

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM



RONGVIET
SECURITIES



NGÀNH DỆT MAY

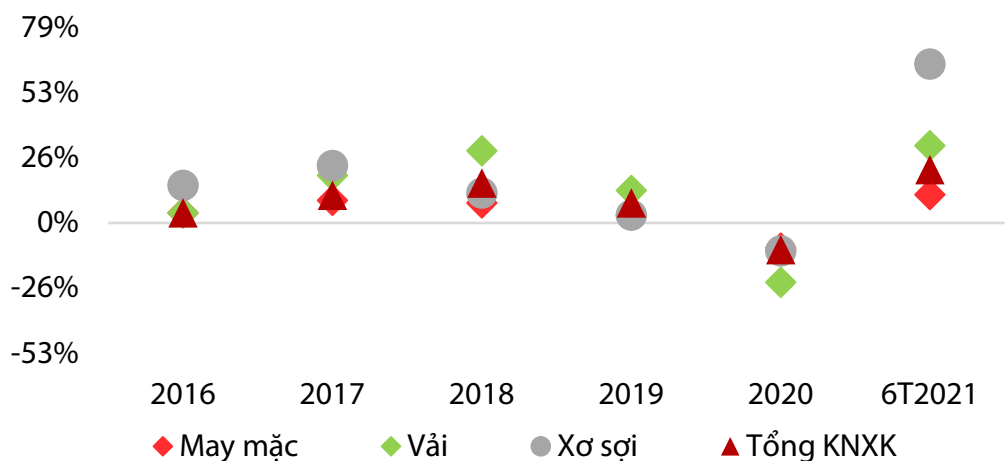
KHI THUẬN LỢI TRỞ NÊN BẤT LỢI



Nguyễn Hồng Loan – loan.nh@vdsc.com.vn

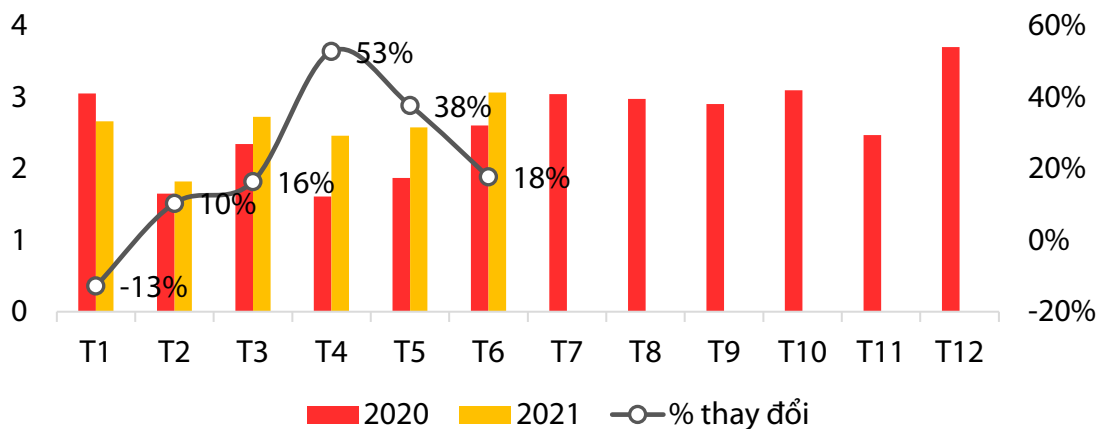


Hình 1: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu dệt may (%)



Nguồn: VITAS, CTCK Rồng Việt

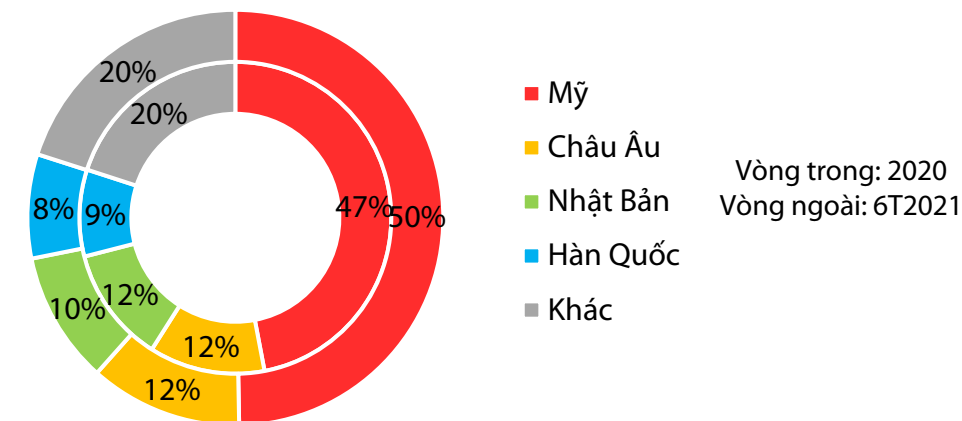
Hình 2: Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

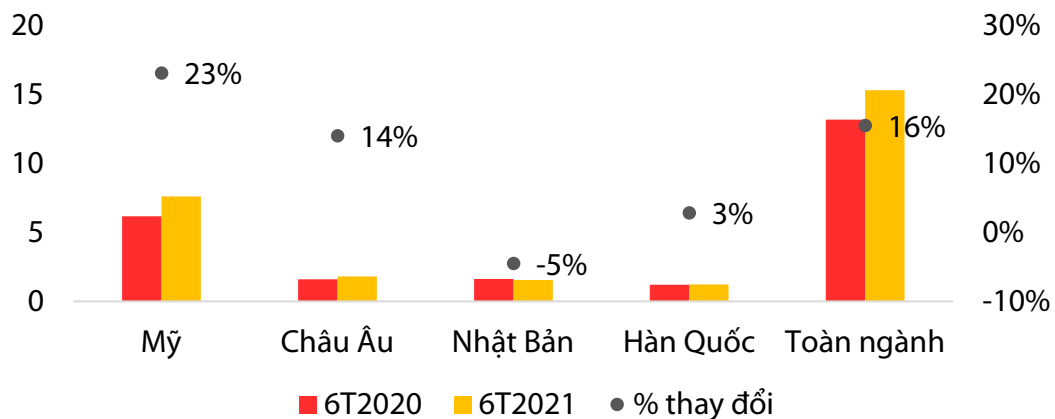
- Trong 6T2021, xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt 18,79 tỷ USD, tăng 21% n/n, nhờ: (1) Các gói kích thích và việc triển khai vắc xin thành công giúp nhu cầu phục hồi tại các thị trường chính (Mỹ, châu Âu, Trung Quốc,...); (2) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam do các đối thủ bị ảnh hưởng bởi COVID-19 (Ấn Độ, Bangladesh, Campuchia) và đảo chính (Myanmar).
- Tất cả các mảng đều cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ: (1) Sợi đạt mức tăng trưởng cao nhất, ở mức 64% n/n nhờ nhập khẩu từ Trung Quốc phục hồi. Giá bán sợi tăng 3%-25% n/n; (2) Hàng may mặc tăng 11% n/n nhờ lượng đơn đặt hàng tăng mạnh, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng từ Mỹ và châu Âu; (3) Xuất khẩu vải tăng 31% n/n.

Hình 3: Kim ngạch xuất khẩu dệt may theo thị trường (%)



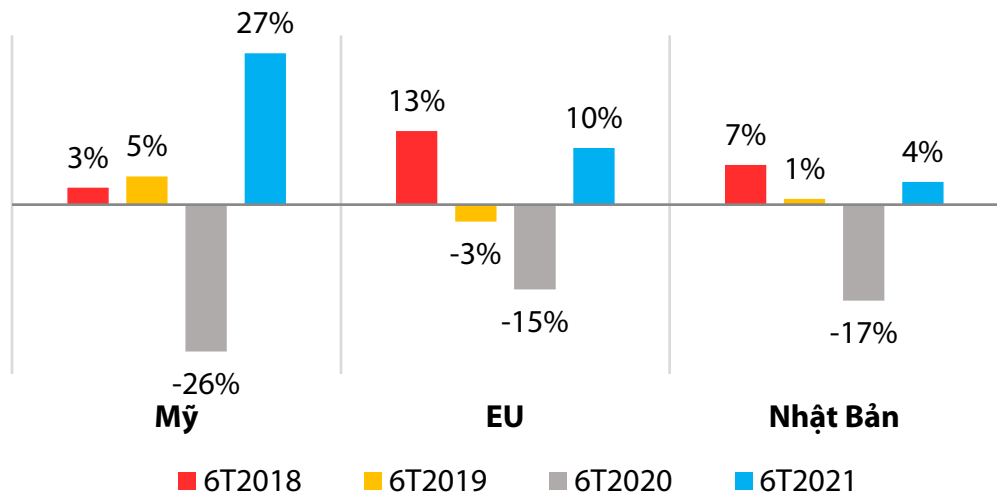
Nguồn: Hải quan Việt Nam, VITAS, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Kim ngạch xuất khẩu dệt may theo thị trường (tỷ USD)



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Tăng trưởng nhập khẩu ở các thị trường chính (%)



