

Báo cáo Ngành

Ngày 01/03/2021

Dệt may

Thích nghi để tồn tại

- Kim ngạch XK (KNXK) dệt may Việt Nam đạt 35 tỷ USD trong năm 2020, giảm 10,25% svck, là năm tăng trưởng âm đầu tiên sau 10 năm.
- Chúng tôi kỳ vọng KNXK dệt may Việt Nam sẽ phục hồi hoàn toàn trong năm 2022 và đạt mức CAGR 13,6% trong giai đoạn 2021-25.
- Chúng tôi ưa thích cổ phiếu STK và đưa vào danh mục theo dõi MSH và TCM.

Covid-19 gây ảnh hưởng nặng nề đến toàn ngành

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu 2020 của các công ty dệt may niêm yết giảm 15,1% svck trong khi LN ròng giảm mạnh 20,9% svck. Đáng chú ý CTCP May Việt Tiến (VGG) ghi nhận LN ròng năm 2020 giảm mạnh 63,6% svck do nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chủ chốt giảm, bao gồm Hàn Quốc, Mỹ và EU. May Sông Hồng (MSH) chịu ảnh hưởng nặng nề nhất khi khách hàng lớn nhất là RTW Retailwinds đã nộp đơn phá sản vào tháng 7/2020. Điều này khiến LN ròng năm 2020 của MSH giảm mạnh 63,6% svck sau khi công ty trích lập dự phòng thêm 44 tỷ đồng trong Q4/20.

Chuyển đổi để thích ứng trong thời điểm dịch bệnh

Doanh thu CTCP May Thành Công (TCM) giảm nhẹ 2,6% svck xuống còn 3.470 tỷ đồng trong khi LN ròng tăng 27,2% svck lên 276 tỷ đồng trong năm 2020 nhờ chuyển dịch một phần mảng dệt may sang sản xuất khẩu trang và đồ bảo hộ y tế (PPE). Trong khi đó LN ròng của CTCP XNK Bình Thạnh (GIL) tăng 92,5%, đạt 308 tỷ đồng trong 2020 nhờ hưởng lợi từ chuyển đổi từ hợp tác với khách hàng truyền thống sang các công ty lớn về bán lẻ trực tuyến như Amazon và IKEA.

Triển vọng 2021: phục hồi nhờ nhu cầu thị trường tăng

Chúng tôi kỳ vọng ngành dệt may sẽ phục hồi hoàn toàn trong Q4/21 nhờ: 1) nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ sau đại dịch ở các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam như EU, Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc và 2) các hiệp định thương mại tự do (FTA) sẽ thúc đẩy giá trị xuất khẩu ngành phục hồi vào năm 2021.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu STK và theo dõi thêm với MSH và TCM

Chúng tôi ưa thích STK và TCM vì cả hai công ty đang sở hữu vị thế tốt để nắm bắt các cơ hội đến từ FTA. Chúng tôi tin rằng STK sẽ là một trong những doanh nghiệp phục hồi nhanh nhất trong ngành nhờ tiềm năng từ mảng sợi tái chế trong khi hợp đồng với Adidas là động lực tăng trưởng chính cho TCM.

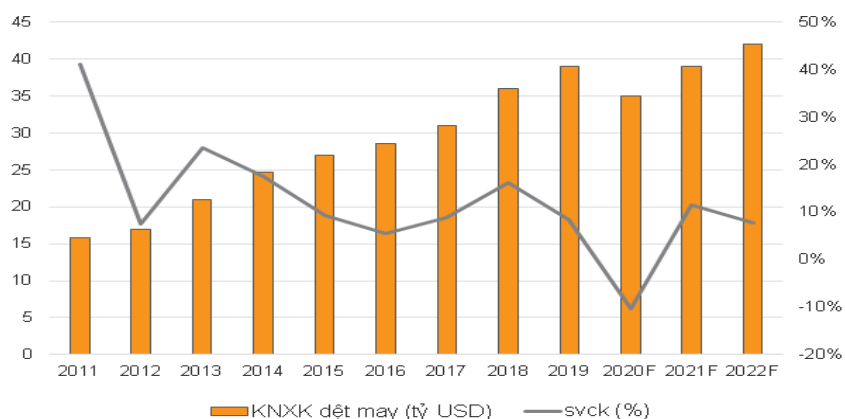
Hình 1: Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam đạt 35,7 tỷ USD năm 2020 (-10,25% svck)

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

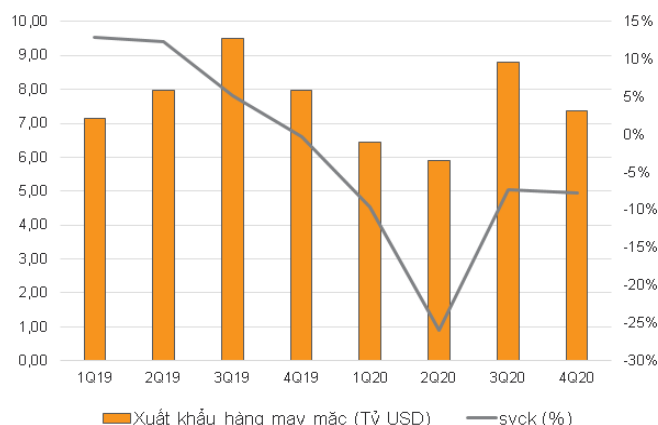


NGUỒN: Vinatex, VND RESEARCH

ĐIỂM NHẤN CHÍNH

Xuất khẩu ngành dệt may năm 2020

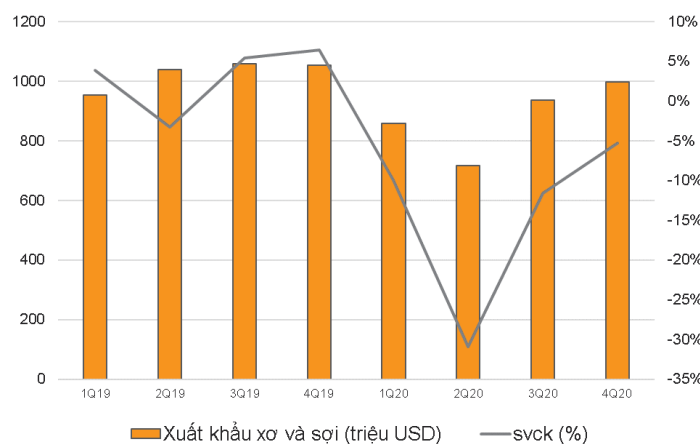
Theo Bộ Công Thương, giá trị xuất khẩu của ngành dệt may có dấu hiệu phục hồi trong 6 tháng cuối năm 2020. Trong 6T20, giá trị xuất khẩu hàng may mặc đạt 12,35 tỷ USD (-18% svck), trong khi trong 6 tháng cuối năm chỉ giảm 7,5% svck xuống 16,15 tỷ USD nhờ nhu cầu tăng trở lại từ các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ và châu Âu. Nhìn chung, giá trị kim ngạch xuất khẩu dệt may năm 2020 giảm 10,25% svck, đạt 35 tỷ USD, ghi nhận năm đầu tiên tăng trưởng âm sau 10 năm. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá ngành dệt may của Việt Nam có mức giảm thấp trong bối cảnh ngành dệt may toàn cầu giảm 22% svck.



NGUỒN: MOIT, VND RESEARCH

Xuất khẩu xơ sợi năm 2020

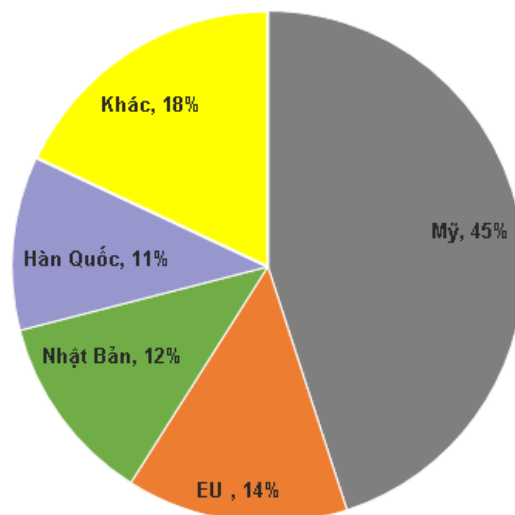
Chúng tôi nhận thấy những tín hiệu tích cực khi giá trị xuất khẩu xơ sợi phục hồi trong Q4/20, đặc biệt cho thấy dấu hiệu tăng trưởng tích cực trong T12/20, đạt 386 triệu USD (+2,12% svck). Trong 2020, tổng giá trị xuất khẩu xơ sợi giảm 15,35% svck xuống 3,5 tỷ USD, trong đó xuất khẩu sợi filament polyester của Việt Nam đạt 298,5 triệu USD, tương ứng với 215,9 nghìn tấn, tăng 55% svck về số lượng và 20% svck về giá trị. Điều này có thể là do nhu cầu chuyển đổi từ thời trang công sở sang thời trang thể thao tại thị trường Mỹ và EU.



NGUỒN: MOIT, VND RESEARCH

Tỷ trọng XK dệt may Việt Nam tới các thị trường trong năm 2020

Mỹ là thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam trong năm 2020, đạt 16,06 tỷ USD, chiếm 45% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may (-5,8% svck). Trong khi đó, xuất khẩu sang thị trường EU chiếm 14% tổng giá trị xuất khẩu, đạt 4,99 tỷ USD, tiếp theo là thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc lần lượt đạt 4,82 tỷ USD và 3,57 tỷ USD. Theo Văn phòng Dệt may Mỹ (OTEXA), Việt Nam tiếp tục giành thêm thị phần tại thị trường Hoa Kỳ vào năm 2020, từ 13% năm 2019 lên 14,9% năm 2020, trong khi Trung Quốc đã mất thị phần trong cùng thời điểm (từ 32,8% xuống 28,1%).



