



CTCP SỢI THẾ KỶ (STK – HSX)

Tận dụng sự phục hồi của ngành dệt may

- 2016 – Một năm tồi tệ với STK đã qua
- Nhu cầu dệt may kỳ vọng hồi phục trong năm 2017, kéo theo nhu cầu về các loại sợi
- Mở rộng mạng lưới khách hàng, phát triển sản phẩm mới là những hành động hứa hẹn giúp phục hồi hoạt động kinh doanh của STK.

Quan điểm và Định giá

Là một doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất sợi tại Việt Nam, STK hưởng lợi rất lớn từ sự phục hồi nhu cầu hàng may mặc. KQKD quý 1 của STK đã ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu và LNST lần lượt là 70,6% và 764,1% so với cùng kỳ. Những con số này ấn tượng cũng một phần vì chúng được so sánh với năm 2016, một năm tồi tệ với STK với nhiều biến cố bất ngờ cùng xảy ra. Kết quả là, LNST của STK đã giảm mạnh gần 60% còn hơn 28,5 tỷ đồng- thấp nhất từ năm 2009 đến nay.

Bước sang năm 2017, tín hiệu phục hồi từ nhu cầu hàng may mặc, cùng với những diễn biến tích cực tại các thị trường tiềm năng như Nhật Bản và Hàn Quốc kỳ vọng sẽ mang lại làn gió mới cho STK. Đối với triển vọng xa hơn, việc phát triển các loại sợi phù hợp với xu hướng “tiêu dùng xanh” như sợi tái chế hay sợi màu sẽ là điểm nhấn quan trọng của Công ty.

Một điều đáng lưu tâm là STK đang sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao với tổng nợ vay năm 2016 bằng 1,5 lần vốn chủ sở hữu. Với phần lớn là vốn vay dài hạn tài trợ cho các dự án sản xuất, chi phí khấu hao và lãi vay của STK luôn chiếm một phần lớn trong cơ cấu EBITDA. Thực tế là, các chi phí này đã lấy mất hơn 76% EBITDA trong năm 2016 của STK. Tuy nhiên, do STK hiện chưa có kế hoạch đầu tư mới, cùng với triển vọng lợi nhuận đang ở mức khả quan, vấn đề về cơ cấu tài chính dự kiến sẽ dịu bớt trong thời gian tới.

Tựu chung lại, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu STK là **24.200 đồng**. Nhà đầu tư có thể xem xét **MUA** cổ phiếu này với **mục tiêu nắm giữ 2 năm**. Trong ngắn hạn, thanh khoản thấp cùng những biến động bất thường của tỷ giá và giá nguyên liệu đầu vào sẽ là các rủi ro mà nhà đầu tư cần quan tâm.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	1.035	1.358	1.882	2.030
% tăng trưởng	-29%	31%	38,6%	7,9%
Lợi nhuận sau thuế	71	29	106	142
% tăng trưởng	-33%	-59,9%	272,3%	33,4%
Tỷ suất LNST (%)	6,9%	2,1%	5,7%	7,0%
ROA (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EPS (VND)	1.533	534	1.990	2.654
EPS đ/chính (VND)	1.333	534	1.990	2.654
Giá trị sổ sách (VND)	14.822	12.989	13.979	15.133
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.363	432	1.000	1.500
P/E (x)	17,8	37,2	8,8	6,6
P/BV (x)	1,8	1,5	1,3	1,2

Nguồn: STK, RongViet Research, sử dụng giá đóng cửa ngày 08/06/2017

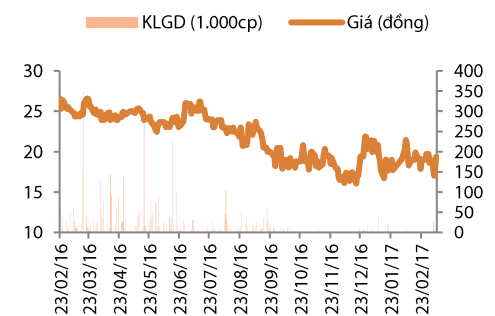
MUA

Giá thị trường (VND)	17.650
Giá mục tiêu (VND)	24.200

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.064
SLCPLH	53.516.024
Beta	-0,02
Free Float (%)	68,8
Giá cao nhất 52 tuần	26.600
Giá thấp nhất 52 tuần	16.050
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn cp)	2,3



Source: Bloomberg

Tỷ suất sinh lời (%)

	3M	1Y	3Y
STK	0%	-31%	N/A
May mặc	1%	-24%	19%
VN30 Index	11%	17%	21%
VN Index	5%	19%	34%

Cổ đông lớn (%)

CTCP Tư vấn Đầu tư Hướng Việt	20,16%
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	37,1%

