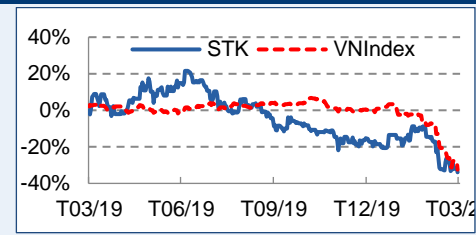


CTCP Sợi Thế Kỳ (STK) [MUA +58,5%]

BC Lần đầu

Ngành:	Dệt may		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	31/03/2020	Tăng trưởng DT	-7,4%	-2,7%	25,1%	10,0%
Giá hiện tại:	13.750VND	Tăng trưởng EPS	13,7%	2,9%	33,6%	12,3%
Giá mục tiêu:	20.300VND	Biên LN gộp	15,9%	17,0%	16,5%	16,8%
TL tăng:	+47,6%	Biên LN ròng	9,6%	10,1%	10,5%	10,8%
Lợi suất cổ tức:	10,9%	EV/EBITDA	3,5x	3,5x	3,0x	2,7x
Tổng mức sinh lời:	+58,5%	Giá CP/Dòng tiền HD	5,7x	2,8x	2,6x	2,4x
		PER	4,3x	4,2x	3,2x	2,8x
GT vốn hóa:	41,2tr USD		STK	Peers*	VNI	
Room KN:	18,5tr USD	P/E (trượt)	4,3x	8,2x	10,3x	
GTGD/ngày (30n):	0,1tr USD	P/B (hiện tại)	0,9x	0,6x	1,5x	
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	41,0%	50,7%	N/A	
SL cổ phiếu lưu hành:	70,7tr	ROE	21,5%	6,5%	14,9%	
Pha loãng:	70,7tr	ROA	10,2%	2,7%	2,5%	

* CT cùng ngành NN



Tổng quan công ty

Thành lập năm 2000, STK là một trong 2 nhà sản xuất hàng đầu Việt Nam trong mảng sợi dài polyester, nhắm đến các khách hàng trong phân khúc trung cấp và cao cấp. Khách hàng chính của STK là các nhà sản xuất vải toàn cầu. STK đóng vai trò là nhà cung cấp cho các nhãn hiệu thời trang như Adidas, Nike và Puma.

Bùi Xuân Vĩnh
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Chiến lược thân thiện với môi trường mang lại lợi nhuận

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu dành cho CTCP Sợi Thế Kỳ (STK) với khuyến nghị MUA và tổng mức sinh lời 58,5%. STK hiện là nhà sản xuất sợi polyester filament (PFY) trung/cao cấp nằm trong top 2 tại Việt Nam.
- Triển vọng lợi nhuận của STK được củng cố bởi (1) việc tập trung vào phân khúc cao cấp/ngách cũng cố sự trung thành của khách hàng, (2) sự chuyển dịch của ngành sang hướng tiêu thụ sợi tái chế có biên LN cao và (3) các yếu tố hỗ trợ dài hạn nhờ quy định xuất xứ từ sợi/vải trở đi theo các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA)
- Trong giai đoạn 2019-2020, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 16%, được dẫn dắt bởi CAGR 7,5% trong doanh số bán và tăng trưởng biên LN gộp đến từ chuyển đổi cơ cấu doanh thu sang các sản phẩm sợi tái chế có biên LN cao hơn.
- P/E trượt của STK đạt ~8 lần vào đầu năm 2019 trước khi giảm mạnh từ đầu tháng 7/2019 khi công ty công bố sản lượng quý 2 do Trung Quốc bán phá giá sản phẩm sợi ra thị trường. P/E trượt/dự phóng 2020 hiện tại của 4,3/4,2 lần tỏ ra hấp dẫn so với trung bình 3 năm của trung vị trượt các công ty cùng ngành là 9,5 lần.
- Yếu tố hỗ trợ cho định giá lại: EVFTA bắt đầu có hiệu lực, có khả năng vào giữa năm 2020; một tiến triển chắc chắn về dự án liên minh sợi-dệt-nhuộm-may, có thể bắt đầu thực hiện vào cuối 2020/đầu 2021.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2020 sẽ giảm 2,7% (trước khi tăng tốc trong năm 2021) do gián đoạn từ dịch COVID-19 đối với sản xuất dệt may và tác động tiêu cực từ dịch COVID-19 đến nhu cầu hàng may mặc.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: Tác động của dịch COVID-19 kéo dài; Trung Quốc tiếp tục bán phá giá sợi ra thị trường; đối thủ tiềm năng tham gia vào mảng sợi tái chế; mất đi đối tác Unifi - bên nhượng quyền thương hiệu và cung cấp nguyên liệu đầu vào cho sợi tái chế.

Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành và năng lực thực hiện đã được chứng minh của STK với các khách hàng lớn cũng cố cho triển vọng tăng trưởng. Sợi polyester filament (PF) là lựa chọn xơ toàn cầu, chiếm khoảng 38% (lớn nhất) trong tiêu thụ xơ toàn cầu năm 2018 và ghi nhận CAGR sản lượng 5,4% giai đoạn 2010-2018 (nhỏ nhất trong số các loại xơ chính), theo công ty tư vấn dệt may The Fiber Year. Wood Mackenzie dự báo CAGR sản lượng 4% cho xơ PF trong giai đoạn 2018-2025. Trong khi đó, các khách hàng cao cấp của STK bao gồm các thương hiệu lớn như Adidas, Puma, Nike. Theo quan điểm của chúng tôi, năng lực thực hiện này sẽ giúp STK có thêm nhiều khách hàng mới (ví dụ như một nhà sản xuất nệm xe ô tô hàng đầu tại Mỹ trong năm 2019) và có lợi cho mảng sợi tái chế khi các thương hiệu này đang dẫn đầu xu hướng chuyển đổi của ngành sang các loại vật liệu thân thiện với môi trường.

Chuyển đổi sang sợi tái chế sẽ thúc đẩy giá bán trung bình và biên LN. Trong năm 2016, STK đã đạt được thỏa thuận với Unifi để nhượng quyền thương hiệu REPREEVE – thương hiệu xơ tái chế hàng đầu trên toàn cầu – và đồng ý mua các hạt polyester tái chế từ Unifi. Ngoài ra, STK cũng

đạt được chứng chỉ Global Recycle Standard (GRS). Được hỗ trợ từ các lợi thế này, chúng tôi dự báo đóng góp doanh thu từ sợi tái chế, được hỗ trợ bởi biên LN gộp khoảng 22% trong năm 2019 so với sợi nguyên sinh là 13%, sẽ tăng từ 35% năm 2019 lên 59% năm 2020.

Quy tắc xuất xứ (ROO) trong các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA) lớn là yếu tố hỗ trợ dài hạn cho các nhà máy sợi Việt Nam. Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và Hiệp định Thương mại Tự do EU – Việt Nam (EVFTA) chỉ cấp phép miễn thuế cho sản phẩm may mặc đáp ứng ROO từ sợi trở đi (CPTPP) và từ vải trở đi (EVFTA). Trung Quốc, nhà xuất khẩu sợi hàng đầu thế giới, không phải là thành viên của các FTA này. Các quy tắc xuất xứ khuyến khích các nhà sản xuất dệt may tại Việt Nam sử dụng nguồn sợi tại Việt Nam. STK có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng này khi khoảng 60% doanh số bán đến từ thị trường trong nước và xuất khẩu tại chỗ. Ngoài ra, STK có kế hoạch thành lập một liên minh sợi-dệt-nhuộm-may với các đối tác nhằm hoàn thành chuỗi giá trị.

Mục lục

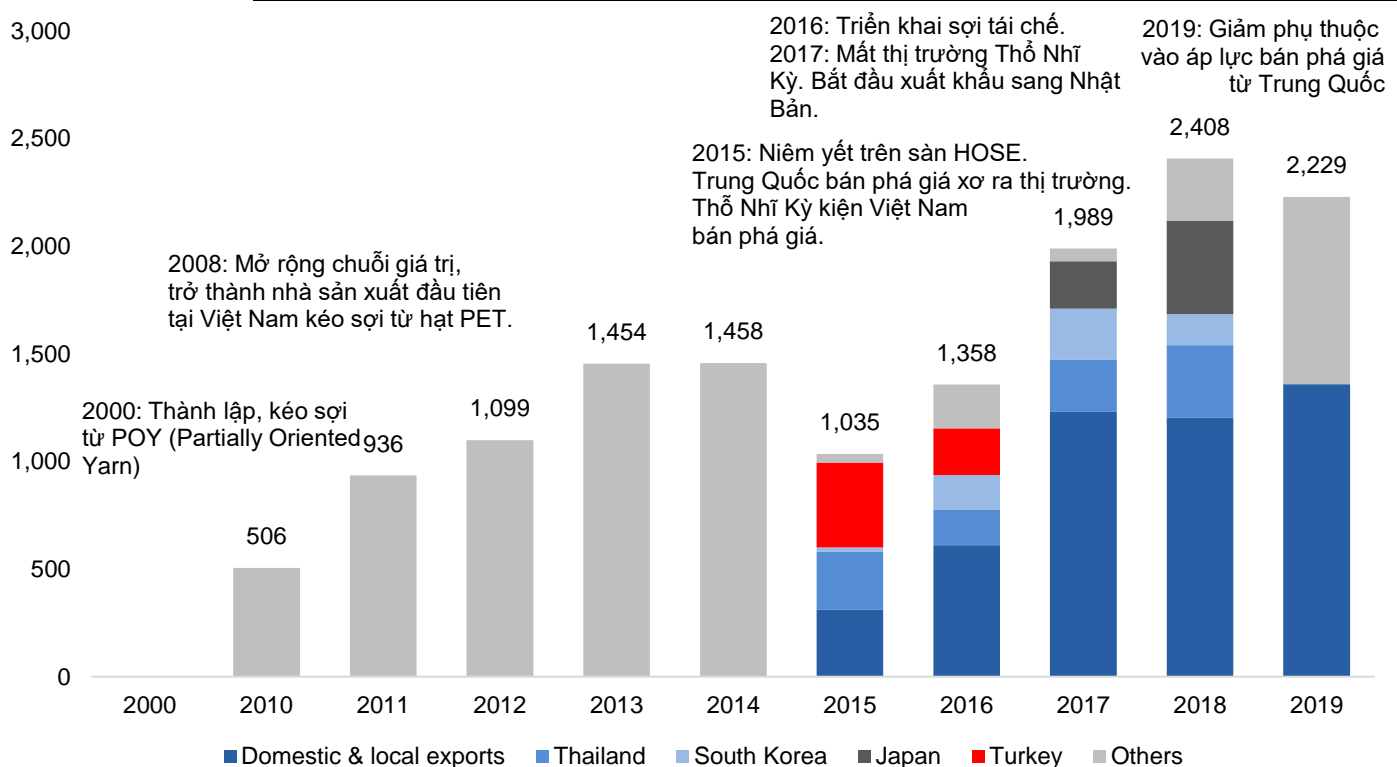
Chiến lược thân thiện với môi trường mang lại lợi nhuận	1
Tổng quan công ty	4
Nhà sản xuất polyester filament hàng đầu Việt Nam đang cạnh tranh trên toàn cầu	4
Cơ cấu doanh thu đã được chuyển hướng sang sản phẩm sợi tái chế có biên LN cao...5	5
Cơ cấu chi phí có tỷ trọng nhân công không cao	5
Sản xuất: Công nghệ kéo sợi từ hạt nhựa (chip spinning) mang lại tính linh hoạt cho sản phẩm	6
Cơ cấu cổ đông, Hội đồng quản trị và Ban Lãnh đạo	7
Tổng quan ngành: Ngành sợi polyester toàn cầu	8
Polyester đang được ưa chuộng nhờ chi phí sản xuất vượt trội và tính tiện dụng trong tiêu dùng	8
Xơ dài polyester (PF) là loại xơ lớn nhất và tăng trưởng nhanh nhất trong số các loại xơ chính.....	9
Sản xuất xơ polyester và tăng trưởng nhu cầu trong tương lai chủ yếu đến từ khu vực Châu Á	10
Các công nghệ kéo sợi: Kéo sợi trực tiếp và kéo sợi từ hạt nhựa	12
Lo ngại về ô nhiễm và phụ thuộc vào dầu thô đang dẫn dắt sự chuyển đổi sang polyester tái chế.....	13
Rào cản lớn khi tham gia vào ngành PFY tái chế giúp các công ty đang hoạt động hưởng lợi	14
Sợi - một phần của ngành dệt may Việt Nam.....	14
Việt Nam thặng dư sợi cotton, nhưng có sự thiếu hụt sợi polyester	14
Sợi từ Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ triển vọng tươi sáng ngành dệt may trong nước.....	15
Vị thế cạnh tranh của STK.....	17
Nhắm đến phân khúc trung cấp và cao cấp	17
Chuyển hướng sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn, chủ yếu là sợi tái chế.	18
Tiếp tục tận dụng cơ hội từ các FTA và triển vọng của hạ nguồn dệt may tại Việt Nam	19
Diễn biến kinh doanh: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ dù liên tục đối mặt với các thách thức từ bên ngoài.....	20
2015-2016: Rào cản thương mại, biến động giá dầu	20
2017-2018: Giai đoạn phục hồi.....	21
2019: Trung Quốc lại bán phá giá; tuy nhiên, việc STK tập trung vào các sản phẩm cao cấp hơn đã giảm thiểu rủi ro cho công ty.....	22
Triển vọng công ty: Sợi tái chế dẫn dắt tăng trưởng.....	23
COVID-19: Cạnh tranh từ Trung Quốc hạ nhiệt giúp giảm thiểu tác động đến STK.....	23
Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu đạt 10% trong giai đoạn 2019-2022 nhờ nhu cầu sợi tái chế gia tăng	24
Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ gia tăng nhờ đóng góp lớn hơn từ sợi tái chế	25
Chúng tôi cho rằng chi phí SG&A sẽ gia tăng do chi phí xuất khẩu sang Mỹ và chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D) sản phẩm	25
Các diễn biến khác.....	26
Tóm tắt dự báo giai đoạn 2020-2022	27
Định giá	28
Rủi ro đầu tư.....	30
Báo cáo tài chính.....	31
Phụ lục: Hình & Bảng	32

Tổng quan công ty

Nhà sản xuất polyester filament hàng đầu Việt Nam đang cạnh tranh trên toàn cầu

Thành lập năm 2020, STK là công ty chuyên sản xuất sợi PFY (sợi dài polyester), có mục đích sử dụng trong ngành dệt may cao cấp, quần áo thể thao, giày dép, phụ kiện và nệm bọc ô tô. Trong năm 2008, STK trở thành công ty đầu tiên của Việt Nam có thể dệt sợi PFY từ hạt polyethylene terephthalate (PET). STK là công ty niêm yết hàng đầu Việt Nam trong mảng này và là 1 trong 2 nhà cung cấp PFY cao cấp duy nhất tại Việt Nam cùng với Formosa Hưng Nghiệp – một DN FDI. STK sản xuất các các loại PFY khác nhau, bao gồm DTY (sợi dún xơ dài), FDY (sợi kéo dũi toàn phần), sợi tái chế, sợi dope-dyed – sợi màu ¹, và sợi với các tính chất vật lý và hóa học đặc biệt.

Hình 1: Doanh thu của STK (tỷ đồng) theo thị trường* và các cột mốc chính



Nguồn: STK, VCSC ước tính (*Cơ cấu thị trường trước năm 2015 và cơ cấu thị trường xuất khẩu năm 2019 không có dữ liệu. Tuy nhiên, doanh số trong giai đoạn 2010-2014 chủ yếu là doanh số xuất khẩu, theo ban lãnh đạo công ty).

Các khách hàng trực tiếp của STK chủ yếu bao gồm các nhà sản xuất vải tại Việt Nam (chiếm khoảng 61% tổng doanh thu năm 2019), Nhật Bản, Hàn Quốc, và Thái Lan. Con số 61% cũng bao gồm xuất khẩu tại chỗ, nghĩa là STK bán cho các khách hàng ngoại nhưng giao hàng đến địa điểm chỉ định của họ (cho một bên thứ ba) tại Việt Nam. Không giống như các nhà xuất khẩu sợi khác tại Việt Nam, STK không xuất khẩu sang Trung Quốc đại lục. STK có cơ sở khách hàng khoảng 800 khách hàng trực tiếp tính đến cuối 2019. Những khách hàng trực tiếp là nhà cung cấp vải cho các thương hiệu thời trang lớn như Adidas, Nike, Puma, Decathlon và Uniqlo. Tuy nhiên, STK cũng đã phát triển mối quan hệ trực tiếp với các thương hiệu thời trang này và trở thành một phần trong danh mục các nhà cung cấp được chỉ định. Theo ban lãnh đạo, khách hàng của STK cho rằng các sản phẩm cao cấp của công ty có chất lượng tương đương với các các sản phẩm hàng đầu trên toàn cầu như Nan Ya Plastics (nhà sản xuất sản phẩm nhựa, điện tử và polyester của Đài Loan) và Far Eastern New Century (nhà sản xuất sợi và dệt tổng hợp từ Đài Loan).

¹ Thông thường, sợi được đan và dệt thành vải sau đó đem đi nhuộm. Tuy nhiên, trong sợi màu, sợi được kéo ra có màu sẵn trước khi đan hoặc dệt.

Hình 2: Các sản phẩm chính và khách hàng lớn của STK

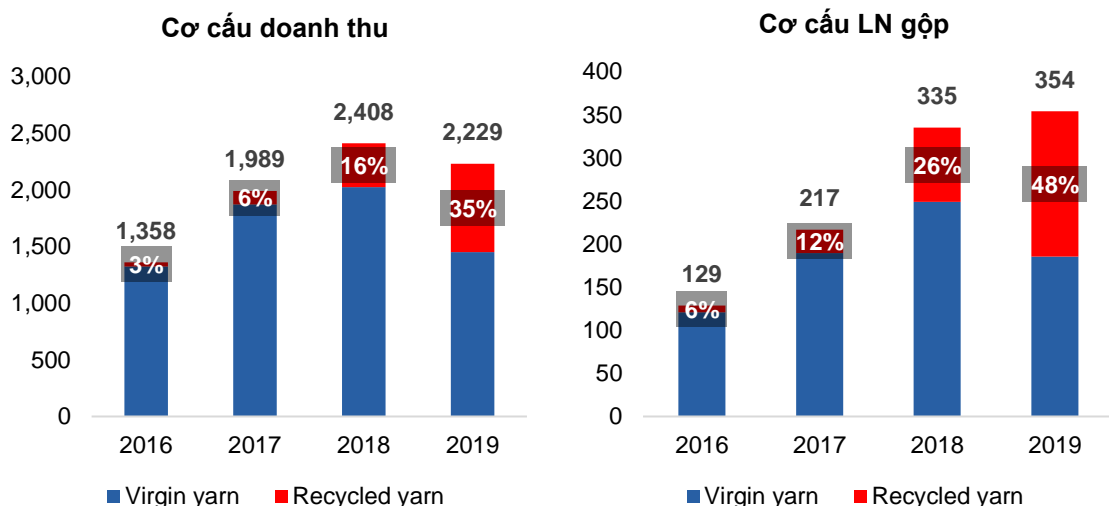


Nguồn: STK, VCSC

Cơ cấu doanh thu đã được chuyển hướng sang sản phẩm sợi tái chế có biên LN cao

Sợi PFY có thể được sản xuất từ sợi nguyên sinh hoặc polyester. Sợi tái chế đã ghi nhận tăng trưởng doanh thu nhanh chóng khi STK lần đầu tiên giới thiệu sản phẩm này năm 2016, đóng góp 35% cho doanh thu của STK tính đến năm 2019 (hình 3). Sợi tái chế là sản phẩm có biên LN cao, đã ghi nhận biên LN gộp đạt 21,6% trong năm 2019 so với 12,9% của mảng sợi nguyên sinh. Ban lãnh đạo của STK sẽ tiếp tục thúc đẩy sự chuyển đổi cơ cấu này, nhằm đến kế hoạch đưa mảng sợi tái chế chiếm 100% doanh thu vào năm 2025.

