

Dệt may

Báo cáo cập nhật

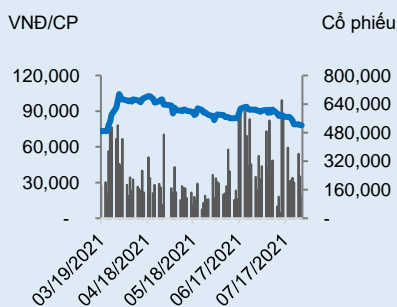
Tháng 07, 2021

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	N/A
Giá thị trường (28/07/2021)	78.000
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	73.200-104.300
Vốn hóa	5.558 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	71.260.358
KLGD bình quân 10 ngày	318.560
% sở hữu nước ngoài	26%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0,6%
Beta	0,4

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TCM	73,0%	-12,7%	-16,1%	17,6%
VNIndex	14,0%	-9,9%	2,1%	23,3%

Chuyên viên phân tích

Ngô Trí Vinh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Định giá cao khiến cơ hội đầu tư chưa hấp dẫn, dù sở hữu nền tảng kinh doanh tốt

Tăng trưởng 1H21 ở mức một chữ số trên nền lợi nhuận cao nhờ đơn hàng y tế trong 2Q20. Công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đạt 1,924 tỷ VNĐ (+11% yoy) và LNST-CĐTS đạt 121 tỷ VNĐ (+5% yoy)

Tốc độ hồi phục đơn hàng truyền thống rất tích cực trong 1H21, với doanh thu ước tăng trưởng 63% yoy. Tuy nhiên, việc không còn những đơn hàng y tế với mức lợi nhuận tốt mang tính mùa vụ giai đoạn của dịch tại Mỹ, khiến biên lợi nhuận gộp nhìn chung giảm còn 16.5% (1H20: 17.3%).

Tỷ lệ tiêm chủng tại TP. HCM vào cuối T6/2021 của Công ty đạt 62.5%, từ đó hỗ trợ năng lực sản xuất của TCM có thể duy trì ổn định dù dịch đang diễn biến phức tạp. Theo thông tin được chia sẻ, được hỗ trợ bởi chiến lược ưu tiên công nhân làm việc tại các KCN của Cơ quan Quản lý, Công ty đã tiến hành tiêm vaccine cho 2,543 CBCNV trên tổng số hơn 4 nghìn nhân sự.

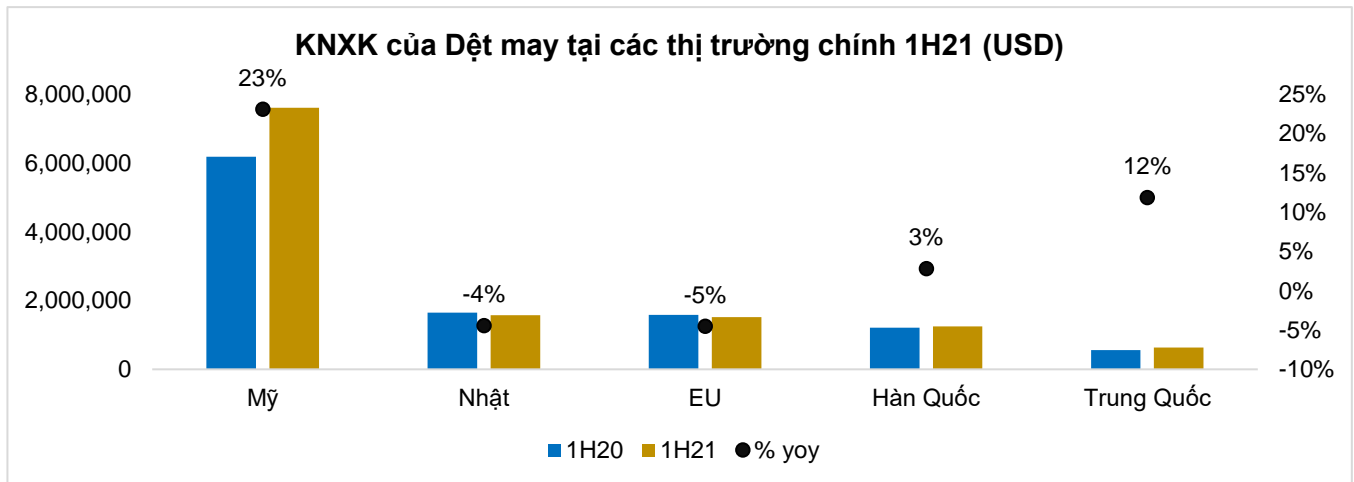
BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận cả năm 2021 đạt mức 3.831 tỷ VNĐ (+10% yoy) và 296 tỷ VNĐ (+8% yoy). Tăng trưởng chính đến từ sự phục hồi của các đơn hàng truyền thống khi các thị trường chính dần phục hồi nhờ chiến lược tiêm chủng cũng như lợi thế sở hữu chuỗi cung ứng giúp TCM có thể tận dụng ưu đãi từ các HĐTM thế hệ mới.

