

CTCP SỢI THỂ KỶ (HSX: STK)

Chống trở trước thách thức bủa vây

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2/FY22	Q1/FY22	+/- qoq	Q2/FY21	+/- yoy
Doanh thu	530	640	-17,3%	510	3,8%
LNST	69	76	-9,1%	71	-2,0%
EBIT	86	89	-3,7%	73	16,9%
Tỷ suất EBIT	16,2%	13,9%	228 bps	14,4%	181 bps

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

1H2022: Tăng trưởng chững lại trước nhu cầu tiêu dùng suy giảm

- Trong 6T2022 đầu năm, STK ghi nhận doanh thu đạt 1.170 tỷ đồng (+9% YoY), trong đó giá bán sợi bình quân tăng do giá hạt PET bù trừ cho sản lượng giảm nhẹ trong kỳ. Mặc dù LNST đạt 146 tỷ đồng (+3%YoY) nhưng STK lại ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá bất thường là 13,5 tỷ đồng trong Q2/2022 do tỷ giá USD/VND tăng. Nhìn chung, trong nửa đầu năm 2022, STK hoàn thành 45% / 48% kế hoạch doanh thu/LNST đặt ra.
- Biên lợi nhuận gộp (GPM) đạt 18.6% (-100 bps) trong nửa đầu năm do (1) nhu cầu đặt hàng từ khách hàng giảm kéo theo sản lượng sợi tái chế đóng góp thấp hơn, (2) giá hạt PET đầu vào tăng, và (3) STK gộp đơn bán lẻ hàng mà loại sợi không phải hàng điều phối để đẩy hàng tồn kho trong Q1/2022.

2H2022: Thách thức trước mắt với nguy cơ đơn đặt hàng bị cắt giảm

- Khách hàng gián tiếp của STK với đầu ra là các sản phẩm quần áo thể thao và các sản phẩm may mặc, chịu ảnh hưởng lớn từ vĩ mô. Theo STK, sự chậm trễ trong các đơn đặt hàng của khách hàng dệt do mức tồn kho cao của phía sản xuất & bán buôn, sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng sản lượng của công ty trong 2H2022 và cho đến 1H2023 nếu tình hình hiện tại vẫn tiếp diễn. Theo đó, kế hoạch của STK là tập trung vào các đơn đặt hàng có giá trị cao để bù đắp sự sụt giảm sản lượng.
- Chúng tôi không lạc quan về tỷ trọng doanh thu sợi tái chế cho năm 2022 so với kế hoạch đề ra của doanh nghiệp khi sản lượng sợi tái chế giảm 10% YoY trong khi sợi nguyên sinh tăng trưởng 11% về sản lượng trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin vào mức chênh lệch giá bán và giá nguyên vật liệu của sợi tái chế duy trì ổn định so với sợi nguyên sinh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST trong Q3/2022 lần lượt là 560 tỷ đồng (+ 6% QoQ, + 20% YoY) và 67 tỷ đồng (-3% QoQ, + 8% YoY). Trong năm 2022, chúng tôi dự báo tỷ trọng sợi tái chế sẽ đóng góp 49% tổng doanh thu. Doanh thu và LNST kỳ vọng đạt lần lượt 2.311 tỷ đồng (+ 13% YoY) và 289 tỷ đồng (+ 4% YoY). EPS cả năm đạt 3.533 đồng/cổ phiếu.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng trước mắt STK vẫn sẽ chịu ảnh hưởng bởi khó khăn chung của ngành dệt may trong thời gian sắp tới. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy tiềm năng của doanh nghiệp nhờ (1) vị thế đầu nguồn với lợi thế cạnh tranh về chất lượng sợi, (2) hưởng lợi từ xu hướng ngành dệt may trong tương lai với mục tiêu hướng tới các loại sợi có tỷ suất lợi nhuận cao đi cùng kế hoạch mở rộng công suất. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST tăng trưởng với tốc độ CAGR là 18,3%/năm và 19,9%/năm cho giai đoạn 2022-2026. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của STK là **41.600 đồng/cổ phiếu** cho tầm nhìn một năm, tương đương mức sinh lời kỳ vọng **22%** dựa trên giá đóng cửa ngày 18/10/2022, bao gồm mức cổ tức 1.000 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với STK.

MUA +22%

Giá thị trường (VND)	34.000
Giá mục tiêu (VND)	41.600

Cổ tức tiền mặt (VND)* 1.000

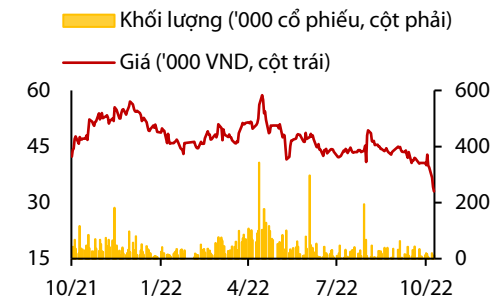
*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.782
SLCPDLH (triệu cổ phiếu)	81,8
KLGD bình quân 20 phiên	13.300
Free Float (%)	55,4
Giá cao nhất 52 tuần	57.300
Giá thấp nhất 52 tuần	32.250
Beta	0,8

