

## Dệt may

Báo cáo cập nhật

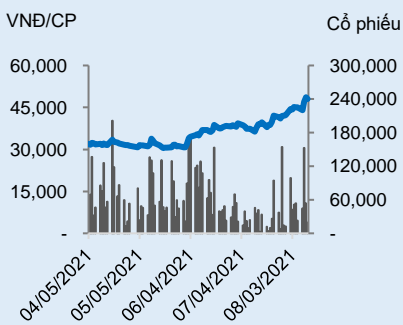
Tháng 08, 2021

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>46.100</b>
Giá thị trường (13/08/2021)	48.000
Lợi nhuận kỳ vọng	-4%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.100-48.700
Vốn hóa	3.273 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	68.185.294
KLGD bình quân 10 ngày	55.100
% sở hữu nước ngoài	12%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,1%
Beta	(0,1)

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
STK	139.2%	20.9%	56.4%	87.9%
VNIndex	20.8%	4.1%	5.4%	14.9%

Chuyên viên phân tích

**Ngô Trí Vinh**

(84 28) 3914.6888 ext. 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

## Triển vọng kinh doanh trung dài hạn hứa hẹn nhờ xu hướng chuyển dịch và chiến lược “xanh hóa” toàn cầu

**STK ghi nhận KQKD 1H21 hồi phục mạnh mẽ so với cùng kỳ**, với doanh thu và LNST đạt 1.077 tỷ VNĐ (+24% yoy) và 141 tỷ VNĐ (gấp 2.6x cùng kỳ).

**Sợi tái chế tiếp tục là động lực thúc đẩy KQKD nhờ xu hướng “xanh hóa” toàn cầu**, với doanh thu tăng 98% yoy và đóng góp 57% doanh thu Công ty.

**Trong ngắn hạn, do ảnh hưởng từ cách biện pháp phòng chống dịch, mặc dù vẫn có thể duy trì sản xuất, KQKD 3Q21 sẽ kém tích cực hơn 1H21.** Thực tế, từ cuối tháng 7, Công ty vận hành khoảng 60% công suất do hạn chế từ chính sách “3 tại chỗ”.

**BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận cả năm 2021 đạt mức 1.915 tỷ VNĐ (+8% yoy) và 243 tỷ VNĐ (+66% yoy)**, tương đương mức EPS điều chỉnh đạt 2.982 VNĐ/CP. Chúng tôi kỳ vọng đợt dịch lần này sẽ được kiểm soát tích cực và tạo điều kiện để các hoạt động sản xuất kinh doanh xuất khẩu dần bình thường hóa vào giữa tháng 9.

**Quyết định về ban hành thuế chống bán phá giá sơ bộ với các loại sợi polyester nhập khẩu** sẽ là động lực cho giá cổ phiếu trong ngắn hạn và cải thiện năng lực cạnh tranh của sản phẩm nội địa trong trung dài hạn. **Theo Công ty, quyết định dự kiến được công bố vào cuối 3Q21**, sau quyết định khởi xướng điều tra từ tháng 4/2020. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý tình hình kiểm soát dịch sẽ tác động đến tiến độ ban hành quyết định áp thuế.

Về trung dài hạn, xu hướng chuyển dịch đơn hàng sang Việt Nam với động lực từ các FTAs thế hệ mới cũng như xu hướng gia tăng quan tâm về “môi trường xanh” trong cuộc sống trên toàn cầu, đặc biệt là các nước phát triển là động lực cho tiềm năng phát triển của STK.

