từng đơn hàng dựa vào định mức và giá mua nguyên vật liệu cho đơn hàng đó. Sau đó, sẽ được các bên xem xét trước khi ký hợp đồng và đưa vào sản xuất. Do đó, biến động giá nguyên liệu trên thị trường sẽ không ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

**Lưu đồ nhận đơn hàng theo phương thức CMT & FOB**



*Nguồn: FPTS tổng hợp*

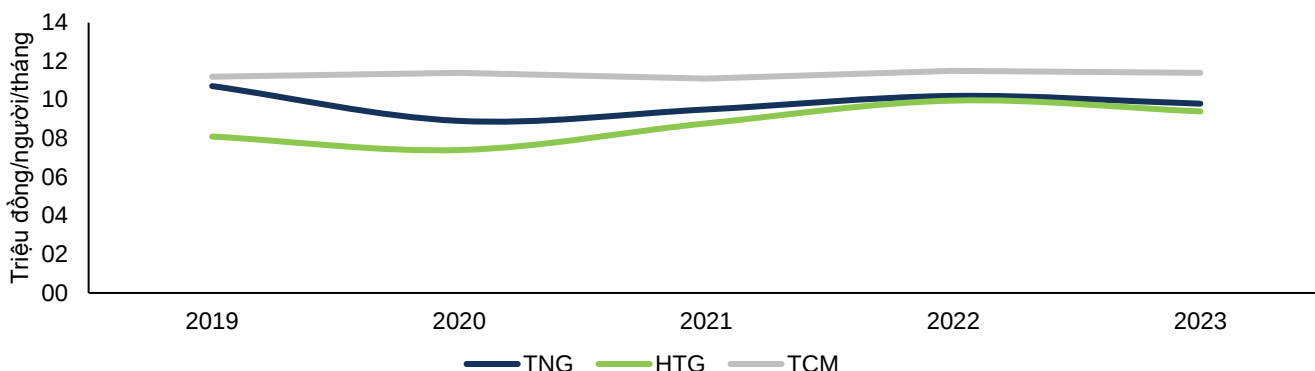
### 2.1.2. Nhân công: Đặt nhà máy ở khu vực vùng lương thấp giúp HTG tiết giảm các khoản trích lập

Chi phí nhân công gồm 2 khoản mục chính là lương công nhân may và các khoản trích lập theo lương. Cụ thể:

#### Lương nhân công

Lương nhân công của HTG thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành do đặt nhà máy tại khu vực vùng lương thấp (vùng III, IV) [\(chi tiết\)](#). Đối với mảng may, việc phân bổ nhà máy phụ thuộc vào phân khúc sản phẩm, tay nghề lao động và mức lương khu vực. Với HTG, do tập trung sản xuất các sản phẩm có biên lợi nhuận thấp với thiết kế đơn giản, dễ gia công, không yêu cầu tay nghề lao động cao, nên phần lớn nhà máy của doanh nghiệp đặt tại vùng III và IV, giúp lương nhân công thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành. Cụ thể, năm 2023, thu nhập trung bình trên nhân công mỗi tháng của HTG là 9,4 triệu đồng, thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành như TNG (vùng II và III) là 9,8 triệu đồng và TCM là 11 triệu đồng (vùng I và II).

### Thu nhập trung bình nhân công



Nguồn: BCTN, FPTs tổng hợp

### Trích lập theo lương

**Đặt nhà máy tại vùng lương thấp giúp chi phí trích lập theo lương của HTG thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành.** Phần lớn nhà máy của HTG tập trung ở vùng Quảng Nam, Quảng Ngãi, Quảng Trị, đây là khu vực có vùng lương thấp (vùng III, IV). Năm 2024, lương tối thiểu theo vùng tăng 6% chỉ làm tăng chi phí trích lập theo lương của HTG lên 6,3 tỷ đồng (2,3% LNST) tương đương với MSH (2,2% LNST) và thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành TNG (3,4% LNST), TCM (8,2% LNST).

### Vùng đặt nhà máy của các doanh nghiệp dệt may

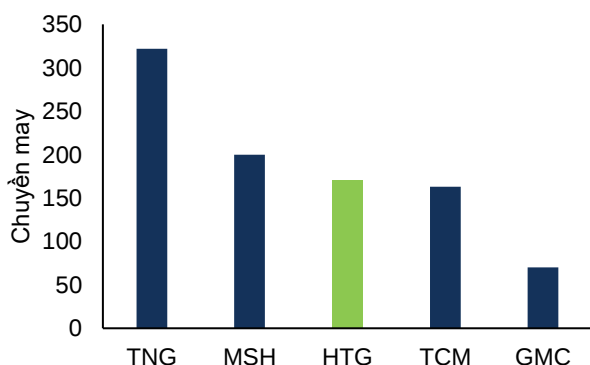
| Doanh nghiệp | Số nhân công | Vùng đặt nhà máy | Mức tăng khoản trích lập/LNST |
|--------------|--------------|------------------|-------------------------------|
| TCM          | 5.552        | I, II            | 8,2%                          |
| TNG          | 18.174       | II, III          | 3,4%                          |
| HTG          | 10.133       | II, III, IV      | 2,3%                          |
| MSH          | 12.732       | III              | 2,2%                          |

Nguồn: FPTs tổng hợp

## 2.2. Sản xuất: Nhà máy đang hoạt động với công suất cao

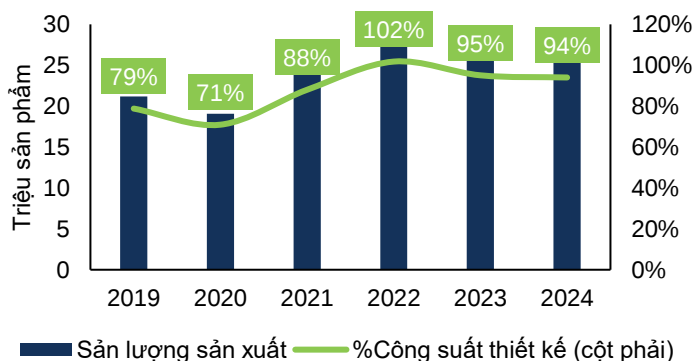
Năng lực sản xuất của doanh nghiệp may mặc có thể được đánh giá qua số lượng chuyền may do máy móc sử dụng trong sản xuất khá tương tự giữa các doanh nghiệp. Năm 2024, HTG đang vận hành 12 nhà máy may với tổng số chuyền may là 171 chuyền.

### Số chuyền may một số DN may mặc



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

### Công suất hoạt động mảng may của HTG



Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp

Năm 2024, sản lượng sản xuất của HTG đạt 26,7 triệu sản phẩm, doanh nghiệp đã hoạt động 94% công suất thiết kế các nhà máy. Hiện nay, HTG đang tiến hành đầu tư mở rộng nhà máy Triệu Phong giai đoạn 3 nhằm mở rộng công suất nhà máy của doanh nghiệp. **Chúng tôi đánh giá việc tiến hành đầu tư mở rộng nhà máy Triệu Phong giai đoạn 3 là phù hợp hiện tại HTG đã hoạt động với công suất cao.**

Dự án đầu tư nhà máy Triệu Phong được HTG đầu tư từ năm 2019 với tổng vốn đầu tư 176,6 tỷ đồng, và được thực hiện qua 3 giai đoạn.

- Giai đoạn 1 và giai đoạn 2 của dự án đã hoàn thành và đưa vào hoạt động với công suất thiết kế 1,5 triệu sản phẩm/năm (tăng 5,5% cstk).
- Giai đoạn 3 của nhà máy đã bắt đầu triển khai trong năm 2024 và dự kiến sẽ hoàn thành trong nửa đầu năm 2025 với công suất thiết kế 2,5 triệu sản phẩm/năm (tăng 8,8% cstk), đây sẽ là động lực tăng trưởng cho HTG trong thời gian tới khi thị trường tiêu thụ kỳ vọng khả quan.

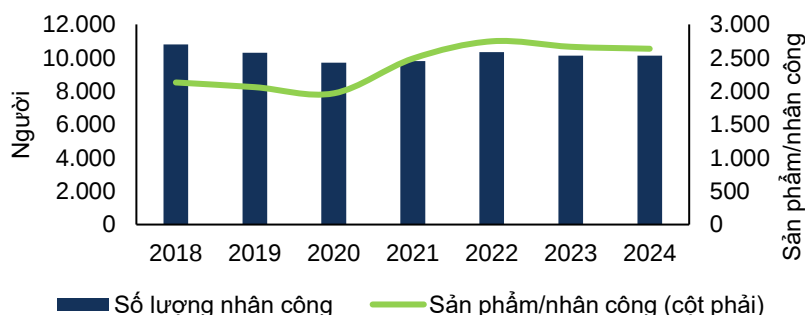
#### Tiến độ đầu tư nhà máy Triệu Phong

| Chỉ tiêu                | Hoàn thành        |                  | Đang triển khai    | Tổng  |
|-------------------------|-------------------|------------------|--------------------|-------|
|                         | GĐ 1 (2019 –2020) | GĐ 2 (2022–2023) | GĐ 3 (2024 – 2025) |       |
| Sản phẩm (triệu sp/năm) | 1                 | 0,5              | 2,5                | 4     |
| Số chuyền may           | 8                 | 4                | 18                 | 30    |
| Số lao động (người)     | 500               | 280              | 1.020              | 1.800 |
| Vốn đầu tư (tỷ đồng)    | 50,6              | 30               | 96                 | 176,6 |

Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

Ngoài ra, từ năm 2019 đến nay HTG cũng đã thực hiện đầu tư các dự án cải tạo dây chuyền sản xuất để nâng cao năng suất lao động. Cụ thể, doanh nghiệp đã tự động hóa quy trình cắt và trải vải. Hiệu quả hoạt động đầu tư được thể hiện trong giai đoạn 2021 - 2024 khi sản lượng sản phẩm tạo ra trên mỗi lao động tăng trưởng 28% (từ 2.059 lên 2.635) so với năm 2019.

#### Hiệu quả lao động của HTG



Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2021 – 2024 biên lợi nhuận gộp mảng may tăng trưởng ~ 4đpt, chúng tôi ước tính phần tăng lên từ cải thiện hiệu quả lao động chiếm 25%, tương đương ~ 1đpt biên lợi nhuận gộp mảng may ([quay lại](#)).

