

Triển vọng ngành Dệt may năm 2024: Triển vọng phục hồi vẫn chưa rõ ràng

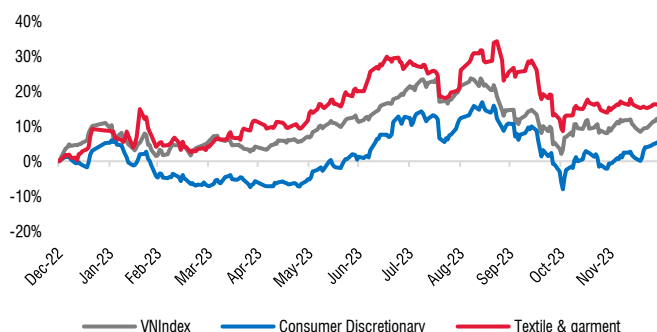
Triển vọng: Tích cực
Cổ phiếu theo dõi: STK, TNG

Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Dệt may có diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VNIndex, do kỳ vọng của nhà đầu tư vào sự phục hồi của ngành

Ngành Dệt may tăng 16% trong năm 2023, cao hơn 3,9% so với chỉ số VNIndex. Các cổ phiếu có mức tăng giá đáng chú ý bao gồm TNG (+70% YTD); và ADS (+61% YTD).

Với TNG, doanh thu duy trì tăng trưởng trong suốt năm 2023 bất chấp sự suy giảm chung của toàn ngành; tuy nhiên, lợi nhuận vẫn suy yếu. Với ADS (doanh nghiệp sản xuất sợi), có độ nhạy với mức sụt giảm mạnh của giá bông. Chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn cho năm 2024 do quá trình phục hồi đơn đặt hàng có thể diễn ra chậm hơn dự kiến trong giai đoạn Q4/2023-Q1/2024.

