

CTCP SỢI THỂ KỶ (HSX: STK)

Sợi tái chế và nhà máy mới dẫn dắt tăng trưởng dài hạn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY21	Q2-FY21	+/- qoq	Q3-FY20	+/- yoy
Doanh thu thuần	469	510	-8,1%	328	43,0%
Lợi nhuận sau thuế	62	71	-11,8%	20	210,4%
EBIT	65	73	-10,7%	25	164,0%
Tỷ suất biên EBIT	14,0%	14,4%	-41 bps	7,6%	640 bps

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

9T 2021 - Sợi tái chế thúc đẩy LNST của STK vượt mức trước dịch

- Doanh thu thuần trong 9T-FY21 tăng 29% YoY đạt 1.545 tỷ đồng, đóng góp từ doanh thu sợi tái chế tăng 88% YoY. Ngược lại, doanh thu từ sợi nguyên sinh giảm 5% YoY do các nhân hàng có xu hướng chuyển đơn đặt hàng từ sợi nguyên sinh sang các nguyên liệu thân thiện với môi trường. Đồng thời, sợi nguyên sinh cũng đã phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc. Sợi tái chế đã đóng góp 54% tổng doanh thu trong 9T-FY21 so với mức 37% trong 9T-FY20.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 636 điểm cơ bản đạt 19,4% trong 9T-FY21 nhờ (1) chênh lệch giá bán và giá nguyên liệu tăng 22% YoY và (2) sợi tái chế vốn có biên lợi nhuận cao đóng góp 66% vào lợi nhuận gộp trong 9T-FY21 so với mức 57% trong 9T-FY20.
- LNST 9T-FY21 tăng 171% YoY và thậm chí cao hơn 26% so với mức 2019, đạt 203 tỷ đồng, chủ yếu do biên lợi nhuận gộp tăng và chi phí tài chính thấp hơn (-72% YoY).

Triển vọng năm 2021 - Cải thiện biên gộp giúp STK đạt kế hoạch lợi nhuận

- Trong Q4-FY21, chúng tôi nhìn thấy nhiều yếu tố tích cực giúp STK phục hồi sau gián đoạn của Q3-FY21: (1) công suất hoạt động phục hồi 85% trong tháng 10 so với giai đoạn trước phong tỏa, (2) nhu cầu sợi tái chế phục hồi nhờ sự phục hồi của các công ty may trong nước và (3) tình trạng thiếu điện của Trung Quốc giúp hỗ trợ giá bán sợi. Riêng Q4-FY21, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST lần lượt đạt 559 tỷ đồng (-2% YoY và +19% QoQ) và 75 tỷ đồng (+10% YoY và +21% QoQ).
- Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ chuyển từ sợi nguyên sinh sang sợi tái chế có biên cao và việc mở rộng chênh lệch giá sẽ là động lực chính giúp STK vượt kế hoạch LNST năm 2021 mặc dù doanh thu thấp hơn dự kiến. Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của STK sẽ tăng 488 điểm cơ bản đạt 19,3% và sợi tái chế sẽ đóng góp 54% vào tổng doanh thu. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2021 lần lượt là 2.104 tỷ đồng (+19% YoY) và 278 tỷ đồng (+94% YoY), lần lượt hoàn thành 89% và 112% kế hoạch năm.

Quan điểm và Định giá

Chúng tôi tin rằng triển vọng dài hạn của STK vẫn rất hứa hẹn, thể hiện qua dự phóng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm LNST của chúng tôi giai đoạn 2021-2025 là 24%. Điều này được thúc đẩy bởi (1) thuế chống bán phá giá của Việt Nam đối với sợi polyester filament nhập khẩu, (2) nhu cầu sợi tái chế của ngành may mặc đang tăng nhanh, ước tính tăng trưởng kép hàng năm của mức tiêu thụ toàn cầu là 25% trong giai đoạn 2020-2025 và (3) nhà máy Unitex giúp tăng công suất gấp đôi năm 2025, bắt đầu hoạt động 60% công suất năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kỳ vọng vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn đã phần lớn được phản ánh vào giá cổ phiếu, thể hiện qua việc giá cổ phiếu đã tăng mạnh trong thời gian qua.

Sử dụng kết hợp định giá 50:50 của phương pháp FCF và PE, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu STK là **67.000 đồng/CP**, tương đương với **mức sinh lời kỳ vọng 8%**, bao gồm tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt 2,5% từ ngày 19/11/2021. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu.

TÍCH LŨY +8%

Giá mục tiêu (VND)	67.000
Giá thị trường (VND)	63.500

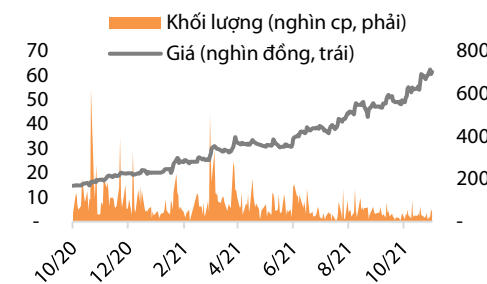
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500
-----------------------	-------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.330
SLCPDLH	68,2
KLGD TB 20 phiên	36.485
Free Float (%)	53,5
Giá cao nhất 52 tuần	64.400
Giá thấp nhất 52 tuần	17.500
Beta	0,8