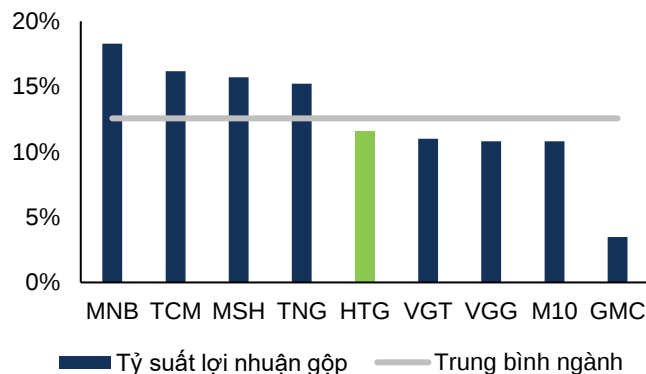
### 2.3. Đầu ra: Mỹ là thị trường tiêu thụ chính chiếm 48% doanh thu mảng may năm 2024

#### 2.3.1. Sản phẩm: Tập trung vào phân khúc sản phẩm có biên lợi nhuận thấp

**Sản phẩm đầu ra của HTG tập trung phân khúc có biên lợi nhuận gộp thấp trong ngành.** Đây là những sản phẩm thiết kế đơn giản, dễ gia công bao gồm quần áo bảo hộ, đồng phục, quần dài, quần áo trẻ em... nên biên lợi nhuận gộp của HTG trung bình từ 8 – 10% và thấp hơn mức trung bình ngành.

**Cơ cấu sản phẩm may của HTG**

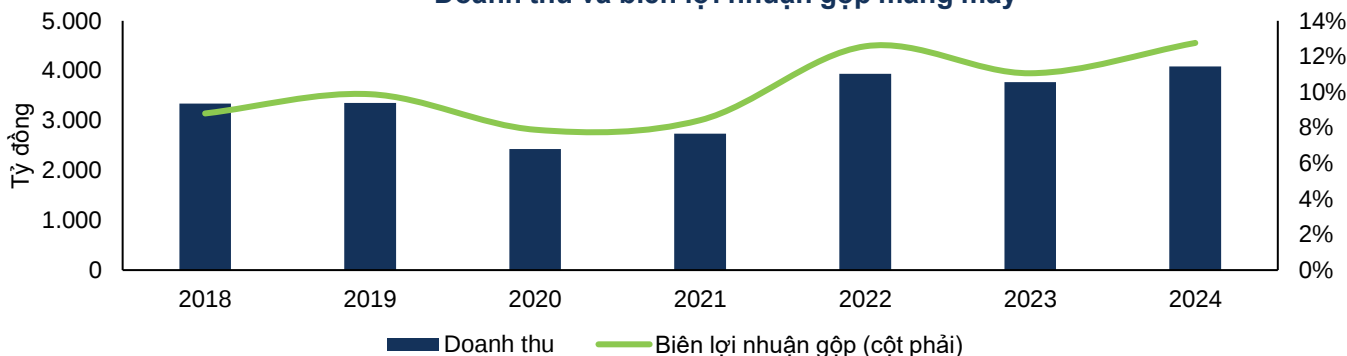
| Sản phẩm                                | Cơ cấu sản phẩm | Biên lợi nhuận gộp |
|-----------------------------------------|-----------------|--------------------|
| Suits, veston, đồ hiệu                  | 10%             | 20%                |
| Áo khoác, áo phao (jacket)              | 5%              | 18%                |
| Quần áo thể thao, Quần áo trẻ em        | 25%             | 14%                |
| Áo sơ mi, quần dài                      | 21%             | 13%                |
| Đồng phục, đồ bảo hộ lao động, găng tay | 39%             | 4%                 |

**Tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp may 2024**


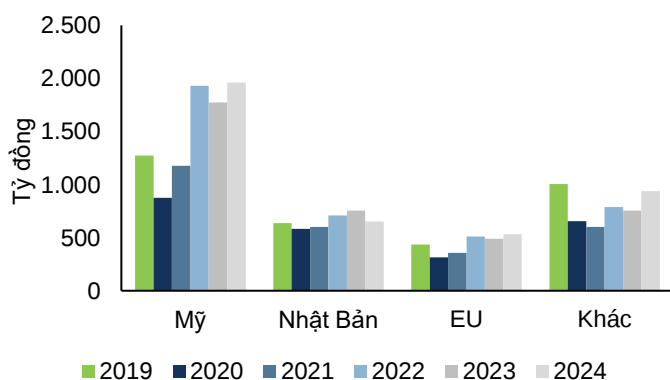
Nguồn: FPTs tổng hợp

Trong giai đoạn 2022 – 2024 theo doanh nghiệp chia sẻ các đơn hàng veston sang Mỹ có biên lợi nhuận cao tăng trưởng 20%, tương đương 0,4 triệu sản phẩm (nhà máy veston đã hoạt động hết công suất) yếu tố chính giúp biên lợi nhuận gộp mảng may cải thiện từ mức 8,4 – 12,8% trong giai đoạn này.

**Chúng tôi ước tính cơ cấu sản phẩm veston tăng lên đã giúp doanh nghiệp cải thiện thêm ~ 1điểm biên lợi nhuận gộp.** Theo đó, với cơ cấu veston hiện tại thì sau năm 2024 biên lợi nhuận gộp mảng này của HTG sẽ đạt mức 10 – 12% [\(quay lại\)](#).

**Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng may**


Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp

**2.3.2.Thị trường: Đơn hàng tăng trưởng từ khách hàng lớn, lâu năm của doanh nghiệp**
**Doanh thu xuất khẩu của HTG**


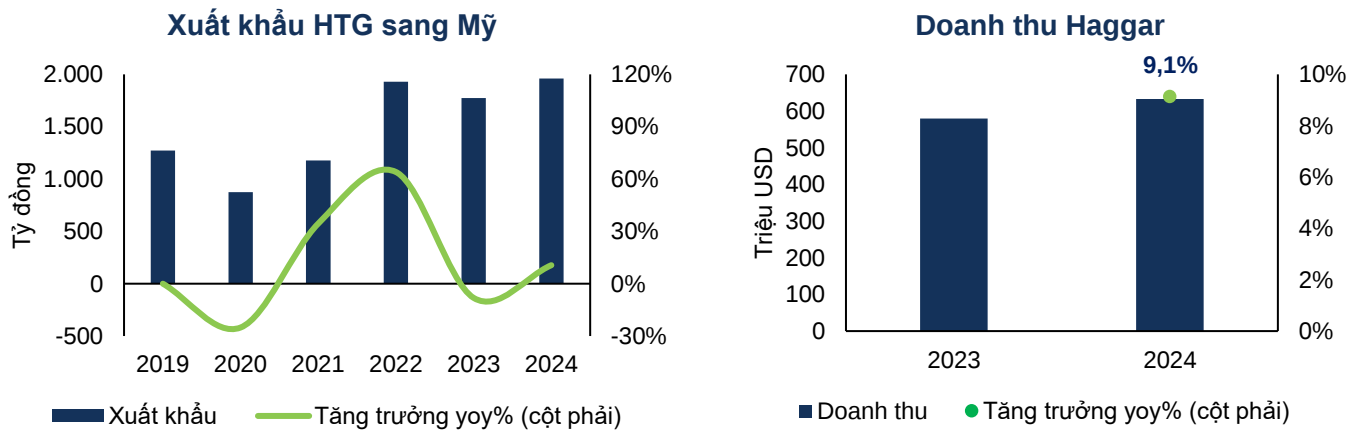
Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp

**Thị trường xuất khẩu của HTG tập trung vào Mỹ, Nhật Bản và EU**, năm 2024 giá trị xuất khẩu sang 3 thị trường này chiếm đến 77%. Tăng trưởng xuất khẩu sang các thị trường này tương đối ổn định qua các năm. Trong đó, doanh thu tăng trưởng mạnh tại Mỹ (thị trường tiêu thụ chính) trong giai đoạn 2020 -2024 nhờ mở rộng được hơn hàng từ các khách hàng lớn lâu năm của doanh nghiệp. Trong những năm gần đây khách hàng lớn của HTG luôn duy trì ổn định và ký hợp đồng liên tục. Một số khách hàng lớn trong cơ cấu doanh thu của HTG là Motives, Haggar Clothing, Kuraray Trading, Marubeni Corporation,...

## Thị trường Mỹ: Đơn hàng tăng trưởng nhờ khách hàng mở rộng thị trường

Mỹ là thị trường tiêu thụ chính chiếm 48% cơ cấu doanh thu của HTG năm 2024. Giai đoạn 2019 – 2024, doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp sang thị trường này tăng trưởng cao với tốc độ CAGR là 9%. Sau giai đoạn đại dịch 2020 – 2021, nhu cầu đặt hàng của các nhãn hàng phục hồi trở lại, cùng với việc HTG gia tăng đơn hàng veston với các khách hàng lớn, lâu năm đã giúp cho tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp sang thị trường này đạt ở mức cao.

Năm 2024, doanh thu tại Mỹ của HTG tăng trưởng 10,5% YoY, đạt 1.961 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng chính đến từ hoạt động kinh doanh tích cực của khách hàng lớn Hagggar Clothing (đây là khách hàng lâu năm và chiếm ~ 20% cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp tại Mỹ). Ngoài ra, doanh nghiệp còn hưởng lợi từ sự gián đoạn sản xuất do xung đột chính trị tại Bangladesh (quốc gia chiếm 9% thị phần xuất khẩu may mặc vào Mỹ) trong năm 2024 giúp HTG gia tăng đơn hàng xuất khẩu sang thị trường này.



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

**Khách hàng Hagggar Clothing** là một thương hiệu quần áo nam được thành lập năm 1926 và có trụ sở chính tại Mỹ, thị trường tiêu thụ ở nhiều quốc gia như Hoa Kỳ, Canada, Mexico...HTG được Hagggar đặt gia công theo phương thức FOB cấp 1 với các sản phẩm tương đối đa dạng bao gồm: veston, quần tây với áo Jacket ..., có biên lợi nhuận gộp trung bình 13 – 20%.

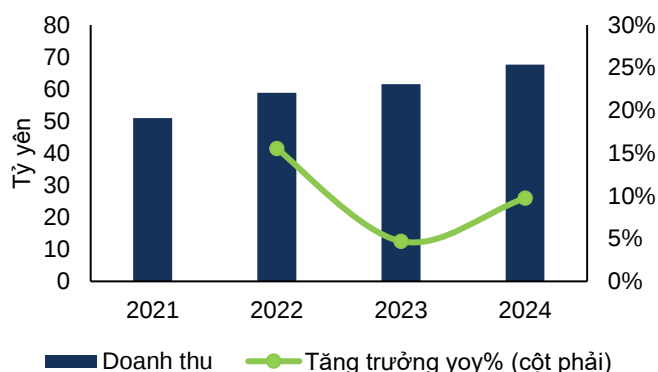
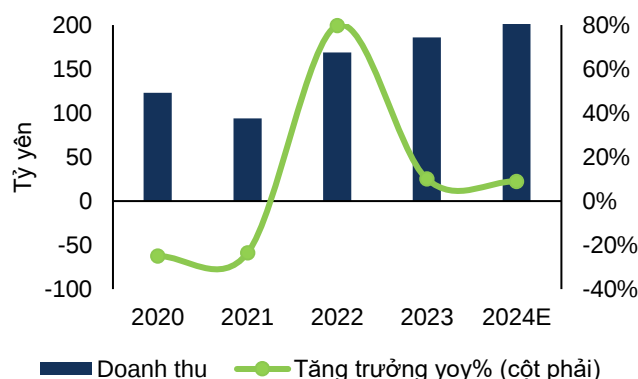
Trong giai đoạn 2022 – 2024, Hagggar gia tăng đơn đặt hàng veston với HTG (Hagggar Clothing mở rộng thị trường sang các nước EU) đã giúp doanh thu của HTG sang Mỹ tăng trưởng mạnh. Năm 2024 doanh thu thời trang của Hagggar Clothing tăng trưởng tích cực 9,1% đạt 633 triệu USD nhờ sự phục hồi từ nhu cầu tiêu thụ. Do đó, nhãn hàng gia tăng đơn hàng giúp tăng trưởng doanh thu của HTG sang thị trường đạt mức cao.