	FY2021	Hiện tại
EPS	3.937	4.185
Tăng trưởng EPS (%)	88,2	6,3
EPS điều chỉnh	3.937	3.487
P/E	14,0	9,1
P/B	3,1	1,9
EV/EBITDA	10,0	8,3
Tỷ suất cổ tức	2,5	3,9
ROE (%)	22,1	19,9

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

CTCP Tư vấn đầu tư Hướng Việt	24,9
Đặng Mỹ Linh (Chủ tịch)	17,8
Đặng Triệu Hòa	17,2
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	12,9

Trịnh Thị Thu Hoài

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1545

hoai.ttt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2/2022

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY22	Q1-FY22	+/- qoq	Q2-FY21	+/- yoy
Doanh thu	530	640	-17,3%	510	3,8%
Lợi nhuận gộp	105	112	-6,1%	99	6,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	19	23	-15,4%	26	-24,6%
Thu nhập HĐKD	86	89	-3,7%	73	16,9%
EBITDA	113	116	-2,5%	100	12,9%
EBIT	86	89	-3,7%	73	16,9%
Chi phí tài chính	15	5	204,6%	0	4622,2%
- Chi phí lãi vay	2	1	27,8%	1	38,8%
Khấu hao	28	27	1,5%	27	2,2%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	76	89	-14,4%	75	1,0%
Lợi nhuận sau thuế	69	76	-9,1%	71	-2,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	69	76	-9,1%	71	-2,0%

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2/2022

Chỉ tiêu	Q2-FY22	Q1-FY22	+/- qoq	Q2-FY21	+/- yoy
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	19,8%	17,5%	236 bps	19,4%	43 bps
EBITDA/Doanh thu	21,4%	18,2%	325 bps	19,7%	172 bps
EBIT/Doanh thu	16,2%	13,9%	228 bps	14,4%	181 bps
TS lợi nhuận ròng	13,1%	11,9%	118 bps	13,9%	-78 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	13,1%	11,9%	118 bps	13,9%	-78 bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
-Hàng tồn kho	3,8	4,8	-0,97	3,3	0,58
-Khoản phải thu	15,9	21,8	-5,90	18,8	-2,97
-Khoản phải trả	4,2	5,4	-1,28	3,4	0,77
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng vốn CSH	62,1%	55,5%	665 bps	77,6%	-1.544 bps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Kết quả dự phóng Q3 2022

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3/FY22	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	560	6%	19%
LN gộp	103	-2%	16%
EBIT	83	-3%	26%
LNST	67	-3%	8%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Các giả định chính:

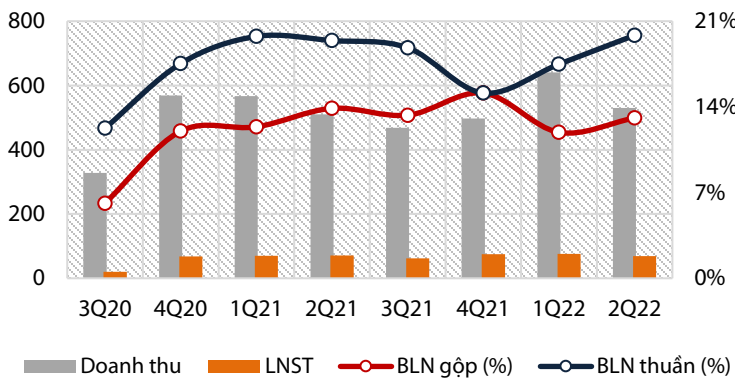
- Do tác động tiêu cực của thị trường do lạm phát cao ở các thị trường xuất khẩu lớn như Hoa Kỳ và EU, cùng với lượng hàng tồn kho cao của khách hàng, đơn đặt hàng cho các sản phẩm may mặc có thể chậm lại trong Quý 3/2022.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3 là 18,3% (-50 bps QoQ) với giả định đóng góp theo quý của sợi tái chế vào tổng doanh thu thấp hơn (~ 2% QoQ) do đơn đặt hàng của khách hàng chậm lại.

1H2022: Sợi tái chế duy trì mức chênh lệch giá bán và giá nguyên liệu (price gap) bất chấp sản lượng tăng trưởng giảm

Trong 6T2022 đầu năm, STK ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 1.170 tỷ đồng (+ 9% YoY) và 146 tỷ đồng (+ 3% YoY). Nhìn chung, STK đã hoàn thành 45% / 48% kế hoạch đề ra cho doanh thu/LNST năm 2022. Cụ thể:

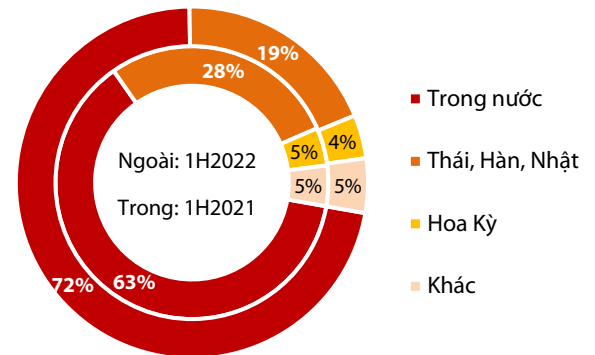
- Tỷ trọng doanh thu sợi tái chế/sợi nguyên sinh trong 6T đầu năm là ngang nhau trong khi năm 2021 là 56%/44%, dẫn tới biên lợi nhuận gộp ở mức 18,6% (-1% YoY). Trong Q2/2022, doanh thu với LNST giảm xuống còn 530 tỷ đồng (-17,3% QoQ) và 69 tỷ đồng (-9,1% QoQ). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp trong Q2 đạt 19,8% (+2.3% QoQ) do (1) đóng góp từ sợi tái chế vào biên lợi nhuận gộp tăng lên và (2) STK gộp đơn bán lẻ hàng mà loại sợi không phải hàng điều phối để dọn hàng tồn kho trong Q1/2022.
- Lợi nhuận sau thuế 6T2022 có cải thiện, tuy nhiên STK đã ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 17,3 tỷ đồng (+220% YoY) do việc nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào và thanh toán nợ ngắn hạn bằng đồng USD trong bối cảnh tỷ giá USD/VND tăng. Cùng với đó, doanh thu xuất khẩu trực tiếp của STK chiếm 28% tổng doanh thu trong nửa đầu năm, giảm so với mức 37% trong năm 2021 do lượng đơn hàng từ Thái Lan sụt giảm. Do đó, rất khó để giảm nhẹ việc lỗ tỷ giá trong thời gian tới.

Hình 1: Kết quả kinh doanh theo quý



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Phân tích KQKD Q2 và 6T/2022 theo mảng

Tỷ đồng	2Q-FY22	%YoY	%QoQ	6T-FY22	%YoY	Nhận xét về KQKD 6T-FY22
Doanh thu	530	4%	-17%	1.170	9%	
Sợi nguyên sinh	271	19%	-15%	587	25%	Do giá chip PET tăng và sản lượng tiêu thụ tăng 11%.
Sợi tái chế	259	-8%	-19%	581	-4%	Chủ yếu là do giảm 10% sản lượng tiêu thụ.
Lợi nhuận gộp	105	6%	-6%	217	3%	
Sợi nguyên sinh	21	-26%	-16%	45	-35%	
Sợi tái chế	84	19%	-3%	172	22%	
Biên gộp (%)	19,8%	43 bps	-240 bps	19,6%	-106 bps	
Sợi nguyên sinh	7,7%	-461 bps	-10 bps	7,3%	-804 bps	Chênh lệch giá sợi nguyên sinh (price gap) giảm -9,4% do hạt PET nguyên sinh có giá cao trong 6 tháng đầu năm (1H2022 ~ 16.500 đồng /0,7 USD).
Sợi tái chế	32,4%	722 bps	540 bps	29,4%	625 bps	Chênh lệch giá của sợi tái chế (price gap*) tăng 11% nhờ đóng góp của một số loại sợi có giá trị cao (1H2022 ~ 32.100 đồng / 1,3 USD).
LNST	69	-2%	-9%	146	3%	

Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Note: Giá bán = giá chip + price gap (khấu hao, tiền lương, lợi nhuận)

Triển vọng 2H2022 & 2023: Âm ảm bởi lượng hàng tồn kho từ phía khách hàng và rủi ro cắt giảm đơn đặt hàng

Đơn đặt hàng hàng may mặc có thể chậm lại trong Quý 3/2022 do tác động tiêu cực của thị trường do lạm phát cao ở các thị trường xuất khẩu dệt may lớn như Mỹ và EU, kết hợp với lượng hàng tồn kho cao của khách hàng. Theo ban lãnh đạo, doanh thu và LNST trong Q3 sẽ thấp hơn dự kiến. Đồng thời, STK kỳ vọng tình hình thị trường sẽ dần cải thiện trong Q4.2022 và kết quả doanh thu và lợi nhuận sẽ tương đương với Q1.2022. Dù vậy, chúng tôi không lạc quan về tỷ trọng sợi tái chế trong cơ cấu doanh thu, khi sản lượng sợi tái chế giảm 10% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi sản lượng sợi nguyên sinh tăng 11% trong 6 tháng đầu năm, nhưng chúng tôi tin vào price gap duy trì tích cực của sợi recycle (Bảng5). Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST của STK lần lượt là 2.311 tỷ đồng (+ 13% YoY) và 289 tỷ đồng (+4%YoY). Trong đó, doanh thu và LNST 6 tháng cuối năm sẽ lần lượt là 1.141 tỷ đồng (-3% /HoH) và 143tỷ đồng (-2% HoH).