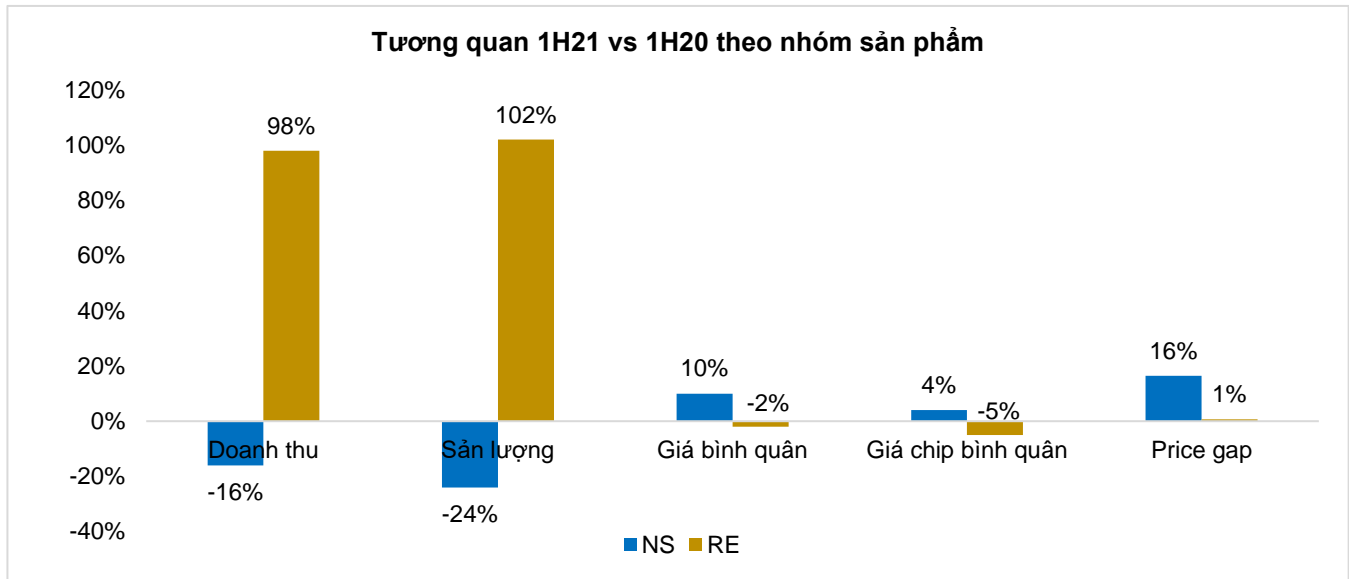
**Dự án Unitex, là chiến lược của STK nhằm nắm bắt được triển vọng trung dài hạn trên, dự kiến sẽ nâng công suất lên gấp đôi so với hiện tại vào 2025.** Tổng mức đầu tư dự án vào khoảng 120 triệu USD, với tỷ lệ vốn vay khoảng 70%. Do đó, Công ty có kế hoạch huy động thêm gần 600 tỷ thông qua các phương án phát hành hiện hữu, phát hành riêng lẻ và bán cổ phiếu quỹ.

**BVSC xác định giá mục tiêu cho STK ở mức 46.100 VNĐ/CP dựa trên phương pháp kết hợp DCF và so sánh P/E**, tương đương mức P/E dự phóng 2021 và 2022 là 16,1 và 11,3. Do đó, **chúng tôi khuyến nghị NEUTRAL cho cổ phiếu STK** và tiếp tục theo dõi cơ hội đầu tư hấp dẫn hơn nếu cổ phiếu xuất hiện nhịp điều chỉnh để tích lũy cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

**Rủi ro cần theo dõi:** (1) dịch bệnh diễn biến phức tạp hơn dự kiến tại Việt Nam cũng như trên Toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến xu hướng phục hồi của ngành dệt may; (2) rủi ro cạnh tranh gay gắt hơn so với dự kiến với việc các nhà máy FDI đẩy mạnh mở rộng công suất tại Việt Nam cũng như đối với sản phẩm sợi tái chế, dù rủi ro này, theo chúng tôi, sẽ mất thời gian để đầu tư và bắt đầu tác động đến HĐKD của STK và (3) rủi ro pha loãng từ kế hoạch phát hành riêng lẻ.

## Tổng quan kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

Kết quả kinh doanh 1H2021 tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp cùng kỳ với động lực từ sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh số nhóm sản phẩm tái chế (RE). Cụ thể, sản lượng của nhóm RE đạt 102% yoy, trong khi nhóm sản phẩm nguyên sinh (NS) tiếp tục suy giảm, -24% yoy do sự xu hướng thay thế bởi nhóm RE cũng như phần nào áp lực cạnh tranh từ sợi nhập khẩu.