## Thị trường Nhật Bản: Doanh thu giảm năm 2024 do doanh nghiệp chuyển đơn hàng cho công ty liên kết

Thị trường Nhật Bản chiếm khoảng 16% cơ cấu doanh thu HTG, giai đoạn 2019 – 2023 doanh thu xuất khẩu sang thị trường này tăng trưởng mức CAGR đạt 4,3%/năm nhờ đơn hàng được duy trì ổn định. Tuy nhiên, năm 2024 doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp ghi nhận giảm 13,4% yoy (tương đương ~ 100 tỷ đồng) do HTG chuyển đơn hàng cho công ty liên kết<sup>2</sup>.

Tại Nhật Bản, HTG có 2 khách hàng lớn là Kuraray Trading và Marubeni Corporation chiếm đến 90% cơ cấu doanh thu. Giai đoạn 2023 – 2024 tình hình hoạt động của khách hàng vẫn ổn định và tăng trưởng tốt giúp doanh thu của HTG sang thị trường này cũng ổn định.

<sup>2</sup> Trước đây HTG là đơn vị nhận đơn hàng từ thị trường Nhật Bản cho nhà máy Hoà Thọ - Quảng Nam (công ty liên kết) sản xuất, tuy nhiên hiện tại nhà máy này đã đủ điều kiện tự nhận đơn hàng từ khách hàng.

**Doanh thu mảng thời trang Kuraray**

**Doanh thu mảng thời trang Marubeni**


Nguồn: FPTTS tổng hợp và ước tính

**Khách hàng Kuraray Trading** chiếm 60% doanh thu của HTG sang Nhật Bản. HTG được Kararay đặt gia công đơn hàng FOB cấp 1 với các sản phẩm chính như mũ, áo sơ mi, áo thun, quần dài... Giai đoạn 2021 – 2024 tình hình hoạt động của khách hàng tăng trưởng ổn định. Trong năm 2024 doanh thu mảng thời trang của Kuraray đạt 67,6 tỷ yên tăng trưởng cao 9,7% yoy khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi.

**Đối với khách hàng Marubeni Corporation** chiếm 30% doanh thu của HTG sang Nhật Bản. HTG được Marubeni đặt gia công theo phương thức FOB cấp 1 với các sản phẩm chính như quần dài, áo sơ mi, áo choàng... Giai đoạn 2020 – 2021, doanh thu của Marubeni sụt giảm mạnh, lần lượt là 123 tỷ yên và 94 tỷ yên (-25% yoy và -23,6% yoy) do ảnh hưởng của đại dịch làm giảm nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường tiêu thụ chính. Tuy nhiên, đến giai đoạn 2022 – 2024, nhờ nhu cầu tiêu dùng bắt đầu cải thiện, tình hình kinh doanh khởi sắc, giúp doanh thu của Marubeni tăng trưởng trở lại.

### Thị trường EU: Chưa tận dụng được lợi thế từ EVFTA

Thị trường EU chiếm 13% cơ cấu doanh thu của HTG, giai đoạn 2019 – 2024 tăng trưởng doanh thu CAGR sang thị trường này đạt 5,1% nhờ nhu cầu phục hồi sau đại dịch. Hiện nay doanh nghiệp vẫn chưa tận dụng được mức thuế ưu đãi từ EVFTA do hiện tại phần lớn nguyên liệu của HTG vẫn nhập khẩu từ Trung Quốc và chưa đáp ứng được tiêu chuẩn “từ vải trở đi” nên động lực tăng trưởng từ thị trường này chủ yếu đến từ việc gia tăng đơn hàng với khách hàng cũ của doanh nghiệp.

### Lộ trình xóa bỏ thuế nhập khẩu các sản phẩm dệt may của EVFTA

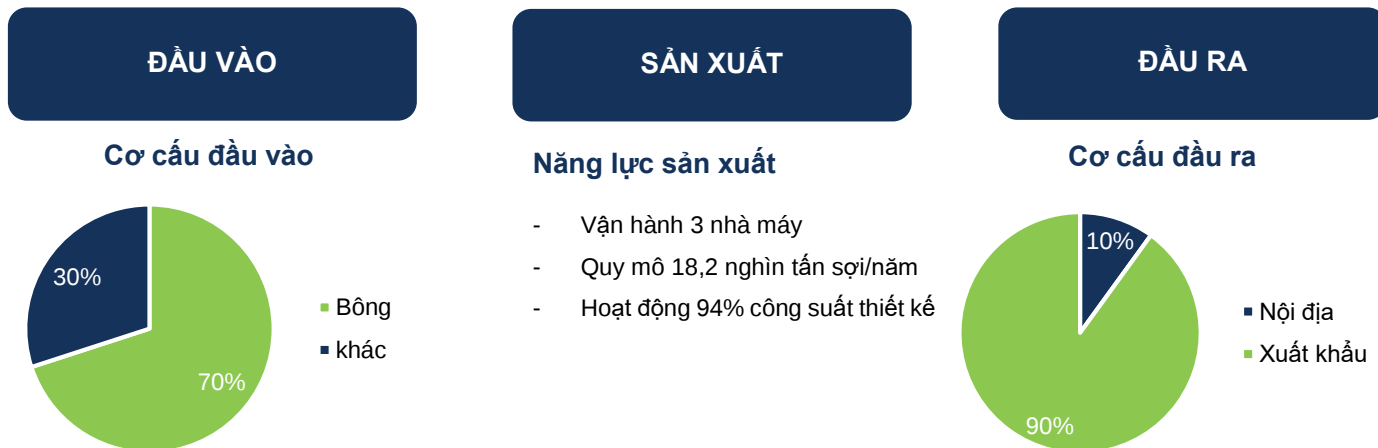
| Nhóm hàng      | Tỷ trọng XK | Lộ trình giảm thuế theo EVFTA |           |           |           |           |      |      |      |
|----------------|-------------|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|------|------|
|                |             | 2020                          | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025 | 2026 | 2027 |
| Nhóm A         | 12%         | 0%                            |           |           |           |           |      |      |      |
| Nhóm B3        | 11%         | 9%                            | 6%        | 3%        | 0%        |           |      |      |      |
| <b>Nhóm B5</b> | <b>58%</b>  | <b>10%</b>                    | <b>8%</b> | <b>6%</b> | <b>3%</b> | <b>0%</b> |      |      |      |
| Nhóm B7        | 11%         | 10,5%                         | 9%        | 7,5%      | 6%        | 5%        | 3%   | 2%   | 0%   |

Nguồn: FPTTS tổng hợp

### 3. Màng sợi

Màng sợi là mảng kinh doanh chiếm 20% cơ cấu doanh thu năm 2024 của doanh nghiệp, giá trị 1.018 tỷ đồng. Chuỗi giá trị màng sợi như sau:

#### CHUỖI GIÁ TRỊ

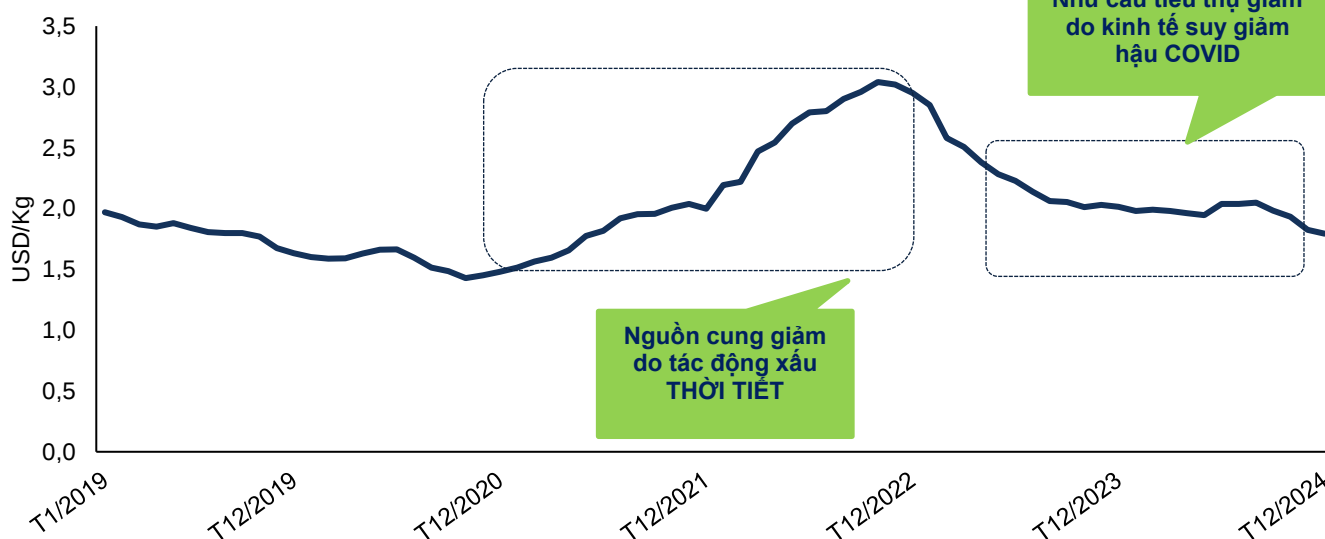


Nguồn: FPT S tổng hợp

#### 3.1. Đầu vào: Nguyên liệu bông chiếm tỷ trọng chi phí cao và có biến động giá tương đối lớn

**Nguyên liệu (bông) đầu vào chiếm 70% chi phí sản xuất màng sợi của HTG, chủ yếu nhập khẩu từ các nước Ấn Độ, Mỹ, Brazil...** Giá bông trên thị trường biến động mạnh và khó dự báo là rủi ro đặc thù chung của các doanh nghiệp sản xuất sợi. Do nguồn cung phụ thuộc lớn vào thời tiết, ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất tại các quốc gia (Trung Quốc, Mỹ, Ấn Độ...). Trong khi đó, nguồn cầu phụ thuộc lớn vào nhu cầu tiêu thụ tại các quốc gia (Trung Quốc, Ấn Độ...) ([chi tiết](#)).