	FY2020	Hiện tại
EPS	2.092	3.999
Tăng trưởng EPS (%)	-34,3	116,2
EPS điều chỉnh	2.092	3.999
P/E	10,3	15,4
P/B	1,8	3,5
EV/EBITDA	5,3	8,1
Tỷ suất cổ tức (%)	2,5	2,5
ROE (%)	13,3	24,8

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

CTCP Tư vấn đầu tư Hướng Việt	20,73
Đặng Mỹ Linh	14,86
Đặng Triệu Hòa	14,30
Giới hạn sở hữu của NĐTNN còn lại (%)	40,8

Nguyễn Hồng Loan

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1531

loan.nh@vdsc.com.vn

Đào Phước Toàn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1518

toan.dp@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q3-FY21

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY21	Q2-FY21	+/- (qoq)	Q3-FY20	+/- (yoy)
Doanh thu	469	510	-8,1%	328	43,0%
Lợi nhuận gộp	88	99	-10,9%	40	119,6%
Chi phí bán hàng và quản lý	23	26	-11,4%	15	48,1%
Thu nhập HĐKD	65	73	-10,7%	25	164,0%
EBITDA	93	100	-7,3%	58	61,3%
EBIT	65	73	-10,7%	25	164,0%
Chi phí tài chính	3	0	735,5%	5	-41,1%
- Chi phí lãi vay	1	1	10,0%	4	-68,4%
Khấu hao	28	27	1,9%	33	-15,9%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	71	75	-5,3%	23	210,1%
Lợi nhuận sau thuế	62	71	-11,8%	20	210,4%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	62	71	-11,8%	20	210,4%

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY21

Chỉ tiêu	Q3-FY21	Q2-FY21	+/- (qoq)	Q3-FY20	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	18,8%	19,4%	-59 bps	12,3%	657 bps
EBITDA/Doanh thu	19,9%	19,7%	17 bps	17,6%	226 bps
EBIT/Doanh thu	14,0%	14,4%	-41 bps	7,6%	640 bps
TS lợi nhuận ròng	13,3%	13,9%	-56 bps	6,1%	718 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	13,3%	13,9%	-56 bps	6,1%	718 bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	2,9	3,3	-36,6%	2,5	40,7%
-Khoản phải thu	17,8	18,8	-102,0%	18,2	-38,5%
-Khoản phải trả	3,4	3,4	2,0%	5,0	-161,9%
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	59,7%	77,6%	-17,9%	69,1%	-9,5%

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4-FY21

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY21	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	559	19%	-2%
LN gộp	108	22%	8%
EBIT	80	22%	5%
LNST	75	20%	10%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Các giả định

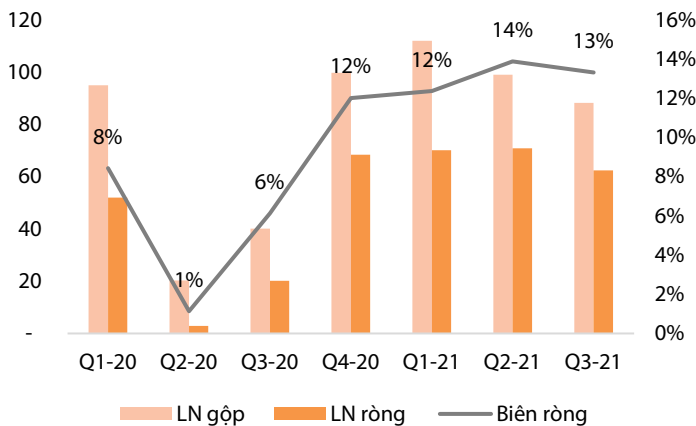
- Doanh thu từ sợi tái chế tăng trưởng 31% QoQ và tăng trưởng doanh thu từ sợi nguyên sinh là 8% QoQ.
- Sợi tái chế sẽ đóng góp 53% vào tổng doanh thu Q4/2021 so với 48% trong Q3/2021 nhờ sự phục hồi của các nhà sản xuất hàng may mặc trong nước.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 52 bps QoQ đạt 19,3% do tỷ trọng đóng góp của sợi tái chế cao hơn.

Cập nhật KQKD 9T 2021: LNST tăng 171% YoY nhờ mảng sợi tái chế

Trong 9T-FY21, STK ghi nhận doanh thu đạt 1.545 tỷ đồng (+29% YoY) và LNST đạt 203 tỷ đồng (+171% YoY) trong bối cảnh (1) mức nền cơ sở thấp 9T-FY20 bị ảnh hưởng nặng nề bởi COVID-19 bùng phát ở các thị trường phát triển, và (2) đóng góp doanh thu cao hơn của sợi tái chế và tăng chênh lệch giá (giữa giá bán và giá nguyên liệu). Cụ thể:

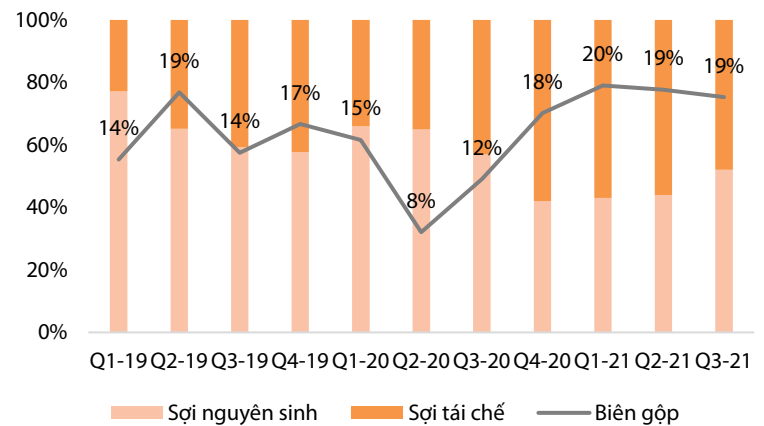
- Doanh thu từ sợi tái chế tăng 88% YoY đạt 835 tỷ đồng trong 9T-FY21, nhờ sự phục hồi của nhu cầu hàng may mặc toàn cầu và chiến lược chuyển dịch cơ cấu doanh thu sang sợi tái chế. Sợi tái chế đóng góp 54% tổng doanh thu và 66% lợi nhuận gộp. Ngược lại, doanh thu từ sợi nguyên sinh giảm 5% YoY, do sản lượng tiêu thụ giảm 18% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp của STK tăng 636 bps đạt 19,4% trong 9T-FY21, được thúc đẩy bởi chênh lệch giá tăng 22% YoY nhờ giá PET chip (nguyên liệu đầu vào để sản xuất sợi polyester filament) tăng chậm hơn mức tăng giá bán.
- Doanh thu Q3-FY21 giảm 8% QoQ do sản lượng tiêu thụ sợi tái chế giảm (-22% QoQ) trong bối cảnh Việt Nam thực hiện phong tỏa nghiêm ngặt. Theo ban lãnh đạo STK, các nhà sản xuất hàng may mặc trong nước là khách hàng chính của các sản phẩm sợi tái chế phải đối mặt với những khó khăn về vấn đề đơn đặt hàng bị hủy và tình trạng thiếu lao động trong Q3-FY21. Biên lợi nhuận gộp giảm 41 bps QoQ 18,8% trong Q3-FY21 do đóng góp doanh thu từ sợi tái chế thấp hơn (48% so với 56% trong Q2-FY21).

Hình 1: Lợi nhuận gộp, LNST và biên ròng hàng quý của STK



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp doanh thu theo mảng của STK (%) theo quý



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Phân tích KQKD Q3 và 9T/2021 theo mảng

Tỷ đồng	3Q-FY21	%YoY	%QoQ	9T-FY21	%YoY	Nhận xét về KQKD 9T-FY21
Doanh thu	469	43%	-8%	1.545	29%	
Sợi nguyên sinh	242	30%	7%	710	-5%	Sản lượng tiêu thụ giảm 18% YoY, một phần được bù đắp bởi giá bán bình quân tăng 16% yoY do giá chip PET nguyên sinh tăng.
Sợi tái chế	227	61%	-20%	835	88%	Được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ tăng vọt 85% YoY, trong khi giá bán bình đi ngang YoY. Doanh thu từ sợi tái chế chiếm 54% tổng doanh thu so với 37% trong 9T-FY20.
Lợi nhuận gộp	88	120%	-11%	299	92%	
Sợi nguyên sinh	32	139%	13%	102	54%	
Sợi tái chế	56	110%	-21%	197	121%	
Biên gộp (%)	18,8%	657 bps	-59 bps	19,4%	636 bps	

Sợi nguyên sinh	13,3%	609 bps	73 bps	14,4%	558 bps	Chênh lệch giá sợi nguyên sinh của STK tăng 17% YoY do công ty dự trữ chip PET nguyên sinh giá thấp và cải thiện giá bán trung bình sợi nguyên sinh.
Sợi tái chế	24,7%	577 bps	-41 bps	23,6%	357 bps	STK duy trì chênh lệch giá sợi tái chế cao do nhu cầu cao từ tập khách hàng ổn định.
LNST	62	210%	-12%	203	171%	Trong 9T-FY21, chi phí tài chính giảm 72% YoY do STK trả hết nợ dài hạn trong Q1-FY21 và lỗ chênh lệch tỷ giá giảm.

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2021: Cải thiện biên gộp giúp STK vượt kế hoạch LNST năm 2021

Trong Q4-FY21, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST đạt 559 tỷ đồng (-2% YoY và +19% QoQ) và 75 tỷ đồng (+10% YoY và 21% QoQ), nguyên nhân từ sản lượng tiêu thụ phục hồi, giá bán tăng và đóng góp doanh thu sợi tái chế tăng.