NGUỒN: Tổng cục thống kê, VND RESEARCH

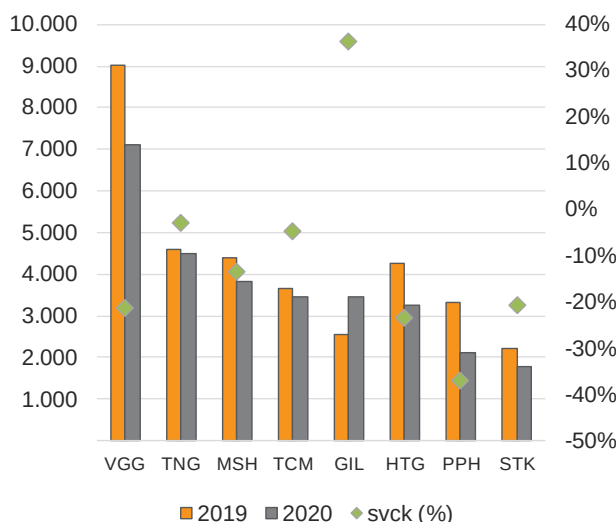
THÍCH NGHI ĐỂ TỒN TẠI

KQKD của các DN dệt may trong năm 2020

Covid-19 gây ảnh hưởng nặng nề đến toàn ngành

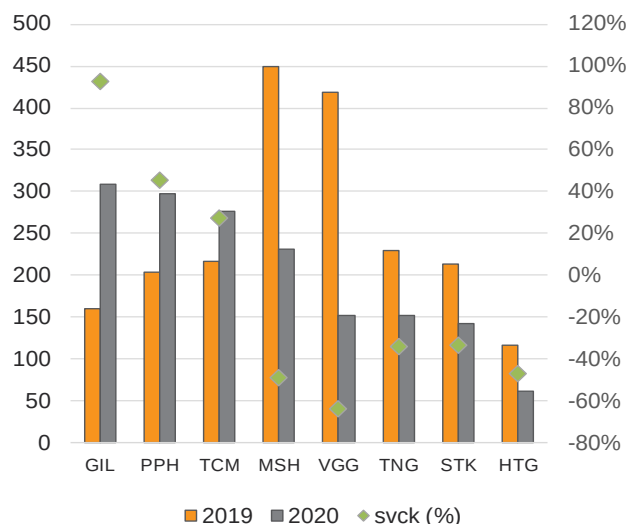
Ngoài một số công ty đã thay đổi dây chuyền sản xuất kịp thời, hầu hết các doanh nghiệp dệt may đều bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu 2020 của các công ty dệt may niêm yết giảm 15,1% svck trong khi lợi nhuận ròng 2020 giảm mạnh 20,9% svck.

Hình 2: Hầu hết các doanh nghiệp dệt may đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng âm trong năm 2020



NGUỒN: Fiinpro, VND RESEARCH

Hình 3: LN ròng của các doanh nghiệp dệt may 2019-20



NGUỒN: Fiinpro, VND RESEARCH

Công ty Cổ phần May Việt Tiến (VGG) ghi nhận lợi nhuận ròng năm 2020 giảm mạnh 63,6% svck do nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chủ chốt giảm, bao gồm Hàn Quốc, Mỹ và EU. May Sông Hồng (MSH) chịu ảnh hưởng nặng nề nhất khi khách hàng lớn nhất là RTW Retailwinds đã nộp đơn phá sản vào tháng 7/2020. Điều này khiến lợi nhuận ròng năm 2020 của MSH giảm mạnh 63,6% svck sau khi công ty trích lập dự phòng thêm 44 tỷ đồng trong Q4/20.

Chuyển đổi để thích ứng trong thời điểm dịch bệnh

Một số doanh nghiệp dệt may đã chuyển đổi một phần dây chuyền sản xuất sang khẩu trang y tế và thiết bị bảo hộ cá nhân, từ đó phần nào bù đắp cho mức sụt giảm về doanh số bán hàng. Khẩu trang là mặt hàng không cần chi phí đầu tư cao; hơn nữa, hầu hết các nhà máy, thiết bị và công nhân hiện có trong ngành may mặc của Việt Nam đều có thể làm được khẩu trang. Thêm vào đó, chất liệu vải kháng khuẩn được sử dụng để làm khẩu trang có thể được sản xuất trong nước hoặc nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc mà không gặp khó khăn. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, năng lực sản xuất khẩu trang của Việt Nam là rất lớn. Chúng tôi cho rằng sau khi đáp ứng nhu cầu trong nước, sản phẩm có thể được xuất khẩu và Việt Nam có tiềm năng trở thành trung tâm sản xuất khẩu trang mới của thế giới.

- Doanh thu CTCP may Thành Công (TCM) giảm nhẹ 2,6% svck xuống còn 3.470 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng tăng 27,2% svck lên 276 tỷ đồng trong năm 2020 nhờ chuyển dịch một phần mảng dệt may sang sản xuất khẩu trang và đồ bảo hộ y tế (PPE).
- Trong khi đó, lợi nhuận ròng của CTCP XNK Bình Thạnh (GIL) tăng 92,5% svck, đạt 308 tỷ đồng trong 2020 nhờ hưởng lợi từ chuyển đổi từ hợp tác với khách hàng truyền thống sang các công ty lớn về bán lẻ trực tuyến như Amazon và IKEA.

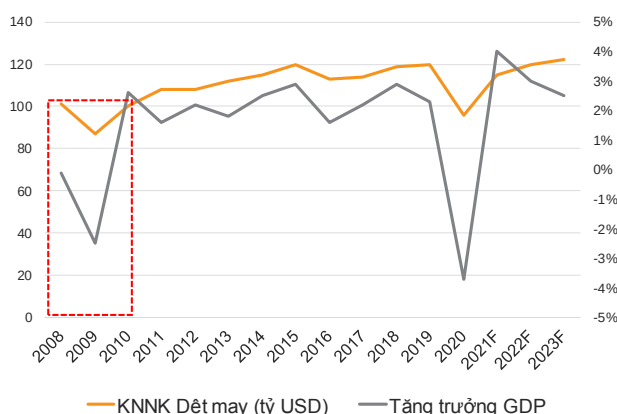
- Công ty Cổ phần Phong Phú (PPH) đã thoái vốn khỏi các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả qua đó giảm chi phí hoạt động kinh doanh 43,4% svck trong 2020. Do đó, công ty đạt mức tăng trưởng ấn tượng 33,5% svck về lợi nhuận ròng năm 2020, đạt 297 tỷ đồng.

Chúng tôi kỳ vọng vào sự phục hồi hoàn toàn trong năm 2022

Nhu cầu dệt may tại các thị trường xuất khẩu chính sẽ dần hồi phục vào năm 2021

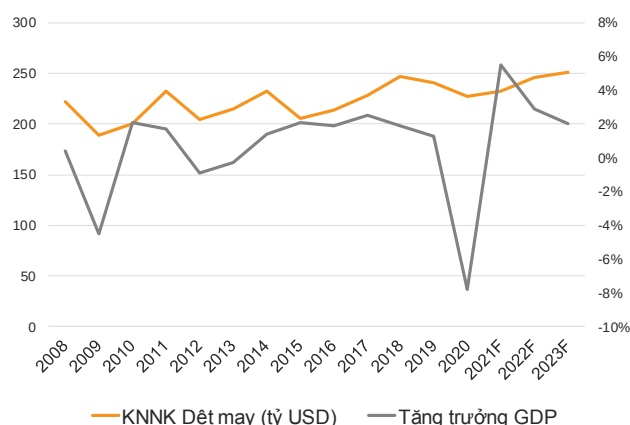
Do đặc thù của ngành, sự phục hồi của ngành dệt may Việt Nam phụ thuộc phần lớn vào tình hình kiểm soát dịch bệnh và tốc độ phục hồi kinh tế tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc. Trong quá khứ, thế giới đã trải qua cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 và phải mất khoảng 2 năm (từ 2008 đến 2010) để ngành dệt may có thể hồi phục hoàn toàn. Theo báo cáo thị trường dệt may toàn cầu (TGM), tổng cầu dệt may thế giới dự kiến sẽ tăng từ 594 tỷ USD năm 2020 lên 654 tỷ USD vào năm 2021 (+10,1% svck). Sự tăng trưởng này chủ yếu do các công ty đã sắp xếp lại hoạt động sản xuất và dần phục hồi sau ảnh hưởng của COVID-19, vốn dẫn đến các biện pháp hạn chế như giãn cách xã hội, làm việc từ xa và đóng cửa các hoạt động thương mại. Ngân hàng Thế giới (WB) dự báo kim ngạch nhập khẩu dệt may của Mỹ tăng 20% svck lên 115 tỷ USD, trong khi tổng nhu cầu dệt may đối với thị trường EU, Nhật Bản và Hàn Quốc sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực vào năm 2021.