Nguồn: Trademap, Eurostat, CTCK Rồng Việt

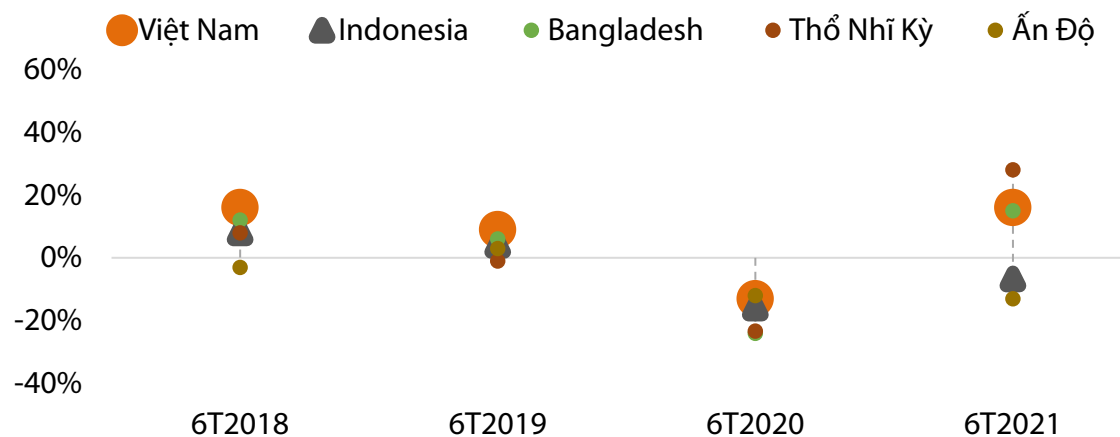
Đơn hàng dệt may từ Mỹ và châu Âu đã tăng trở lại

Mỹ tiếp tục là nhà nhập khẩu hàng dệt may lớn nhất của Việt Nam với 7,6 tỷ USD, tăng 23% n/n, chiếm 50% tổng kim ngạch xuất khẩu, theo sau là Nhật Bản với 1,6 tỷ USD và châu Âu là 1,8 tỷ USD. (xem Hình 4,5)

Việt Nam chiếm ưu thế so với các đối thủ cạnh tranh nhờ kiểm soát COVID-19 tốt hơn trong 6T2021

Việt Nam trở thành lựa chọn hàng đầu của các nhãn hàng khi nhiều nước sản xuất dệt may (Ấn Độ, Bangladesh, Myanmar, Campuchia) phải tạm thời đóng cửa các nhà máy do sự bùng phát của COVID-19 hoặc bất ổn chính trị. (xem Hình 6).

Hình 6: Tăng trưởng xuất khẩu ở các thị trường chính (%)



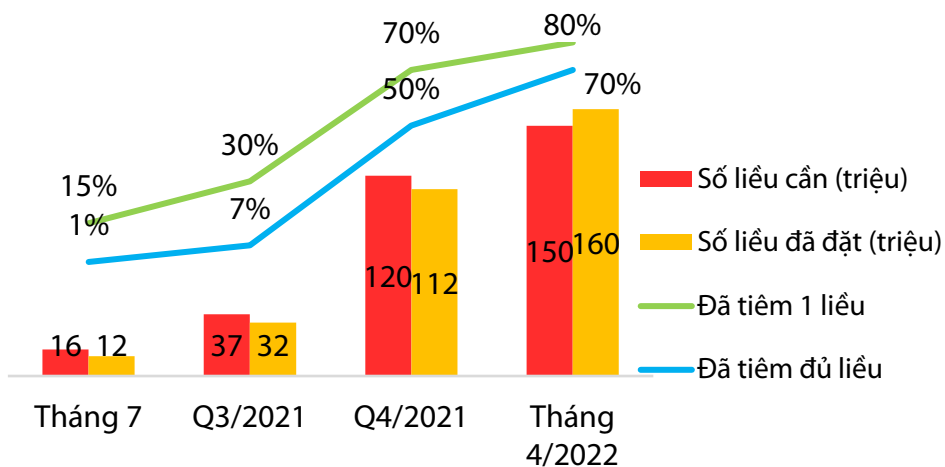
Nguồn: Trademap, UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Tình trạng đơn hàng/nhà máy

Công ty	Tình trạng
STK	70% công nhân ở lại nhà máy vào cuối tháng 7/2021
TCM	50% công nhân ở lại nhà máy vào cuối tháng 7/2021 Đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021
VGT	Đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021
TNG	Đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 7: Kế hoạch triển khai vắc xin



Nguồn: Bộ Y tế, CTCK Rồng Việt

COVID-19 bùng phát đe dọa hoạt động sản xuất

- Theo Chỉ thị 16 của Thủ tướng Chính phủ, nhiều nhà sản xuất ở khu vực phía Nam đã tuân thủ theo phương án “3 tại chỗ” (sản xuất-ăn uống-nghỉ ngơi tại chỗ). Do đó, các công ty bị tác động: (1) công suất hoạt động thấp do thiếu công nhân dẫn đến việc giao hàng trễ; (2) sự gián đoạn của chuỗi cung ứng trong nước gây ra sự đình trệ trong xuất khẩu; (3) chi phí hoạt động tăng. **Nhiều công ty bị ảnh hưởng bởi Chỉ thị 16 như: STK, TCM, GIL, PPH, GMC.**
- Ca mắc COVID-19 có xu hướng tăng mạnh ở Mỹ, các nước khu vực châu Âu và châu Á có thể làm chậm phục hồi đơn hàng trong nửa cuối năm 2021. Ngoài ra, tắc nghẽn tại các cảng Trung Quốc có thể dẫn đến tình trạng thiếu nguyên liệu vì 60% vải nguyên liệu được nhập khẩu từ nước này.

Khả năng đáp ứng các đơn đặt hàng là một lo ngại lớn

- Nhiều công ty đã có đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021. Nhu cầu không còn là vấn đề đáng lo ngại, thay vào đó, khả năng đáp ứng đơn hàng đúng thời hạn là một thách thức lớn. Sự đình trệ đã khiến một số thương hiệu phải hủy đơn hàng và chuyển ra khỏi Việt Nam.
- Giá vải và chi phí logistic tăng cao trong khi các nhà nhập khẩu yêu cầu chất lượng ổn định, thời gian sản xuất ngắn hơn và giá bán thấp hơn, từ đó gây áp lực lên vận hành và lợi nhuận của các doanh nghiệp.
- Khả năng phục hồi phụ thuộc vào tiến độ vắc xin và khả năng xử lý các đợt bùng phát COVID-19 tiếp theo. Dựa trên kế hoạch tiêm chủng của Bộ Y tế, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng ngành sẽ trở lại mức năm 2019 vào 2H2022.

Bảng 2: Tác động của COVID-19 đối với chiến lược của các nhãn hàng

Chiến lược	Điểm (%)	Tác động
Cắt giảm chuỗi giá trị	19	Chuyển đổi phương thức sản xuất từ CMT sang FOB
Đa dạng hoá nhà cung cấp	41	Chuyển đơn hàng từ Việt Nam sang các nước khác hoặc ngược lại, tùy theo khả năng đáp ứng yêu cầu của các nhãn hàng.
Bán hàng trực tuyến	52	Giá trị đơn hàng nhỏ hơn, thời gian giao hàng ngắn hơn, ít lỗi hơn → áp lực vận hành với các nhà sản xuất.
Sản xuất thân thiện môi trường	58	Thay thế các sản phẩm không tái chế được hoặc các quy trình gây ô nhiễm bằng các sản phẩm làm từ sợi tái chế/tự nhiên.

Nguồn: ERC, VITAS, CTCK Rông Việt

Bảng 3: Các dự án đầu tư

Công ty	Dự án	Mục tiêu
STK	NM sợi Unitex	Tập trung vào sợi tái chế, tăng gấp đôi công suất
TCM	NM Vĩnh Long 2	Tăng công suất hàng may mặc thêm 50%
MSH	NM Sông Hồng 10	Tăng 20% công suất, tập trung vào các đơn hàng FOB
TNG	KCN Sơn Cẩm	Cho thuê các nhà máy sản xuất dệt nhuộm
Texhong	NM vải	
Brotex	Nhà máy sợi màu	

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Dệt may sẽ thích ứng với các xu hướng mới hậu COVID-19

Sau COVID-19, các nhà sản xuất sẽ phải quan tâm nhiều hơn đến quy trình vận hành, chuỗi giá trị, sản phẩm thân thiện với môi trường và xu hướng bán hàng trực tuyến để thích ứng với yêu cầu của các thương hiệu (xem **Bảng 2**). Chúng tôi ưa thích mô hình kinh doanh của **STK** và **TCM** vì gắn với xu hướng chuỗi giá trị tích hợp và “thời trang xanh”.