- Phục hồi công suất hoạt động:** Theo ban lãnh đạo, trong tháng 10, công suất hoạt động của STK đã tăng lên 85% từ mức 50% vào tháng 9 sau khi kết thúc thực hiện giãn cách xã hội.
- Phục hồi sản xuất hàng may mặc trong nước để tăng nhu cầu sợi tái chế:** Do tỷ lệ bao phủ vắc xin tăng và số ca nhiễm COVID-19 mới giảm, Việt Nam đã chấm dứt thực hiện giãn cách xã hội nghiêm ngặt vào cuối tháng 9, giúp các nhà sản xuất hàng may mặc trong nước phục hồi hoạt động sản xuất. STK kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sợi tái chế trong Q4-FY21 sẽ phục hồi về mức Q2-FY21 vào tháng 11. Trong Q4-FY21, chúng tôi kỳ vọng sợi tái chế sẽ đóng góp 53% vào tổng doanh thu so với 48% trong Q3-FY21.
- Tình trạng thiếu điện của Trung Quốc giúp tăng giá bán sợi:** Tình trạng thiếu điện nghiêm trọng do giá than tăng cao đã dẫn đến việc cắt giảm điện ở các tỉnh công nghiệp chuyên sản xuất sợi như Giang Tô, Chiết Giang và Quảng Đông. Giá sợi của Trung Quốc tháng 10 đã tăng khoảng 10% so với tháng trước và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong những tháng tới của năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng điều này cùng với nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may thế giới tăng sẽ giúp tiếp tục thúc đẩy giá bán của STK, dẫn đến biên lợi nhuận gộp Q4-FY21 là 19,3% (+52 điểm cơ bản QoQ).

Bất chấp sự gián đoạn của COVID trong Q3-FY21, chúng tôi kỳ vọng rằng công ty có thể vượt kế hoạch LNST năm 2021 nhờ việc tăng chênh lệch giá cao hơn dự kiến và đóng góp lợi nhuận gộp cao của sợi tái chế. Năm 2021, chúng tôi dự báo chênh lệch giá sẽ tăng 20% YoY và sợi tái chế sẽ chiếm 66% lợi nhuận gộp, dẫn đến biên lợi nhuận gộp tăng 488 bps YoY lên 19,3% so với mức 17,7%. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2021 lần lượt là 2.104 tỷ đồng (+19% YoY) và 278 tỷ đồng (+94% YoY), hoàn thành 89% và 112% kế hoạch năm của STK.

Triển vọng dài hạn tươi sáng nhờ thuận lợi ngành và CAPEX mới

Kết quả thuận lợi của thuế chống bán phá giá đối với sợi polyester filament nhập khẩu vào Việt Nam

Ngày 13/10/2021, Bộ trưởng Bộ Công Thương Việt Nam quyết định đánh thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm sợi polyester filament (PFY) có xuất xứ từ Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia và Malaysia, có mã Hs: 5402.33.00, 5402.46.00 và 5402.47.00. Trong đó, Trung Quốc là nước xuất khẩu PFY lớn nhất vào Việt Nam với hơn 50% thị phần, các nước còn lại chiếm 10-15% tổng lượng PFY nhập khẩu. Mức thuế chống bán phá giá cụ thể như sau:

- PFY nhập khẩu từ 23 nhà sản xuất Trung Quốc sẽ nằm trong khoảng 9,47% - 15,55% và 10 nhà sản xuất khác sẽ bị đánh thuế ở mức 3,36% - 3,44%. 33 công ty này chiếm khoảng 10% tổng lượng PFY nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam. Phần còn lại sẽ phải chịu mức thuế 17,45%.
- PFY nhập khẩu từ tất cả các công ty Ấn Độ sẽ bị đánh thuế 54,90%.
- PFY nhập khẩu từ tất cả các công ty Malaysia sẽ bị đánh thuế 21,23%.
- PFY nhập khẩu từ tất cả các công ty Indonesia sẽ bị đánh thuế là 21,94%.

Trong những năm qua, sự cạnh tranh về giá PFY nhập khẩu từ các nước khác, đặc biệt là Trung Quốc, đã gây áp lực lên các công ty trong nước, trong đó có STK. Tác động tiêu cực có thể được nhìn thấy khi sản lượng tiêu thụ sợi nguyên sinh của STK giảm mạnh trong năm 2019 (-23% YoY). Theo Bộ Công Thương, mặc dù tổng sản lượng PFY sản xuất trong nước đã đủ đáp ứng nhu cầu nội địa, nhưng sản lượng PFY nhập khẩu vào Việt Nam vẫn tăng vọt 37% YoY do lợi thế về giá và các nhà sản xuất PFY của Việt Nam chỉ chiếm 20% tổng thị phần PFY trong nước. Theo ban lãnh đạo STK, trong 6T2021, giá bán trung bình PFY của Trung Quốc thấp hơn 10-15% so với giá bán của STK. Do đó,

chúng tôi kỳ vọng thuế chống bán phá giá sẽ giúp STK giành lại thị phần và tăng tỷ suất lợi nhuận gộp ở cả mảng sợi tái chế và sợi nguyên sinh.