Khởi công xây dựng nâng năng lực màng may (giai đoạn 2) tại Vĩnh Long vào T5/2021 và dự kiến hoàn thành vào T12/2021, từ đó nâng công suất thêm 9 triệu sản phẩm (+33%). Với dự án này, TCM kỳ vọng sẽ tỷ lệ đơn hàng phải gia công bên ngoài những năm gần đây, qua đó đảm bảo được chất lượng và tối ưu hóa hiệu quả. Từ đó, BVSC đưa ra dự báo tăng trưởng LNST-CĐTS năm 2022 là 345 tỷ VNĐ (+16% yoy) nhờ tăng trưởng của màng may và vải.

Tuy nhiên, từ T4/2020, giá cổ phiếu đã chứng kiến mức phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ từ đáy, theo chúng tôi, đến từ các động lực chính sau (1) KQKD tích cực của TCM trong giai đoạn khủng hoảng của toàn ngành khi nhu cầu tại các thị trường bị ảnh hưởng bởi dịch trong 2020 nhờ các đơn hàng y tế, thứ đã dần giảm nhiệt từ nửa cuối 2020 và (2) TCM được thêm vào chỉ số VNDiamond từ T4/2021 cũng giúp cho cổ phiếu này được quan tâm từ các quỹ ETF bao gồm DCVFMVN Diamond (với NAV +145% YTD). **Tại 28/7, với dự phóng của BVSC, cổ phiếu TCM đang giao dịch tại mức P/E forward 2021 và 2022 là 22x và 19x, cao hơn mức định giá trung bình ngành dao động từ 6-10x trong khi tăng trưởng 2021 nhiều khả năng sẽ thấp hơn triển vọng phục hồi chung của ngành với mức tăng trưởng hai chữ số từ mức thấp 2020. Do đó, cơ hội đầu tư với cổ phiếu TCM hiện tại chưa hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của hoạt động kinh doanh dệt may trong 2-3 năm tới.**

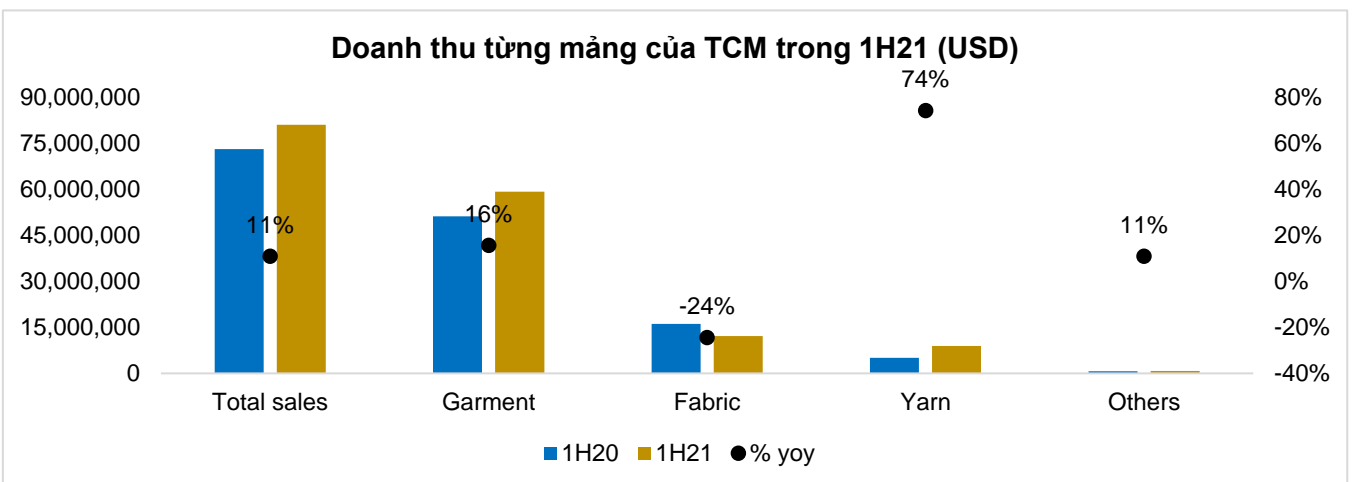
Tổng quan kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