Hình 3: Sợi tái chế tăng lên 35% doanh thu và 48% LN gộp năm 2019 (tỷ đồng)

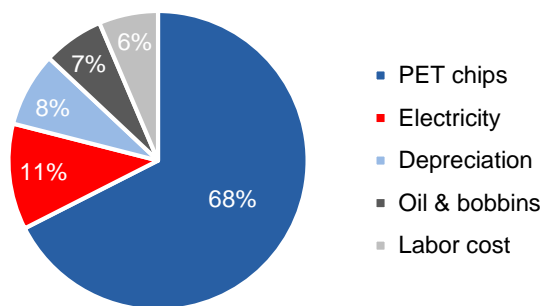


Nguồn: STK, VCSC ước tính

Cơ cấu chi phí có tỷ trọng nhân công không cao

Sản xuất sản phẩm polyester phụ thuộc vào thiết bị kéo sợi. Do đó, cơ cấu chi phí của STK có tỷ trọng nhân công không cao khi chỉ chiếm 6% giá vốn hàng bán trong 9 tháng 2019 của STK; trong khi đó, chi phí điện và khấu hao đóng góp 19% (hình 4). Thành phần lớn nhất của giá vốn hàng bán là hạt PET – nguyên liệu thô của STK để sản xuất sợi PFY – đạt 68%.

Hình 4: Cơ cấu giá vốn hàng bán của STK (9T 2019) và hạt PET

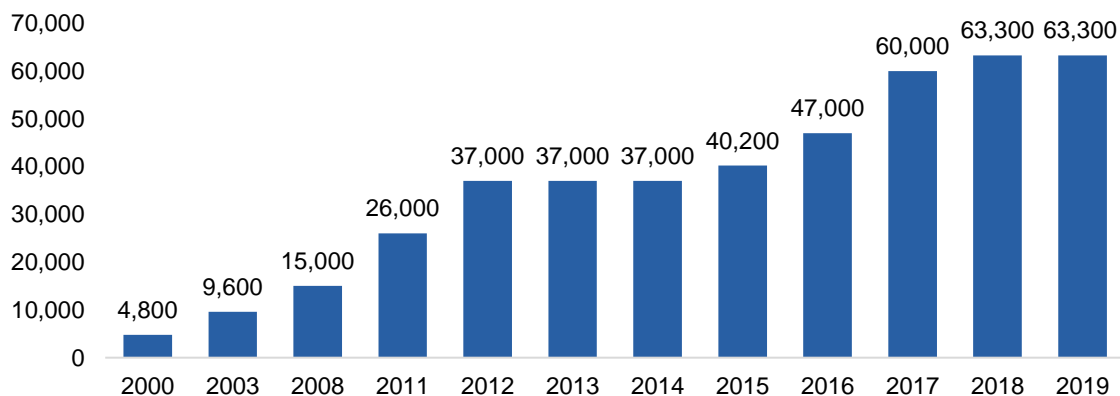


Nguồn: STK, Indorama Ventures, VCSC

Sản xuất: Công nghệ kéo sợi từ hạt nhựa (chip spinning) mang lại tính linh hoạt cho sản phẩm

So với kéo sợi trực tiếp, phương pháp kéo sợi từ hạt nhựa (chip spinning) là phù hợp hơn với các đơn hàng sợi từ các khách hàng cao cấp, trong khi cũng hỗ trợ cho sản xuất sợi tái chế. STK hiện đang tận dụng công nghệ chip spinning, thường vận hành với công suất nhỏ hơn nhưng mang lại tính linh hoạt trong sản xuất cao hơn so với công nghệ kéo sợi trực tiếp truyền thống. Trong khi đó, đơn hàng cho sợi cao cấp, sợi giá trị gia tăng đặc biệt và sợi tái chế thường đặt theo lượng nhỏ hơn so với sợi chất lượng thấp và được sản xuất đại trà. Thực tế này yêu cầu tính linh hoạt trong sản xuất để chuyển đổi giữa nhiều loại sợi khác nhau, giúp tận dụng lợi thế của chip spinning (chúng tôi đề cập các công nghệ này chi tiết hơn trong phần tổng quan ngành). Công suất hàng năm hiện tại của STK đạt khoảng 63.300 tấn.

Hình 5: Công suất sản xuất của STK kể từ khi thành lập (tấn/năm)



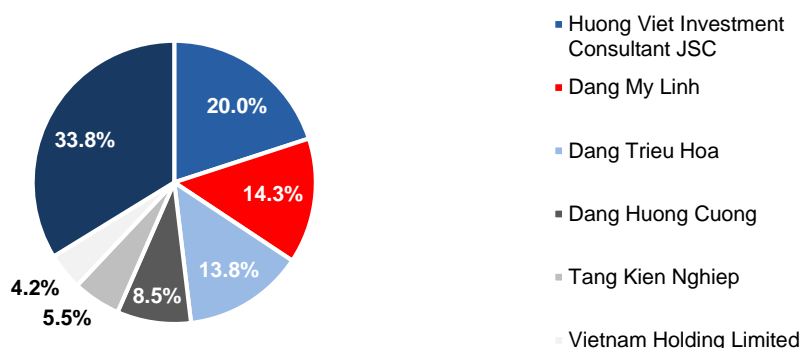
Nguồn: STK, VCSC

Chất lượng sản phẩm ổn định của STK cũng đã được ghi nhận thông qua quy trình kiểm soát chất lượng và thiết bị. STK sử dụng thiết bị từ Oerlikon Barmag – công ty sản xuất hệ thống kéo sợi hàng đầu thị trường thế giới. Ngoài thiết bị kéo sợi, hệ thống sản xuất của STK bao gồm trung tâm vận hành nhà máy được số hóa giúp tối ưu hóa chi phí sản xuất cũng như hệ thống kiểm soát chất lượng sản phẩm sử dụng trí thông minh nhân tạo để phát hiện các lỗi sản xuất theo thời gian thực. STK thực hiện các đầu tư vào kỹ thuật này nhằm duy trì tính hiệu quả của mảng sản phẩm cao cấp.

Cơ cấu cổ đông, Hội đồng quản trị và Ban Lãnh đạo

Cơ cấu cổ đông của công ty được thống trị bởi thành viên của gia đình sáng lập. Ông Đặng Triệu Hòa, người sáng lập STK vào năm 2000 và có hơn 20 năm kinh nghiệm trong ngành dệt may, hiện là Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc của công ty. Trong khi đó, bà Đặng Mỹ Linh – em gái ông Đặng Triệu Hòa, trở thành Chủ tịch HĐQT công ty vào đầu năm 2020. Ông Đặng Hướng Cường – em trai ông Đặng Triệu Hòa giữ vị trí thành viên HĐQT không điều hành. Ngoài ông Đặng Triệu Hòa và những người liên quan, một cổ đông lớn khác là CTCP Tư vấn Đầu tư Hướng Việt, là một nhà đầu tư tổ chức độc lập với hơn 20% cổ phần (hình 6).

Hình 6: Cơ cấu cổ đông của STK tính đến tháng 2/2020



Nguồn: STK, VCSC

Hình 7: HĐQT của STK

Thành viên	Tiêu sử
Ông Đặng Triệu Hòa – người sáng lập, Phó Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	Hơn 20 kinh nghiệm trong ngành phân phối và sản xuất sợi và dệt may
Bà Đặng Mỹ Linh – đồng sáng lập và Chủ tịch HĐQT	Trở thành Chủ tịch HĐQT năm 2020. Bà đã làm việc 10 năm tại Công ty TNHH Worldtex Enterprise (một công ty dệt may Đài Loan) trước khi gia nhập STK. Bà cũng hiện là Tổng Giám đốc của CTCP Thương mại & Đầu tư Liên An.
Ông Đặng Hướng Cường – đồng sáng lập	Giám đốc Công ty TNHH P.A.N Châu Á
Ông Chen Che Jen – Thành viên HĐQT độc lập	Ông Jen có nhiều năm kinh nghiệm trong ngành dệt may. Ông hiện là Giám đốc Marketing của Formosa Tafetta Vietnam – một nhà sản xuất vải và là khách hàng của STK. Chúng tôi lưu ý rằng Formosa Tafetta là khác với Formosa Hung Nghiệp, là đối thủ cạnh tranh chính của STK tại Việt Nam.
Bà Cao Quế Anh – Thành viên HĐQT độc lập	Có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực tài chính và thương mại tại cả Ba Lan và Việt Nam. Hiện là TGD CTCP Thực phẩm Xanh – một công ty thực phẩm.
Ông Nguyễn Quốc Hương – Thành viên HĐQT độc lập	Từng là TGD của ngân hàng Eximbank giai đoạn 2013-2014.
Ông Võ Quang Long	Tổng giám đốc Công ty CP tư vấn đầu tư Hướng Việt

Nguồn: STK, VCSC tổng hợp

Hình 8: Ban lãnh đạo của STK

Thành viên	Tiêu sử
Ông Đặng Triệu Hòa – người sáng lập, Phó Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	Như trên
Bà Nguyễn Phương Chi – Giám đốc Bộ phận Phát triển Chiến lược	Gia nhập STK năm 2015. Có hơn 15 năm kinh nghiệm trong ngành tài chính và tư vấn.
Ông Nguyễn Thái Hưng – Quản lý Hành chính	~20 kinh nghiệm trong ngành. Trước khi gia nhập STK, ông giữ vị trí phụ trách kỹ thuật tại các công ty dệt may khác.
Ông Phan Như Bích – Giám đốc Tài chính, Kế toán trưởng	Ông Bích trước đây làm việc tại CTCP Đầu tư Thương mại Dệt may Thành Công (TCM), một công ty dệt may tích hợp toàn chuỗi giá trị, niêm yết trên HOSE.

Nguồn: STK, VCSC tổng hợp

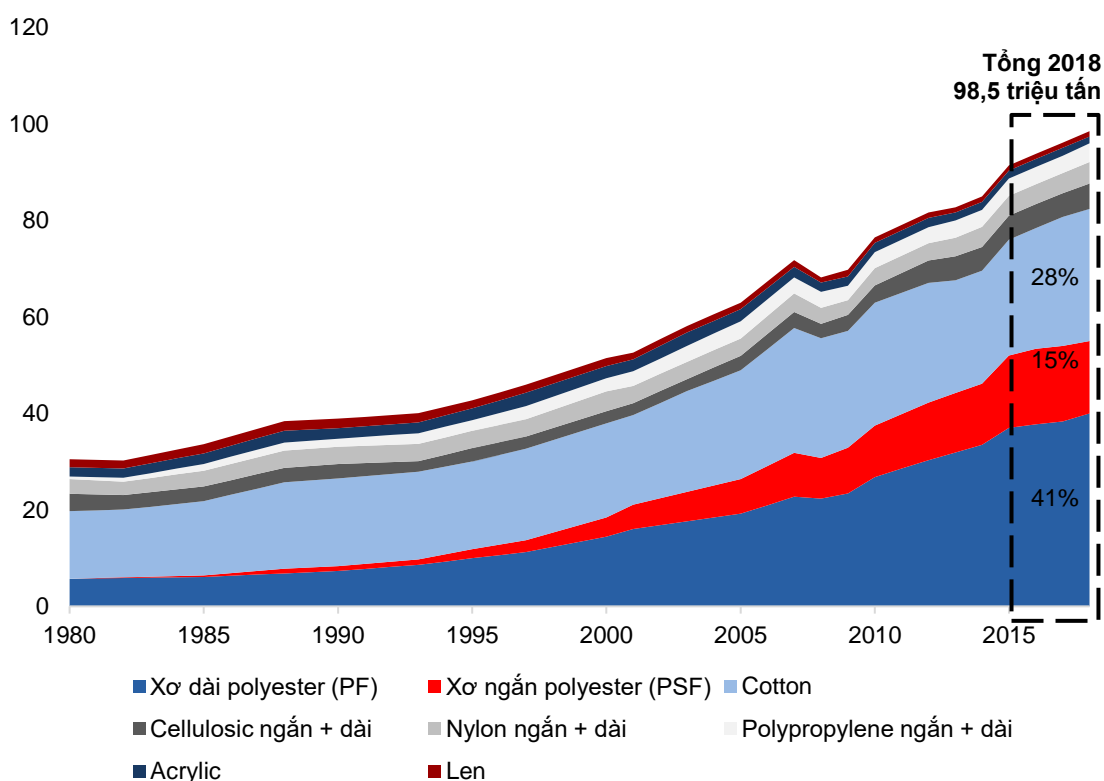
Tổng quan ngành: Ngành sợi polyester toàn cầu

Polyester đang được ưa chuộng nhờ chi phí sản xuất vượt trội và tính tiện dụng trong tiêu dùng

Xơ là thành phần cơ bản của ngành dệt may. Xơ dệt may được phân loại thành xơ dài – filament (là loại xơ liên tục có độ dài vô tận trên lý thuyết) và xơ ngắn – staple fiber (thường có độ dài chỉ vài inch). Trong khi xơ dài bao gồm chủ yếu các loại xơ nhân tạo, xơ ngắn có thể là nhân tạo hoặc tự nhiên – hầu hết xơ tự nhiên đều là xơ ngắn. Xơ ngắn có thể được sử dụng để nhồi gối và ghế sofa hoặc kéo chung thành “sợi xơ ngắn” - spun yarn. Trong khi đó, xơ dài đơn hoặc nhiều xơ dài có thể được kéo thành một “sợi dài” – filament yarn. Vì cũng có loại xơ dài đơn đủ độ cứng cáp để có chức năng như sợi, nên thuật ngữ “xơ dài” và “sợi dài” thỉnh thoảng thường được sử dụng thay thế cho nhau. Sợi được sử dụng để sản xuất chỉ may hoặc vải, thường được sử dụng trong các ngành như sản xuất may mặc, y tế và ô tô.

Polyester dự kiến duy trì là xơ hàng đầu trong ngành trong tương lai. Xơ tự nhiên và xơ nhân tạo chủ yếu được đại diện bởi cotton và polyester. Cotton và polyester chiếm 84% tiêu thụ xơ toàn cầu trong năm 2018, theo Wood Mackenzie. Tuy nhiên, polyester là loại xơ duy nhất có mức tăng thị phần kể từ năm 1990, chiếm 56% sản lượng tiêu thụ toàn cầu năm 2019 sau khi ghi nhận CAGR 4,9% giai đoạn 2010-2018 so với 0,9% cho cotton, theo Wood Mackenzie (hình 9). Giá polyester – trong cả xơ và sợi – cũng thấp hơn đáng kể so với cotton trong thời gian dài (hình 10). Ngoài ra, Wood Mackenzie cung cấp cho biết phần lớn nhu cầu trong tương lai cho xơ sẽ tiếp tục đến từ xơ nhân tạo – mà chủ yếu là polyester – thay vì cotton. Tính vượt trội của polyester trong cả tỷ trọng sản lượng và giá cả cạnh tranh đến từ lợi thế từ cả mặt cung cầu, như chúng tôi lý giải bên dưới

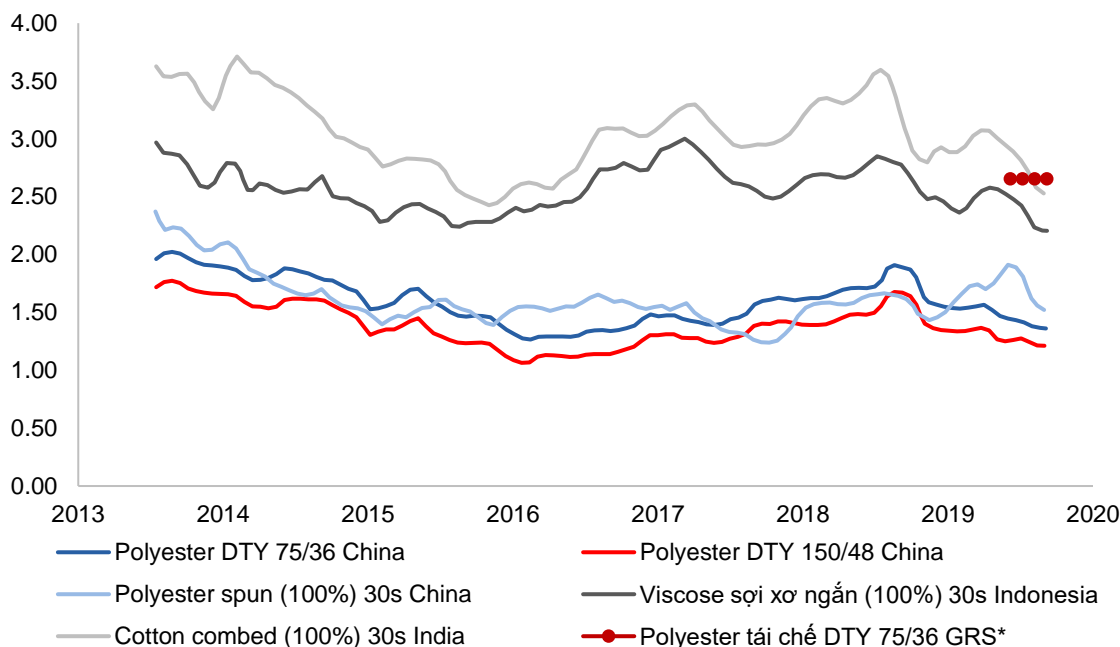
Hình 9: Cơ cấu lượng tiêu thụ xơ toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: Wood Mackenzie, VCSC. Xơ polyester bao gồm xơ dài (PF) và xơ ngắn (PSF)

Tính về mặt nguồn cung, polyester có chi phí sản xuất thấp hơn so với cotton do không giống như cotton, polyester không cần quá nhiều lao động, đất hay phụ thuộc vào năng suất mùa màng, trong khi lại có lợi thế kinh tế về quy mô. Để trồng bông (cotton) cần diện tích đất rộng lớn và lao động, và cũng chịu rủi ro mùa màng. Mặt khác, sản xuất polyester gần như được tự động hóa với nhà máy nhiều tầng. Ngoài ra, chi phí sản xuất polyester cũng được hưởng lợi từ quy mô lớn của ngành nhựa PET giúp củng cố lợi thế kinh tế về quy mô. PET hoặc thường biết đến với tên polyester trong ngành dệt may. Tuy nhiên, ngoài xơ polyester, hạt PET cũng được sản xuất tấm film PET và chai nhựa PET, chiếm tổng cộng 37% sản lượng PET toàn cầu năm 2018, theo Wood Mackenzie. Các sản phẩm này cũng mang lại nguồn nhựa PET tái chế cao hơn, có thể được sử dụng để sản xuất xơ polyester tái chế.

Hình 10: Sợi polyester rẻ hơn đáng kể so với bông (cotton) (USD/kg, giá FOB)



Nguồn: Wood Mackenzie, EmergingTextiles, VCSC

*GRS: Global Recycle Standard, chứng nhận tiêu chuẩn hàng đầu cho sản phẩm dệt may tái chế. Ghi chú: Mức giá này chỉ dành cho sợi; tuy nhiên, giá xơ polyester cũng thấp hơn giá cotton.