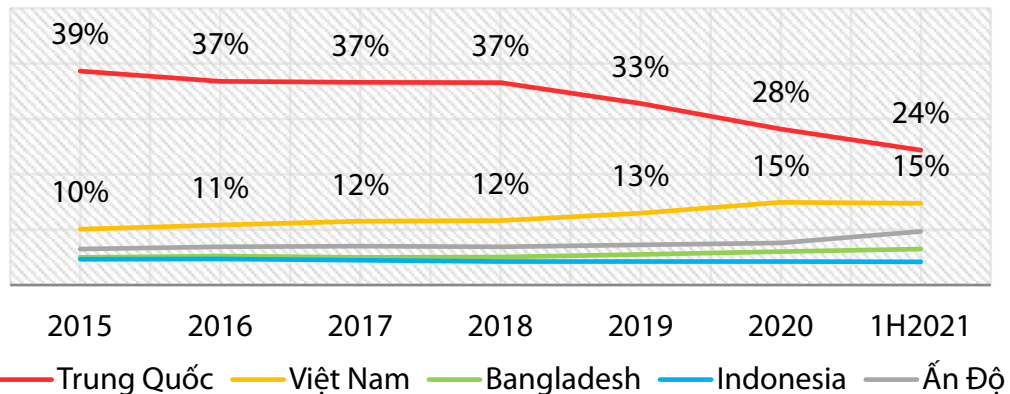
Tăng các dự án đầu tư

Để hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do, một số công ty đã và đang đầu tư các dự án mới để nâng cao năng lực và hoàn thiện chuỗi giá trị (xem **Bảng 3**). Hơn nữa, các dự án FDI cũng sẽ giúp giải quyết phần nào quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi” về lâu dài.

Đa dạng hóa sang mảng có biên lợi nhuận cao hơn

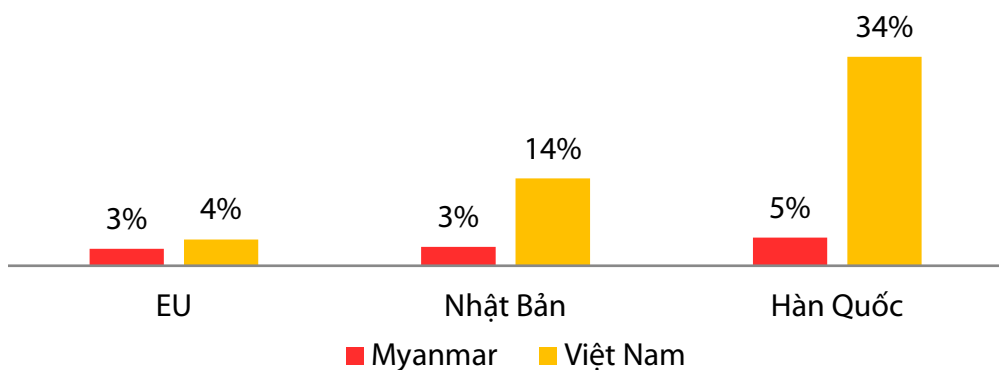
Do rủi ro về lao động và chi phí đầu vào trong dài hạn cũng như biên lợi nhuận thấp của ngành dệt may, nhiều công ty đang có xu hướng tái cơ cấu mô hình kinh doanh sang các mảng khác, điển hình là bất động sản như: **GIL**, **TNG**, **TCM**, **ADS**. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ còn tiếp diễn, đặc biệt là đối với các công ty quy mô vừa và nhỏ nếu vấn đề nguyên liệu đầu vào chưa được giải quyết.

Hình 8: Thị phần hàng dệt may nhập khẩu vào Mỹ



Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Thị phần của Việt Nam và Myanmar tại EU, Nhật Bản và Hàn Quốc (2019)



Nguồn: UN Comtrade, Wazir Analysis, CTCK Rồng Việt

Việt Nam là một ứng viên tiềm năng thay thế cho các đơn hàng của Trung Quốc

- Theo Fitch Solutions, Trung Quốc sẽ giảm hoạt động sản xuất hàng may mặc, chuyển đổi sâu và nâng cao chuỗi giá trị. Việt Nam, cùng với Bangladesh, Campuchia và Myanmar, là những quốc gia được hưởng lợi nhiều nhất.

Khó khăn của đối thủ cạnh tranh sẽ thúc đẩy khả năng mở rộng thị phần của Việt Nam

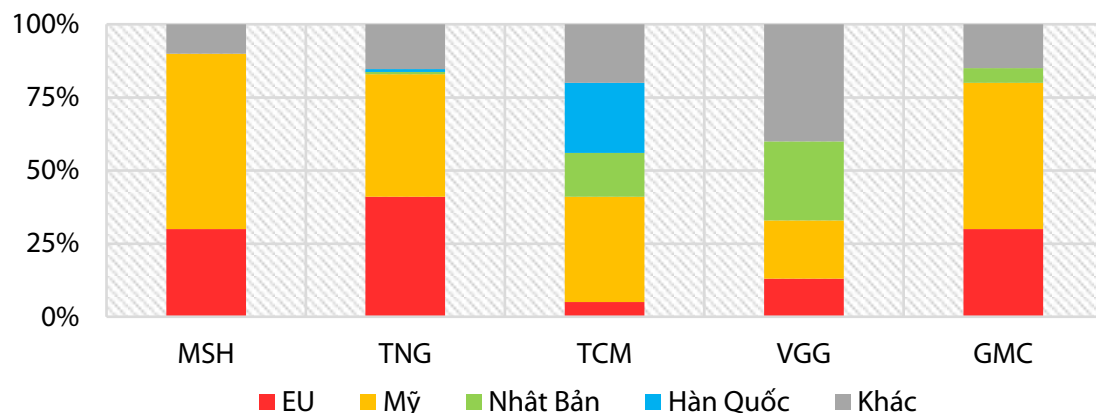
- Trong 6T2021, cuộc đảo chính ở Myanmar đã làm gián đoạn đơn đặt hàng của nhiều thương hiệu (H&M, Uniqlo, Primark, Wacoal, Shimamura, Adastria, OVS, Next, v.v.), dẫn đến việc tạm thời chuyển đơn đặt hàng sang Việt Nam. Mặc dù một số thương hiệu đã bắt đầu nối lại các đơn đặt hàng tại Myanmar (H&M, Bestseller), chúng tôi tin rằng nhiều thương hiệu sẽ dần chuyển đơn hàng sang những nơi ổn định về chính trị và Việt Nam sẽ là nước hưởng lợi chính. Chúng tôi kỳ vọng rằng Việt Nam có thể mở rộng thị phần sang châu Âu, Nhật Bản và Hàn Quốc - là những thị trường xuất khẩu chung của Việt Nam và Myanmar.
- Ngoài ra, EU đã rút lại 20% ưu đãi thuế quan EBA dành cho Campuchia (*), bao gồm một số sản phẩm may mặc và giày dép, qua đó tạo cơ hội cho Việt Nam giành thị phần của Campuchia tại EU.

(*). Đọc thêm [tại đây](#)

EVFTA: Hàng may mặc, chiếm 90% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang EU, sẽ bắt đầu được hưởng lợi từ EVFTA từ năm 2021. Châu Âu chiếm 34% tổng nhập khẩu hàng dệt may toàn cầu trong khi xuất khẩu của Việt Nam sang châu Âu chỉ chiếm 4%. Tuy nhiên, khả năng tự cung cấp nguyên liệu của Việt Nam thấp do vướng mắc trong khâu dệt nhuộm nên khó đạt tiêu chuẩn “từ vải trở đi”. EVFTA là chất xúc tác thúc đẩy đơn hàng từ châu Âu về lâu dài (*).

RCEP: Hỗ trợ ngành dệt may giảm chi phí đầu vào nhờ thuế xuất khẩu vải từ Trung Quốc giảm từ 10% xuống 2%; xuất khẩu dệt may sang Nhật Bản cũng được hưởng ưu đãi thuế ngay cả khi sử dụng nguyên liệu từ Trung Quốc.

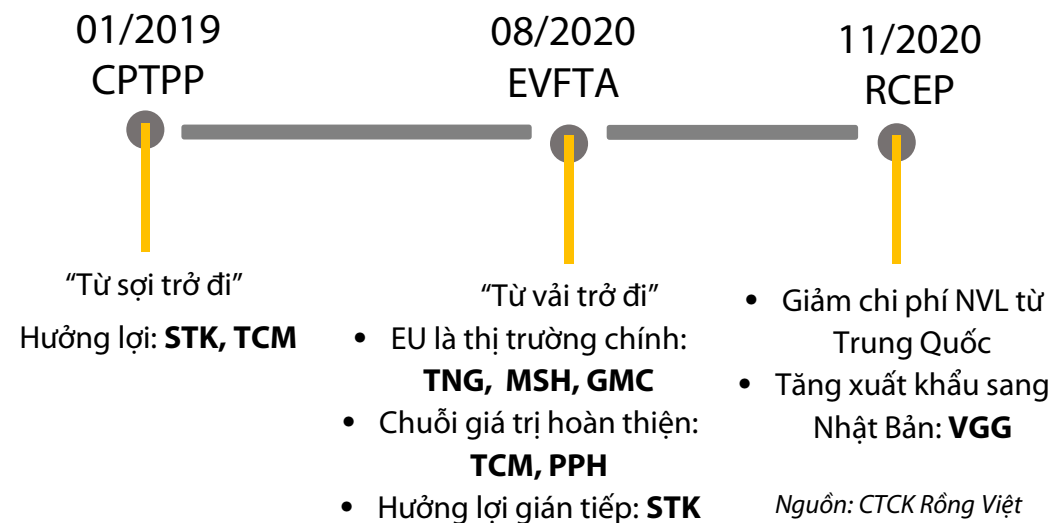
Hình 10: Cơ cấu xuất khẩu các công ty may mặc niêm yết (%)



