

CTCP SỢI THẾ KỶ (HSX: STK)

Hà Huy Thắng

Chuyên viên phân tích

Email: thanghh@fpts.com.vn

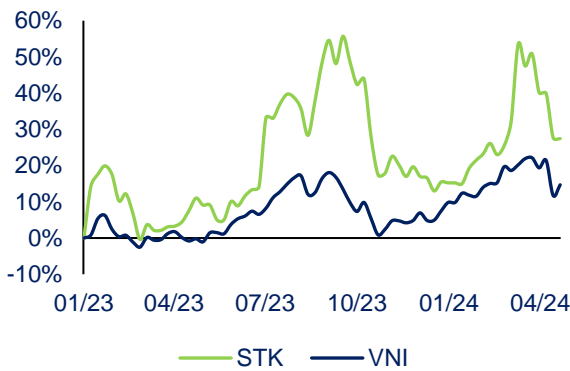
Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam

Trưởng nhóm Phân tích Cơ bản

Biến động giá STK và VNINDEX



Thông tin giao dịch 06/05/2024

Giá hiện tại (VND/cp)	29.350
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	35.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	23.500
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	96,6
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	95,1
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	42.800
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	17,3%
Vốn hóa (tỷ VND)	2.711
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	908
P/E Trailing 12 tháng	31,3x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Sợi Thế Kỷ
Địa chỉ	KCN Trảng Bàng, Tây Ninh
Kinh doanh chính	Sản xuất và xuất khẩu sợi tổng hợp
Chi phí chính	Nguyên vật liệu
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu, cầu tiêu thụ hàng may mặc

Giá thị trường	29.350	
Giá mục tiêu	30.200	THEO DÕI
Chênh lệch	+2,9%	

KẾ HOẠCH THAM VỌNG SO VỚI TRIỂN VỌNG HỒI PHỤC CHẬM CỦA NGÀNH

Năm 2024, STK đặt kế hoạch kinh doanh khá tham vọng với doanh thu ~2.703 tỷ đồng (+89,9% YoY) và lợi nhuận sau thuế ~300 tỷ đồng (+244,1% YoY). Tới Q1/2024, STK chỉ mới hoàn thành lần lượt 9,8% và 0,2% kế hoạch.

Chúng tôi đánh giá STK có thể hoàn thành 63,1% doanh thu và 42,2% lợi nhuận kế hoạch, chủ yếu do kỳ vọng thị trường sợi sẽ hồi phục khiêm tốn trong năm 2024.

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFE và FCFD để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu STK ở **30.200 VND/cp**, cao hơn **2,9%** so với giá đóng cửa ngày 06/05/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu STK khi triển vọng hồi phục đã phản ánh phần lớn trong giá cổ phiếu, các luận điểm chính:

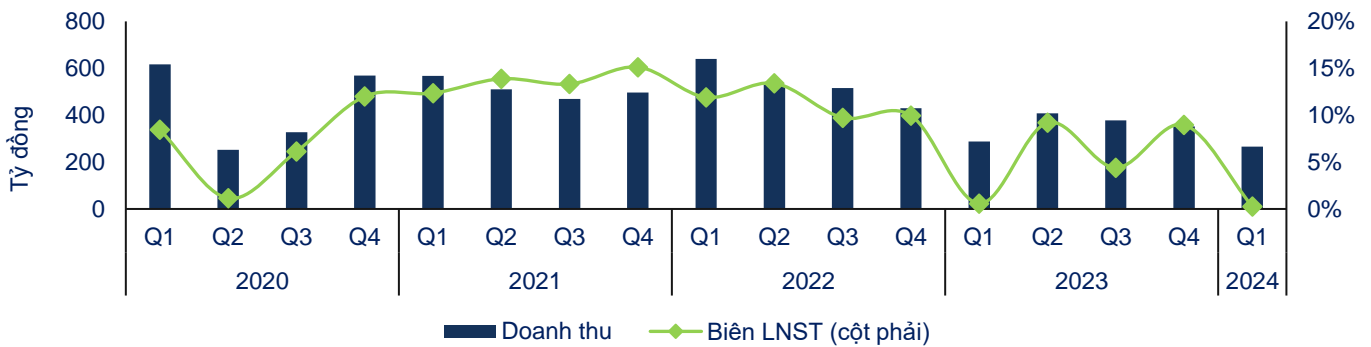
- Doanh thu 2024 dự phóng hồi phục +19,8% YoY (đạt 1.706 tỷ đồng) nhờ sản lượng bán sợi +16,5% YoY, thúc đẩy bởi hoạt động sản xuất và xuất khẩu quần áo sợi động hơn (KNXK dệt may của Việt Nam kỳ vọng +8,3% YoY).
- BLNG năm 2024 dự phóng cải thiện +02 đpt YoY (đạt 15,4%). Thúc đẩy bởi BLNG sợi nguyên sinh +7,1 đpt YoY (đạt 11,1%) nhờ giá bán tăng, ngược lại BLNG sợi tái chế dự phóng giảm 3,2 đpt YoY (đạt 20,0%) do STK hạ giá bán để thúc đẩy tiêu thụ.
- Nhà máy Unitex chưa đóng góp công suất và doanh thu như kỳ vọng tại [Báo cáo cập nhật định giá T05/2023](#) do vận hành muộn hơn 02 quý và nhu cầu 2024 tăng chậm.

YẾU TỐ THEO DÕI

- **Giá hạt nhựa PET tăng** (~65% giá vốn sợi nguyên sinh). khiến STK chịu tác động tiêu cực do giá sợi nguyên sinh tăng chậm hơn giá hạt nhựa PET – tác động bởi cạnh tranh cao ở đầu ra và cầu tiêu thụ sợi yếu.
- **Kim ngạch xuất khẩu quần áo của Việt Nam hồi phục chậm** kim hãm các nhà máy dệt vải và cắt may gia tăng đơn hàng mới cho STK.
- **Tỷ giá USD/VND tăng** tác động tiêu cực tới STK do doanh nghiệp có dư nợ thuần USD trong năm 2024 khoảng 370 tỷ đồng (~10,8% tổng tài sản). Chúng tôi ước tính tỷ giá cứ tăng +01% thì STK sẽ lỗ 2,5 tỷ đồng ([Chi tiết](#)).

A. KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2024
Biểu đồ 1: Doanh thu chưa hồi phục, lợi nhuận sau thuế lao dốc

Kết quả kinh doanh theo quý của STK



Nguồn: STK

Kết quả kinh doanh Q1/2024 của STK kém khả quan, đạt ~265 tỷ doanh thu (-7,7% YoY) và chỉ 0,7 tỷ lợi nhuận sau thuế (-56,3% YoY), do (1) Sản lượng tiêu thụ sợi chưa hồi phục khi nhu cầu ở hạ nguồn tăng chậm và (2) Lợi nhuận của doanh nghiệp bị bào mòn do chi phí tài chính tăng mạnh - ảnh hưởng của tỷ giá tăng cao trong Q1/2024.

Bảng 1: Tổng hợp kết quả kinh doanh Q1/2024

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2024	%YoY	% Hoàn thành KH
Doanh thu thuần	265,7	-7,7%	9,8%
Sợi tái chế	106,6	-35,9%	
Sợi nguyên sinh	159,2	+30,9%	
Lợi nhuận gộp	32,3	+80,6%	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,2%	+6,0 đpt	
Sợi tái chế	25,9	-12,3%	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	24,5%	+6,7 đpt	
Sợi nguyên sinh	6,2	Q1/2023 âm 12 tỷ	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	3,9%	Q1/2023 âm 9,6%	
Doanh thu tài chính	6,1	-59,8%	
Chi phí tài chính	17,7	+36,0%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	4,9	+19,5%	
Chi phí bán và quản lý	19,6	+12,9%	
% Doanh thu	7,4%	+1,4 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	0,7	-56,3%	0,24%

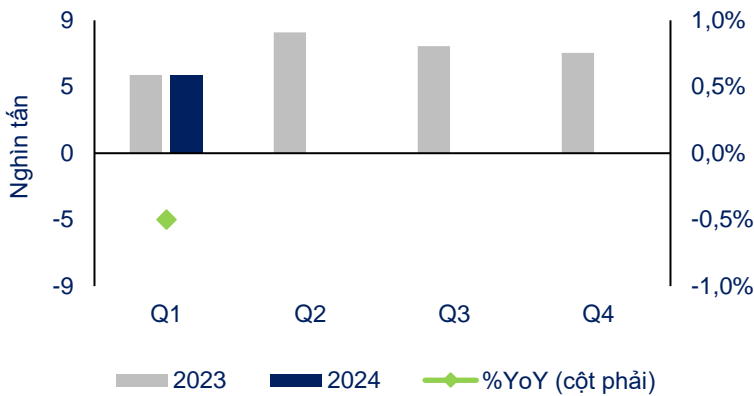
Nguồn: STK, FPT S tổng hợp và ước tính

(1) Doanh thu thuần đạt 265,7 tỷ đồng (-7,7% YoY), chủ yếu do nhu cầu tại cả thị trường nội địa (~70% doanh thu) và xuất khẩu hồi phục chậm khiến sản lượng tiêu thụ và giá bán nhìn chung khó cải thiện. Tổng sản lượng sợi đạt ~5.280 tấn (-0,5% YoY, bằng 8,4% công suất thiết kế), giá bán bình quân ước ~50.355 VND/Kg sợi, giảm 7,2% YoY.

Cụ thể hơn, doanh thu sợi tái chế và nguyên sinh lần lượt đạt 106,6 tỷ đồng (-35,9% YoY, chiếm 40% doanh thu) và 159,2 tỷ đồng (+30,9% YoY, chiếm 60% doanh thu). Trong bối cảnh tiêu thụ quần áo ở hạ nguồn hồi phục chậm, chúng tôi cho rằng khách hàng ưu tiên mua sợi nguyên sinh hơn do đây là loại sợi có cùng chức năng nhưng giá chỉ bằng ~2/3 giá sợi tái chế - theo đó, sản lượng bán sợi nguyên sinh +27,5% YoY, trong khi sợi tái chế -34,7% YoY.

Biểu đồ 2: Sản lượng tiêu thụ của STK chưa hồi phục

Sản lượng tiêu thụ của STK theo quý



Nguồn: STK

Tại thị trường Việt Nam (70% doanh thu), doanh thu của STK chỉ tương đương cùng kỳ và giảm so với Q4/2023 (ước tính ~186 tỷ đồng, -0,6% YoY và -18,1% QoQ) chủ yếu do xuất khẩu hàng may mặc Q1/2024 hồi phục thấp (+7,9% YoY, kim ngạch đạt 7,7 tỷ USD) và dự phóng tiếp tục cải thiện chậm trong Q2/2024. Tiêu thụ quần áo ở hạ nguồn chậm kìm hãm sản xuất nhóm khách hàng chính của STK (các nhà máy dệt vải, cắt may) – sản lượng quần áo của Việt Nam Q1/2024 tăng thấp ở 1,8% YoY.

Thêm nữa, STK cho biết sản lượng tiêu thụ nội địa trong Q1/2024 cũng chậm bởi vấn đề pháp lý trong hoạt động xuất khẩu tại chỗ (đến cuối tháng 03/2024 mới giải quyết xong).

Tại thị trường xuất khẩu (~30% doanh thu) doanh thu của STK giảm mạnh hơn ở 20,9% YoY (ước tính chỉ đạt ~79,7 tỷ đồng) chủ yếu do nhu cầu mua sợi của nhóm thị trường chính vẫn ảm đạm (Thái Lan, Nhật Bản, Hàn Quốc – chiếm ~67% doanh thu xuất khẩu) – nối dài đà giảm từ năm 2023 ([Chi tiết](#)). Lũy kế 2T/2024 kim ngạch nhập khẩu sợi Polyester giảm ở tất cả các thị trường lần lượt -11,9% YoY, -8,8% YoY và -6,9% YoY.

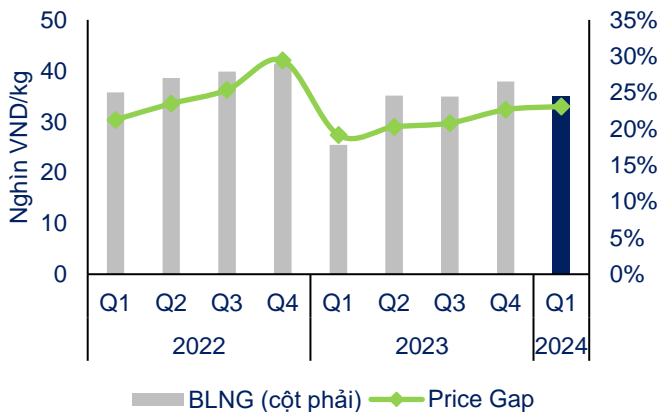
(2) Lợi nhuận gộp đạt 32,3 tỷ đồng (+80,6% YoY), tương ứng biên lợi nhuận gộp ở 12,2% – cải thiện +6,0 đpt YoY từ nền rất thấp ở Q1/2023 (giai đoạn giá nguyên liệu đạt đỉnh).

Tuy nhiên, khả năng sinh lời của STK giảm 4,2 đpt QoQ do giá nguyên liệu có xu hướng tăng trong Q1/2024 theo giá dầu ([Phụ lục: Tương quan giá dầu và giá hạt nhựa](#)). Thêm nữa, giá bán sợi chưa cải thiện đáng kể khi nhu cầu đầu ra hồi phục chậm. Theo đó, BLNG sợi tái chế và BLNG sợi nguyên sinh đều sụt giảm, lần lượt 2,0 đpt QoQ (đạt 24,5%) và 4,9 đpt QoQ (đạt 3,9%).

Cụ thể, giá hạt nhựa rPET và PET tăng lần lượt +4,2% QoQ (đạt ~34.500 VND/kg) và +1,5% QoQ (đạt ~25.500 VND/Kg) trong Q1/2024. Trong khi đó, giá bán sợi tái chế chỉ tăng +3% QoQ (đến từ một phần nhỏ đơn hàng giá trị cao), giá bán sợi nguyên sinh giảm -3,7% QoQ do phần lớn sợi bán ra có chất lượng thấp hơn trung bình¹ và STK hạ giá để thúc đẩy tiêu thụ tồn kho. Tương ứng, Price gap (chênh lệch giá bán sợi và giá hạt nhựa) sợi tái chế đạt ~32.900 VND/Kg (+1,6% QoQ), Price gap sợi nguyên sinh đạt ~17.100 VND/Kg (-10,5% QoQ).

Biểu đồ 3: Chi phí nguyên liệu tăng làm giảm biên lợi nhuận gộp (BLNG) cả 02 loại sợi

BLNG sợi tái chế theo quý



BLNG sợi nguyên sinh theo quý



Nguồn: STK, FPTs tổng hợp và ước tính

¹ Trong quá trình sản xuất sẽ có khoảng 10% sợi không đạt chuẩn, lượng sợi này sẽ được dồn tích lại và bán với giá thấp hơn. Thông thường, STK sẽ bán lượng sợi này ra thị trường 9 tháng một lần.

(3) Thu nhập tài chính ròng (Doanh thu tài chính – Chi phí tài chính) âm 11,6 tỷ đồng (cùng kỳ dương 2,1 tỷ đồng) chủ yếu do khoản lỗ tỷ giá ròng ~9,3 tỷ đồng, tới từ:

(i) Tại Q1/2024, STK có dư nợ USD thuần (tài sản – nợ) khoảng 15 triệu USD (~340 tỷ đồng) bao gồm: 8,0 triệu USD dùng để nhập nguyên liệu và 07 triệu USD là khoản nợ dài hạn đến hạn (vay của dự án Unitex) – chúng tôi ước tính tỷ giá tăng làm giá trị khoản nợ đến hạn này tăng ~5 tỷ đồng – tương đương ~40% lỗ tỷ giá của STK (lưu ý rằng, đây là khoản lỗ chưa thực hiện, theo đó chỉ ghi nhận trên báo cáo mà chưa ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp)

(ii) Tỷ giá USD/VND đã tăng mạnh trong Q1/2024 (+4,0% YTD) chủ yếu do nhu cầu USD tăng cao bởi (i) cầu nhập khẩu nguyên liệu đầu năm sôi động và (ii) chênh lệch lãi suất USD và VND trên thị trường liên ngân hàng mở rộng khi đồng USD mạnh hơn trong khi lãi suất VND tiếp tục giữ ở mức thấp.

Theo đó,

Doanh thu tài chính đạt 6,1 tỷ đồng (-59,8% YoY), trong đó lãi tỷ giá ~3,5 tỷ đồng (-67,1% YoY).

Chi phí tài chính đạt 17,7 tỷ đồng (+36,0% YoY), trong đó lỗ tỷ giá ~12,8 tỷ đồng (+43,6% YoY).

(4) Lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 0,7 tỷ đồng (-56,3% YoY) do chủ yếu do sản lượng tiêu thụ chưa hồi phục, thêm nữa chi phí tài chính cao do tỷ giá tăng mạnh bào mòn lợi nhuận của doanh nghiệp (khoản lỗ tỷ giá ròng bằng 30% lợi nhuận gộp của STK)

B. TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO NĂM 2024

I. Triển vọng khả quan nhờ nhu cầu hồi phục

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của STK hồi phục trong năm 2024 nhờ nhu cầu sợi khả quan – thúc đẩy bởi tiêu thụ quần áo ở hạ nguồn cải thiện. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của STK lần lượt đạt 1.706 tỷ đồng (+19,8% YoY) và 126 tỷ đồng (+44,3% YoY), hoàn thành 63,1% và 42,2% kế hoạch – kết quả dự phóng thấp hơn so với kế hoạch của doanh nghiệp chủ yếu do quan điểm thận trọng cả về sản lượng tiêu thụ và khả năng sinh lời của sợi (lần lượt thấp hơn 30% và 2,4 đpt so với kế hoạch của STK).

Với báo cáo này, chúng tôi tập trung đánh giá triển vọng ngắn hạn của STK. Trong trung và dài hạn, triển vọng không thay đổi nhiều so với [Báo cáo cập nhật định giá](#) (tháng 05/2023). Cụ thể, trong giai đoạn 2025 – 2033, dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của STK sẽ duy trì đà tăng trưởng, đến 2032 lần lượt đạt 4.075 tỷ đồng và 422 tỷ đồng (CAGR lần lượt ở 7,2%/năm và 9,7%/năm) nhờ: (i) Nhu cầu sử dụng sợi tái chế tăng nhanh – hưởng lợi từ các quy định về sản xuất xanh ngày càng thắt chặt và (ii) Công suất năm 2025 đạt 99 nghìn tấn và đến năm 2027 đạt 123 nghìn tấn – tăng lần lượt 57,1% và 95,2% so với hiện nay – từ giai đoạn 1 và 2 của nhà máy Unitex.

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2024

Đơn vị: Tỷ đồng	2024F	%YoY	Kế hoạch 2024	Tóm tắt giả định chính
Doanh thu thuần	1.706	+19,8%	2.703	KNXK dệt may của Việt Nam hồi phục +9,2% YoY
<i>Sợi tái chế</i>	839	+18,9%		
<i>Sợi nguyên sinh</i>	867	+20,6%		
Lợi nhuận gộp	264	+37,9%		Giá bán trung bình tăng +2,8% YoY, giá nguyên liệu tăng +2,0% YoY
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	15,4%	+2,0 đpt		
<i>Sợi tái chế</i>	20,0%	-3,2 đpt		
<i>Sợi nguyên sinh</i>	11,1%	+7,1 đpt		
Chi phí tài chính	69,2	+28,1%		
Trong đó: Chi phí lãi vay	34,4	+98,5%		Lãi vay tăng chủ yếu từ khoản nợ dài hạn của dự án Unitex
Chi phí bán hàng & quản lý	81,9	+2,3%		
<i>%Doanh thu</i>	5,6%	-0,8 đpt		Tương đương trung bình quá khứ
Lợi nhuận sau thuế	126,7	+44,3%	300,5	

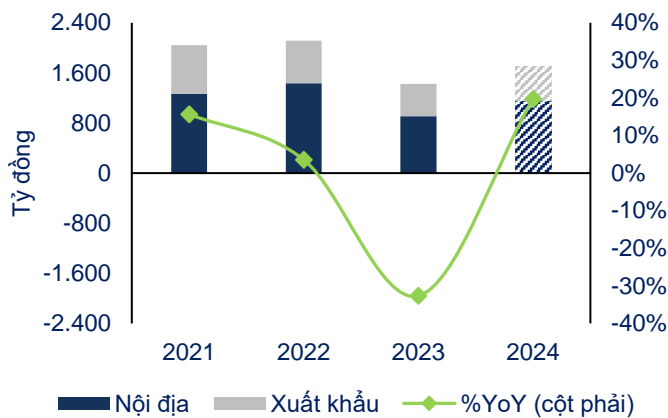
Trong đó:

(1) Doanh thu đạt ~1.706 tỷ đồng (hoàn thành 63,1% kế hoạch, +19,8% YoY) dựa trên kỳ vọng sản lượng tiêu thụ hồi phục ở +16,5% YoY (đạt 32.390 tấn), thúc đẩy chủ yếu bởi nhu cầu ở thị trường nội địa cải thiện, trong khi thị trường xuất khẩu vẫn ảm đạm.

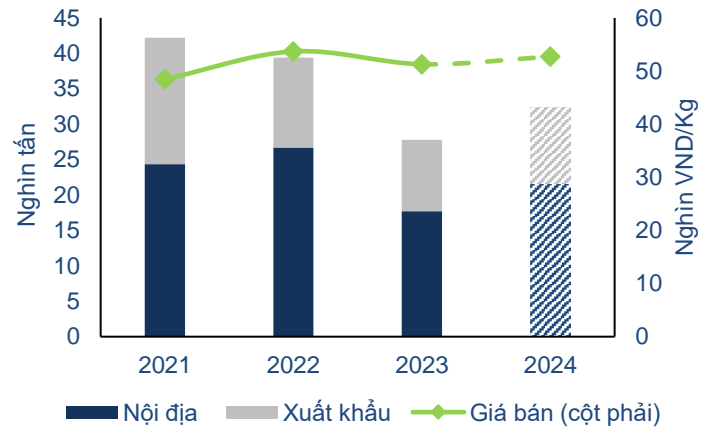
Về giá bán, chúng tôi kỳ vọng tăng nhẹ +2,8% YoY, trung bình đạt 52.700 VNĐ/kg, chủ yếu nhờ giá sợi nguyên sinh tăng, mặt khác bị hạn chế bởi giá sợi tái chế dự phóng giảm do STK có chiến lược hạ giá để thúc đẩy tiêu thụ.

Biểu đồ 4: Doanh thu hồi phục, thúc đẩy chủ yếu bởi thị trường nội địa

Dự phóng doanh thu năm 2024


Biểu đồ 5: Sản lượng tiêu và giá bán cải thiện

Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán 2024



Nguồn: FPT S ước tính

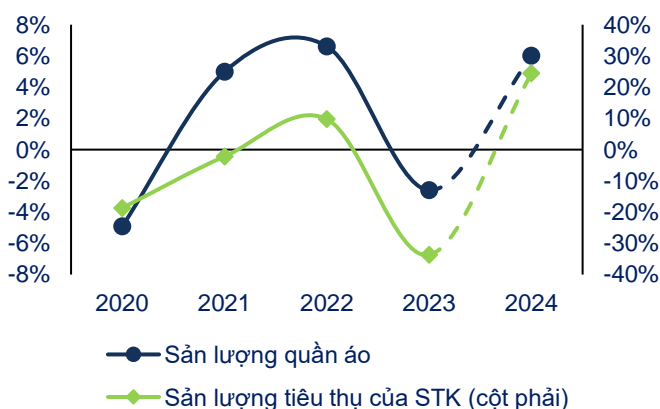
Thị trường nội địa kỳ vọng sẽ đóng góp phần lớn trong tăng trưởng (chiếm 68% doanh thu)

Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa của STK sẽ hồi phục cao ở +27,8% YoY (giá trị đạt 1.160 tỷ đồng), dựa trên kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ tăng +24,4% YoY (đạt ~22 nghìn tấn). Sản lượng tăng nhờ xuất khẩu hàng may mặc ở hạ nguồn sôi động hơn, theo đó thúc đẩy doanh nghiệp dệt vải, cắt may mua sợi để sản xuất – sản lượng quần áo của Việt Nam dự phóng cải thiện +6,0% YoY (đạt ~5,6 tỷ cái).

Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), năm 2024 kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam sẽ đạt 44 tỷ USD, hồi phục +9,2% YoY nhờ nhu cầu của các thị trường tiêu thụ lớn hồi phục. Thêm nữa VITAS cũng cho biết các nhãn hàng đang tiếp tục chọn Việt Nam để sản xuất, nhờ các lợi thế về: chất lượng sản phẩm cao, có khả năng đa dạng mặt hàng, thời gian sản xuất ngắn và ưu đãi thuế quan.

Biểu đồ 6: Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ sản xuất ở hạ nguồn hồi phục

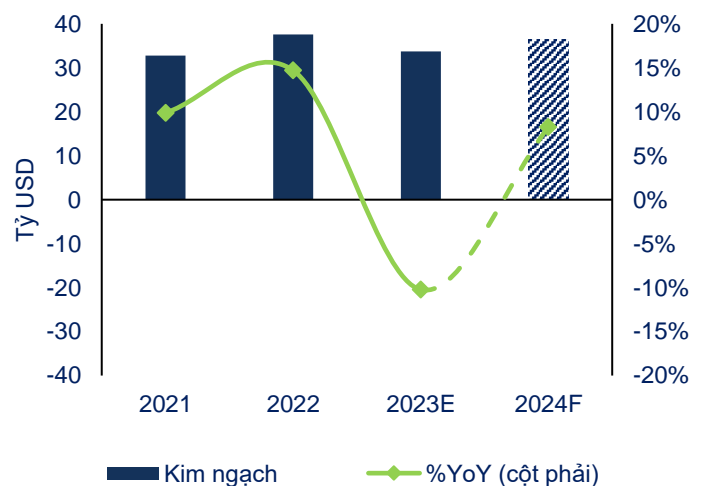
Tương quan tăng trưởng sản lượng của STK và sản lượng quần áo của Việt Nam



Nguồn: FPT S ước tính

Biểu đồ 7: Xuất khẩu dệt may của Việt Nam hồi phục

Dự phóng KNXK may mặc của Việt Nam



Nguồn: VITAS, FPT S ước tính

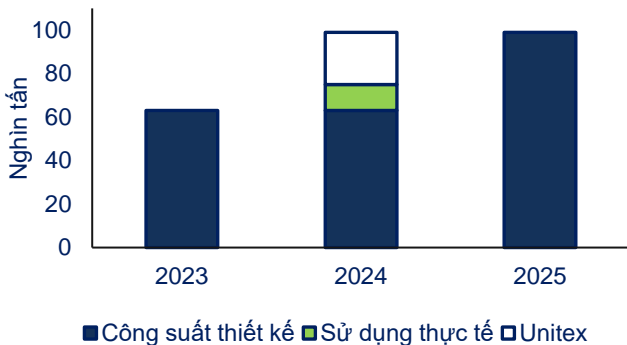
Nhu cầu của các thị trường xuất khẩu dự kiến hồi phục chậm (chiếm 32% doanh thu)

Doanh thu xuất khẩu dự phóng hồi phục chậm hơn ở +5,6% YoY (giá trị đạt 546 tỷ đồng) do nhu cầu nhập khẩu của nhóm thị trường chính (Thái Lan, Hàn Quốc, Nhật Bản) vẫn khá ảm đạm. Nguyên nhân do nền kinh tế nhóm nước này dự phóng tăng trưởng chậm lại trong 2024 và sản xuất công nghiệp chưa sáng lên rõ rệt – đến cuối tháng 04/2024, chỉ số PMI các quốc gia này đều dưới mức 50, lần lượt đạt 48,6, 49,4 và 49,6.

Nhà máy Unitex chưa đóng góp nhiều công suất trong năm 2024

Biểu đồ 8: STK chỉ sử dụng 1/3 công suất của Unitex

Công suất thiết kế của STK



Nguồn: STK, FPTS ước tính

Năm 2024, chúng tôi dự phóng nhà máy Unitex sẽ chỉ đóng góp khoảng 12 nghìn tấn trong tổng công suất của STK, chỉ bằng ~1/3 so với kỳ vọng trong Báo cáo cập nhật định giá tháng 05/2023 do nhà máy vận hành muộn hơn 2 quý (chỉ chạy ~05 tháng cuối năm) – tương ứng tổng công suất thiết kế của STK năm 2024 sẽ đạt ~75 nghìn tấn (+19% YoY).

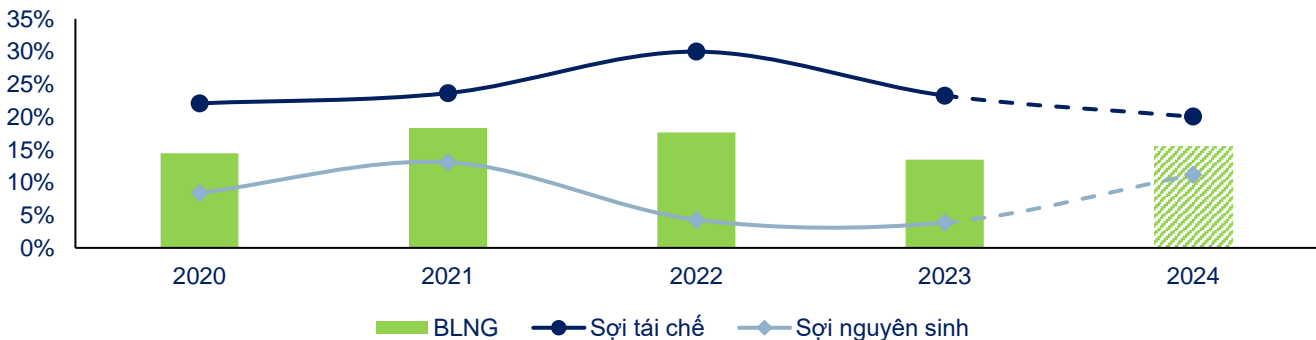
Doanh thu từ nhà máy trong năm 2024 dự phóng chỉ đạt 128 tỷ đồng (bằng 14,6% so với kỳ vọng trong Báo cáo trước) do thời gian hoạt động ít hơn và nhu cầu hồi phục chậm.

Trong trung hạn (2025 – 2026), chúng tôi kỳ vọng nhà máy Unitex sẽ đóng góp doanh thu và công suất nhiều hơn khi nhu cầu tăng trưởng tốt và nhà máy vận hành cả năm.

(2) Lợi nhuận gộp ở 264,8 tỷ đồng (+37,9% YoY), tương ứng biên lợi nhuận gộp ở 15,4%, tăng 2,0 đpt so với 2023 chủ yếu nhờ biên lợi nhuận sợi nguyên sinh cải thiện +7,1 đpt YoY (đạt 11,1%) khi nhu cầu hồi phục. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp sợi tái chế giảm 3,2 đpt do STK giảm giá bán để thúc đẩy tiêu thụ loại sợi này.

Biểu đồ 9: Biên lợi nhuận gộp (BLNG) kỳ vọng cải thiện nhờ BLNG sợi nguyên sinh tăng

Dự phóng BLNG trung bình của STK và 02 loại sợi



Nguồn: FPTS ước tính

(3) Chi phí tài chính đạt ~69,2 tỷ đồng (+28,1% YoY) chủ yếu từ áp lực tăng ở chi phí lãi vay. Cụ thể, chi phí lãi vay dự phóng đạt 34,4 tỷ đồng (+98,5% YoY) bao gồm: 18,9 tỷ đồng (~56%) lãi vay của các khoản vay ngắn hạn thường xuyên để nhập nguyên liệu và 15,4 tỷ đồng lãi vay của khoản nợ dài hạn cho dự án nhà máy Unitex (khoảng 65% dư nợ) – lưu ý, khoản này chỉ bằng 1/3 lãi vay thực tế trong năm của dự án và được ghi vào kết quả kinh doanh khi Unitex bắt đầu hoạt động vào Q3/2024, phần còn lại đã được vốn hóa trong thời gian xây dựng. Ước tính dựa trên các giả định:

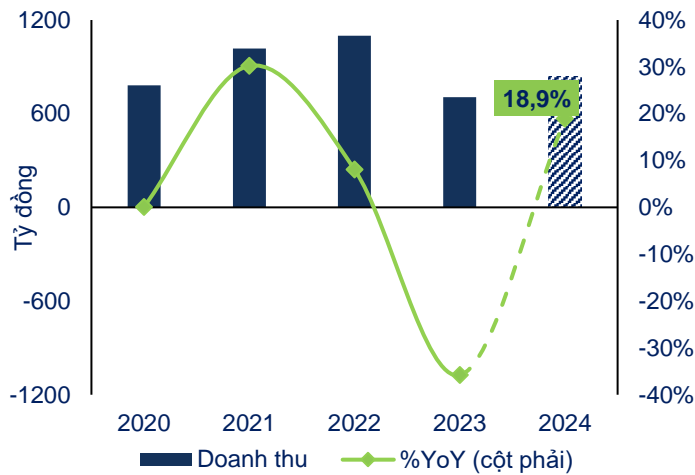
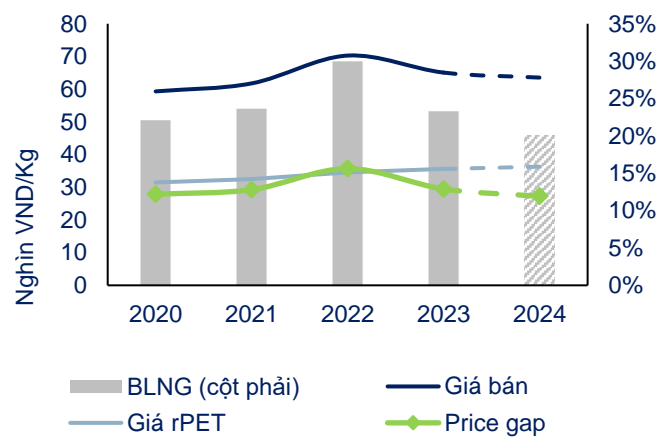
(i) STK duy trì tỷ lệ vay ngắn hạn để nhập nguyên liệu bằng 35% giá vốn (tương đương 2023), tuy nhiên tỷ trọng vay USD sẽ giảm ~50% so với 2023 – STK giảm vay USD và thay bằng VND do lãi suất VND thấp hơn.

(ii) Lãi suất vay cho vay VND và USD kỳ hạn 3 tháng lần lượt đạt ~3,5%/năm và 05%/năm.

Bên cạnh đó, lỗ tỷ giá đạt ~34,8 tỷ đồng (-5,2% YoY) dựa trên giả định: (i) dư nợ thuần USD năm 2024 (nợ phải trả USD – tài sản USD) dự phóng khoảng 15 triệu USD (~370 tỷ đồng) và (ii) tỷ giá USD/VND đạt ~25.272 (+4,0% YoY).

(4) Lợi nhuận sau thuế đạt 126,7 tỷ đồng (hoàn thành 42,2% kế hoạch, +44,3% YoY), với giả định thuế TNDN của STK tương đương 2023 ở ~13%, do các sản phẩm của doanh nghiệp tiếp tục được hưởng ưu đãi thuế. Cụ thể,

Các sản phẩm thuộc nhà máy Trảng Bàng (53% công suất) vẫn đang được hưởng ưu đãi thuế 10% - 15%. Với nhà máy Unitex (16% công suất) các sản phẩm của STK sẽ được miễn thuế.

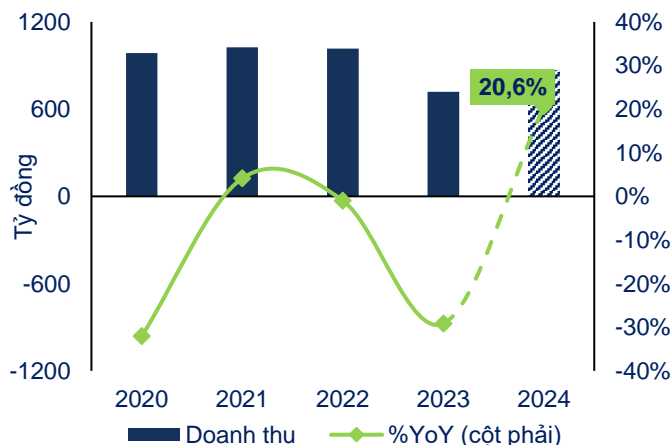
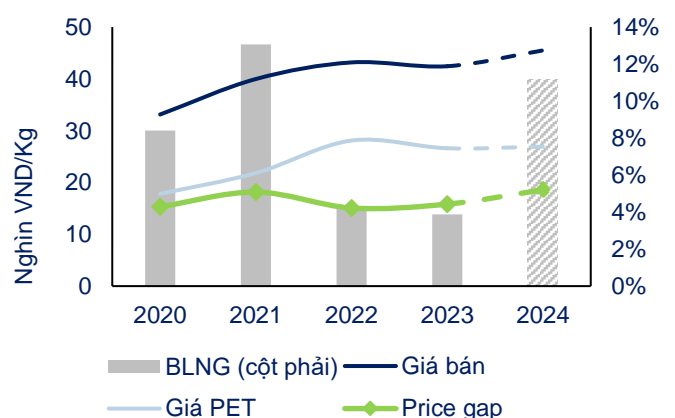
Chi tiết dự phóng cho 02 loại sợi:
1. Sợi tái chế
Biểu đồ 10: Dự phóng doanh thu sợi tái chế

Biểu đồ 11: Dự phóng biên lợi nhuận gộp sợi tái chế


Nguồn: FPTTS ước tính

Năm 2024, STK có kế hoạch giảm giá bán để thúc đẩy tiêu thụ sợi tái chế. Chúng tôi cho rằng, đây là chiến lược hợp lý trong bối cảnh nhu cầu vẫn đang hồi phục chậm – ở giai đoạn này phần lớn khách hàng sẽ ưu tiên về giá hơn là tính năng thân thiện môi trường của sợi (sợi tái chế có công dụng tương tự sợi nguyên sinh, nhưng giá đắt hơn 42% do sản xuất khó hơn và hạt nhựa tái chế rPET của STK đắt hơn hạt nhựa nguyên sinh PET 34%).

Doanh thu sợi tái chế kỳ vọng đạt 839 tỷ đồng (tăng trưởng 18,9% YoY), thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ hồi phục ở +21,5% YoY (đạt 13,2 nghìn tấn), ngược lại, giá bán dự phóng giảm 2,4% YoY (đạt ~63.500 VND/kg sợi).

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 20,0% - giảm 3,2 đpt YoY do STK giảm giá bán để thúc đẩy tiêu thụ, trong khi giá hạt nhựa rPET kỳ vọng tăng nhẹ +2,0% YoY - tương ứng Price gap giảm 7,6% YoY (đạt ~27.200 VND/kg sợi)

2. Sợi nguyên sinh
Biểu đồ 12: Dự phóng doanh thu sợi nguyên sinh

Biểu đồ 13: Dự phóng BLNG sợi nguyên sinh


Nguồn: FPTTS ước tính

Doanh thu sợi nguyên sinh kỳ vọng ~867 tỷ đồng (+20,6% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ ấm lên thúc đẩy cả sản lượng tiêu thụ và giá bán – lần lượt đạt 19,2 nghìn tấn và 45.500 VND/kg, tăng trưởng +13,3% YoY và +7,2% YoY.

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 11,1% - cải thiện +7,1 đpt YoY – tương ứng Price gap đạt ~18.600 VND/Kg (+17,3% YoY), chủ yếu nhờ giá bán tăng nhanh hơn giá hạt nhựa PET (+1,2% YoY theo giá dầu). Theo Reuters, giá dầu năm 2024 dự phóng tăng nhẹ +0,6 %YoY (đạt ~83,5 USD/brent) do nguồn cung giảm bởi tác động của xung đột địa chính trị ở Trung Đông và OPEC cắt giảm sản lượng.

II. Các yếu tố theo dõi

(1) Giá hạt nhựa PET tăng: Hạt nhựa PET là nguyên liệu quan trọng để sản xuất sợi nguyên sinh, và thường biến động theo giá dầu. Giá hạt nhựa PET tăng mạnh khiến STK phải chịu tác động tiêu cực, do áp lực cạnh tranh cao ở đầu ra khiến giá bán sợi không bắt kịp đà tăng của giá nguyên liệu. Năm 2024, giá dầu dự phóng tăng nhẹ +0,6% YoY, đạt ~83,5 USD/brent (theo Reuter). Tuy nhiên, giá dầu có rủi ro tăng mạnh hơn nếu xung đột địa chính trị tại Trung Đông leo thang khiến nguồn cung dầu đứt gãy.

(2) Kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam là yếu tố quan trọng tác động đến triển vọng kinh doanh ngắn hạn của STK (65% doanh thu của STK đến từ các nhà máy dệt, may xuất khẩu Việt Nam). KNXXK có rủi ro hồi phục chậm do tiêu dùng quần áo (mặt hàng không thiết yếu) tại các thị trường xuất khẩu đang có dấu hiệu chững lại – tác động bởi tốc độ tăng lương thấp, lạm phát giảm chậm và xu hướng tiết kiệm tăng lên.

(3) Rủi ro tỷ giá (quay lại) STK chịu rủi ro với tỷ giá tăng do doanh nghiệp có dư nợ thuần USD trong năm 2024 (nợ phải trả USD – tài sản USD) dự phóng khoảng 15 triệu USD (~370 tỷ đồng). Trong đó, 53% nợ USD đến từ các khoản vay ngắn hạn thường xuyên để nhập nguyên liệu, 46% còn lại là khoản vay dài hạn đến hạn. Chúng tôi ước tính tỷ giá cứ tăng 01% thì sẽ làm STK lỗ 2,5 tỷ đồng (đã điều chỉnh cho phần doanh thu tăng lên nhờ STK điều chỉnh giá bán tăng theo tỷ giá và 40% đơn hàng bằng USD).

C. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ

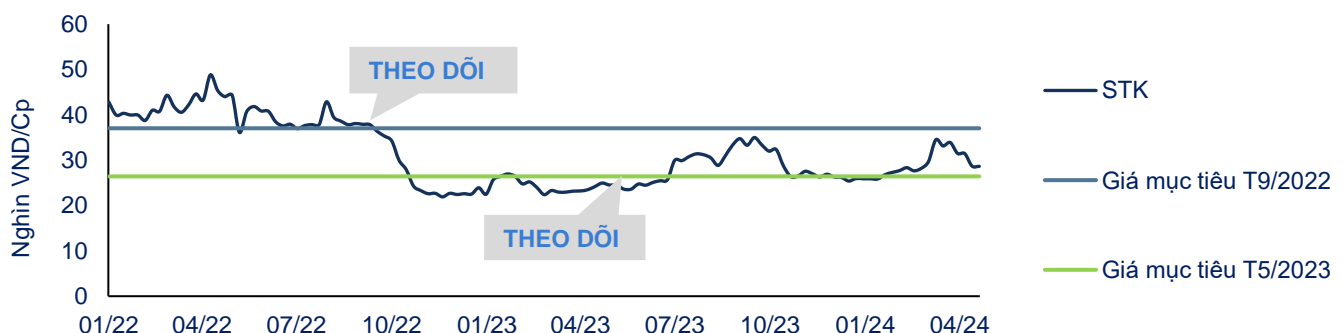
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFE và FCFF để xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu STK ở **30.200 VND/cp**, cao hơn **2,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 06/05/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu STK. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật khi có thêm thông tin về tình hình đơn hàng và hoạt động sản xuất của STK.

Giá mục tiêu của cổ phiếu STK tăng 14,1% so với Báo cáo cập nhật định giá tháng 05/2023. Trong đó, mức tăng giá đến từ chi phí sử dụng vốn giảm, trong khi triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp hồi phục chậm hơn dự kiến. Các yếu tố ảnh hưởng chính như sau:

Yếu tố	Báo cáo T05/2024	Báo cáo T05/2023	Cơ sở giả định
Sản lượng tiêu thụ năm 2024	32.390 tấn	49.500 tấn	Sản lượng tiêu thụ hồi phục chậm khi xuất khẩu quần áo ở hạ nguồn tăng thấp.
Chi phí sử dụng vốn bình quân	12,2%	12,8%	Lãi suất phi rủi ro giảm
Giá hạt nhựa PET	26.900 VND/Kg	25.300 VND/Kg	Giá dầu trung bình đạt 85,3 USD/Brent
Thời gian vận hành nhà máy Unitex	Quý 03/2024	Quý 01/2024	Điều chỉnh theo tiến độ của doanh nghiệp.

Lịch sử khuyến nghị

Biểu đồ 14: Lịch sử khuyến nghị



I. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T05/2024	T05/2023
Chi phí sử dụng VCSH	16,8%	18,1%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	12,2%	12,8%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	2,7%	3,0%
Hệ số beta không đòn bẩy	0,78	0,72
Phần bù rủi ro thị trường	10,4%	12,07%
Tăng trưởng dài hạn	01%	01%
Thời gian dự phóng	10 năm	10 năm

II. Kết quả định giá FCFE và FCFF

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	2.783.001
(+) Tiền mặt	5.989
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.788.990
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	95,1
Giá mục tiêu (VND/cp)	29.316

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	3.962.445
(+) Tiền mặt	5.989
(-) Vay nợ	1.018.674
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.949.760
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	95,1
Giá mục tiêu (VND/cp)	31.005

D. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2021A	2022A	2023A	2024F
Doanh thu thuần	2.042	2.115	1.425	1.707
- Giá vốn hàng bán	1.668	1.743	1.233	1.442
Lợi nhuận gộp	374	372	192	265
- Chi phí bán hàng	27	19	20	22
- Chi phí quản lí DN	72	64	60	60
- Lợi nhuận khác	1	1	2	-
Lợi nhuận HĐKD	276	288	112	183
- (Lỗ)/lãi HĐTC	9	(19)	(23)	(39)
LN trước thuế, lãi vay	198	381	108	178
- Chi phí lãi vay	5	9	17	34
Lợi nhuận trước thuế	291	279	91	144
- Thuế TNDN	5	28	3	17
Lợi nhuận sau thuế	278	240	88	127
EPS (đ)	3.937	2.849	904	1.288

Khả năng sinh lợi	2021A	2022A	2023A	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,3%	17,6%	13,5%	15,4%
Tỷ suất LNST	13,6%	11,4%	6,2%	7,4%
ROE DuPont	23,8%	17,2%	5,5%	7,5%
ROA DuPont	15,2%	11,7%	3,4%	3,9%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	14,3%	13,2%	7,6%	10,5%
LNST/LNTT	97,5%	89,1%	96,0%	88,0%
LNTT / EBIT	98,2%	96,7%	84,0%	80,7%
Vòng quay tổng tài sản	111,2%	103,3%	55,9%	52,7%
Đòn bẩy tài chính	156,9%	146,3%	160,8%	191,4%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2021A	2022A	2023A	2024F
Thanh toán hiện hành	1,39	2,05	1,49	1,73
Thanh toán nhanh	0,72	1,25	0,83	1,21
Thanh toán tiền mặt	0,51	0,71	0,17	0,63
Nợ / Tài sản	0,16	0,15	0,34	0,41
Nợ / VCSH	0,26	0,20	0,63	0,84
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,26	0,20	0,37	0,31
Nợ dài hạn / VCSH	0,05	0,07	0,25	0,53
Khả năng TT lãi vay	10,28	12,29	6,25	5,80

CĐKT	2021A	2022A	2023A	2024F
Tài sản	1.971	2.123	2.974	3.501
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	366	415	109	497
+ Các khoản phải thu	87	224	450	268
+ Hàng tồn kho	472	466	615	420
+ Tài sản ngắn hạn khác	43	31	167	200
Tổng tài sản ngắn hạn	986	1.196	1.396	1.439
+ Nguyên giá TSCĐHH	2.058	2.088	2.092	2.890
+ Khấu hao lũy kế	(1.251)	(1.358)	(1.450)	(1.603)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	807	731	642	1.287
+ Đầu tư tài chính dài hạn	6	14	14	14
+ Tài sản dài hạn khác	137	139	139	139
Tổng tài sản dài hạn	985	927	1.578	2.062
Tổng tài sản	1.971	2.123	3.347	3.869
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	291	220	238	210
+ Vay và nợ ngắn hạn	321	308	610	505
+ Nợ ngắn hạn khác	85	67	80	97
Nợ ngắn hạn	712	584	936	814
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	409	933
+ Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	0	0	409	934
Tổng nợ	712	584	1.345	1.748
+ Thặng dư	35	41	41	41
+ Vốn điều lệ	707	844	966	966
+ LN chưa phân phối	558	696	663	787
+ Khác	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.259	1.539	1.668	1.753
Tổng cộng nguồn vốn	1.971	2.123	2.974	3.501

Hiệu quả vận hành	2021A	2022A	2023A	2024F
Số ngày phải thu	14,47	11,95	20,58	20,58
Số ngày tồn kho	100,23	100,91	161,93	110,00
Số ngày phải trả	52,08	37,95	60,90	45,00
Thời gian luân chuyển tiền	62,62	74,91	121,62	85,58
COGS / Hàng tồn kho	3,54	3,74	2,00	3,43

E. PHỤ LỤC (quay lại)
I. Kết quả kinh doanh 2023

Năm 2023, kết quả kinh doanh của STK lao dốc do nhu cầu sợi sụt giảm mạnh. Doanh thu chỉ đạt 1.425 tỷ đồng (-32,6% YoY), lợi nhuận sau thuế chỉ đạt ~87 tỷ đồng (-64% YoY), hoàn thành lần lượt 66% và 34% kế hoạch.

Bảng 3: Kết quả kinh doanh năm 2023

Đơn vị: Tỷ đồng	Năm 2023	%YoY	%TH/KH
Tổng doanh thu	1.425	-32,6%	66%
Sợi tái chế	706	-29,1%	
Sợi nguyên sinh	719	-50,5%	
Lợi nhuận gộp	192	-48,6%	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,5%	-4,2 đpt	
Sợi tái chế	164	-50,3%	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,2%	-4,6 đpt	
Sợi nguyên sinh	28	-36,2%	
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	3,9%	-0,4 đpt	
Doanh thu tài chính	31	+5,9%	
Chi phí tài chính	54	+11,8%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	17	+90%	
Chi phí bán hàng & quản lý	80,1	-4,2%	
% Doanh thu	5,6%	+1,7 đpt	
LNST cổ đông công ty mẹ	87	-64%	34%

Nguồn: STK, FPTTS tổng hợp và ước tính

Các thay đổi chính trong kết quả kinh doanh:

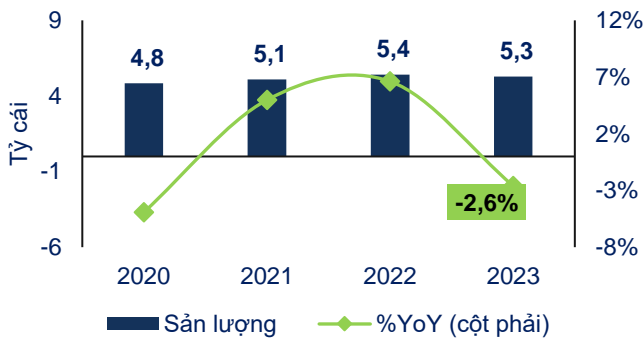
(1) Doanh thu ~1.425 tỷ đồng – giảm mạnh 32,6% YoY do cả tiêu thụ sợi và giá bán đều giảm sâu khi mua sắm quần áo ở hạ nguồn ảm đạm. Tổng sản lượng sợi bán ra của STK năm 2023 chỉ đạt ~27.790 tấn (-32,2% YoY), với sự suy giảm ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Giá bán bình quân chỉ đạt 51.200 VNĐ/kg sợi (-4,5% YoY).