Diễn biến ngành trong năm 2023

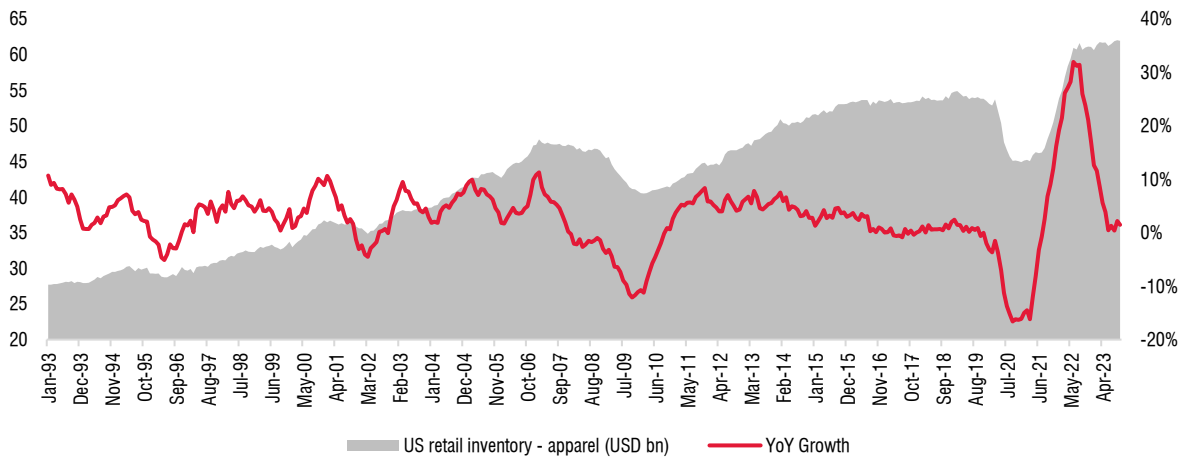


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Triển vọng năm 2024

- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu dự kiến sẽ chưa có nhiều khởi sắc trong năm 2024, điều này sẽ dẫn đến việc người tiêu dùng giảm chi tiêu và việc bổ sung lại các khoản tiết kiệm trở nên khó khăn hơn.** Tỷ lệ tiết kiệm cá nhân ở Mỹ và Châu Âu đều giảm xuống. Trong tháng 11/2023, tỷ lệ tiết kiệm cá nhân của Mỹ ở mức 4,1%, thấp hơn mức trung bình dài hạn là 8,8%. Việc lạm phát ở mức cao (theo giá trị tuyệt đối) cũng khiến cho giá trị các khoản tiết kiệm này bị giảm xuống. Đi cùng với môi trường kinh tế khó khăn, chúng tôi cho rằng mức chi tiêu không thiết yếu sẽ có phần hạn chế trong năm 2024.
- “Không chắc chắn” là từ để mô tả cảm giác của các thương hiệu thời trang và nhà cung cấp cho năm 2024.** Các nhà bán lẻ thời trang đang phải đối mặt với nhiều thách thức khác nhau, bao gồm mức tồn kho cao, nhu cầu tiêu dùng thấp và cạnh tranh gia tăng. Do đó, các thương hiệu thời trang có thể sẽ đẩy mạnh việc phòng thủ trong kinh doanh, và các nhà cung cấp sẽ phải chịu ảnh hưởng lớn hơn từ nhu cầu đơn hàng giảm xuống khi vấn đề này lan truyền đến khắp chuỗi cung ứng. Hơn nữa, quản lý hàng tồn kho và kiểm soát chi phí sẽ tiếp tục là trọng tâm chính với các nhà bán lẻ. Điều này sẽ dẫn tới rút ngắn thời gian đặt hàng và suy giảm giá bán cho các doanh nghiệp gia công hàng dệt may.

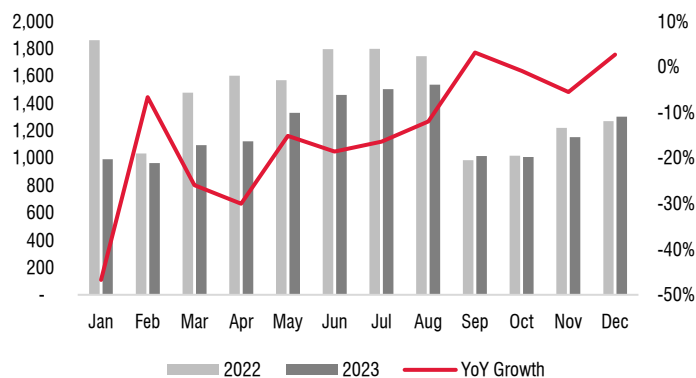
Hàng tồn kho bán lẻ may mặc ở Mỹ (tỷ đồng)



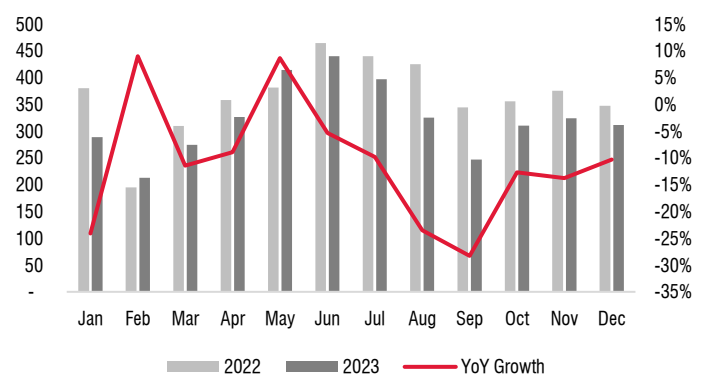
Nguồn: FRED, SSI Research

- Theo khảo sát các doanh nghiệp bán lẻ lớn, Việt Nam vượt trội hơn so với Bangladesh về chất lượng và năng lực sản xuất, nhưng Bangladesh có lợi thế về giá thành và thuế, đặc biệt trong giai đoạn nhu cầu suy yếu. Bangladesh là quốc gia kém phát triển nhất (LDC) được miễn thuế xuất khẩu vào Châu Âu (chương trình EU GSP). Trong khi Việt Nam có EVFTA, nhưng những quy định đặt ra từ nguồn gốc xuất xứ vải trở đi (sản phẩm may mặc xuất khẩu phải được sản xuất từ vải sản xuất tại Việt Nam) là trở ngại cho ngành - cụ thể, 70% vải được nhập khẩu từ Trung Quốc. Mức lương tối thiểu ở Bangladesh hiện là 75 USD/tháng, trong khi mức lương tối thiểu ở Việt Nam và Trung Quốc lần lượt là 199 USD/tháng và 300 USD/tháng. Theo phân tích của GlobalData, bất chấp những lợi thế mà các doanh nghiệp sản xuất Bangladesh đang có, Việt Nam vẫn tiếp tục xếp hạng cao hơn về chất lượng sản phẩm, năng suất lao động và thời gian giao hàng, đây là những yếu tố quan trọng hơn đối với các nhà bán lẻ trong giai đoạn nền kinh tế phục hồi.

Xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Mỹ



Xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Châu Âu



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Nguồn: Tổng cục Hải quan

- Theo quan điểm của chúng tôi, dự báo của VITAS về tăng trưởng xuất khẩu khá lạc quan, với kim ngạch xuất khẩu đạt 44 tỷ USD (tăng 9% svck) cho năm 2024. Chúng tôi lưu ý rằng VITAS từng dự báo giá trị xuất khẩu đạt từ 45-47 tỷ USD (tăng 7%-11% svck) cho năm 2023, so với giá trị xuất khẩu thực tế là 40,3 tỷ USD (giảm 10% svck). Vinatex đặt kế hoạch kinh doanh năm 2024 ở mức thận trọng hơn, với doanh

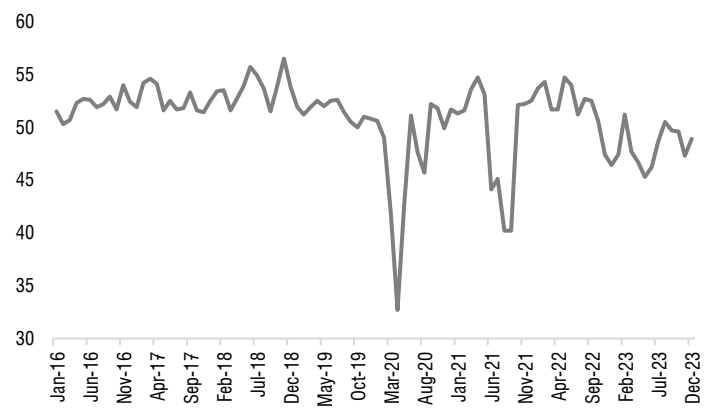
thu thuận và LNTT kế hoạch lần lượt tăng 1,6% và 3,5% svck. Trong Q4/2023, chúng tôi nhận thấy giá bán trung bình và sản lượng tiêu thụ đều cải thiện so với quý trước nhưng vẫn hồi phục ở mức thấp và mức tồn kho của doanh nghiệp Mỹ vẫn ở mức cao, mặc dù đây là mùa cao điểm. Trong Q1/2024, chúng tôi tiếp tục nhận thấy giá bán trung bình (giảm khoảng 20-30% svck) và lượng đơn đặt hàng đều ở mức thấp. Tăng trưởng vải nhập khẩu vẫn yếu trong Q4/2023 dù đã có mức nền so sánh thấp trong Q4/2022, điều này cho thấy nhu cầu xuất khẩu hàng may mặc trong Q1/2024 vẫn chưa có nhiều khởi sắc. Trong tháng 12/2023, theo S&P Global, PMI Việt Nam đạt 48,9 điểm và vẫn ở mức thấp kể từ dịch COVID-19 đến nay. Theo đó, các nhà sản xuất kỳ vọng sự phục hồi có thể diễn ra vào nửa cuối năm 2024.

Nhập khẩu vải (tăng trưởng svck)