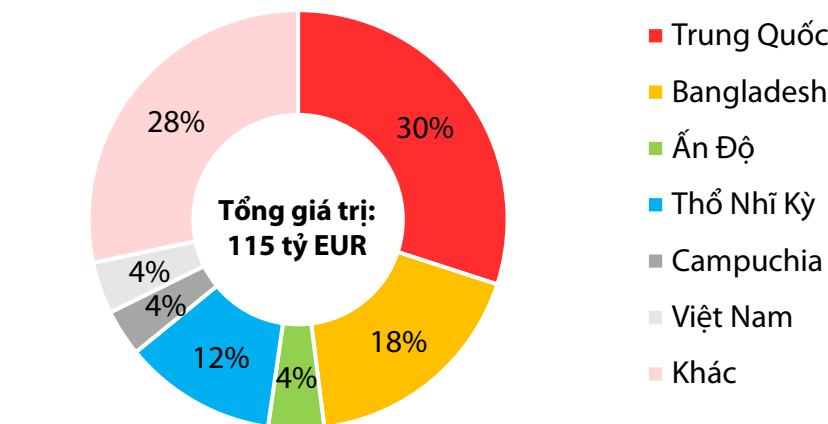
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

(*) Đọc thêm phân tích của Rồng Việt về tác động của EVFTA lên ngành dệt may [tại đây](#)

Hình 11: Tóm tắt các hiệp định thương mại tự do



Hình 12: Thị phần nhập khẩu dệt may vào EU năm 2020



Nguồn: Euratex, Statista, CTCK Rồng Việt

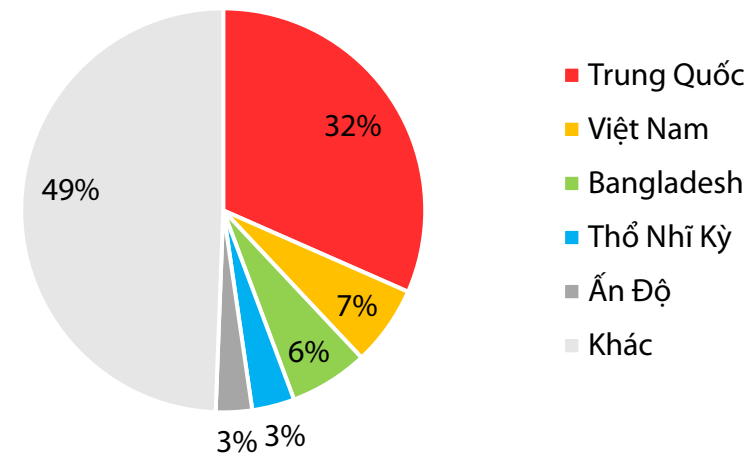
Việt Nam vẫn có nhiều lợi thế so với các đối thủ khác

Việt Nam là nước xuất khẩu hàng may mặc lớn thứ hai thế giới, sau Trung Quốc. Việt Nam có lợi thế về lao động giá rẻ so với Trung Quốc, Ấn Độ và Indonesia. Các hiệp định thương mại tự do sẽ tiếp tục tạo ra lợi thế cạnh tranh cho Việt Nam. So với Bangladesh và Campuchia, Việt Nam chiếm ưu thế về lao động có tay nghề cao và sản xuất sản phẩm phức tạp. Tuy nhiên, Việt Nam còn yếu trong chuỗi giá trị tích hợp, đặc biệt là điểm nghẽn từ khâu dệt nhuộm.

Chuỗi giá trị tích hợp sẽ củng cố vị thế của Việt Nam về lâu dài

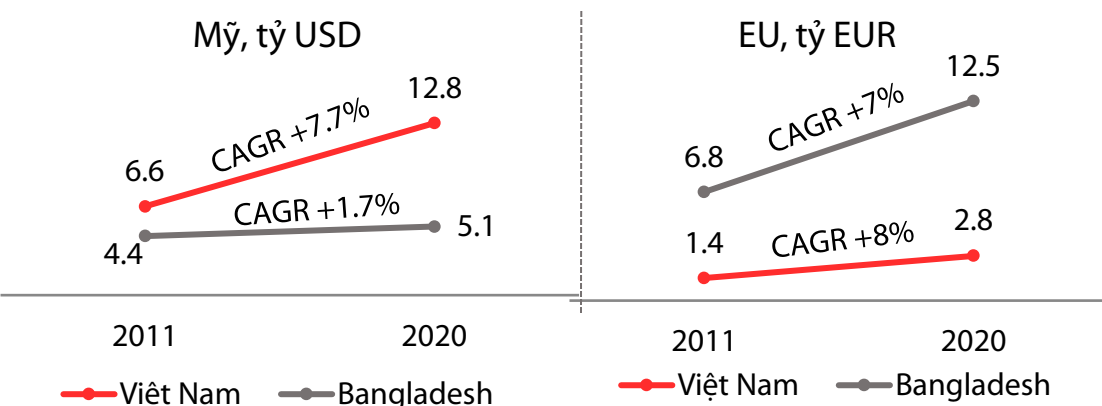
Các công ty may mặc phải nhập khẩu hơn 65% nhu cầu đầu vào trong khi 2/3 sợi sản xuất tại Việt Nam phải xuất khẩu. Không chỉ để tận dụng các hiệp định FTA, việc làm chủ nguyên liệu đầu vào cũng sẽ giúp Việt Nam tăng lợi thế cạnh tranh về lâu dài. Trên thực tế, theo World Bank, lợi thế về lao động giá rẻ ở Việt Nam đang dần mất đi. Để duy trì vị thế của Việt Nam so với các nhà xuất khẩu khác, Việt Nam cần tập trung hoàn thiện chuỗi giá trị tích hợp: Sợi - Dệt - Nhuộm - May, như cách mà Trung Quốc, Ấn Độ và Indonesia đã và đang thực hiện.

Hình 13: Thị phần xuất khẩu may mặc thế giới, 2020



Nguồn: WTO, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Nhập khẩu hàng may mặc từ Việt Nam và Bangladesh



Nguồn: ITC, Eurostat, McKinsey, CTCK Rồng Việt

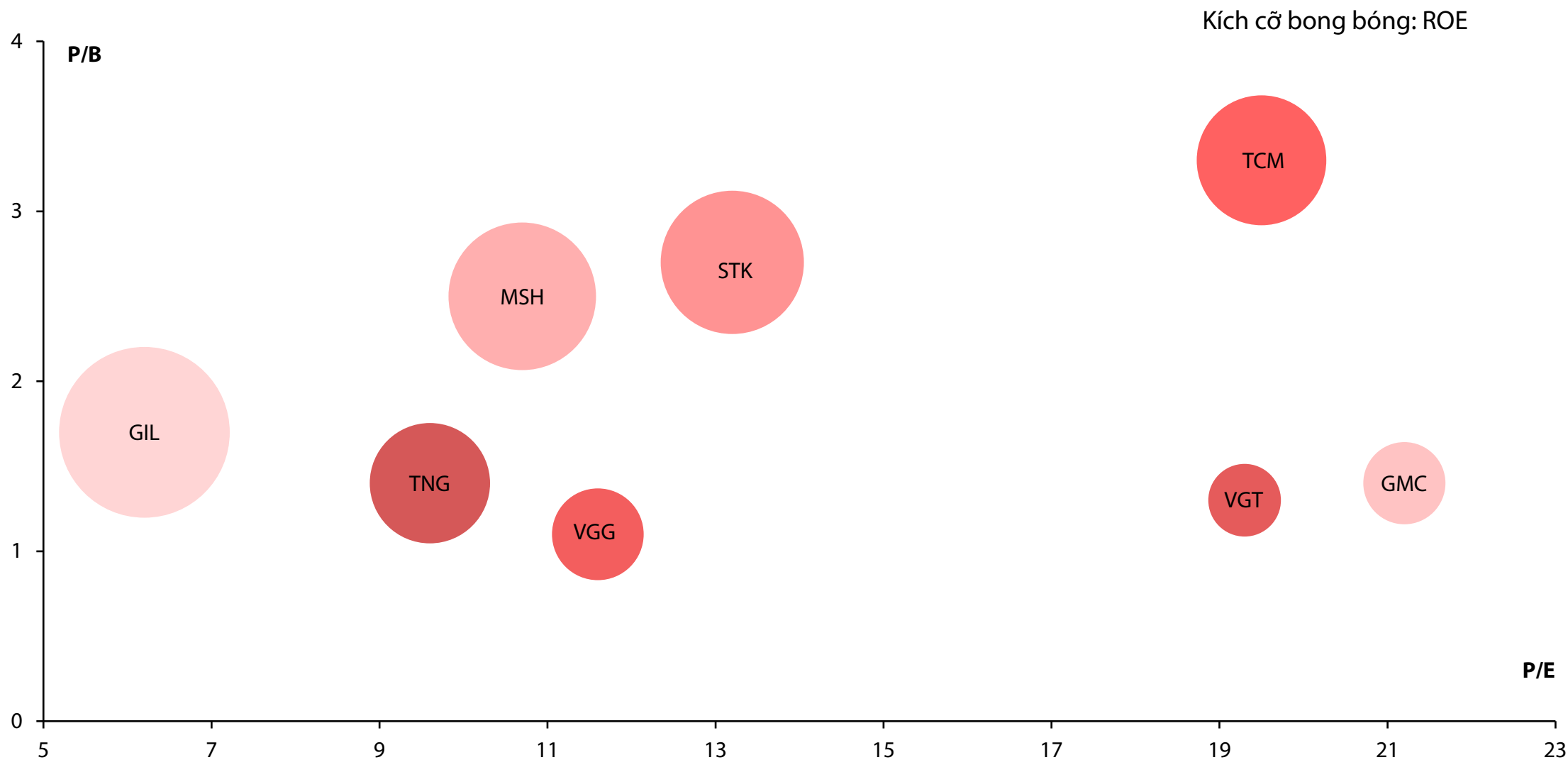
Bảng 4: Lợi thế cạnh tranh giữa các nước trong ngành dệt may