#### Biến động giá bông từ năm 2019 - 2024



Nguồn: Tổng cục hải quan, FPT S tổng hợp

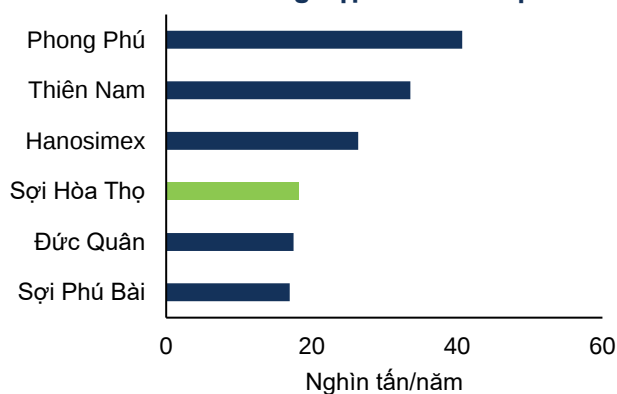
**Giá bông tăng mạnh hơn 80% trong giai đoạn 2020 – 2022 do nguồn cung đứt gãy.** Sản lượng bông toàn cầu mùa vụ 8/2020 – 8/2022 giảm 1 triệu tấn (giảm -5% yoy), do sự sụt giảm tại 4 quốc gia sản xuất chính là Ấn Độ, Mỹ, Brazil, Pakistan (chiếm 50% sản lượng bông toàn cầu). Tình hình thời tiết xấu đã tác động làm giảm sản lượng tại các thị trường này. Trong khi đó nhu cầu bông tăng lên đột biến do các doanh nghiệp dệt sợi hoạt động trở lại sau dịch khiến tồn kho toàn cầu cuối năm 2022 giảm 5% yoy xuống 18,9 triệu tấn.

**Tuy nhiên, mùa vụ 2023 - 2024 giá bông giảm do nhu cầu tiêu thụ suy yếu.** Sau đại dịch COVID, nhu cầu tiêu thụ bông giảm mạnh tại các thị trường lớn trong khi nguồn cung tăng lên. Trung Quốc là thị trường tiêu thụ bông lớn nhất thế giới, mùa vụ 8/2023 – 8/2024 sản lượng nhập khẩu của quốc gia này giảm đến 43% tương đương 6,5 triệu tấn do nhu cầu sản xuất và tiêu dùng chưa phục hồi. Trong khi diện tích trồng bông tại Mỹ (thị trường trồng bông chính) tăng 2 triệu tấn, tác động khiến giá giảm trong giai đoạn này.

### 3.2. Sản xuất: Nhà máy đang hoạt động với công suất cao

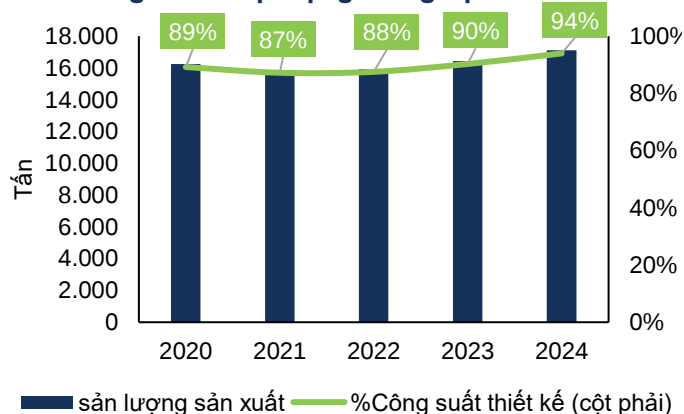
**HTG hiện đang là doanh nghiệp đứng thứ 4 về quy mô sản xuất sợi tự nhiên** với 18,2 nghìn tấn sợi mỗi năm và các nhà máy của HTG hiện tại đang hoạt động khoảng 94% công suất thiết kế. Kể từ năm 2019 đến nay, công ty chủ yếu chỉ thực hiện các dự án nâng cấp máy móc thiết bị thay vì mở rộng công suất mới nên tăng trưởng doanh thu phụ thuộc vào tăng trưởng giá bán đầu ra ([chi tiết](#)).

**Các doanh nghiệp sản xuất sợi**



Nguồn: FPTTS tổng hợp

**Công suất hoạt động mảng sợi của HTG**



Nguồn: HTG, FPTTS tổng hợp

**Nhìn chung, công nghệ máy móc của ngành sợi không có sự khác biệt lớn nên các sản phẩm sản xuất của các doanh nghiệp cũng có sự tương đồng về chất lượng sản phẩm.** Sản phẩm sợi của HTG bao gồm các loại: sợi cotton chải thô (CD), chải kỹ (CM), sợi cotton pha (TC, TCM, CVC). Đây là các loại sợi có chất lượng trung bình, được sản xuất phổ biến ở Việt Nam ([chi tiết](#)).

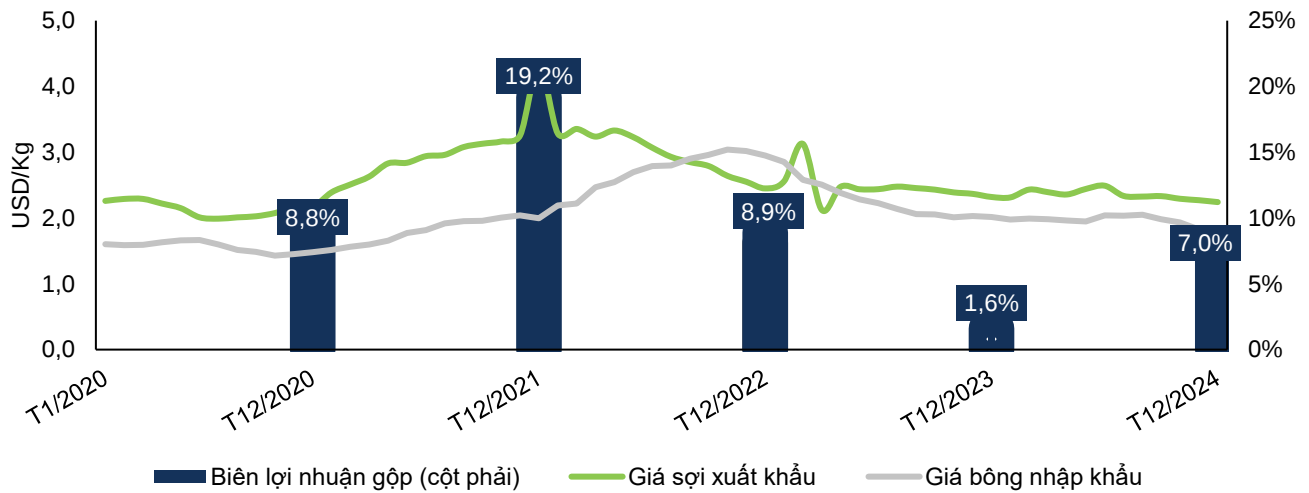
| Nhà máy                       | Cọc sợi       | Sản phẩm      | Người      | Sản phẩm chính                          |
|-------------------------------|---------------|---------------|------------|-----------------------------------------|
| Nhà máy sợi Hòa Thọ I         | 22.000        | 6.000         | 210        | CD, TCD, OE, Double Yarn, Recycled Yarn |
| Nhà máy sợi Hòa Thọ II        | 30.000        | 7.200         | 250        | TC, CVC Carded and Combed yarn          |
| CTCP Sợi Hòa Thọ - Thăng Bình | 21.600        | 5.000         | 160        | TC, CVC Carded and Combed yarn          |
| <b>Tổng</b>                   | <b>73.600</b> | <b>18.200</b> | <b>620</b> |                                         |

Nguồn: HTG, FPTTS tổng hợp

### 3.3. Đầu ra: Chịu ảnh hưởng lớn của biến động giá sợi trên thị trường

**Đầu ra của HTG 85% được xuất khẩu sang các thị trường: Trung Quốc, Ai Cập, Thổ Nhĩ Kỳ, phần nhỏ tiêu thụ trong nước.** Trong đó, toàn bộ sản phẩm sợi sản xuất ra đều được tiêu thụ bởi các khách hàng cũ lâu năm, giá trị ổn định ở mức ~16 nghìn tấn sợi trong giai đoạn 2020 - 2024

Giá bán sợi của HTG tương đồng với giá sợi xuất khẩu của ngành sợi Việt Nam do sự tương đồng về chất lượng sản phẩm ([chi tiết](#)) và phụ thuộc diễn biến giá bán đầu ra ở thị trường tiêu thụ chính Trung Quốc (chiếm 50% kim ngạch xuất khẩu sợi nước ta). Theo đó, biên lợi nhuận mảng sợi của HTG chịu ảnh hưởng lớn của biến động giá sợi đầu ra.

**Diễn biến giá bông, sợi và biên lợi nhuận gộp mảng sợi HTG**


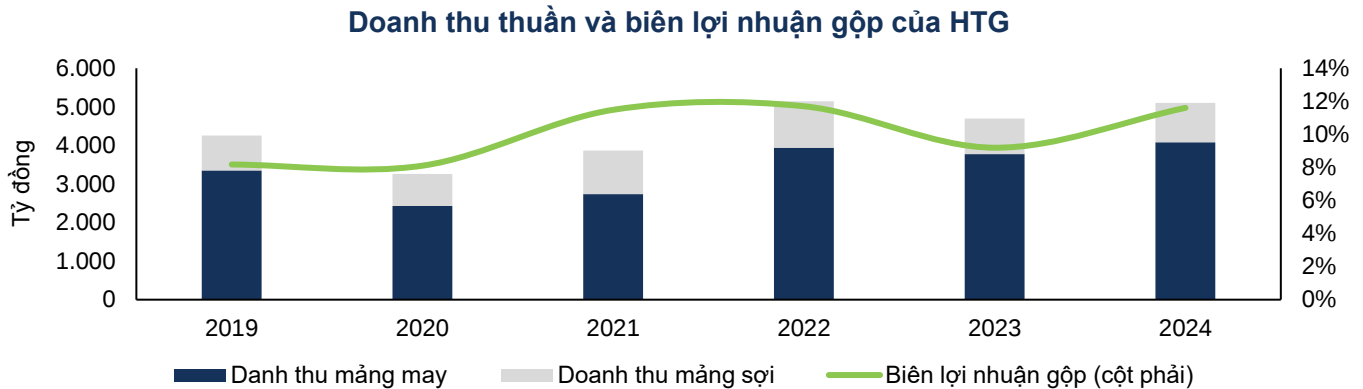
Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

**Biên lợi nhuận gộp mảng sợi của doanh nghiệp trung bình đạt 8 - 9% (tương đương năm 2020 và 2022).** Tuy nhiên, năm 2021 biên lợi nhuận mảng sợi của HTG tăng trưởng đột biến (từ 8,8% lên 19,2%) nhờ giá sợi tăng mạnh khi nhu cầu phục hồi. Sau đại dịch một số nền kinh tế lớn như Trung Quốc đã mở cửa trở lại sớm, cầu tiêu dùng tăng lên nhanh chóng đã khiến giá sợi tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (đạt 3,10 USD, +40% yoy). Trong khi đó chuỗi cung ứng bông, sợi bị đứt gãy do sản lượng bông toàn cầu giảm (giá bông tăng trưởng 30% trong giai đoạn này).