Nguồn: Tổng cục Hải quan

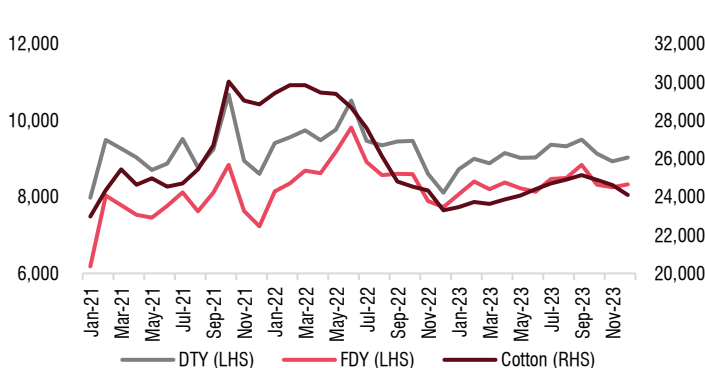
Chỉ số PMI Việt Nam



Nguồn: HSBC

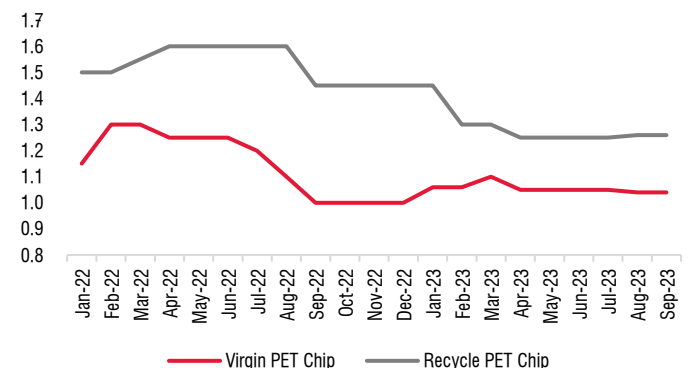
- Nhu cầu suy yếu đối với hàng may mặc dẫn đến nhu cầu cho nguyên liệu đầu vào giảm**, như sợi bông và sợi polyester. Mặc dù vậy, chi phí sợi/vải trung bình giảm sẽ bù đắp một phần cho giá bán trung bình giảm. Chúng tôi lưu ý rằng các doanh nghiệp gia công trong nước có ít khả năng đàm phán với các nhà bán lẻ thời trang (đặc biệt trong thời kỳ nhu cầu yếu). Do đó, biên lợi nhuận gộp của các công ty dệt may đã giảm từ mức 15-18% trong năm 2022 xuống mức 11-14% trong năm 2023. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện lên mức 14-15% do nhu cầu phục hồi chậm xuyên suốt cả năm.

Giá sợi thế giới (RMB/tấn)



Nguồn: Sunsir

Giá PET Chip



Nguồn: STK

- **Sự kiện “Biển Đỏ” có thể gây hiệu ứng gợn sóng đến hoạt động kinh doanh Q1/2024 của các doanh nghiệp xuất khẩu:** Chi phí vận chuyển từ Việt Nam sang Mỹ/Châu Âu tăng hơn gấp đôi trong tháng 1/2024 so với tháng 12/2023. Hơn nữa, khi cảng thẳng leo thang, thời gian giao hàng và chi phí bảo hiểm tăng lên. Mặc dù hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu sử dụng điều kiện FOB, theo đó, người mua phải chịu chi phí vận chuyển. Tuy nhiên, do nhu cầu thấp và mức tồn kho cao nên người mua có thể đàm phán lại với nhà cung cấp để chia sẻ gánh nặng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu trong Q1/2024 có thể phải chịu chi phí bán hàng cao hơn hoặc giá bán thấp hơn cho đến khi tình hình “Biển Đỏ” hạ nhiệt.
- **Định giá hiện đang ở mức cao trong lịch sử, P/E dao động quanh mức 9x-10x cho năm 2024.** Kỳ vọng phục hồi chuyển từ nửa cuối năm 2023 sang nửa cuối năm 2024, tuy nhiên lợi nhuận vẫn suy yếu. Chúng tôi cho rằng quá trình phục hồi sẽ diễn ra chậm hơn dự kiến do chi tiêu không thiết yếu thường có thời gian phục hồi kéo dài. Do lợi nhuận của hầu hết các công ty đã giảm từ 40-50% svck trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận từ 20-30% svck cho năm 2024 (cao hơn so với thị trường chung). Lợi nhuận sẽ dần phục hồi trong suốt cả năm, nhưng khó có thể quay trở lại mức năm 2022 trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại gần như đã phản ánh hầu hết quá trình phục hồi lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi có quan điểm trung lập đối với các cổ phiếu theo dõi trong ngành Dệt may.
- **Yếu tố hỗ trợ/rủi ro giảm giá:** (i) Mức tiêu dùng của Mỹ/Châu Âu mạnh/yếu hơn dự kiến; (ii) Giá hàng hóa đầu vào thấp/cao hơn dự kiến; và (iii) Sự cạnh tranh từ các quốc gia có chi phí lao động thấp khác, như Bangladesh và Pakistan, và các nước gần khu vực tiêu thụ.