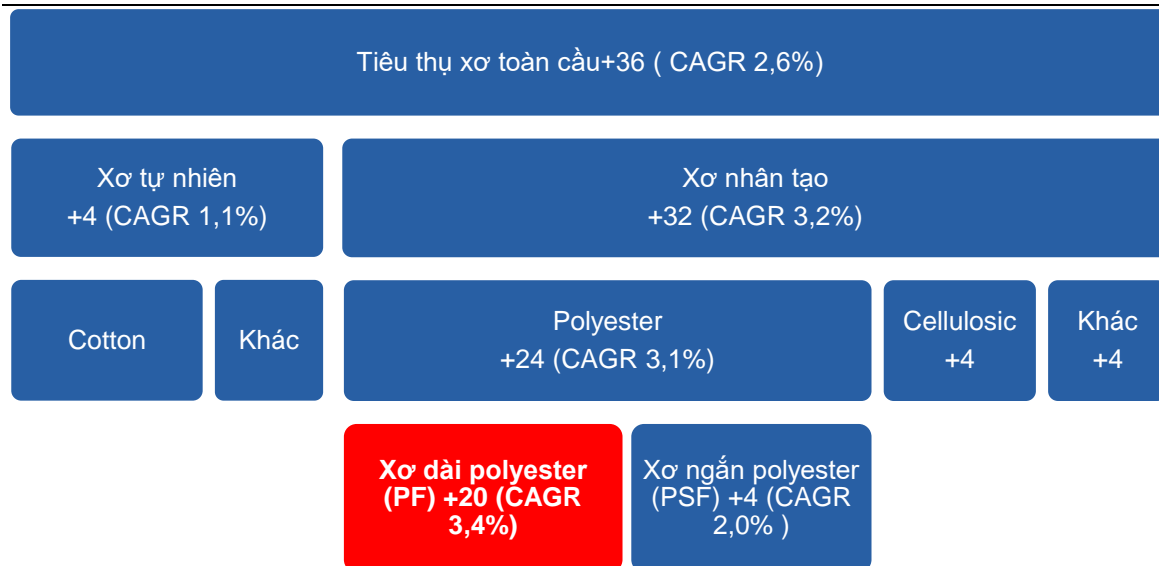
Về mặt nhu cầu, tính chất hóa học và vật lý của polyester giúp polyester có nhiều chức năng linh hoạt. Polyester có các tính chất sợi khác biệt phù hợp với đa dạng các sản phẩm may mặc. Lấy ví dụ, polyester có thể được kéo giãn để tạo cách nhiệt và được xoắn theo một số cách nhất định để tạo sợi co giãn. Polyester đầu vào nung chảy có thể được trộn với một số chất phụ gia để chống tia UV. Polyester cũng có tính năng chống nhăn và giữ màu cao.

Xơ dài polyester (PF) là loại xơ lớn nhất và tăng trưởng nhanh nhất trong số các loại xơ chính

Nhờ ứng dụng đa dạng, PF là loại xơ phổ biến nhất hiện tại. PF (polyester filament), được sử dụng để sản xuất PFY (sản phẩm chính duy nhất của STK), được sử dụng chủ yếu trong sản xuất vải may mặc. Giá PF thường cao hơn giá xơ ngắn polyester (polyester staple fiber - PSF), Ngoài may mặc, nhu cầu cho PF cũng đến từ ngành công nghiệp, ô tô (ví dụ như dây an toàn, túi khí và lốp xe), và ngành Y tế (ví dụ như băng keo cá nhân, đồ bảo hộ).

Nhờ ứng dụng đa dạng và thể mạnh của xơ, PF chiếm đến 41% tiêu thụ xơ toàn cầu năm 2018. PF ghi nhận CAGR sản lượng 2010-2018 đạt 5,4%, cao hơn cả cotton ở mức 0,9% và PSF là 1,6%, theo Wood Mackenzie. Ngoài ra, Wood Mackenzie cũng dự báo rằng PF sẽ chiếm 56% tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xơ toàn cầu trong giai đoạn 2018-2030, chiếm 3,4% CAGR sản lượng giai đoạn 2018-2030 – bao gồm CAGR 2018-2025.

Hình 11: Dự báo của Wood Mackenzie cho tăng trưởng sản lượng 2018-2030 theo từng loại xơ (triệu tấn)



Nguồn: Wood Mackenzie, VCSC

Độ mỏng, các đặc tính đặc biệt và nguồn gốc đầu vào là các yếu tố chính quyết định giá sợi. Chất lượng sợi và giá được quyết định bởi nhiều yếu tố khác nhau. Đầu tiên, sợi DTY có giá bán cao hơn FDY. Một yếu tố khác quyết định giá là mật độ khối lượng tuyến tính (LMD), được đo lường bởi đơn vị Denier (D). Sợi tốt hơn (có D thấp hơn) sẽ khó sản xuất hơn và do đó giá sẽ cao hơn. Đối với polyester, giá sợi 150D thường được xem là thước đo tiêu chuẩn, trong khi sợi mỏng như sợi 75D được xem là sợi tốt và có giá bán cao hơn. Các đặc tính khác bao gồm độ xoắn mỗi mét và 1 lớp hay 2 lớp.

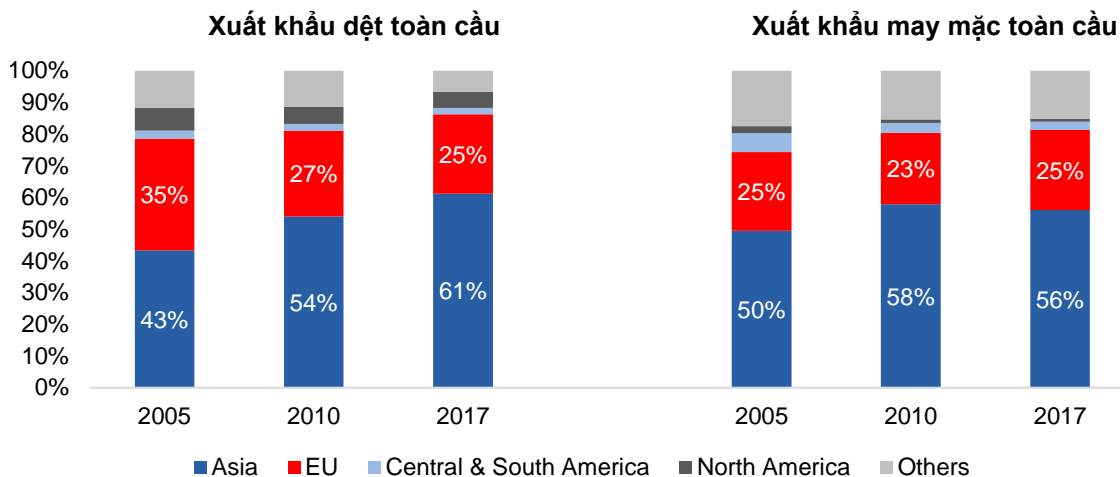
Ngoài các yếu tố trên, cũng có các sản phẩm giá trị gia tăng như sợi tính năng đặc biệt, sợi tái chế và sợi màu. Như được đề cập ở trên, sợi polyester có thể được sản xuất với các tính năng đặc biệt như chống tia UV, co giãn và cách nhiệt. Trong khi đó, PFY cũng có thể được sản xuất từ nhựa PET tái chế, yêu cầu công nghệ chuyên biệt và kiểm soát chất lượng; do đó, sợi PFY làm từ nhựa PET tái chế được bán với mức giá cao hơn đáng kể so với sợi PFY nguyên sinh. Ngoài ra, sợi PFY có thể được nhuộm màu bằng cách trộn nhiều phụ gia

Các khách hàng của sợi cao cấp và sợi tái chế thường không quá nhạy cảm với giá cả. Các đơn hàng cho sợi cao cấp thường có sản lượng nhỏ. Vì được làm từ nguyên liệu đầu vào là hóa dầu, giá PFY phần nào phụ thuộc vào giá dầu thô. Tuy nhiên, trong mảng trung cấp và cao cấp, các nhà sản xuất PFY như STK thường có thể duy trì một mức chênh lệch giá cố định cộng vào chi phí nguyên liệu thô, do khách hàng của sợi cao cấp, bao gồm sợi tái chế, ưu tiên chất lượng sản phẩm và sẵn sàng trả mức chênh lệch đó. Một nhà cung cấp đã có uy tín giảm được tối đa sai sót sẽ được các khách hàng lựa chọn cho kinh doanh trong dài hạn, kể cả khi mức giá của họ không quá cạnh tranh.

Sản xuất xơ polyester và tăng trưởng nhu cầu trong tương lai chủ yếu đến từ khu vực Châu Á

Châu Á là khu vực xuất khẩu lớn nhất cho cả hàng may mặc và dệt may, và việc sử dụng nguồn nguyên liệu dệt may (sợi và vải) nội bộ trong khu vực ngày càng tăng. Chi phí lao động thấp đã thu hút đầu tư dệt may tại Châu Á. Theo Trung tâm Thương mại Thế giới (ITC) – một tổ chức hợp tác giữa Tổ Chức Thương mại Thế giới (WTO) và Liên Hợp quốc (UN) – trong năm 2018, 3 nhà xuất khẩu may mặc lớn nhất toàn cầu, bao gồm Trung Quốc, Bangladesh và Việt Nam, chiếm tổng cộng 44,3% thị phần, trong khi toàn bộ Châu Á chiếm 64% thị phần. Ngoài ra, tỷ trọng xuất khẩu dệt may của Châu Á trên toàn cầu đã tăng lên 61,2% trong năm 2017 từ khoảng 40% của trước đó 10 năm, theo UN Comtrade (**hình 12**). Trong năm 2017, khoảng 80% nhập khẩu nguyên liệu dệt may từ Châu Á đến từ các nước Châu Á, tăng từ khoảng 70% vào những năm 2000 (**hình 16**).

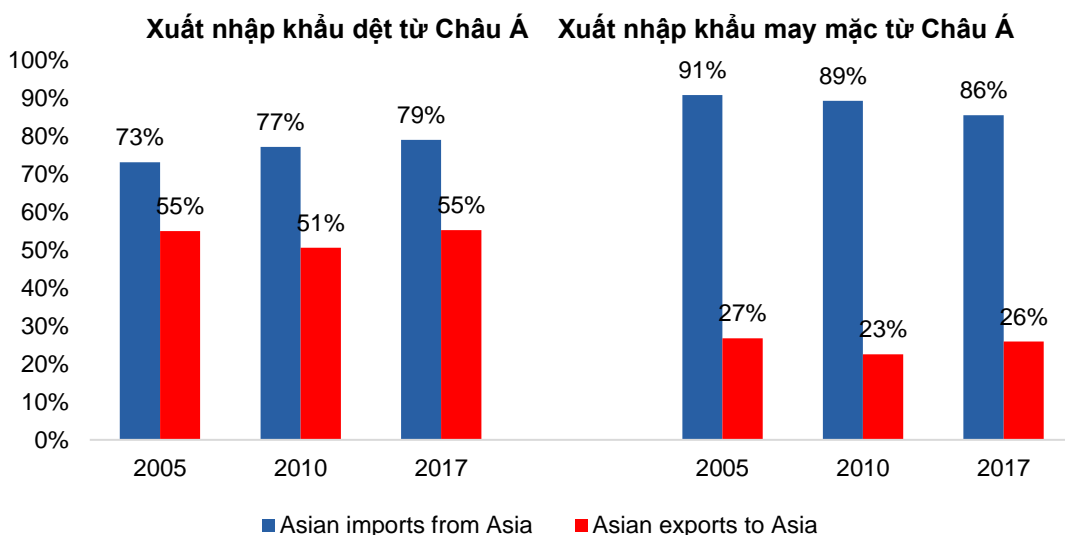
Hình 12: Xuất khẩu dệt và may mặc toàn cầu tính theo từng khu vực (theo giá trị)



Nguồn: UN Comtrade (2018), VCSC

Các quốc gia phát triển ở Châu Á đã chuyển hướng sang cung cấp nguồn đầu vào dệt may, để lại khâu may mặc cho các quốc gia đang phát triển trong khu vực. Khi chi phí lao động tại Trung Quốc đã gia tăng, sản xuất may mặc đã dần chuyển hướng sang các quốc gia Châu Á khác. Còn các quốc gia có nền kinh tế phát triển hơn như Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc thì chuyển sang sản xuất các khâu giá trị cao hơn trong chuỗi dệt may, từ sản xuất polyester từ nguồn hóa dầu đầu vào đến sản xuất xơ, sợi và vải. Các quốc gia này sau đó cung cấp nguyên liệu thô cho các nền kinh tế kém phát triển hơn trong khu vực như Bangladesh, Cambodia và Việt Nam để sản xuất may mặc – phần công việc có hàm lượng lao động cao nhất trong chuỗi giá trị dệt may. Việc loại bỏ các dòng thuế theo FTA trong khu vực như Hợp tác Thương mại Toàn diện ASEAN - Nhật Bản, và Hiệp định Thương mại Tự do ASEAN – Trung Quốc đã củng cố cho diễn biến này

Hình 13: Tỷ trọng thương mại của Châu Á cho dệt và may mặc theo giá trị



Nguồn: UN Comtrade (2018), VCSC

Do đó, tăng trưởng trong tương lai của xơ như polyester, và cụ thể là nhu cầu xơ polyester, dự kiến chủ yếu sẽ đến từ Châu Á. Theo IHS Markit, tính tổng cộng, Châu Á chiếm 85% nhu cầu xơ polyester toàn cầu trong năm 2018 với Trung Quốc chiếm đến 66%. Dự báo của Wood Mackenzie cũng tương đương con số này khi dự báo các nước Châu Á chiếm hơn 24 triệu tấn nhu cầu gia tăng của polyester toàn cầu từ năm 2018 đến 2030.

Hiện tại, phần lớn xuất khẩu của STK là đến các quốc gia Châu Á, bao gồm Trung Quốc, Do đó, STK có vị thế tốt để tận dụng nhu cầu xơ gia tăng tại Châu Á.

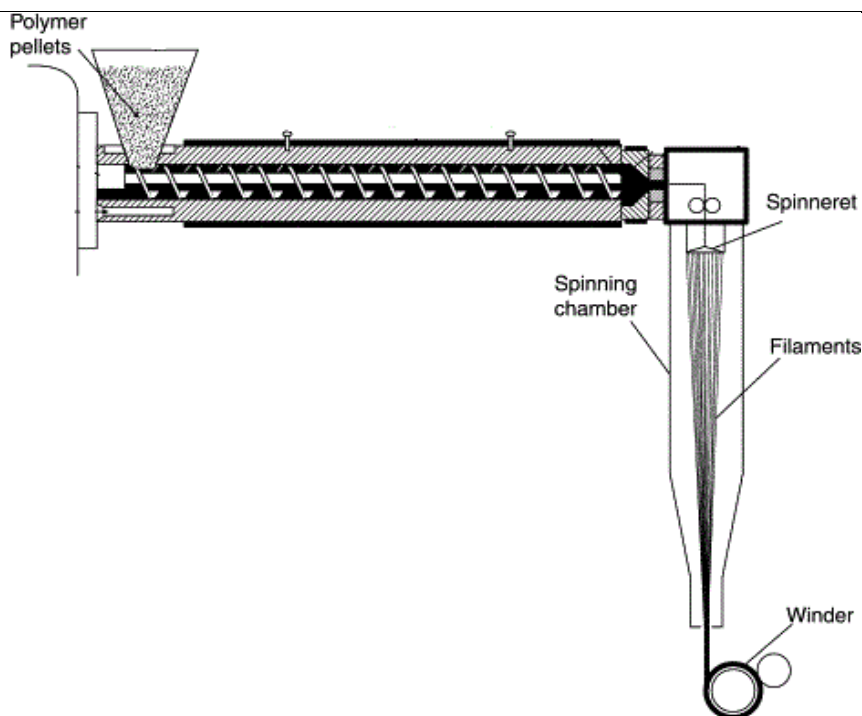
Trung Quốc có thị phần lớn nhất, nhưng đang dần mất đi thị phần vào vào tay các quốc gia khác có lợi thế thương mại và chi phí nhân công. Theo IHS Markit, trong năm 2017, Trung Quốc đóng góp 71% sản xuất toàn cầu và 66% nhu cầu toàn cầu cho xơ polyester, tăng từ thị phần khoảng 25% trong năm 2000. 8 trong top 10 nhà sản xuất sợi tổng hợp hàng đầu thế giới hoạt động tại Trung Quốc. Tuy nhiên, các lợi ích từ các FTA được hưởng từ các quốc gia khác, bao gồm Việt Nam, đã lấy đi một lượng thị phần từ Trung Quốc. FTA Việt Nam – Hàn Quốc (có hiệu lực từ năm 2015) và EPA Việt Nam – Nhật Bản (2009) trực tiếp có mức thuế 0% cho sợi của Việt Nam (so với 5-6% của Trung Quốc). CPTPP vừa được ký kết cũng giúp củng cố xu hướng này khi áp thuế 0% cho hàng may mặc thỏa mãn quy định “tự sợi trở đi”.

Trong khi đó, bất chấp thực tế rằng sản xuất xơ và vải có lượng lao động thấp hơn so với sản xuất may mặc, chi phí lao động gia tăng cũng giúp khuyến khích các nhà sản xuất chuyển hướng một phần công suất cũng như các đơn hàng sợi sang Việt Nam trong vài năm qua.

Các công nghệ kéo sợi: Kéo sợi trực tiếp và kéo sợi từ hạt nhựa

Sợi polyester được sản xuất sử dụng phương pháp kéo sợi nung chảy khi phun polyester nấu chảy qua các lỗ nhỏ trong khuôn kéo. Tuy nhiên, tùy thuộc vào nguồn polyester nung chảy đổ vào khuôn kéo, kéo sợi nóng chảy cũng có thể được phân loại vào kéo sợi trực tiếp hoặc kéo sợi từ hạt. Trong kéo sợi trực tiếp, polyester nung chảy có thể được bơm trực tiếp vào hệ thống kéo sợi từ dây truyền trùng hợp. Dây chuyền trùng hợp sản xuất polyester nóng chảy từ các nguyên liệu hóa dầu. Trong khi đó, nguồn đầu vào trong công nghệ kéo sợi từ hạt là các hạt nhựa PET có sẵn hoặc được mua. Các hạt PET nhựa này được nấu chảy tạo ra polyester nung chảy.

Hình 14: Quy trình kéo sợi nung chảy trong phương pháp kéo sợi tự hạt nhựa (mô hình đơn giản)



Nguồn: *Advances in Filament Yarn Spinning of Textiles and Polymers* của tác giả A. Rawal & S. Mukhopadhyay (2014)

Kéo sợi trực tiếp có tính tích hợp cao hơn và có quy mô lớn hơn kéo sợi từ hạt nhựa, phụ thuộc vào lợi thế kinh tế về quy mô và sản xuất đại trà. Hiện tại, kéo sợi trực tiếp là phương pháp sản xuất truyền thống. Phương pháp này có công suất lớn – lên đến hàng trăm nghìn tấn mỗi năm – và yêu cầu vốn XDCB ứng lớn (còn công suất kéo sợi tự hạt nhựa vào khoảng 10 nghìn tấn/năm). Tuy nhiên, một dây chuyền tích hợp như vậy về bản chất là rất phức tạp trong việc phân bổ dòng polyester khiến phương pháp này khó có thể chuyển đổi giữa nhiều sản phẩm. Vấn đề phân bổ này tỷ lệ thuận với lượng công suất. Do đó, kéo sợi trực tiếp phụ thuộc vào lợi thế kinh tế về quy mô, khiến phương pháp này phù hợp với các đơn hàng lớn cũng như các nhà sản xuất lớn kiểm soát về nguồn nguyên liệu hóa dầu đầu vào.