Võ Văn Quang

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1517

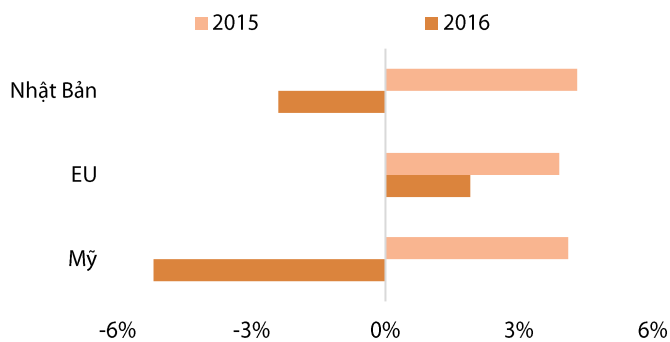
quang.vv@vdsc.com

2016 – Một năm tồi tệ với STK đã qua

STK gây thất vọng cho nhà đầu tư khi LNST giảm đến 60% mặc dù doanh thu tăng trưởng tốt (+31%), (riêng trong quý 4, STK ghi nhận lỗ ~14 tỷ đồng). Nhà máy Trảng Bàng 3 – nhân tố được RongViet Research kỳ vọng sẽ tạo nên bút phá cho STK ([báo cáo công ty STK năm 2015](#)) – vô tình lại trở thành gánh nặng chi phí khấu hao và lãi vay khi nhà máy này đi vào hoạt động đúng thời điểm tăng trưởng nhu cầu hàng dệt may bắt đầu chậm lại. Bên cạnh đó, việc quá phụ thuộc vào thị trường Thổ Nhĩ Kỳ đã khiến STK “ngậm trái đắng” khi nước này áp dụng biện pháp tự vệ đối với sản phẩm sợi polyester. Bất lợi từ thị trường và cả điểm yếu nội tại của STK đã cùng nhau tạo nên một “bức tranh màu tối” trong năm 2016.

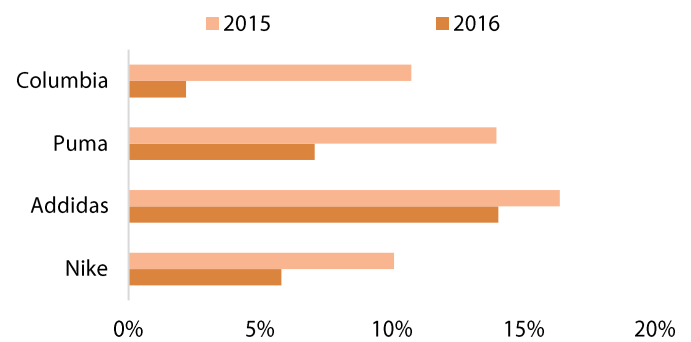
Nhu cầu hàng may mặc tăng trưởng chậm tại các thị trường lớn và thị trường Thổ Nhĩ Kỳ bị co hẹp gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến nhu cầu tiêu thụ sợi. Trước diễn biến bất lợi trên thị trường trong năm 2016 khi nhập khẩu hàng may mặc tăng chậm lại ở EU và thậm chí giảm ở Nhật Bản và Mỹ, doanh thu của các nhãn hàng lớn như Columbia, Puma, Addidas hay Nike bị ảnh hưởng rõ rệt. Sản phẩm của STK thuộc loại xơ dài, được sử dụng như nguyên liệu sản xuất của các mặt hàng may mặc cũng như các phụ liệu giấy dếp nên cũng bị tác động đáng kể.

Hình 1: Tình hình nhập khẩu hàng may mặc tại Mỹ, EU, và Nhật Bản



Nguồn: Eurostat, OTEXA, MOF-Japan

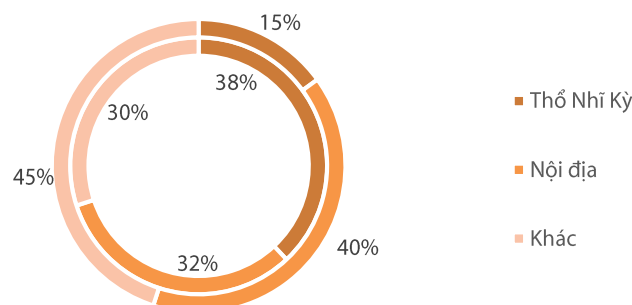
Hình 2: Tốc độ tăng trưởng doanh thu các nhãn hàng lớn năm 2016 và 2015



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Khó khăn chống chất khó khăn khi sản phẩm sợi của STK bị áp thuế 34,81% tại thị trường Thổ Nhĩ Kỳ. Nhiều khách hàng của STK đã thu hẹp giá trị đơn hàng từ rất sớm mặc dù quyết định áp thuế phải tới cuối năm 2016 mới có hiệu lực. Điều này gây ảnh hưởng đáng kể đến chỉ số biên gộp của STK do các khách hàng này thường yêu cầu sản phẩm sợi chất lượng cao với giá tốt hơn (biên gộp có thể lên đến 18%) so với các thị trường khác. Trong năm 2016, biên gộp của STK đã giảm mạnh còn 9,5% từ 18,1% trong năm 2015.