Hình 4: WB dự phóng tăng trưởng GDP của Mỹ đạt 4,0% trong 2021



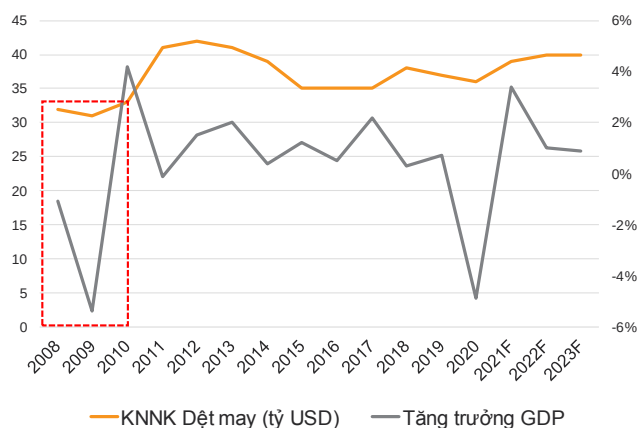
NGUỒN: WB, VGT, VND RESEARCH

Hình 5: KNNK dệt may của EU kỳ vọng đạt 232 tỷ USD (+2,12% svck) trong 2021



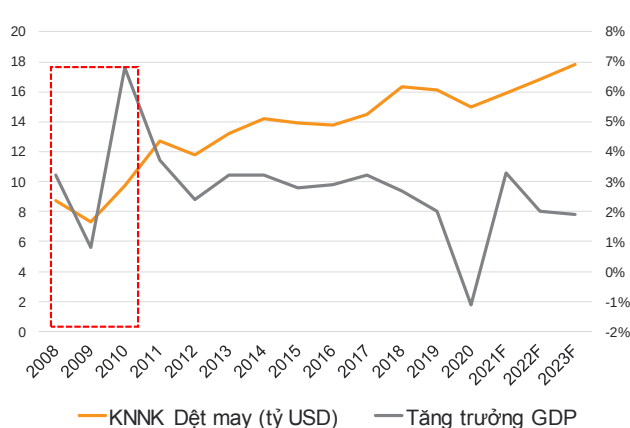
NGUỒN: WB, VGT, VND RESEARCH

Hình 6: KNNK dệt may Nhật Bản dự báo tăng 5,5% svck trong 2021



NGUỒN: WB, VGT, VND RESEARCH

Hình 7: KNNK dệt may Hàn Quốc được kỳ vọng phục hồi hoàn toàn trong 2022



NGUỒN: WB, VGT, VND RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam trong năm 2021 sẽ phục hồi theo triển vọng phục hồi kinh tế tại các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc. Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), ngành dệt may Việt Nam năm 2021 vẫn đang trong giai đoạn chịu ảnh hưởng của COVID-19. Do đó, VITAS dự báo giá trị xuất khẩu dệt may năm 2021 đạt 38 tỷ USD (+10,2% svck) và sẽ phục hồi hoàn toàn vào năm 2022, đạt 42 tỷ USD.

Chúng tôi tin rằng **MSH** là một trong những doanh nghiệp phục hồi nhanh nhất vì 90% doanh thu của MSH đến từ các đơn đặt hàng xuất khẩu. Hơn nữa, MSH là công ty có kinh nghiệm trong việc sản xuất thời trang cao cấp cùng với lực lượng lao động chất lượng cao và năng lực sản xuất tốt hơn các công ty cùng ngành, từ đó sẽ thúc đẩy sự phục hồi của công ty.

Dệt may Việt nam được đánh giá cao về khả năng ứng phó với đại dịch

Việt Nam là nước được hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng chuyển dịch sản xuất hàng may mặc từ Trung Quốc trong những năm gần đây. Tuy nhiên, điều này đã bị gián đoạn trong thời kỳ Covid-19. Khi dịch bệnh được kiểm soát thành công, các doanh nghiệp dệt may của Việt Nam có thể tiếp tục sản xuất trong thời gian phong tỏa. Logistics và kho bãi tiếp tục hoạt động trơn tru cho thấy khả năng phục hồi tốt hơn của Việt Nam so với các nước châu Á khác. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam có khả năng hoàn thành các đơn đặt hàng nhanh chóng so với các nhà sản xuất dệt may lớn khác như Bangladesh, Pakistan hoặc Ấn Độ. Chúng tôi tin rằng Việt Nam có đủ khả năng để giành thêm những đơn hàng xuất khẩu khi nhu cầu tăng trở lại. Ngoài ra, sự phục hồi của các khách hàng chính từ Mỹ và Trung Quốc là dấu hiệu tốt cho ngành dệt may Việt Nam. IMF ước tính GDP năm 2021 của Trung Quốc sẽ tăng 8,2% và GDP của Mỹ tăng 3,1%.

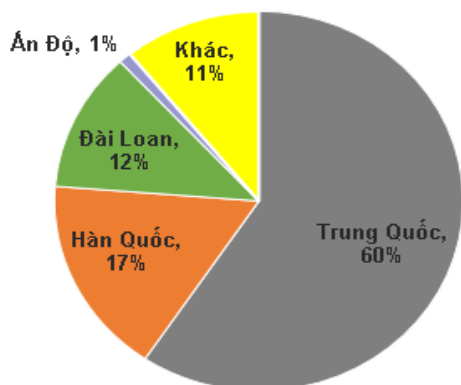
Chúng tôi nhận thấy một số doanh nghiệp dệt may đã có dấu hiệu phục hồi dần về số lượng đặt hàng mới trong Q4/20. Các nhà máy của STK đang hoạt động với 100% công suất trong Q4/20 trong khi TCM ghi nhận mức tăng trưởng 30% sv quý trước về đơn đặt hàng quần áo thể thao và áo sơ mi. Chúng tôi ước tính giá trị xuất khẩu dệt may sẽ tăng 6,2% svck lên 6,8 tỷ USD trong Q1/21 do nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ ở các nước như Trung Quốc, Mỹ và Hàn Quốc dự báo sẽ hồi phục sau đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu dệt may Việt Nam sẽ tăng 8,4% svck lên 6,4 tỷ USD trong Q2/21.

Giảm phụ thuộc vào nguyên liệu từ Trung Quốc bằng cách hợp tác với các nước khác trong khu vực

Để giải quyết vấn đề nguyên phụ liệu, Việt Nam đã đàm phán với các nước trong EU về điều khoản cho phép các doanh nghiệp Việt Nam bổ sung xuất xứ của nguyên phụ liệu dệt may nhập khẩu từ Hàn Quốc (các nước đã ký FTA với EU) vào sản phẩm dệt may sản xuất tại Việt Nam để được hưởng ưu đãi thuế quan khi xuất khẩu sang các nước EU. Chúng tôi dự báo giá trị nhập khẩu vải từ thị trường Hàn Quốc sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2021-22, chiếm 25% tổng kim ngạch nhập khẩu vải.

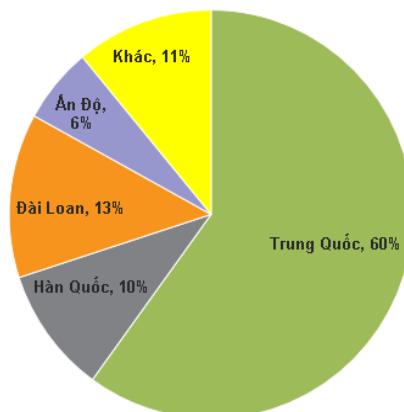
Hội nghị giao thương trực tuyến giữa Thương vụ Việt Nam tại Ấn Độ và Phòng Thương mại và Công nghiệp các nhà nhập khẩu Ấn Độ (IICCI) đã được tổ chức vào ngày 30-12-20. Theo Hội đồng xúc tiến xuất khẩu hàng may mặc Ấn Độ (AEPC), các doanh nghiệp Ấn Độ đang xem xét hợp tác đầu tư vào lĩnh vực dệt may với Việt Nam nhằm thúc đẩy sự phát triển của ngành dệt may nội địa. Chúng tôi ước tính Ấn Độ là thị trường tiềm năng để các doanh nghiệp dệt may Việt Nam mở rộng thị phần. Ngành công nghiệp dệt may của Ấn Độ chiếm 7% tổng giá trị sản lượng công nghiệp trong năm 2019 và đóng góp khoảng 2% vào GDP của Ấn Độ. Hơn nữa, Ấn Độ nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may khoảng 7,6 tỷ USD, nhưng nhập khẩu từ Việt Nam chỉ khoảng 450 triệu USD trong năm 2019 (chiếm khoảng 6% tổng giá trị nhập khẩu của ngành). Ngoài ra, nguồn nguyên liệu dồi dào từ Ấn Độ hỗ trợ cho ngành dệt may Việt Nam giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng giá trị nhập khẩu vải của Ấn Độ sẽ tăng từ 1% lên 8% trong năm 2021.

