

## Triển vọng ngành Dệt may năm 2021: Phục hồi sau đại dịch

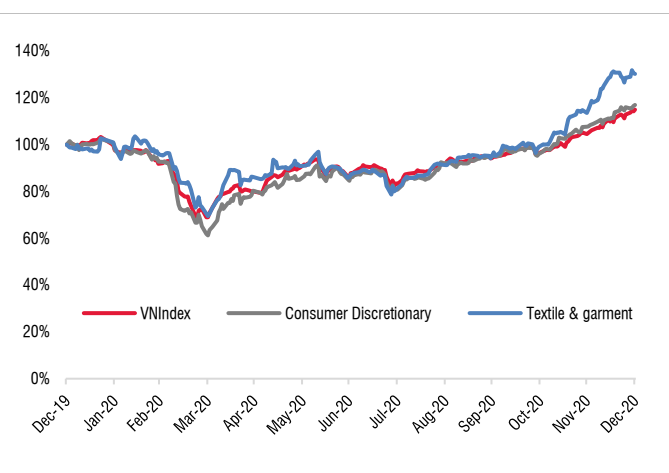
### Điểm nhấn năm 2020

#### Diễn biến ngành: KHẢ QUAN

Ngành Dệt may tăng **30% so với đầu năm** và **88% so với mức đáy tháng 3**, cao hơn VNIndex lần lượt là 15% và 67%.

**Các cổ phiếu nổi bật:** TCM (+197% so với đầu năm) là một trong những doanh nghiệp dệt may thành công nhất năm nay nhờ khả năng nắm bắt cơ hội xuất khẩu các mặt hàng may mặc liên quan đến Covid-19 (khẩu trang vải và quần áo bảo hộ). STK (+30% so với đầu năm) cũng đạt mức phục hồi mạnh mẽ trong Q4, do nhu cầu từ các thương hiệu quần áo thể thao trên thế giới đối với sợi tái chế được cải thiện. MSH (-10% so với đầu năm) giảm so với các công ty cùng ngành khi khách hàng lớn của công ty - NY & Co - tuyên bố phá sản không lâu sau khi dịch Covid-19 bùng phát trên toàn thế giới.

Diễn biến ngành trong năm 2020



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

#### Các điểm chính của ngành trong năm 2020

- **Thay đổi sau dịch Covid-19**

Đồ thể thao được cho là ngành hàng thành công nhất trong thời kỳ đại dịch, vì mối quan tâm về sức khỏe ngày càng gia tăng - khiến phân khúc này ít bị ảnh hưởng bởi nhu cầu giảm. Các thương hiệu thể thao như Nike (doanh thu tháng 9-tháng 11: +9% so với cùng kỳ), Adidas (doanh thu tháng 7-tháng 9: -3% so với cùng kỳ), Puma (doanh thu Q3: +13,3% so với cùng kỳ) và Lululemon (doanh thu tháng 8-tháng 10: +22% so với cùng kỳ) là một trong những công ty đầu tiên nhận thấy nhu cầu phục hồi và đưa mức tồn kho về ngưỡng an toàn. Các thương hiệu thời trang khác như Inditex (doanh thu tháng 8-tháng 10: -14% so với cùng kỳ), H&M (doanh thu tháng 9-tháng 11: -10% so với cùng kỳ) và GAP (doanh thu tháng 8-tháng 10 đi ngang so với cùng kỳ) đều phục hồi chậm hơn. Theo Euromonitor, nhu cầu đồ thể thao ước tính giảm chỉ bằng một nửa (khoảng -8% so với cùng kỳ) so với mức giảm của ngành (khoảng -16% so với cùng kỳ) trong năm 2020.

Việc chuyển dịch sang kênh kỹ thuật số được đẩy nhanh do dịch bệnh. Theo McKinsey, ước tính có khoảng từ 20 nghìn đến 25 nghìn cửa hàng thời trang bán lẻ truyền thống đã đóng cửa trong năm 2020, tăng gấp đôi so với năm 2019. Doanh thu bán hàng trên kênh online dự kiến sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong năm 2021, với mức tăng trưởng 20% so với cùng kỳ trong năm 2021 – trong đó thị trường EU và Hoa Kỳ tăng trưởng 30%.