Hình 3: Thị phần Thổ Nhĩ Kỳ năm 2015 và 2016

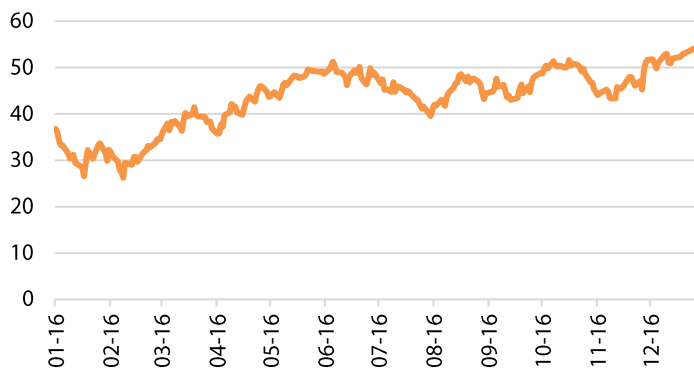


Nguồn: STK

(*) Vòng trong: 2015; Vòng ngoài: 2016

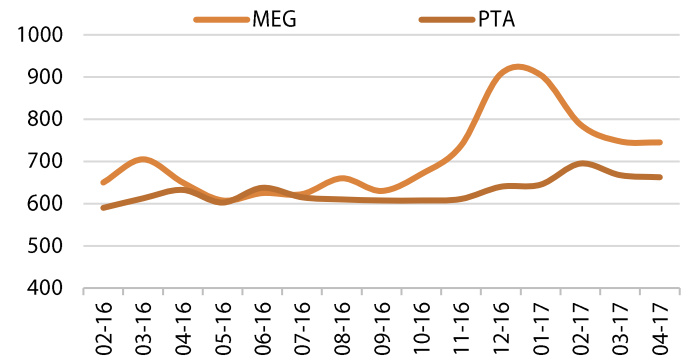
Giá nguyên vật liệu tăng mạnh từ cuối quý 3 năm 2016. Nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất sợi của STK là hạt nhựa hay còn gọi là hạt chip sản xuất chủ yếu từ PTA và MEG (các chế phẩm từ dầu mỏ). Trong năm 2016 với đà hồi phục của giá dầu, cả giá PTA và MEG đều tăng mạnh khiến lợi thế nguyên liệu giá rẻ như năm 2015 không còn và trở thành gánh nặng trong năm 2016. So với PTA, giá MEG biến động mạnh hơn do kỳ vọng của thị trường về sự phục hồi của nền kinh tế Trung Quốc, nguồn cung MEG bị thu hẹp và thông tin Sở giao dịch Đại Liên (Trung Quốc) sẽ sử dụng Hợp đồng tương lai MEG.

Hình 4: Giá dầu thô thế giới



Nguồn: Bloomberg

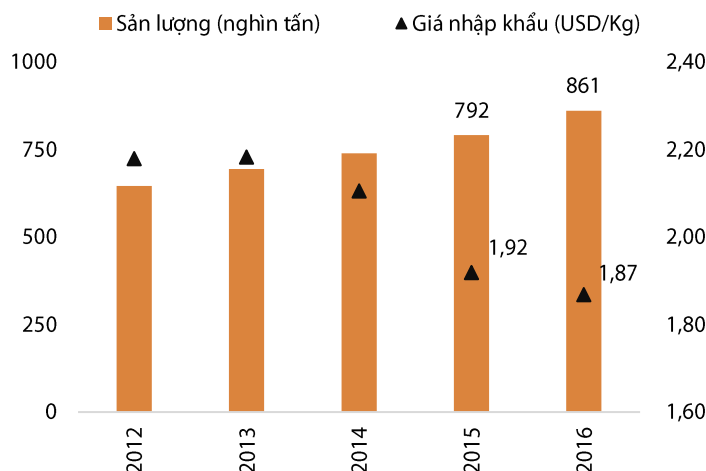
Hình 5: Giá PTA và MEG



Nguồn: VCOSA

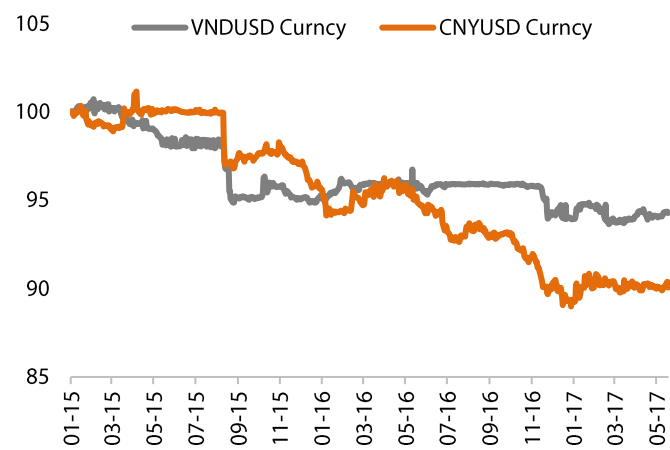
Giá bán gặp áp lực giảm bởi nguồn cung giá rẻ. Trong khi nhu cầu đang ở mức yếu, nguồn cung từ xơ sợi nhập khẩu tiếp tục tăng lên trong năm 2016 (+9%), trong khi giá nhập khẩu giảm (-2,6%) khiến giá bán trong nước khó điều chỉnh tăng theo giá nguyên liệu. Với hơn 40% lượng sợi được nhập từ Trung Quốc, việc nước này phá giá đồng CNY càng đã giúp các doanh nghiệp sợi Trung Quốc giảm giá bán đến hơn 4% trong năm 2016. Các doanh nghiệp nội địa vì thế phải chấp nhận lợi nhuận thấp, thậm chí lỗ để bán được hàng. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến STK lỗ ròng 14 tỷ đồng trong quý 4/2016.

Hình 6: Sản lượng và giá bán xơ sợi nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan

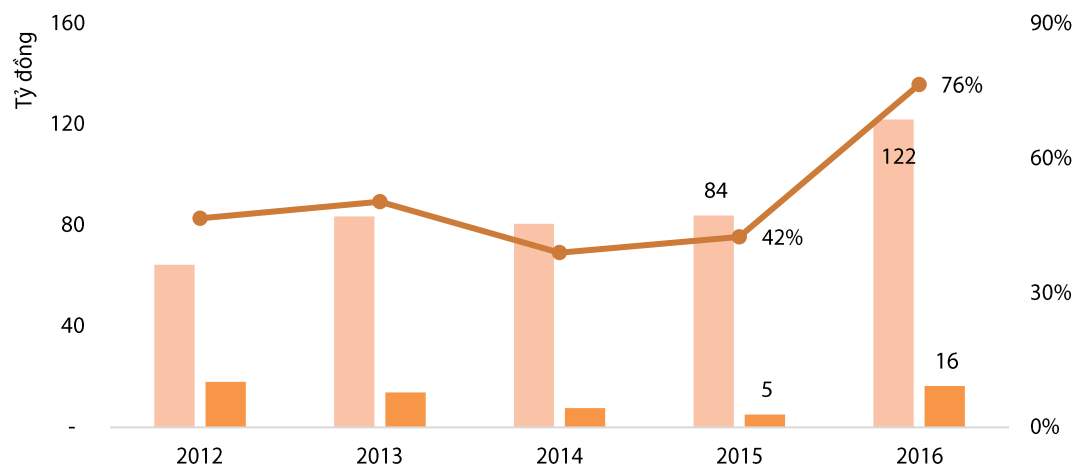
Hình 7: Thay đổi tỷ giá hối đoái của Việt Nam và Trung Quốc (Mốc so sánh: 01/01/2015)



