

# Ngành dệt may Việt Nam

- Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu nhờ hưởng lợi từ EVFTA, CPTPP và chiến tranh thương mại Mỹ - Trung
- Câu yếu khiến giá nguyên vật liệu bông và chuỗi polyester giảm
- Rủi ro: (i) chi phí lao động tăng, (ii) năng lực sản xuất không đáp ứng kịp số lượng đơn đặt hàng đang gia tăng
- **Cổ phiếu khuyến nghị:**
  - ✓ CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (TCM) – PHỤ HỢP THỊ TRƯỜNG
  - ✓ CTCP Sợi thế kỷ (STK) – KHẢ QUAN

Chuyên viên nghiên cứu:

**Nguyễn Quỳnh Hoa**

P: +84 934 978 887

M: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)

# Tổng quan ngành

Có hơn 2,7 triệu công nhân đang làm việc tại ~7.000 doanh nghiệp với mức lương bình quân khá thấp so với các nước khác. Tuy nhiên, các công ty này đang gặp khó khăn trong tìm kiếm lao động tay nghề cao. Trên thực tế, có tới **75% lao động ngành dệt may chưa qua đào tạo.**

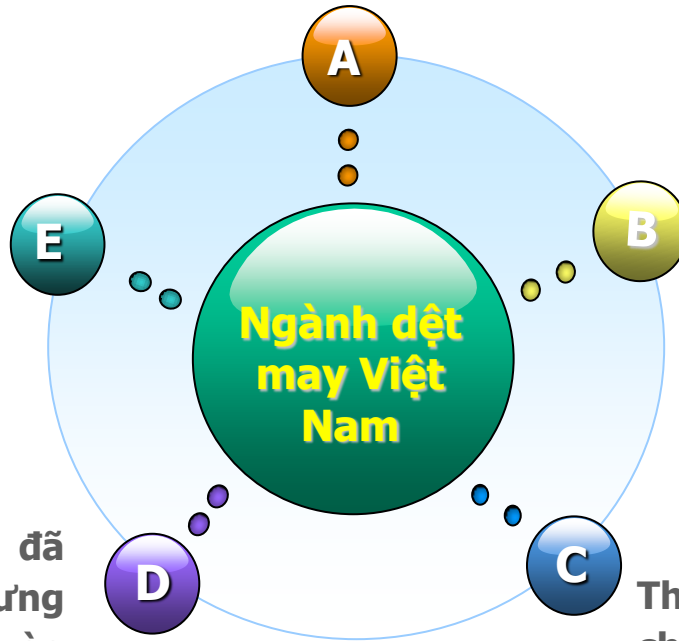
Tỷ lệ phần trăm nguyên liệu nhập khẩu đã giảm từ 80% trong năm 2008 xuống 60% trong năm 2018, trong đó **37% được nhập khẩu từ Trung Quốc.**

**Ngành thâm dụng lao động**

**Tỷ lệ nội địa hoá đã cải thiện nhưng nguyên liệu đầu vào vẫn chủ yếu được nhập từ Trung Quốc.**

Dệt may là ngành có giá trị kim ngạch xuất khẩu lớn thứ 2 cả nước trong nhiều năm liền. Trong 5T2019, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 12,19 tỷ USD, tăng 11,5%, thấp hơn lĩnh vực điện thoại với 19,72 tỷ USD.

## Ngành có kim ngạch xuất khẩu đứng thứ 2 Việt Nam



**Top 5 xuất khẩu quần áo trong chuỗi cung ứng toàn cầu**

**Thị trường xuất khẩu chính: Mỹ, EU và Nhật Bản**

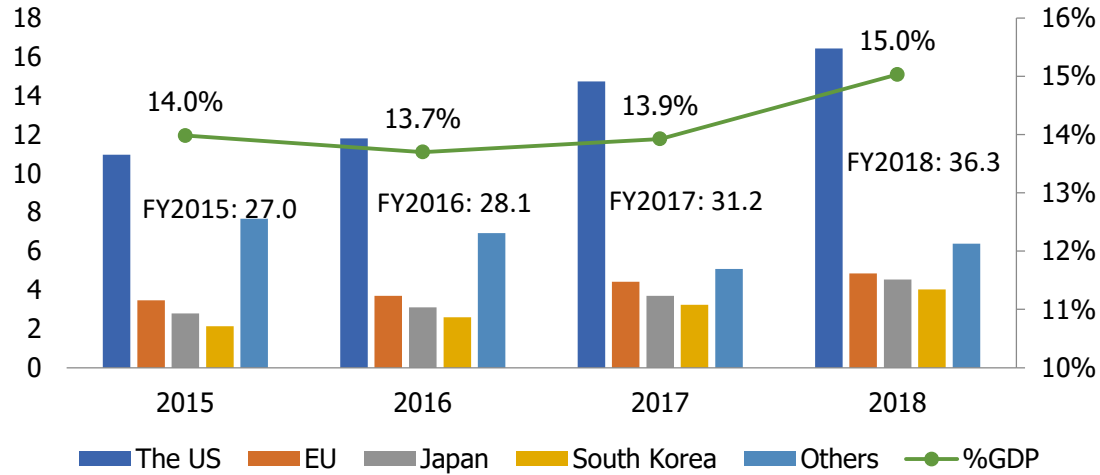
Trong khi Trung Quốc là quốc gia dẫn đầu trong xuất khẩu dệt may trên thế giới với thị phần 35% (2017), Việt Nam vẫn là một trong 5 nước xuất khẩu lớn nhất bao gồm Trung Quốc, EU, Bangladesh, Việt Nam và Ấn Độ

Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc là những thị trường nhập khẩu lớn nhất của ngành dệt may VN. Kim ngạch xuất khẩu được dự đoán sẽ tiếp tục tăng nhờ hưởng lợi từ các hiệp định FTA và CTTM Mỹ - Trung.

# Tổng quan ngành

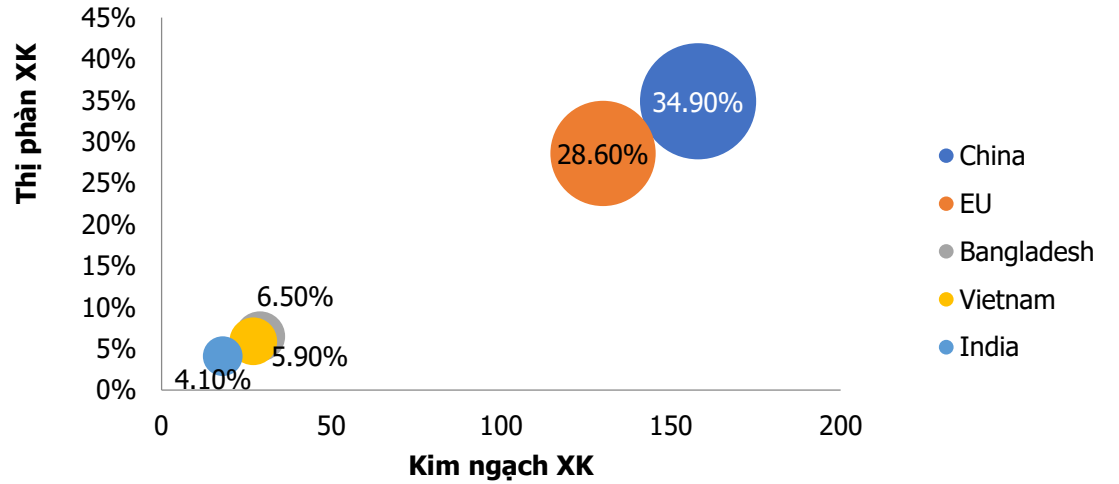
KNXK ghi nhận tỷ lệ tăng trưởng 16% giai đoạn 2010 – 2018...