Giai đoạn 2023 – 2024 biên lợi nhuận của HTG giảm xuống mức 1,6% năm 2023 và 7% năm 2024 do giá sợi biến động giảm ~37% trong giai đoạn này, nguyên nhân: (1) sản xuất may mặc phục hồi chậm do nhu cầu tiêu dùng vẫn còn yếu (2) Trung Quốc liên tục mất thị phần may mặc ở thị trường xuất khẩu vào các nước như Việt Nam, Bangladesh khiến cầu tiêu thụ sợi giảm. Trong khi đó chuỗi cung ứng bông, sợi tăng trưởng nhờ diện tích trồng bông tại Mỹ cải thiện.

#### IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

##### 1. Biên lợi nhuận có xu hướng tăng nhờ hiệu quả năng suất lao động cải thiện và gia tăng đơn hàng veston có biên lợi nhuận cao

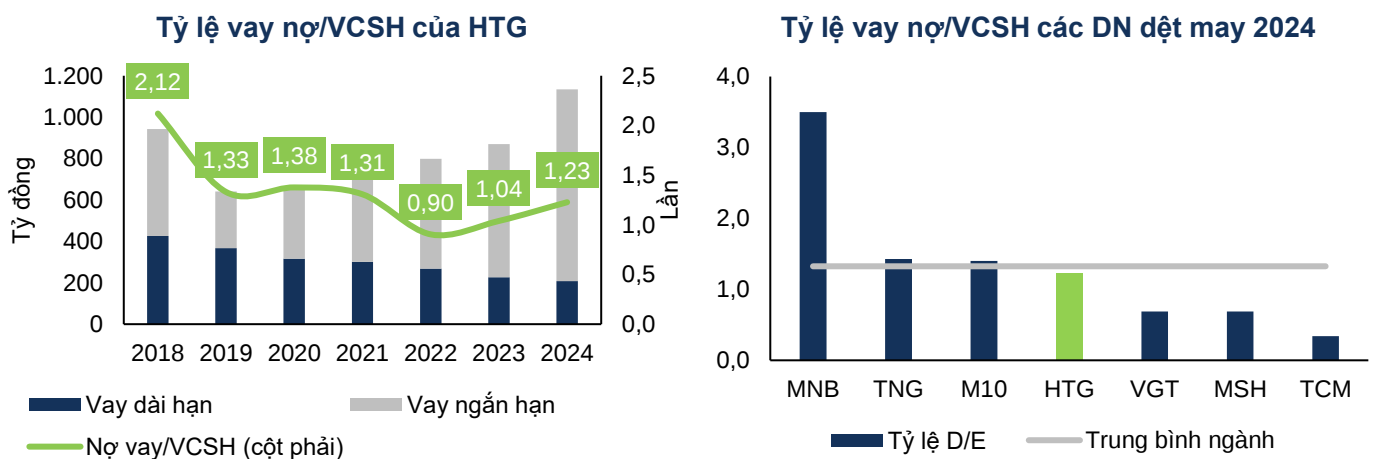


Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

**Doanh thu thuần của HTG tăng trưởng chậm với CAGR = 3,7%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024, do ảnh hưởng đại dịch COVID.** Trong đó, ảnh hưởng chính từ mảng may chiếm 80% doanh thu. Giai đoạn 2020 – 2021, doanh thu giảm 20% do ảnh hưởng đại dịch khiến nhu cầu tiêu thụ suy giảm tại các thị trường xuất khẩu chính. Tuy nhiên, từ năm 2022 – 2024, nhu cầu phục hồi sau đại dịch cùng với việc HTG mở rộng đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ đã giúp doanh thu tăng trưởng trở lại.

**Biên lợi nhuận gộp có xu hướng tăng trưởng trong giai đoạn 2019 - 2024 từ 8,2% lên 11,6% nhờ** (1) hiệu quả năng suất lao động cải thiện thông qua hoạt động đầu tư cải tạo, đưa dây chuyền tự động hoá vào nhà máy và (2) gia tăng đơn hàng veston có biên lợi nhuận cao. Năm 2023, biên lợi nhuận gộp đạt 9,2% giảm 2,5đp do ảnh hưởng chính của biên lợi nhuận gộp mảng sợi giảm (BLNG sợi đạt 1,6% giảm 7,3đp) vì nhu cầu tiêu thụ yếu, giá sợi đầu ra giảm.

##### 2. Tỷ lệ vay nợ giảm dần và hiện thấp hơn mức trung bình ngành, các khoản vay nợ chủ yếu tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động

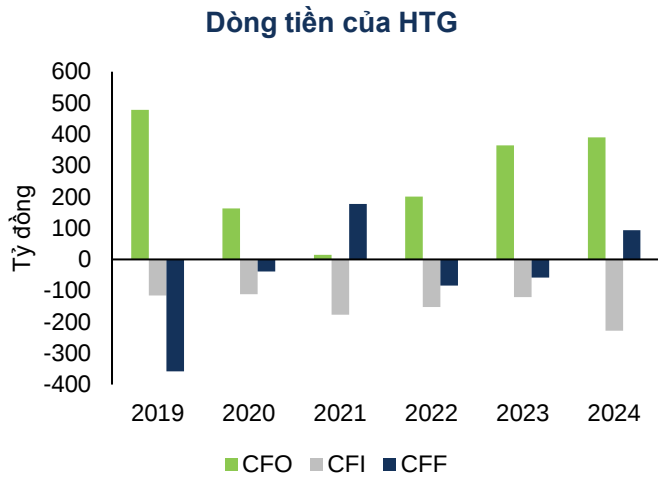


Nguồn: BCTC, FPTS tổng hợp

Nguồn: BCTC, FPTS tổng hợp

**Tỷ lệ nợ vay/VCSH của HTG đang giảm dần qua các năm, tính đến năm 2024 tỷ lệ vay/VCSH là 1,23 lần, thấp hơn mức trung bình ngành là 1,3 lần.** Trong các năm gần đây hoạt động kinh doanh của HTG tạo ra dòng tiền tài trợ cho hoạt động đầu tư và trả nợ cho doanh nghiệp khiến nợ vay dài hạn của HTG giảm dần trong giai đoạn 2018 – 2024 từ mức 426 tỷ đồng còn 208 tỷ đồng. Tuy nhiên, vay ngắn hạn đang dần tăng lên do nhu cầu phục hồi, đơn hàng gia tăng nên doanh nghiệp gia tăng vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động.

### 3. Dòng tiền hoạt động kinh doanh tăng trưởng giúp doanh nghiệp tài trợ cho hoạt động đầu tư và trả nợ vay



Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

**Dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO) của doanh nghiệp luôn dương trong giai đoạn 2019 – 2024, đảm bảo khả năng tài trợ cho hoạt động đầu tư cũng như trả cổ tức cho cổ đông và trả nợ dài hạn của doanh nghiệp.**

Kể từ năm 2019, doanh nghiệp thực hiện đầu tư nhà máy Triệu Phong, đầu tư nâng cấp dây chuyền tự động hoá “cắt, trải vải tự động” và trang thiết bị mạng sợi nên dòng tiền hoạt động đầu tư (CFI) âm trong giai đoạn này.

Doanh nghiệp cũng tích cực trả nợ vay dài hạn cũng như cổ tức cho cổ đông trong giai đoạn 2019 – 2024, tuy nhiên do doanh nghiệp tăng vay ngắn hạn tài trợ vốn lưu động nên dòng tiền hoạt động tài chính (CFF) khá biến động trong giai đoạn này.

## V. TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ DỰ PHÒNG

### 1. Mảng may: Tăng trưởng chậm lại do ảnh hưởng chính sách thuế quan tại Mỹ

Thị trường Mỹ chiếm 44% kim ngạch xuất khẩu của ngành đối mặt với thách thức lớn về thuế quan dưới thời Tổng thống Donald Trump. Trong nhiệm kỳ thứ hai của mình, Tổng thống Donald Trump liên tục áp thuế lên các mặt hàng nhập khẩu. Chính sách thuế đối ứng đã đi vào hiệu lực ngày 09/04/2025, trong đó Việt Nam chịu mức thuế 46% đối với các mặt hàng xuất khẩu vào Mỹ. Tuy nhiên, chỉ một ngày sau (10/04), Tổng thống Trump đã tạm hoãn chính sách này trong 90 ngày và điều chỉnh mức thuế xuống còn 10% nâng tổng thuế áp lên hàng may mặc Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ lên khoảng 28%.

Dựa trên kịch bản may mặc nước ta xuất khẩu vào Mỹ chịu thêm mức thuế quan 10% như hiện nay, chúng tôi đưa ra dự phóng triển vọng kinh doanh của HTG như sau:

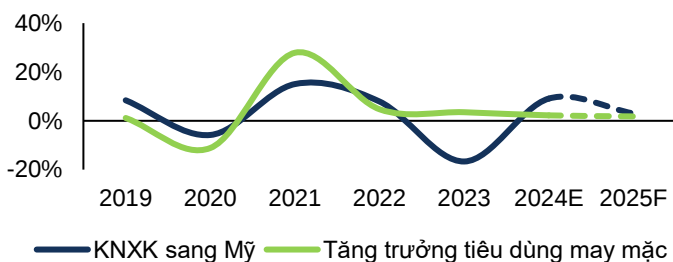
#### 1.1. Dự phóng đơn hàng xuất khẩu năm 2025 của HTG tăng trưởng chậm 4% do ảnh hưởng của chính sách thuế quan tại thị trường Mỹ [\(quay lại\)](#).

Kim ngạch xuất khẩu may mặc sang Mỹ dự kiến tăng trưởng 3% yoy đạt 16,2 tỷ USD trong năm 2025 do ảnh hưởng của thuế quan. Năm 2025 do ảnh hưởng của việc áp thuế lên toàn bộ các đối tác thương mại lớn của Mỹ sẽ đẩy giá bán lẻ hàng may mặc lên mức cao, làm giảm nhu cầu tiêu dùng của người dân Mỹ với mặt hàng này.

Thị trường Mỹ là thị trường tiêu thụ chính chiếm 48% doanh thu của HTG và 44% doanh thu của ngành do đó tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường này chậm lại ảnh hưởng lớn đến tăng trưởng xuất khẩu của ngành. Năm 2025 chúng tôi ước tính tăng trưởng xuất khẩu của ngành sang các thị trường đạt 4% yoy.