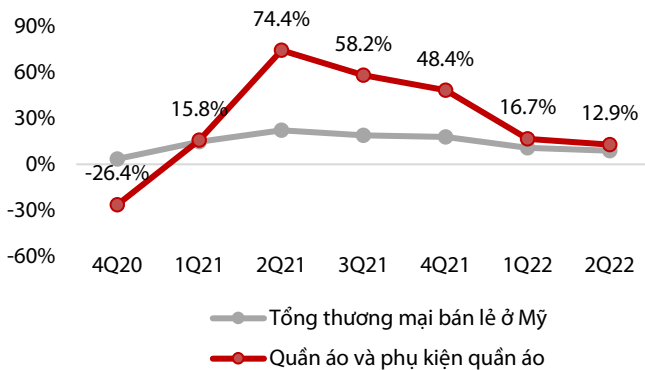
Sản phẩm sợi của STK chủ yếu được sử dụng trong hàng dệt may cao cấp, quần áo thể thao và giày dép do các đặc tính đặc biệt. Tuy nhiên, các khách hàng gián tiếp của STK là Adidas, Nike, Puma, Reebok, Decathlon, v.v. cũng đang chịu ảnh hưởng nặng nề bởi tình hình vĩ mô hiện tại. Cùng với đó, FIFA World Cup 2022 tại Qatar được cho là sẽ không tạo lên khởi sắc nào cho các doanh nghiệp sản xuất đồ thể thao hay giày dép trong 2H22 do đây giải đấu là kỳ World Cup đầu tiên không được tổ chức trong kỳ nghỉ hè bình thường và dự kiến diễn ra trong thời gian ngắn. Nhu cầu tiêu dùng suy yếu, lạm phát cao cản trở chi tiêu của người tiêu dùng, doanh số bán hàng tăng trưởng thấp đã tạo lên một lượng lớn hàng tồn kho cho các khách hàng gián tiếp của STK.

Bảng 5: Thay đổi về price gap của sợi tái chế và sợi nguyên sinh

Thời kỳ	2019/2018	2020/2019	2021/2020	1H2022/1H2021
Sợi tái chế	2,3%	1,9%	5,1%	11,0%
Sợi nguyên sinh	-3,7%	-9,2%	18,4%	-9,4%

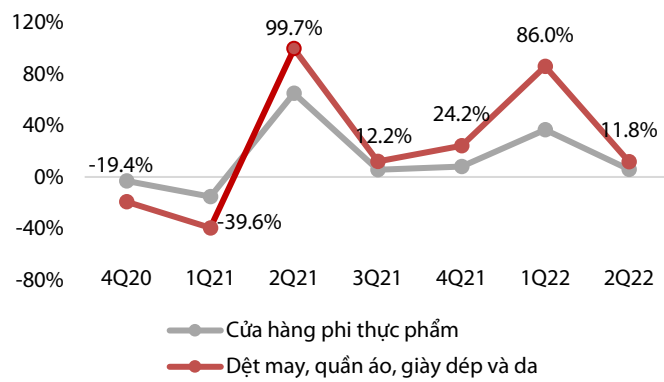
Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tăng trưởng doanh số bán lẻ ở Mỹ (%YoY)



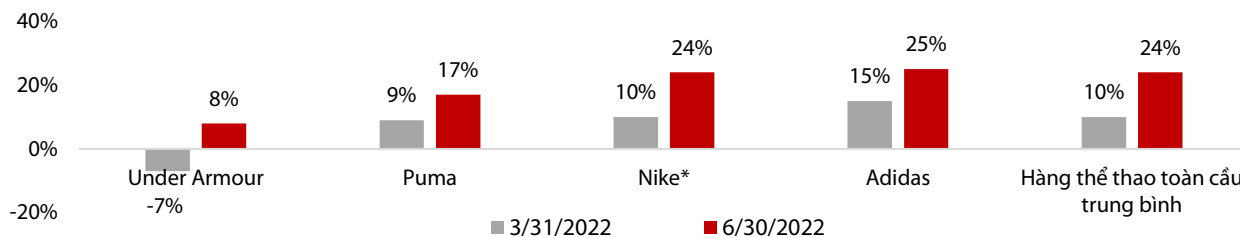
Nguồn: US Census Bureau

Hình 4: Tăng trưởng doanh số bán lẻ ở Anh YoY (%YoY)



Nguồn: UK Census Bureau

Hình 5: Tỷ lệ tăng trưởng Hàng tồn kho/doanh thu của hàng thể thao toàn cầu (YoY)



Nguồn: Dữ liệu công ty. *Note: Các quý tài chính của NKE kết thúc vào tháng 2 và tháng 5, không phải tháng 3 và tháng 6

Trong khi nhu cầu chậm lại, hàng tồn kho bán lẻ vẫn tăng. Do vậy, chu kỳ nhu cầu giảm và chu kỳ tồn kho sẽ làm lu mờ triển vọng đơn đặt hàng may mặc và giày dép trong năm 2023, hoặc ảnh hưởng có thể đến luôn từ nửa cuối 2022.

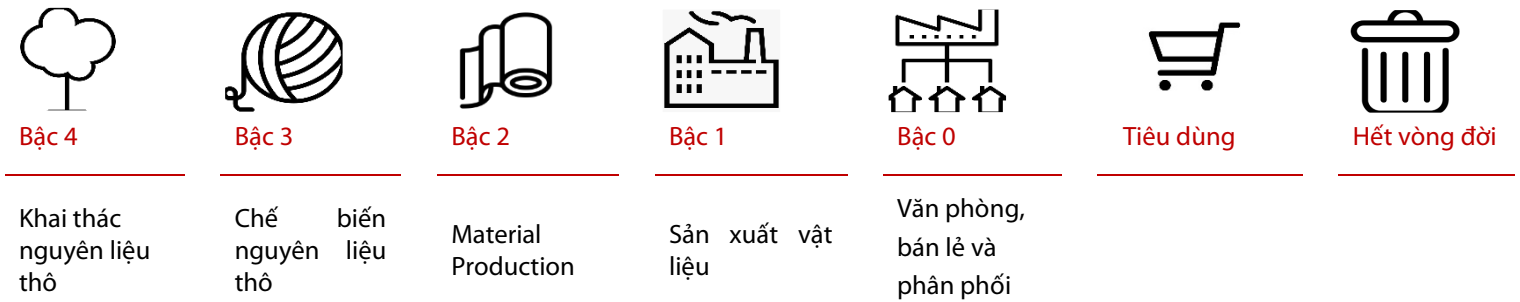
Bức tranh không chỉ toàn màu ảm đạm: Sợi tái chế sẽ là điểm sáng cho tăng trưởng trong tương lai