**Kim ngạch xuất khẩu dệt may (tỷ USD)**



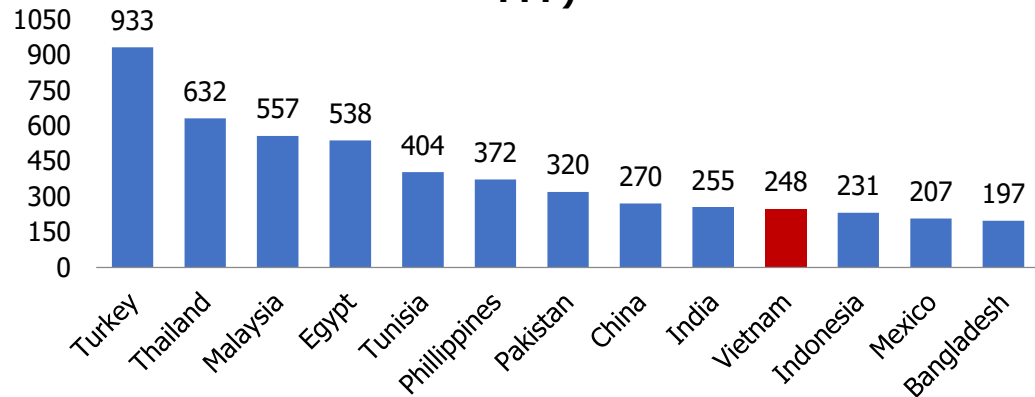
...trở thành nước xuất khẩu lớn thứ 4 trong chuỗi cung ứng toàn cầu năm 2017

**Top 5 nước xuất khẩu dệt may 2017**

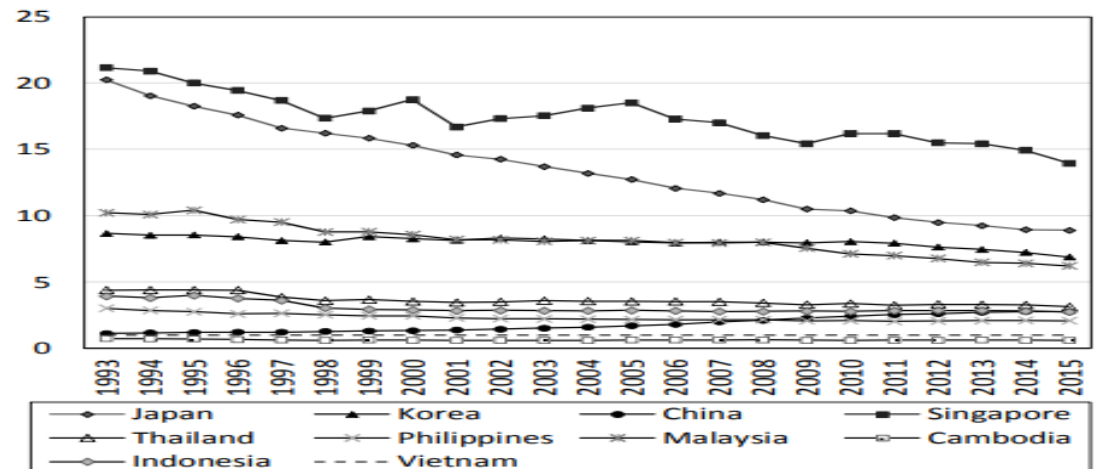


Việt Nam có thế mạnh về chi phí lao động thấp ...