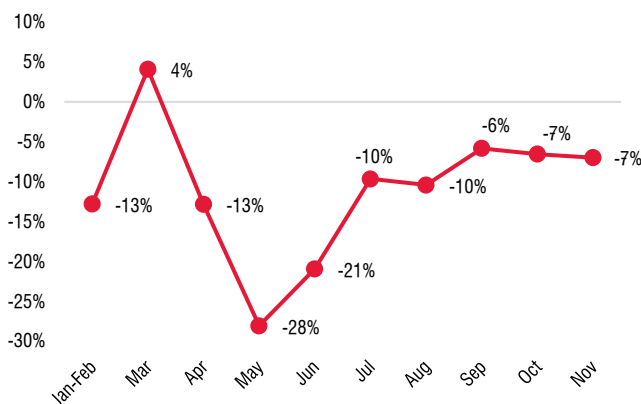
- Kết quả kinh doanh năm 2020 của ngành dệt may**

Giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam trong 11T2020 đạt 31,7 tỷ USD (-11% so với cùng kỳ). Giá trị xuất khẩu hàng may mặc giảm -10% so với cùng kỳ, đạt 26,9 tỷ USD. Vitas ước tính xuất khẩu hàng dệt may vào cuối năm 2020 đạt 35,3 tỷ USD (-10% so với cùng kỳ). Theo Văn phòng Dệt may Hoa Kỳ (OTEXA), Việt Nam tiếp tục giành thêm thị phần tại Mỹ trong năm nay, từ 13% trong năm 2019 lên 14,9% tính đến cuối tháng 10/2020, trong khi Trung Quốc mất thị phần trong cùng khoảng thời gian đó (từ 32,8% xuống 28,1%). Tuy nhiên, thị phần tăng thêm không thể bù đắp được tác động của nhu cầu giảm, khiến giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang Mỹ vẫn giảm -6% so với cùng kỳ. Các thương hiệu bán lẻ thời trang phá sản trong đợt đại dịch cũng ảnh hưởng không nhỏ đến các công ty sản xuất hàng may mặc của Việt Nam, trong đó MSH bị ảnh hưởng nặng nề nhất khi khách hàng chính - NY & Co - tuyên bố phá sản vào tháng 7 khi đang nợ MSH 219 tỷ đồng.

Tuy các đơn đặt hàng truyền thống giảm mạnh do nhu cầu suy yếu, nhu cầu cấp bách tạm thời đối với mặt hàng may mặc phòng chống dịch Covid-19 (khẩu trang vải kháng khuẩn và quần áo bảo hộ) đã hỗ trợ một số công ty sản xuất hàng may mặc. Theo OTEXA, Việt Nam đã xuất khẩu 272 triệu USD khẩu trang dệt kim trong 10T2020, chiếm 23,3% thị phần của mặt hàng này tại Mỹ. Hơn nữa, các cơ quan y tế của chính phủ Mỹ đã nhấn mạnh việc đeo khẩu trang (thậm chí sau khi tiêm vắc-xin), cho thấy nhu cầu với mặt hàng này vẫn có thể kéo dài hơn trong năm 2021. TCM là công ty sản xuất hàng may mặc niêm yết thành công nhất trong lĩnh vực này (giá trị xuất khẩu khẩu trang vải trong 10T2020 đạt 21 triệu USD), điều này đã thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (lợi nhuận sau thuế trong 11T2020 tăng 14,6% so với cùng kỳ).