Bảng 2: Thuế chống bán phá giá cuối cùng của Việt Nam đối với PFY

Quốc gia	Tỷ lệ thuế	Sản lượng nhập khẩu vào Việt Nam năm 2020 (nghìn tấn)
Trung Quốc	3,36% - 17,45%	238
Ấn Độ	54,90%	15
Malaysia	21,23%	9
Indonesia	21,94%	11

Nguồn: MOLT, STK, CTCK Rồng Việt

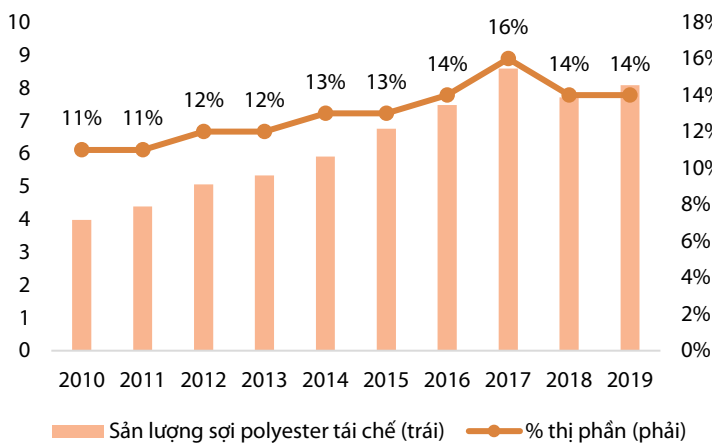
Triển vọng sợi tái chế đầy hứa hẹn do nhu cầu toàn cầu tăng mạnh trong 5 năm tới

Vào tháng 4/2021, Textile Exchange - một tổ chức phi lợi nhuận toàn cầu trong ngành công nghiệp sợi - đã khởi xướng chương trình [The 2025 Recycled Polyester Challenge](#) nhằm khuyến khích các thương hiệu thúc đẩy hơn nữa sự dịch chuyển trên thị trường theo hướng tiêu thụ polyester tái chế (rPET). Ngành công nghiệp may mặc chiếm hơn 50% polyester được sử dụng mỗi năm. Hiện tại, chỉ có khoảng 14% trong số này đến từ nguyên liệu tái chế. Theo chương trình này, với giả định tốc độ tăng trưởng của ngành may mặc là 3%, đến năm 2025, rPET cần chiếm ít nhất 45% thị trường polyester của ngành thời trang - con số này tương đương với khoảng 17,1 triệu tấn. Để đạt được điều này, chúng tôi ước tính tiêu thụ sợi tái chế toàn cầu sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 25% trong giai đoạn 2019-2025F, cao hơn nhiều so với tốc độ CAGR là 8% trong giai đoạn 2013-2019 (*Hình 3, 4*).

Với 85 thương hiệu và nhà cung cấp (Adidas, H&M, Inditex, Puma, Mango,...) đã cam kết, chương trình này đóng vai trò là chất xúc tác cần thiết cho sự thay đổi trong ngành dệt may. Mặc dù xu hướng bền vững trong thời trang hướng tới sử dụng vật liệu tái chế đã được theo đuổi trong nhiều năm, nhưng chương trình này sẽ trở thành động lực để các thương hiệu thời trang tăng tốc chuyển dịch sang sợi tái chế khi người tiêu dùng ngày càng ưu tiên sử dụng các sản phẩm có nguồn gốc bảo vệ môi trường. STK là một trong hai nhà sản xuất sợi tái chế lớn nhất tại Việt Nam, nhờ đó được hưởng lợi lớn từ xu hướng này.

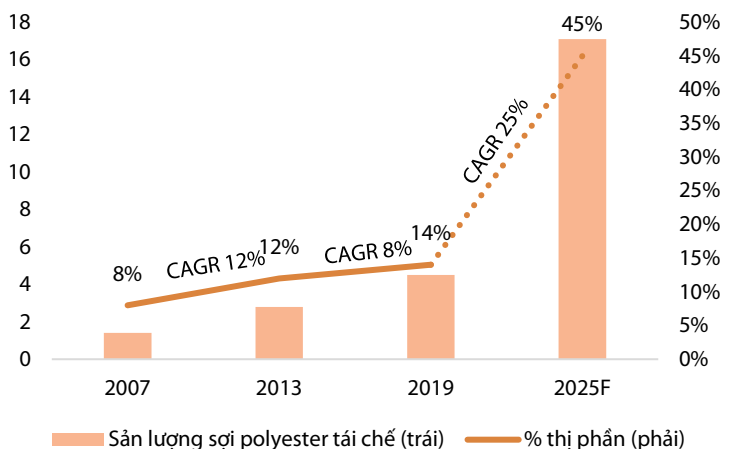
Ngoài ra, vào năm 2018, Trung Quốc vốn chiếm một nửa sản lượng sợi tái chế toàn cầu, đã bắt đầu cấm nhập khẩu chất thải rắn, bao gồm cả nguyên liệu để sản xuất rPET và khiến sản lượng rPET toàn cầu sụt giảm đáng kể. Điều này mở ra cơ hội chuyển đơn hàng sợi tái chế sang Việt Nam.

Hình 3: Sản lượng rPET toàn cầu (triệu tấn) và thị phần (% rPET trong tổng sản lượng polyester) trong giai đoạn 2010-2019










Nguồn: Textile Exchange, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tiêu thụ rPET toàn cầu (triệu tấn) và thị phần sợi rPET (%) dự phóng trong ngành may mặc năm 2025F



Nguồn: Textile Exchange, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Mục tiêu sử dụng sợi polyester tái chế của khách hàng gián tiếp của STK

Thương hiệu	% Sử dụng sợi tái chế hiện tại	% Mục tiêu	Năm	% Sản phẩm sản xuất tại Việt Nam/Tổng sản phẩm	
				May mặc	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 	Bắt đầu sử dụng năm 2020			N/A	