Kéo sợi từ hạt nhựa có tính linh hoạt sản xuất cao hơn so với kéo sợi trực tiếp, giúp phương pháp này phù hợp hơn với các loại sợi cao cấp thường có sản lượng thấp hơn, đồng thời cho phép sản xuất sợi tái chế. Nhờ khả năng chuyển đổi giữa các loại sản phẩm khác nhau, kéo sợi từ hạt nhựa có tính tiết kiệm chi phí trong việc bàn giao các đơn hàng nhỏ sợi cao cấp và sợi với tính năng đặc biệt. Kéo sợi từ hạt nhựa có khả năng sản xuất sợi tái chế từ hạt PET tái chế trong khi kéo sợi trực tiếp không thể. Ngoài ra, hạt PET ở thể rắn có thể được chứa và vận chuyển với chi phí hiệu quả hơn, đồng thời nhà máy kéo sợi dễ nâng cấp hơn so với nhà máy kéo sợi trực tiếp. Do đó, kéo sợi từ hạt phù hợp hơn với các nhà sản xuất nhỏ như STK.

Lo ngại về ô nhiễm và phụ thuộc vào dầu thô đang dẫn dắt sự chuyển đổi sang polyester tái chế

Không giống như cotton và viscose, polyester không phải là nguyên liệu tự phân hủy, làm dấy lên lo ngại về môi trường. Chai nhựa PET, được làm từ cùng loại vật liệu với xơ polyester, đã trở thành biểu tượng của sự ô nhiễm ngày nay. Tình hình này cũng diễn ra tương tự đối với xơ polyester trong ngành dệt may. Thực tế, xơ polyester chiếm 63% sản lượng PET sản xuất toàn cầu năm 2018, theo Wood Mackenzie., và chiếm 62% tổng chất thải PET trong năm 2015, theo Independent Commodity Intelligence Services (ICIS) – nhà cung cấp thông tin thị trường hóa dầu.

Việc Trung Quốc nỗ lực giảm ô nhiễm là một biểu trưng cho sự lo ngại trên toàn cầu về tác động môi trường của xơ polyester. Trong giai đoạn 2015-2016, kế hoạch phòng chống ô nhiễm “Water Ten” của Trung Quốc dẫn đến đóng cửa hàng loạt các nhà máy dệt và nhuộm vải (nhuộm vải truyền thống vốn là một quá trình gây ra ô nhiễm lớn). Trong năm 2018, Trung Quốc áp dụng lệnh cấm nhập khẩu các loại chất thải nhựa, làm giảm nguồn cung PET tái chế trên toàn cầu.

Các lo ngại về môi trường này củng cố cho nhu cầu người tiêu dùng theo hướng xơ tái chế. Nhằm tận dụng xu hướng này, nhiều thương hiệu thời trang đã cam kết gia tăng sử dụng xơ tái chế. Adidas cam kết nâng tỷ lệ sử dụng xơ tái chế lên 100% vào năm 2024. Trong năm 2018, Nike, có tỷ lệ tiêu thụ polyester 19% so với 16% năm 2015. Puma có kế hoạch 90% sản phẩm quần áo sẽ đạt chuẩn “Bluesign”, một tiêu chuẩn kiểm toán độc lập nhằm đảm bảo quy trình sản xuất và nguyên liệu thô không độc hại với môi trường. Decathlon cam kết sử dụng 100% polyester bền vững (nghĩa là sử dụng polyester tái chế hoặc vải/sợi nhuộm bằng công nghệ thân thiện môi trường) tại Pháp vào năm 2021. Uniqlo đã bắt đầu sử dụng sợi polyester tái chế, theo STK.

Hình 15: Các thương hiệu thời trang cam kết sử dụng vật liệu bền vững

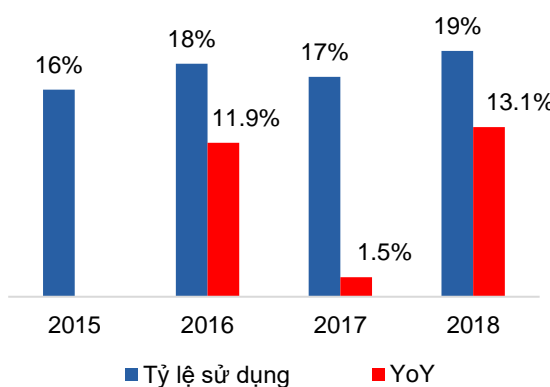
Adidas: cam kết nâng tỷ trọng sử dụng xơ sợi tái chế

100% sử dụng trong may mặc vào **2024**

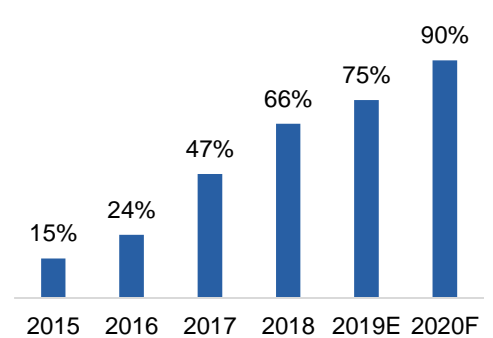
Decathlon: cam kết nâng tỷ trọng sử dụng polyester bền vững

100% sử dụng trong dệt may bán ở Pháp vào **2021**

Tỷ lệ tiêu thụ polyester tái chế của Nike



Puma: % chứng nhận polyester BLUESIGN trong may mặc



Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

Là một sản phẩm phái sinh của hóa dầu, polyester nguyên sinh có phụ thuộc trực tiếp vào biến động giá dầu thô – nhiều hơn polyester tái chế. Lấy ví dụ, giá dầu thô lao dốc vào năm 2015 đã dẫn đến sự trì hoãn các đơn hàng từ các khách hàng chờ đợi giá dầu thô tiếp tục giảm, và tương ứng là giá polyester nguyên sinh giảm theo.

PFY tái chế có giá bán cao hơn PFY nguyên sinh và vẫn còn dư địa lớn để tăng trưởng. Giá PFY tái chế cao hơn giá nguyên sinh nhờ giá trị về môi trường, hạn chế nguồn cung và quy định xuất xứ chặt chẽ (được đề cập bên dưới). Mặt khác, PFY tái chế có dự địa thâm nhập lớn khi chỉ mới chiếm 4% tổng PFY tiêu thụ vào năm 2018, theo Textile Exchange – tổ chức phi lợi nhuận trên toàn cầu phụ trách phát triển bền vững của ngành dệt may. Để so sánh, tỷ lệ đóng góp của PSF tái chế trong toàn bộ PSF là 36%, và các loại xơ polyester tái chế trong toàn bộ xơ polyester là 14% năm 2018.

Rào cản lớn khi tham gia vào ngành PFY tái chế giúp các công ty đang hoạt động hưởng lợi

PFY tái chế cần được chứng nhận bởi các tiêu chuẩn toàn cầu để có mức giá cao hơn. Dù có mức chênh lệch giá, PFY tái chế và PFY nguyên sinh gần như không có sự khác biệt trong chất lượng vải. Do đó, người tiêu dùng ý thức về môi trường muốn chắc chắn rằng họ chi trả cho tính xác thực của nguyên liệu đầu vào cũng như tính thân thiện với môi trường của chuỗi giá trị và quy trình sản xuất. Điều này dẫn đến việc thành lập các tiêu chuẩn tái chế, được dẫn đầu bởi GRS và Recycled Claim Standard (RCS). GRS và RCS đánh dấu theo dõi sản phẩm qua bước trong chuỗi giá trị nhằm đảm bảo tính chân thực. Ngoài ra, GRS và RCS cũng kiểm tra quá trình sản xuất của các công ty đăng ký mỗi năm, bao gồm kiểm tra nguồn gốc nguyên liệu, tiêu thụ năng lượng, quản lý chất thải và các khía cạnh môi trường khác. Các quá trình kiểm tra này nhằm đảm bảo rằng không có sự đánh đổi môi trường nào khác khi sử dụng nguyên liệu tái chế.

Ngoài các tiêu chuẩn trên, nhằm quảng bá các sản phẩm, những nhà cung cấp hàng đầu hạt PET – nguyên liệu đầu vào của PFY tái chế - cũng thiết lập các thương hiệu hạt PET tái chế riêng. Các thương hiệu đáng chú ý là REPREVE từ Unifi, ECOGREEN từ Nan Ya Plastics and RePET từ Libolon. Các thương hiệu lớn như thế này thống trị ngành PET tái chế.

Nguồn cung nguyên liệu thô và yêu cầu công nghệ là các rào cản tham gia khác. Nguồn cung hạt PET tái chế bị hạn chế bởi lượng chất thải nhựa sẵn có – nguồn nguyên liệu đầu vào. Hạn chế nguồn cung này càng trở nên lớn hơn do lệnh cấm của Trung Quốc đối với nhập khẩu chất thải nhựa. Trung Quốc trước lệnh cấm thường tái chế 50% nguồn chất thải nhựa của thế giới. Dù lệnh cấm đã khiến ngành công nghiệp tái chế phải chuyển sang quốc gia khác, các quốc gia này đang đối mặt với các khó khăn về công suất hoặc hạn chế của Chính phủ. Trong tình hình nguồn cung hạn chế, các công ty đã chốt được nguồn cung PET tái chế sẽ có vị thế thuận lợi hơn.

Sợi - một phần của ngành dệt may Việt Nam

Việt Nam thặng dư sợi cotton, nhưng có sự thiếu hụt sợi polyester

Trong năm 2019, xuất khẩu xơ và sợi của Việt Nam đã đạt 4,2 tỷ USD, chiếm 10,7% tổng xuất khẩu dệt may của Việt Nam là 39 tỷ đồng, theo Hiệp hội Bông Sợi Việt Nam (VCOSA).

Việt Nam xuất khẩu một lượng đáng kể lượng sợi cotton thặng dư – chủ yếu sang Trung Quốc – trong khi nhập khẩu lượng lớn sợi polyester để đáp ứng nhu cầu sản xuất trong nước. Theo Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), trong năm 2018, Việt Nam đã sản xuất 2,3 triệu tấn xơ (CAGR 2014-2018 đạt 24,7%), trong đó đã xuất khẩu gần 1,5 triệu tấn (**hình 16**). Cơ cấu xuất khẩu sợi của Việt Nam là khác biệt với nhu cầu toàn cầu, khi sợi cotton chiếm 71% sản lượng xuất khẩu của Việt Nam, phần lớn xuất sang Trung Quốc. Trong khi đó, trong số 1 triệu tấn sợi nhập khẩu vào Việt Nam năm 2018, 94% là sợi nhân tạo và chủ yếu là sợi polyester.

PFY chiếm một tỷ trọng nhỏ trong xuất khẩu sợi của Việt Nam và ít phụ thuộc hơn vào thị trường Trung Quốc; dù vậy, vẫn chịu ảnh hưởng từ Trung Quốc bán phá giá năm 2019. Theo Tổng cục Hải quan, giá trị/sản lượng PFY xuất khẩu đạt 250 triệu USD/139,8 triệu tấn năm 2019 – giá trị xuất khẩu tương ứng với chỉ 6% tổng giá trị xuất khẩu xơ và sợi của Việt Nam. Không giống như cotton – phụ thuộc vào xuất khẩu đến Trung Quốc – xuất khẩu PFY của Việt Nam được phân bổ đồng đều hơn đến các nước như Thái Lan, Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản và sử dụng trong nước. Tuy nhiên, xuất khẩu PFY của Việt Nam đã giảm 11,8% YoY tính theo sản lượng và 15,3% YoY trong giá trị do Trung Quốc bán phá giá sợi nguyên sinh, sau khi nhu cầu dệt may thấp hơn tại Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung Quốc. Theo ban lãnh đạo STK, công suất PFY trong nước chỉ có thể đáp ứng khoảng 24% tiêu dùng trong nước trong năm 2019, tương ứng với dư địa lớn để thâm nhập vào thị trường trong nước của STK.

Hình 16: Chuỗi giá trị dệt và may mặc của Việt Nam (2018)

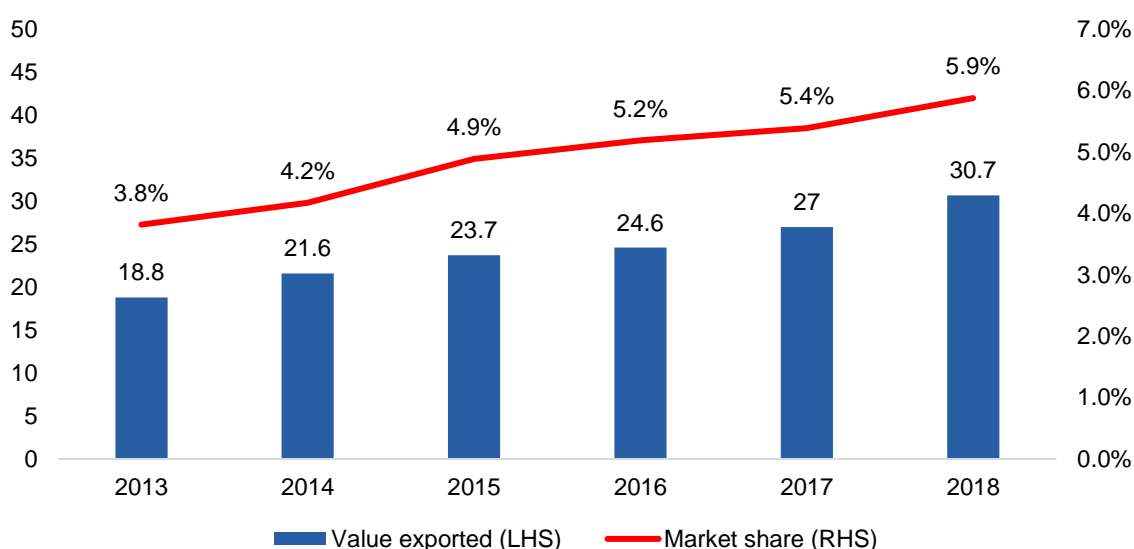
	NGUYÊN LIỆU THÔ (Cotton, xơ viscose, xơ PE)	SỢI (Chủ yếu là sợi cotton và polyester)	VẢI (Dệt thoi, dệt kim, nhuộm và hoàn tất)	MAY MẶC (Chủ yếu là cắt may và mua nguyên liệu rời cắt may)
<i>Ghi chú</i>	<i>Không tính polyester chảy và hạt PET</i>	<i>Thâm dụng vốn</i>	<i>Thâm dụng vốn</i>	<i>Thâm dụng lao động</i>
Sản lượng trong nước	120.000 tấn	2,25 triệu tấn	3,5 tỷ m ²	
- Xuất khẩu		1,48 triệu tấn (71% giá trị xuất khẩu đến từ cotton)	300 triệu m ²	30,4 tỷ USD
+ Nhập khẩu	1,99 triệu tấn	1,04 triệu tấn (94% giá trị nhập khẩu là sợi nhân tạo)	6,5 tỷ m ² (67% nhu cầu trong nước)	
= Nhu cầu trong nước	2,11 triệu tấn	1,81 triệu tấn	9,7 triệu m ²	

Nguồn: VCOSA, USDA, ITC, VCSC tổng hợp

Sợi từ Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ triển vọng tươi sáng ngành dệt may trong nước

Việt Nam là trung tâm dệt may toàn cầu với thị phần đang ngày gia tăng. Theo ITC, trong năm 2018, thị phần xuất khẩu dệt may của Việt Nam đạt 5,9% toàn cầu, tương ứng với 28,2 tỷ USD (+33% YoY; CAGR 2013-2018 đạt 12,3%). Các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là US (47%), EU (15%), Nhật Bản (12%) và Hàn Quốc (12%). Việt Nam ghi nhận các thế mạnh đồng đều trong chi phí lao động, tính linh hoạt của sản phẩm, tuân thủ các tiêu chuẩn về lao động và môi trường cũng như tốc độ đưa ra thị trường và tốc độ từ nguồn đầu vào. Tiềm năng tăng trưởng ngành dệt may Việt Nam cũng được hỗ trợ bởi các FTA có hiệu lực (như VJEPA, VKFTA và CPTPP) cũng như các FTA sắp tới (như EVFTA và khả năng là RCEP). Trong khi đó, Trung Quốc – nhà xuất khẩu dệt may hàng đầu Việt Nam – đang nhận được các mức ưu đãi thuế thấp hơn so với Việt Nam và cũng bị ảnh hưởng do căng thẳng thương mại với Mỹ (hình 18). Điều này cũng có lợi cho Việt Nam khi Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Việt Nam chỉ xếp sau Trung Quốc tính theo lượng xuất khẩu dệt may sang Mỹ, với thị phần của Trung Quốc đang giảm dần từ năm 2014.

Hình 17: Xuất khẩu may mặc của Việt Nam (tỷ USD) và thị phần toàn cầu giai đoạn 2013-2018



Nguồn: ITC, VCSC

Các quy tắc xuất xứ (ROO) trong các FTA là các yếu tố hỗ trợ dài hạn cho sợi của Việt Nam. Các FTA mới như CPTPP (có hiệu lực từ tháng 01/2019) và EVFTA (ký vào tháng 6/2019, chưa có hiệu lực) bao gồm các ROO như “từ sợi trở đi” (CPTPP) và “từ vải trở đi” (EVFTA). Các quy tắc này yêu cầu rằng nhằm để hàng may mặc được hưởng mức thuế ưu đãi, việc sản xuất may mặc cũng như vải và sợi phải được thực hiện trong các nước thành viên của FTA. Quy tắc “từ sợi trở đi” theo CPTPP sẽ ưu đãi cho sợi lấy nguồn từ các quốc gia thành viên, do đó giúp các nhà sản xuất sợi từ Việt Nam như STK hưởng lợi. Trong khi đó, quy tắc từ vải trở đi theo EVFTA sẽ ưu tiên lấy nguồn từ vải của Việt Nam và có lợi gián tiếp cho các nhà sản xuất sợi polyester trong nước như STK.

Hình 18: Xuất khẩu may mặc của Việt Nam theo các thị trường chính; thuế suất trung bình tại Việt Nam và Trung Quốc ⁽¹⁾ cho hàng may mặc xuất khẩu sang các thị trường chính (dòng HS 61 và 62)

	Mỹ	Ngoại-EU ⁽²⁾	Nhật Bản	Hàn Quốc	Canada
Nhập khẩu may mặc 2019	87 tỷ USD	117 tỷ USD	28 tỷ USD	10 tỷ USD	10 tỷ USD
Thị phần của Việt Nam	15,9%	4,4%	15,4%	34,4%	10,5%
FTA với Việt Nam	N/A	EVFTA. Đã được Nghị viện EU thông qua trong tháng 2/2020, dự kiến có hiệu lực từ giữa 2020.	VJEPA. Có hiệu lực từ 2009.	VKFTA. Có hiệu lực từ 2015.	CPTPP. Có hiệu lực từ 2019.
Thuế trung bình cho hàng may mặc của Việt Nam	12,6%	Hiện là 9,3%, EVFTA áp dụng 0% nếu thỏa mãn “từ vải trở đi”	9,2%, 0% nếu thỏa mãn “từ vải trở đi”	0%	17,2%, CPTPP áp dụng 0% nếu thỏa mãn “từ sợi trở đi”.
Thuế trung bình cho hàng may mặc từ Trung Quốc	12,6% +7,5% do mức thuế tranh chấp	11,6%	9,2%	9,7%	17,2%

Nguồn: ITC, VCSC tổng hợp

⁽¹⁾ Thuế trung bình đơn giản cho dòng thuế (Harmonized System (HS)) mã 61 (hàng dệt kim) và 62 (hàng dệt thoi). ⁽²⁾ Ngoại-EU: Chỉ tính giao thương với các quốc gia bên ngoài 28 quốc gia EU.