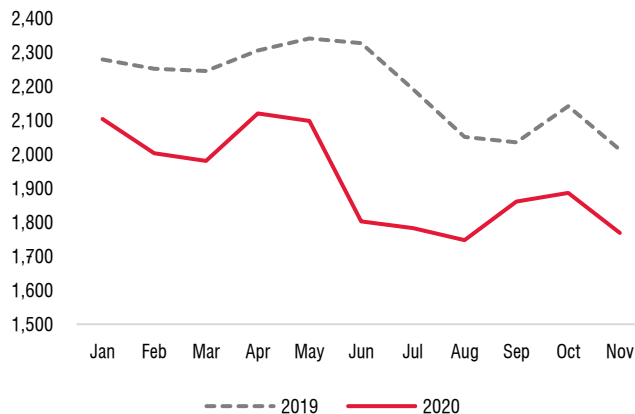
Giá sợi trong nước tiếp tục bị tác động do giá dầu giảm, trong khi các công ty sản xuất sợi của Trung Quốc bán phá giá với số lượng lớn. STK ghi nhận doanh thu thuần 9T2020 giảm -28% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nhu cầu phục hồi từ các thương hiệu quần áo thể thao (như Nike và Adidas) đối với sợi tái chế đã tăng mạnh trong Q4. STK dự kiến sẽ tiếp tục đạt mức lợi nhuận trước dịch Covid bắt đầu từ Q4/2020.

**Tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam theo tháng (YoY)**



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, SSI Research

**Giá sợi nhập khẩu theo tháng**



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, SSI Research

- Các sự kiện đáng chú ý khác**

EVFTA có hiệu lực từ tháng 8/2020 và được kỳ vọng sẽ mở ra cơ hội cho các công ty dệt may của Việt Nam tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường EU – thị trường nhập khẩu hàng dệt may lớn nhất thế giới. Tuy nhiên, do EVFTA yêu cầu quy tắc xuất xứ từ khâu vải trở đi, nên hầu hết các công ty may mặc của Việt Nam không được hưởng lợi tức thì.

## Triển vọng năm 2021

### Triển vọng tăng trưởng năm 2021

#### Ngành dệt may và độ nhạy với dịch Covid-19

Hàng dệt may xuất khẩu rất nhạy cảm với dịch Covid-19. Giá trị xuất khẩu của Việt Nam giảm trong tháng 4 và tháng 5 sau thông báo giãn cách xã hội tại EU và Mỹ, do các nhà bán lẻ đã hành động ngay lập tức để ngừng tích trữ hàng tồn kho. Giá trị xuất khẩu dự kiến sẽ đi ngang so với cùng kỳ từ tháng 12/2020, theo Vitas.

#### Triển vọng tăng trưởng năm 2021

Vitas dự báo giá trị xuất khẩu năm 2021 có thể phục hồi về mức năm 2019, đạt 39 tỷ USD, tương đương với mức tăng trưởng 10,6% so với cùng kỳ, cao hơn so với CAGR giai đoạn 2015-2019 là 9,9%. Vitas cũng đặt mục tiêu giá trị xuất khẩu năm 2025 đạt 55 tỷ USD (CAGR 5 năm là 9,4% trong giai đoạn 2020-2025). Để đạt được tốc độ CAGR một con số cao như vậy, Việt Nam phải xây dựng nguồn cung vải trong nước phù hợp để khai thác lợi ích của cả EVFTA và UKVFTA.

**Định giá:** Mức định giá hiện tại có sự phân hóa giữa các cổ phiếu trong ngành. Cổ phiếu TCM đã vượt qua mức định giá so với trước Covid và hiện đang giao dịch với hệ số P/E 2021 là 12,5x và P/E TTM là 12,3x - cao hơn nhiều so với P/E bình quân 1 năm trước đây và P/E TTM bình quân 5 năm là 7,9x, trong khi STK và MSH đang giao dịch trong vùng lịch sử của P/E dự phóng 1 năm: P/E 2021 của STK đang là 6,3x, và của MSH (theo dữ liệu Bloomberg) đang là 5,1x. Về P/E TTM, STK đang giao dịch bằng mức P/E TTM bình quân 5 năm là 11,4x, trong khi MSH đang giao dịch ở mức 7,7x, cao hơn so với mức bình quân 5,3x kể từ khi niêm yết năm 2018.

Chúng tôi cho rằng việc định giá lại đối với ngành dệt may có thể xảy ra khi kế hoạch phát triển nguồn cung vải trong nước trở nên rõ ràng hơn, do điều này sẽ giúp ngành dệt may được hưởng lợi từ cơ chế thuế của EVFTA. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc định giá lại này khó có thể xảy ra trong năm 2021 do: (1) cạnh tranh từ Trung Quốc đang gay gắt hơn; và (2) nguồn cung vải trong nước khó có thể tăng lên đáng kể trong ngắn hạn.