	Việt Nam	Bangladesh	Trung Quốc	Indonesia	Ấn Độ
Chi phí lao động thấp	x	x			x
Tay nghề cao	x		x		
Chuỗi giá trị tích hợp			x	x	x
Cơ sở hạ tầng			x	x	
Ưu đãi FDI	x	x			x

Nguồn: ERC, VITAS, CTCK Rồng Việt

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
GIL	2,415	N/A	14,0	26,9	13,6	12,7	27,2	9,9	13,5	29,8	1,5	6,2	1.7
GMC	957	N/A	-4,8	-11,8	6,3	3,8	-0,7	3,2	3,8	6,9	0,0	21,2	1.4
MSH	3,491	N/A	6,6	29,1	11,8	9,7	40,3	8,0	11,9	22,3	4,3	10,7	2.5
STK	3,034	46,000	-1,3	13,7	19,4	13,1	43,4	11,6	12,6	21,0	3,4	13,2	2.7
TCM	5,465	N/A	1,2	4,8	12,2	9,5	19,2	7,7	8,9	17,2	0,7	19,5	3.3
TNG	1,757	N/A	13,7	-2,0	9,7	4,3	-15,2	3,4	4,3	14,8	1,8	9,6	1.4
VGG	1,969	N/A	-11,0	-37,0	2,9	3,0	-30,6	2,6	3,8	9,3	4,6	11,6	1.1
VGT	8,462	N/A	-15,9	43,8	7,6	6,7	38,8	6,3	2,4	5,4	2,9	19,3	1.3

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: Fiipro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<TRUNG LẬP: 7%>

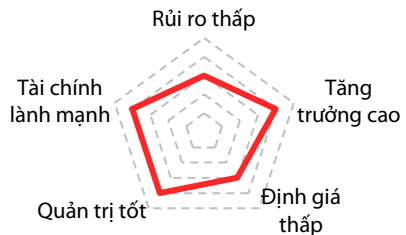
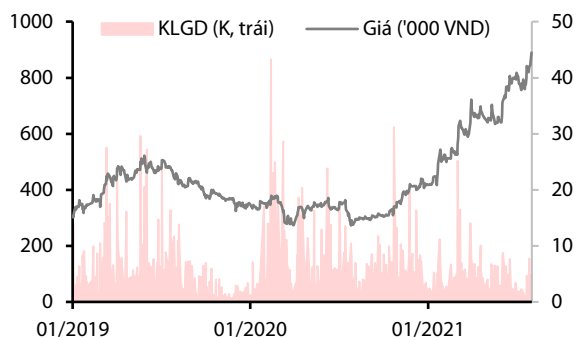
<GTT: 44.500>

<GMT: 46.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,036
SLCPĐLH (triệu cp)	68
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	68
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	2,5
SH NĐTNN còn lại (%)	36,8
BĐ giá 52 tuần (đồng)	14,1-44,5

Doanh thu (tỷ đồng)	1.766	2.152	2.754
LNST (tỷ đồng)	143	231	324
ROA (%)	8,4	10,8	9,3
ROE (%)	13,3	17,3	21,2
EPS (đồng)	2.028	2.762	3.866
GTSS (đồng)	15.296	15.615	17.606
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.500	500
P/E (x) (*)	10,3	16,3	11,6
P/B (x) (*)	1,4	2,8	2,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu dồi dào từ mảng sợi tái chế sẽ dẫn dắt tăng trưởng của STK

- Sợi tái chế sẽ hưởng lợi sự dịch chuyển nhu cầu sang sợi tái chế nhờ xu hướng thời trang gắn với bảo vệ môi trường. 85 thương hiệu hàng đầu, bao gồm cả các khách hàng lớn của STK, đã cam kết tỷ lệ sợi polyester tái chế trên toàn cầu từ 14% vào năm 2019 lên 45% vào năm 2025, tương đương tốc độ CAGR là 25% trong giai đoạn 2019-2025F, theo Textile Exchange.
- Nhu cầu và biên lợi nhuận của sợi tái chế cao và ổn định hơn hẳn so với sợi nguyên sinh. STK đã tăng tốc nâng tỷ trọng đóng góp của sợi tái chế từ 6% trong năm 2017 lên 56% trong 6T2021. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng sợi tái chế sẽ tăng trưởng với CAGR 30% trong giai đoạn 2021-2025F và đóng góp 75% vào doanh thu và 88% LNST của STK năm 2025F.

Nhà máy Unitex mở đường cho tăng trưởng

- Việc tăng gấp đôi công suất sau khi nhà máy hoàn thành (giai đoạn 1 vào năm 2023 và giai đoạn 2 vào năm 2025) sẽ giúp STK tận dụng làn sóng sợi tái chế. Ngoài ra, các thuận lợi từ quy tắc “từ sợi/vải trở đi” của FTA và thuế chống bán phá giá sợi thấp của Mỹ cũng sẽ góp phần thúc đẩy doanh thu của STK trong những năm tới.

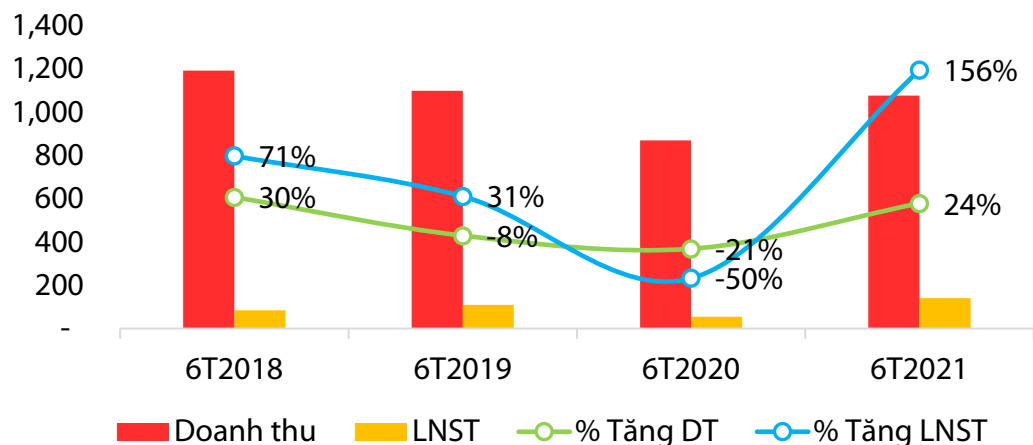
Tài chính lành mạnh hỗ trợ CAPEX lớn sắp tới

- STK không có nợ dài hạn và nợ/vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 9,7% trong 6T2021. Việc vay nợ tài trợ cho nhà máy Unitex (~ 84 triệu USD) sẽ đẩy nợ/vốn chủ sở hữu lên mức 78% (bao gồm cả các khoản phát hành riêng lẻ sắp tới) vào năm 2023F so với 25% vào năm 2020. Tỷ lệ bao phủ lãi vay (interest coverage) trung bình giai đoạn 2021F-2025F trong dự báo của chúng tôi là 11, cao hơn so với giai đoạn lịch sử 2016-2020 là mức 7.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

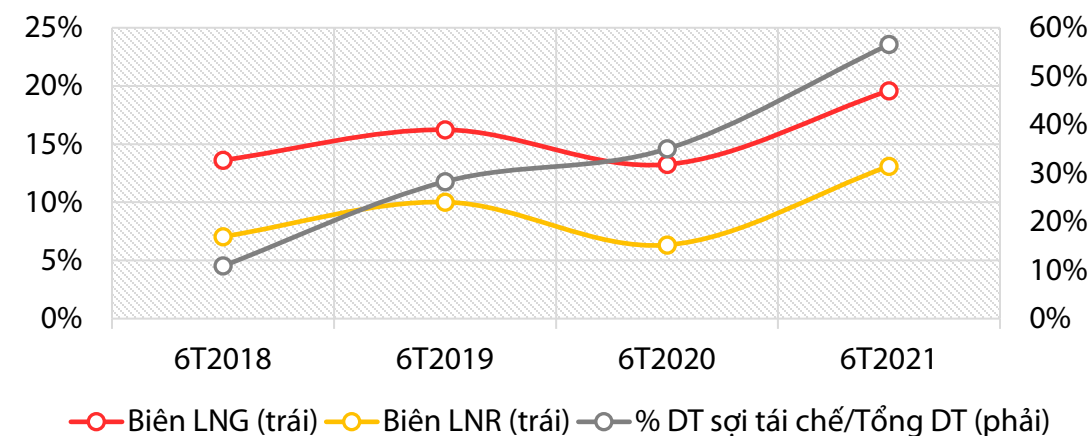
- Giãn cách xã hội kéo dài tiếp tục gây gián đoạn sản xuất và vận chuyển.