Giữa CPTPP và EVFTA, chúng tôi cho rằng các lợi ích từ EVFTA đối với ngành dệt may Việt Nam sẽ là lớn hơn. Theo ông Ngô Chung Khanh, Phó Vụ Trưởng Vụ Chính sách Thương mại Đa Biên – Bộ Công thương, sau 1 năm đi vào hiệu lực, quy tắc xuất xứ của CPTPP chỉ mới được tận dụng bởi 0,03% hàng may mặc xuất khẩu của Việt Nam sang các thị trường CPTPP. Sự tận dụng còn khiêm tốn này do 2 nguyên nhân. Đầu tiên, các công ty may mặc Việt Nam đã có mức thuế 0% nhờ quy tắc xuất xứ ít chặt chẽ hơn trong các thị trường chính của các thành viên CPTPP như Nhật Bản (“từ vải trở đi” theo VJEP A) và Úc (1,5%, không có quy tắc xuất xứ thêm). Thị trường lớn còn lại trong CPTPP nhưng không có hiệp định thương mại song phương với Việt Nam là Canada. Tuy nhiên, việc Canada giảm thuế đối với hàng may mặc Việt Nam sẽ trải qua quá trình giảm từ từ, trong nhiều năm thay vì giảm loại bỏ thuế quan ngay lập tức.

Mặt khác, EVFTA bao gồm các thị trường nhập khẩu lớn nhất trên thế giới. Như đã được đề cập ở trên, quy tắc “từ vải trở đi” của EVFTA sẽ khuyến khích lấy nguồn vải từ Việt Nam và có lợi gián tiếp cho các nhà sản xuất sợi trong nước như STK.

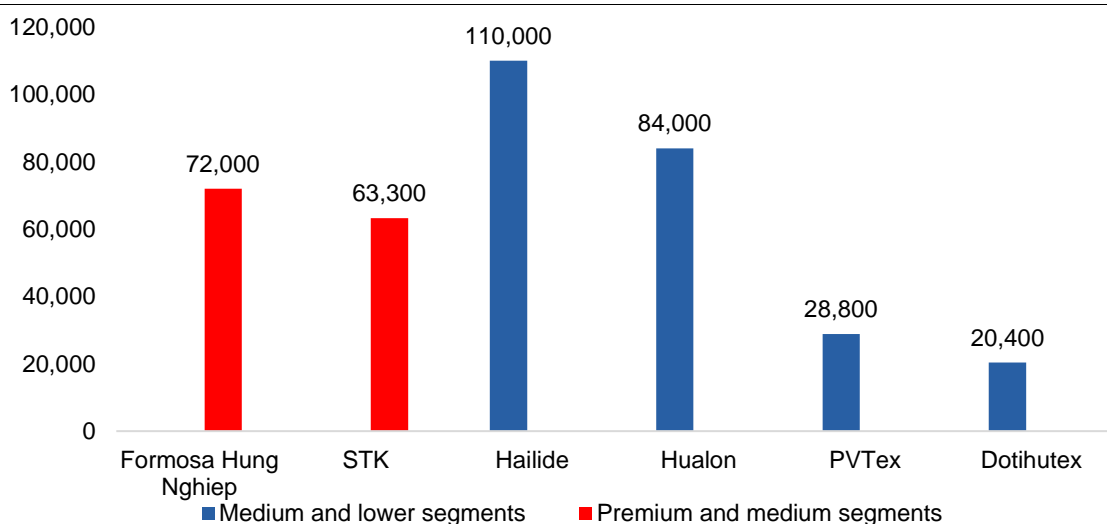
Chúng tôi kỳ vọng các đối tượng hưởng lợi đầu tiên của các quy định ROO này là (1) các nhà sản xuất dệt may tích hợp chuỗi giá trị, (2) các công ty may mặc hưởng lợi từ việc lấy nguồn nguyên liệu nội địa của khách hàng và (3) các công ty thành lập các liên minh để tạo chuỗi giá trị đầy đủ. Một vài công ty Việt Nam đã tận dụng các quy định ROO hoặc thiết lập vị thế cho khả năng hưởng lợi. CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HSX: TCM) có chuỗi giá trị tích hợp từ kéo sợi đến sản xuất may mặc, đang nộp hồ sơ cho đơn hàng xuất khẩu đầu tiên theo mức thuế suất ưu đãi của CPTPP, với đơn hàng may mặc “từ sợi trở đi”. CTCP Đầu tư TNG (HSX: TNG), một nhà sản xuất may mặc, rơi vào nhóm (2) khi được hỗ trợ từ khách hàng Châu Âu của công ty là Decathlon, đã mua một phần vải từ các nhà sản xuất Việt Nam nhằm tận dụng quy định “từ vải trở đi” trong EVFTA. Trong khi đó, STK đang hướng đến kế hoạch thành lập liên minh sợi-dệt-nhuộm-may với các đối tác FDI, vốn sẽ có thể thỏa mãn quy định ROO theo cả CPTPP và EVFTA.

Vị thế cạnh tranh của STK

Nhắm đến phân khúc trung cấp và cao cấp

STK là một trong 2 nhà sản xuất PFY cao cấp cho dệt may duy nhất tại Việt Nam. Tại Việt Nam, STK và Formosa Hưng Nghiệp (công ty vốn Đài Loan) là 2 nhà sản xuất PFY cao cấp cho dệt may duy nhất. Các công ty khác, bao gồm Dotihutex, Hualon Vietnam, PVTex, Hailide và Billions Vietnam hoặc nhắm đến các phân khúc thấp hơn, hoặc sản xuất xơ cho nhu cầu công nghiệp. Theo ban lãnh đạo, các khách hàng cho rằng chất lượng sản phẩm của STK là tương đương các công ty toàn cầu như Nan Ya, Far Eastern New Century, Lan Fa, Zig Sheng, Hengli, Shenghong và LeaLea.

Hình 19: Các nhà sản xuất xơ polyester trong nước và công suất hàng năm tính đến tháng 6/2019 (tấn)

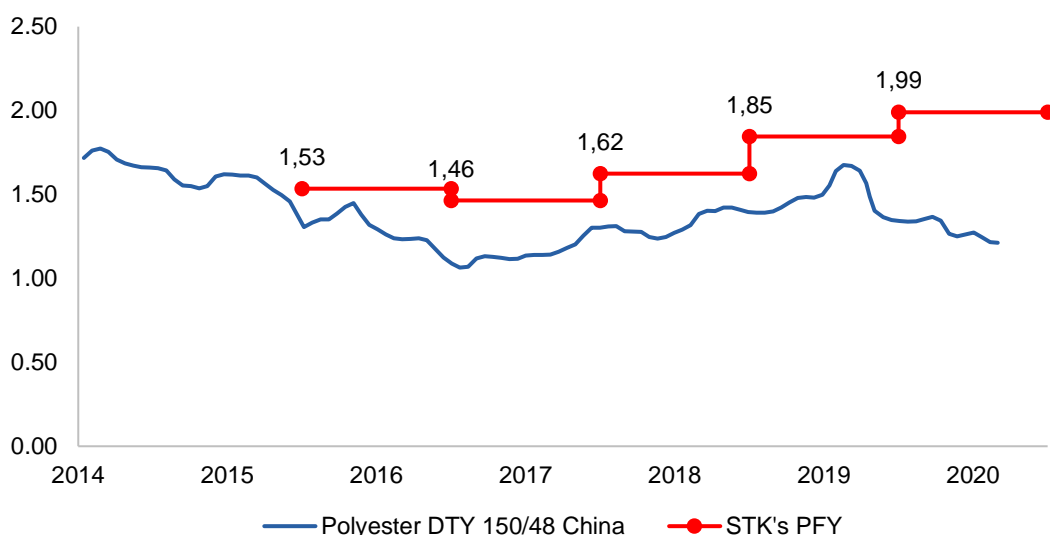


Nguồn: STK, VCSC tổng hợp

STK áp dụng chính sách “chênh lệch giá” cố định và ghi nhận giá bán trung bình (ASP) cao hơn mức trung bình. STK tập trung vào các sản phẩm sợi có chất lượng cao hơn, thường có độ mỏng trong khoảng 50-60D – dù STK cũng sản xuất một số sản phẩm sợi 30D. Hướng tập trung kinh doanh này phù hợp với ước tính của chúng tôi cho rằng diễn biến giá ASP của STK là cao hơn giá sợi DTY trung bình tại Trung Quốc (**Hình 20**). Theo ban lãnh đạo, theo trung bình, giá sợi PFY 50D cho giá bán cao hơn 17% so với sợi 100D và 33% so với sợi 300D. Sợi màu và sợi tái chế thậm chí còn có giá bán cao hơn.

Về mặt định giá sản phẩm, STK và các khách hàng của công ty sử dụng phương pháp định giá cộng chi phí (cụ thể, thêm một khoảng chênh lệch giá tuyệt đối vào chi phí hạt nhựa PET). Phương pháp định giá này giúp STK bình ổn lợi nhuận trên mỗi đơn vị sản phẩm liên quan đến giá nguyên liệu thô. Tuy nhiên, trong thời gian thị trường biến động mạnh (ví dụ, CNY trượt giá mạnh, giá dầu lao dốc hoặc nhu cầu suy yếu), mức chênh lệch của STK vẫn có thể dao động lớn như đã diễn ra trong giai đoạn 2015-2016 (chúng tôi đưa ra phân tích cụ thể hơn trong phần Diễn biến kinh doanh).

Hình 20: ASP* của STK và giá sợi polyester DTY 150/48 tại Trung Quốc (USD/kg)



Nguồn: Wood Mackenzie, *VCSC ước tính ASP của STK

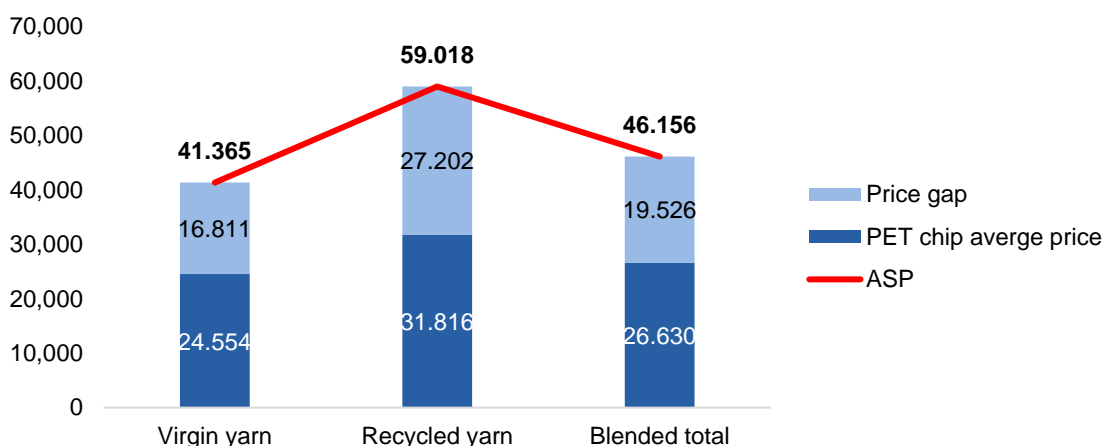
Việc tập trung vào các sản phẩm sợi cao cấp và sợi tái chế giúp giảm thiểu rủi ro cho STK, tuy nhiên, điều này không loại bỏ những ảnh hưởng đối với công ty đến từ tình trạng dư cung sợi nguyên sinh diễn ra trên toàn cầu. Hiện tại, công suất sản xuất sợi nguyên sinh dư thừa trong dài hạn tại Đài Loan, Trung Quốc và Ấn Độ đang dẫn dắt việc bán phá giá, đặc biệt từ Trung Quốc.

Chuyển hướng sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn, chủ yếu là sợi tái chế

Trong ngắn hạn, thay vì mở rộng công suất như đã thực hiện trong giai đoạn 2014-2017, STK đặt mục tiêu gia tăng đóng góp doanh thu từ các sản phẩm giá trị gia tăng như sợi tái chế, sợi màu và các loại sợi có tính năng đặc biệt.

Nhờ lợi thế về chất lượng và nguồn cung nguyên liệu đầu vào được đảm bảo, sợi tái chế của STK đã ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ tính từ năm 2016. Năm 2016, STK đã ký kết thỏa thuận với Unifi – một công ty sản xuất polyester tái chế hàng đầu trên thế giới – nhằm nhượng quyền để sản xuất mặt hàng sợi tái chế mang thương hiệu REPREVE cũng như mua hạt nhựa PET tái chế từ Unifi. Năm 2017, sau 2 năm áp dụng, STK đã được cấp chứng nhận GRS. Các diễn biến này tạo nên một nền tảng vững chắc cho STK trong việc mở rộng thâm nhập trong ngành sợi tái chế. Năm 2019, sợi tái chế chiếm 27% sản lượng bán, 35% tổng doanh thu và 47% lợi nhuận gộp của STK.

Hình 21: Sợi tái chế có ASP và chênh lệch giá cao hơn so với sợi nguyên sinh (đồng/kg) – STK năm 2019



Nguồn: STK, VCSC ước tính

Như trên Hình 21, sợi tái chế ghi nhận ASP và biên lợi nhuận gộp cao hơn so với sợi nguyên sinh; hạt nhựa PET tái chế giảm thiểu tác động từ biến động giá dầu đến STK. Chi phí trên mỗi đơn vị hạt nhựa PET và ASP của STK duy trì ổn định – dù gián đoạn trong hoạt động tái chế chất thải rắn trên toàn cầu diễn ra năm 2018 đến từ việc thay đổi chính sách của Trung Quốc.

Sợi màu có thể giúp STK đáp ứng nhu cầu tốt hơn cho các khách hàng sản xuất vải, trong khi tiếp tục gia tăng ASP của công ty. Công nghệ chip spinning (kéo sợi từ hạt nhựa) cho phép những phần nâng cấp linh hoạt như dây chuyền sản xuất sợi màu, dễ dàng lắp đặt thêm bộ phận pha màu vào hệ thống hiện tại. Năm 2019, lượng công suất sợi màu thấp 4.000 tấn/năm đã đi vào vận hành tại STK. Theo ban lãnh đạo, ASP của sợi màu cao hơn 15%-20% so với ASP của sợi thông thường tương ứng. Sợi màu cũng được ưa chuộng bởi các nhà sản xuất vải vì khách hàng sẽ không cần nhuộm vải, vốn là 1 công đoạn có nguy cơ gây ô nhiễm cao nên thường bị Chính phủ hạn chế trong việc xin cấp phép đầu tư.

STK đang thúc đẩy doanh số sợi cao cấp dùng trong sản xuất bọc nệm xe hơi cũng như phát triển nhiều sản phẩm “sợi tính năng đặc biệt”. Từ đầu năm 2019, STK đã phân bổ khoảng 4% tổng công suất nhằm phục vụ thị trường sản xuất bọc nệm xe hơi, vốn sử dụng sợi có chất lượng hàng đầu với ASP cao hơn khoảng 30% so với sợi thông thường, theo ban lãnh đạo. STK đặt mục tiêu gia tăng tỷ lệ này lên khoảng 20% trong vòng 3 năm tiếp theo. Đồng thời, STK đang phát triển các sản phẩm sợi tính năng đặc biệt có tính chất vật lý và hóa học đặc biệt như sợi co giãn cao, sợi nhanh khô, sợi rỗng và sợi chống tia cực tím.

Tiếp tục tận dụng cơ hội từ các FTA và triển vọng của hạ nguồn dệt may tại Việt Nam

Duy trì đóng góp doanh thu từ thị trường trong nước và xuất khẩu tại chỗ ở mức trên 50% trong khi tiếp tục thâm nhập các thị trường nước ngoài. Doanh số trong nước và xuất khẩu tại chỗ vào Việt Nam chiếm 60% doanh thu của STK trong năm 2019. Mối quan hệ vững chắc giữa STK và các nhà sản xuất vải tại Việt Nam – bao gồm các doanh nghiệp FDI đã di dời/chuyển hướng một phần cơ sở sản xuất sang Việt Nam – giúp STK có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ triển vọng cho các doanh nghiệp hạ nguồn ngành may mặc tại Việt Nam, vốn được hỗ trợ bởi nhiều FTA. Đối với xuất khẩu, các thị trường chính của STK bao gồm Hàn Quốc, Nhật Bản và Thái Lan. Theo ban lãnh đạo, trong 3 thị trường này, khách hàng Nhật Bản thường nhấn mạnh tầm quan trọng của chất lượng sản phẩm và dịch vụ chăm sóc khách hàng thay vì giá cả.

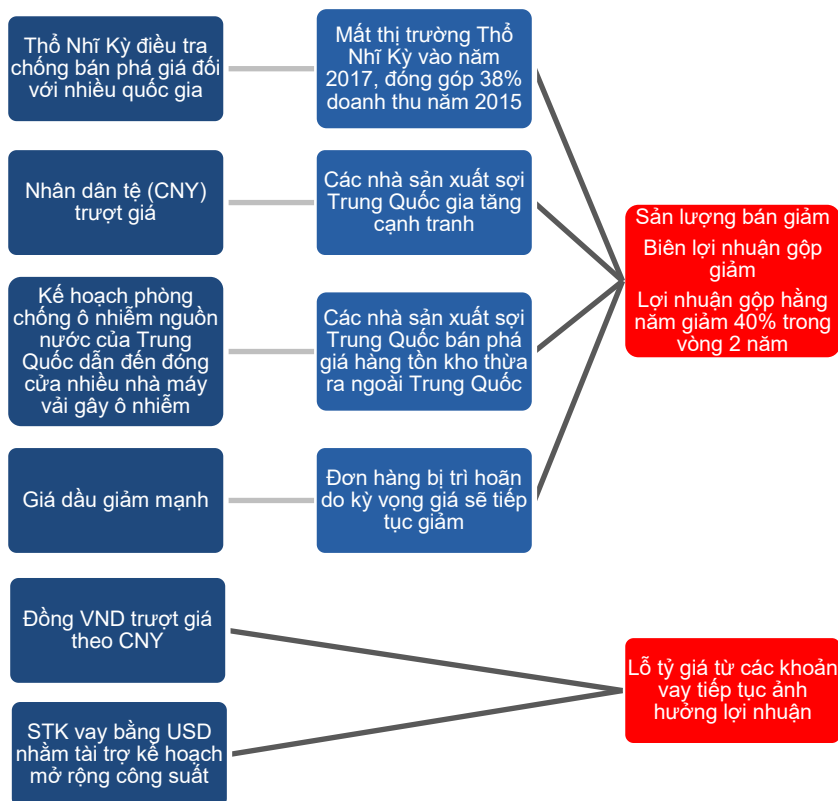
Dự án liên minh sợi-dệt-nhuộm-may tiềm năng nhằm tận dụng ROO. Ban lãnh đạo đã thảo luận về việc hợp tác với các doanh nghiệp FDI đã có tiềm lực về mảng dệt và may mặc, hiện đang trong quá trình di dời nhà máy sang Việt Nam. Sự hợp tác này diễn ra nhằm tận dụng quy tắc xuất xứ “từ sợi trở đi” trong CPTPP và “từ vải trở đi” trong EVFTA cũng như cắt giảm chi phí logistics thông qua việc thành lập chuỗi cung ứng khép kín. Kế hoạch mở rộng công suất cho dự án này, nếu được thông qua, có khả năng thực hiện sớm nhất là vào cuối năm 2020, lượng công suất mới sẽ chỉ đi vào hoạt động sau thời điểm cuối năm 2022.