Ngành T&A hiện đang trải qua hai xu hướng chính: (1) cắt giảm thời gian tiến hành sản xuất (lead time), và (2) chuyển hướng và cam kết với ESG để giảm ô nhiễm môi trường ¹.

Với xu hướng thứ nhất, thời gian thực hiện sản xuất giảm (trước đây là 6 tháng, nay từ sợi đến dệt là 3-4 tháng). Thời gian từ may mặc đến giày dép cũng giảm đi một nửa. Do đó, các thương hiệu có yêu cầu chất lượng cao hơn nên sẽ ưu tiên lựa chọn những thương hiệu có lợi thế cạnh tranh về chất lượng. Do đó, STK sẽ được hưởng lợi trước xu hướng của khách hàng là lựa chọn nhà cung cấp với sản phẩm chất lượng cao.

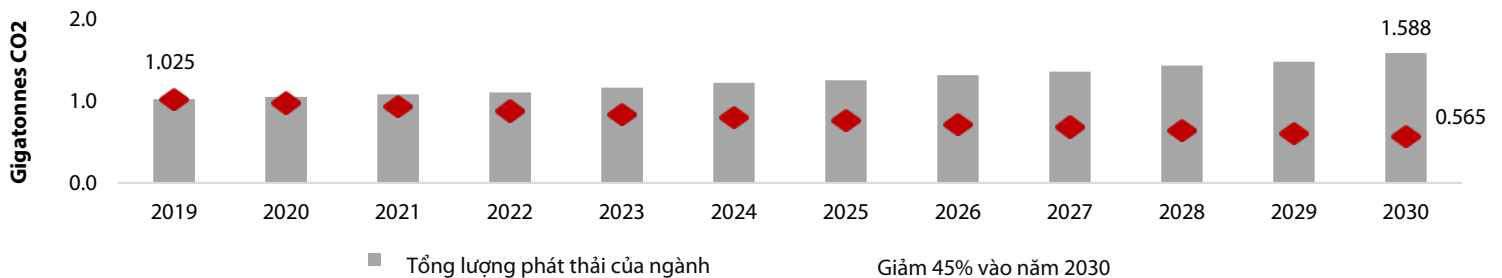
Với xu hướng thứ 2, Top 20 khách hàng hàng đầu của STK hiện nay là vải (chuỗi giá trị: nguyên liệu thô-> xơ-> sợi-> vải-> may mặc). Trước đây, các thương hiệu thường chỉ quan tâm đến hàng may mặc (bậc 1), nhưng giờ đây họ quan tâm đến cả vải và sợi (bậc 2 và bậc 3). Do các nhãn hàng đang phải cam kết về tính bền vững, bao gồm giảm 50% lượng khí thải carbon vào năm 2023 và không phát thải ròng vào năm 2050. Kế hoạch hành động của họ dựa trên hai trụ cột chính: (1) đạt được hiệu quả năng lượng trong chuỗi cung ứng và hệ thống, và (2) mua nguyên liệu chính như polyester tái chế và bông hữu cơ. Top 20 khách hàng hàng đầu của STK đều thuộc chuỗi cung ứng này và khách hàng của họ là các thương hiệu sẽ thuê kiểm toán để đảm bảo tuân thủ ESG. Ngoài ra, sợi tái chế đóng góp đáng kể vào mục tiêu này bằng cách giảm lượng khí thải carbon xuống 33-34% so với sợi nguyên sinh. Các thương hiệu sẽ được yêu cầu xuất bản một báo cáo tác động về cam kết của họ hàng năm (mặc dù không bắt buộc, nhưng là một kế hoạch marketing quan trọng để cạnh tranh). Do đó, STK sẽ được hưởng lợi không chỉ vì nhu cầu đối với sợi tái chế sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững mà còn vì sự kết nối chuỗi cung ứng với các khách hàng trực tiếp của công ty.