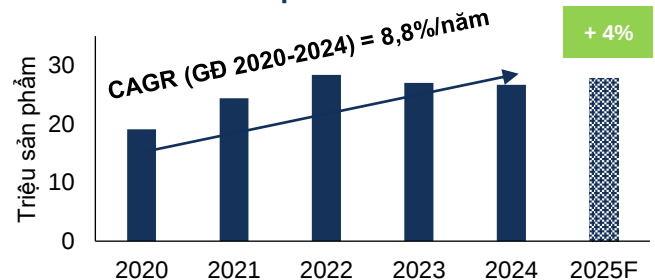
Do đó, chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực từ thị trường Mỹ (chiếm 48% doanh thu xuất khẩu của HTG) sẽ khiến đơn hàng xuất khẩu của HTG tăng trưởng chậm lại trong năm 2025F đạt 4% thấp hơn so với CAGR = 8,8% của giai đoạn 2020 – 2024.

**Tương quan tăng trưởng chi tiêu và KNNK may mặc của Mỹ**



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

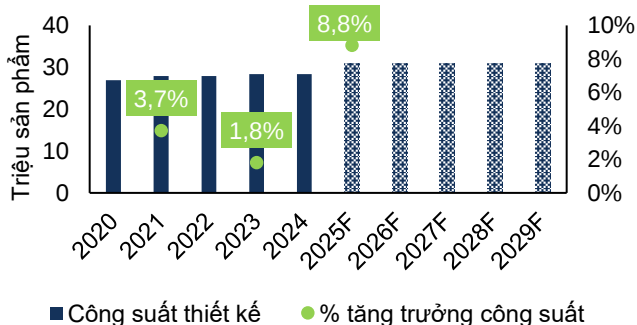
**Sản lượng xuất khẩu của HTG  
Giai đoạn 2020-2025F**



Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp và ước tính

#### 1.2. Mở rộng nhà máy để sẵn sàng đón thêm đơn hàng [\(quay lại\)](#).

**Công suất sản xuất**



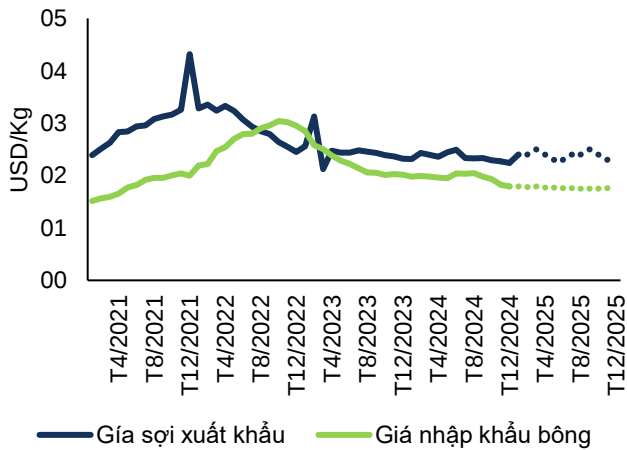
Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp

Giai đoạn 3 nhà máy Triệu Phong dự kiến hoàn thành trong nửa đầu năm 2025, theo đó công suất thiết kế của doanh nghiệp tăng 8,8% lên 30,9 triệu sản phẩm/năm. **Kỳ vọng nhà máy đưa vào hoạt động giúp HTG tăng trưởng sản lượng trong giai đoạn 2026F – 2029F với mức CAGR = 3%/năm**

**Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch phù hợp của doanh nghiệp** vì (1) hiện nay các nhà máy may của HTG đang hoạt động với công suất cao (94% cstk) trong năm 2024; (2) nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc nói chung tại các thị trường xuất khẩu chính thúc đẩy khách hàng gia tăng đơn hàng với HTG

## 2. Mảng sợi: Doanh thu tăng trưởng chậm do nhà máy đã hoạt động công suất cao

**Diễn biến giá sợi và giá bông nước ta**



Nguồn: Tổng cục hải quan, FPTS tổng hợp và ước tính

**Tăng trưởng doanh thu mảng sợi phụ thuộc vào việc tăng trưởng giá bán đầu ra** do hiện tại doanh nghiệp đã hoạt động ~ 94% công suất và doanh nghiệp cũng chưa có dự án xây dựng mở rộng nhà máy.

Chúng tôi dự phóng giá sợi năm 2025 sẽ đi ngang so với 2024, dao động khoảng 2,2 – 2,5 USD/Kg do dự báo tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc còn thấp khi liên tục mất thị phần. Trong khi đó, giá bông đầu vào dự báo sẽ biến động trong xu hướng giảm năm 2025 do nguồn cung tăng sản lượng bông toàn cầu dự báo tăng ~ 1 triệu tấn (phần chính đến từ Mỹ khi diện tích trồng tăng thêm 7,5% theo USDA) gây áp lực lên giá bán. Theo đó, dự báo giá bông năm 2025 có thể đạt 1,75 USD (-10%).

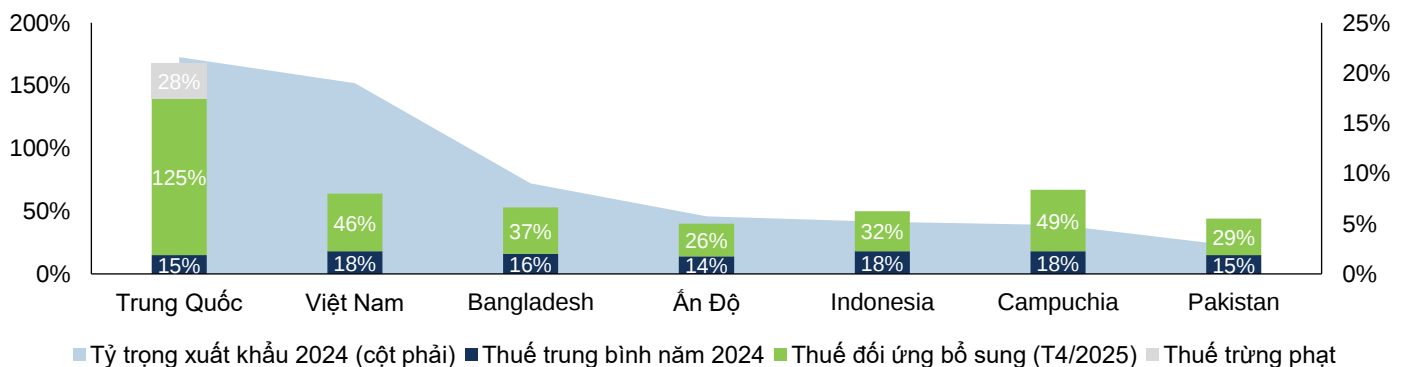
Spread bông sợi dự kiến năm 2025 đạt 0,6 - 0,7 USD/Kg.

## VI. RỦI RO ĐẦU TƯ

### 1. Chính sách thuế quan tại thị trường Mỹ. [\(quay lại\)](#)

Hàng may mặc nước ta đứng trước nguy cơ bị áp thuế lên đến 46% do thâm hụt thương mại đối với thị trường Mỹ sẽ có hiệu lực vào ngày 10/07/2025. Điều này khiến hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam trở nên kém cạnh tranh so với các quốc gia xuất khẩu hàng may mặc vào Mỹ. Cụ thể, tổng thuế áp dụng cho hàng may mặc Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ lên tới 64%, chỉ thấp hơn Trung Quốc và Campuchia. Mức thuế này cao hơn từ 11 đến 24đợt so với các quốc gia khác, gồm Bangladesh, Indonesia, Pakistan và Ấn Độ - những nước vốn có lợi thế về chi phí sản xuất thấp [\(chi tiết\)](#). **Với kịch bản thuế quan 46%, chúng tôi ước tính kim ngạch xuất khẩu ngành giảm 3% trong năm 2025 (do kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ giảm 12%).**

**Chênh lệch thuế quan XK may mặc vào Mỹ kịch bản thuế đối ứng được áp dụng**



Nguồn: OTEXA, FPTS tổng hợp và ước tính

Chúng tôi cho rằng với kịch bản mức thuế cao (46%) tại thị trường Mỹ sẽ tác động tiêu cực đến tình hình đơn hàng của HTG. Theo đó, đơn hàng của HTG giảm 3% trong năm 2025, doanh thu đạt 5.023 tỷ đồng -3% yoy tương đương với mức giảm của ngành.

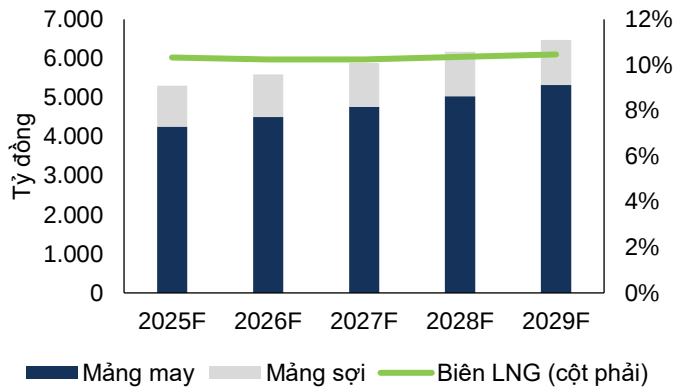
### 2. Chênh lệch giá sợi đầu ra và giá bông đầu vào (spread) [\(quay lại\)](#)

Chênh lệch giữa giá sợi đầu ra và giá bông đầu vào (spread) có tác động rất lớn đến biên lợi nhuận mảng sợi của HTG. Theo đó, khi chênh lệch spread càng lớn thì biên lợi nhuận gộp mảng sợi sẽ càng cao và ngược lại. Do đó, cần theo dõi chênh lệch spread để ước tính biên lợi nhuận mảng sợi.