1/ Đơn hàng dệt may Việt Nam bước đầu cho thấy dấu hiệu hồi phục và tăng trưởng tại một số thị trường chính của dệt may Việt Nam. Điểm chung của các thị trường này là tiến độ phổ biến tiêm chủng vaccine đồng nhất và hiệu quả nửa đầu năm như Mỹ, Trung Quốc và Hàn Quốc đạt mức tăng trưởng lần lượt là 23%, 12%, 3% yoy.

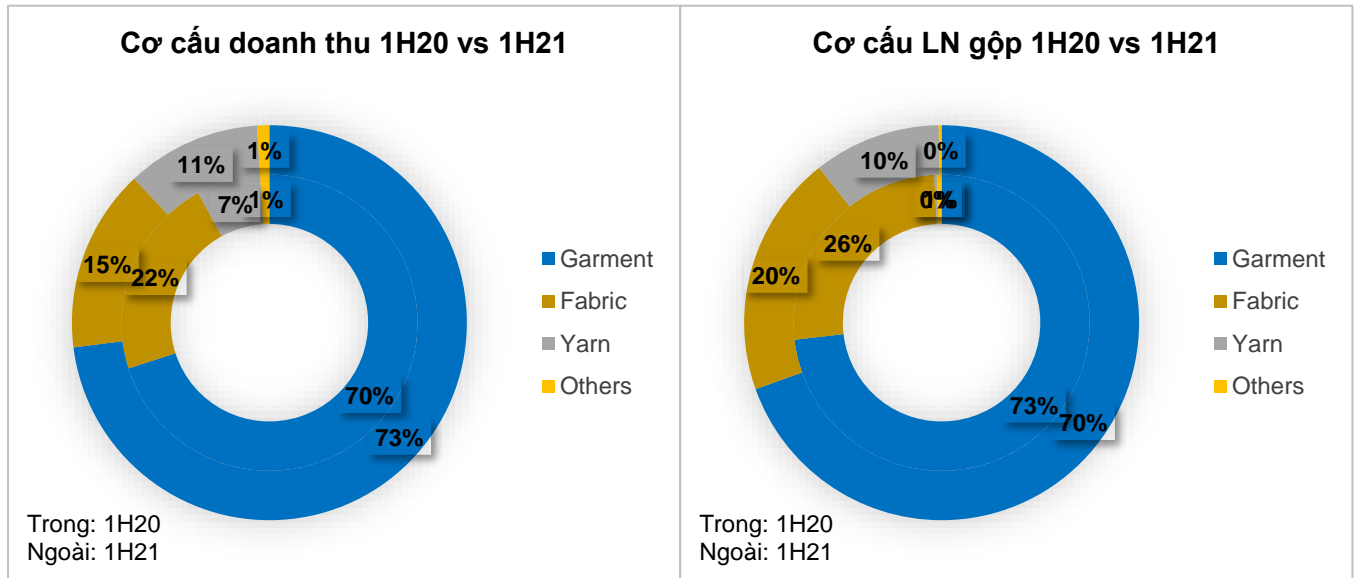


2/ Hồi phục và tăng trưởng của TCM tại các thị trường chính tương đồng và có phần vượt trội ở một số thị trường tại châu Á, có thể nhờ vào quan hệ đối tác chiến lược của Eland. Cụ thể, tăng trưởng của TCM tại các thị trường chính khá mạnh mẽ gồm Mỹ, Hàn Quốc, Nhật và Trung Quốc đạt lần lượt 30%, 25%, 17%, 10% yoy. Trong khi đó, doanh thu từ nhóm Eland đạt mức 412 tỷ VNĐ, tăng trưởng 14% so với cùng kỳ.

3/ Về cơ cấu doanh thu và lợi nhuận, Công ty chứng kiến mức hồi phục mạnh mẽ ở 2 mảng may và sợi với mức tăng trưởng so với cùng kỳ lần lượt là 16% và 74%. Cụ thể, tại mảng may mặc, nếu loại trừ đơn hàng y tế trong 2Q20, đơn hàng truyền thống của TCM đạt mức tăng trưởng 63% yoy. Trong khi đó, mảng sợi chứng kiến sự phục hồi về sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc khi cùng kỳ các hoạt động sản xuất bị đình trệ do dịch bùng phát lần đầu cũng như giá sợi tăng mạnh 30-40% so với cuối 2020 khi triển vọng phục hồi nhu cầu tại các thị trường lớn như Mỹ và Trung Quốc đẩy giá hàng hóa tăng cao. Ngoài ra, mảng vải chứng kiến sự suy giảm, chủ yếu do nhu cầu vải diệt khuẩn dùng để may khẩu trang hạ nhiệt so với cùng kỳ.