Diễn biến kinh doanh: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ dù liên tục đối mặt với các thách thức từ bên ngoài

Trong giai đoạn 2014-2019, STK ghi nhận CAGR doanh thu đạt 9% và CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt 15% dù phải ứng phó với nhiều thách thức từ bên ngoài.

2015-2016: Rào cản thương mại, biến động giá dầu

Hình 22: Tóm tắt các sự kiện bên ngoài đã ảnh hưởng đến STK trong giai đoạn 2015-2016



Nguồn: VCSC. Ghi chú: Ô màu xanh đậm thể hiện nhân tố bên ngoài, ô màu xanh nhạt thể hiện tác động định tính và ô màu đỏ thể hiện tác động tài chính đến STK

Kế hoạch phòng chống ô nhiễm nguồn nước của Trung Quốc khiến hàng loạt nhà máy dệt và nhuộm tại Trung Quốc đóng cửa trong năm 2015, dẫn đến nhu cầu sợi tạm thời giảm mạnh. Các nhà sản xuất sợi Trung Quốc, đối mặt với nhu cầu trong nước suy yếu bất thường, đã tiến hành bán phá giá ra các thị trường nước ngoài trong giai đoạn quý 2/2015 – quý 4/2016 khi các công ty vải Trung Quốc trong quá trình di dời nhà máy sang các khu vực ngoài Trung Quốc (bao gồm Việt Nam). Ngoài ra, đồng CNY đã trượt giá 5% vào quý 3/2015, khiến sợi Trung Quốc thậm chí rẻ hơn tại nhiều thị trường trên toàn cầu. Những sự kiện này đã ảnh hưởng các nhà sản xuất sợi ngoài Trung Quốc như STK.

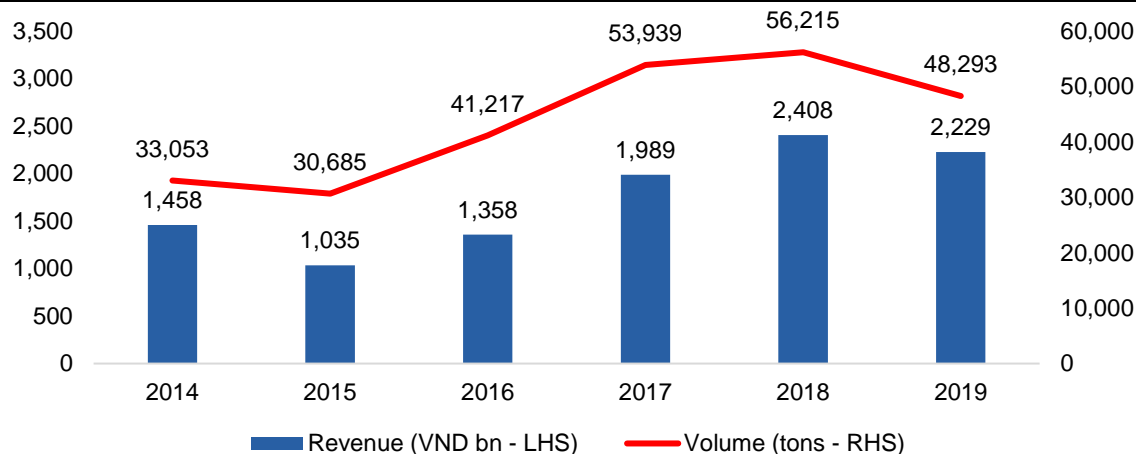
Giá dầu thô giảm mạnh trong quý 3/2015 dẫn đến trì hoãn đơn hàng từ khách hàng. Do liên quan đến giá dầu, giá nguyên liệu hóa dầu và giá PFY cũng giảm mạnh trong năm 2015. Đà giảm này đã khiến khách hàng tạm dừng các đơn hàng sợi vì cho rằng giá sẽ tiếp tục giảm sâu hơn.

Thổ Nhĩ Kỳ điều tra chống bán phá giá đối với nhiều quốc gia xuất khẩu sợi, bao gồm Việt Nam. Theo ban lãnh đạo của STK, dù hoàn toàn tuân thủ quy định (ví dụ, 0% cổ phần Nhà nước tại nền kinh tế phi thị trường, không có chính sách ưu đãi từ Chính phủ và chuẩn mực kế toán của STK phù hợp với Chuẩn mực kế toán Việt Nam), những nỗ lực từ phía công ty cũng như hỗ trợ pháp lý từ Nhà nước, cuộc điều tra 18 tháng này đã dẫn đến việc STK mất thị trường Thổ Nhĩ Kỳ. Sau khi Thổ Nhĩ Kỳ áp thuế chống bán phá giá, STK bắt đầu thâm nhập thị trường Hàn Quốc và sau đó là Nhật Bản.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của STK bị ảnh hưởng bởi những sự kiện kể trên. Khi sản lượng bán giảm 7% YoY trong năm 2015 trước khi phục hồi 34% YoY trong năm 2016, ASP năm 2016 của STK đã giảm 25% so với con số ghi nhận năm 2014. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp giảm từ 14,6% trong năm 2014 còn 9,5% trong năm 2016.

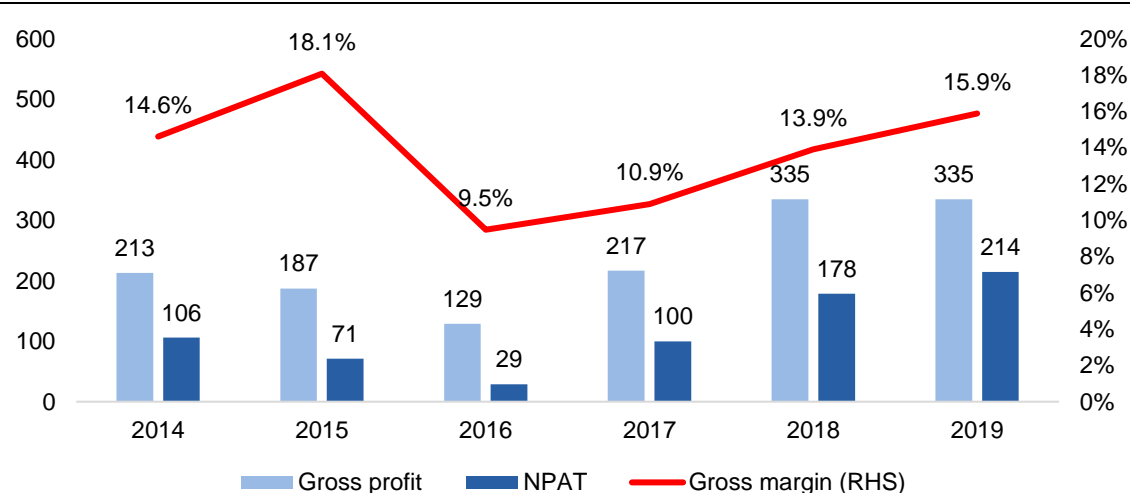
Lỗ tỷ giá tiếp tục ảnh hưởng lợi nhuận. Với kỳ vọng vào Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) – khởi nguồn của CPTPP – STK đã nâng công suất hàng năm từ 37.000 tấn trong năm 2014 lên 60.000 tấn trong năm 2017, phần lớn được tài trợ bởi các khoản vay bằng USD. Khi đồng VND tiếp nối CNY trượt giá so với USD, STK ghi nhận lỗ tỷ giá.

Hình 23: Doanh thu và sản lượng bán của STK



Nguồn: STK, VCSC ước tính sản lượng bán

Hình 24: Diễn biến lợi nhuận gộp và LNST của STK (tỷ đồng)



Nguồn: STK, VCSC

2017-2018: Giai đoạn phục hồi

Nhu cầu sợi toàn cầu đã phục hồi vào năm 2017. Ngoài ra, Trung Quốc ngừng bán phá giá vào quý 4/2016 khi hàng dự trữ được tiêu thụ. Trong bối cảnh ngành tích cực này, STK đã thành công thâm nhập vào thị trường Nhật Bản và nỗ lực gia tăng doanh số tại Hàn Quốc cũng đem lại thành quả - những thành công trên thị trường Hàn Quốc được hỗ trợ bởi FTA Việt Nam – Hàn Quốc. Trong năm 2017, sản lượng bán của STK tăng 31% YoY – thúc đẩy doanh thu tăng 46% – trong khi lợi nhuận tăng mạnh 248% YoY nhờ biên lợi nhuận gộp gia tăng, đến từ đóng góp cao hơn của sợi tái chế.

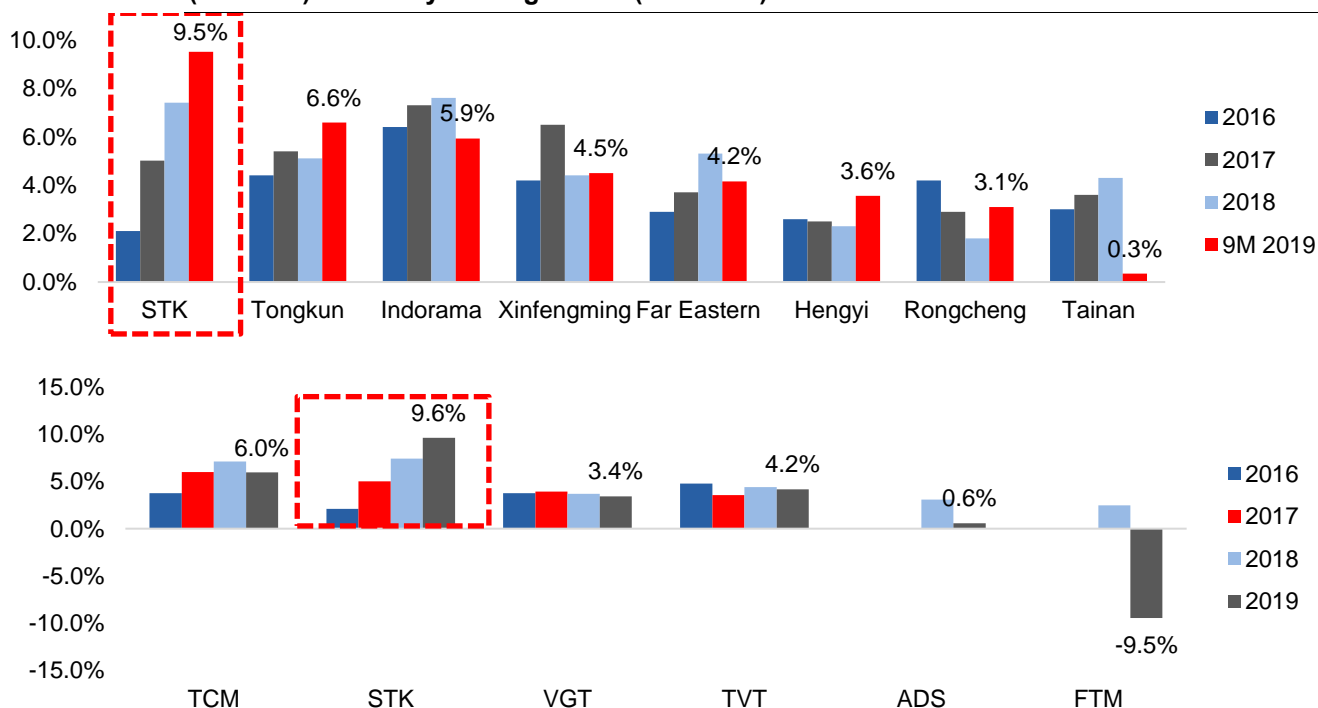
2019: Trung Quốc lại bán phá giá; tuy nhiên, việc STK tập trung vào các sản phẩm cao cấp hơn đã giảm thiểu rủi ro cho công ty.

Việc Trung Quốc tiếp tục bán phá giá sợi có khả năng được trợ cấp từ Chính phủ. Vào tháng 5/2019, Mỹ đã chính thức áp thuế 10% đối với các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc, bao gồm 3,7 tỷ USD sản phẩm may mặc bên cạnh mức thuế suất MFN (tối huệ quốc) trung bình trước đây là 12,6%. Sau đó, Mỹ tiếp tục áp thuế bổ sung 5% và tăng thêm 27,3 tỷ USD giá trị sản phẩm may mặc bị áp thuế vào tháng 9/2019 – trước khi thỏa thuận thương mại “Giai đoạn 1” giữa 2 quốc gia này giảm mức thuế quan xuống còn 7,5% trong tháng 2/2020. Tính từ năm 2019, cuộc chiến thuế quan giữa Mỹ - Trung Quốc đã gia tăng những bất lợi thuế quan hiện hữu của Trung Quốc so với các quốc gia khác như Việt Nam và Bangladesh. Đối mặt với nhu cầu suy yếu tại Mỹ, Trung Quốc bắt đầu bán phá giá hàng tồn kho dư thừa vào các thị trường khác, bao gồm Việt Nam. Động thái bán phá giá này có khả năng được trợ cấp từ Chính phủ, khi một cuộc điều tra bởi Bộ Thương Mại Mỹ thực hiện vào tháng 11/2019 đã kết luận rằng các công ty Trung Quốc bán phá giá sợi polyester tại Mỹ với biên độ bán phá giá (chênh lệch giữa giá bán thông thường và giá xuất khẩu của Trung Quốc vào Mỹ, tính trên giá xuất khẩu) đạt tối đa 77% trong khi trợ cấp trên giá bán được nhận nằm trong khoảng 32%-473%.

Việc STK gia tăng tập trung vào phân khúc cao cấp/ngách đã giảm thiểu tác động của các sự kiện bên ngoài đến hoạt động kinh doanh chung của công ty. Việc bán phá giá của Trung Quốc đã bắt đầu ảnh hưởng đến doanh số sợi nguyên sinh của STK vào quý 2/2019, cùng với việc công ty chủ động chuyển đổi cơ cấu sản phẩm sang sợi tái chế, đã khiến sản lượng sợi nguyên sinh bán ra giảm 29% YoY, tổng sản lượng sợi bán ra giảm 14% YoY và doanh thu giảm 7% YoY trong năm 2019. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp vẫn tăng 6% YoY, hỗ trợ bởi đóng góp lớn hơn từ sợi tái chế.

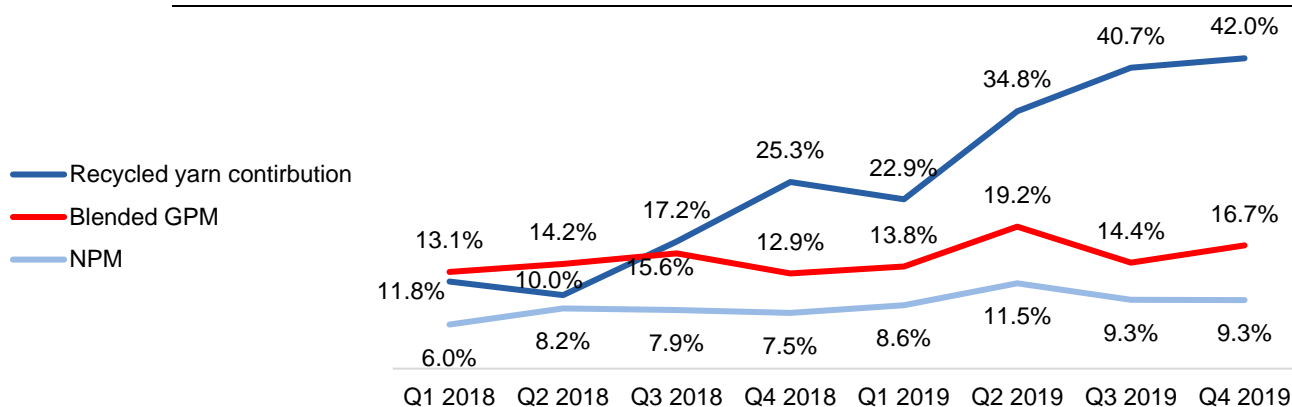
Thực tế, trong năm 2019, STK chịu ảnh hưởng nhẹ hơn so với đa số các công ty xơ và sợi tại Việt Nam trong cả ngành sản xuất bông (cotton) và polyester. Trong khi các công ty trong ngành sản xuất polyester phải ứng phó với việc Trung Quốc bán phá giá sợi, các nhà sản xuất bông đối mặt với nhu cầu suy yếu từ Trung Quốc, vốn là thị trường chính cho mặt hàng này. Trong khu vực, nhiều doanh nghiệp lớn trong ngành sản xuất PFY cũng bị ảnh hưởng bởi tình trạng bán phá giá, bao gồm các công ty đầu ngành như Indorama Ventures, Xinfengming và Far Eastern New Century.

Hình 25: Biên lợi nhuận ròng của STK so với các công ty sản xuất sợi chính trong khu vực (bên trên) và niêm yết trong nước* (bên dưới)



Nguồn: STK, dữ liệu công ty (*ADS và FTM chủ yếu sản xuất sợi bông trong khi TCM, VGT và TVT là công ty dệt may có dây chuyền sản xuất sợi)

Hình 26: Biên lợi nhuận và đóng góp doanh thu từ sợi tái chế của STK



Nguồn: STK

Triển vọng công ty: Sợi tái chế dẫn dắt tăng trưởng

COVID-19: Cạnh tranh từ Trung Quốc hạ nhiệt giúp giảm thiểu tác động đến STK

Những gián đoạn trong chuỗi cung ứng ngành may mặc tại Trung Quốc hiện dẫn đến nguồn nguyên liệu giảm mạnh (sợi và vải) và khách hàng chuyển dịch đơn hàng sang các quốc gia khác. Bùng phát dịch COVID-19 đã làm gián đoạn chuỗi cung ứng tại Trung Quốc. Dù các nhà máy tại Trung Quốc đã hoạt động trở lại, công suất vận hành hiện tại vẫn thấp hơn mức thông thường. Đối với ngành sản xuất sợi polyester, thông qua so sánh với đại dịch SARS năm 2003, Wood Mackenzie cho rằng hoạt động sản xuất sợi polyester và các sản phẩm thuộc khu vực hạ nguồn của ngành sợi tại Trung Quốc có thể duy trì ở mức thấp trong vài tháng, dẫn đến thiếu hụt nguyên liệu đầu vào cho sản xuất vải và hàng may mặc. Do tình trạng thiếu hụt nguyên liệu này, nhiều nhà máy sản xuất hàng may mặc đã đóng cửa và sa thải công nhân tại Cambodia và Myanmar. Mặt khác, các nhà sản xuất sợi và hàng may mặc tại Thổ Nhĩ Kỳ đã ghi nhận lượng đơn hàng gia tăng khi khách hàng tìm kiếm nguồn cung thay thế.