Hình 8: Nhập khẩu vải từ các thị trường trong năm 2020



NGUỒN: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Nhập khẩu sợi từ các thị trường năm 2020



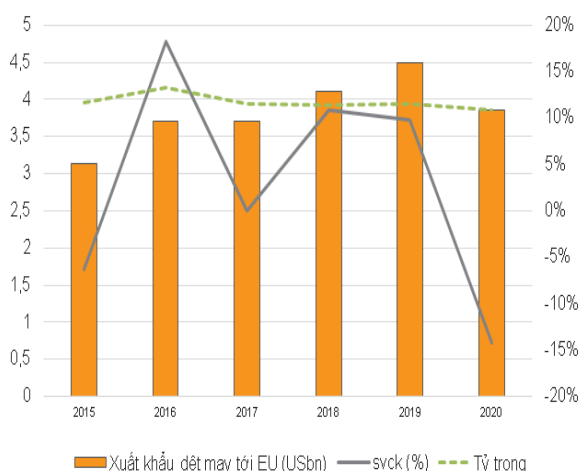
NGUỒN: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Các hiệp định thương mại tự do (FTA) sẽ thúc đẩy giá trị xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam trong giai đoạn 2021-25

Tham gia vào các hiệp định FTA là động lực tăng trưởng trong dài hạn

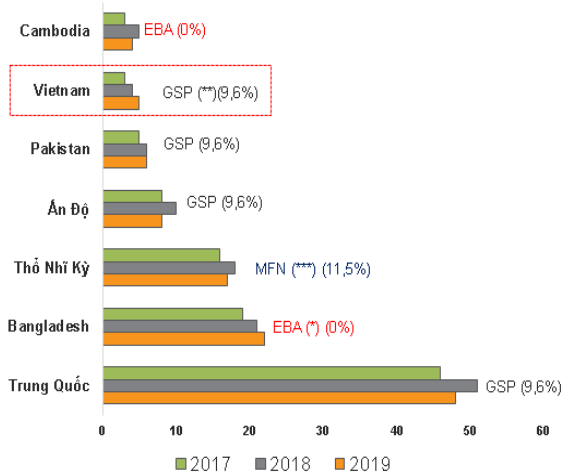
Khâu sản xuất vải vẫn là một nút thắt đối với ngành dệt may Việt Nam khi phải tuân theo các yêu cầu của FTA về xuất xứ sản phẩm. Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) yêu cầu áp dụng nguyên tắc ba giai đoạn gồm tạo sợi, kéo sợi, dệt, và may được thực hiện tại các nước thành viên thuộc CPTPP. Trong khi đó, Hiệp định Thương mại Tự do EU-Việt Nam (EVFTA) đặt ra một yêu cầu kỹ thuật với tên gọi “Tờ vải trở đi” khi cấm sử dụng các loại vải có xuất xứ từ một số địa điểm nhất định ở Trung Quốc. Do Việt Nam phải nhập khẩu phần lớn vải từ Trung Quốc, vốn chiếm 58% tổng giá trị nhập khẩu vải của Việt Nam nên sẽ gây ra những khó khăn nhất định.

Hình 10: Xuất khẩu dệt may tới EU giai đoạn 2015-20



NGUỒN: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Xuất khẩu dệt may tới EU từ các thị trường lớn (triệu USD)



(*) EBA: chương trình miễn thuế nhập khẩu đối với tất cả hàng hóa từ các nước kém phát triển nhập khẩu vào EU trừ vũ khí.

(**) GSP: Chương trình ưu đãi thuế mới của EU dành cho 89 nước, trong đó có 49 nước kém phát triển (theo Chương trình EBA) và 40 nước khác (nước có thu nhập thấp và dưới trung bình).

(***) MFN: Nguyên tắc “Tối huệ quốc” - nếu một nước dành cho một nước thành viên một sự đối xử ưu đãi nào đó thì nước này cũng sẽ phải dành sự ưu đãi đó cho tất cả các nước thành viên khác.

NGUỒN: Uncomrade, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Lộ trình thay đổi thuế suất theo hiệp định EVFTA

Loại	Thuế cơ sở	T8/20	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
A	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B3	12%	9%	6%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
B5	12%	10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%
B7	12%	11%	9%	9%	6%	5%	3%	2%	0%

Nguồn: FTA, VND Research

Chúng tôi kỳ vọng EVFTA sẽ có tác động tích cực đến ngành dệt may trong dài hạn vì các công ty sẽ cần thời gian để phát triển chuỗi sản xuất Sợi - Dệt - Nhuộm - May phù hợp nhằm đáp ứng các quy tắc ban đầu. Điều này sẽ đảm bảo cho sự tăng trưởng bền vững và tăng sức cạnh tranh cho hàng dệt may của Việt Nam. Theo Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex), giá trị xuất khẩu hàng dệt may ước tính sẽ phục hồi hoàn toàn vào năm 2022 và tăng 67% vào năm 2021-2025.

Chúng tôi tin rằng CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (**TNG**), và **TCM** là hai doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ EVFTA và CPTPP. EU vốn là thị trường xuất khẩu chính của TNG (chiếm 53% doanh thu) và 40% nguyên liệu đầu vào của TNG đến từ thị trường nội địa. Trong khi đó, là nhà sản xuất dệt may nội địa duy nhất sở hữu đầy đủ chuỗi cung ứng sợi, dệt, nhuộm, may và phân phối, TCM có đầy đủ điều kiện để đáp ứng các yêu cầu về xuất xứ của CPTPP và EVFTA. Chúng tôi dự báo tỷ trọng xuất khẩu tới EU trong tổng giá trị xuất khẩu của TCM sẽ tăng lên 15% trong năm 2021 từ 5% trong năm 2020.

Chúng tôi kỳ vọng **STK** sẽ hưởng lợi gián tiếp từ CPTPP vì STK là nhà sản xuất sợi lớn thứ hai của Việt Nam về công suất với 63.000 tấn sợi mỗi năm. Để được hưởng lợi từ CPTPP, các doanh nghiệp dệt may sẽ ưu tiên cho sợi sản xuất trong nước vì hiệp định yêu cầu các bước chuyển tiếp từ sợi được thực hiện tại các nước thành viên CPTPP. Chúng tôi dự báo doanh thu của STK từ xuất khẩu tại chỗ và thị trường nội địa chiếm 65% tổng doanh thu trong năm 2021 (chiếm 59% năm 2020).

Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP) có thể trở thành con dao hai lưỡi đối với mảng sản xuất vải và sợi

Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP) đã được ký kết vào ngày 15/11/2020 giữa 6 nước thành viên ASEAN và 5 nước ngoài ASEAN. RCEP có hiệu lực sẽ tạo ra một thị trường với 2,2 tỷ người tiêu dùng, tương đương với xấp xỉ 30% GDP toàn cầu và trở thành khu vực thương mại tự do lớn nhất trên thế giới. Với Hiệp định RCEP, ngành dệt may Việt Nam sẽ mở ra một thị trường rộng lớn hơn với các cam kết ít khắt khe hơn so với EVFTA và CPTPP. Chúng tôi kỳ vọng RCEP sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp dệt may giảm chi phí đầu vào khi thuế xuất khẩu vải từ Trung Quốc giảm từ 10% xuống 2%. Cụ thể, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán mảng may mặc giảm 5 – 5,5%.

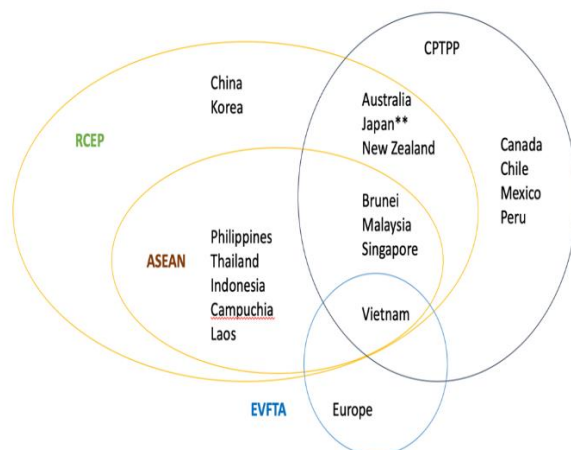
Ngoài ra, RCEP còn tạo cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam mở rộng thị phần, đặc biệt là tại thị trường Nhật Bản. Trước khi RCEP được ký kết, các doanh nghiệp dệt may phải chứng minh được nguồn nguyên liệu có xuất xứ từ ASEAN hoặc Nhật Bản để xuất khẩu vào thị trường Nhật Bản, trong khi phần lớn nguyên phụ liệu được nhập khẩu từ Trung Quốc. Tuy nhiên, với RCEP, hàng may mặc của Việt Nam sử dụng nguyên phụ liệu từ Trung Quốc cũng được hưởng ưu đãi thuế quan khi xuất khẩu vào thị trường Nhật Bản.

Hình 13: Quy tắc xuất xứ của FTA

Hiệp định	Quy tắc
CPTPP	Từ sợi trở đi
EVFTA	Từ vải trở đi
RCEP	1) Hàng hóa có xuất xứ tại một quốc gia thành viên 2) Nguyên liệu đầu vào từ 1 hoặc nhiều nước thành viên trở lên 3) Hàng hóa sử dụng nguyên liệu không có xuất xứ nhưng đáp ứng các quy tắc dành riêng cho sản phẩm

NGUỒN: VND RESEARCH

Hình 14: FTA giữa Việt Nam và các quốc gia khác

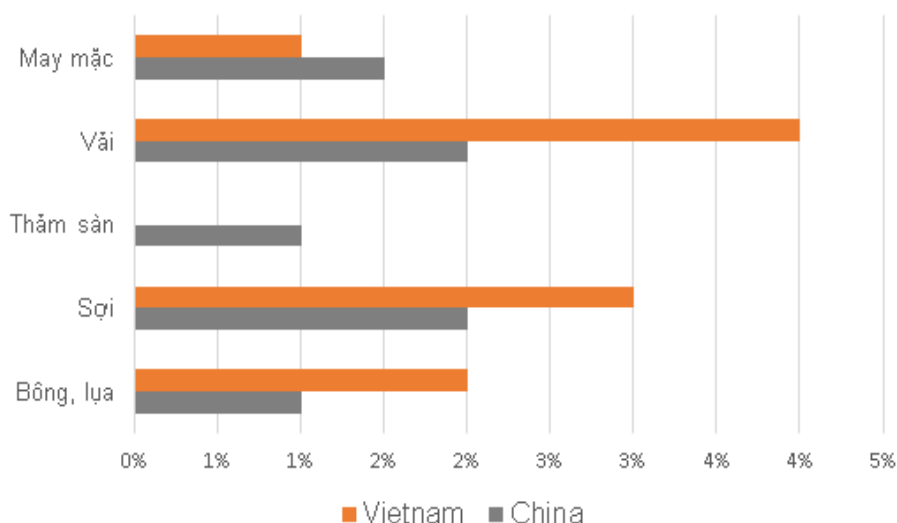


NGUỒN: Mirae Asset research, Báo cáo công ty

Chúng tôi tin rằng một số công ty có thỏa thuận hợp tác với Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản sẽ tận dụng được cơ hội từ RCEP. Các nhà đầu tư có thể quan tâm tới **VGG** - một trong những công ty dệt may lớn nhất Việt Nam. Nhật Bản là thị trường xuất khẩu chính của VGG, chiếm 28% doanh thu xuất khẩu trong năm 2020 và khách hàng lớn nhất của VGG là Uniqlo, chiếm ~80% doanh thu từ thị trường Nhật Bản.

Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp cũng sẽ gặp những thách thức khi nguồn nguyên liệu từ Trung Quốc với giá rẻ có cơ hội tràn vào Việt Nam. Trước khi có hiệp định RCEP, Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào nguồn cung nguyên liệu từ Trung Quốc với khoảng 48% nguyên liệu đầu vào được nhập khẩu từ Trung Quốc. Trong năm đầu tiên khi RCEP có hiệu lực, các sản phẩm Trung Quốc có giá thành thấp hơn so với hàng Việt Nam sẽ gây áp lực cạnh tranh về giá đối với các công ty dệt may ở hầu hết các phân khúc, đặc biệt là phân khúc vải (giá vải Trung Quốc hiện rẻ hơn giá vải của Việt Nam từ 10-15%).

Hình 15: Thuế suất nhập khẩu từ Việt Nam và Trung Quốc sang các nước ASEAN sau hiệp định RCEP



NGUỒN: WTO, VND RESEARCH

Rủi ro

Vào ngày 21/02/2021, các trường hợp nhiễm Covid-19 đã được phát hiện ở miền Bắc sau một thời gian không có bất kỳ ca lây nhiễm cộng đồng nào. Đáng chú ý, sự bùng phát dịch tại Hải Dương trên diện rộng đã mang lại những thách thức và rủi ro nhất định cho ngành dệt may Việt Nam. Nếu tình hình đại dịch lan rộng ra miền Nam, việc thực hiện cách ly xã hội sẽ khiến các doanh nghiệp dệt may không thể tổ chức dây chuyền sản xuất, dẫn đến không thể hoàn thành các hợp đồng đã ký trước đó với khách hàng. Hơn nữa, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung nhiều khả năng sẽ tiếp diễn sau khi Donald Trump chuyển giao quyền lực cho Tổng thống Biden, do đó việc bán phá giá đối với sợi từ Trung Quốc có thể tiếp tục vào năm 2021. Bên cạnh đó, nhu cầu dệt may thế giới phục hồi chậm hơn cung, dẫn đến áp lực cạnh tranh ngày càng tăng với các đối thủ cạnh tranh trong khu vực như Trung Quốc, Bangladesh và Ấn Độ.

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu STK và theo dõi thêm với MSH và TCM

Chúng tôi lựa chọn STK vì công ty đang sở hữu vị thế tốt nhất để nắm bắt các cơ hội đến từ các hiệp định thương mại tự do và mảng sợi tái chế còn nhiều tiềm năng.

Công ty Cổ phần Sợi Thế Kỳ (STK VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 30.200 đồng/cp): STK là công ty sợi lớn nhất Việt Nam về công suất sản xuất (63.000 tấn/năm). Trong bối cảnh CPTPP yêu cầu tất cả các mặt hàng từ giai đoạn sợi trở đi phải được sản xuất tại các nước thành viên CPTPP, các doanh nghiệp dệt may cần ưu tiên loại sợi sản xuất trong nước để được hưởng lợi từ hiệp định này. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng STK sẽ là một trong những doanh nghiệp phục hồi nhanh nhất trong ngành nhờ tiềm năng từ sợi tái chế.

CTCP May Sông Hồng (MSH VN, Trung lập, Giá mục tiêu: 48.700 đồng/cp): MSH được kỳ vọng sẽ phục hồi từ mức đáy trong năm 2021. Doanh thu và lợi nhuận ròng của MSH trong năm 2020 sụt giảm đáng kể (-19% svck và -48,5% svck) do ảnh hưởng của Covid-19 và dự phòng khoản phải thu của công ty. Chúng tôi dự báo MSH sẽ dần phục hồi khi dịch bệnh Covid-19 được kiểm soát vào năm 2021. Ngoài ra, việc chuyển đổi từ hình thức CMT sang may FOB sẽ là một động lực tăng trưởng khác trong dài hạn.

Chúng tôi cũng theo dõi **Công ty Dệt may Thành Công (TCM VN, Kém khả quan, Giá mục tiêu: 59.800 đồng)**. TCM hiện sở hữu chuỗi cung ứng hoàn chỉnh và được hưởng lợi nhiều nhất từ CPTPP và EVFTA. TCM sở hữu một chuỗi cung ứng gồm sợi, dệt, nhuộm, may và phân phối nên sẽ tự chủ được nguồn cung vải của mình. Hơn nữa, TCM đã thành công trong việc lấy được đơn hàng từ Adidas - một trong những thương hiệu thời trang thể thao lớn nhất thế giới. Chúng tôi kỳ vọng các đơn đặt hàng của Adidas sẽ lên tới 12 triệu chiếc/năm (~ 40% công suất của nhà máy Vĩnh Long) và đóng góp 30% vào doanh thu mảng may mặc trong 2021.

Hình 16: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá hiện tại			Giá mục tiêu			Vốn hoá			P/E (x)		EPS 3 năm tới		P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			VND	VND	Triệu USD	CY20F	CY21F	CAGR (%)	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F					
CTCP May Việt Tiến	VGG VN	na	45.600	na	87	na	na	1,33	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Trung lập	46.900	48.700	102	6,0	na	-13,9	na	na	3,3	na	31,5	na	na	na	na	na	na	na	na
CTCP Sợi Thế Kỳ	STK VN	Khả quan	26.500	30.200	78	8,8	6,7	20,3	1,6	1,5	4,8	4,2	19,7	20,8	na	na	na	na	na	na	na
CTCP đầu tư thương mại TN	TNG VN	na	21.800	na	70	8,7	6,6	13,5	1,3	1,0	9,6	8	15,3	16,8	na	na	na	na	na	na	na
CTCP May Thành Công	TCM VN	Kém khả quan	74.000	59.800	199	16,2	16,1	13,8	2,5	2,3	9,4	8,67	18,8	18	na	na	na	na	na	na	na
Trung bình						9,9	9,8		1,8	1,6	6,8	7,0	21,3	18,5							
Trung vị						8,7	6,7		1,6	1,5	7,1	8,0	19,2	18,0							

Nguồn: Bloomberg, VND RESEARCH (Dữ liệu ngày 25/02/2021)

CTCP SỢI THỂ KỲ (STK) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND26.700

Giá mục tiêu

VND30.200

Tỷ suất cổ tức

5,18%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Vật liệu cơ bản

Ngày 26/02/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

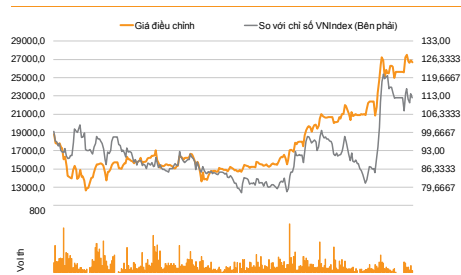
Consensus*: Mua:7 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 39,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng giá mục tiêu 25,6%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	27.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.614
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.603
Thị giá vốn (tỷ VND)	1.834
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	13,0
P/B hiện tại (x)	1,8

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư Hướng Việt	20%
Đặng Mỹ Linh	14,3%
Đặng Triệu Hòa	13,8%
Khác	59,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Trên đà phục hồi

- Sản lượng sợi của STK tăng trở lại trong Q4/20 với sự phục hồi mạnh mẽ của mảng sợi tái chế.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng năm 2021 lần lượt đạt 2.326 tỷ đồng (+31,7% svck) và 206 tỷ đồng (+42,4% svck).
- Duy trì đánh giá Khả Quan với giá mục tiêu 30.200 đồng/cp.

Tín hiệu khả quan trong Q4/20

Sau khi ghi nhận tăng trưởng âm về sản lượng sợi trong Q2 và Q3/20 do đại dịch Covid-19, sản lượng sợi của STK đã tăng trở lại trong Q4/20, với sự phục hồi mạnh mẽ của sợi tái chế, tăng 65% svck lên 332 tỷ đồng nhờ sự phục hồi từ thị trường trong nước và khách hàng cũ chuyển sang sử dụng sợi tái chế. Doanh thu Q4/20 của STK giảm 1,0% svck xuống 569 tỷ đồng, trong đó tỷ trọng sợi tái chế trên doanh thu tăng từ 35% trong 4Q19 lên 58,4% trong 4Q20.