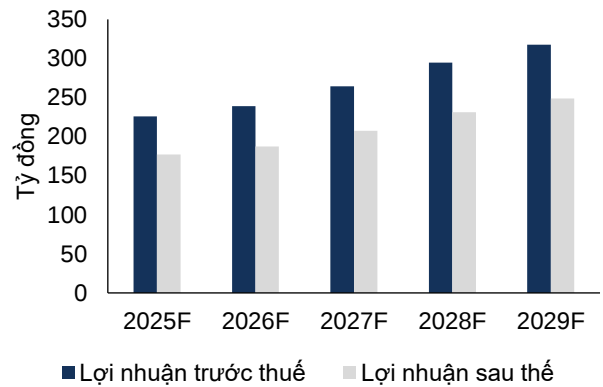
## VII. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG

Dựa trên những phân tích về hoạt động kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của HTG giai đoạn 2025F – 2029F với các giả định sau:

**Dự phóng doanh thu và biên LNG HTG**



**Dự phóng LNTT và LNST HTG**



Nguồn: FPTS dự phóng

| Chỉ tiêu                     | Giả định                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Tổng doanh thu</b>        | <p>Doanh thu năm 2025F chúng tôi dự phóng đạt 5.307 tỷ đồng, tăng 4,0% yoy do các yếu tố:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu mảng may tăng 4,2% yoy so với năm 2024 do dự báo tăng trưởng đơn hàng tại các thị trường tiêu thụ chính.</li> <li>Doanh thu mảng sợi tăng 3,4% yoy do dự báo năm 2025 giá sợi tăng trưởng 1,2% và sản lượng tiêu thụ tăng thêm 3% yoy.</li> </ul> <p>Giai đoạn 2026F – 2029F: doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 5,1%, đến năm 2029F doanh thu đạt ~ 6.524 tỷ đồng nhờ (1) mở rộng quy mô sản xuất từ nhà máy Triệu Phong tăng thêm 8,8% công suất thiết kế (2) giá bán đầu ra mảng may tăng trưởng trung bình 3% mỗi năm và mảng sợi tăng trưởng 1,2% mỗi năm.</p> |
| <b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b> | <p>Biên lợi nhuận gộp năm 2025F đạt 10,3% tương đương lợi nhuận gộp đạt 548 tỷ đồng.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Mảng may của doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp 10,6% do giá đơn hàng tương đương đương năm 2024</li> <li>Mảng sợi của doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp trung bình 9% tương đương giai đoạn 2018 - 2022</li> </ul> <p>Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của HTG trong giai đoạn 2026F – 2029F giữ được mức quanh 10,3% – 10,5%.</p>                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>  | <p>Chúng tôi giả định giai đoạn 2025F – 2029F chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ tương đương trung bình 5 năm quá khứ lần lượt chiếm 2,1% và 3,6% tổng doanh thu.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>    | <p>Giả định thuế suất trong giai đoạn 2025F và 2029F trung bình khoảng 20%.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

## VIII. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu HTG với mức giá mục tiêu là **44.200 VNĐ/cp**, cao hơn **17,2%** so với mức giá đóng cửa ngày 25/04/2025.

### Kết quả định giá:

| STT                 | Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền | Kết quả (VNĐ/cp) | Trọng số |
|---------------------|-------------------------------------------|------------------|----------|
| 1                   | Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)         | 44.589           | 50%      |
| 2                   | Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)       | 43.710           | 50%      |
| <b>Giá mục tiêu</b> |                                           | <b>44.200</b>    |          |

### Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

| Giả định mô hình     | Giá trị | Giả định mô hình    | Giá trị |
|----------------------|---------|---------------------|---------|
| WACC                 | 11,03%  | Phần bù rủi ro      | 9,39%   |
| Chi phí sử dụng nợ   | 4,6%    | Beta không đòn bẩy  | 0,90    |
| Chi phí sử dụng VCSH | 15,79%  | Tăng trưởng dài hạn | 0,5%    |
| Lãi suất phi rủi ro  | 2,98%   | Thời gian dự phóng  | 5       |

### Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

| <b>Tổng hợp định giá FCFF</b>                                  |  | <b>Giá trị</b> |
|----------------------------------------------------------------|--|----------------|
| Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)     |  | 1.986          |
| (+Tiền, tương đương tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn (tỷ đồng) |  | 721            |
| (-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)                       |  | 1.133          |
| Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)                               |  | 1.573          |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)                                |  | 36.002.708     |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>                            |  | <b>43.710</b>  |
| <b>Tổng hợp định giá FCFE</b>                                  |  |                |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)         |  | 1.605          |
| <b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>                                   |  | <b>44.589</b>  |

## IX. PHỤ LỤC

### 1. Các phương thức sản xuất hàng may mặc [\(quay lại\)](#).

**CMT (Cut – Make – Trim):** Bên đặt hàng sẽ cung cấp toàn bộ nguyên vật liệu và mẫu thiết kế, doanh nghiệp chỉ thực hiện việc cắt may.

**FOB (Free On Board):** Bên đặt hàng sẽ cung cấp mẫu thiết kế, doanh nghiệp chịu trách nhiệm mua nguyên vật liệu và cắt may. Có hai hình thức FOB là FOB cấp 1 (doanh nghiệp phải mua nguyên vật liệu từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định) và FOB cấp 2 (doanh nghiệp tự chịu trách nhiệm tìm nguồn nguyên liệu).

**ODM (Original Design Manufacturing):** Doanh nghiệp chịu trách nhiệm tự thiết kế sản phẩm, nhập khẩu nguyên vật liệu, cắt may, và vận chuyển.

**OBM (Original Brand Manufacturing):** Doanh nghiệp chịu trách nhiệm tự thiết kế sản phẩm mang thương hiệu của chính mình, nhập khẩu nguyên vật liệu, cắt may, và vận chuyển.

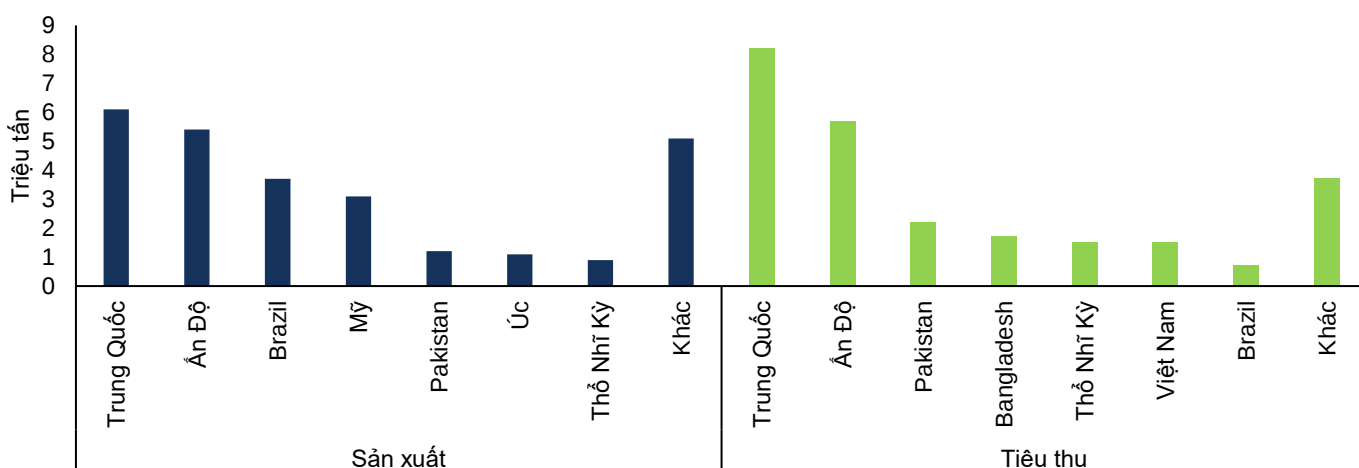
### 2. Khu vực đặt nhà máy của HTG [\(quay lại\)](#).

| Tên nhà máy                    | khu vực nhà máy | lao động | Tên nhà máy                  | khu vực nhà máy | lao động |
|--------------------------------|-----------------|----------|------------------------------|-----------------|----------|
| Nhà máy may Hòa Thọ I          | II              | 1480     | Nhà máy Hòa Thọ Quảng Ngãi   | III             | 600      |
| Nhà máy may Veston Hòa Thọ     | II              | 1440     | CTCP May Hòa Thọ - Quảng Nam | III             | 950      |
| Nhà máy may Hòa Quý            | II              | 140      | CTCP May Hòa Thọ - Duy Xuyên | III             | 450      |
| CTCP May Hòa Thọ - Hội An      | II              | 300      | CTCP May Hòa Thọ - Phú Ninh  | III             | 560      |
| Công ty may Hòa Thọ - Điện Bàn | III             | 1550     | Nhà máy may Quế Sơn          | III             | 800      |
| Cty may Hòa Thọ - Đông Hà      | III             | 2000     | Nhà máy may Triệu Phong      | IV              | 780      |

Nguồn: HTG, FPTS tổng hợp

### 3. Các quốc gia sản xuất và tiêu thụ bông lớn [\(quay lại\)](#).

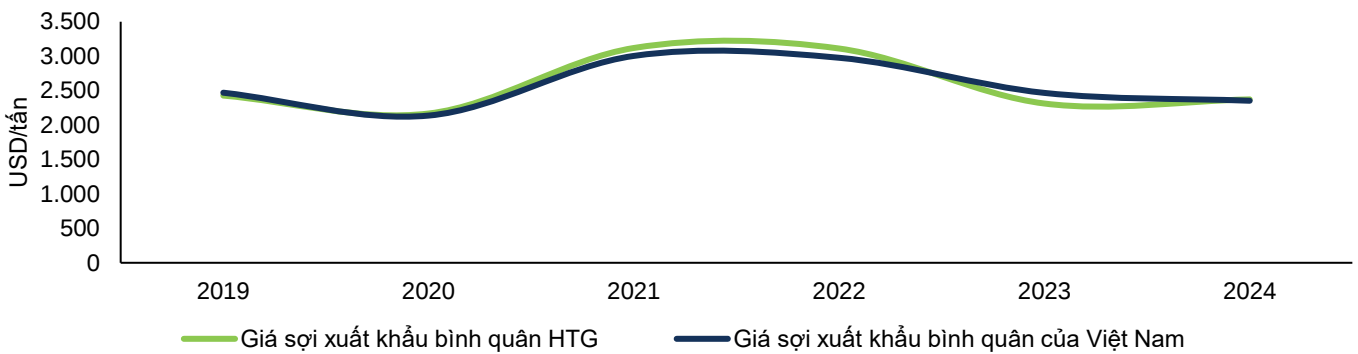
Quốc gia sản xuất và tiêu thụ Bông lớn



Nguồn: PTS tổng hợp

#### 4. Diễn biến giá sợi xuất khẩu của HTG và trung bình ngành của Việt Nam [\(quay lại\)](#).

**Giá sợi xuất khẩu của HTG và Việt Nam**



Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp

#### 5. Các loại sợi cotton sản xuất phổ biến của HTG [\(quay lại\)](#).

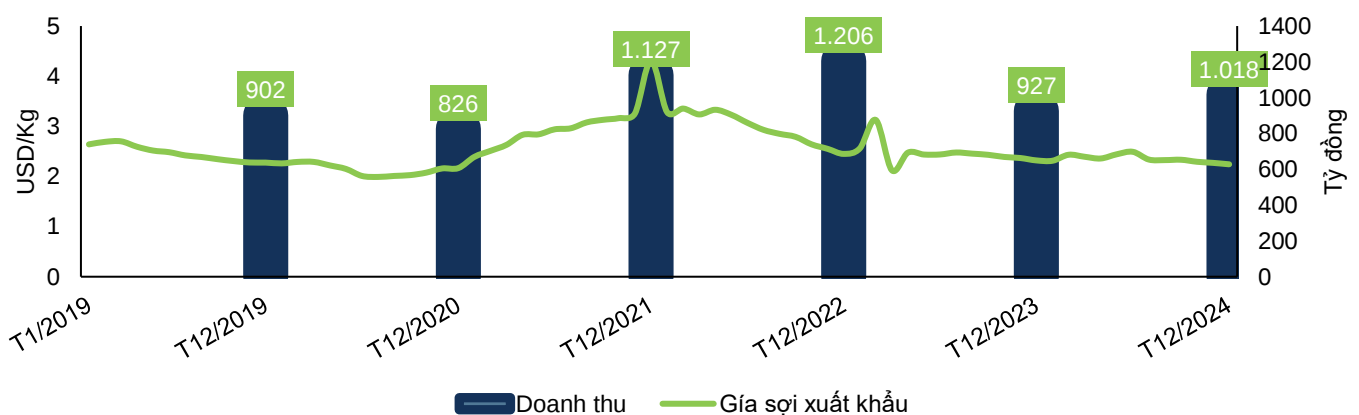
Đối với mảng dệt sợi, các nhà sản xuất dựa vào chỉ số Ne để đánh giá chất lượng. Chỉ số Ne là số lượng con sợi (770m) trên mỗi pound (0,45kg). Theo đó, chỉ số Ne càng cao, sợi càng mịn, sợi có chỉ số từ 1 đến 20 được gọi là sợi chải thô có độ mịn thấp, sợi có chỉ số 20 đến 40 được gọi là sợi chải kỹ có độ mịn trung bình, đối với loại sợi có độ mịn cao chỉ số Ne này từ 40 - 80. Chỉ số này càng cao thì giá thành của loại sợi đó càng đắt.