Hình 6: Tiêu chuẩn Higg xuyên suốt chuỗi giá trị ngành dệt may



Nguồn: Adapted from the Sustainable Apparel Coalition. **Higg Index** là một tiêu chuẩn tự đánh giá của ngành may mặc và da giày để đánh giá tính bền vững về môi trường và xã hội trong toàn bộ chuỗi cung ứng

Hình 7: Dự báo phát thải khí nhà kính (cấp 1 đến cấp 4) cho Ngành May mặc, 2019–2030



Nguồn: WRI authors

¹ Lộ trình đến “net zero”: cung cấp các mục tiêu dựa trên khoa học trong lĩnh vực may mặc, Viện tài nguyên thế giới, 11/2021

Nắm bắt nhu cầu thị trường toàn cầu, kế hoạch mở rộng công suất với nhà máy Unitex với mục tiêu tăng tỷ trọng sợi tái chế sẽ giúp STK có dư địa tăng trưởng trong những năm tới. Theo STK, đóng góp của sợi tái chế sẽ tăng hơn nữa vào năm 2023, khi nhà máy bắt đầu hoạt động vào quý 4/2023. Dự kiến nhà máy sẽ hoàn thành vào tháng 5/2023 và đi vào hoạt động vào đầu quý 4/2023 (chậm hơn một quý so với kế hoạch). Chi phí xây dựng 515 tỷ đồng sẽ được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu trong khi chi phí máy móc 1,2 tỷ đồng sẽ được tài trợ bằng nợ USD với lãi suất vay 4%-5% / năm. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST trong giai đoạn 2022-2026 sẽ tăng trưởng lần lượt ở mức 18,3%/năm và 19,9%/năm. Tuy nhiên, việc gia tăng nợ vay trong thời gian đầu tư nhà máy Unitex dẫn đến nghĩa vụ thanh toán nợ sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của STK trong giai đoạn 2023-2024.

Bảng 6: Dự phóng nợ và vốn cổ phần cho giai đoạn 2022F-2025F

Tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Tổng nợ	321	332	1.212	1.457	1.203
Nợ ngắn hạn	321	353	348	587	580
Nợ dài hạn	-	-	900	900	600
Tổng vốn cổ phần	1.259	1.572	1.722	2.039	2.439
D/E (%)	26%	22%	72%	73%	48%
Tỷ lệ trả lãi vay (x)	51,8	16,8	9,2	7,8	9,3
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.500	1.000	1.000	1.500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	38%	43%	29%	20%	25%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Dự phóng kết quả kinh doanh 2022-2026

Tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Công suất thiết kế (tấn/năm)	63.000	63.000	72.000	99.000	123.000	123.000
Doanh thu	2.042	2.311	2.563	3.412	4.009	4.532
% tăng YoY	15,7%	13,2%	10,9%	33,1%	17,5%	13,1%
% Đóng góp doanh thu của sợi tái chế	49,8%	49,0%	51,2%	53,3%	57,1%	58,8%
Lợi nhuận gộp	374	422	444	646	758	861
% tăng YoY	46,7%	12,7%	5,3%	45,3%	17,4%	13,5%
Biên lợi nhuận gộp (%)	18,3%	18,3%	17,3%	18,9%	18,9%	19,0%
NPAT	278	289	282	405	488	597
% tăng YoY	94,2%	3,8%	-2,5%	43,5%	20,6%	22,4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	13,6%	12,5%	11,0%	11,9%	12,2%	13,2%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2022 & 2023
Bảng 8: Dự phóng 2022 & 2023

Tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	%2022 (YoY)	%2023 (YoY)	Giá định 2022F	Giá định 2023F
Doanh thu	2.042	2.311	2.563	13,2%	9,7%		
Sợi nguyên sinh	1.025	1.178	1.250	14,9%	6,1%	Kì vọng sợi nguyên sinh sẽ đóng góp 51% vào cơ cấu doanh thu nhờ giá bán tăng bị kéo theo bởi giá hạt PET.	Giá định tỉ lệ đóng góp vào doanh thu giảm nhẹ do nhu cầu tăng trưởng chậm, cùng với kế hoạch của STK là dịch chuyển sang sợi tái chế để duy trì biên lợi nhuận trong thời kỳ sản lượng tăng trưởng thấp.
Sợi tái chế	1.017	1.133	1.312	14,9%	15,8%	Sợi tái chế sẽ đóng góp khoảng 49% vào tổng doanh thu, do giá bán bình quân tăng nhờ price gap lớn.	Chúng tôi kỳ vọng rằng khi nhà máy Unitex đi vào hoạt động vào Q4/2023 sẽ giúp tăng sản lượng sợi tái chế trong khi giá bán ASP tăng nhẹ.
Lợi nhuận gộp	375	422	444	12,5%	5,2%		
Sợi nguyên sinh	134	97	137	-27,6%	41,2%		
Sợi tái chế	241	325	307	34,9%	-5,5%		
Chi phí bán hàng & quản lý	-99	-83	-92	-16,2%	10,8%		
EBIT	276	334	352	23,7%	3,2%		
EBITDA	386	452	618	16,9%	36,9%		
Lãi/(lỗ) ngoài HĐKD	10	-11	-33	210,0%	200,0%	Chủ yếu do lỗ tỷ giá.	Chủ yếu do lỗ tỷ giá.
LNST	278	289	282	4,0%	-2,4%		
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	18,3%	17,3%	10 bps	-100 bps	Kỳ vọng biên gộp sẽ giữ ngang mức 2021.	Do chi phí khấu hao cao trong tổng chi phí làm biên nhuận gộp giảm.
Biên LNG sợi nguyên sinh	13,1%	8,2%	11,0%	-490bps	280 bps	Do 2022 là năm có price gap* thấp trong khi chi phí hạt PET tăng cao.	Sang 2023 kỳ vọng price gap về lại mức ổn định, và giá hạt PET cũng hạ nhiệt.
Biên LNG sợi tái chế	23,7%	28,6%	23,4%	490 bps	-520 bps	Nhờ price gap cao, đồng thời giá hạt rPET đầu vào cũng tương đối ổn định so với hạt PET làm sợi nguyên sinh.	Price gap giảm nhẹ nếu doanh số sợi tái chế bị ảnh hưởng trong 2023.
Biên EBIT	13,5%	14,7%	13,7%	120 bps	-100 bps		
Biên ròng	13,6%	12,5%	11,0%	-110 bps	-150 bps		

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Note: Giá bán = giá chip + price gap (khấu hao, tiền lương, lợi nhuận).