**Lương tháng tối thiểu ngành dệt may 2017 (US\$ PPP)**



...nhưng năng suất lao động thấp nhất so với các nước trong khu vực

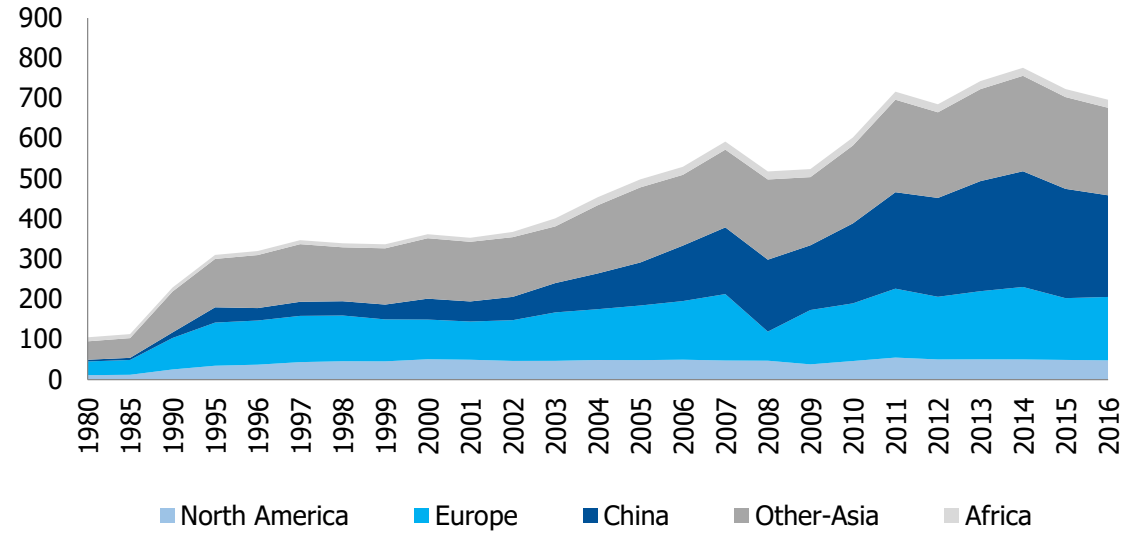


Nguồn: WTO, Public Radio International (2017), Viitas, VEPR

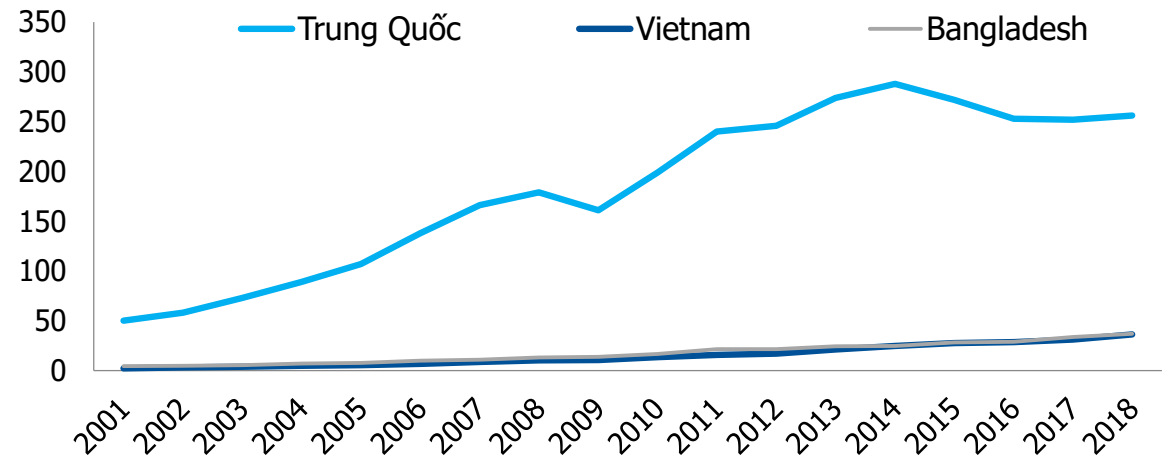
# Tổng quan ngành

- **Gia tăng xu hướng chuyển dịch sang các nước đang phát triển.** Trung Quốc vẫn là quốc gia XK lớn nhất thế giới trong nhiều năm nhưng đang có xu hướng sụt giảm khi thị phần giảm từ 40% trong năm 2016 xuống 34,9% chỉ sau một năm. *Trung Quốc đang dần chuyển giao vai trò dẫn đầu cho các nước có chi phí nhân công thấp như Bangladesh, Campuchia và Việt Nam* khi chính phủ nước này đặt mục tiêu chuyển đổi nền kinh tế từ định hướng công nghiệp sang định hướng tiêu dùng.
- **Thu hút mạnh mẽ dòng vốn FDI.** Sở hữu chi phí lao động & chi phí hoạt động thấp, dòng vốn FDI đang gia tăng mạnh mẽ tại các nền kinh tế mới nổi như Indonesia, Việt Nam hay Bangladesh. Ở Việt Nam, tính đến hết 2017, tổng vốn đăng ký và tăng thêm là 15,89 tỷ USD, tăng khoảng 10% n/n. Con số này đã nhảy vọt lên 18,69 USD vào nửa đầu năm 2018 (Vitas, 2018). *Chiến tranh thương mại Mỹ và Trung Quốc và các FTA đã đẩy thêm dòng vốn FDI vào Việt Nam.*
- **Sự tăng trưởng của Việt Nam và Bangladesh:** Trong giai đoạn 2014-2018, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam và Bangladesh lần lượt là 12% và 9%, trong khi Trung Quốc là -1%. Xu hướng tăng trưởng xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sẽ tiếp tục khi Trung Quốc định hướng chuyển thành thị trường tiêu thụ trong tương lai.
- **Việt Nam có lợi thế về mặt công nghệ so với Bangladesh.**

### Kim ngạch XK ngành may mặc theo khu vực (tỷ USD)

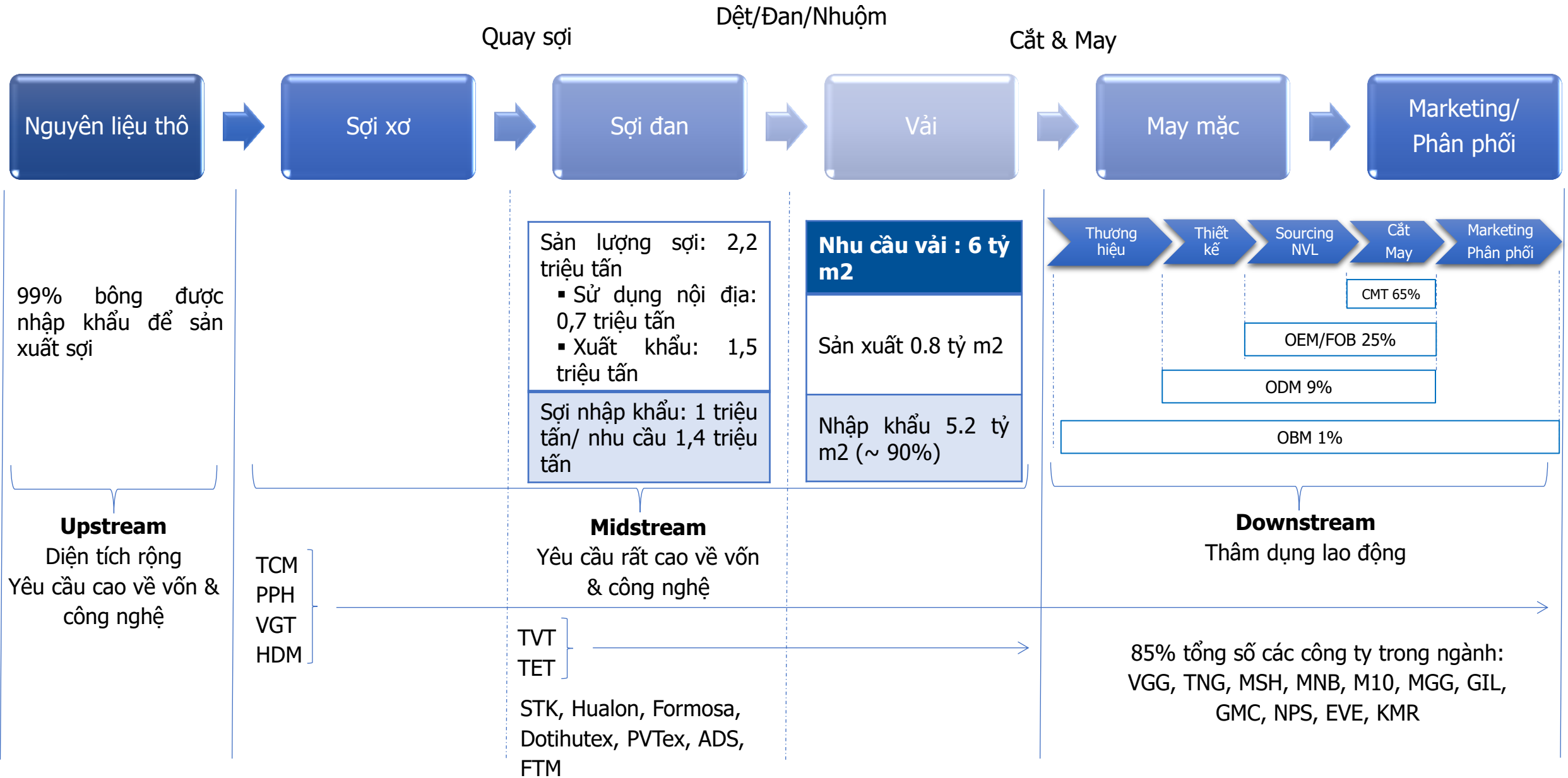


### So sánh KNXK tại Trung Quốc, Việt Nam và Bangladesh (tỷ USD)



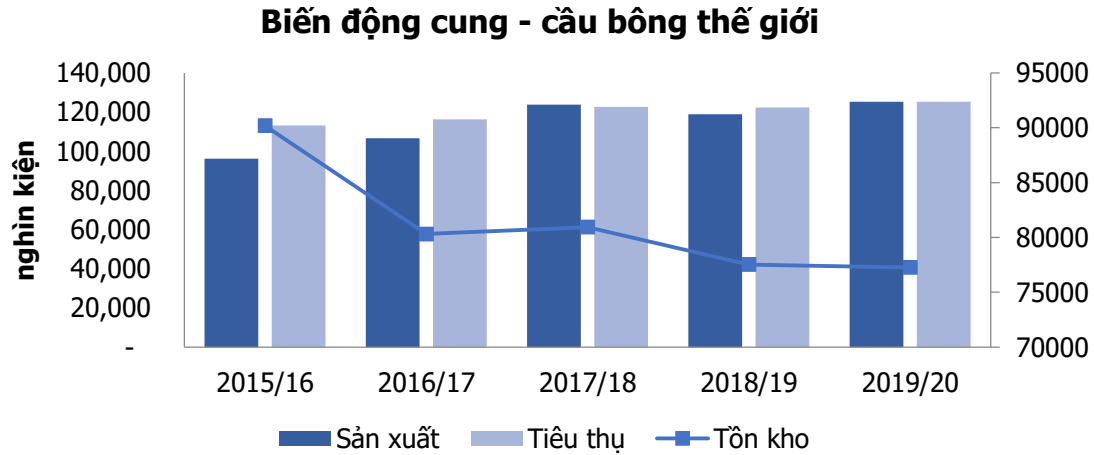
Nguồn: Harvard Atlas of Economic Complexity