Các thương hiệu thời trang và nhà bán lẻ trên toàn cầu báo cáo doanh số hàng may mặc giảm do đóng cửa cửa hàng và lượng khách đến cửa hàng suy yếu. Theo Just-Style, công ty thông tin về ngành dệt may và may mặc, Puma đã ghi nhận doanh số thấp tại các thị trường Châu Á trong khi đồng thời nhận thấy lưu lượng khách đến cửa hàng giảm đáng kể tại thị trường Châu Âu. Ngoài ra, Puma chia sẻ kỳ vọng doanh số quay về mức bình thường trong ngắn hạn trước đây của công ty là không khả thi tại thời điểm hiện tại. Trong khi đó, Adidas ghi nhận lưu lượng khách hàng giảm sâu hơn tại Nhật Bản và Hàn Quốc. Nike cũng tạm thời đóng cửa toàn bộ cửa hàng tại Mỹ trong tháng 3.

Tác động từ những diễn biến kể trên là không tránh khỏi tại Việt Nam. Ngành dệt và may mặc thuộc nhóm ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp từ bùng phát dịch COVID-19 và được Nhà nước giảm thuế. Theo Tổng Cục Thống kê (TCTK), sản lượng sản phẩm may mặc và dệt may xuất khẩu trong 2 tháng đầu năm 2020 giảm 1,7% YoY. Ngoài ra, ngành may mặc Việt Nam phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên liệu đầu vào (cụ thể, vải và sợi) từ Trung Quốc, trong 2 tháng đầu năm 2020, sản lượng xơ sợi nhập khẩu của Việt Nam giảm 9,3% YoY trong khi sản lượng vải nhập khẩu giảm 12,2% YoY, theo TCTK.

Mặc cho những thách thức trong ngành, ban lãnh đạo của STK bày tỏ quan điểm tích cực dựa trên nguồn doanh thu từ thị trường Trung Quốc thấp và tiềm năng thiếu hụt sợi tại Trung Quốc. STK không xuất khẩu sang Trung Quốc đại lục trong khi Đài Loan đóng góp thấp hơn 5% doanh thu của công ty. Hàn Quốc và Nhật Bản là mối quan tâm lớn hơn khi chiếm khoảng 20% doanh thu của STK. Tuy nhiên, tính đến giữa tháng 3, STK chưa ghi nhận lượng đơn hàng suy yếu, theo ban lãnh đạo.

Ở một diễn biến tích cực khác, STK có vị thế tốt để được hưởng lợi từ tiềm năng thiếu hụt sợi do gián đoạn hoạt động sản xuất tại Trung Quốc. Ban lãnh đạo của STK đặt mục tiêu củng cố những mối quan hệ dài hạn với các khách hàng đang thực hiện chuyển dịch đơn hàng sang Việt Nam.

Về mặt nguyên liệu đầu vào, trước khi đại dịch bùng phát, STK đa dạng hóa nguồn cung hạt nhựa PET từ Đài Loan, Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc và các quốc gia khác. STK chỉ thu mua một số nguyên liệu nhỏ từ Trung Quốc đại lục. Tuy nhiên, ban lãnh đạo nhận thấy rủi ro khi nguyên liệu thô tồn kho của STK chỉ đủ đảm bảo cho khoảng 1 tháng sản xuất, do đó, công ty cần nhanh nhẹn và linh hoạt trong việc tìm kiếm nguồn cung hạt nhựa PET.

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu đạt 10% trong giai đoạn 2019-2022 nhờ nhu cầu sợi tái chế gia tăng

Dự báo CAGR doanh thu giai đoạn 2019-2022 của chúng tôi bao gồm CAGR sản lượng đạt 7,5% và CAGR ASP đạt 2,5%, chủ yếu được dẫn dắt bởi sợi tái chế có giá bán cao hơn. Dự báo CAGR sản lượng đạt 7,5% của chúng tôi – cao hơn mức dự phóng của Wood Mackenzie cho CAGR PFY toàn cầu giai đoạn 2019-2025 là 4% - dựa trên những yếu tố sau:

- Wood Mackenzie dự báo CAGR sợi polyester tái chế toàn cầu đạt 6% trong giai đoạn 2019-2030. Trong số các sản phẩm sợi polyester tái chế, chúng tôi kỳ vọng PFY tái chế (sản phẩm của STK) sẽ tăng trưởng nhanh hơn trong bối cảnh dư địa tăng trưởng rộng lớn, khi PFY tái chế hiện chỉ chiếm khoảng 4% tổng PFY tiêu thụ toàn cầu.
- Theo Wood Mackenzie, phần lớn đà tăng trưởng nhu cầu xơ trong tương lai sẽ đến từ thị trường Châu Á, khu vực có các khách hàng lớn của STK (Việt Nam, Hàn Quốc, Nhật Bản và Thái Lan).
- Những hỗ trợ từ quy tắc xuất xứ trong các FTA khi các nhà sản xuất vải gia tăng hoạt động sản xuất cũng như lấy nguồn từ Việt Nam.
- Theo ước tính của chúng tôi, trong năm 2019, STK đã đạt hiệu suất hoạt động khoảng 75% công suất. Dự phóng của chúng tôi tương ứng với việc STK sẽ đạt công suất tối đa trước năm 2022.

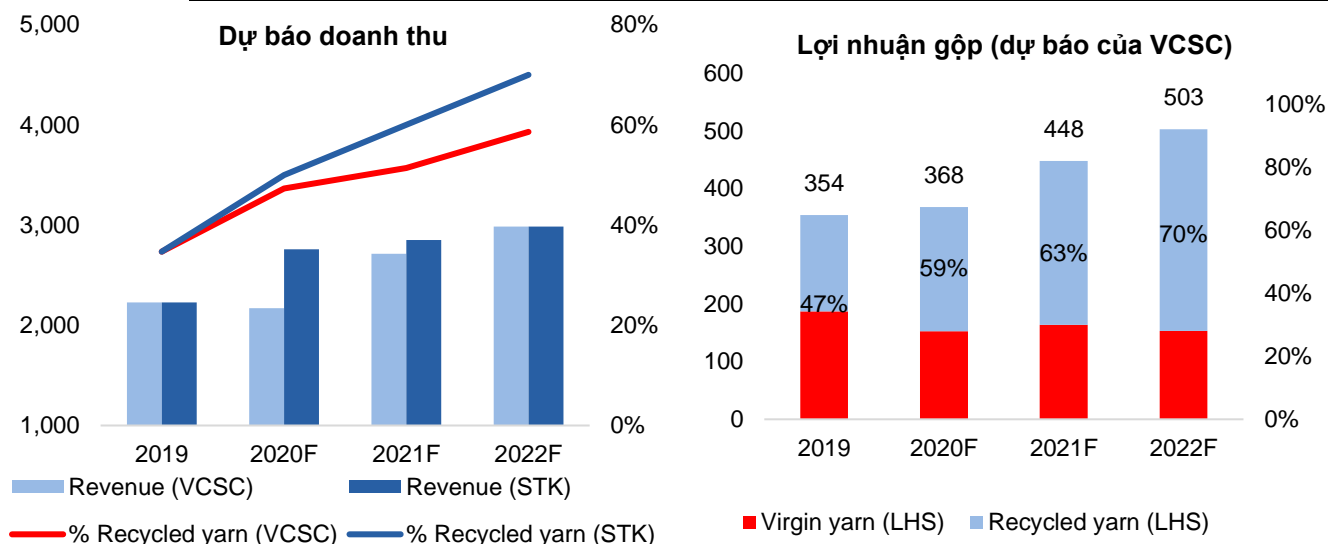
Tính riêng năm 2020, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng chỉ đạt 5,0% để phản ánh những tác động bất lợi từ dịch COVID-19 đến ngành dệt may toàn cầu. Chúng tôi giả định sản xuất hàng may mặc và vải tại Việt Nam sẽ quay về mức bình thường trong 6 tháng cuối năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng bán sẽ tăng tốc đạt 10% YoY trong năm 2021.

Dù kỳ vọng sản lượng gia tăng, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2020 sẽ giảm 2,7% khi cho rằng giá dầu lao dốc trong quý 1/2020 sẽ khiến giá hạt nhựa PET giảm và từ đó ảnh hưởng giá bán sợi. Theo quan điểm từ nhóm phân tích ngành Năng lượng của chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ phục hồi vào năm 2021 từ mức hiện tại, chúng tôi dự phóng giá sợi sẽ tăng trong năm 2021 so với năm 2020.

Chúng tôi kỳ vọng sợi tái chế sẽ tăng với CAGR sản lượng đạt 32% trong giai đoạn 2019-2022 và đóng góp 59%/70% cho doanh thu/lợi nhuận gộp năm 2022. Trong bối cảnh các đối thủ tiềm năng tham gia vào ngành và cạnh tranh gia tăng vì mảng kinh doanh sợi tái chế có tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư cao, chúng tôi dự phóng CAGR ASP đạt -0,5% trong giai đoạn 2019-2022 cho mảng sợi tái chế của STK. Dự báo của chúng tôi nhìn chung thận trọng hơn so với kế hoạch của ban lãnh đạo (**Hình 27**).

Chúng tôi dự báo sản lượng sợi nguyên sinh sẽ ghi nhận CAGR -5,3% trong giai đoạn 2019-2022 do Trung Quốc bán phá giá sợi nguyên sinh cũng như công suất hạn chế của STK. Chúng tôi cho rằng hoạt động bán phá giá sợi nguyên sinh được trợ cấp từ các đối thủ Trung Quốc sẽ kéo dài. Đồng thời, STK chưa có kế hoạch mở rộng công suất trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng STK vẫn tiếp tục ưu tiên công suất để sản xuất sợi tái chế, điều này sẽ dẫn hạn chế công suất khả dụng cho sản xuất sợi nguyên sinh.

Hình 27: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của VCSC (tỷ đồng) so với kế hoạch của STK



Nguồn: STK, VCSC

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ gia tăng nhờ đóng góp lớn hơn từ sợi tái chế

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ tăng từ 15,9% trong năm 2019 lên 16,8% trong năm 2022 nhờ đóng góp từ sợi tái chế cho doanh thu gia tăng – dù giả định thận trọng của chúng tôi cho rằng mức chênh lệch giá trên giá hạt nhựa sẽ giảm đối với cả mảng sợi nguyên sinh và sợi tái chế.

Tính riêng mảng sợi tái chế, khoảng chênh lệch giá dự phóng của chúng tôi sẽ rút ngắn cùng với mức giảm trong dự báo ASP đã đề cập bên trên. Dựa theo dự báo của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp mảng sợi tái chế của STK sẽ giảm 1,6 điểm phần trăm, từ 21,6% trong năm 2019 còn 20% trong năm 2022.

Chúng tôi cũng dự báo biên lợi nhuận gộp mảng sợi nguyên sinh sẽ giảm nhẹ do áp lực kéo dài từ hoạt động bán phá giá của Trung Quốc – được bù đắp một phần bởi dự báo chi phí hạt nhựa PET thấp hơn. Trong trung hạn, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng sợi nguyên sinh sẽ giảm từ 12,9% trong năm 2019 còn 12,4% trong năm 2022 khi mảng kinh doanh này tiếp tục đối mặt với sức ép bán phá giá từ Trung Quốc. Tuy nhiên, trong năm 2020, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng sợi nguyên sinh sẽ tăng đạt 13,3% - sau đó giảm dần trong các năm tiếp theo – nhờ giá hạt nhựa PET thuận lợi hơn.

Chúng tôi cho rằng chi phí SG&A sẽ gia tăng do chi phí xuất khẩu sang Mỹ và chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D) sản phẩm

Chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng và chi phí G&A trên doanh thu sẽ lần lượt tăng 30 điểm cơ bản đạt 1,5% và 60 điểm cơ bản đạt 3,2% trong năm 2020. Trong năm 2019, STK đã bắt đầu xuất khẩu sản phẩm cho các nhà sản xuất bọc nệm xe hơi tại Mỹ, vốn có chi phí logistics cao hơn so với các thị trường chính của công ty tại Châu Á. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng chi phí G&A trên doanh thu sẽ tăng nhẹ do chi phí R&D của các sản phẩm sợi có tính năng đặc biệt và sợi màu cũng như kế hoạch tuyển dụng các chuyên gia nước ngoài của STK trong năm 2020, bao gồm chức vụ Giám đốc công nghệ, nhằm củng cố chiều sâu cho hoạt động kinh doanh. Chúng tôi từ đó dự phóng chi phí bán hàng và chi phí G&A năm 2021 sẽ lần lượt duy trì ở mức 1,4% và 2,8%, trong năm 2021 khi các mức tăng trong giá bán đã đề cập bên trên sẽ thúc đẩy doanh thu mà không ảnh hưởng đến chi phí SG&A.

Các diễn biến khác

STK đặt kế hoạch không sử dụng bất kỳ khoản vốn XDCB lớn nào trong năm 2020, tuy nhiên, nếu hoạt động kinh doanh đi đúng kỳ vọng, công ty có thể sẽ bổ sung 12.000 tấn công suất nhằm chuẩn bị cho dự án Liên minh sợi-dệt-nhuộm-may tiềm năng của công ty. Chúng tôi đã ghi nhận khoản vốn XDCB cho dự án này trong dự báo của chúng tôi khi cân nhắc về dòng tiền mặt ổn định của STK và công suất cần có để sản lượng tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn từ năm 2022 trở đi cũng như kỳ vọng của ban lãnh đạo về khoản đầu tư khoảng 15-20 triệu USD từ phía công ty cho dự án Liên minh này.

Chúng tôi dự phóng thuế suất thực tế của STK sẽ tăng từ mức trung bình khoảng 10% trong giai đoạn 2017-2019 lên 13% trong năm 2020 khi chính sách miễn thuế hết hiệu lực. Hiện tại, các nhà máy của STK tại Huyện Củ Chi TP. HCM – nhà máy Trảng Bàng 1 và Trảng Bàng 2 – áp dụng mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp toàn bộ là 20%. Trong khi đó, giai đoạn miễn thuế cho nhà máy Trảng Bàng 3 và Trảng Bàng 4 của công ty đã kết thúc vào năm 2019. Trong giai đoạn 2020-2028, 2 nhà máy này sẽ áp dụng mức thuế suất 5%.

STK quản lý rủi ro giao dịch ngoại hối thông qua phương pháp phòng vệ tự nhiên, trong khi đó, chúng tôi dự phóng STK sẽ thanh toán dần khoản nợ bằng USD của công ty nhờ dòng tiền mặt dồi dào. Khoảng 60% doanh thu của STK đến từ sản lượng xuất khẩu/xuất khẩu tại chỗ trong khi nguyên liệu đầu vào nhập khẩu của công ty – chủ yếu là hạt nhựa PET – chiếm khoảng 70% giá vốn hàng bán. Mặt khác, dựa trên triển vọng đồng VND ổn định và giả định STK sẽ sử dụng dòng tiền mặt tự do để thanh toán nợ bằng USD của chúng tôi, chúng tôi cho rằng STK sẽ không ghi nhận bất kỳ khoản lỗ tỷ giá đáng kể nào trong vài năm tới.

Chúng tôi dự phóng cổ tức tiền mặt đạt 1.500 đồng/CP và 1.000 đồng/CP lần lượt trong các năm tài chính 2019 và 2020. STK đã đề xuất với các cổ đông về kế hoạch cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/CP cho năm tài chính 2019 (sẽ được thanh toán vào năm 2020). STK cũng công bố cổ tức hằng năm trong những năm tới sẽ đạt 15% mệnh giá – cùng với cơ cấu cổ tức cổ phiếu và cổ tức tiền mặt sẽ được quyết định tại ĐHCĐ từng năm. Dựa theo giả định của chúng tôi cho vốn XDCB lớn và khả năng thanh toán nợ vào năm 2021, chúng tôi dự phóng cổ tức tiền mặt cho năm tài chính 2020 (sẽ được thanh toán vào năm 2021) sẽ giảm còn 1.000 đồng/CP, sau đó tăng lên 2.000-2.200 đồng/CP trong giai đoạn năm tài chính 2021-2022 khi chúng tôi kỳ vọng dòng tiền mặt tự do sẽ dần tăng trưởng.

Ngày 16/03/2020, STK đăng ký mua lại tối đa 7% lượng cổ phiếu lưu hành của công ty sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh trong tháng 3/2020 trong bối cảnh lo ngại về dịch COVID-19. Chúng tôi giả định giao dịch mua lại này sẽ được hoàn tất vào cuối tháng 4/2020 với mức giá 15.000 đồng/CP, dựa theo giá đóng cửa của STK ngày 18/03/2020.

Tóm tắt dự báo giai đoạn 2020-2022

Hình 28: Dự báo của VCSC cho giai đoạn 2020-2022

Tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	2.229	2.169	2.713	2.984
Sợi nguyên sinh	1.456	1.143	1.319	1.235
<i>% trong tổng cộng</i>	<i>65,3%</i>	<i>52,7%</i>	<i>48,6%</i>	<i>41,4%</i>
Sợi tái chế	773	1.026	1.394	1.749
<i>% trong tổng cộng</i>	<i>34,7%</i>	<i>47,3%</i>	<i>51,4%</i>	<i>58,6%</i>
Lợi nhuận gộp	354	368	448	503
Sợi nguyên sinh	187	153	164	153
<i>% trong tổng cộng</i>	<i>52,8%</i>	<i>41,5%</i>	<i>36,6%</i>	<i>30,5%</i>
Sợi tái chế	167	215	284	350
<i>% trong tổng cộng</i>	<i>47,2%</i>	<i>58,5%</i>	<i>63,4%</i>	<i>69,5%</i>
Chi phí bán hàng	-27	-33	-38	-42
Chi phí G&A	-58	-69	-76	-84
Lợi nhuận từ HĐKD	269	266	334	377
Lợi nhuận/(chi phí) ngoài HĐKD	-16	-14	-6	-9
LNTT	253	252	328	369
LNST sau lợi ích CĐTS	214	219	286	321
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-7,4%	-2,7%	25,1%	10,0%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	5,7%	3,8%	21,9%	12,2%
Tăng trưởng SG&A	-5,5%	20,2%	11,8%	10,0%
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD	9,8%	-1,3%	25,7%	13,0%
Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS	20,2%	2,3%	30,3%	12,3%
Giả định cho mảng sợi				
Tăng trưởng sản lượng sợi nguyên sinh	-6,9%	-2,5%	-6,3%	-7,2%
Tăng trưởng sản lượng sợi tái chế	37,0%	33,0%	26,0%	21,0%
Sản lượng sợi nguyên sinh %	72,9%	64,6%	57,2%	49,9%
Sản lượng sợi tái chế %	27,1%	35,4%	42,8%	50,1%
Biên lợi nhuận gộp sợi nguyên sinh	12,9%	13,3%	12,4%	12,4%
Biên lợi nhuận gộp sợi tái chế	21,6%	21,0%	20,4%	20,0%
Biên lợi nhuận				
Biên lợi nhuận gộp	15,9%	17,0%	16,5%	16,8%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	12,1%	12,3%	12,3%	12,6%
Biên EBITDA	18,2%	18,6%	17,4%	17,5%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	9,6%	10,1%	10,5%	10,8%

Nguồn: VCSC, STK

Định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu dòng tiền và P/E với tỷ trọng 50%/50% để định giá STK.

Hệ số beta 1,0 trong mô hình định giá theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền của chúng tôi cho STK được tính bằng hồi quy tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu theo tỷ suất lợi nhuận của chỉ số VN-Index trong 1 năm.

Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu năm 2020 là 9,5 lần, đây cũng là mức trung bình trong 3 năm của các công ty cùng ngành.