Định giá

Sử dụng WACC là 14,5%, giá trị nội tại với phương pháp định giá DCF là 51.000 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, với mức PE dự phóng là 10,2x. Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp DCF (40%) và so sánh P/E (60%) để đưa ra giá mục tiêu 1 năm của cổ phiếu STK là 41.600 đồng/cp.

Bảng 9: Tóm tắt định giá STK

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá (VNĐ/CP)
FCFF	40%	20.400
PE 11,6X	60%	21.200
Tổng	100%	41.600

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Chiết khấu dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập ròng	289	282	405	488	597
(+) Khấu hao	110	266	266	367	367
(+) Lãi vay*(1-t)	9	29	54	53	33
(-) Thay đổi vốn lưu động	41	24	77	55	48
(-) CAPEX	150	1.650	700	300	-
FCFF	232	(236)	129	188	226

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 11: Định giá FCFF

Chi phí sử dụng vốn	FCFF	Tỷ đồng
Beta	1,0	Giá trị tích lũy FCFF
Lãi suất phi rủi ro	4,8%	Giá trị hiện tại của terminal value
Phân bù rủi ro vốn cổ phần	10,8%	(-) Nợ
Chi phí vốn cổ phần	17,8%	(+) Tiền và tương đương tiền
Chi phí nợ sau thuế	4,8%	Giá trị cổ phiếu
D/E	0,3	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)
WACC	14,5%	Giá mục tiêu (VNĐ)
		51.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 12: 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	102	20,5	10,2	30,5	0,9	46,4
SIYARAM SILK MILLS LTD.	SIYA IN	Ấn Độ	266	0,5	0,3	10,0	2,3	6,5
RODA VIVATEX TBK	RDTX IJ	Indonesia	157	6,9	6,4	9,4	0,8	5,3
HONG YI FIBER INDUSTRY CO., LTD	1452 TT	Đài loan	76	13,2	11,8	12,3	0,9	4,6
UNIFI INC	UFI US	Hoa Kỳ	185	8,6	5,6	13,4	0,5	5,9
INDO-RAMA SYNTHETICS TBK	INDR IJ	Indonesia	324	20,2	10,1	3,5	0,7	3,2
VARDHMAN TEXTILES LTD.	VTEX IN	Ấn Độ	1.210	6,6	4,4	1,3	0,3	1,7
YI JINN INDUSTRIAL CO.	1457 TT	Đài loan	173	4,4	1,1	4,1	0,8	28,8
THAI TEXTILE INDUSTRY PCL	TTI TB	Thái Lan	38	2,3	1,4	11,8	0,6	4,4
HYOSUNG TNC CORP	298020 KS	Hàn Quốc	851	76,2	21,0	2,7	1,0	2,8
FORMOSA TAFFETA	1434 TT	Đài Loan	1.437	3,5	2,7	12,7	0,7	21,3
Trung bình			438	14,8	6,8	10,2	0,9	11,9
STK	STK VN	Việt Nam	144	23,8	15,2	11,8	2,5	8,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

KQ HKKD	Tỷ đồng			
	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
Doanh thu thuần	1.766	2.042	2.311	2.563
Giá vốn	1.510	1.668	1.889	2.119
Lãi gộp	255	374	422	444
Chi phí bán hàng	24	27	29	33
Chi phí quản lý	57	72	53	59
Thu nhập từ HĐTC	12	18	8	5
Chi phí tài chính	23	9	20	38
Lợi nhuận khác	-	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	163	286	329	320
Thuế TNDN	20	7	39	38
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	143	278	289	282
EBIT	174	276	340	353
EBITDA	307	386	450	619

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-20,8	15,7	13,2	10,9
Lợi nhuận HKKD	-24,2	25,6	16,6	37,5
EBIT	-35,2	58,2	23,3	4,0
Lợi nhuận sau thuế	-33,2	94,2	3,8	-2,5
Tổng tài sản	-17,7	15,8	16,0	47,1
Vốn chủ sở hữu	-0,1	16,4	24,9	9,6

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,5	18,3	18,3	17,3
EBITDA/ Doanh thu	17,4	18,9	19,5	24,2
EBIT/ Doanh thu	9,9	13,5	14,7	13,8
LNST/ Doanh thu	8,1	13,6	12,5	11,0
ROA	8,4	14,1	12,7	8,4
ROE	13,3	22,1	18,4	16,4

Hiệu quả hoạt động				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	18,1	23,3	16,7	16,7
Vòng quay HTK	3,8	3,5	4,5	4,5
Vòng quay kh. phải trả	4,4	4,3	5,6	5,6
Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	1,1	1,3	1,8	1,2
Nhanh	0,4	0,7	1,2	0,6