Nguồn: STK

**Biên lợi nhuận gộp 1H21 tăng mạnh lên mức 19,6% so với 13,3%**, chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) tỷ trọng đóng góp của nhóm sợi RE tăng mạnh (57% so với 35% cùng kỳ), (2) định mức lợi nhuận của nhóm NS hồi phục nhờ xu hướng phục hồi của giá hàng hóa toàn cầu từ đầu năm và (3) công suất hoạt động hồi phục giúp cải thiện hiệu quả với mức chi phí khấu hao tương đương.

Chi phí tài chính ghi nhận giảm mạnh 74% yoy do: (1) dư nợ và lãi suất giảm và (3) tỷ giá FX ổn định so với cùng kỳ.

**Nhìn chung, Công ty ghi nhận lợi nhuận 6M21 đạt 141 tỷ VNĐ cao hơn 2.6x cùng kỳ**, tương đương 55% dự báo cả năm của chúng tôi.

## Triển vọng trung dài hạn đầy hứa hẹn

Hiện tại, Việt Nam đã và đang trở nên hấp dẫn hơn trong mắt các nhà mua hàng đối với các sản phẩm dệt may nhờ lợi thế về chi phí nhân công và ưu đãi thuế quan từ các FTAs thế hệ mới bao gồm CPTPP và EVFTA. Ngoài ra, ưu quy tắc xuất xứ từ các FTAs này không chỉ hỗ trợ xu hướng dịch chuyển sản xuất ở khâu may mặc mà còn cả những hoạt động sản xuất ở thượng nguồn như sợi và vải. Ngoài ra, việc dịch chuyển sản xuất nguyên vật liệu sang Việt Nam cũng giúp cải thiện thời gian giao hàng cũng như các dịch vụ sau bán hàng. Ngoài ra, quyết định công bố áp thuế chống bán phá lên các sản phẩm sợi polyester nhập khẩu kỳ vọng giúp cải thiện năng lực cạnh tranh của sản phẩm nội địa. Do đó, chúng tôi cho rằng STK, một trong những nhà sản xuất sợi polyester lớn tại Việt Nam hiện tại, sẽ được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển này. Theo chia sẻ, Công ty đã và đang cố

gắng duy trì chất lượng sản phẩm và dịch vụ hậu mãi nhằm có thể tham gia sâu hơn và chuỗi cung ứng toàn cầu của các thương hiệu lớn, từ đó đảm bảo tính ổn định trong kinh doanh từ các rủi ro cạnh tranh gay gắt về giá.

(Nhóm) Đối tác	Hiệp định thương mại	Quy tắc xuất xứ	Tình trạng	Ưu đãi thuế quan	
Nhật	EVJPA	Sợi	Từ vải trở đi	Hiệu lực 12/2008	0%
		May mặc		0%	
Hàn Quốc	VKFTA	Sợi	Cắt may	Hiệu lực 12/2015	0%
		May mặc		0%	
CPTPP	CPTPP	Sợi	Từ sợi trở đi	Hiệu lực 01/2019	Mexico (B5)
		May mặc			Úc (EIF, AU4-A, AU3-B, Canada (EIF, B4), Mexico (B10, B16)
EU	EVFTA	Sợi	Từ vải trở đi	Hiệu lực 08/2020	0%
		May mặc			0% (A, B3, B5, B7)