# Chuỗi giá trị ngành

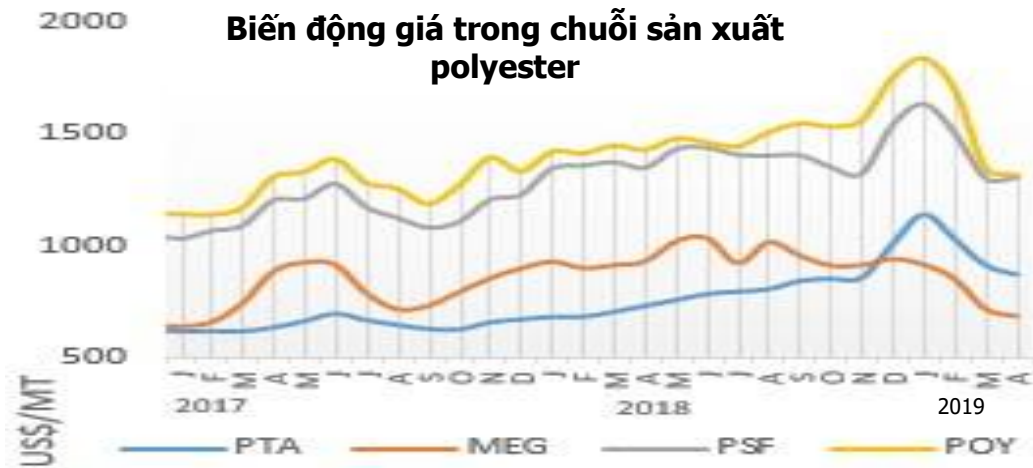


# Chuỗi giá trị ngành

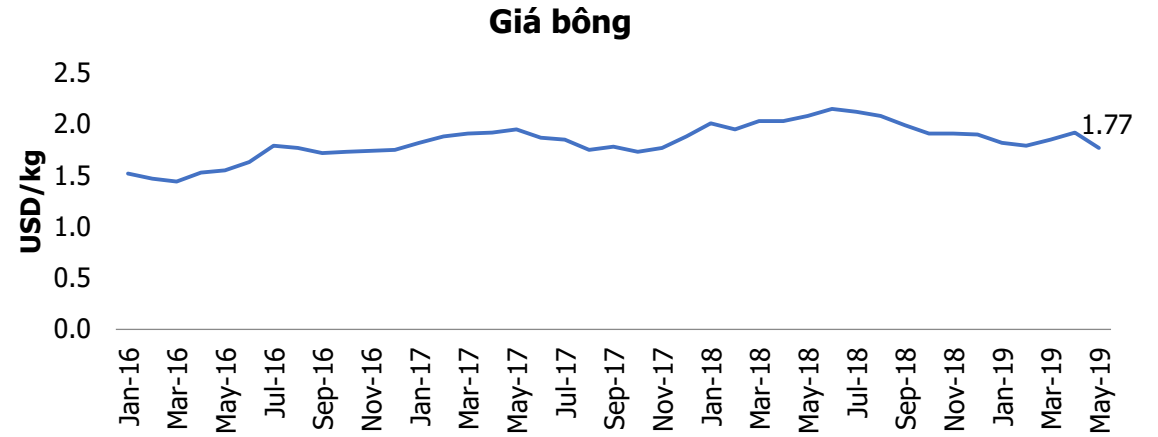
Nguồn cung bông được dự báo tiếp tục vượt nhu cầu sử dụng trong khi tồn kho vẫn duy trì ở mức cao ...



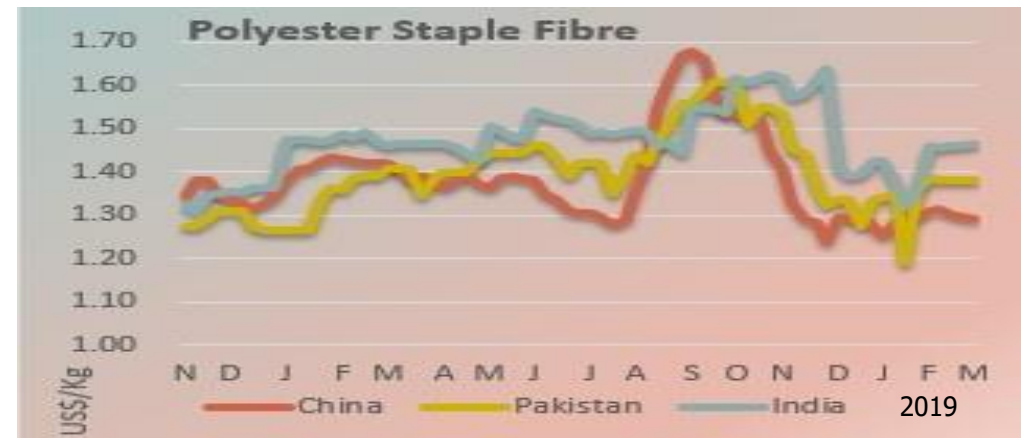
Nguồn nguyên liệu sản xuất polyester giảm do nhu cầu yếu ...



... khiến giá bông có xu hướng giảm, khoảng 80 cents/pound trong mùa vụ 2019/20, giảm 5 cents so với mùa vụ trước



... khiến giá sợi polyester cũng giảm theo



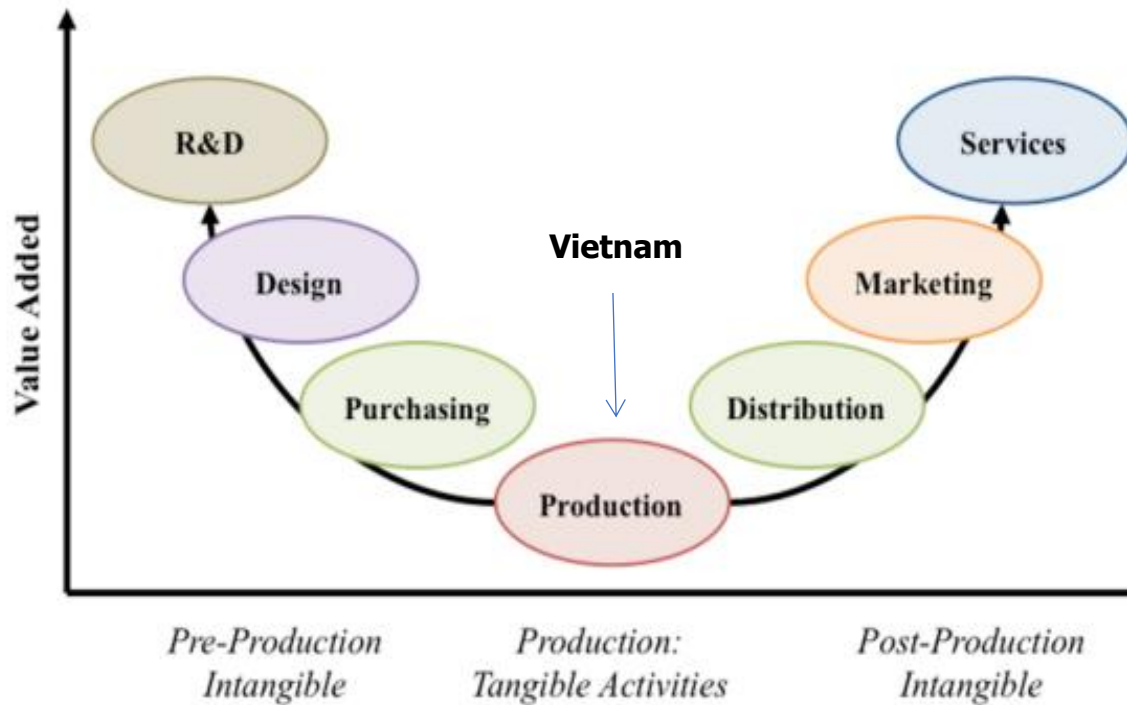
Nguồn: USDA, Indexamundi, Yarns and Fibers