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	25,3	25,5	22,4	72,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	20,6	25,5	22,4	20,2
Vay dài hạn / Vốn CSH	4,8	0,0	0,0	52,3

BẢNG CĐKT	Tỷ đồng			
	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
Tiền	95	366	539	205
Đầu tư tài chính ngắn hạn	26	-	109	25
Các khoản phải thu	98	88	139	154
Tồn kho	401	472	416	466
Tài sản ngắn hạn khác	14	60	33	33
Tài sản cố định hữu hình	914	831	871	2.255
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	19	6	6	6
Tài sản dài hạn khác	137	149	164	189
TỔNG TÀI SẢN	1.703	1.972	2.270	3.356
Tiền hàng phải trả & ứng trước	343	386	340	381
Vay và nợ ngắn hạn	223	321	353	348
Vay và nợ dài hạn	52	-	0	900
Khoản phải trả ngắn hạn khác	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	4	5	5	5
Quỹ khoa học công nghệ	-	-	-	-
TỔNG NỢ	621	712	698	1.634
Vốn đầu tư của CSH	742	742	879	879
Cổ phiếu quỹ	(42)	(42)	-42	-42
Lợi nhuận giữ lại	381	558	736	886
Khoản thu nhập khác	-	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	1	1	-	-
TỔNG VỐN	1.082	1.259	1.572	1.722
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
EPS pha loãng (đồng/cp)	2.090	4.069	3.533	3.447
P/E (x)	10,3	14,0	8,4	9,9
BV (đồng/cp)	15.296	17.800	19.211	21.046
P/B (x)	1,4	3,1	1,8	1,6
DPS (đồng/cp)	1.500	1.500	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức (%)	2,9	2,9	2,9	2,9

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	51.047	40%	21.200
P/E	35.352	60%	20.400
Giá mục tiêu (VND)		100%	41.600

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá*	Khuyến nghị	Thời gian
11/2020	15.700	MUA	1 năm
03/2021	26.700	TÍCH LŨY	1 năm
08/2021	47.000	TÍCH LŨY	1 năm
10/2022	41.600	MUA	1 năm

*Điều chỉnh cho cổ tức bằng cổ phiếu

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 2006, 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.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

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

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh
Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan
Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst

Hoai.ttt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe
Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My
Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

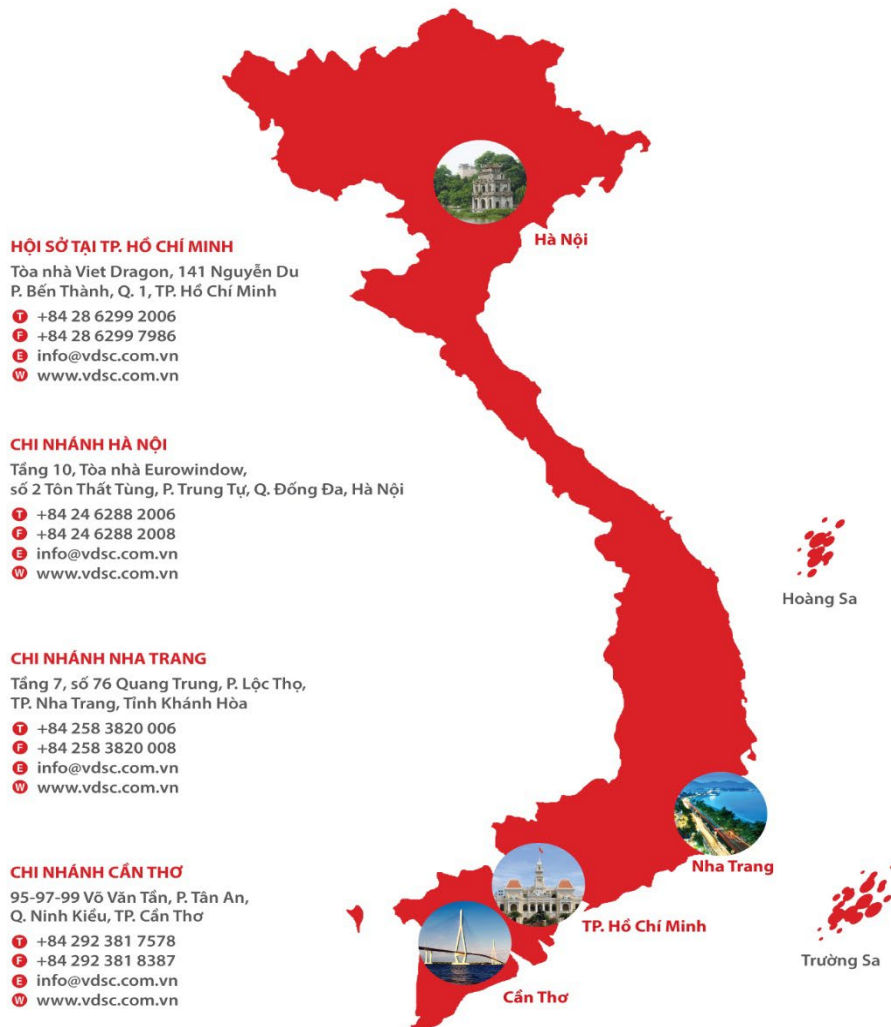
Cao Ngọc Quân
Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1522)



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, 2022.**