Hình 1: Doanh thu và LNST 6T2021 (tỷ đồng)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên LNG, biên LNR và đóng góp vào DT của sợi tái chế (%)

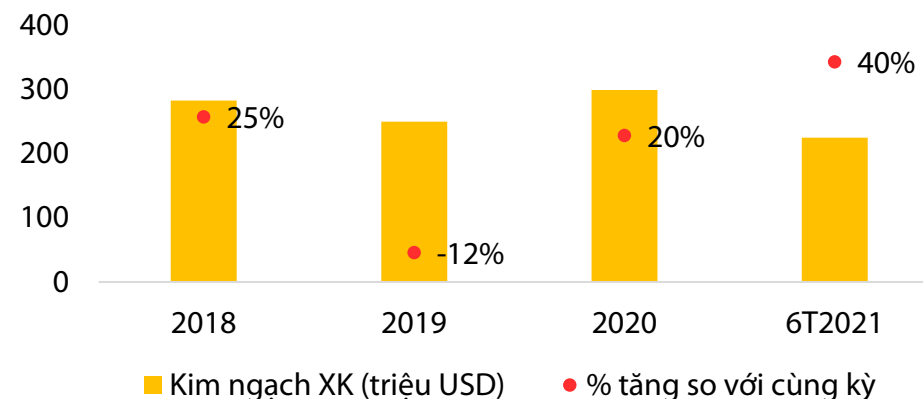


Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Sợi tái chế tăng trưởng mạnh mẽ

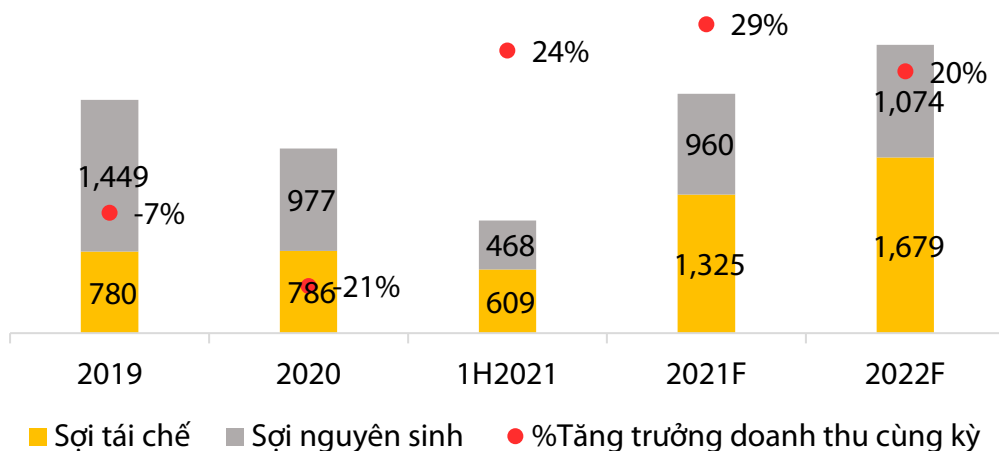
- Doanh thu 6T2021 đạt 1.077 tỷ đồng, tăng 24% n/n nhờ nhu cầu hàng may mặc trên toàn cầu phục hồi trong bối cảnh triển khai thành công vắc xin thúc đẩy nhu cầu sợi.
- Doanh thu từ sợi tái chế tăng 100% n/n, đóng góp 56% vào tổng doanh thu so với 35% trong 6T2020. Ngược lại, doanh thu từ sợi nguyên sinh giảm 17% n/n.
- Lợi nhuận gộp và LNST tăng mạnh lần lượt 83% và 157% n/n nhờ sự chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang sợi tái chế có tỷ suất lợi nhuận cao. Biên lợi nhuận gộp tăng lên 19,6% (+633 bps n/n).

Hình 3: XK sợi filament polyester của Việt Nam (triệu USD)



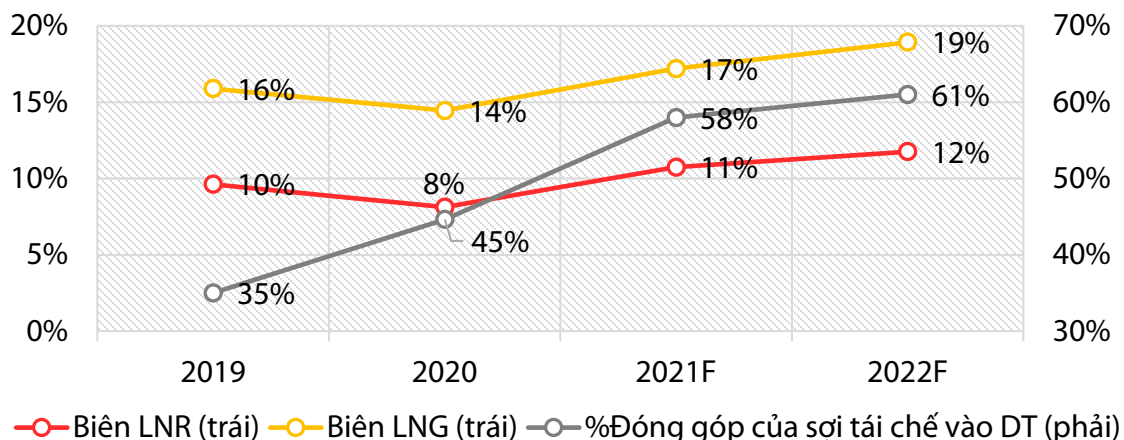
Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng doanh thu theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng LNST, biên LNG và đóng góp DT của sợi tái chế



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Giãn cách xã hội đặt áp lực lên vận hành

- Hiện tại, STK hoạt động chỉ ở mức 70% công suất bình thường, điều này có thể gây ra sự chậm trễ đơn hàng và cản trở các hoạt động vận chuyển. Ngoài ra, chi phí QLDN dự kiến sẽ tăng do thử nghiệm COVID-19 và chi phí liên quan đến việc lưu trú tại nhà máy.
- Chúng tôi dự báo doanh thu 2H2021 đạt 1.074 tỷ đồng, tăng 20% và LNST đạt 90 tỷ đồng, tăng 2% n/n và giảm 36% so với nửa đầu năm.

Dự phóng cho 2021:

- Chúng tôi dự báo doanh thu tăng 22% so với cùng kỳ đạt 2.152 tỷ đồng. Doanh thu từ sợi tái chế tăng 58% n/n trong khi doanh thu từ sợi nguyên sinh giảm 7% n/n. Đóng góp doanh thu của sợi tái chế tăng lên 58% từ 45% năm 2020.
- Chúng tôi dự phóng LNST đạt 231 tỷ đồng, tăng 61% n/n trên mức cơ sở thấp của năm 2020. Nhờ chuyển dịch sản phẩm sang sợi tái chế có biên lợi nhuận cao, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng đạt 17% và 11%, tăng lần lượt 337 và 307 điểm cơ bản n/n.








Tiềm năng ngành sợi tái chế

- Với 85 thương hiệu và nhà cung cấp đã cam kết vào tháng 4/2021, [2025 Recycled Polyester Challenge](#) đóng vai trò như một chất xúc tác thiết yếu cho sự thay đổi trong ngành dệt may và yêu cầu ngành công nghiệp may mặc cam kết tăng tỷ lệ polyester tái chế toàn cầu từ 14% lên 45%. 17,1 triệu tấn vào năm 2025.
- Một lệnh cấm nhập khẩu tất cả các nguồn tài nguyên được Bộ Sinh thái và Môi trường Trung Quốc phân loại là 'chất thải rắn' - có hiệu lực vào 01/2021. Điều này có thể áp lực lên sản xuất polyester tái chế của Trung Quốc, vốn chiếm 70% tổng lượng polyester toàn cầu (theo IHS Markit), từ đó tạo cơ hội cho các quốc gia khác thay thế sự thiếu hụt nguồn cung này.

Sợi tái chế sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của STK

- Chúng tôi dự phóng doanh thu từ sợi tái chế của STK sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 30% trong giai đoạn 2021-2025F và đóng góp 75% vào doanh thu của công ty vào năm 2025F.
- Tuy nhiên, mảng này sẽ gặp áp lực cạnh tranh do có nhiều doanh nghiệp mới gia nhập. Điển hình năm 2020, công ty nội địa VNPoly đã hợp tác với Shinkong - tập đoàn dệt may hàng đầu của Đài Loan để tăng công suất và đẩy mạnh các sản phẩm sợi tái chế.