Nguồn: Bloomberg

Gánh nặng chi phí tăng thêm từ dự án Trảng Bàng 3 và 4. Đầu tư vào đúng thời điểm không thuận lợi, tổng chi phí khấu hao và lãi vay trong năm 2016 tăng mạnh và chiếm xấp xỉ 76% EBITDA của STK, khá cao so với mức trung bình 45% trong giai đoạn trước.

Hình 8: Chi phí khấu hao và lãi vay của STK giai đoạn 2012 -2016



Nguồn: STK, RongViet Research tổng hợp

Nhìn chung, kết quả kinh doanh nghèo nàn của STK trong năm 2016 bắt nguồn từ cả yếu tố khách quan lẫn chủ quan. Về yếu tố khách quan, khó khăn của mảng sợi ở một số doanh nghiệp cùng ngành khác như TCM hay FTM cho thấy rủi ro thị trường của hoạt động kinh doanh sợi là khó tránh khỏi. Tuy nhiên về yếu tố chủ quan, bản thân STK cũng đã bộc lộ nhiều “điểm yếu” bao gồm việc lệ thuộc quá nhiều vào thị trường Thổ Nhĩ Kỳ.

Nhu cầu dệt may kỳ vọng hồi phục trở lại trong năm 2017, kéo theo nhu cầu về các loại sợi

Hơn 90% đơn hàng từ các khách hàng cuối cùng của STK được thực hiện tại Châu Á, trong đó Việt Nam thường chiếm tỷ trọng rất lớn. Xu hướng dịch chuyển đơn hàng trong thời gian tới dự kiến sẽ tiếp tục theo hướng từ Trung Quốc sang Việt Nam do vấn đề môi trường và chi phí nhân công ở Trung Quốc. Vì vậy, có căn cứ cho thấy tình hình xuất khẩu của các doanh nghiệp may mặc trong nước sẽ là một chỉ báo đáng tin cậy đối với kết quả hoạt động của STK.

Trong những tháng đầu năm 2017, tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam cải thiện khá tốt, cho thấy tín hiệu hồi phục đang xuất hiện. Bên cạnh đó, IMF cũng dự báo lạc quan về tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2017 (đặc biệt tại Mỹ, thị trường lớn nhất của Columbia, Puma, Addidas và Nike). Dựa trên mối tương quan thuận giữa tăng trưởng kinh tế và tăng tiêu dùng hàng dệt may, chúng tôi cho rằng các nhãn hàng lớn sẽ ghi nhận doanh thu tăng trưởng tốt trong năm nay. Nhu cầu sợi, do đó, cũng sẽ có nhiều cải thiện.

Tình hình sản xuất của STK trong quý 1 cũng cho thấy dấu hiệu hồi phục mạnh với sản lượng sợi bán ra đạt 12,5 nghìn tấn, tăng 54% so với cùng kỳ và LNST tăng hơn 8 lần. Ở thời điểm hiện tại, các nhà máy của STK đang hoạt động hết công suất (~5.000 tấn/tháng), bao gồm cả Trảng Bàng 4.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1-FY17

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- (QoQ)	Q1-FY16	+/- (YoY)	1Q-FY17	+/- (YoY)
Doanh thu	448	392	14,1%	262	70,6%	447,6	70,6%
Lợi nhuận gộp	52	31	67,9%	14	270,9%	51,7	270,9%
Chi phí bán hàng và quản lý	18	18	2,4%	16	18,2%	18,4	18,2%
Thu nhập HĐKD	33	13	159,6%	-2	-2129,5%	33,3	768,6%
EBITDA	70	46	52,6%	25	181,3%	70,2	181,3%
EBIT	33	13	159,6%	(2)	-2129,5%	33,3	-2129,5%
Chi phí tài chính	10	21	-52,2%	4	152,3%	10,1	152,3%
- Chi phí lãi vay	5	6	-6,4%	3	68,8%	5,3	68,8%
Khấu hao	37	33	11,3%	27	38,8%	36,9	38,8%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	28	(17)	-264,3%	3	739,0%	28,1	764,1%
Lợi nhuận sau thuế	25	(14)	-279,0%	3	764,1%	25,0	739,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	25	-14	-279,0%	3	764,1%	25,0	

Nguồn: STK

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY17

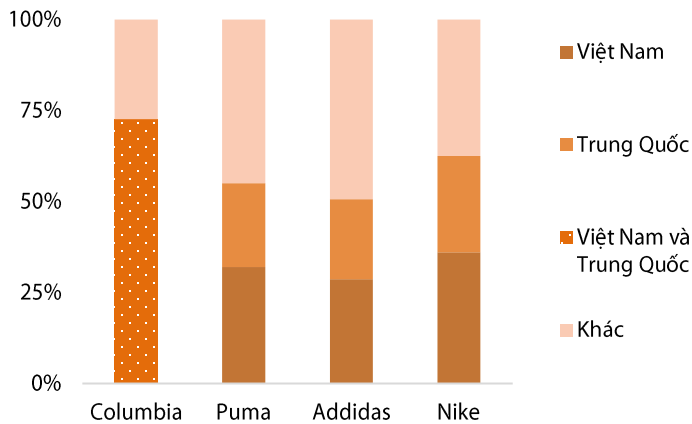
Chỉ tiêu	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- (qoq)	Q1-FY16	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	11,6%	7,9%	3,7%	5,3%	6,2%
EBITDA/Doanh thu	15,7%	11,7%	4,0%	9,5%	6,2%
EBIT/Doanh thu	7,4%	3,3%	4,2%	-0,6%	8,1%
TS lợi nhuận ròng	5,6%	-3,6%	9,2%	1,1%	4,5%
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	5,6%	-3,6%	9,2%	1,1%	4,5%
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	4,2	3,8	0,4	3,2	1,1
-Khoản phải thu	15,0	17,1	-2,1	16,6	-1,5
-Khoản phải trả	5,8	5,2	0,6	6,0	-0,2
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	102,7%	97,9%	4,9%	46,6%	56,1%