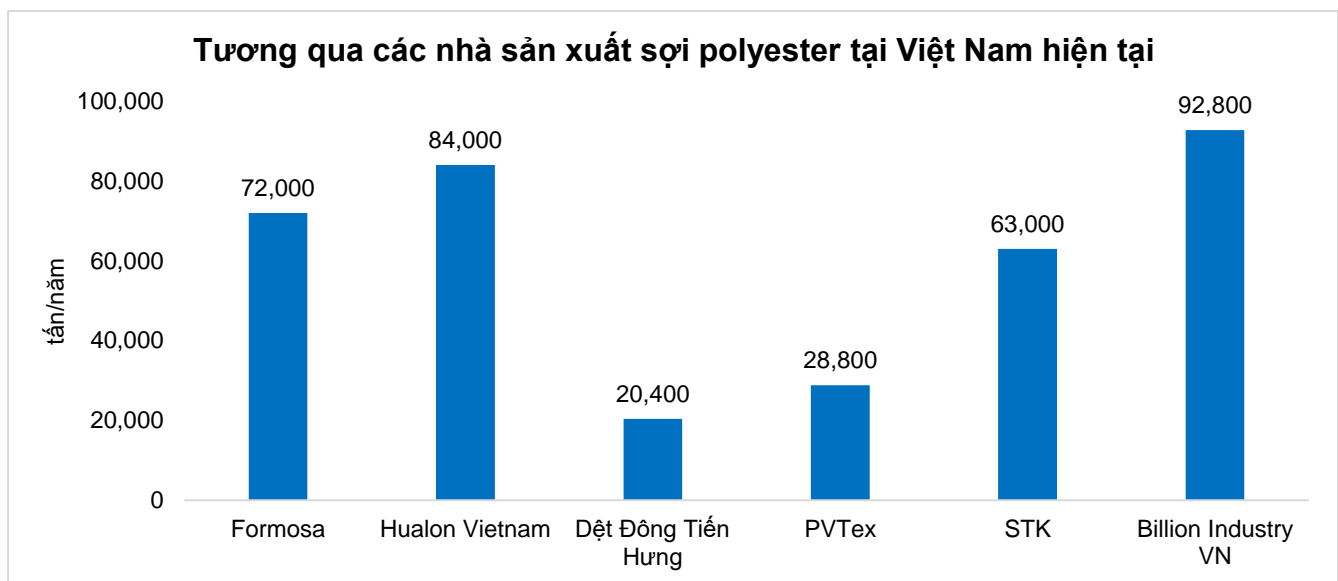
Nguồn: BVSC tổng hợp

EIF: miễn thuế ngay khi có hiệu lực

B3, 4, 5, 7, 10, 16: Giảm dần đều qua 3, 4, 5, 7, 10, 16 năm sau khi có hiệu lực

AU4-A: Cắt giảm theo lộ trình 4 năm, về 0% trong năm thứ 4

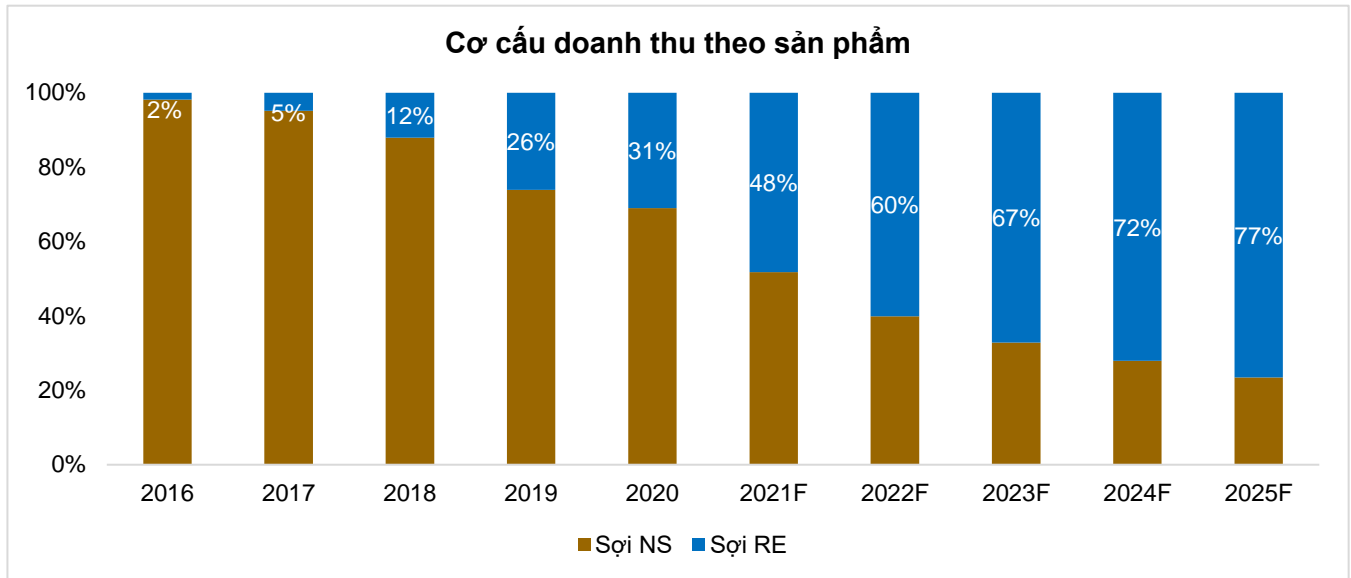
AU3-B: Cắt giảm theo lộ trình 3 năm, về 0% trong năm thứ 3