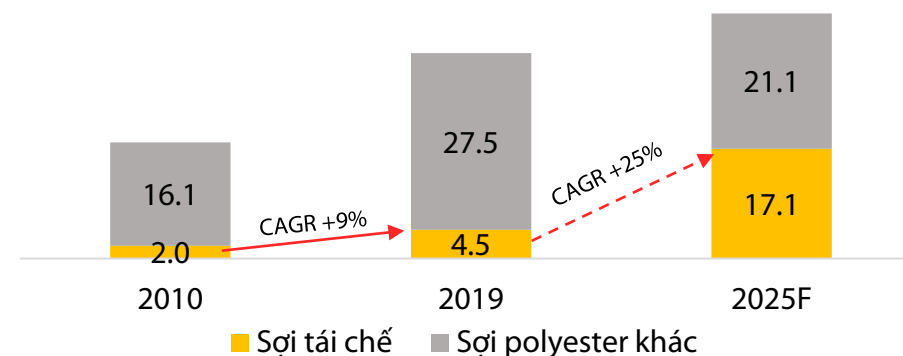
Bảng: Kế hoạch sử dụng sợi tái chế của khách hàng gián tiếp của STK (*)

Nhãn hàng	%Hiện tại	Mục tiêu	Năm	% Sản xuất tại VN	
				Quần áo	Giày dép
Adidas 	50%	100%	2024	20%	42%
Puma 	17%	75%	2025	-	35%
Decathlon 	35%	100%	2022	52%	35%
Nike 	59%	100%	2025	28%	50%
H&M 	64%	100%	2030	N/A	
Inditex 	20%	100%	2025	N/A	
Uniqlo 	Started using in 2020			N/A	

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

(*) Khách hàng chính của STK là nhà cung cấp cho các thương hiệu này

Hình 6: Tiêu thụ polyester tái chế toàn cầu cho may mặc



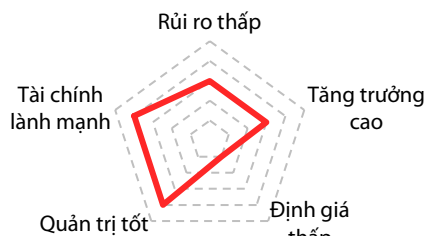
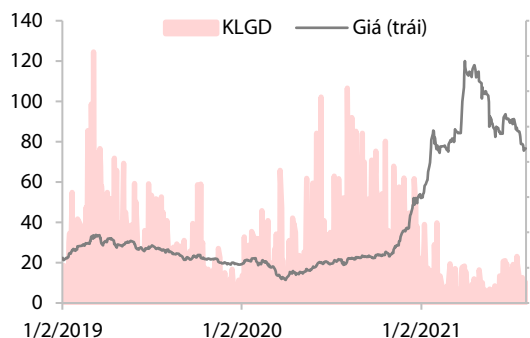
Nguồn: Textile Exchange, CTCK Rồng Việt

Giả định tốc độ tăng trưởng của ngành may mặc là 3%

<QUAN SÁT>

<GHT: 76.700>

<GMT: N/A>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,474
SLCPĐLH (triệu cp)	71
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	248
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	22,1
SH NĐTNN còn lại (%)	4,9
BĐ giá 52 tuần (đồng)	18,6-104,4

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.470	3.881	4.135
LNST (tỷ đồng)	275	213	299
ROA (%)	9,3	6,4	8,1
ROE (%)	16,9	11,9	14,8
EPS (đồng)	3.775	2.691	3.771
GTSS (đồng)	26.402	25.081	28.336
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x) (*)	13,7	33,9	24,2
P/B (x) (*)	2,0	3,6	3,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đơn hàng dệt may truyền thống đã hồi phục nhưng giãn cách xã hội đặt ra nhiều thách thức

- Nhu cầu hàng may mặc truyền thống đã phục hồi tại các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc), đưa doanh thu và lợi nhuận trở lại quỹ đạo tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, COVID-19 tăng mạnh gây áp lực lên doanh thu và lợi nhuận nửa cuối 2021: (1) chi phí vải tăng do thiếu hụt nguyên liệu sản xuất toàn cầu, (2) giảm công nhân và gián đoạn vận chuyển làm chậm đơn đặt hàng, (3) tăng chi phí hoạt động để tuân thủ với quy tắc "3 tại chỗ" theo Chỉ thị 16.

Chuỗi cung ứng khép kín giúp TCM đáp ứng yêu cầu của các FTA

- Chuỗi sản xuất khép kín từ sợi đến may mặc sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho TCM đáp ứng các nguyên tắc "từ sợi/vải trở đi", từ đó tận dụng các FTA. Hơn nữa, TCM cũng có thể hưởng lợi gián tiếp từ các FTA thông qua việc bán vải cho các công ty may mặc trong nước.

Các dự án mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong những năm tới

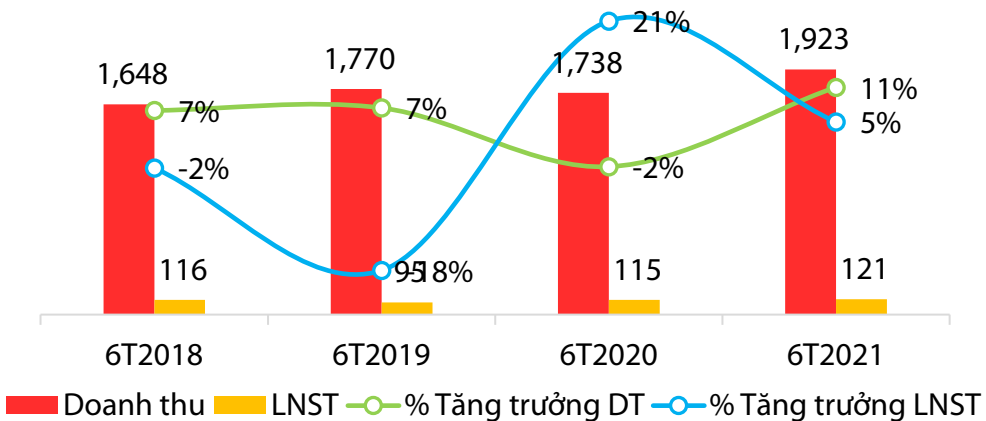
- Nhà máy Vĩnh Long 2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2021, giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 50%, giảm các đơn hàng gia công. Việc mở rộng công suất dệt và nhuộm trong giai đoạn 2022F-2023F để tăng công suất vải lên 37% từ năm 2023 trở đi sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận tăng bền vững trong dài hạn.

Định giá không hấp dẫn. TCM hiện đang giao dịch với P/E trượt là 19,5x - cao hơn lần lượt 50% và 110% so với các công ty cùng ngành và P/E trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng định giá P/E của TCM là đắt so với mức tăng trưởng kép hàng năm EPS dự kiến của chúng tôi là 6,2% trong giai đoạn 2020-2023F.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

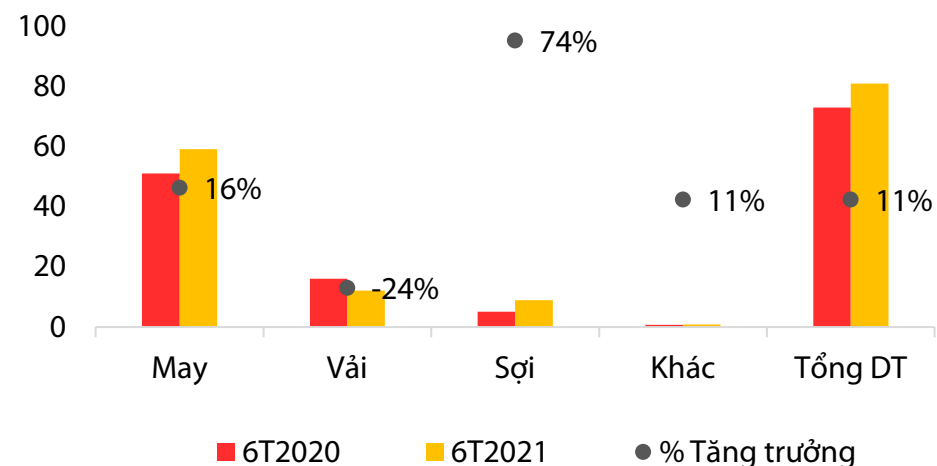
- Giãn cách xã hội kéo dài tiếp tục gây gián đoạn sản xuất và vận chuyển.

Hình 1: Doanh thu, LNST (tỷ đồng) và tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (triệu USD)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

6T2021: LNST tăng trưởng chậm lại do không có đơn hàng PPE (*)

- Doanh thu 6T2021 tăng 11% n/n đạt 1.923 tỷ đồng nhờ các đơn hàng may mặc truyền thống phục hồi.
- LNST chỉ tăng 5% n/n do không có đơn hàng PPE. Chúng tôi xin nhắc lại rằng trong nửa đầu 2020, TCM có biên lợi nhuận cao nhờ các sản phẩm liên quan đến đại dịch.
- Biên lợi nhuận ròng là 6,3%, tăng 33 bps n/n.