4/ Biên lợi nhuận gộp giảm 0.9% so với cùng kỳ do cơ cấu sản phẩm thay đổi. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp mảng may ước tính giảm 2.4% chủ yếu do năm nay không phát sinh các đơn hàng y tế cùng với việc tỷ trọng đóng góp doanh thu của nhóm vải giảm khi nhu cầu vải kháng khuẩn hạ nhiệt so với cùng kỳ. Ngược lại, biên gộp mảng sợi tăng tích cực nhờ tận dụng xu hướng tăng giá hàng hóa từ đầu năm, bao gồm nhóm hàng sợi (+30-40% YTD).



5/ Chi phí tài chính giảm, ghi nhận hơn 9 tỷ VNĐ (-46% yoy), với chi phí lãi vay giảm do nợ và lãi vay giảm bên cạnh chi phí FX giảm nhẹ nhờ USD/VND ổn định từ đầu năm.

6/ Do đó, LNST-CĐTS đạt mức 121 tỷ VNĐ, tăng 5% so với cùng kỳ.

Dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2021 và 2022

Dự báo KQKD 2020	2019	2020	2021F	Note
Doanh thu, trong đó:	3,644	3,470	3,831	
% yoy		-5%	10%	
May	2,647	1,910	2,679	- Phục hồi mạnh mẽ của đơn hàng truyền thống của TCM nhờ (1) phục hồi từ các thị trường tiêu thụ lớn với tiến độ tiêm ngừa được đẩy mạnh và (2) tỷ lệ tiêm chủng cao của chính TCM, đảm bảo năng lực sản xuất trong bối cảnh dịch phức tạp.
% yoy		-28%	40%	
Vải	569	682	791	- Doanh số mảng vải tiếp tục được hỗ trợ bởi nhu cầu trong nước kỳ vọng cao nhờ quy tắc xuất xứ từ các HĐTM mới.
% yoy		20%	16%	
Sợi	352	286	304	- Tăng trưởng mảng sợi chủ yếu đến từ xu hướng tăng giá hàng hóa toàn cầu từ đầu năm.
% yoy		-19%	6%	
LN gộp	579	620	655	- Biên LNG chung dự báo giảm do không phát sinh các đơn hàng y tế như trong năm 2020.
% Biên LNG	15.9%	17.9%	17.1%	
Chi phí SG&A	-287	-286	-288	
% Doanh thu	7.9%	8.2%	7.5%	
LNST-CĐTS	216	275	296	
% yoy		28%	8%	
% Biên ròng	5.9%	7.9%	7.7%	