Nguồn: BVSC tổng hợp

**Xu hướng xanh hóa toàn cầu thúc đẩy nhu cầu sợi từ nguồn nguyên liệu tái chế, sản phẩm trọng tâm của STK hiện nay và định hướng sắp tới.** Theo nghiên cứu của Textile Exchange, với việc thay thế 1kg sợi nguyên sinh bằng 1kg sợi từ nguyên liệu tái chế sẽ giúp giảm 70% lượng phát thải nhà kính. Do đó, tổ chức gần đây đã thúc đẩy kế hoạch thúc đẩy chiến dịch tăng sử dụng sợi tái chế, mục tiêu chiếm 45% tổng tiêu thụ sợi polyester vào 2025 từ mức 14% trong 2020, tương đương mức CAGR 16%. Chiến lược này đã nhận được sự hưởng ứng mạnh mẽ của các thương hiệu lớn toàn cầu, có thể kể đến Adidas, Hugo Boss, H&M, ... Về phía STK, Công ty bắt đầu triển khai sản xuất kinh doanh sợi tái chế từ 2016 thông qua mối quan hệ đối tác với Unify, một trong những đơn vị kinh doanh chips và sợi tái chế được chứng nhận trên toàn cầu có trụ sở tại Mỹ. Theo chia sẻ, trước dự báo về sự

bù đắp đến từ nhu cầu sợi tái chế, Công ty đã trao đổi và nhận được sự đảm bảo bước đầu của Unify về nguồn cung nguyên liệu đạt chuẩn cho kế hoạch thúc đẩy doanh số mảng này trong các năm tới.



Nguồn: STK và BVSC dự báo

**Dự án Unitex, kỳ vọng nâng cao năng lực sản xuất và vị thế của STK trong trung dài hạn.** Dự án được đầu tư tại Tây Ninh, có tổng công 60 nghìn tấn/năm, gần tương đương năng lực hiện tại, bao gồm công suất giai đoạn 1 là 36 nghìn tấn/năm. Tổng mức đầu tư của Unitex vào khoảng 120mnUSD, với giai đoạn 1 là 75mnUSD. Về cơ cấu tài chính, giai đoạn 1 sẽ được tài trợ bởi 70% là vốn vay trong khi phần còn lại đến từ vốn chủ sở hữu với kế hoạch huy động khoảng 600 tỷ VNĐ thông qua các hình thức phát hành hiện hữu, riêng lẻ và bán cổ phiếu quỹ.

## Dự báo KQKD 2021

**BVSC dự báo doanh thu và LNST năm 2021 đạt lần lượt 1.915 tỷ VNĐ (+8% yoy) và 243 tỷ VNĐ (+66% yoy), tương đương EPS điều chỉnh là 2,866 VNĐ/CP, với các giả định chính:**

- Dịch được kiểm soát tốt hơn vào giữa tháng 9, tạo điều kiện cho các hoạt động sản xuất trở lại bình thường. Thực tế, từ cuối tháng 7, Công ty đang vận hành vào khoảng 60% công suất do hạn chế từ chính sách “3 tại chỗ” và ưu tiên sản xuất đơn hàng có giá trị cao.
- Sản lượng sợi tái chế tăng trưởng mạnh mẽ, 60% yoy.
- Lợi nhuận định mức của sợi nguyên sinh phục hồi (+10% yoy) nhờ nhu cầu dệt may nhìn chung hồi phục so với 2020.
- Chi phí tài chính giảm 65% yoy, nhờ giảm dư nợ và lãi suất vay cũng như tỷ giá USDVND duy trì ổn định.