### Các vấn đề và rủi ro

- Không phát triển được nguồn cung vải trong nước; thuế suất cao hơn từ tháng 8/2022.
- Nhu cầu trên thế giới phục hồi chậm, trong khi nguồn cung (Trung Quốc, Ấn Độ, Bangladesh) phục hồi nhanh hơn, làm tăng cạnh tranh trên thị trường thế giới.
- Đồng VND tăng giá so với đồng USD có thể làm giảm giá trị xuất khẩu.
- Khả năng Mỹ áp thuế đối với hàng dệt may nhập khẩu từ Việt Nam sau cuộc điều tra USTR Mục 301 về chính sách tiền tệ.

## Top cổ phiếu ưa thích:

### Công ty cổ phần Sợi Thế Kỳ: STK

- **Giá hiện tại:** 20.900 đồng/cp; **Giá mục tiêu 1 năm:** 23.400 đồng/cp
- **Quan điểm đầu tư:** Sợi tái chế sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng tiềm năng của STK, trong khi giá bán bình quân của sợi nguyên sinh phục hồi cũng sẽ góp phần hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp. Đầu tư liên tục vào R&D bước đầu đã có kết quả, giúp STK giành thêm nhiều đơn đặt hàng hơn cho sợi tái chế và bước đầu đặt chân vào lĩnh vực nội thất ô tô với một khách hàng ở Mỹ trong năm 2020.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu thuần/lợi nhuận ròng lần lượt là +26%/+72% so với cùng kỳ trong năm 2021 đạt 2,4 nghìn tỷ đồng/228 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi: (1) nhu cầu đối với sợi tái chế của STK gia tăng (+60% so với cùng kỳ) thúc đẩy tổng doanh thu từ sợi tái chế lên 44% (từ mức 35% trong năm 2020); và (2) giá sợi nguyên sinh phục hồi (+8% so với cùng kỳ).

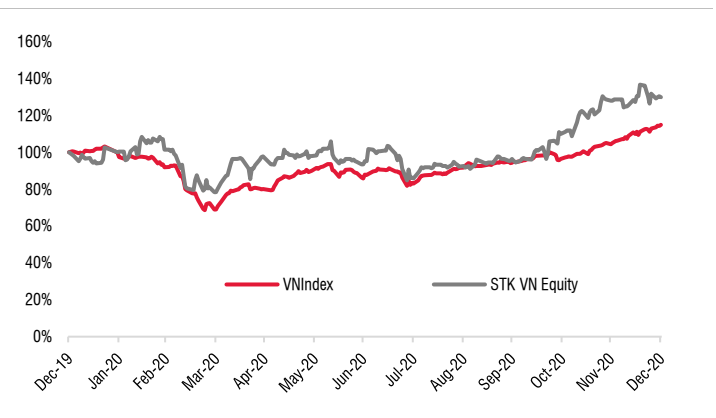
- **Rủi ro:** (1) Nhu cầu sợi tái chế thấp hơn dự kiến. (2) Khả năng Mỹ áp thuế có thể cản trở việc mở rộng sang thị trường này. (3) Giá dầu giảm đột ngột có thể ảnh hưởng đến sự phục hồi của mảng sợi nguyên sinh.
- **Định giá:** Chúng tôi duy trì hệ số P/E mục tiêu là 7,0x và đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu STK là 23.400 đồng/cổ phiếu (+12% so với giá hiện tại). Tỷ suất cổ tức dự kiến là 7,2%. Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STK.

### Cổ phiếu ưa thích trong ngành

Vốn hóa (triệu USD)	61,72
GTGD TB 3 tháng (triệu USD)	0,09
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	8,99
PE/PB 2021	6,3x/1,2x
Tăng trưởng EPS 2021 (%)	72,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	7,2%
ROE 2021 (%)	20,1%

Nguồn: Bloomberg, SSI Research, dữ liệu ngày 31/12/2020

### Biến động giá so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## KHUYẾN CÁO

---

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

---

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

---

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

---

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

---

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

---

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

---

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715