Rào cản chuyển đổi cao là một lợi thế trong mảng sợi tái chế của STK

STK hiện đang sử dụng công nghệ Chip Spinning có thể dễ dàng chuyển đổi giữa sợi nguyên sinh và tái chế. Trong khi đó, hai đối thủ cạnh tranh của STK tại Việt Nam là Hualon, Billion và các doanh nghiệp Trung Quốc (Trung Quốc sản xuất sợi, chiếm khoảng 70% nhu cầu cầu thế giới) chủ yếu sử dụng công nghệ kéo sợi trực tiếp, rất khó chuyển đổi sang sản xuất sợi tái chế. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của sợi tái chế đạt 1.229,8 tỷ đồng (+55,8% svck) do các khách hàng chính của STK như Adidas, Nike và Uniqlo cam kết tăng tỷ trọng sử dụng sợi tái chế trong năm 2021.

LN ròng phục hồi trong năm 2021

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LN ròng lần lượt đạt 2.326 tỷ đồng (+31,7% svck) và 206 tỷ đồng (+42,4% svck) dựa trên các giả định sau: 1) Giá bán bình quân (ASP) tăng 5% do sự phục hồi của giá nguyên vật liệu; 2) sản lượng tăng 20,8% nhờ nhu cầu thị trường phục hồi và hiệu ứng tích cực của các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA); và 3) cơ cấu sản phẩm tiếp tục chuyển dịch sang sợi tái chế (chênh lệch giá của sợi tái chế cao hơn 70% -80% so với sợi nguyên sinh).

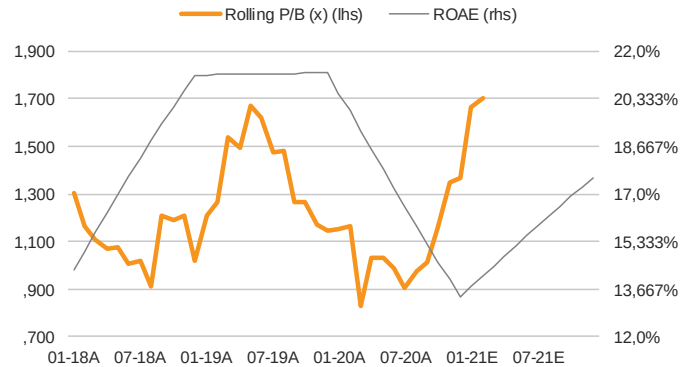
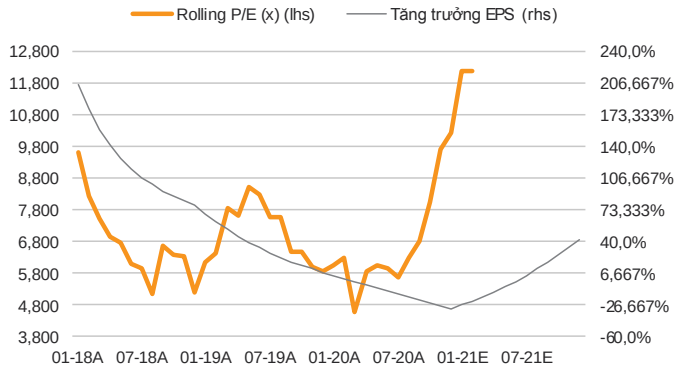
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 30.200 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu 25,8% lên 30.200 đồng do chuyển định giá sang 2021 và nâng P/E mục tiêu lên 10,0x (cao hơn 10% so với trung bình ngành) do kết quả khả quan trong Q4/20 và tiềm năng phục hồi tốt hơn. Tiềm năng tăng giá là: (1) sự phục hồi về sản lượng và giá sợi nhờ nhu cầu thị trường phục hồi, và (2) doanh số bán sợi tái chế tốt hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là tình hình Covid-19 diễn ra phức tạp hơn ở các thị trường xuất khẩu chính của STK là Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.229	1.766	2.326	2.445
Tăng trưởng DT thuần	(7,4%)	(20,8%)	31,7%	5,1%
Biên lợi nhuận gộp	15,9%	14,5%	14,9%	16,0%
Biên EBITDA	18,7%	17,8%	19,2%	20,4%
LN ròng (tỷ)	211	145	206	231
Tăng trưởng LN ròng	18,5%	(31,5%)	42,4%	12,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	22,0%	(33,3%)	44,1%	11,9%
EPS cơ bản	2.989	2.047	2.916	3.267
EPS điều chỉnh	2.989	2.047	2.916	3.267
BVPS	15.301	15.279	17.906	20.173
ROAE	21,2%	13,4%	17,6%	17,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	1.766	2.326	2.445
Giá vốn hàng bán	(1.510)	(1.979)	(2.054)
Chi phí quản lý DN	(57)	(54)	(57)
Chi phí bán hàng	(24)	(26)	(34)
LN hoạt động thuần	175	266	299
EBITDA thuần	308	449	502
Chi phí khấu hao	(133)	(183)	(203)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	175	266	299
Thu nhập lãi	12	7	10
Chi phí tài chính	(23)	(40)	(47)
Thu nhập ròng khác	1	2	2
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	165	235	263
Thuế	(20)	(29)	(32)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	145	206	231
Thu nhập trên vốn	145	206	231
Cổ tức phổ thông	(98)	(63)	(71)
LN giữ lại	46	143	160

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	95	137	165
Đầu tư ngắn hạn	26	47	49
Các khoản phải thu ngắn hạn	98	109	117
Hàng tồn kho	401	527	571
Các tài sản ngắn hạn khác	14	40	42
Tổng tài sản ngắn hạn	634	859	944
Tài sản cố định	913	932	980
Tổng đầu tư	155	208	217
Tài sản dài hạn khác	0	(0)	0
Tổng tài sản	1.702	1.999	2.140
Vay & nợ ngắn hạn	223	305	219
Phải trả người bán	262	287	312
Nợ ngắn hạn khác	86	70	74
Tổng nợ ngắn hạn	570	663	605
Vay & nợ dài hạn	51	70	108
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	707	707	707
LN giữ lại	381	524	684
Vốn chủ sở hữu	1.081	1.266	1.427
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.702	1.999	2.140

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	165	235	263
Khấu hao	133	183	203
Thuế đã nộp	(18)	(29)	(32)
Các khoản điều chỉnh khác	1	(11)	(9)
Thay đổi VLĐ	178	(91)	(25)
LC tiền thuần HKKD	458	288	399
Đầu tư TSCĐ	0	(200)	(250)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	54	0	0
Các khoản khác	(29)	1	1
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	25	(199)	(249)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	21	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(42)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(398)	(4)	(51)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(98)	(63)	(71)
LC tiền thuần HĐTC	(539)	(46)	(122)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	150	95	137
LC tiền thuần trong năm	(55)	42	28
Tiền & tương đương tiền cuối kì	95	137	165

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	8,2%	8,9%	9,5%
Vòng quay TS	0,94	1,26	1,18
ROAA	7,7%	11,1%	11,2%
Đòn bẩy tài chính	1,75	1,58	1,54
ROAE	13,4%	17,6%	17,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	19,2	11,7	12,0
Số ngày nắm giữ HTK	97,1	97,1	101,5
Số ngày phải trả tiền bán	63,4	53,0	55,4
Vòng quay TSCĐ	1,80	2,52	2,56
ROIC	10,7%	12,6%	13,2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,3	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,4	0,5	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,4
Vòng quay tiền	52,9	55,8	58,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(20,8%)	31,7%	5,1%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(35,1%)	52,0%	12,5%
Tăng trưởng LN ròng	(31,5%)	42,4%	12,1%
Tăng trưởng EPS	(31,5%)	42,4%	12,1%

Nguồn: VND RESEARCH

CTCP MÁY SÔNG HỒNG (MSH) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND46.600

Giá mục tiêu

VND48.700

Tỷ suất cổ tức

7,53%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 26/02/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Trung lập

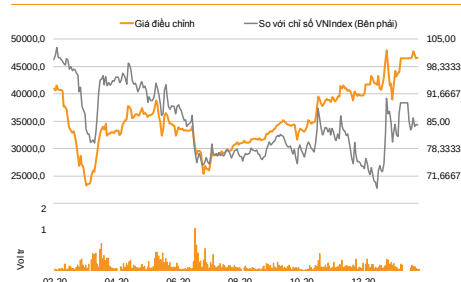
Consensus*: Mua:3 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 14,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm giá mục tiêu 5,9%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	47.950
Thấp nhất 52 tuần (VND)	23.300
GTGDBQ 3 tháng (tr)	120.500
Thị giá vốn (tỷ)	2.325
Free float (%)	59%
P/E trượt (x)	10,0
P/B hiện tại (x)	1,7

Cơ cấu sở hữu

Chứng khoán FPT	13%
Bùi Việt Quang	10,4%
Phạm Thị Song Ngân	7,4%
Khác	69,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

Hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Phục hồi từ đáy

- Doanh thu MSH Q4/20 đạt 847 tỷ đồng (-19% svck) do ảnh hưởng của Covid-19.
- Nhà máy Sông Hồng 10 được kỳ vọng tăng công suất công suất của MSH lên 1,6 triệu sp/tháng.
- Duy trì đánh giá TRUNG LẬP và giá mục tiêu 48.700 đồng/cp

LN ròng 2020 giảm mạnh do khoản trích lập dự phòng từ NY&C

Ngày 20/07/2020, RTW Retailwinds - công ty sở hữu hơn 400 cửa hàng NY&C tại Mỹ đã nộp đơn phá sản vì ảnh hưởng của COVID-19. Do RTW Retailwinds dự kiến sẽ đóng cửa tất cả các cửa hàng của mình, khoản nợ 219 tỷ đồng mà công ty phải trả cho MSH vào năm 2020 khó có thể được thanh toán. Theo MSH, công ty vẫn đang tiến hành thủ tục phá sản để đòi số tiền từ NY&C và đã trích lập dự phòng 153 tỷ đồng trong 2020. Do đó, lợi nhuận ròng của MSH trong năm 2020 giảm đáng kể 48,4% svck xuống 231 tỷ đồng.

Nhà máy Sông Hồng 10 là động lực tăng trưởng doanh thu trong 2021

Trong Q2/20, MSH đã khởi công xây dựng nhà máy Sông Hồng 10 với tổng vốn đầu tư là 450 tỷ đồng, dự kiến sẽ nâng tổng công suất của MSH lên tối đa 1,6 triệu sp/tháng, tương đương với 26% công suất hiện tại của công ty. Ngoài ra, nhà máy này được giảm 20%-17% thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) trong thời hạn 10 năm sau khi ghi nhận doanh thu đầu tiên. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Sông Hồng 10 đóng góp 15% doanh thu của MSH trong năm 2021.

Lợi nhuận ròng được kỳ vọng tăng mạnh trở lại trong năm 2021

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 4.402 tỷ đồng (+15,7% svck) và 488 tỷ đồng (+93,4% svck) trong năm 2021 dựa trên các giả định sau: 1) doanh thu từ đơn hàng FOB tăng 20% svck do sự phục hồi từ thị trường Mỹ và EU và 2) tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 1,4 điểm % nhờ công ty tiếp tục chuyển từ đơn hàng CMT sang FOB (biên LN gộp của mảng FOB cao hơn 70%-75% so với đơn hàng CMT).

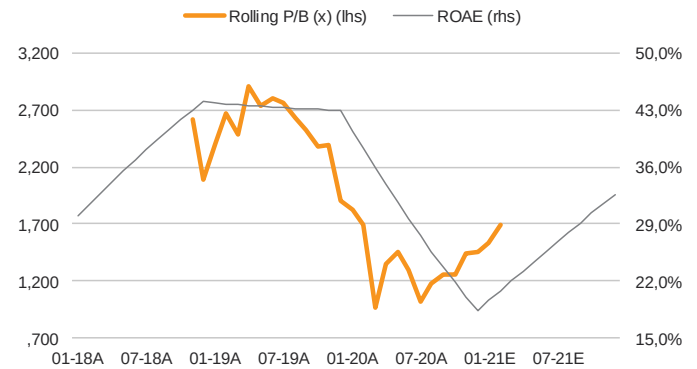
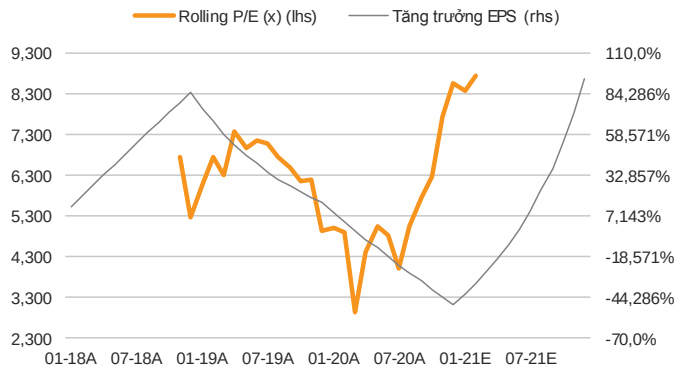
Duy trì đánh giá Trung Lập với giá mục tiêu 48.700 đồng/cp

Chúng tôi giảm 5,9% giá mục tiêu để phản ánh EPS dự phóng 2021. Mức giá này dựa trên dự phóng EPS năm 2021 và P/E mục tiêu 6,0x (tương đương P/E trượt trung bình 1 năm). Định giá của chúng tôi đã loại trừ khoản dự phòng đối với 62 tỷ đồng phải thu còn lại từ NY&C trong năm 2021 vì đây là khoản mục bất thường. Tiềm năng tăng giá: sản lượng phục hồi nhờ nhu cầu thị trường phục hồi. Rủi ro giảm giá: sự bùng phát Covid-19 ngày càng trầm trọng hơn tại các thị trường xuất khẩu chính của MSH là Mỹ và EU.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.411	3.813	4.402	4.629
Tăng trưởng DT thuần	11,7%	(13,6%)	15,4%	5,2%
Biên lợi nhuận gộp	21,0%	19,7%	21,1%	21,5%
Biên EBITDA	15,6%	11,3%	15,4%	16,1%
LN ròng (tỷ)	450	232	448	480
Tăng trưởng LN ròng	21,1%	(48,5%)	93,4%	7,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	15,4%	(49,8%)	100,8%	7,0%
EPS cơ bản	8.996	4.635	8.964	9.590
EPS điều chỉnh	8.402	4.329	8.371	8.953
BVPS	23.240	27.366	27.752	31.790
ROAE	42,9%	18,3%	32,5%	32,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	3.813	4.402	4.629
Giá vốn hàng bán	(3.062)	(3.472)	(3.631)
Chi phí quản lý DN	(376)	(220)	(231)
Chi phí bán hàng	(137)	(154)	(162)
LN hoạt động thuần	238	555	604
EBITDA thuần	370	697	751
Chi phí khấu hao	(132)	(142)	(147)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	238	555	604
Thu nhập lãi	63	64	67
Chi phí tài chính	(18)	(48)	(41)
Thu nhập ròng khác	1	(1)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	283	570	629
Thuế	(51)	(121)	(146)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	(1)	(3)
LN ròng	232	448	480
Thu nhập trên vốn	232	448	480
Cổ tức phổ thông	(171)	(175)	(200)
LN giữ lại	61	273	280

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	283	570	629
Khấu hao	132	142	147
Thuế đã nộp	(62)	(121)	(146)
Các khoản điều chỉnh khác	357	23	206
Thay đổi VLĐ	(313)	52	(262)
LC tiền thuần HKKD	397	665	574
Đầu tư TSCĐ	(75)	(103)	(60)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(127)	(38)	(40)
Các khoản khác	48	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1	(133)	(140)
LC tiền từ HĐĐT	(153)	(274)	(239)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	5	73	(13)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(142)	(225)	(146)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(171)	(175)	(200)
LC tiền thuần HĐTC	(308)	(326)	(359)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	238	136	201
LC tiền thuần trong năm	(64)	65	(24)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	174	201	177

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	136	201	177
Đầu tư ngắn hạn	754	792	832
Các khoản phải thu ngắn hạn	396	481	505
Hàng tồn kho	615	606	634
Các tài sản ngắn hạn khác	17	164	419
Tổng tài sản ngắn hạn	1.918	2.244	2.567
Tài sản cố định	569	516	429
Tổng đầu tư	83	0	0
Tài sản dài hạn khác	58	35	37
Tổng tài sản	2.628	2.795	3.032
Vay & nợ ngắn hạn	497	440	463
Phải trả người bán	144	139	144
Nợ ngắn hạn khác	544	623	663
Tổng nợ ngắn hạn	1.186	1.203	1.270
Vay & nợ dài hạn	0	130	95
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	500	500	500
LN giữ lại	683	702	904
Vốn chủ sở hữu	1.369	1.388	1.590
Lợi ích cổ đông thiểu số	73	74	77
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.628	2.795	3.032

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	6,1%	10,2%	10,4%
Vòng quay TS	1,47	1,62	1,59
ROAA	8,9%	16,5%	16,5%
Đòn bẩy tài chính	2,05	1,97	1,96
ROAE	18,3%	32,5%	32,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	52,6	36,5	36,5
Số ngày nắm giữ HTK	73,5	63,7	63,7
Số ngày phải trả tiền bán	17,2	14,6	14,5
Vòng quay TSCĐ	6,59	8,12	9,80
ROIC	12,0%	22,1%	21,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,9	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,4	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,8	0,8
Vòng quay tiền	108,8	85,6	85,7
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(13,6%)	15,4%	5,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(53,6%)	133,2%	8,7%
Tăng trưởng LN ròng	(48,5%)	93,4%	7,0%
Tăng trưởng EPS	(48,5%)	93,4%	7,0%

Nguồn: VND RESEARCH

CTCP DỆT MAY - ĐT - TM THÀNH CÔNG (TCM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND76.000

Giá mục tiêu

VND59.800

Tỷ suất cổ tức

1,21%

Khuyến nghị

KÉM KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 26/02/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Kém KQ

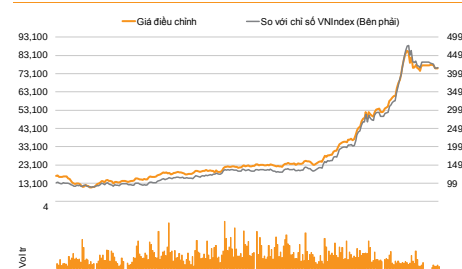
Consensus*: Mua:4 Giữ:1 Bán:2

Giá mục tiêu/Consensus: 96,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Không thay đổi

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	85.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.654
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	30.604
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.703
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	17,1
P/B hiện tại (x)	2,9

Cơ cấu sở hữu

E-land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore	43,3%
Nguyễn Văn Nghĩa	13%
Lê Quốc Hưng	1,9%
Khác	41,8%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tiềm năng tăng trưởng đã phản ánh vào giá

- Trong 2020, doanh thu TCM giảm 4,8% svck và LN ròng tăng 27,5% svck, lần lượt hoàn thành 102,3% và 101,2% dự phóng của chúng tôi.
- Duy trì đánh giá Kém khả quan do tiềm năng tăng trưởng đã phản ánh vào giá.