Nhóm các công ty cùng ngành của STK được chúng tôi lựa chọn bao gồm các công ty đang tham gia trong mảng kinh doanh sợi dài polyester tại các thị trường Châu Á mới nổi và Đài Loan – nơi có nhiều đối thủ cạnh tranh đáng chú ý của STK. Chúng tôi không bao gồm các doanh nghiệp hoạt động chủ yếu trong mảng sợi cotton cũng như đã tham gia sâu vào chuỗi giá trị polyester hoặc dệt may.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu thông qua áp dụng chiết khấu 30% cho giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu ước tính của chúng tôi dựa trên 2 phương pháp kể trên. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này là hợp lý vì (1) những rủi ro kéo dài liên quan đến hoạt động bán phá giá sợi nguyên sinh của Trung Quốc, (2) triển vọng toàn cầu năm 2020 trở nên trầm trọng hơn so với các năm gần đây, bao gồm giai đoạn 2017-2018 khi ngành sợi toàn cầu phục hồi mạnh mẽ, và (3) những diễn biến chưa rõ ràng của dịch COVID-19.

Hình 29: Tóm tắt định giá của VCSC cho STK

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp giá trị (đồng/CP)
Chiết khấu dòng tiền	27.010	50%	13.505
P/E @ 9,5 lần	30.925	50%	15.463
Tổng mức chiết khấu			30%
Giá mục tiêu (đồng)			20.300
P/E năm 2019/2020 tương ứng giá mục tiêu			6,4x/6,2x

Nguồn: VCSC

Hình 30: Định giá Chiết khấu dòng tiền cho STK

Chi phí vốn		Dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF)	Tỷ đồng
Beta	1,0	Giá trị hiện tại của DTTD	842
Phần bù rủi ro thị trường	8,7%	Giá trị cuối cùng (2%)	1.514
LS phi rủi ro	4,5%	Tổng DTTDCK và GTCC	2.356
Chi phí Vốn CSH	13,2%	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	230
Chi phí nợ	4,9%	- Nợ	-675
Nợ	15%	Giá trị vốn CSH	1.911
Thuế doanh nghiệp	13,0%	Cổ phiếu (triệu)	70,7
WACC	11,9%	Giá cổ phiếu, đồng	27.020

Nguồn: VCSC

Hình 31: Dự phóng dòng tiền cho STK

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
LN trước thuế và lãi vay	228	284	279	352	392	412	431
- Thuế	-24	-43	-36	-46	-51	-54	-56
+ Khấu hao	143	137	137	138	144	169	185
- Đầu tư XDCB ròng	-100	-10	-6	-348	-237	-252	-267
-Tăng vốn lưu động	-66	-166	-10	-8	-42	-38	-36
Dòng tiền tự do	181	202	365	88	206	238	256
Giá trị hiện tại của DTTD			326	71	147	152	146
Tổng giá trị hiện tại của DTTD			326	397	544	696	842

Nguồn: VCSC

Hình 32: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi cho STK theo WACC và tỷ lệ tăng trưởng năm cuối cùng của mô hình định giá DCF, giả định các yếu tố khác không đổi

Giá mục tiêu của STK (đồng)	WACC				
	9,9%	10,9%	11,9%	12,9%	13,9%
0%	21.050	19.850	18.900	18.100	17.400
1%	22.050	20.650	19.550	18.600	17.800
2%	23.300	21.600	20.300	19.200	18.300
3%	24.900	22.850	21.200	19.950	18.900
4%	27.100	24.400	22.400	20.850	19.600

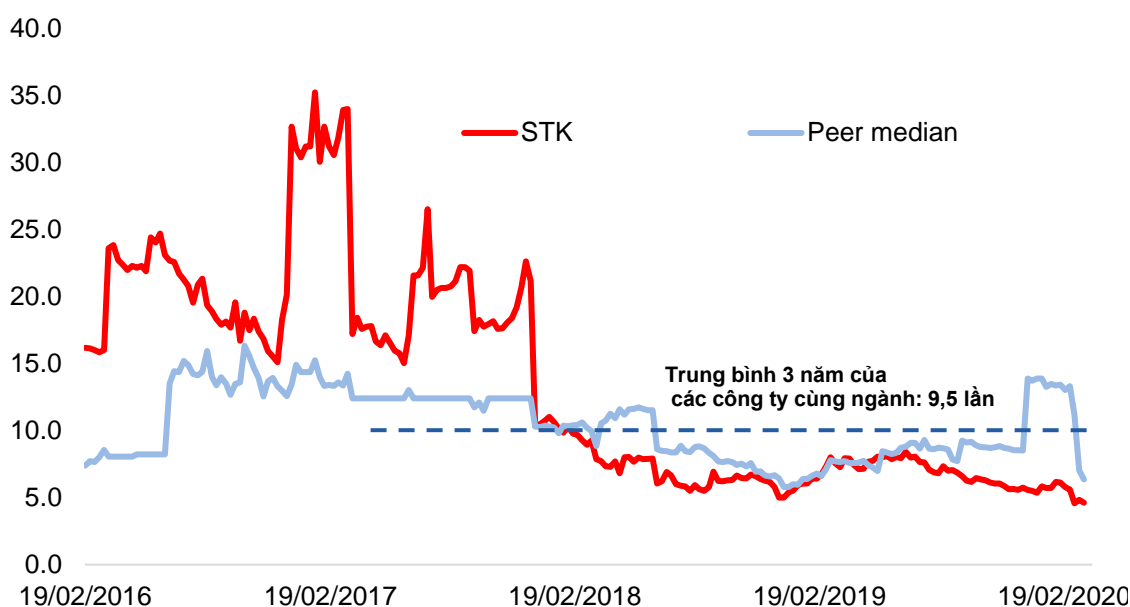
Nguồn: VCSC

Hình 33: Các công ty cùng ngành

Công ty	GTVH (triệu USD)	TT DT trượt	TT LNST trượt	ROE	ROA	Nợ ròng/vốn CSH	Biên LN gộp	Biên LN ròng	P/B	EV/EBITDA trượt	P/E trượt
LEALEA ENTERPRISE	205,7	-7%	-87%	3%	2%	29%	6%	0%	0,6x	13,2x	107,8x
YI JINN IND CO	110,7	-28%	-54%	8%	2%	107%	12%	6%	0,6x	15,8x	10,8x
RODA VIVATEX TBK PT	77,2	-1%	-6%	11%	9%	-22%	71%	62%	0,5x	4,2x	5,1x
HONG YI FIBER INDUSTRY CO	71,5	-10%	-10%	7%	6%	-46%	16%	9%	0,9x	4,2x	12,3x
INDORAMA SYNTHETICS TBK PT	67,1	-5%	-68%	7%	3%	45%	8%	3%	0,2x	2,6x	2,8x
LAN FA TEXTILE	63,9	-11%	77%	-19%	-8%	51%	-2%	-3%	0,6x	NA	NA
CHINA WEAVING MATERIALS HOLD	58,2	-2%	NA	0%	0%	77%	6%	0%	0,7x	10,8x	NA
INDO RAMA SYNTHETICS (I)	38,9	-25%	-228%	-82%	-18%	189%	NA	-16%	0,8x	NA	NA
CENTURY ENKA LTD	34,3	26%	9%	8%	6%	-13%	NA	4%	0,3x	0,6x	3,4x
HUNG CHOU FIBER IND CO LTD	28,4	-19%	-72%	6%	3%	88%	5%	2%	0,7x	16,2x	12,4x
TRI OCEAN TEXTILE CO LTD	14,1	-41%	NA	19%	7%	112%	3%	19%	0,9x	6,8x	5,7x
Trung vị ngành	63,9	-10%	-54%	7%	3%	51%	6%	3%	0,6x	6,8x	8,2x
Trung bình ngành	70,0	-11%	-49%	-3%	1%	56%	14%	8%	0,6x	8,3x	20,0x
STK	41,2	-7%	20%	22%	10%	41%	16%	10%	0,9x	3,4x	4,3x

Nguồn: Bloomberg, VCSC (số liệu tính đến ngày 31/03/2020)

Hình 34: P/E trượt của STK so với các công ty cùng ngành (lần)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Rủi ro đầu tư

Bùng phát dịch COVID-19 kéo dài có thể tiếp tục khiến nhu cầu sợi suy yếu và từ đó ảnh hưởng lợi nhuận của STK do chi tiêu hàng may mặc giảm cũng như hoạt động sản xuất ngành dệt may gián đoạn. Nếu dịch COVID-19 lây lan rộng và kéo dài hơn giả định hiện tại của chúng tôi cho rằng dịch sẽ đạt đỉnh vào cuối quý 2/2020, chúng tôi nhận thấy khả năng điều chỉnh giảm dự báo hiện tại cho STK khi nhu cầu của người tiêu dùng đối với hàng may mặc sẽ giảm mạnh hơn trong khi các biện pháp phòng chống dịch bệnh tiềm năng như lệnh cấm đi lại và yêu cầu đóng cửa nhà máy – bao gồm các nhà máy tại Việt Nam – sẽ ảnh hưởng cả hoạt động sản xuất hàng dệt may và may mặc trong nước và nước ngoài.

Biến động vĩ mô toàn cầu có thể ảnh hưởng mảng sợi nguyên sinh. Căng thẳng thương mại và những mâu thuẫn địa chính trị đang diễn ra có thể dẫn đến hoạt động bán phá giá sợi nguyên sinh kéo dài, biến động giá dầu mạnh mẽ và CNY trượt giá, những diễn biến này nhiều khả năng tạo ra lợi thế giá cả cho các đối thủ Trung Quốc tương tự giai đoạn 2015-2016. STK có thể giảm thiểu rủi ro thông qua thúc đẩy doanh số của các sản phẩm sợi tái chế và sợi nguyên sinh cao cấp như sợi dùng trong sản xuất bọc nệm xe hơi.

Các đối thủ tiềm năng tham gia vào ngành sợi tái chế do khả năng sinh lời hấp dẫn. Ví dụ, những công ty hóa dầu lớn có thể phát triển các thương hiệu sản phẩm tái chế riêng cũng như dây chuyền tái chế nhựa PET được chứng nhận. Tuy nhiên, nguồn cung chất thải nhựa PET hạn chế được xem như 1 yếu tố tự nhiên nhằm giảm thiểu rủi ro cho các công ty hiện hữu trong ngành như STK. Ngoài ra, STK có thể kiểm soát phần lợi nhuận mất đi thông qua việc tăng cường các sản phẩm sợi màu tái chế và sợi tái chế có tính năng đặc biệt của công ty.

Mất đi đối tác Unifi - bên nhượng quyền thương hiệu và cung cấp nguyên liệu đầu vào chính cho sợi tái chế. Mất nhượng quyền sản xuất từ Unifi và thương hiệu REPVEVE có thể làm gián đoạn nguồn cung hạt nhựa PET tái chế của STK và ảnh hưởng đến quyền thương lượng của công ty đối với khách hàng. Theo ban lãnh đạo, khả năng kịch bản này diễn ra khá thấp do chiến lược kinh doanh hiện tại của Unifi là làm việc với các đối tác thay vì xây dựng nhà máy sản xuất xơ riêng tại Châu Á khi Unifi đã từng thất bại với nỗ lực này.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	2.229	2.169	2.713	2.984	Tiền và tương đương	150	234	171	204
Giá vốn hàng bán	-1.875	-1.802	-2.265	-2.481	Đầu tư TC ngắn hạn	80	80	80	80
Lợi nhuận gộp	354	368	448	503	Các khoản phải thu	98	119	111	123
Chi phí bán hàng	-27	-33	-38	-42	Hàng tồn kho	525	543	652	714
Chi phí quản lí DN	-58	-69	-76	-84	TS ngắn hạn khác	26	26	32	35
LN thuần HĐKD	269	266	334	377	Tổng TS ngắn hạn	880	1.001	1.046	1.156
Thu nhập tài chính	14	17	22	18	TS dài hạn (gộp)	2.071	2.077	2.425	2.661
Chi phí tài chính	-35	-31	-28	-27	- Khấu hao lũy kế	-1.022	-1.159	-1.297	-1.441
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-31</i>	<i>-27</i>	<i>-24</i>	<i>-23</i>	TS dài hạn (ròng)	1.049	918	1.128	1.221
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	2	2	2	2
Lỗ/lãi thuần khác	5	0	0	0	TS dài hạn khác	141	137	171	188
LNTT	253	252	328	369	Tổng TS dài hạn	1.192	1.056	1.301	1.411
Thuế TNDN	-38	-33	-43	-48	Tổng Tài sản	2.071	2.058	2.346	2.566
LNST	214	219	286	321					
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	229	259	338	362
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	214	219	286	321	Nợ ngắn hạn	510	471	495	546
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh (1)	214	219	286	321	Nợ ngắn hạn khác	84	82	103	113
					Tổng nợ ngắn hạn	824	812	936	1.021
EBITDA	406	403	472	521	Nợ dài hạn	164	110	55	0
EPS báo cáo, VND	3.163	3.255	4.348	4.884	Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.163	3.255	4.348	4.884	Tổng nợ dài hạn	164	110	56	0
EPS pha loãng ¹⁾ VND	3.163	3.255	4.348	4.884	Tổng nợ	988	922	991	1.022
DPS, VND	1.500	1.000	2.000	2.200					
DPS/EPS (%)	47%	31%	46%	45%	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường					Vốn cổ phần	707	707	707	707
TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F	Thặng dư vốn cổ phần	35	35	35	35
Tăng trưởng					Lợi nhuận giữ lại	340	460	680	870
Tăng trưởng doanh thu	-7,4%	-2,7%	25,1%	10,0%	Vốn khác	1	-68	-68	-68
Tăng trưởng LỢI NHUẬN từ HĐKD	9,8%	-1,3%	25,7%	13,0%	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng LNTT	26,9%	-0,3%	30,3%	12,3%	Vốn chủ sở hữu	1.083	1.135	1.355	1.545
Tăng trưởng EPS	13,7%	2,9%	33,6%	12,3%	Tổng cộng nguồn vốn	2.071	2.058	2.346	2.566
Khả năng sinh lời					Số cp lưu hành cuối năm, tr	70,7	65,7	65,7	65,7
Biên LN gộp	15,9%	17,0%	16,5%	16,8%	Số cp quỹ, tr	0,0	5,0	5,0	5,0
Biên LN từ HĐKD	12,1%	12,3%	12,3%	12,6%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Biên EBITDA	18,2%	18,6%	17,4%	17,5%	Tiền đầu năm	153	150	234	171
Biên LN ròng	9,6%	10,1%	10,5%	10,8%	Lợi nhuận sau thuế	214	219	286	321
ROE	21,5%	19,8%	22,9%	22,1%	Khấu hao	137	137	138	144
ROA	10,2%	10,6%	13,0%	13,1%	Thay đổi vốn lưu động	-166	-10	-8	-42
					Điều chỉnh khác	-15	4	-34	-17
Chỉ số hiệu quả vận hành					Tiền từ hoạt động KD	171	351	381	405
Số ngày tồn kho	100,7	110,0	105,0	105,0					
Số ngày phải thu	13,4	20,0	15,0	15,0	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-10	-6	-348	-237
Số ngày phải trả	54,2	52,0	52,0	52,0	Đầu tư	-26	0	0	0
TG luân chuyển tiền	60,0	78,0	68,0	68,0	Tiền từ HĐ đầu tư	-35	-6	-348	-237
Thanh khoản					Cổ tức đã trả	-106	-99	-66	-131
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,2	1,1	1,1	Tăng (giảm) vốn cổ phần	66	-69	0	0
CS thanh toán nhanh	0,4	0,5	0,4	0,4	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	84	-40	24	51
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,3	0,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-184	-54	-55	-55
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,2	0,2	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,3	0,3	0,3	Tiền từ hoạt động TC	-139	-261	-97	-135
Nợ/Vốn CSH	0,5	0,3	0,3	0,2	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-3	84	-63	33
Khả năng thanh toán lãi vay	8,8	10,0	13,9	16,3	Tiền cuối năm	150	234	171	204

Phụ lục: Hình & Bảng

Hình 1: Doanh thu của STK (tỷ đồng) theo thị trường* và các cột mốc chính.....	4
Hình 2: Các sản phẩm chính và khách hàng lớn của STK	5
Hình 3: Sợi tái chế tăng lên 35% doanh thu và 48% LN gộp năm 2019 (tỷ đồng)	5
Hình 4: Cơ cấu giá vốn hàng bán của STK (9T 2019) và hạt PET	6
Hình 5: Công suất sản xuất của STK kể từ khi thành lập (tấn/năm).....	6
Hình 6: Cơ cấu cổ đông của STK tính đến tháng 2/2020	7
Hình 7: HĐQT của STK	7
Hình 8: Ban lãnh đạo của STK.....	7
Hình 9: Cơ cấu lượng tiêu thụ xơ toàn cầu (triệu tấn)	8
Hình 10: Sợi polyester rẻ hơn đáng kể so với bông (cotton) (USD/kg, giá FOB)	9
Hình 11: Dự báo của Wood Mackenzie cho tăng trưởng sản lượng 2018-2030 theo từng loại xơ (triệu tấn)	10
Hình 12: Xuất khẩu dệt và may mặc toàn cầu tính theo từng khu vực (theo giá trị).....	11
Hình 13: Tỷ trọng thương mại của Châu Á cho dệt và may mặc theo giá trị	11
Hình 14: Quy trình kéo sợi nung chảy trong phương pháp kéo sợi tự hạt nhựa (mô hình đơn giản)	12
Hình 15: Các thương hiệu thời trang cam kết sử dụng vật liệu bền vững.....	13
Hình 16: Chuỗi giá trị dệt và may mặc của Việt Nam (2018)	15
Hình 17: Xuất khẩu may mặc của Việt Nam (tỷ USD) và thị phần toàn cầu giai đoạn 2013-2018	16
Hình 18: Xuất khẩu may mặc của Việt Nam theo các thị trường chính; thuế suất trung bình tại Việt Nam và Trung Quốc ⁽¹⁾ cho hàng may mặc xuất khẩu sang các thị trường chính (dòng HS 61 và 62).....	16
Hình 19: Các nhà sản xuất xơ polyester trong nước và công suất hàng năm tính đến tháng 6/2019 (tấn)	17
Hình 20: ASP* của STK và giá sợi polyester DTY 150/48 tại Trung Quốc (USD/kg)	18
Hình 21: Sợi tái chế có ASP và chênh lệch giá cao hơn so với sợi nguyên sinh (đồng/kg) – STK năm 2019.....	19
Hình 22: Tóm tắt các sự kiện bên ngoài đã ảnh hưởng đến STK trong giai đoạn 2015-2016	20
Hình 23: Doanh thu và sản lượng bán của STK	21
Hình 24: Diễn biến lợi nhuận gộp và LNST của STK (tỷ đồng)	21
Hình 25: Biên lợi nhuận ròng của STK so với các công ty sản xuất sợi chính trong khu vực (bên trên) và niêm yết trong nước* (bên dưới).....	22
Hình 26: Biên lợi nhuận và đóng góp doanh thu từ sợi tái chế của STK.....	23
Hình 27: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của VCSC (tỷ đồng) so với kế hoạch của STK	25
Hình 28: Dự báo của VCSC cho giai đoạn 2020-2022	27
Hình 29: Tóm tắt định giá của VCSC cho STK	28
Hình 30: Định giá Chiết khấu dòng tiền cho STK.....	28
Hình 31: Dự phóng dòng tiền cho STK	28
Hình 32: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi cho STK theo WACC và tỷ lệ tăng trưởng năm cuối cùng của mô hình định giá DCF, giả định các yếu tố khác không đổi.....	29
Hình 33: Các công ty cùng ngành	29
Hình 34: P/E trượt của STK so với các công ty cùng ngành (lần)	29

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.