# Chuỗi giá trị ngành

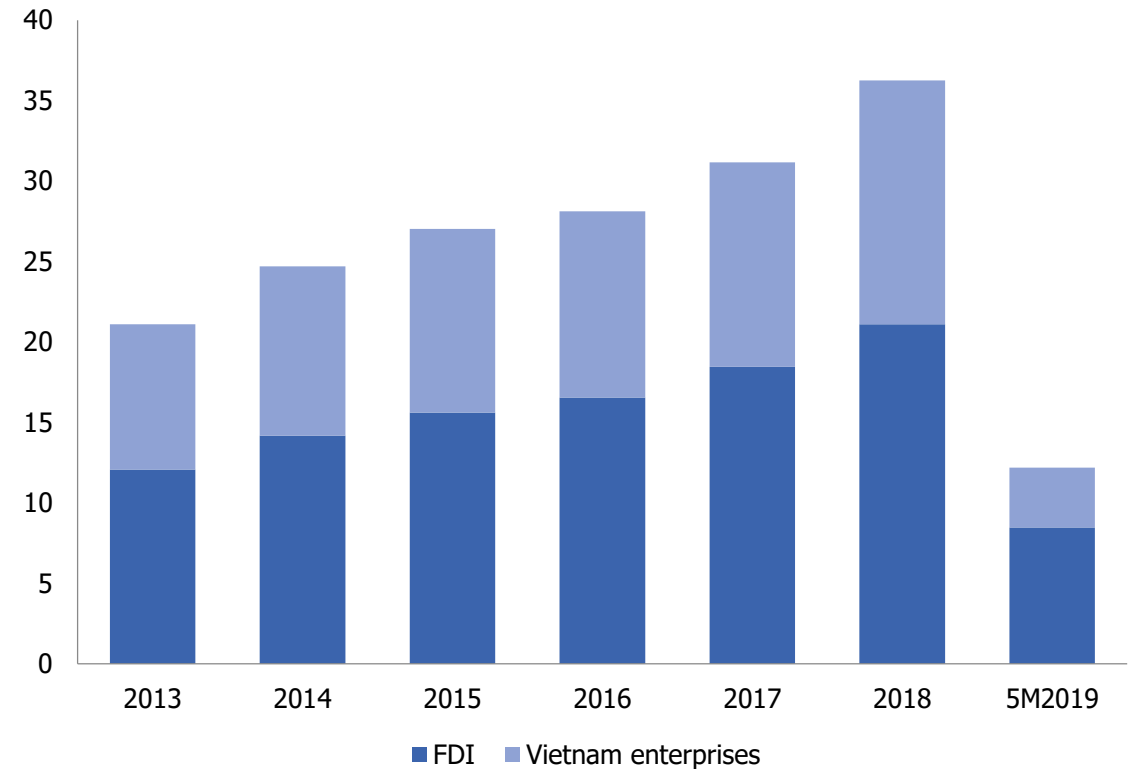
Đa số các sản phẩm dệt may Việt Nam có GT thặng dư thấp...

... trong khi ~ 60% kim ngạch xuất khẩu dệt may đến từ các DN FDI

### Chuỗi giá trị gia tăng của sản phẩm



### Kim ngạch XK theo loại hình DN

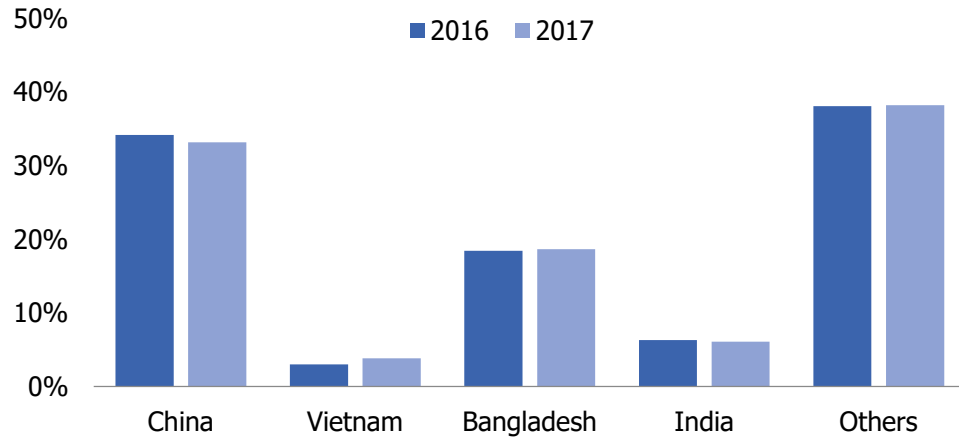


Nguồn: Frederick (2010), Tổng cục Hải quan

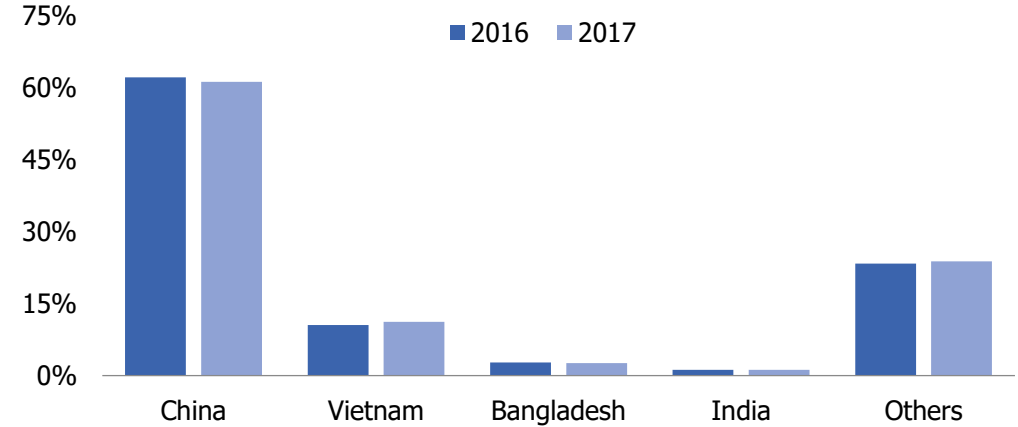
# Chuỗi giá trị ngành

Tỷ lệ nhập khẩu sản phẩm may mặc từ Việt Nam của các thị trường chính (Mỹ, EU, Nhật và Hàn Quốc) đang có xu hướng tăng

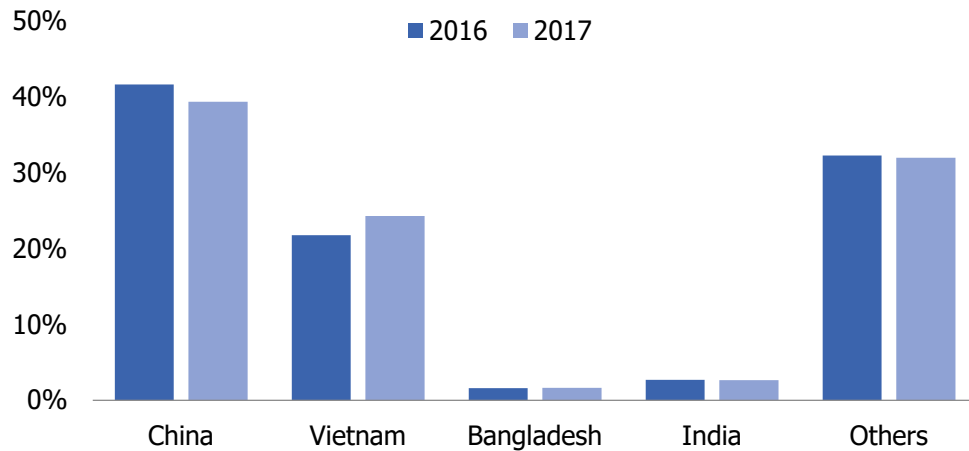
### Kim ngạch NK dệt may của Châu Âu theo quốc gia