KQKD 2020 theo sát dự phóng của chúng tôi

Doanh thu TCM giảm 12% svck xuống 752 tỷ đồng trong Q4/20 do doanh thu mảng thiết bị bảo hộ y tế (BHYT) giảm. Cụ thể, doanh thu từ khẩu trang vải và mảng thiết bị BHYT giảm 72% sv quý trước do nhu cầu giảm. Doanh thu cả năm 2020 đạt 3.470 tỷ đồng (-4,8% svck), hoàn thành 102,3% dự phóng cả năm của chúng tôi. Không tính đóng góp của khẩu trang vải và sản phẩm thiết bị BHYT, doanh thu mảng dệt may giảm 24,6% svck trong khi doanh thu mảng vải và sợi lần lượt đạt 694 tỷ đồng (+22,1% svck) và 278 tỷ đồng (-21,1% svck).

LN ròng 2020 tăng mạnh chủ yếu đến từ mảng thiết bị BHYT

Trong 2020, BLNG của TCM tăng 1,8 điểm % nhờ tăng tỷ trọng đóng góp từ mảng thiết bị BHYT và đơn hàng từ Adidas kể từ Q4/20. Chúng tôi ước tính BLNG của mảng thiết bị BHYT trong khoảng 25-30%, cao hơn BLNG mảng FOB (17%-20%). Tổng nợ giảm 25,8% svck do TCM chuẩn bị tất toán các khoản nợ dài hạn chủ yếu dùng để tài trợ các nhà máy dệt, giúp cho chi phí lãi vay giảm 48% svck. Nhờ đó, LN ròng 2020 của TCM tăng mạnh 27,5% svck, đạt 276 tỷ đồng.

Hợp đồng với Adidas là động lực chính cho tăng trưởng LN ròng 2021

Chúng tôi cho rằng đà tăng giá cổ phiếu TCM vừa qua là do thông tin về hợp đồng giữa TCM và Adidas. Theo TCM, công ty sẽ sản xuất quần áo thể thao dưới hình thức đơn hàng FOB. Chúng tôi kỳ vọng đơn hàng với Adidas sẽ lên tới 12 triệu sp/năm, tương đương 40% công suất may của nhà máy Vĩnh Long và đóng góp 30% vào tổng doanh thu hàng may mặc trong năm 2021.

KQKD 2021 được củng cố nhờ doanh thu hàng may mặc

Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu 2021 5,1%, tương đương đạt 3.844 tỷ đồng (+8,4% svck) nhằm phản ánh doanh thu từ đơn hàng với Adidas. Chúng tôi cũng nâng giả định BLNG 0,5 điểm % và thu nhập tài chính 20,3%. Theo đó, LN ròng của TCM ước tính tăng 24,3% svck đạt 343 tỷ đồng trong 2021.

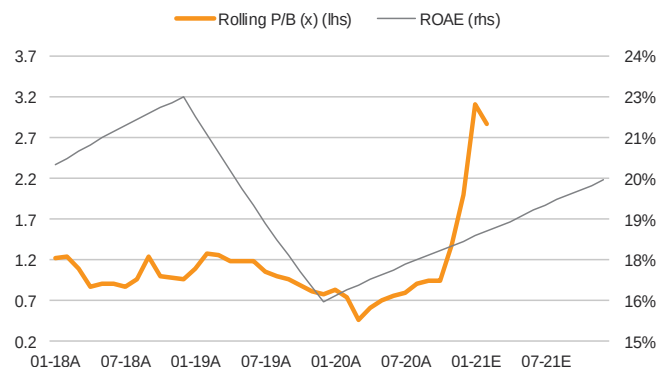
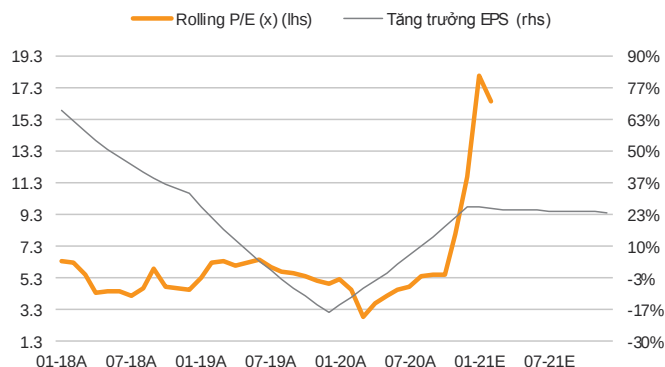
Duy trì đánh giá Kém khả quan và giá mục tiêu 59.800 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên EPS năm 2021 và nâng P/E mục tiêu lên 12 lần. Chúng tôi duy trì đánh giá Kém khả quan do các yếu tố tích cực đã được phản ánh vào giá. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) nhu cầu vải từ thị trường nội địa cao hơn dự kiến và 2) khối lượng đặt hàng từ Adidas cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: tình trạng Covid-19 diễn biến phức tạp hơn tại các thị trường xuất khẩu của TCM.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.644	3.470	3.844	4.084
Tăng trưởng DT thuần	(0,5%)	(4,8%)	10,8%	6,2%
Biên lợi nhuận gộp	15,9%	17,9%	18,6%	19,6%
Biên EBITDA	11,5%	12,4%	13,4%	14,5%
LN ròng (tỷ)	218	276	343	394
Tăng trưởng LN ròng	(17,6%)	26,7%	24,3%	14,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(8,7%)	34,4%	16,2%	19,8%
EPS cơ bản	3.516	4.455	5.536	6.350
EPS điều chỉnh	2.904	3.902	4.982	5.222
BVPS	22.856	26.295	28.851	31.079
ROAE	16,2%	18,1%	20,1%	21,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	3.470	3.844	4.084
Giá vốn hàng bán	(2.850)	(3.127)	(3.283)
Chi phí quản lý DN	(142)	(169)	(180)
Chi phí bán hàng	(144)	(160)	(169)
LN hoạt động thuần	334	388	451
EBITDA thuần	455	516	588
Chi phí khấu hao	(121)	(128)	(137)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	334	388	451
Thu nhập lãi	48	67	71
Chi phí tài chính	(48)	(47)	(51)
Thu nhập ròng khác	3	10	10
TN từ các Cty LK & LD	6	8	8
LN trước thuế	343	427	489
Thuế	(67)	(83)	(96)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	276	343	394
Thu nhập trên vốn	242	309	324
Cổ tức phổ thông	(62)	(62)	(62)
LN giữ lại	214	281	332

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	288	202	233
Đầu tư ngắn hạn	267	238	253
Các khoản phải thu ngắn hạn	200	337	322
Hàng tồn kho	1.007	914	961
Các tài sản ngắn hạn khác	22	22	22
Tổng tài sản ngắn hạn	1.784	1.713	1.791
Tài sản cố định	999	1.045	1.177
Tổng đầu tư	78	74	74
Tài sản dài hạn khác	116	407	465
Tổng tài sản	2.977	3.240	3.508
Vay & nợ ngắn hạn	706	776	854
Phải trả người bán	260	281	295
Nợ ngắn hạn khác	292	287	279
Tổng nợ ngắn hạn	1.257	1.344	1.428
Vay & nợ dài hạn	81	76	111
Các khoản phải trả khác	(0)	23	33
Vốn điều lệ và	621	620	620
LN giữ lại	530	689	827
Vốn chủ sở hữu	1.630	1.789	1.927
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	8	8
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.977	3.240	3.508

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	343	427	489
Khấu hao	121	128	137
Thuế đã nộp	(83)	(96)	(113)
Các khoản điều chỉnh khác	(97)	(108)	(101)
Thay đổi VLĐ	1	157	146
LC tiền thuần HKKD	285	508	558
Đầu tư TSCĐ	(157)	(157)	(250)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	29	(108)	(63)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(128)	(265)	(313)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	(1)	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(175)	(114)	(87)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(39)	(41)	(43)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(29)	(58)	(58)
LC tiền thuần HĐTC	(243)	(213)	(188)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	225	288	202
LC tiền thuần trong năm	(86)	31	58
Tiền & tương đương tiền cuối kì	139	319	260

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	8,0%	8,9%	9,6%
Vòng quay TS	1,18	1,24	1,21
ROAA	9,4%	11,0%	11,7%
Đòn bẩy tài chính	1,94	1,82	1,82
ROAE	18,1%	20,1%	21,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	44,6	38,8	41,1
Số ngày nắm giữ HTK	129,3	106,7	106,8
Số ngày phải trả tiền bán	33,4	32,9	32,9
Vòng quay TSCĐ	3,30	3,76	3,68
ROIC	11,4%	13,0%	13,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,3	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,6	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,3	0,3
Vòng quay tiền	140,6	112,6	115,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(4,8%)	10,8%	6,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	14,5%	16,2%	16,2%
Tăng trưởng LN ròng	26,7%	24,3%	14,7%
Tăng trưởng EPS	26,7%	24,3%	14,7%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào - Chuyên viên Phân tích

Email: hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>