Nguồn: STK, (*) thường niên hóa

Một điều đáng lưu ý là: do tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt nên các đơn hàng thường được đặt trước trong khoảng thời gian khá ngắn, thậm chí chỉ 2 đến 3 tuần. STK cũng thường duy trì nguyên vật liệu đủ cho 1 tháng sản xuất. Tuy nhiên, các khách hàng của STK thường có những dự báo về nhu cầu nguồn hàng trong năm. Công ty cho biết chỉ riêng nhu cầu từ thị trường nội địa, Nhật Bản, Hàn Quốc và Thái Lan cũng đã đủ để STK đạt kế hoạch năm nay.

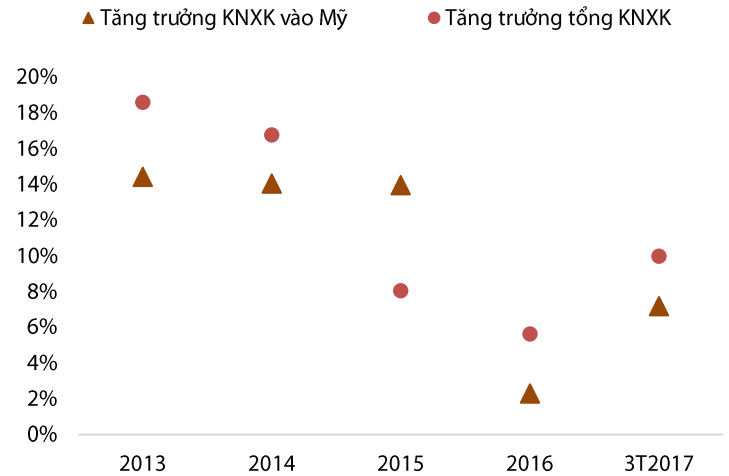
Nếu như trong năm 2016, rất nhiều biến cố bất ngờ cùng phát sinh đã ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả hoạt động của STK; thì trong năm 2017, sự cộng hưởng giữa nhu cầu hồi phục và công suất gia tăng đã giúp STK ghi nhận mức tăng trưởng rất ấn tượng.

Hình 9: Tỷ trọng các sản phẩm được gia công tại Việt Nam và Trung Quốc



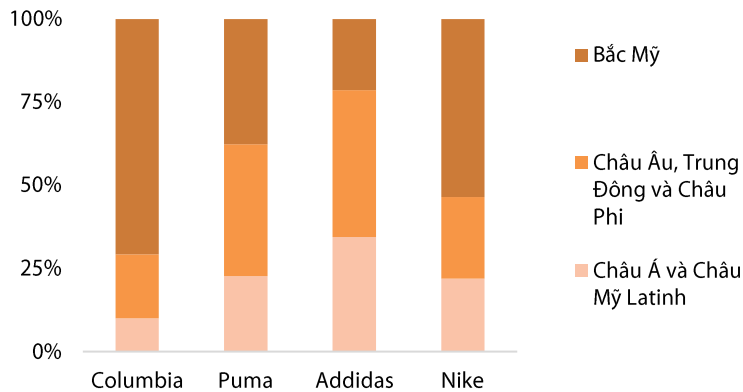
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 10: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam (so với cùng kỳ)



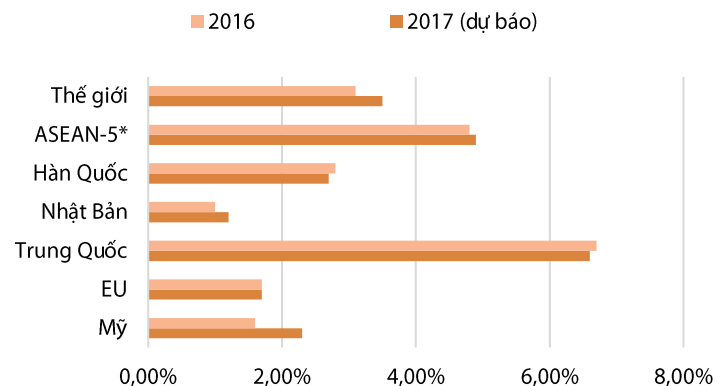
Nguồn: OTEXA, Tổng cục Hải quan

Hình 11: Tỷ trọng cơ cấu doanh thu theo khu vực của các nhãn hàng lớn



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 12: Dự báo tăng trưởng kinh tế tại một số quốc gia của IMF



Nguồn: IMF, RongViet Research tổng hợp
(*) Indonesia, Malaysia, Phillippines, Thái Lan, Việt Nam

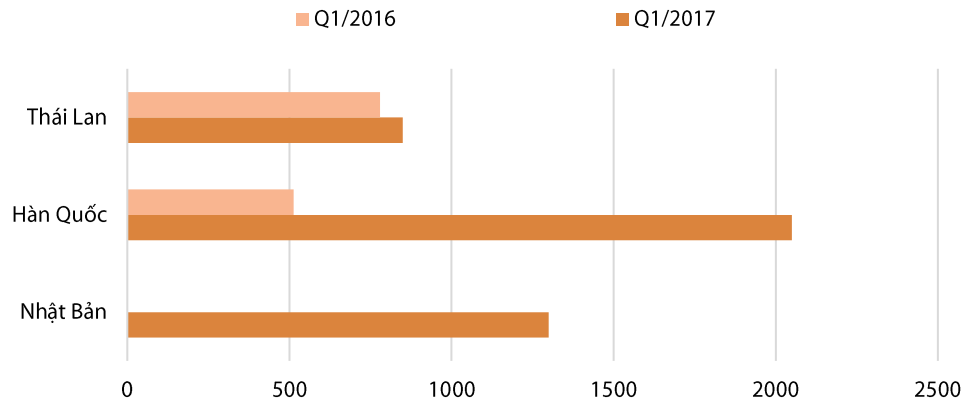
Mở rộng mạng lưới khách hàng, phát triển sản phẩm mới là những hành động hứa hẹn giúp phục hồi hoạt động kinh doanh của STK

Sau sự cố thuế chống bán phá giá tại thị trường Thổ Nhĩ Kỳ, STK đã tìm nguồn cầu mới từ các quốc gia Châu Á khác, trong đó Hàn Quốc và Nhật Bản tỏ ra khá hứa hẹn. Ngay từ những tháng đầu năm, tín hiệu tích cực đã xuất hiện khi doanh số xuất khẩu sợi vào thị trường Hàn Quốc tăng hơn 4 lần, trong khi thị trường Nhật Bản, dù mới được khai thác, nhưng sản lượng sợi đã vượt qua cả thị trường truyền thống Thái Lan.

So với các thị trường khác, Hàn Quốc và Nhật Bản thường yêu cầu chất lượng sản phẩm khá cao nên biên gộp từ các thị trường này cũng ở mức nhỉnh hơn so với phần còn lại (Các sản phẩm chất lượng cao có thể mang lại biên gộp ~17%, so với mức trung bình 12%). Bên cạnh đó, các nhà sản xuất tại đây có khuynh hướng hợp tác lâu dài với các khách hàng đáp ứng tốt tiêu chí họ đề ra. Các hiệp định thương mại tự do (FTA) cũng là một nguyên nhân khiến chúng tôi tin rằng Hàn Quốc và Nhật Bản sẽ là sự thay thế tốt cho

Thổ Nhĩ Kỳ. Hiện Việt Nam đã ký kết FTA với Hàn Quốc (có hiệu lực ngày 20/12/2015) và Nhật Bản (có hiệu lực ngày 01/10/2009) và đang được hưởng thuế suất ưu đãi 0% đối với mặt hàng sợi vào hai thị trường này.

Hình 13: Sản lượng sợi xuất sang các thị trường Nhật Bản, Thái Lan, Hàn Quốc trong Q1 (tấn)



Nguồn: STK

Thị trường nội địa mặc dù có biên gộp không cao (<12%) nhưng lại là “miếng bánh an toàn” vì không phải đối mặt với các rủi ro bảo hộ. Trên thực tế, phần lớn trong số 16 khách hàng mới kể từ đầu năm là các doanh nghiệp trong nước.

Đánh giá về triển vọng tiêu thụ nội địa, làn sóng FDI với các dự án hàng trăm triệu đô bắt đầu chảy mạnh vào ngành dệt may từ những năm 2014 – 2015 trước kỳ vọng về hiệp định TPP. Đến thời điểm hiện tại, mặc dù nhiều khả năng Mỹ sẽ rút khỏi hiệp định và những lợi ích mà TPP mang lại không còn như trước nhưng một số dự án lớn vẫn đi vào hoạt động. Với đặc thù thâm dụng vốn, các dự án sợi và vải khó có thể “bỏ ngang” vì số vốn đã đầu tư là rất lớn cộng với những ưu đãi về các chi phí khác khi đầu tư tại Việt Nam. Bên cạnh đó, dù TPP không như kỳ vọng nhưng vẫn còn các hiệp định thương mại khác như EU-FTA với quy định xuất xứ từ vải trở đi (thị trường EU hiện đứng thứ nhì, chiếm hơn 13% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam).

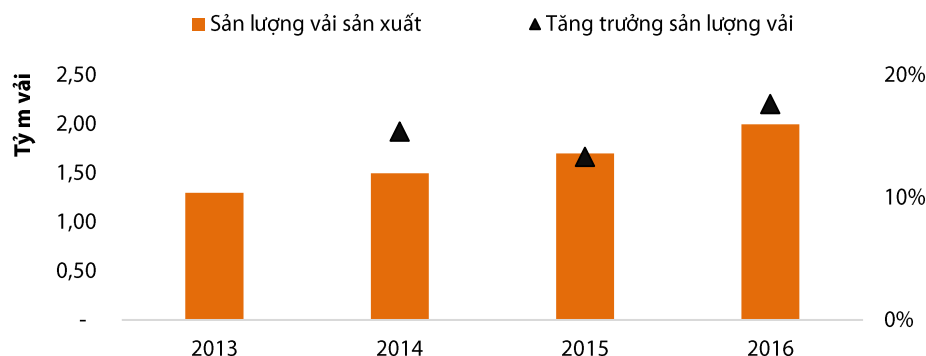
Bảng 3: Một số dự án vải lớn đã đi vào hoạt động

Tên Công ty	Thời điểm đầu tư	Vốn đầu tư (triệu USD)	Công suất	Trạng thái
Haputex Development Ltd.	2014	120	96 triệu mét vải dệt	Đang hoạt động
Shengzhou International	2014-2015	140	55.000 tấn vải đan	Đang hoạt động

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh đó, theo số liệu từ VCOSA, sản lượng vải sản xuất trong nước từ năm 2013 đến nay tăng mạnh với tốc độ trung bình 15% lên ~2 tỷ mét vải, nhưng cũng chỉ đang đáp ứng 15% nhu cầu vải trong nước. Điều này cho thấy ngành dệt nhuộm của Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng để phát triển. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng làn sóng FDI đổ vào mảng vải vẫn sẽ tiếp diễn trong thời gian tới (mặc dù cường độ có thể không lớn như trước).

Hình 14: Tổng sản lượng vải sản xuất trong nước



Nguồn: VCOSA

Về triển vọng dài hạn, các sản phẩm mới sẽ đóng vai trò chủ chốt trong việc cải thiện biên lợi nhuận của STK. STK có kế hoạch sẽ tiếp tục nâng tỷ trọng sợi tái chế và phát triển thêm một số loại sản phẩm mới bao gồm sợi màu, sợi chập.

Doanh thu của STK từ sợi tái chế hiện chỉ chiếm ~3%, và dự kiến đạt 10% trong năm 2017. Sợi tái chế và nguồn nguyên liệu sản xuất không khác biệt về tính chất so với các loại sợi hiện nay của STK. Điều kiện tiên quyết mà STK phải đảm bảo đó là: nguyên liệu đầu vào polyester chips phải được sản xuất thông qua hoạt động tái chế. Do đó, nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm để sản xuất sản phẩm này là không đáng kể.

Nhãn hiệu cũng là một lợi thế đối với sản phẩm sợi tái chế của STK. Thông thường, để sản phẩm sợi tái chế được công nhận rộng rãi, nhà sản xuất phải đạt được chứng nhận từ một tổ chức chuyên trách. STK hiện đã đạt được chứng chỉ GPS (Global Recycle Standard). Bên cạnh đó, STK cũng đang hợp tác với Unifi trong lĩnh vực này nên Công ty có thể sử dụng thương hiệu REPREEVE cho sản phẩm sợi của mình, và có thể tận dụng sự uy tín của thương hiệu REPREEVE để phát triển các khách hàng “khó tính”.

Bên cạnh đó, nguồn cầu đối với sản phẩm sợi tái chế được dự báo sẽ tăng cao trong những năm tới do khuynh hướng ưa chuộng sản phẩm thân thiện với môi trường từ người tiêu dùng. Mặc dù chưa có con số cụ thể, các nhãn hàng lớn đều cam kết sẽ nâng dần tỷ lệ sử dụng nguyên liệu từ sợi tái chế.

Sợi màu và sợi chập cũng được kỳ vọng sẽ mang lại biên gộp lớn do nhu cầu cao. Ngoài ra, sợi màu có ưu điểm là quá trình nhuộm không gây ô nhiễm nguồn nước nên việc phát triển loại sợi này cũng phù hợp với xu hướng “thân thiện môi trường” hiện nay, tương tự như sợi tái chế.

Bảng 4: Thông tin sơ lược về các sản phẩm sợi mới

Sản phẩm	Biên gộp	Chế phẩm thường gặp
Sợi tái chế	>22%	Vải polyester
Sợi màu	>17%	Vải màu không cần nhuộm
Sợi chập	>17%	Tất, các loại vải thêu, dệt có độ co giãn cao

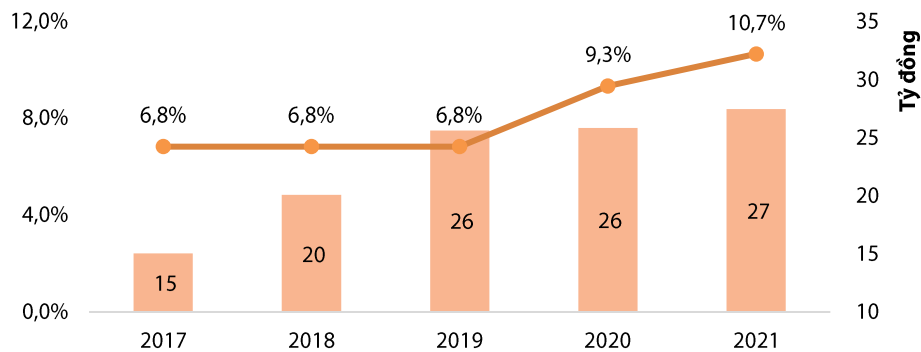
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

STK đang “xoay trục” sang thị trường nội địa và các nước châu Á khác sau những khó khăn tại Thổ Nhĩ Kỳ. Chúng tôi tin rằng STK sẽ phát triển các thị trường này theo hướng duy trì tỷ trọng ổn định, do mỗi thị trường đều có những lợi thế đặc thù. Thị trường nội địa dự kiến chiếm ~50%, các thị trường Thái Lan, Hàn Quốc, Nhật Bản chiếm tổng cộng ~30%. Bên cạnh đó, các loại sợi mới sẽ là động lực chính cải thiện vị thế và khả năng sinh

lợi của STK, mặc dù điều này cần thêm thời gian để phản ánh vào KQKD. Tựu chung lại, triển vọng dài hạn của STK khá tích cực cả về mặt thị trường lẫn sản phẩm.

Ngoài ra, ưu đãi thuế suất từ các dự án Trảng Bàng 3 và Trảng Bàng 4 cũng là một điểm đang lưu tâm. STK đang được hưởng ưu đãi thuế (10%) trong vòng 15 năm kể từ năm 2016 đối với chi nhánh Trảng Bàng. Riêng đối với thu nhập từ hai dự án Trảng Bàng 3 và 4, STK hiện đang được miễn thuế 4 năm đầu và chỉ chịu 50% thuế TNDN trong 9 năm tiếp theo. Ước tính sơ bộ dựa trên sản lượng hiện nay của từng nhà máy, chúng tôi nhận thấy thuế suất TNDN của STK trong thời gian tới là khá thấp.