Nguồn: Báo cáo thường niên của các công ty, STK, CTCK Rồng Việt

Nhà máy Unitex sẽ tăng gấp đôi công suất của STK năm 2025

STK đặt mục tiêu xây dựng nhà máy Unitex trong giai đoạn 2021-2025 với tổng công suất 60.000 tấn/năm, giai đoạn đầu sẽ hoàn thành 60% công suất trong năm 2023 và tăng gấp đôi công suất hiện tại vào năm 2025. Tổng CAPEX sẽ là 120 triệu USD với 70% vốn vay. Dự án sẽ được chia thành hai giai đoạn: 2021 - 2023 (36.000 tấn/năm và CAPEX 75 triệu USD); 2023 - 2025 (24.000 tấn/năm và CAPEX 45 triệu USD). STK cũng có kế hoạch phát hành cổ đông hiện hữu 13,6 triệu cổ phiếu (20% số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại) để tài trợ cho dự án này, được thực hiện vào cuối năm 2021. Ngoài ra, tại cuộc họp các chuyên viên phân tích Q2-FY21, STK tiết lộ rằng công ty sẽ thực hiện một phát hành riêng lẻ 13,6 triệu cổ phiếu khác trong năm 2022. Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi kết hợp dự phóng nhà máy và việc phát hành cổ đông hiện hữu vào trong định giá dựa trên kế hoạch của STK trong khi việc phát hành riêng lẻ vẫn cần thêm thông tin chi tiết (**Bảng 4**).

Do CAPEX lớn trong 5 năm tới, chúng tôi kỳ vọng nợ dài hạn của STK sẽ tăng từ năm 2022. Tuy nhiên, bảng cân đối kế toán lành mạnh của STK và các đợt phát hành vốn mới sẽ hỗ trợ công ty đạt được tỷ lệ D/E tương đối an toàn. Cụ thể, chúng tôi dự phóng tỷ lệ D/E sẽ tăng từ 31% trong năm 2021 lên 92% trong năm 2022. Nếu đợt phát hành riêng lẻ được thực hiện theo kế hoạch, tỷ lệ D/E năm 2022 sẽ thấp hơn so với dự phóng hiện tại của chúng tôi (**Bảng 5**).

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST tăng lần lượt 26% YoY và 29% YoY, chủ yếu nhờ đóng góp doanh thu cao hơn của sợi tái chế (59% trong năm 2022 so với 54% trong năm 2021), củng cố biên lợi nhuận gộp năm 2022 tăng 111 bps YoY lên 20,4%. Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng nhà máy mới sẽ tăng công suất của STK lên 57%, dẫn đến doanh thu tăng 45% YoY trong năm 2023. Tuy nhiên, LNST sẽ tăng trưởng với tốc độ thấp hơn 36% YoY trong năm 2023 do biên lợi nhuận ròng sẽ giảm 80 bps YoY khi chi phí khấu hao tăng. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của STK sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 23% và 24% trong giai đoạn 2021-2025 (**Bảng 6**).

Bảng 4: Kế hoạch dự án nhà máy Unitex và phát hành cổ phiếu

Dự án Unitex		Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu	
Thời gian	Giai đoạn 1: 2021 – 2023; Giai đoạn 2: 2023 – 2025	Thời gian	Cuối năm 2021
Tổng công suất	60.000 tấn/năm (Giai đoạn 1: 36.000 tấn; Giai đoạn 2: 24.000 tấn)	Số lượng CP phát hành	13,6 triệu CP (1 CP mới cho 5 CP hiện có)
Tổng CAPEX	120 triệu USD (Giai đoạn 1: 75 triệu USD; Giai đoạn 2: 45 triệu USD)	Giá phát hành	10.000 đồng/CP
Cơ cấu tài chính	D/E: 70/30	Tiền thu được	136 tỷ đồng

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Dự phóng nợ và vốn cổ phần cho giai đoạn 2021F-2023F

Tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	2023F
Tổng nợ	274	423	1.481	1.787
Nợ ngắn hạn	223	254	318	428
Nợ dài hạn	52	169	1.163	1.359
Tổng vốn cổ phần	1.082	1.385	1.611	1.968
D/E (%)	25%	31%	92%	91%
Tỷ lệ trả lãi vay (x)	10,1	27,4	11,8	8,8
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	40%	37%	27%	24%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Dự phóng kết quả kinh doanh 2021-2025

Tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Công suất thiết kế (tấn/năm)	63.000	63.000	63.000	99.000	99.000	123.000
Doanh thu	1.766	2.104	2.659	3.846	4.171	5.040
% tăng YoY	-21%	19%	26%	45%	8%	21%
% Đóng góp doanh thu của sợi tái chế	45%	54%	59%	64%	67%	71%
LNST	143	278	358	488	551	668
% tăng YoY	-33%	94%	29%	36%	13%	21%
Biên ròng (%)	8,1%	13,2%	13,5%	12,7%	13,2%	13,3%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2021 & 2022
Bảng 7: Dự phóng 2021 & 2022

Tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	%2021 (YoY)	%2022 (YoY)	Giả định 2021F	Giả định 2022F
Doanh thu	1.766	2.104	2.659	19%	26%		
Sợi nguyên sinh	977	970	1.095	-1%	13%	Sản lượng tiêu thụ sợi nguyên sinh giảm sẽ được bù đắp bởi mức tăng giá bán 9% do chênh lệch giá được cải thiện.	Được thúc đẩy bởi kết quả thuế chống bán phá giá thuận lợi, STK có thể giành lại thị phần từ các nhà sản xuất Trung Quốc và tăng giá bán.
Sợi tái chế	788	1.132	1.563	44%	38%	Sợi tái chế tiếp tục đóng góp 58% tổng doanh thu, phần lớn nhờ vào sản lượng tiêu thụ sợi tái chế tăng mạnh trong khi giá bán trung bình sợi tái chế đi ngang.	Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ tiếp tục tập trung vào mảng sợi tái chế do nhu cầu cao từ các thương hiệu thời trang. Sợi tái chế sẽ đóng góp 60% vào tổng doanh thu trong năm 2022 so với 54% năm 2021.
Lợi nhuận gộp	255	407	544	59%	34%		
Sợi nguyên sinh	103	137	165	34%	20%		
Sợi tái chế	154	269	378	75%	40%		
Chi phí bán hàng & quản lý	-81	-90	-104	12%	15%		
EBIT	174	316	440	81%	39%		
EBITDA	307	454	577	48%	27%		
Lãi/(lỗ) ngoài HĐKD	-11	-4	-37	-67%	888%	Chi phí tài chính giảm 52% YoY vì STK đã trả hết nợ dài hạn trong Q1-FY21.	Chi phí tài chính tăng gấp 3 lần YoY vì STK sẽ tăng nợ dài hạn để xây dựng nhà máy Unitex.
LNST	143	278	358	94%	29%		

Biên lợi nhuận gộp	14,5%	19,3%	20,4%	488 bps	111 bps	Biên LNG sẽ cải thiện mạnh mẽ do chuyển đổi đa dạng sản phẩm đối với sợi tái chế và mở rộng chênh lệch giá.
Biên LNG sợi nguyên sinh	10,5%	14,1%	15,1%	362 bps	94 bps	Được thúc đẩy bởi chênh lệch giá cao do nhu cầu hồi phục dẫn đến giá bán tăng và tồn kho chi phí thấp trong 6T 2021. Giá bán sợi nguyên sinh sẽ cải thiện, nhờ kết quả thuế chống bán phá giá thuận lợi của Bộ Công thương.
Biên LNG sợi tái chế	19,5%	23,8%	24,2%	430 bps	40 bps	Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ duy trì mức chênh lệch giá sợi tái chế cao do nhu cầu tăng cao từ các khách hàng thương hiệu may mặc. Biên LNG sợi tái chế sẽ tiếp tục mở rộng nhờ nhu cầu cao.
Biên EBIT	9,9%	15,0%	16,5%	516 bps	151 bps	
Biên ròng	8,1%	13,2%	13,5%	510 bps	26 bps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp DCF (50%) và so sánh P/E (50%) để đưa ra giá mục tiêu 1 năm của cổ phiếu STK là 67.000 đồng/cp. Sử dụng WACC là 11%, giá trị nội tại với phương pháp định giá DCF là 71.000 đồng/CP. Về so sánh P/E, chúng tôi tìm kiếm các nhà sản xuất PFY có quy mô tương đương trên toàn cầu nhưng chủ yếu là châu Á, nơi các đối thủ cạnh tranh chính của STK được xác định. Chúng tôi tin rằng triển vọng tươi sáng đối với sợi tái chế và nhà máy Unitex sẽ hỗ trợ tăng trưởng kinh doanh mạnh mẽ của công ty trong 5 năm tới, dẫn đến dự phóng CAGR LNST của chúng tôi là 24% trong giai đoạn 2021-2025, cũng như hiệu quả sinh lời vượt trội so với đối thủ.

Bảng 8: Tóm tắt định giá STK

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá (VNĐ/CP)
FCFF	50%	71.000
PE 16.5x	50%	63.000
Tổng	100%	67.000

Bảng 9: Chiết khấu dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập ròng	278	358	488	540	668
(+) Khấu hao	137	137	293	293	394
(+) Lãi vay*(1-t)	10	33	62	69	60
(-) Thay đổi vốn hoạt động	-20	35	107	23	63
(-) CAPEX	321	1,421	851	351	251
FCFF	117	-937	-123	516	783

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Định giá FCFF

Chi phí sử dụng vốn		FCFF	Tỷ đồng
Beta	1,0	Giá trị tích lũy FCFF	64
Lãi suất phi rủi ro	1,0%	Giá trị hiện tại của terminal value	4.876
Phân bù rủi ro vốn cổ phần	12,0%	(-) Nợ	423
Chi phí vốn cổ phần	13,6%	(+) Tiền và tương đương tiền	316
Chi phí nợ sau thuế	4,1%	Giá trị cổ phiếu	4.833
D/E	0,39	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	68,2
WACC	11,0%	Giá mục tiêu (VNĐ)	71.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 11: So sánh các công ty trong ngành