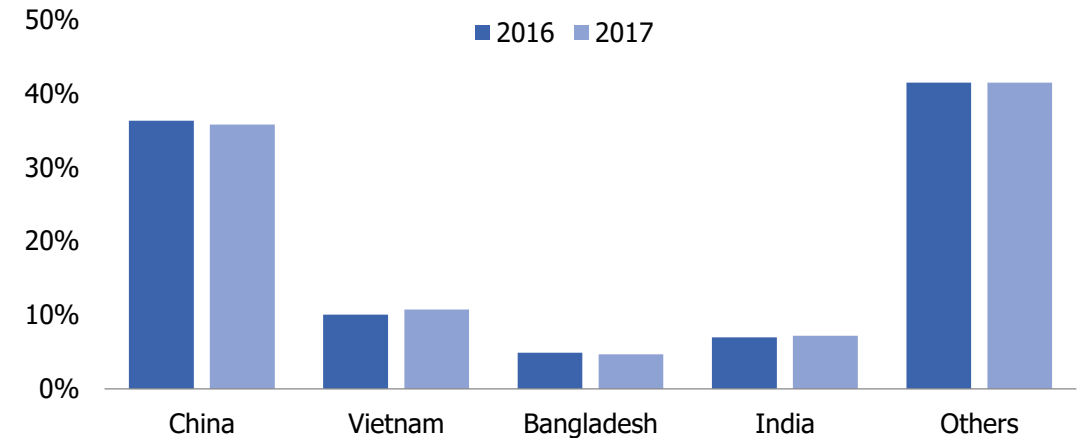
### Kim ngạch NK dệt may của Nhật Bản theo quốc gia



### Kim ngạch NK dệt may của Hàn Quốc theo quốc gia



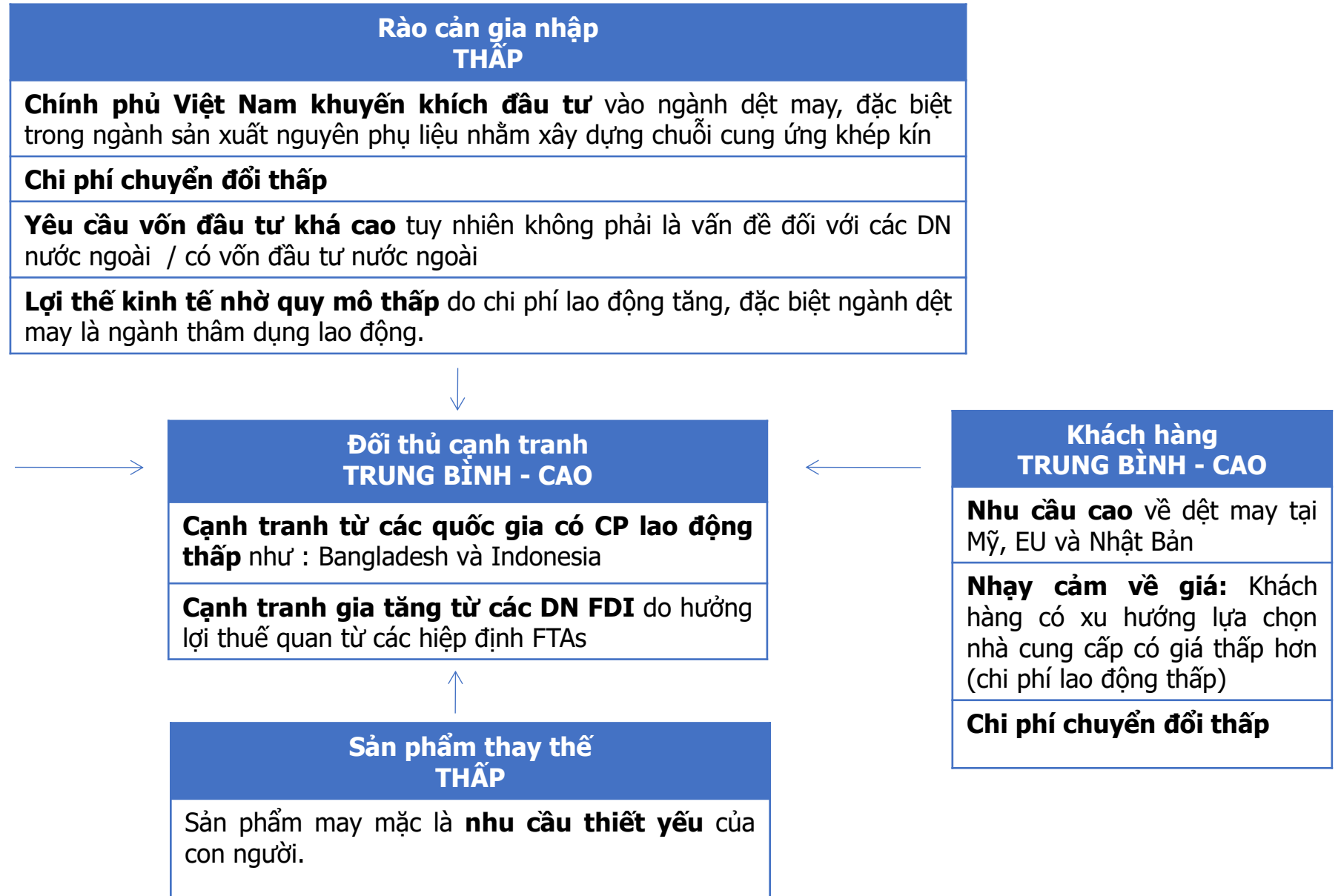
### Kim ngạch NK dệt may của Mỹ theo quốc gia



Nguồn: World Bank



## Mô hình 5 yếu tố cạnh tranh



# Triển vọng và thách thức của ngành

## Cơ hội

Các hiệp định FTA và chi phí nhân công thấp **thúc đẩy đầu tư** vào ngành dệt may, hướng tới xây dựng **chuỗi cung ứng khép kín**.

Cơ hội **mở rộng thị trường** nhờ EVFTA và CPTPP (Canada, Australia,...)

**Từng bước đáp ứng quy tắc xuất xứ** yêu cầu trong các hiệp định FTA với tỷ lệ nội địa hoá dần cải thiện, dự kiến đạt 65-68% vào giai đoạn 2030 - 2035

Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung giúp Việt Nam **tăng kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ**, đặc biệt khi Mỹ đánh thuế lên hàng may mặc Trung Quốc

**Kim ngạch XK Việt Nam năm 2019 dự kiến tăng 10%** lên 40 tỷ USD, tăng mạnh hơn mức tăng dự kiến toàn cầu 3,5% - 4,5%

**Nhu cầu sử dụng polyester tăng**, kỳ vọng tăng gấp đôi trong năm 2020, tạo cơ hội cho các công ty sản xuất sợi

## Thách thức

**Phụ thuộc phần lớn vào nguyên liệu nhập khẩu**, đặc biệt từ Trung Quốc, gây khó khăn trong việc hưởng lợi thuế quan

**Cạnh tranh giữa DN trong nước và DN FDI** (nhân công, công nghệ, v.v.) và **giữa các quốc gia có chi phí lao động thấp**

**Chi phí lao động tăng và năng suất thấp** làm suy yếu lợi thế cạnh tranh

**Vấn đề môi trường** có thể gây khó khăn cho ngành nhuộm và dệt vải

**Lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu** có thể làm giảm nhu cầu sử dụng các sản phẩm may mặc

**Năng lực sản xuất không đáp ứng** được số lượng đơn đặt hàng đang gia tăng

# Tác động các Hiệp định thương mại tự do tới ngành dệt may Việt Nam

Hiệp định	Tình trạng	Cơ hội	Thách thức
EVFTA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đã kết thúc đàm phán</li> <li><b>Kỳ vọng ký kết cuối tháng 6/2019</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giá trị kim ngạch XK vào EU tăng 7-8%</b></li> <li>Đầu tư từ EU vào Việt Nam tăng</li> <li>Hưởng lợi ưu đãi về thuế đối với mặt hàng may mặc, từ mức bình quân 9,6% xuống 0%</li> <li>Tăng nhập khẩu về máy móc thiết bị, góp phần nâng cao năng suất và chất lượng sản phẩm</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yêu cầu khắt khe về chất lượng sản phẩm cũng như yêu cầu về quy tắc xuất xứ hàng hóa.</li> <li>Cạnh tranh ngày càng cao trong ngành</li> <li>Các công ty có quy mô vừa và nhỏ với trình độ quản lý và công nghệ lạc hậu có khả năng phá sản hoặc thu hẹp sản xuất</li> </ul>
CPTPP	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Có hiệu lực từ tháng 1/2019</b></li> <li>Bao gồm: Mexico, Peru, Chile, New Zealand, Canada, Australia, Nhật Bản, Singapore, Brunei, Malaysia và Việt Nam</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giá trị kim ngạch XK vào các nước trong CPTPP tăng 4%,</b> theo Vitas</li> <li>Hưởng lợi ưu đãi về thuế đối với mặt hàng may mặc, từ 17,3% giảm dần xuống 0%</li> <li>Mở rộng thị trường XK sang các quốc gia như Canada, Australia.</li> <li>Cơ hội chuyển giao công nghệ và vốn đầu tư.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quy tắc xuất xứ "từ sợi trở đi" gây sức ép lớn cho các doanh nghiệp dệt may khi nguồn vải cho may xuất khẩu chủ yếu nhập khẩu, chiếm trên 80% nhu cầu, trong đó gần 50% từ Trung Quốc.</li> <li>Các công ty có quy mô vừa và nhỏ có khả năng phá sản hoặc thu hẹp sản xuất</li> </ul>

## Các công ty niêm yết

Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu thuần 2018 (tỷ đồng)	Lãi ròng 2018 (tỷ đồng)	ROE 2018	P/E	Khuyến nghị	Upside
<b>TCM</b>	<b>1.662</b>	<b>2.408</b>	<b>259</b>	<b>22%</b>	<b>6,2</b>	<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	<b>2,4%</b>
<b>STK</b>	1.225	3.613	<b>178</b>	<b>21%</b>	<b>8,1</b>	<b>KHẢ QUAN</b>	<b>11,9%</b>
TNG	2.875	9.717	180	25%	6,0	Không khuyến nghị	-
VGG	5.342	19.101	453	29%	6,3	Không khuyến nghị	-
VGT	2.901	3.951	438	6%	11,9	Không khuyến nghị	-
MSH	556	2.039	370	44%	6,8	Không khuyến nghị	-
GMC	483	2.332	121	35%	3,8	Không khuyến nghị	-
TVT	450	4.345	97	13%	5,3	Không khuyến nghị	-
HTG	1.255	3.499	96	22%	4,6	Không khuyến nghị	-
PPH	1.662	2.408	230	14%	5,5	Không khuyến nghị	-
<b>P/E ngành dệt may Việt Nam</b>					<b>6,3</b>		
<b>P/E ngành khu vực CÁ - TBD</b>					<b>8,8</b>		

Nguồn: Bloomberg, FiinPro

# CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (HSX: TCM)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG; Giá mục tiêu: VND 27.800

Tăng trưởng mạnh từ thị trường Hàn Quốc & Nhật Bản

Sở hữu chu trình sản xuất khép kín, hưởng lợi từ CPTPP

Kỳ vọng hoàn nhập dự phòng từ Sears

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG**

**Khuyến nghị**

**VND 27.150**  
**25/06/2019**



Ngày khuyến nghị	25/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	27.150
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>27,800</b>
Upside	2%
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.572
Khoảng giá 52 tuần	15.000 – 31.600
Giá trị giao dịch TB ngày	920.439
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	49%

**VND 27.800**

Giá mục tiêu

**2,4%**  
**Upside**

# CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (HSX: TCM)

## PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG; Giá mục tiêu: VND 27.800

### Luận điểm đầu tư

- **Thu hẹp hoạt động KD sợi, nâng tỷ trọng sử dụng nội bộ.** Đây vốn là hoạt động có nhiều rủi ro với biên LN không ổn định. Sợi được sử dụng nội bộ phục vụ chuỗi sản xuất khép kín của Công ty.
- **TCM sở hữu quy trình sản xuất khép kín từ sợi-dệt-nhuộm** trong khi phần lớn các DN dệt may VN phụ thuộc vào NVL nhập khẩu, chủ yếu từ Trung Quốc. Do đó, TCM hoàn toàn hưởng lợi thế về thuế suất quy định trong các FTAs, như EVFTA hay CPTPP.
- **Doanh thu tại các thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc tăng trưởng mạnh, bù đắp cho doanh thu sụt giảm tại thị trường Hoa Kỳ.** Thế vận hội mùa hè Olympic 2020 tại Nhật Bản sẽ tạo ra nguồn nhu cầu lớn về dệt may tại thị trường này trong thời gian tới.
- **Kỳ vọng sẽ được hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu từ Sears trong 2019.** Sự cố từ Sears tác động không nhỏ đến lợi nhuận của TCM năm 2018 do Công ty phải thực hiện trích lập dự phòng toàn bộ.

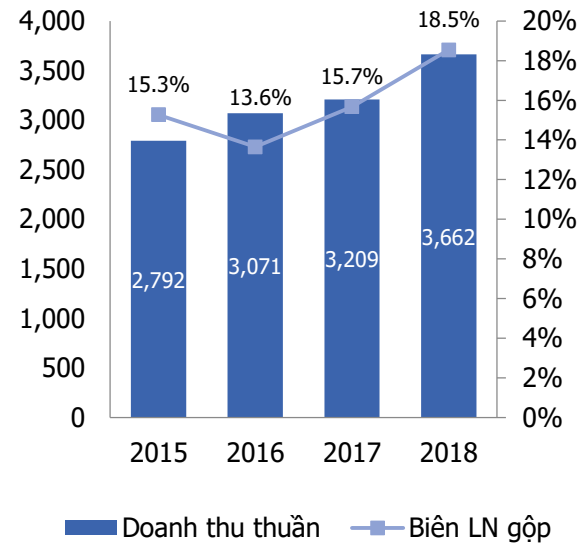
### Định giá

Khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu TCM với giá mục tiêu 12 tháng là **VND27.800**, theo phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 7,0 lần (theo EPS 2019F khoảng 3.999 đồng)

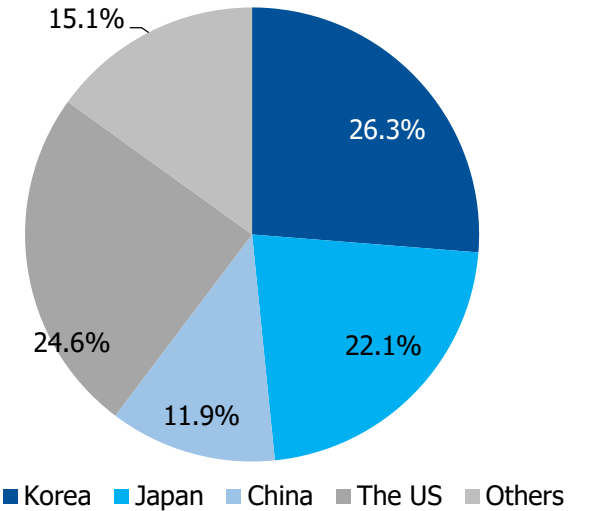
### Thông tin cập nhật

- **LNST Q1 2019 giảm 12% n/n** do chi phí nhân công tăng 30% khiến biên LN gộp giảm mạnh.