**Bước sang 2022, chúng tôi đưa ra dự báo doanh thu và lợi nhuận đạt mức 2.735 tỷ VNĐ (+43% yoy) và 401 tỷ VNĐ (+65% yoy), chủ yếu doanh số sợi RE tiếp tục duy trì tăng trưởng mạnh mẽ (+70% yoy) và phục hồi nhẹ của doanh số sợi nguyên sinh (+5% yoy) hỗ trợ bởi thuế CBPG tạm thời kỳ vọng được công bố trong 2021.**

## Khuyến nghị

BVSC xác định giá mục tiêu cho STK ở mức 46.100 VNĐ/CP dựa trên phương pháp kết hợp DCF và so sánh P/E, tương đương mức P/E dự phóng 2021 và 2022 là 16,1 và 11,3. Do đó, **chúng tôi khuyến nghị NEUTRAL cho cổ phiếu STK** và tiếp tục theo dõi cơ hội đầu tư hấp dẫn hơn nếu cổ phiếu xuất hiện nhịp điều chỉnh để tích lũy cho mục đích đầu tư trung và dài hạn.

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu theo phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu bình quân
DCF	57,485	50%	28,743
P/E 2021 (10x)	28,665	25%	7,166
P/E 2022 (10x)	40,789	25%	10,197
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>46,100</b>

**Rủi ro cần theo dõi:** (1) dịch bệnh diễn biến phức tạp hơn dự kiến tại Việt Nam cũng như trên Toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến xu hướng phục hồi của ngành dệt may; (2) rủi ro cạnh tranh gay gắt hơn so với dự kiến với việc các nhà máy FDI đẩy mạnh mở rộng công suất tại Việt Nam cũng như đối với sản phẩm sợi tái chế, dù rủi ro này, theo chúng tôi, sẽ mất thời gian để đầu tư và bắt đầu tác động đến HĐKD của STK và (3) rủi ro pha loãng từ kế hoạch phát hành riêng lẻ.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	2,229	1,766	1,953	2,742
Giá vốn	(1,875)	(1,510)	(1,584)	(2,153)
Lợi nhuận gộp	354	255	370	590
Doanh thu tài chính	14	11	4	3
Chi phí tài chính	(35)	(22)	(8)	(23)
Lợi nhuận sau thuế	214	147	255	408

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	150	95	114	133
Các khoản phải thu ngắn hạn	98	98	106	150
Hàng tồn kho	525	401	397	548
Tài sản cố định hữu hình	1,049	914	1,138	2,412
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,071</b>	<b>1,703</b>	<b>1,951</b>	<b>3,446</b>
Nợ ngắn hạn	824	569	543	728
Nợ dài hạn	164	52	0	657
Vốn chủ sở hữu	1,083	1,083	1,408	2,061
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2,071</b>	<b>1,703</b>	<b>1,951</b>	<b>3,446</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-7%	-21%	8%	43%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế - CĐTS (%)	20%	-31%	66%	65%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	15.9%	14.5%	18.5%	21.2%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9.6%	8.3%	12.7%	14.6%
ROA (%)	10.4%	8.6%	12.5%	11.6%
ROE (%)	19.8%	13.6%	17.3%	19.4%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	47.7%	36.4%	27.8%	40.2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	91.2%	57.3%	38.6%	67.2%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	3,032	2,156	2,866	4,079
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15,314	15,880	16,586	20,986

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

#### Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

#### Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

#### Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Ngọc Quý Đức

Tiện ích công cộng

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn

#### Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

#### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

#### Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn





## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888