2H2021: Biên lợi nhuận tiếp tục giảm

- Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng trong nửa cuối năm 2021 sẽ chịu áp lực: (1) chi phí vải tăng do thiếu hụt nguyên liệu sản xuất toàn cầu, (2) giảm công nhân và gián đoạn vận chuyển làm chậm đơn đặt hàng, (3) tăng chi phí hoạt động để tuân thủ với quy tắc "3 tại chỗ" theo Chỉ thị 16 và (4) không còn đơn hàng PPE.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của TCM năm 2021 sẽ đạt 3.881 tỷ đồng (+12% n/n) và 213 tỷ VND (-23% n/n). Biên lợi nhuận ròng dự kiến sẽ giảm xuống còn 5,5%, giảm 243 điểm cơ bản n/n.

2022: Tăng doanh thu nhờ nhà máy mới

- Nhà máy Vĩnh Long 2 dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2021, giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 50%, từ đó giảm đơn đặt hàng gia công để đáp ứng yêu cầu của khách hàng.

(*) PPE: Đồ bảo hộ dùng cho COVID-19 như đồ bảo hộ và khẩu trang kháng khuẩn

<QUAN SÁT>

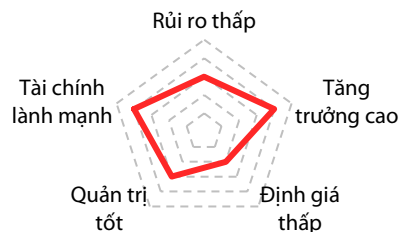
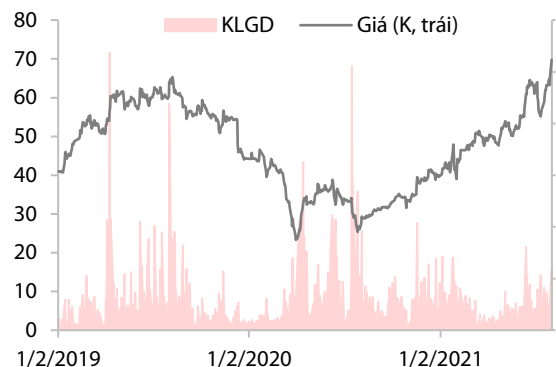
<GTT: 69.800>

<GMT: N/A>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,496
SLCPĐLH (triệu cp)	50
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	108
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	6,2
SH NĐTNN còn lại (%)	42,3
ĐĐ giá 52 tuần (đồng)	27,4-69,8

Doanh thu (tỷ đồng)	3.813	4.474	5.810
LNST (tỷ đồng)	232	389	516
ROA (%)	8,8	11,3	12,7
ROE (%)	16,9	24,8	27,8
EPS (đồng)	4.635	6.992	9.287
GTSS (đồng)	27.366	31.358	37.146
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.500	3.500
P/E (x) (*)	8,6	7,6	5,7
P/B (x) (*)	1,4	1,7	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu đã phục hồi tại các thị trường chính của MSH

- Các đơn đặt hàng may mặc đã tăng trở lại nhờ triển khai vắc-xin thành công tại các nước phát triển đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ tăng trở lại. Đồng thời, các nhà bán lẻ thời trang tạm thời chuyển đơn đặt hàng sang Việt Nam trong bối cảnh bất ổn chính trị ở Myanmar và sự bùng phát Covid-19 ở Ấn Độ và Campuchia. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại rằng giá nguyên vật liệu và chi phí vận tải tăng có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận trong nửa cuối năm 2021.
- MSH ít bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội. Trong bối cảnh COVID-19 tiếp tục gia tăng nhanh chóng tại các quốc gia như Ấn Độ, Indonesia và giãn cách xã hội gây gián đoạn sản xuất ở khu vực phía Nam Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng MSH có thể tăng đơn đặt hàng trong nửa cuối năm 2021.

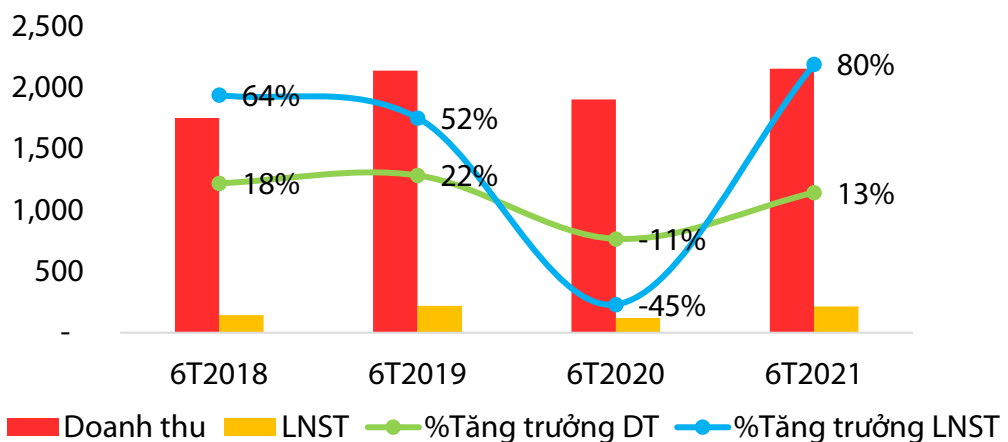
Nhà máy Sông Hồng 10 là chất xúc tác tăng trưởng trung hạn

- Nhà máy mới Sông Hồng 10 sẽ hoàn thành vào tháng 11/2021 và hoạt động tối đa công suất từ 05/2022. Tổng công suất tăng 20% so với hiện nay. Sông Hồng 10 sẽ tập trung vào các mặt hàng phức tạp, trong đó 50-60% là đơn hàng FOB. Chúng tôi cho rằng việc tiếp tục mở rộng đơn hàng FOB sẽ duy trì vị thế của MSH là công ty có biên lợi nhuận cao nhất trong ngành.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

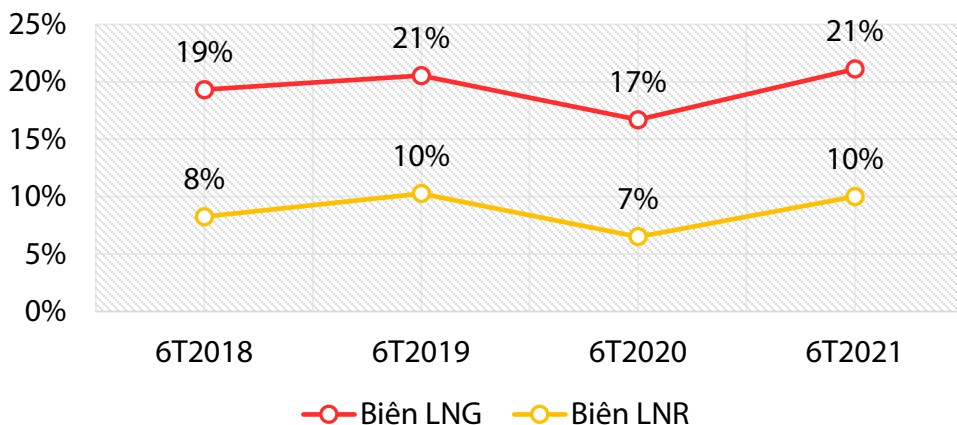
- COVID-19 tăng mạnh tại các thị trường chính có thể làm chậm sự phục hồi của nhu cầu hàng may mặc.
- Biến động khó lường giá nguyên liệu vải.

Hình 1: Doanh thu và LNST 6T2021 (tỷ đồng)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên LNG và biên LNR (%)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

6T2021: KQKD tăng trở lại từ mức thấp năm 2020

- Trong 6T2021, doanh thu ghi nhận 2.152 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ nhu cầu hàng may mặc trên toàn cầu phục hồi và những khó khăn ở các nước sản xuất hàng may mặc đối thủ.
- LNST tăng 80% so với cùng kỳ đạt 216 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận gộp tăng và hoàn nhập dự phòng khoản phải thu 53 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021.

2H2021: Giá nguyên vật liệu và chi phí vận tải tăng có thể kéo biên lợi nhuận giảm

- Hoạt động sản xuất của Trung Quốc phục hồi nhanh chóng đã khiến giá nguyên vật liệu tăng mạnh. Với độ trễ bình thường trong một quý từ mua nguyên vật liệu đến bán hàng của MSH, tác động của việc tăng giá nguyên vật liệu lên tỷ suất lợi nhuận gộp có thể được nhìn thấy trong nửa cuối năm nay.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của MSH trong năm 2021 sẽ đạt 4.474 tỷ đồng và 389 tỷ đồng, tăng lần lượt 17% n/n và 68% n/n. Biên lợi nhuận ròng dự báo là 8,7%.

Nhà máy Sông Hồng 10 sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu từ 2022

Nếu việc xây dựng nhà máy hoàn thành vào cuối năm 2021 theo kế hoạch, MSH sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh vào năm 2022 khi hoạt động hết công suất từ 05/2022. Chúng tôi ước tính rằng nhà máy mới sẽ tăng công suất may mặc của MSH lên 20%.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn