

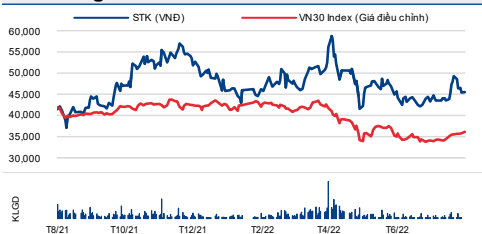
**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ52,500 (từ VNĐ59,167)  
Tiềm năng tăng/giảm: 15.4%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (15/8/2022)</b>	<b>45,500</b>
Mã Bloomberg	STK VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,141-58,735
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	45,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,770
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	161
Slg CP lưu hành (tr.đv)	82.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	82.9
Slg CP NN được mua (tr.đv)	61.6
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	25.7%
Tỷ lệ freefloat	38.3%
Cổ đông lớn	Đầu tư Hướng Việt (20.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	5.14	9.52	9.74
So với chỉ số	(0.84)	3.59	25.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	3,656	3,949	(7.4)
2023F	4,041	4,907	(17.6)
2024F	4,868	5,394	(9.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

STK là một trong những doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sợi polyester, tập trung vào phân khúc chất lượng cao.

**Hạ giá mục tiêu do nhu cầu thấp; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng**

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với STK nhưng hạ 11% giá mục tiêu xuống 52.500đ (tiềm năng tăng giá: 15%). STK hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, cao hơn 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 8,9 lần (kể từ tháng 1/2019). Theo HSC, với các triển vọng của STK, định giá hiện vẫn hấp dẫn.
- HSC hạ 10% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2022-2024 sau khi sản lượng tiêu thụ tăng trưởng chậm lại do nhu cầu thấp trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại.
- Theo dự báo mới của HSC, lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023 sẽ tăng trưởng lần lượt 9% và 11%. Năm 2024, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh 21% nhờ nhà máy Unitex đóng góp từ nửa sau năm 2023.

**Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2022**

Lợi nhuận thuần Q2/2022 của STK giảm 2% so với cùng kỳ xuống 69 tỷ đồng. Tuy nhiên, nếu loại trừ lỗ chênh lệch tỷ giá, lợi nhuận thuần cốt lõi Q2/2022 của STK tăng 13% so với cùng kỳ nhờ doanh thu thuần tăng 4 và chi phí bán hàng & quản lý giảm 25% so với cùng kỳ.

KQKD của STK thấp hơn so với dự báo của chúng tôi do doanh thu thuần tăng trưởng chậm hơn dự kiến. Theo BLĐ, rất nhiều khách hàng đã trì hoãn đặt hàng trong bối cảnh thị trường ngày càng nhiều yếu tố bất ổn, bao gồm lạm phát tăng cao và tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại. Trên thực tế, kim ngạch xuất khẩu (KNXK) ngành may mặc của Việt Nam đã cho thấy dấu hiệu chững lại kể từ tháng 6/2022 do nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt giảm. KNXK tháng 6 giảm 8% so với tháng trước và chỉ tăng 6,1% so với cùng kỳ, sau khi tăng 22,5% so với cùng kỳ trong 5 tháng đầu năm 2022.

**Tác động: Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần 2022-2024**

Do triển vọng kém đi, HSC đưa ra dự báo thận trọng hơn đối với sản lượng tiêu thụ của STK và hạ bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2022-2024. Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn 7-18% so với dự báo của thị trường, theo đó CAGR lợi nhuận thuần trong 3 năm tới đạt 13% (so với 17% trong dự báo trước đó).

HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2022 sẽ tăng 14% so với cùng kỳ từ mức nền thấp trong năm ngoài do tình trạng phong toả vì dịch bệnh. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2022 sẽ tăng trưởng 9% đạt 303 tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 và 2024 sẽ tăng trưởng lần lượt 11% và 21% nhờ dự án Unitex.

**Định giá và khuyến nghị**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với STK nhưng hạ 11% giá mục tiêu xuống 52.500đ (tiềm năng tăng giá: 15%) sau khi hạ dự báo lợi nhuận. STK hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, cao hơn 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân tính từ tháng 1/2019. Tuy nhiên, theo HSC, cổ phiếu của STK xứng đáng được nâng định giá nhờ triển vọng dài hạn khả quan từ dự án đầu tư mới và xu hướng sử dụng sản phẩm bền vững trong ngành thời trang.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	308	387	449 ▼	541 ▼	695 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	145	278	303 ▼	335 ▼	403 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,044	3,939	3,656 ▼	4,041 ▼	4,868 ▼
DPS (đồng)	1,500	1,500	833	833	833
BVPS (đồng)	15,302	17,807	19,349	22,567 ▼	26,612 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.9	8.20	7.75	8.46	5.99
P/E ĐC (lần)	22.3	11.6	12.4	11.3	9.35
Lợi suất cổ tức (%)	3.30	3.30	1.83	1.83	1.83
P/B (lần)	2.97	2.56	2.35	2.02	1.71
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(36.0)	92.7	(7.18)	10.5	20.5
ROAE (%)	13.4	23.8	21.2	19.3	19.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Chuyên viên phân tích**

**Chế Thị Mai Trang**

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp  
trang.ctmai@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

**Võ Thị Ngọc Hân, CFA**

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp  
han.vtn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 314

## Khó khăn trong ngắn hạn, nhưng triển vọng dài hạn tốt

HSC hạ 11% giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với STK. Nhu cầu giảm đang gây ra nhiều khó khăn hơn cho Công ty, nhưng triển vọng lợi nhuận vẫn ổn định với dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh mẽ trong 6 tháng cuối năm 2022 và trong 2 năm tới. STK có đội ngũ quản trị mạnh, công nghệ tiên tiến, tình hình tài chính ổn định và quản lý chi phí hiệu quả. Các dự án đầu tư mới tập trung vào sợi polyester tái chế và sợi nguyên sinh cao cấp sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận kể từ nửa sau năm 2023.

### Q2/2022: Lợi nhuận thuần giảm nhẹ so với cùng kỳ

Lợi nhuận thuần Q2/2022 của STK giảm 2% so với cùng kỳ xuống 69 tỷ đồng, trong khi doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ đạt 529 tỷ đồng, chậm hơn so với mức tăng 13% so với cùng kỳ trong Q1/2022. Nguyên nhân chủ yếu là do nhu cầu thấp trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại. Cụ thể như sau:

**Bảng 1: KQKD Q2/2022, STK**

Lợi nhuận giảm do lỗ tỷ giá, trong khi doanh thu tăng trưởng khiêm tốn

Tỷ đồng	Q2/2021	Q2/2022	% y/y	6T/2021	6T/2022	% y/y
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>510</b>	<b>529</b>	<b>4%</b>	<b>1,077</b>	<b>1,169</b>	<b>9%</b>
Lợi nhuận gộp	99	105	6%	211	217	3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.4%	19.8%		19.6%	18.6%	
Lãi/(lỗ) tài chính ròng	2	-10		0	-10	
Chi phí BH&QL	26	19	-25%	50	42	-16%
Thu nhập khác	0	0		0	0	
LNTT	75	76	1%	161	165	3%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>-2%</b>	<b>141</b>	<b>146</b>	<b>3%</b>
<b>Lợi nhuận cốt lõi</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>13%</b>	<b>141</b>	<b>157</b>	<b>12%</b>

Nguồn: STK

**Bảng 2: Cơ cấu doanh thu, STK**

Tăng trưởng doanh thu 6 tháng đầu năm 2022 được thúc đẩy nhờ doanh thu sợi nguyên sinh

	2Q21	2Q22	% q/q	6T/2021	6T/2022	% q/q
<b>Cơ cấu doanh thu</b>	<b>510</b>	<b>529</b>	<b>4%</b>	<b>1,077</b>	<b>1,169</b>	<b>9%</b>
Sợi nguyên sinh	223	271	22%	465	587	26%
Sợi tái chế	287	258	-10%	612	582	-5%
<b>Tỷ trọng</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>		<b>100%</b>	<b>100%</b>	
Sợi nguyên sinh	44%	51%		43%	50%	
Sợi tái chế	56%	49%		57%	50%	

Nguồn: STK

### Doanh thu Q2/2022 tăng không đáng kể

Doanh thu thuần tăng nhẹ 4% so với cùng kỳ, chủ yếu được thúc đẩy nhờ doanh thu sợi nguyên sinh (VPF) tăng 22%, trong khi doanh thu sợi tái chế (RPF) giảm 10% so với cùng kỳ. So với quý trước, doanh thu thuần Q2/2022 giảm 17% do hiệu ứng mùa vụ và nhu cầu giảm.

Cụ thể, doanh thu sợi VPF trong Q2/2022 tăng 22% đạt 271 tỷ đồng, trong khi doanh thu sợi RPF giảm 10% xuống 258 tỷ đồng. Theo đó, tỷ trọng doanh thu sợi RPF là 49% trong Q2/2022 so với mức 56% cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu của mảng này thấp hơn so với kế hoạch của STK và dự báo của HSC.

Theo BLĐ, nhu cầu trong Q2/2022 thấp là do khách hàng trong nước và quốc tế trì hoãn đặt hàng trong bối cảnh lượng hàng tồn kho cao và lo ngại về kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại. Doanh thu sợi VPF trong Q2/2022 tăng ổn định chủ yếu nhờ thanh lý các sản phẩm tồn kho.

Trong 6 tháng đầu năm 2022, STK ghi nhận doanh thu thuần tăng 9% so với cùng kỳ đạt 1.169 tỷ đồng, nhờ doanh thu sợi VPF tăng 26% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu sợi RPF giảm 5% so với cùng kỳ. Theo đó, tỷ trọng doanh thu sợi RPF là 50% trong 6 tháng đầu năm 2022 so với 57% cùng kỳ năm ngoái.

Do đó, doanh thu thuần của STK đạt 51% dự báo năm 2022 mới của HSC (tăng trưởng 11,8% đạt 2.282 tỷ đồng).

### Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhẹ dù giá nguyên liệu đầu vào tăng

Điểm tích cực trong KQKD Q2/2022 là tỷ suất lợi nhuận gộp của STK đã được duy trì, đạt 19,8% so với 19,4% ghi nhận trong Q2/2021, nhờ quản lý chi phí hiệu quả và khả năng duy trì mức chênh lệch giá (chênh lệch giữa giá bán và giá chip polyester (PET)) dù giá nguyên liệu đầu vào tăng. STK có khả năng quyết định giá bán nhờ khả năng cạnh tranh tốt và công nghệ tiên tiến khi STK là một trong số ít các công ty ở Việt Nam có thể sản xuất sản phẩm sợi tái chế. Cụ thể như sau:

- Mặc dù giá chip PET cho sợi nguyên sinh và sợi tái chế tăng lần lượt 17% và 4% trong Q2/2022, chênh lệch giá của mỗi loại sản phẩm vẫn được kiểm soát.
- Cần lưu ý, trong Q2/2022, chênh lệch giá sợi RPF tăng 14,8% so với cùng kỳ do STK tập trung vào sản phẩm RPF đặc biệt và chất lượng cao. Trong khi đó, chênh lệch giá sợi VPF giảm 6,8% so với cùng kỳ do Công ty đẩy mạnh bán sản phẩm giá thấp để thanh lý hàng tồn kho.

Ngoài ra, STK cũng giảm thiểu chất thải sản xuất để kiểm soát hiệu quả hơn chi phí hoạt động, nhờ đó tỷ suất lợi nhuận đã tăng nhẹ trong Q2/2022.

### Chi phí bán hàng và quản lý giảm mạnh nhờ quản lý chi phí hiệu quả hơn.

Chi phí bán hàng & quản lý trong Q2/2022 giảm 25% so với cùng kỳ xuống 19 tỷ đồng, chiếm 3,7% tổng doanh thu so với 5,0% cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu nhờ (1) quản lý chi phí hiệu quả, (2) chi phí vận chuyển giảm do tỷ trọng doanh thu xuất khẩu giảm và (3) không bao gồm các khoản chi phí bất thường trong vụ kiện chống bán phá giá vào năm ngoái.

Nhờ đó, chi phí bán hàng & quản lý trong 6 tháng đầu năm 2022 là 42,4 tỷ đồng, chiếm 3,6% tổng doanh thu so với 4,7% trong 6 tháng đầu năm 2021.

### Lỗ tài chính làm giảm lợi nhuận

STK ghi nhận lỗ tài chính thuần trong Q2/2022 là 10 tỷ đồng, so với lãi tài chính thuần đạt 2 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái. Chi phí tài chính tăng nhanh chủ yếu do khoản lỗ thuần 12,2 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá so với khoản lãi 1,3 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá trong Q2/2021.

Nếu không bao gồm các khoản lỗ/lãi tài chính thuần, lợi nhuận thuần cốt lõi của STK tăng 13% so với cùng kỳ đạt 79 tỷ đồng trong Q2/2022 nhờ lợi nhuận gộp tăng và chi phí bán hàng & quản lý giảm như đã trình bày phía trên.

Tuy nhiên, lợi nhuận cốt lõi của STK vẫn thấp hơn so với dự báo của HSC do doanh thu thuần Q2/2022 tăng chậm. Chúng tôi cũng nhận thấy các khó khăn trong tương lai do nhu cầu thấp từ các thị trường xuất khẩu hàng may mặc chủ chốt của Việt Nam, bao gồm Mỹ và châu Âu.

## Triển vọng kinh doanh

### Nhu cầu thấp ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng ngắn hạn

Nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may toàn cầu đã cho thấy các dấu hiệu suy yếu vì lạm phát tăng cao, chính sách tiền tệ thắt chặt và nguồn cung bị gián đoạn do tình trạng phong tỏa tại Trung Quốc và cuộc chiến tranh giữa Nga-Ukraina. Theo đó, trong tháng 7, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã hạ lần lượt 0,4 và 0,7 điểm phần trăm đối với dự báo tăng trưởng toàn cầu trong năm nay và năm sau xuống lần lượt 3,2% và 2,9%.

Do triển vọng kém khả quan và bất ổn hơn, HSC đưa ra dự báo thận trọng hơn đối với tăng trưởng của ngành dệt may Việt Nam. Chúng tôi cũng nhận thấy các dấu hiệu suy yếu về nhu cầu của ngành, cụ thể như sau:

- Đơn đặt hàng may mặc giảm. Theo Hiệp hội Dệt May Việt Nam (Vitas), nhiều thương hiệu thời trang trước đây thường đặt hàng trước 6 tháng. Tuy nhiên, hiện nay các thương hiệu thường chỉ đặt trước 3 tháng do lượng hàng tồn kho cao và nhu cầu yếu. Ngoài ra, rủi ro khách hàng có thể hủy đơn hàng cũng gia tăng khi nhu cầu yếu.

KNXK hàng dệt may của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2022 tăng mạnh 19,2% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ các đơn hàng đã đặt trước trong giai đoạn từ Q4/2021-Q1/2022. Với số lượng đơn hàng hiện nay, Vitas đưa ra quan điểm thận trọng đối với triển vọng ngành trong 6 tháng cuối năm 2022. Ngoài ra, KNXK trong tháng 6/2022 của ngành dệt may cũng tăng chậm lại chỉ 6,1% so với cùng kỳ, so với mức tăng 22,5% so với cùng kỳ trong 5 tháng 2022 (Bảng 3).

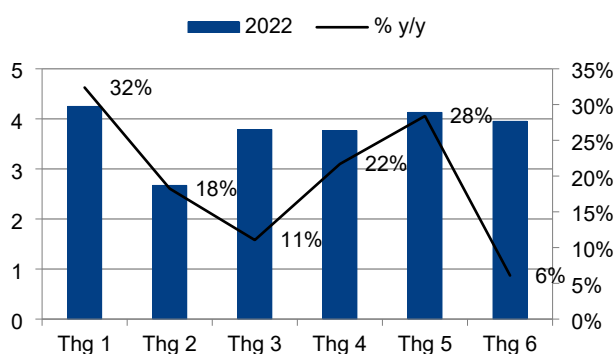
KNXK tháng 7/2022 của ngành dệt may vẫn chưa được công bố. Tuy nhiên, theo số liệu của Hải quan Việt Nam, tổng KNXK tháng 7 của Việt Nam đã tăng trưởng chậm lại 9,3% so với cùng kỳ, sau khi tăng 17,1% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2022. Trong khi đó, tổng KNNK của Việt Nam cũng tăng chậm lại 3,8% so với cùng kỳ, sau khi tăng 16,5% trong nửa đầu năm 2022, một phần do nhu cầu nhập nguyên liệu giảm do số lượng đơn hàng xuất khẩu giảm (Bảng 4).

- Các thị trường xuất khẩu hàng dệt may chủ chốt của Việt Nam là Mỹ và châu Âu, đóng góp lần lượt 50% và 11,5% vào tổng KNXK. Theo Bloomberg, doanh thu bán lẻ hàng may mặc và phụ kiện tại Mỹ đã đi ngang so với cùng kỳ trong tháng 6, sau khi tăng 12,4% so với cùng kỳ trong 5 tháng đầu năm 2022 (Bảng 5). Nhu cầu tiêu dùng yếu trong bối cảnh thị trường ngày càng bất ổn.

Mặc dù triển vọng ngắn hạn kém khả quan, HSC duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của STK nhờ khả năng cạnh tranh tốt, chiến lược dài hạn tập trung vào sản phẩm xanh và các dự án đầu tư mới có tiềm năng phát triển mạnh mẽ.

**Bảng 3: KNXK ngành dệt may của Việt Nam (tỷ USD)**

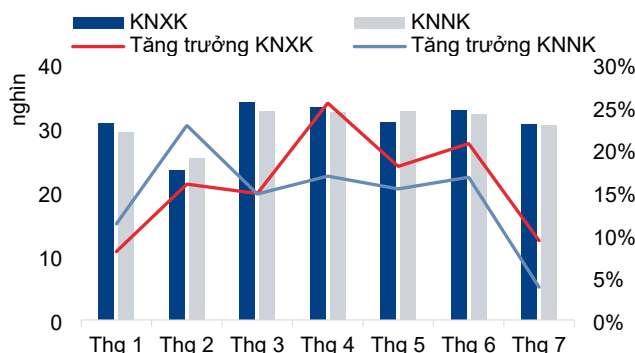
Tăng trưởng KNXK toàn ngành giảm trong T6/2022



Nguồn: Vitas

**Bảng 4: Giá trị giao dịch 6T/2022 của Việt Nam (nghìn tỷ USD)**

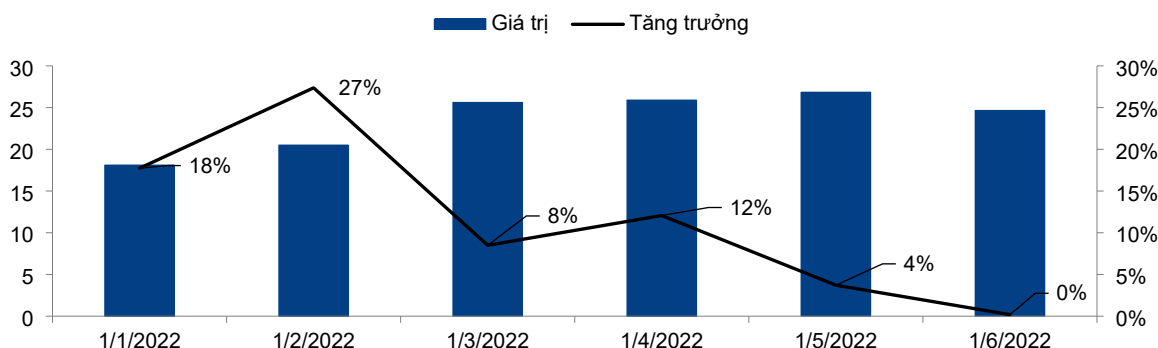
KNXK và KNNK đều giảm



Nguồn: Vietnam Customs

**Bảng 5: Doanh số bán lẻ hàng may mặc và phụ kiện tại Mỹ (tỷ USD)**

Nhu cầu hàng may mặc tăng chậm lại tại Mỹ



Nguồn: Bloomberg

**Triển vọng dài hạn vẫn ổn định nhờ công suất mới**

Lưu ý, STK là một trong số ít các công ty ở Việt Nam có thể sản xuất sợi polyester filament chất lượng cao và tập trung vào sản phẩm tái chế. Xu hướng sử dụng sản

phẩm bền vững sẽ ngày càng phổ biến trong tương lai nhờ ý thức bảo vệ môi trường của người tiêu dùng ngày càng tăng cao.

Dự án Unitex giai đoạn 1 sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ nửa sau năm 2023 và sẽ giúp STK tăng 56% công suất lên 99.300 tấn. Với cơ sở hạ tầng hiện nay, STK có thể sẽ đạt công suất tối đa trong năm sau. Do đó, nhà máy mới sẽ giúp STK duy trì tăng trưởng dài hạn ổn định.

### Kế hoạch phát hành cổ phiếu để tài trợ cho dự án mới

Tổng vốn đầu tư cho dự án Unitex giai đoạn 1 dự kiến là 1.732 tỷ đồng. Để tài trợ cho dự án, STK mới đây đã phát hành 13,6 quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1 (sở hữu 5 cổ phiếu sẽ được hưởng 1 quyền). Giá khởi điểm là 10.000đ/cp. Kết quả phát hành sẽ được công bố vào tháng 9/2022, nhưng theo Công ty, có khả năng toàn bộ quyền sẽ được thực hiện. Theo đó, STK sẽ huy động được 136 tỷ đồng để tài trợ cho dự án.

Ngoài ra, STK cũng có các kế hoạch phát hành cổ phiếu khác, cụ thể như sau:

- Phát hành riêng lẻ 13,5 triệu cổ phiếu với giá 48.500-60.000đ, cao hơn 7-33% so với giá giao dịch hiện tại với thời gian hạn chế giao dịch là 1 năm. Tổng vốn huy động từ đợt phát hành sẽ dao động trong khoảng từ 654,7-810 tỷ đồng, tương đương 38-47% tổng vốn đầu tư cho giai đoạn 1 của dự án Unitex.
- STK cũng dự định bán 1,5 triệu cổ phiếu quỹ (trong tổng số 2,541 triệu cổ phiếu quỹ hiện có) mà không hạn chế giao dịch. Giá phát hành chưa được công bố.
- STK dự kiến phân phối 1,041 triệu cổ phiếu quỹ còn lại cho người lao động theo chương trình ESOP với giá 20.000đ/cp (hạn chế giao dịch trong 2 năm). Tổng vốn nhận được sẽ là 20 tỷ đồng.

Lưu ý, mô hình của chúng tôi đã bao gồm kế hoạch phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và ESOP nhưng không bao gồm kế hoạch phát hành riêng lẻ và bán cổ phiếu quỹ do không chắc chắn về giá và thời gian phát hành.

### Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2024

Trong bối cảnh trên, HSC hạ bình quân 10% dự báo trong giai đoạn 2022-2024 sau khi hạ dự báo sản lượng tiêu thụ do nhu cầu thấp. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần năm 2022, 2023 và 2024 sẽ tăng trưởng lần lượt 9%, 11% và 20%. Lợi nhuận được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2024 chủ yếu nhờ dự án Unitex. Chúng tôi tóm tắt điều chỉnh dự báo trong bảng 6-7.

#### Bảng 6: Điều chỉnh dự báo, STK

Chúng tôi hạ bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2022-2024 do sản lượng tiêu thụ giảm

	Dự báo cũ	Tăng trưởng	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
<b>2022</b>					
Doanh thu thuần	2,604	27.5%	2,283	-12.3%	11.8%
Lợi nhuận thuần	332	19.3%	303	-8.8%	8.8%
<b>2023</b>					
Doanh thu thuần	3,328	27.8%	2,765	-16.9%	21.2%
Lợi nhuận thuần	383	15.4%	335	-12.6%	10.6%
<b>2024</b>					
Doanh thu thuần	4,093	23.0%	3,546	-13.4%	28.2%
Lợi nhuận thuần	444	15.8%	403	-9.1%	20.3%

Nguồn: HSC

**Bảng 7: Dự báo doanh thu, STK**

Chúng tôi dự báo doanh thu sợi tái chế sẽ đóng góp khoảng 50-53% vào tổng doanh thu giai đoạn 2022-24

	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,042</b>	<b>2,282</b>	<b>2,765</b>	<b>3,546</b>
% y/y	15.7%	11.8%	21.2%	28.2%
- <b>Sợi nguyên sinh</b>	<b>1,019</b>	<b>1,130</b>	<b>1,370</b>	<b>1,674</b>
% y/y	3.5%	10.9%	21.2%	22.2%
- <b>Sợi tái chế</b>	<b>1,023</b>	<b>1,152</b>	<b>1,395</b>	<b>1,872</b>
% y/y	31.0%	12.6%	21.1%	34.2%
<b>Cơ cấu tổng doanh thu</b>				
Sợi nguyên sinh	49.9%	49.5%	49.5%	47.2%
Sợi tái chế	50.1%	50.5%	50.5%	52.8%

Nguồn: HSC

**Dự báo mới cho năm 2022**

HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần trong năm 2022 của STK lần lượt đạt 303 tỷ đồng (tăng trưởng 8,8%) và 2.283 tỷ đồng (tăng trưởng 11,8%). Các giả định chính của chúng tôi bao gồm:

- Trong năm 2022, doanh thu sợi RPF tăng trưởng 13% đạt 1.152 tỷ đồng trong khi doanh thu sợi VPF tăng trưởng 11% đạt 1.130 tỷ đồng. HSC dự báo doanh thu trong 6 tháng cuối năm sẽ đạt 1.112 tỷ đồng (tăng 15,3% so với cùng kỳ), do mức nền thấp nửa cuối năm ngoái, khi các tỉnh thành phía Nam áp dụng các biện pháp phong tỏa từ tháng 7 đến tháng 10 năm ngoái.
- HSC dự báo giá sợi PET tái chế sẽ tăng 2% so với cùng kỳ lên 32.000đ/kg trong khi giá sợi PET nguyên sinh tăng 16% so với cùng kỳ lên 26.118đ/kg.
- Tuy nhiên, HSC kỳ vọng STK sẽ duy trì được mức chênh lệch giá và tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ gần như đi ngang ở mức 18,7%.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu được dự báo sẽ giảm từ 4,83% trong năm 2021 xuống 4,0% nhờ quản lý chi phí hiệu quả hơn.
- Chúng tôi dự báo lỗ tài chính thuần là 7,4 tỷ đồng, so với lãi tài chính thuần năm 2021 đạt 9,4 tỷ đồng do khoản lỗ chênh lệch tỷ giá tăng.
- Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2022 tăng trưởng 8,8% đạt 303 tỷ đồng, trong khi dự báo EPS đạt 3.656 tỷ đồng.

**Dự báo mới cho năm 2023**

HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần trong năm 2023 lần lượt đạt 335 tỷ đồng (tăng trưởng 10,6%) và 2.765 tỷ đồng (tăng trưởng 21,2%). Các giả định chính của chúng tôi bao gồm:

- HSC giả định nhà máy Unitex sẽ đi vào hoạt động kể từ đầu Q3/2023. Tổng công suất của STK sẽ tăng từ 63.000 tấn/năm hiện nay lên 99.300 tấn/năm. Với nhà máy mới, chúng tôi dự báo doanh thu sợi VPF và sợi RPF tăng trưởng 21%.
- Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm từ 18,7% trong năm 2022 xuống 17,7% trong năm 2023. Theo HSC, trong năm đầu tiên nhà máy mới đi vào hoạt động, hiệu suất hoạt động chưa cao do đó chi phí sản xuất/sản phẩm sẽ tăng và biên lợi nhuận giảm xuống.
- HSC dự báo chi phí lãi vay sẽ tăng từ 10 tỷ đồng trong năm 2022 lên 27 tỷ đồng do dư nợ tăng để đầu tư nhà máy mới. Chúng tôi dự báo nợ dài hạn sẽ tăng lên 1.039 tỷ đồng vào cuối năm 2023, từ mức không có nợ dài hạn vào cuối năm 2022, nhằm tài trợ cho dự án Unitex. Lưu ý, mô hình dự báo của chúng tôi chưa bao gồm phương án phát hành riêng lẻ cổ phiếu và bán cổ phiếu quỹ.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 11% đạt 335 tỷ đồng nhờ sự đóng góp của nhà máy mới.

### Dự báo mới cho năm 2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 20,3% đạt 403 tỷ đồng trong khi doanh thu thuần tăng trưởng 28,2% đạt 3.546 tỷ đồng. Sợi tái chế vẫn sẽ là động lực chính thúc đẩy doanh thu, với tỷ trọng là 52,3% so với tỷ trọng 47,7% của sợi nguyên sinh. Chúng tôi dự báo doanh thu sợi RPF và VPF sẽ tăng trưởng lần lượt 34% và 22% trong năm 2024. Nhờ hiệu suất hoạt động của nhà máy Unitex tăng và cơ cấu sản phẩm được cải thiện, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của STK sẽ tăng trưởng 20% trong năm 2024, theo đó EPS đạt 4.868đ.

### Bảng CĐKT và dòng tiền

STK không có dư nợ dài hạn tính đến cuối năm 2021. Tuy nhiên, để tài trợ cho dự án Unitex, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH sẽ tăng dần lên 43% vào cuối năm 2023 từ mức -4% vào cuối năm 2021. Tuy nhiên, nếu STK tăng vốn thành công nhờ phát hành riêng lẻ cổ phiếu, tỷ lệ nợ sẽ thấp hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi.

### Chính sách cổ tức

HSC dự báo STK sẽ tiếp tục giữ lại nhiều lợi nhuận cho dự án đầu tư mới và mức cổ tức bằng tiền mặt sẽ giảm xuống 833đ/cp trong giai đoạn 2022-2024, từ mức 1.500đ/cp trong năm 2021, tương đương tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức bình quân là 26% trong 3 năm tới. Chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức sẽ đạt 1,8% tại thị giá hiện tại.

### Định giá và khuyến nghị

HSC hạ 11% giá mục tiêu theo phương pháp DCF từ 59.167đ xuống 52.500đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 15% so với tỷ giá hiện tại, do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro là 3,5%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,0%, hệ số beta là 1,1, và WACC là 11,3%. Trước đó, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro là 3,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,0%, hệ số beta là 1,07 và WACC là 10,8%.

**Bảng 8: Định giá FCFF, STK**

Triệu đồng	2022	2023	2024	2025	2026	2027
LNST	302,964	334,878	403,385	524,649	620,655	707,047
Chi phí lãi vay * (1-thuế suất)	9,545	23,994	52,357	41,512	35,140	27,904
Cộng: Khấu hao	113,276	161,621	210,092	211,581	213,814	215,668
Trừ: Vốn đầu tư cơ bản	(261,433)	(1,478,887)	(6,283)	(48,838)	(34,036)	(34,692)
Trừ: Tăng vốn lưu động	214,576	(46,808)	(119,832)	(153,154)	(144,533)	(291,792)
<b>FCFF</b>	<b>378,928</b>	<b>(1,005,203)</b>	<b>539,719</b>	<b>575,748</b>	<b>691,039</b>	<b>624,135</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 9: Định giá, STK**

Giá mục tiêu mới là 52.500đ (tiềm năng tăng giá: 15%)

Giả định WACC	Giá trị	Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	3.5%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.0%	<b>Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn</b>	<b>Triệu đồng</b>	<b>3,622,124</b>
Beta	1.1	Giá trị hiện tại giai đoạn 2021-2027	Triệu đồng	984,211
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>12.3%</b>	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>Triệu đồng</b>	<b>4,606,335</b>
Tỷ trọng vốn CSH	83.9%	Cộng: tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Triệu đồng	602,843
Tỷ trọng nợ	16.1%	Trừ: Nợ ngắn hạn + dài hạn	Triệu đồng	(859,283)
<b>WACC</b>	<b>11.7%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTS	Triệu đồng	-
		<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>Triệu đồng</b>	<b>4,349,896</b>
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu đồng	82,863,352
		<b>Giá trị vốn CSH/cp</b>	<b>ĐỒNG/CP</b>	<b>52,495</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Phân tích độ nhạy với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro, STK**

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0% và lãi suất phi rủi ro là 3,5%

		Lãi suất phi rủi ro				
		2.0%	2.5%	3.5%	3.5%	4.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	56,210	53,388	48,373	48,373	46,135
	1.5%	58,809	55,750	50,342	50,342	47,941
	2.0%	61,683	58,351	<b>52,495</b>	52,495	49,909
	2.5%	64,879	61,229	54,858	54,858	52,062
	3.0%	68,454	64,433	57,465	57,465	54,427

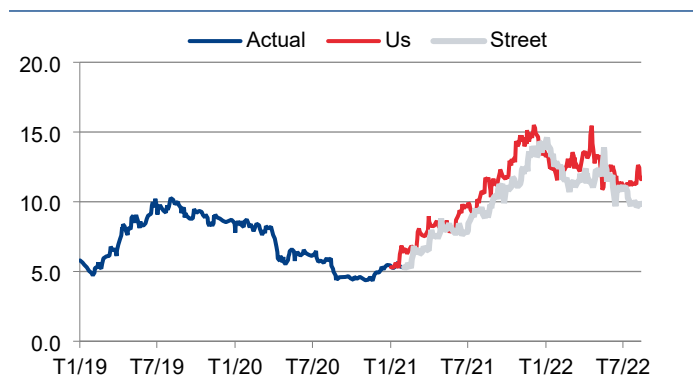
Nguồn: HSC

STK hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, cao hơn 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 8,9 lần (kể từ tháng 1/2019). Tuy nhiên, với triển vọng dài hạn tích cực từ việc mở rộng công suất mới, HSC giữ nguyên đánh giá tích cực đối với STK.

STK có đội ngũ quản trị giàu kinh nghiệm, công nghệ tiên tiến để sản xuất các sản phẩm chất lượng cao và bền vững, sức khỏe tài chính ổn định và quản lý chi phí hiệu quả. Theo dự báo mới của chúng tôi, CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2024 đạt 13% nhờ dự án đầu tư mới được đưa vào hoạt động kể từ năm sau.

**Bảng 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, STK**

STK hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần...



Nguồn: HSC

**Bảng 12: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, STK**

... cao hơn 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ



Nguồn: HSC



**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

<b>Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)</b>	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	1,766	2,042	2,283	2,765	3,546
Lợi nhuận gộp	255	374	426	489	625
Chi phí BH&QL	(80.9)	(98.7)	(91.3)	(111)	(142)
Thu nhập khác	1.12	0.72	0.81	0.98	1.25
Chi phí khác	(0.67)	(0.16)	(0.18)	(0.22)	(0.28)
<b>EBIT</b>	<b>175</b>	<b>276</b>	<b>335</b>	<b>379</b>	<b>485</b>
Lãi vay thuần	(10.2)	9.35	(7.47)	(8.16)	(37.8)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>165</b>	<b>286</b>	<b>328</b>	<b>371</b>	<b>447</b>
Chi phí thuế TNDN	(20.1)	(7.26)	(24.8)	(36.0)	(43.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>145</b>	<b>278</b>	<b>303</b>	<b>335</b>	<b>403</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>145</b>	<b>278</b>	<b>303</b>	<b>335</b>	<b>403</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>308</b>	<b>387</b>	<b>449</b>	<b>541</b>	<b>695</b>
EPS (đồng)	2,044	3,939	3,656	4,041	4,868
EPS ĐC (đồng)	2,044	3,939	3,656	4,041	4,868
DPS (đồng)	1,500	1,500	833	833	833
Slg CP bình quân (triệu đv)	70.7	70.7	82.9	82.9	82.9
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	70.7	70.7	82.9	82.9	82.9
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	70.7	70.7	82.9	82.9	82.9

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	95.1	366	612	593	694
Đầu tư ngắn hạn	26.0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	97.7	87.0	97.3	118	151
Hàng tồn kho	401	472	480	582	746
Các tài sản ngắn hạn khác	14.3	61.5	68.7	83.3	107
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>634</b>	<b>986</b>	<b>1,259</b>	<b>1,377</b>	<b>1,698</b>
TSCĐ hữu hình	914	807	695	2,272	2,116
TSCĐ vô hình	0.21	0.10	0	0	0
Bất động sản đầu tư	-	0	260	0	0
Đầu tư dài hạn	17.9	30.3	6.10	6.10	6.10
Đầu tư vào Cty LD,LK	1.19	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	137	148	140	143	147
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,070</b>	<b>985</b>	<b>1,101</b>	<b>2,421</b>	<b>2,270</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>1,703</b>	<b>1,971</b>	<b>2,359</b>	<b>3,798</b>	<b>3,968</b>
Nợ ngắn hạn	223	321	320	360	461
Phả trả người bán	262	291	326	395	506
Nợ ngắn hạn khác	36.7	45.7	51.1	61.9	79.4
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>569</b>	<b>712</b>	<b>756</b>	<b>888</b>	<b>1,139</b>
Nợ dài hạn	51.7	0	0	1,040	624
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	(0.00)	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>51.7</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0</b>	<b>1,040</b>	<b>624</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>621</b>	<b>712</b>	<b>756</b>	<b>1,928</b>	<b>1,763</b>
Vốn chủ sở hữu	1,082	1,259	1,603	1,870	2,205
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,082</b>	<b>1,259</b>	<b>1,603</b>	<b>1,870</b>	<b>2,205</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>1,703</b>	<b>1,971</b>	<b>2,359</b>	<b>3,798</b>	<b>3,968</b>
BVPS (đ)	15,302	17,807	19,349	22,567	26,612
Nợ thuần*/(tiền mặt)	179	(44.9)	(293)	806	391

<b>Báo cáo LCTT (tỷ đồng)</b>	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	175	276	335	379	485
Khấu hao	(134)	(111)	(113)	(162)	(210)
Lãi vay thuần	(10.2)	9.35	(7.47)	(8.16)	(37.8)
Thuế TNDN đã nộp	(17.6)	(16.4)	(24.8)	(36.0)	(43.4)
Thay đổi vốn lưu động	145	(84.0)	3.64	(79.5)	(142)
Khác	(878)	3.16	(9.75)	(12.8)	(45.2)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>446</b>	<b>290</b>	<b>626</b>	<b>442</b>	<b>482</b>
Đầu tư TS dài hạn	0	(3.40)	(261)	(1,479)	(6.28)
Góp vốn & đầu tư	(13.1)	6.33	6.64	6.98	7.32
Thanh lý	0.21	1.52	0	0	0
Khác	54.0	26.0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>41.1</b>	<b>30.4</b>	<b>(255)</b>	<b>(1,472)</b>	<b>1.04</b>
Cổ tức trả cho CSH	(102)	(102)	(123)	(68.2)	(68.2)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(398)	52.2	(1.77)	1,079	(314)
Khác	(42.4)	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(543)</b>	<b>(50.0)</b>	<b>(125)</b>	<b>1,011</b>	<b>(383)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	150	95.1	366	612	593
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(55.2)</b>	<b>271</b>	<b>246</b>	<b>(19.0)</b>	<b>101</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.26	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>95.1</b>	<b>366</b>	<b>612</b>	<b>593</b>	<b>694</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>446</b>	<b>287</b>	<b>364</b>	<b>(1,037)</b>	<b>476</b>

<b>Các chỉ số tài chính</b>	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.5	18.3	18.7	17.7	17.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	17.5	18.9	19.7	19.6	19.6
Tỷ suất LNT (%)	8.19	13.6	13.3	12.1	11.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.2	2.54	7.58	9.71	9.71
Tăng trưởng doanh thu (%)	(20.8)	15.7	11.8	21.2	28.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(25.0)	25.5	15.9	20.5	28.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(32.6)	92.7	8.79	10.5	20.5
Tăng trưởng EPS (%)	(36.0)	92.7	(7.18)	10.5	20.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(36.0)	92.7	(7.18)	10.5	20.5
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	(44.5)	0.04	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	73.4	38.1	22.8	20.6	17.1
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	13.4	23.8	21.2	19.3	19.8
ROACE (%)	14.7	23.1	23.4	16.8	16.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.94	1.11	1.05	0.90	0.91
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.55	1.05	1.87	1.17	1.00
Số ngày tồn kho	96.8	103	94.5	93.3	93.3
Số ngày phải thu	23.6	19.0	19.1	18.9	18.9
Số ngày phải trả	63.2	63.8	64.0	63.3	63.2
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.6	(0.26)	(15.4)	46.1	21.0
Nợ/tài sản (%)	18.7	18.4	15.5	38.3	29.2
EBIT/lãi vay (lần)	17.2	N/a	44.9	46.4	12.8
Nợ/EBITDA (lần)	1.03	0.94	0.82	2.69	1.67
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.11	1.39	1.67	1.55	1.49
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.91	1.55	1.52	1.65	1.17
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.9	8.20	7.75	8.46	5.99
P/E (lần)	22.3	11.6	12.4	11.3	9.35
P/E ĐC (lần)	22.3	11.6	12.4	11.3	9.35
P/B (lần)	2.97	2.56	2.35	2.02	1.71
Lợi suất cổ tức (%)	3.30	3.30	1.83	1.83	1.83

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)