STT	Mã CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1Y	1Y	12/29/2023	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
1	MSH	-3,3%	35.100	36.300	-15,3%	-42,1%	28,8%	6,6	13,3	10,4	19,6%	12,5%	15,4%	7,6%	6,9%	6,9%
2	STK	-6,7%	24.200	25.950	-13,0%	-64,9%	25,9%	8,2	36,8	29,4	15,7%	5,4%	6,4%	0,0%	0,0%	0,0%
3	TNG	-3,5%	19.300	20.000	25,9%	-27,3%	35,7%	4,6	11,3	8,3	18,8%	12,5%	14,8%	6,0%	3,8%	3,8%
4	TCM	-0,1%	40.700	40.750	96,0%	-31,8%	25,1%	18,3	17,5	14,0	14,2%	9,7%	11,9%	1,3%	4,9%	4,9%

Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu theo dõi: STK, TNG

1. Công ty cổ phần Sợi Thế Kỳ (STK: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 29/12/2023: 25.950 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 24.200 Đồng/cp;**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Sợi tái chế là động lực tăng trưởng chính, nhờ vào nhu cầu thời trang xanh gia tăng cùng rào cản gia nhập cao liên quan đến công nghệ và nguyên liệu đầu vào.
 - ✓ Xu hướng tiêu thụ các sản phẩm thân thiện với môi trường sẽ được các thương hiệu lớn ưa chuộng trong dài hạn.
 - ✓ Nhà máy Unitex mới bắt đầu đi vào hoạt động vào năm 2024 giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong dài hạn.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá sợi thấp hơn dự kiến.
 - ✓ Giá chip PET cao hơn dự kiến.

Bảng chỉ tiêu tài chính

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2.229	1.766	2.042	2.115	1.356	1.638
NPATMI	214	144	278	242	85	107
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	20%	-33%	93%	-13%	-65%	25%
EPS (VND)	3.163	2.091	4.084	3.341	908	1.136
ROE (%)	19,8%	13,3%	23,8%	17,3%	5,4%	6,4%
Tỷ suất cổ tức (%)	8,5%	7,2%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/VCSH (%)	0,62	0,25	0,26	0,20	0,44	0,64
P/E (x)	5,55	10,00	13,86	8,23	36,78	29,40
P/B (x)	1,15	1,32	3,07	1,46	1,93	1,81
EV/EBITDA (x)	6,52	8,72	6,83	7,12	12,40	7,86

Nguồn: STK, SSI Research

2. Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (TNG: HNX)

- **Giá cổ phiếu ngày 29/12/2023: 20.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 19.300 Đồng/cp;**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Dựa trên kết quả kinh doanh sơ bộ năm 2023, doanh thu của TNG đạt 7,1 nghìn tỷ đồng (tăng 5% svck), vượt trội so với thị trường xuất khẩu hàng may mặc của cả nước nhờ vào việc nhận các đơn hàng giá thấp, với biên LNG thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của TNG vẫn sẽ giảm 27% svck trong năm 2023.
 - ✓ Công ty duy trì số lượng đơn đặt hàng ổn định với các khách hàng lớn. Mỹ và Châu Âu lần lượt chiếm 53% và 22% trong tổng doanh thu (Decathlon là khách hàng chính).
 - ✓ Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tạo đáy trong năm 2023 và lợi nhuận đạt mức tăng trưởng 36% svck trong năm 2024.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Nhu cầu từ thị trường Mỹ và Châu Âu thấp hơn dự kiến.
 - ✓ Chi phí lãi vay cao hơn dự kiến.

Bảng chỉ tiêu tài chính

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	4.612	4.480	5.444	6.772	7.069	7.511
NPATMI	230	154	233	293	213	289
Tăng trưởng NPATMI (% svck)	27,7%	-33,2%	51,6%	25,9%	-27,3%	35,7%
EPS (VND)	3.717	2.254	2.384	2.881	1.877	2.546
ROE (%)	24,7%	13,9%	17,8%	18,8%	12,1%	14,8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	5,1%	2,5%	6,0%	3,8%	3,8%
Nợ/VCSH (%)	1,34	1,61	1,42	1,62	1,78	1,69
P/E (x)	4,01	6,92	13,55	4,62	11,30	8,33
P/B (x)	0,91	1,01	2,05	0,86	1,31	1,18
EV/EBITDA (x)	4,07	6,58	8,72	4,99	6,62	5,51

Nguồn: TNG, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

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

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranghl1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Dệt may

Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

tuanha2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3089

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiền, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043