Sang năm 2022, việc vận hành giai đoạn 2 nhà máy may ở Vĩnh Long, đóng góp vào tăng trưởng KQKD cho TCM. Nhờ việc mở rộng ngay cạnh nhà máy hiện hữu cũng như đã hoạt động vượt công suất và phải gia công bên ngoài, do đó, BVSC kỳ vọng dự án sẽ không mất nhiều thời gian đạt mức hòa vốn. Do đó, BVSC đưa ra dự báo doanh thu và LNST-CĐTS năm 2022 đạt 4,275 tỷ VNĐ (+12% yoy) và 345 tỷ VNĐ (+16% yoy).

Quan điểm đầu tư

Nhìn chung, chúng tôi duy trì đánh giá tích cực về triển vọng tăng trưởng trong trung hạn của doanh nghiệp nhờ vào (1) xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam nhờ lợi thế chi phí nhân công và (2) TCM sở hữu chuỗi sản xuất hoàn thiện từ sợi, từ đó đủ khả năng tận dụng ưu đãi từ các HĐTM thế hệ mới cũng như có khả năng tự chủ nguyên vật liệu sản xuất chính, điển hình là giai đoạn dịch COVID năm 2020.

Tuy nhiên, từ T4/2020, giá cổ phiếu đã chứng kiến mức phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ từ đáy, theo chúng tôi, đến từ các động lực chính sau (1) KQKD tích cực của TCM trong giai đoạn khủng hoảng của toàn ngành khi nhu cầu tại các thị trường bị ảnh hưởng bởi dịch trong 2020 nhờ các đơn hàng y tế, thứ đã dần giảm nhiệt từ nửa cuối 2020 và (2) TCM được thêm vào chỉ số VNDiamond từ T4/2021 cũng giúp cho cổ phiếu này được quan tâm từ các quỹ ETF bao gồm DCVFMVN Diamond (với NAV +145% YTD). **Tại 28/7, với dự phóng của BVSC, cổ phiếu TCM đang giao dịch tại mức P/E forward 2021 và 2022 là 22x và 19x, cao hơn mức định giá trung bình ngành dao động từ 6-10x trong khi tăng trưởng 2021 nhiều khả năng sẽ thấp hơn triển vọng phục hồi chung của ngành với mức tăng trưởng hai chữ số từ mức thấp 2020. Do đó, cơ hội đầu tư với cổ phiếu TCM hiện tại chưa hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của hoạt động kinh doanh dệt may trong 2-3 năm tới.**

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	3,644	3,470	3,831	4,275
Giá vốn	(3,065)	(2,850)	(3,176)	(3,533)
Lợi nhuận gộp	579	620	655	742
Doanh thu tài chính	35	48	22	36
Chi phí tài chính	(62)	(48)	(24)	(35)
Lợi nhuận sau thuế	216	275	296	345

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	225	288	431	536
Các khoản phải thu ngắn hạn	259	200	276	306
Hàng tồn kho	893	1,007	1,016	1,130
Tài sản cố định hữu hình	1,106	999	1,076	1,090
Tổng tài sản	1,331	1,257	1,277	1,216
Nợ ngắn hạn	166	81	101	129
Nợ dài hạn	1,425	1,639	1,906	2,216
Vốn chủ sở hữu	225	288	431	536
Tổng nguồn vốn	259	200	276	306

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2019	2020	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	0%	-5%	10%	12%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế - CĐTTS (%)	-15%	25%	8%	16%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	15.9%	17.9%	17.1%	17.3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5.9%	7.9%	7.7%	8.1%
ROA (%)	7.4%	9.3%	9.1%	9.7%
ROE (%)	15.3%	16.9%	15.7%	15.7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29.3%	25.0%	25.5%	21.6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	60.4%	45.6%	44.1%	34.9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3,166	3,775	3,536	4,116
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	24,468	26,309	26,632	30,975

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Nguyễn Ngọc Quý Đức

Tiện ích công cộng

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888