### Kết quả kinh doanh



### Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	Q1 2019	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.209</b>	<b>3.662</b>	<b>978</b>	<b>3.973</b>
Tăng trưởng n/n	4,5%	14,1%	15,3%	8,5%
<b>Biên LN gộp</b>	<b>15,7%</b>	<b>18,5%</b>	<b>14,8%</b>	<b>18,5%</b>
<b>LNST</b>	<b>235</b>	<b>323</b>	<b>54</b>	<b>320</b>
Tăng trưởng n/n	76,7%	37,4%	-12,9%	-0,9%
<b>Lãi ròng</b>	<b>192</b>	<b>259</b>	<b>43</b>	<b>255</b>
Tăng trưởng n/n	67,4%	35,2%	-12,2%	-1,5%
<b>EPS (basic) (VND)</b>	<b>3.713</b>	<b>4.778</b>		<b>3.999</b>
ROAA	6,6%	8,3%		7,7%
ROEA	19,3%	22,1%		17,1%
<b>P/E</b>				6,7

# CTCP Sợi Thế Kỳ (HSX: STK)

**KHẢ QUAN; Giá mục tiêu: VND 26.300**

DN đầu ngành trong các DN  
niêm yết ngành sợi

Gia tăng tỷ lệ sợi tái chế & sợi có  
GTGT cao

Chủ động tìm kiếm mở rộng thị  
trường XK, tận dụng FTAs

**KHẢ QUAN**

**Khuyến nghị**

**VND 23.500**

**25/06/2019**



Ngày khuyến nghị	25/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	23.500
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>26.300</b>
Upside	11,9%
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.662
Khoảng giá 52 tuần	11.900 – 26.100
Giá trị giao dịch TB ngày	131.641
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	9,7%

**VND 26.300**

Giá mục tiêu

**11,9 %  
Upside**

# CTCP Sợi Thế Kỳ (HSX: STK)

**KHẢ QUAN; Giá mục tiêu: VND 26.300**

## Luận điểm đầu tư

- Là doanh nghiệp đầu ngành trong các doanh nghiệp niêm yết ngành sợi với công suất 60.000 tấn sợi DTY và FDY/năm. Năm 2019, con số này sẽ tăng thêm khoảng 5% khi dự án Trảng Bàng 5 hoàn thiện và chính thức đi vào hoạt động.
- Đa dạng hóa danh mục sản phẩm giúp STK cải thiện biên lợi nhuận. Không chỉ dừng lại ở sợi DTY & FDY thông thường, STK đã sản xuất và phát triển thành công nhiều sản phẩm khác có tính năng đặc biệt và có biên lợi nhuận cao hơn, như sợi tái chế (24-25%), sợi màu (17%), sợi hút ẩm (17%)...
- Chủ động tìm kiếm thị trường thay thế Thổ Nhĩ Kỳ. Kể từ năm 2017, STK chủ động tìm kiếm các thị trường xuất khẩu mới như Nhật Bản và Hàn Quốc, thay thế cho thị trường Thổ Nhĩ Kỳ truyền thống trước đây. Năm 2019, khi EVFTA và CPTPP có hiệu lực, việc mở rộng tệp khách hàng sẽ giúp STK tận dụng được các lợi thế mà các Hiệp định thương mại này đem lại.

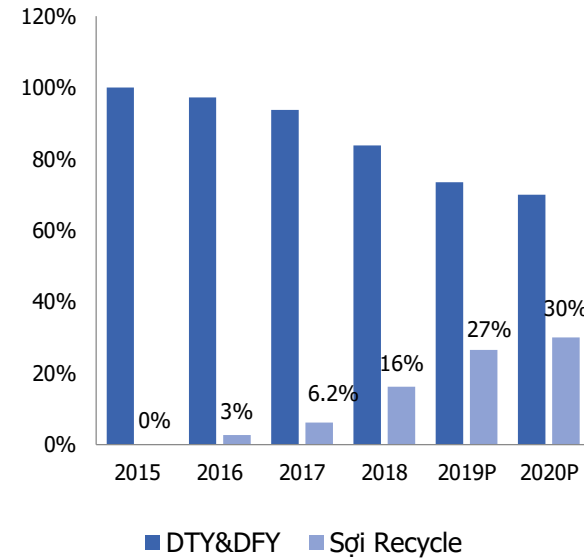
## Định giá

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STK với giá mục tiêu 12 tháng là **VND26.300**, theo phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 9,3lần (theo EPS 2019F khoảng 2.829 đồng)

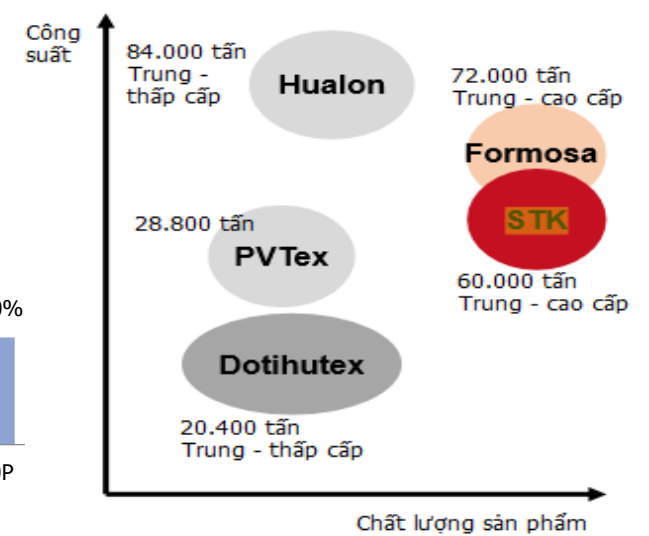
## Thông tin cập nhật

- **KQKD Q1 2019 khả quan với LNST tăng ~30%** n/n nhờ tăng trưởng tích cực thị trường sợi và tăng tỷ trọng các sản phẩm có GTGT cao. Tỷ trọng sợi tái chế trong Q1 đạt 20,1% / 26,5% theo kế hoạch.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



So sánh công suất và chất lượng các công ty sợi tại Việt Nam



Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	Q1 2019	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.989</b>	<b>2.408</b>	<b>605</b>	<b>2.605</b>
Tăng trưởng n/n	46,4%	21,1%	2,8%	8,2%
Biên LN gộp	10,9%	13,9%	13,9%	14,0%
<b>LNTT</b>	<b>105</b>	<b>199</b>	<b>59</b>	<b>236</b>
Tăng trưởng n/n	238,7%	89,5%	30,4%	18,6%
<b>Lãi ròng</b>	<b>100</b>	<b>178</b>	<b>52</b>	<b>200</b>
Tăng trưởng n/n	248,3%	79,0%	29,4%	12,4%
<b>EPS (basic) (VND)</b>	<b>1.662</b>	<b>2.976</b>		<b>2.829</b>
ROAA	5,0%	8,7%		9,6%
ROEA	13,5%	21,1%		24,5%
<b>P/E</b>				8,2



# CTCP Sợi Thế Kỷ (HSX: STK)

**KHẢ QUAN; Giá mục tiêu: VND 26.300**

**Bảng so sánh lợi thế về thuế suất sản phẩm sợi**

Các quốc gia đã và đang ký FTA với Việt Nam	Quy tắc xuất xứ (ROO)	Tình trạng	Việt Nam	Trung Quốc
<b>Nhật Bản</b>	Từ vải trở đi	Có hiệu lực từ 12/2008	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 5% May mặc: 8,4% - 10,9%
<b>Hàn Quốc</b>	Cắt và may	Có hiệu lực từ 12/2015	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 8% May mặc: 13%
<b>Châu Âu</b>	Từ vải trở đi	Ký kết 12/2015, đang chờ Hội đồng châu Âu phê chuẩn, dự kiến cuối 2018 – đầu 2019	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 4% May mặc: 12%
<b>CPTPP</b> (Canada, Mexico, Peru, Chile, New Zealand, Australia, Nhật Bản, Singapore, Brunei, Malaysia và Việt Nam)	Từ sợi trở đi	Ký kết 3/2018, chính thức có hiệu lực từ 30/12/2018	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 10% May mặc: 17,5%

*Nguồn: MBS Research*