Tên công ty	Mã code	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	ROE (%)	ROA (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
LAN FA TEXTILE	1459 TT	Đài Loan	155	12,6	5,6	10,5	1,2	49,0
RODA VIVATEX TBK	RDTX IJ	Indonesia	145	7,2	6,6	10,6	0,7	8,4
HONG YI FIBER INDUSTRY CO.	1452 TT	Đài Loan	108	13,8	12,5	8,6	1,1	6,9
UNIFI INC	UFI US	Mỹ	451	5,7	3,7	12,8	1,3	5,9
VARDHMAN TEXTILES LTD.	VTEX IN	Ấn Độ	1.527	6,5	4,3	27,6	1,7	10,9
YI JINN INDUSTRIAL CO.	1457 TT	Đài Loan	188	7,1	1,8	12,2	0,9	50,2
NITIN SPINNERS	NSPL IN	Ấn Độ	191	13,0	4,1	20,9	2,6	10,0
FORMOSA TAFFETA	1434 TT	Đài Loan	1.807	3,5	2,9	32,1	0,8	26,0
Trung bình			626	13,6	5,6	16,5	1,1	20,9
STK	STK VN	Việt Nam	188	24,8	14,9	15,9	3,7	8,1

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HKKD	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	2.229	1.766	2.104	2.659
Giá vốn	1.875	1,510	1,697	2,115
Lãi gộp	354	255	407	544
Chi phí bán hàng	27	24	27	35
Chi phí quản lý	58	57	63	69
Thu nhập từ HĐTC	14	12	8	11
Chi phí tài chính	35	23	12	48
Lợi nhuận khác	5	-	-	-
LN trước thuế	253	163	312	403
Thuế TNDN	39	20	34	44
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	215	143	278	358
EBIT	269	174	316	440
EBITDA	406	307	454	577

Chỉ số tài chính

	2019	2020	2021F	2022F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	-7,4	-20,8	19,1	26,4
Lợi nhuận HKKD	4,5	-24,2	47,5	27,3
EBITDA	9,8	-35,2	81,4	39,1
Lợi nhuận sau thuế	20,3	-33,2	93,9	28,8
Tổng tài sản	-2,4	-17,7	26,3	63,7
Vốn chủ sở hữu	19,2	-0,1	28,0	16,4

Khả năng sinh lợi (%)

LN gộp/doanh thu	15,9	14,5	19,3	20,4
EBITDA/doanh thu	18,2	17,4	21,6	21,7
EBIT/doanh thu	12,1	9,9	15,0	16,5
LNST/doanh thu	9,6	8,1	13,2	13,5
ROA	10,4	8,4	12,9	10,2
ROE	19,8	13,3	20,1	22,2

Hiệu quả hoạt động

Vòng quay kh. phải thu	22,7	18,1	25,0	25,0
Vòng quay HTK	3,6	3,8	4,3	4,3
Vòng quay kh. phải trả	6,1	4,4	5,0	5,0

Khả năng thanh toán

Hiện hành	1,1	1,1	1,5	1,3
Nhanh	0,4	0,4	0,9	0,6

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng nợ/ Vốn CSH	62,3	25,3	30,5	91,9
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	47,1	20,6	18,3	19,7
Vay dài hạn/ Vốn CHS	15,1	4,8	12,2	72,2

Tỷ đồng

Bảng CĐKT	2019	2020	2021F	2022F
Tiền	150	95	316	266
Đầu tư ngắn hạn	80	26	82	53
Khoản phải thu	98	98	84	106
Tồn kho	523	401	390	487
Tài sản ngắn hạn khác	27	14	25	26
Tài sản cố định hữu hình	1.049	914	1.097	2.381
Tài sản cố định vô hình	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	2	19	19	19
Tài sản dài hạn khác	140	137	137	182
Tổng tài sản	2.069	1.703	2.151	3.520
Khoản phải trả	308	343	339	423
Vay và nợ ngắn hạn	510	223	254	318
Vay và nợ dài hạn	164	52	169	1.163
Vay và nợ khác	-	-	-	-
Quỹ khen thưởng phúc lợi	3	4	4	4
Quỹ khoa học công nghệ	-	-	-	-
Tổng nợ	986	621	766	1.909
Vốn đầu tư của CSH	742	742	878	878
Cổ phiếu quỹ	-	-42	-42	-42
Lợi nhuận giữ lại	340	381	547	774
Thu nhập khác	-	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	1	1	1	1
Tổng vốn	1.083	1.082	1.385	1.611
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-

Chỉ số định giá

	2019	2020	2021F	2022F
EPS (đồng/cp)	3.034	2.028	3.307	4.261
P/E (x)	5,8	10,3	18,6	14,4
BV (đồng/cp)	15.316	15.296	16.464	19.158
P/B (x)	1,1	1,4	3,7	3,2
DPS (Đồng/cp)	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	2,9	2,9	2,9	2,9

Mô hình định giá

	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
DCF	71.000	50%	35.500
P/E	63.000	50%	31.500
Giá mục tiêu		100%	67.000

Lịch sử định giá

	Giá	Khuyến nghị	Thời hạn
3/2021	22.400	Mua	1 năm
6/2021	47.000	Tích lũy	1 năm
11/2021	67.000	Tích lũy	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Đào Phước Toàn
Manager
toan.dp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Phạm Minh Tú
Analyst
tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst
thanh.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst
kiet.tht@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1528)

- BĐS dân dụng
- Thị trường

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

Trần Thu Anh
Analyst
anh.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant
trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)

HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

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

☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6299 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578
☎ +84 292 381 8387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**