|                  | Sợi Cotton chải thô CD                                   | Sợi Cotton Chải kỹ CM                                            | Sợi pha TC, CVC, TCM                             |
|------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| <b>Chỉ số NE</b> | 16 - 32                                                  | 20 - 40                                                          | Phụ thuộc vào tỷ lệ pha                          |
| <b>Tính chất</b> | Sợi dày, chất lượng thấp, độ bền thấp hơn                | Sợi mảnh, mềm mại, chất lượng cao, độ bền cao                    | Phụ thuộc vào tỷ lệ pha                          |
| <b>Ứng dụng</b>  | Ứng dụng trong sản xuất khăn bông, sản phẩm giá thành rẻ | Ứng dụng sản xuất chỉ khâu, hàng dệt kim và các loại vải cao cấp | Sản xuất các loại vải co giãn, thấm hút nước tốt |

Nguồn: FPTs tổng hợp

#### 6. Tương quan giá sợi và doanh thu mảng sợi của HTG [\(quay lại\)](#).

**Giá sợi đầu ra và doanh thu HTG**



Nguồn: HTG, FPTs tổng hợp

## X. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

|                                 |                  |                  |                  | Đơn vị: Triệu đồng           |                  |                  |                  |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Kết quả HĐKD                    | 2024A            | 2025F            | 2026F            | Cân đối kế toán              | 2024A            | 2025F            | 2026F            |
| <b>Doanh thu thuần</b>          | <b>5.102.929</b> | <b>5.307.381</b> | <b>5.591.576</b> | <b>Tài sản</b>               |                  |                  |                  |
| Giá vốn hàng bán                | (4.510.747)      | (4.759.118)      | (5.018.928)      | Tiền, TDT, ĐTTC HN           | 721.275          | 473.269          | 722.018          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>            | <b>592.181</b>   | <b>548.263</b>   | <b>572.648</b>   | Các khoản phải thu           | 531.325          | 552.613          | 582.204          |
| Chi phí bán hàng                | (109.492)        | (113.879)        | (119.976)        | Hàng tồn kho                 | 788.025          | 831.415          | 876.803          |
| Chi phí quản lí DN              | (181.621)        | (188.897)        | (199.012)        | Tài sản ngắn hạn khác        | 54.424           | 57.420           | 60.555           |
| <b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>     | <b>301.069</b>   | <b>245.487</b>   | <b>253.659</b>   | <b>Tổng tài sản HN</b>       | <b>2.095.048</b> | <b>1.914.717</b> | <b>2.241.580</b> |
| (Lỗ)/lãi HĐTC                   | 71.463           | 18.042           | 7.089            | Tài sản CDHH                 | 743.410          | 695.841          | 585.280          |
| Lợi nhuận khác                  | 20.198           | 4.481            | 4.721            | Nguyên giá                   | 2.218.496        | 2.343.496        | 2.398.496        |
| LNTT, lãi vay                   | 392.730          | 268.010          | 265.470          | Khấu hao lũy kế              | (1.475.086)      | (1.647.655)      | (1.813.215)      |
| Chi phí lãi vay                 | (39.892)         | (42.015)         | (26.547)         | Đầu tư tài chính DH          | 19.318           | 19.318           | 19.318           |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>     | <b>352.837</b>   | <b>225.995</b>   | <b>238.923</b>   | Tài sản dài hạn khác         | 47.934           | 49.854           | 52.524           |
| Thuế TNDN                       | (70.361)         | (45.199)         | (47.785)         | <b>Tổng tài sản dài hạn</b>  | <b>827.153</b>   | <b>781.504</b>   | <b>673.613</b>   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>       | <b>282.476</b>   | <b>180.796</b>   | <b>191.138</b>   | <b>Tổng Tài sản</b>          | <b>2.922.201</b> | <b>2.696.221</b> | <b>2.915.194</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 1.586            | 3.644            | 3.852            | Vay và nợ ngắn hạn           | 785.852          | 829.122          | 874.386          |
| <b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>   | <b>280.890</b>   | <b>177.153</b>   | <b>187.286</b>   | Các khoản phải trả           | 926.130          | 533.879          | 562.468          |
| EPS (đ)                         | 6.633            | 4.473            | 4.299            | Quỹ khen thưởng              | 78.109           | 81.239           | 85.589           |
|                                 |                  |                  |                  | <b>Nợ ngắn hạn</b>           | <b>1.790.090</b> | <b>1.444.239</b> | <b>1.522.443</b> |
| <b>Chỉ số khả năng sinh lời</b> | <b>2024A</b>     | <b>2025F</b>     | <b>2026F</b>     | <b>Nợ dài hạn</b>            | <b>208.175</b>   | <b>166.662</b>   | <b>125.150</b>   |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp           | 11,6%            | 10,3%            | 10,2%            | <b>Tổng nợ</b>               | <b>1.998.265</b> | <b>1.610.901</b> | <b>1.647.593</b> |
| Tỷ suất LNST                    | 5,5%             | 3,3%             | 3,3%             | Vốn góp CSH                  | 5.091            | 5.091            | 5.091            |
| ROE DuPont                      | 25,0%            | 18,4%            | 16,6%            | Thặng dư                     | 360.027          | 396.030          | 435.633          |
| ROA DuPont                      | 10,3%            | 6,3%             | 6,7%             | LN chưa phân phối            | 301.975          | 415.036          | 545.003          |
| Tỷ suất EBIT/doanh thu          | 7,7%             | 5,0%             | 4,7%             | <b>Vốn chủ sở hữu</b>        | <b>923.936</b>   | <b>1.085.320</b> | <b>1.267.601</b> |
| LNTT/EBIT                       | 89,8%            | 84,3%            | 90,0%            | <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>   | <b>2.922.201</b> | <b>2.696.221</b> | <b>2.915.194</b> |
| LNST/LNTT                       | 79,6%            | 78,4%            | 78,4%            |                              |                  |                  |                  |
| Vòng quay tổng tài sản          | 1,9x             | 1,9x             | 2,0x             | <b>Lưu chuyển tiền tệ</b>    | <b>2024A</b>     | <b>2025F</b>     | <b>2026F</b>     |
| Đòn bẩy tài chính               | 3,2x             | 2,9x             | 2,5x             | <b>Tiền đầu năm</b>          | <b>387.592</b>   | <b>721.275</b>   | <b>473.269</b>   |
|                                 |                  |                  |                  | <b>Lợi nhuận sau thuế</b>    | <b>296.256</b>   | <b>180.796</b>   | <b>191.138</b>   |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b> | <b>2024A</b>     | <b>2025F</b>     | <b>2026F</b>     | Khấu hao                     | 125.999          | 172.569          | 165.560          |
| Số ngày phải thu                | 38,27            | 37,27            | 37,04            | Dự phòng                     | (6.911)          | -                | -                |
| Số ngày tồn kho                 | 62,87            | 62,10            | 62,11            | Thay đổi vốn lưu động        | (24.978)         | (42.581)         | (40.000)         |
| Số ngày phải trả                | 60,81            | 61,93            | 61,94            | <b>Tiền từ HĐ kinh doanh</b> | <b>390.366</b>   | <b>310.784</b>   | <b>316.699</b>   |
| Số ngày chuyển đổi tiền mặt     | 40,34            | 37,44            | 37,21            | Thanh lý tài sản CD          | 1.830            | -                | -                |
| Giá vốn hàng bán / HTK          | 5,9x             | 6,0x             | 6,0x             | Chi mua sắm TSCĐ             | (187.113)        | (125.000)        | (55.000)         |
|                                 |                  |                  |                  | Các HĐ đầu tư khác           | (42.270)         | -                | -                |
| <b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>     | <b>2024A</b>     | <b>2025F</b>     | <b>2026F</b>     | <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>     | <b>(227.552)</b> | <b>(125.000)</b> | <b>(55.000)</b>  |
| Chỉ số thanh toán hiện hành     | 1,2x             | 1,3x             | 1,5x             | Thay đổi nợ                  | 252.887          | (433.790)        | (12.949)         |
| Chỉ số thanh toán nhanh         | 0,7x             | 0,8x             | 0,9x             | Tăng (giảm) vốn              | -                | -                | -                |
| Chỉ số thanh toán tiền mặt      | 0,4x             | 0,3x             | 0,5x             | Cổ tức đã trả                | (159.880)        | -                | -                |
| Nợ/Tài sản                      | 0,7x             | 0,6x             | 0,6x             | Các HĐ TC khác               | -                | -                | -                |
| Nợ/VCSH                         | 2,2x             | 1,5x             | 1,3x             | <b>Tiền từ HĐ tài chính</b>  | <b>93.007</b>    | <b>(433.790)</b> | <b>(12.949)</b>  |
| Nợ ngắn hạn/VCSH                | 1,9x             | 1,3x             | 1,2x             | <b>Tổng lưu chuyển TT</b>    | <b>255.821</b>   | <b>(248.006)</b> | <b>248.749</b>   |
| Nợ dài hạn/VCSH                 | 0,2x             | 0,2x             | 0,1x             | Chênh lệch tỷ giá            | 322              | -                | -                |
| Khả năng TT lãi vay             | 9,8x             | 6,4x             | 10,0x            | <b>Tiền cuối năm</b>         | <b>721.275</b>   | <b>473.269</b>   | <b>722.018</b>   |

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu HTG, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái  
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.23) 6355 3888