Tại thị trường Việt Nam (65% doanh thu), doanh thu của STK đạt ~908 tỷ đồng (--37% YoY) tương ứng tiêu thụ sợi của STK chỉ đạt ~17.700 tấn (-33,7% YoY), chủ yếu do hoạt động sản xuất quần áo ở hạ nguồn thu hẹp khi xuất khẩu đi xuống. Năm 2023, ngành may Việt Nam chỉ sản xuất khoảng 5,3 tỷ sản phẩm (-2,6% YoY).

Tại thị trường xuất khẩu (quay lại) – chiếm ~35% doanh thu – doanh thu đạt 517 tỷ đồng doanh thu (-24% YoY), tương ứng sản lượng tiêu thụ chỉ đạt 10.090 tấn (-20,4% YoY) do nhu cầu nhập khẩu suy giảm trong bối cảnh tiêu dùng quần áo ở hạ nguồn kém khả quan. STK chủ yếu xuất khẩu sang các quốc gia Thái Lan, Nhật Bản, Hàn Quốc (chiếm ~67% doanh thu xuất khẩu). Năm 2023, kim ngạch nhập khẩu sợi Polyester của 03 quốc gia trên đã giảm lần lượt -15,1% YoY, -11,2% YoY và -6,5% YoY

Biểu đồ 15: Sản xuất quần áo trong nước suy giảm

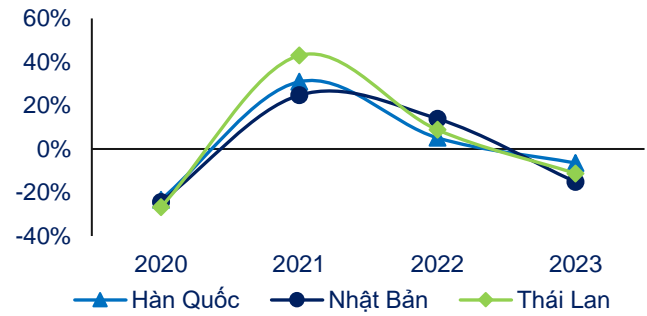
Sản lượng quần áo của Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê

Biểu đồ 16: Nhu cầu sợi tại thị trường xuất khẩu giảm

Tăng trưởng KNNK sợi Polyester của nhóm thị trường xuất khẩu chính của STK



Nguồn: FPTs tổng hợp

(2) Lợi nhuận gộp đạt ~192 tỷ đồng (-48,6% YoY) – tương ứng biên lợi nhuận gộp ở 13,5% (giảm ~4,2 đpt so với 2022) chủ yếu do khả năng sinh lời giảm khi nhu cầu lao dốc. Cụ thể:

Biên lợi nhuận gộp sợi tái chế năm 2023 chỉ đạt 23,2% (-4,6 đpt YoY) chủ yếu do giá bán giảm 5,3% YoY, trong khi giá hạt nhựa rPET tăng nhẹ (+02% YoY). Chúng tôi cho rằng STK đã phải giảm giá bán để hỗ trợ tiêu thụ sợi tái chế, nhu cầu của loại sợi này giảm sâu hơn nhu cầu chung do đắt hơn nhưng chức năng sử dụng tương tự sợi nguyên sinh (sợi tái chế đắt hơn chủ yếu do sản xuất khó hơn và hạt nhựa rPET đắt hơn)

Biên lợi nhuận gộp sợi nguyên sinh tiếp tục duy trì ở mức thấp đạt 3,9% (giảm 0,4 đpt YoY) chủ yếu do loại sợi này bị lỗ nặng trong Q1/2023 (BLNG âm 9,3%) – giai đoạn giá nguyên liệu đạt đỉnh kèm theo nhu cầu giảm sâu – và hồi phục chậm trong các quý tiếp theo. Nhìn chung cả năm, giá bán chưa cải thiện (giảm 0,3% YoY) và các chi phí sản xuất khác tăng +3,0% YoY (35% giá vốn – gồm: điện, nhân công, khấu hao) cũng làm giảm BLNG. Ngược lại, giá hạt nhựa PET (65% giá vốn) đã hạ nhiệt từ H2/2023, lũy kế cả năm giảm -5% YoY.

(3) Chi phí lãi vay ~17 tỷ đồng (+90% YoY) đến từ: (i) Ảnh hưởng của lãi suất cao trong giai đoạn Q4/2022 – Q2/2023, lãi suất ngắn hạn của cả USD và VND trong giai đoạn này tăng lần lượt +3,7 đpt và +2,5 đpt so với năm trước và (ii) Dư nợ ngắn hạn của STK tăng +42,8%YoY (đạt ~440 tỷ đồng) chủ yếu để tài trợ cho vốn lưu động, khi STK bị tồn đọng tiền ở khoản phải thu và tồn kho trong bối cảnh tiêu thụ chậm.

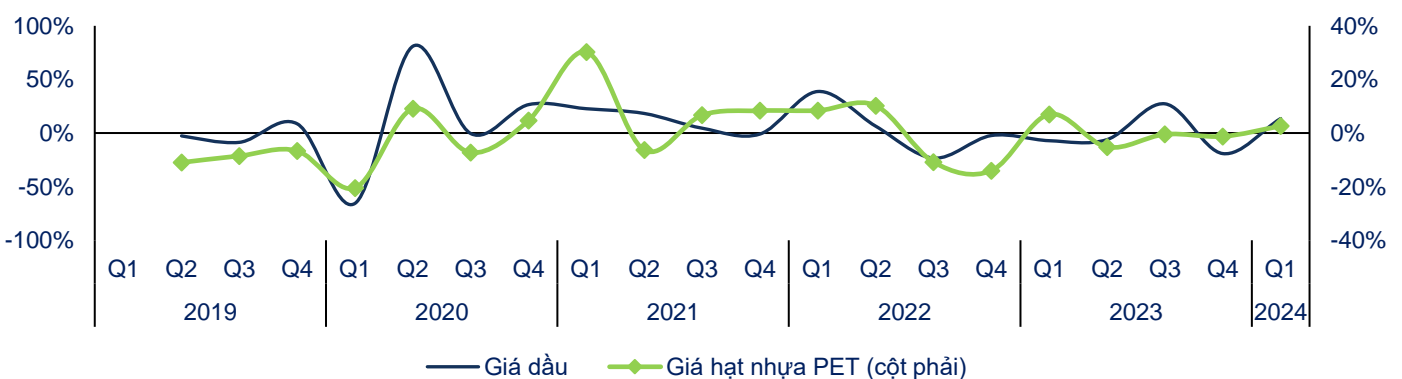
(4) Lợi nhuận sau thuế đạt 87 tỷ đồng (-64% YoY) tương ứng biên lợi nhuận sau thuế ở 6,2% (-5,3 đpt YoY) do hoạt động kinh doanh suy yếu và áp lực tài chính tăng.

II. Tương quan giá hạt nhựa và giá dầu (quay lại)

Giá hạt nhựa PET có tương quan cao với giá dầu do được làm từ các chế phẩm từ dầu mỏ. Giai đoạn Q1/2024, giá hạt nhựa có xu hướng tăng lên theo giá dầu – thúc đẩy bởi các xung đột địa chính trị gia tăng.

Biểu đồ 17: Giá hạt nhựa PET Q1/2024 tăng theo giá dầu

%QoQ giá dầu và giá hạt nhựa PET



Nguồn: Bloomberg

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu STK, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí
Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888