

Ngành Dệt may

Báo cáo cập nhật

Tháng 02, 2022

Mã giao dịch: STK

Reuters: STK.HM

Bloomberg: STK VN

Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ năm 2022

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **64.100**

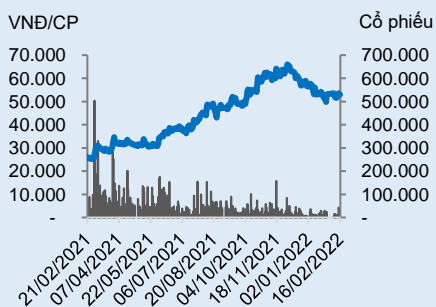
Giá thị trường (16/02/2022) **53.000**

Lợi nhuận kỳ vọng **21%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	24.580-66.000
Vốn hóa	3.614 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	68.185.294
KLGD bình quân 10 ngày	14.310
% sở hữu nước ngoài	13%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,8%
Beta	0,2

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
STK	-6,0%	0,0%	-17,4%	17,8%
VNIndex	-2,2%	-0,3%	1,1%	14,9%

KQKD 2021 phục hồi mạnh mẽ từ nền thấp 2020 do bùng dịch Toàn cầu, với doanh thu và LNST đạt 2.042 tỷ VNĐ (+ 16%yoy) và 278 tỷ VNĐ (+ 89% yoy).

Sản lượng tháng 1/2022 phục hồi tích cực, với doanh số đạt mức 4% yoy sau hai quý cuối năm 2021 bị ảnh hưởng tiêu cực khi năng lực sản xuất gián đoạn do diễn biến dịch chỉ vận hành ở mức 50-70% công suất. Trong đó, tăng trưởng sản lượng nhóm sản phẩm sợi tái chế ở mức >20% QoQ sau khi bị ảnh hưởng nặng nề với mức -20% QoQ vào Quý 3 và 4/2021.

BVSC dự báo KQKD năm 2022 tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu và LNST đạt 2.606 tỷ VNĐ (+ 28%yoy) và 393 tỷ VNĐ (+ 41% yoy) nhờ: (1) nhu cầu dệt may Toàn cầu duy trì đà phục hồi tích cực bên cạnh chiến lược “Xanh hóa” của các nhãn hiệu quốc tế; (2) giảm áp lực cạnh tranh nhờ thuế CBPG cũng như TQ vẫn theo đuổi chính sách “Zero COVID”; và (3) năng lực sản xuất STK không bị gián đoạn như 2H2021 do diễn biến dịch.

Dự án Inditex (giai đoạn 1) đang đợi phê duyệt môi trường trước khi bắt đầu xây dựng dự kiến trong tháng 3/2022 và đi vào vận hành thương mại từ 3Q23. Tổng mức đầu tư giữ nguyên ở mức 75 triệu USD và công suất thiết kế là 36 nghìn tấn, tương đương 57% công suất thiết kế sản xuất hiện tại.

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu tại mức giá mục tiêu là 64.100 VNĐ/CP theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, tương đương mức lợi nhuận 21%, chưa bao gồm suất cổ tức dự phóng là 3%. Hiện tại, STK đang giao dịch tại mức PE trượt 13x, là tương đối hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng giai đoạn 2021-2026 với CAGR 21%, theo dự phóng của chúng tôi.

Điểm nhấn đầu tư đến từ triển vọng tăng trưởng trong các năm tới nhờ các lợi thế cạnh tranh ngắn và trung hạn cho ngành dệt may nói chung, và ngành sợi polyester nói riêng: (1) chi phí nhân công, năng lượng cạnh tranh; (2) ưu đãi từ các FTAs thế hệ mới; (3) giảm áp lực cạnh tranh nhờ thuế CBPG đối với nhóm sản phẩm sợi polyester nhập khẩu (bao gồm sợi từ Trung Quốc, chiếm khoảng 70% nguồn cung Toàn cầu) cũng như việc Trung Quốc vẫn theo đuổi “Zero COVID”.

Chuyên viên phân tích

Ngô Trí Vinh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

KQKD 2021 hưởng lợi từ nhu cầu phục hồi và xu hướng “Xanh hóa” Toàn cầu
Bảng 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh 2021

Đvt: Tỷ đồng	4Q20	4Q21	% yoy	FY20	FY21	% yoy
Doanh thu	569	497	-13%	1.766	2.042	16%
<i>Sợi nguyên sinh</i>	250	315	26%	992	1.025	3%
<i>Sợi tái chế</i>	319	182	-43%	773	1.017	32%
LN gộp	100	75	-25%	255	374	47%
<i>% biên gộp</i>	17,5%	15,1%	-2,4%	14,5%	18,3%	3,9%
LN tài chính ròng	(2)	3	-293%	(10)	9	-192%
Chi phí BH&QLDN	(24)	(25)	7%	(81)	(99)	22%
LNST	68	75	10%	147	278	89%
<i>% biên ròng</i>	12,0%	15,1%	3,1%	8,3%	13,6%	5,3%

Nguồn: STK

- Công ty ghi nhận doanh thu cả năm 2021 đạt 2.042 tỷ VNĐ (+16% yoy) được đóng góp chính bởi nhóm sản phẩm sợi tái chế, với tăng trưởng doanh số ước đạt 25% yoy. **Tuy nhiên, BVSC lưu ý, tăng trưởng của nhóm sợi tái chế đã phần nào bị ảnh hưởng bởi diễn biến dịch COVID-19 lên năng lực sản xuất của STK trong 2H2021.** Theo chia sẻ, sản lượng sợi tái chế trong 3Q21 và 4Q21 giảm hơn 20% QoQ, và dần hồi phục với sản lượng T1/2022 tăng >20% so với mức bình quân 4Q21.
- Biên lợi nhuận gộp 2021 cải thiện mạnh mẽ 390bps, đạt 18,3% nhờ: (1) cải thiện cơ cấu sản phẩm với tỷ trọng doanh thu nhóm sản phẩm tái chế đạt 50% (so với 44% cùng kỳ) và (2) price gap cải thiện do nhu cầu Toàn cầu phục hồi.
- Công ty ghi nhận lãi tài chính ròng đạt 9 tỷ VNĐ, cải thiện tích cực so với 2020, nhờ tận dụng tốt nguồn vốn vay bằng ngoại tệ lãi suất thấp.
- Chi phí BH & QLDN tăng, chủ yếu do ghi nhận thêm các chi phí liên quan đến quá trình điều tra các loại thuế chống bán phá giá, ước khoảng gần 10 tỷ VNĐ.
- Ngoài ra, Công ty ghi nhận khoản hoàn thuế khoảng 23 tỷ VNĐ liên quan đến ưu đãi thuế TNDN với Nhà máy Trắng Bàng 1 & 2 từ giai đoạn 2016-2020. Từ đó, LNST ghi nhận đạt 278 tỷ VNĐ, +89% yoy.

Tăng trưởng 2022: năng lực sản xuất phục hồi và nhu cầu duy trì tích cực
Bảng 2: Dự báo KQKD 2022

Đvt: Tỷ đồng	FY21	FY22-F	% yoy	Diễn giải
Doanh thu	2.042	2.607	28%	Kỳ vọng sản lượng chung tăng 20% yoy, trong đó, tăng trưởng sợi tái chế ở mức 50% yoy nhờ: (1) nhu cầu dệt may Toàn cầu duy trì đà phục hồi tích cực bên cạnh chiến lược “Xanh hóa” của các nhãn hiệu quốc tế; (2) giảm áp lực cạnh tranh nhờ thuế CBPG cũng như TQ vẫn theo đuổi chính sách “Zero COVID”; và (3) năng lực sản xuất STK không bị gián đoạn như 2H2021 do diễn biến dịch.
Sợi nguyên sinh	1.025	1.102	8%	
Sợi tái chế	1.017	1.504	48%	
LN gộp	374	523	40%	Biên gộp dự báo tiếp tục cải thiện do: (1) tỷ trọng nhóm sợi tái chế tăng, lên 49% tổng doanh thu; và (2) công suất hoạt động cải thiện giúp, tối ưu hóa chi phí khấu hao cố định.
% biên gộp	18,3%	20,1%	1,7%	
LN tài chính ròng	9	9	0%	
Chi phí BH&QLDN	(99)	(101)	2%	Điều chỉnh khoản chi phí liên quan đến việc điều tra thuế CBPG trong 2021, CP BH&QLDN 2021 tăng 13% yoy.
LNST	278	393	41%	Loại trừ khoản hoàn thuế TNDN 2021, LNST 2022 ước tăng 54% yoy.
% biên ròng	13,6%	15,1%	1,4%	

Nguồn: STK và BVSC dự báo
Dự án Inditex:

Giai đoạn 1: sở hữu công suất thiết kế 36 nghìn tấn sợi/năm, tương đương 57% năng lực sản xuất hiện tại với tổng mức đầu tư khoảng 75 triệu USD. Hiện tại, dự án đang đợi phê duyệt về môi trường và dự kiến khởi công xây dựng từ T3/2022 trước khi đi vào vận thương mại trong 3Q2023. Cơ cấu nguồn vốn tài trợ theo kế hoạch là 70% nợ vay và 30% vốn chủ sở hữu, trong đó STK có kế hoạch phát hiện hữu (dự kiến triển khai trong T3/2022, tỷ lệ 5:1) trước khi phát hành riêng lẻ (trình ĐHCĐ 2022 thông qua, ước tính quy mô 400 tỷ VNĐ). BVSC đang dự phóng nhà máy mới sẽ chính thức vận hành thương mại từ 4Q23 trong mô hình dự phóng và định giá hiện tại.

Giai đoạn 2: công suất thiết kế 24 nghìn tấn sợi/năm, dự kiến bắt đầu khởi công sau khi GD1 đi vào vận hành 2023 và bắt đầu đóng góp vào doanh số từ 2025 với tổng mức đầu tư dự kiến 45 triệu USD.

Quan điểm đầu tư

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu tại mức giá mục tiêu là 64.100 VNĐ/CP theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, tương đương mức lợi nhuận 21%, chưa bao gồm suất cổ tức dự phóng là 3%. Chúng tôi ưa thích STK với triển vọng tăng trưởng trong các năm tới nhờ các lợi thế cạnh tranh ngắn và trung hạn cho ngành dệt may nói chung, và ngành sợi polyester nói riêng (1) chi phí nhân công, năng lượng cạnh tranh, (2) ưu đãi từ các FTAs thế hệ mới, (3) giảm áp lực cạnh tranh nhờ thuế CBPG đối với nhóm sản phẩm sợi nhập khẩu (bao gồm sợi từ Trung Quốc, chiếm khoảng 70% nguồn cung Toàn cầu) cũng như việc Trung Quốc vẫn theo đuổi “Zero COVID”.

Hiện tại, STK đang giao dịch tại mức PE trượt 13x, là tương đối hấp dẫn so với tiềm năng trưởng giai đoạn 2021-2027 với CAGR 21%, theo dự phóng của chúng tôi.

Rủi ro:

Rủi ro pha loãng: với kế hoạch dự kiến phát hành riêng lẻ để tăng vốn tài trợ cho dự án Index GD1, chúng tôi hiện giả định giá phát hành 40.000 VNĐ/CP. Giá phát hành thực tế thấp hơn, nếu có, sẽ tác động pha loãng EPS cũng như mức định giá hiện tại của chúng tôi.

Rủi ro bất khả kháng: dịch bệnh, chiến tranh, nếu xảy ra sẽ tác động trực tiếp đến nhu cầu Dệt may Toàn cầu.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	2,229	2,042	2,607	3,364
Giá vốn	(1,875)	(1,668)	(2,084)	(2,678)
Lợi nhuận gộp	354	374	523	686
Doanh thu tài chính	14	18	17	20
Chi phí tài chính	(35)	(9)	(8)	(44)
Lợi nhuận sau thuế	214	278	393	485

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	150	366	796	506
Các khoản phải thu ngắn hạn	98	88	123	158
Hàng tồn kho	525	472	541	696
Tài sản cố định hữu hình	1,049	831	2,128	2,557
Tổng tài sản	2,071	1,972	3,634	3,969
Nợ ngắn hạn	824	712	683	785
Nợ dài hạn	164	1	783	674
Vốn chủ sở hữu	1,083	1,259	2,168	2,510
Tổng nguồn vốn	2,071	1,972	3,634	3,969

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-21%	16%	28%	29%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-34%	71%	51%	23%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	14.5%	18.3%	20.1%	20.4%
Lợi nhuận thuần biên (%)	8.3%	13.6%	15.1%	14.4%
ROA (%)	8.6%	14.1%	10.8%	12.2%
ROE (%)	13.6%	22.1%	18.1%	19.3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	16%	16%	29%	24%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	25%	26%	48%	38%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2,156	4,084	4,144	5,112
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15,880	18,464	22,847	26,458

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

Khối 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

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích cộng đồng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Bán lẻ, Dệt may, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích cộng đồng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Ngân ha

trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, 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