Hình 15: Ước tính sơ bộ thuế thu nhập doanh nghiệp của STK (cột trái) và khoản thuế tiết kiệm được so với mức thuế 20% (cột phải) giai đoạn 2017-2021



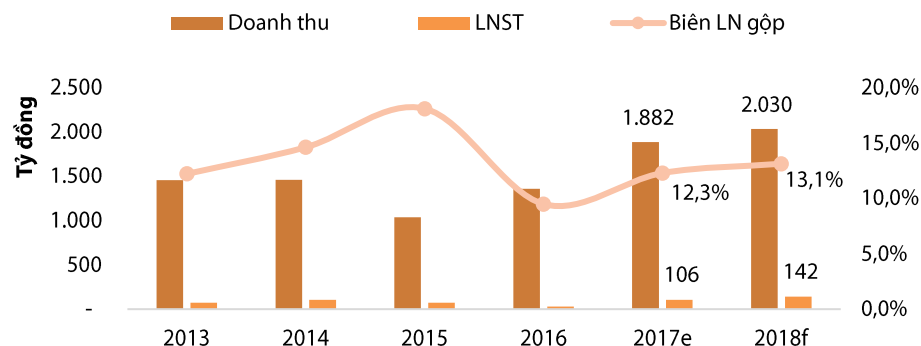
Nguồn: RongViet Research

Năm 2017 – Bước đà cho những năm tiếp theo

Với những thuận lợi về mặt thị trường, giá sợi của STK trong quý 1 đã tăng ~11% so với cùng kỳ, cùng với đó giá chip nguyên liệu cũng tăng ~10%. Nhìn chung, do nhu cầu thị trường đang trên đà phục hồi nên chúng tôi cho rằng mức tăng này có thể duy trì đến cuối năm. Bên cạnh đó, do năng lực sản xuất của STK tăng thêm 13.000 tấn/năm lên 60.000 tấn/năm nên sản lượng sợi bán ra cũng dự kiến tăng mạnh (~31%). Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi dự báo doanh thu của STK trong năm 2017 sẽ tăng 47% lên 1.993 tỷ đồng.

Bên cạnh giá sợi tăng, tỷ trọng doanh thu lớn hơn của sợi tái chế sẽ giúp biên gộp của STK cải thiện trong năm 2017 và những năm tiếp theo. Trong năm 2016, sợi tái chế chỉ chiếm 3% tổng doanh thu, và dự kiến 10% trong năm 2017. Với mức lợi nhuận gộp trung bình 22%, sự gia tăng tỷ trọng của sợi tái chế kỳ vọng cải thiện biên gộp chung ~2 điểm phần trăm. Chúng tôi dự kiến đến năm 2020, sợi tái chế sẽ đóng góp 20% tổng doanh thu và cùng với các sản phẩm sợi mới sẽ hỗ trợ cải thiện biên gộp chung của STK lên mức 16%.

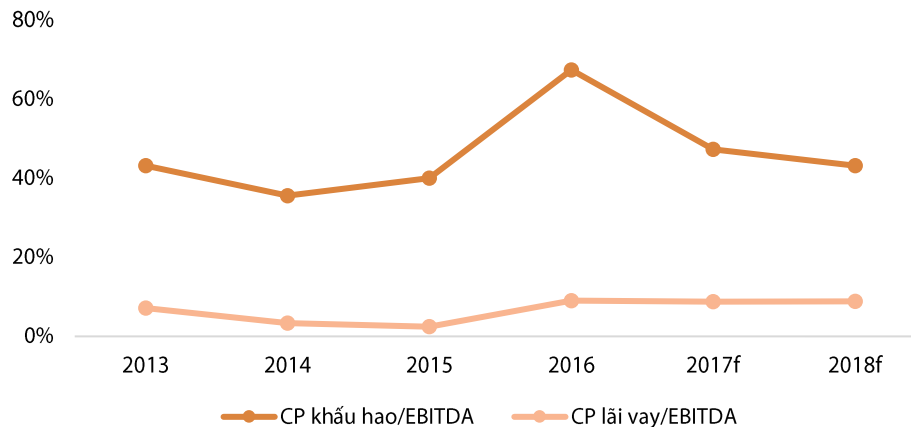
Hình 16: Dự phóng KQ HKĐK cho năm 2017 và 2018



Nguồn: RongViet Research dự phóng

Song hành với việc mở rộng công suất là gánh nặng tài chính từ chi phí khấu hao và lãi vay. Trong năm 2017, chúng tôi dự kiến chi phí khấu hao sẽ tăng thêm 11% (phát sinh từ nhà máy Trảng Bàng 4), trong khi chi phí lãi vay có thể tăng hơn 50% (chủ yếu do khoản vay 24 triệu USD cho dự án Trảng Bàng 3 và 4). Tuy nhiên, do EBITDA được cải thiện nên ảnh hưởng từ các khoản chi phí này sẽ không quá đáng ngại như trong năm 2016.

Hình 17: Tỷ trọng chi phí khấu hao và lãi vay trong EBITDA



Nguồn: STK, RongViet Research dự phóng

Căn cứ vào những cơ sở trên, chúng tôi cho rằng triển vọng về doanh thu và lợi nhuận của STK trong thời gian tới là khá tích cực. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST trong 5 năm tới sẽ tăng trung bình lần lượt là 11%/năm và 25%/năm. Với LNST dự phóng trong năm 2017 là 106 tỷ đồng, EPS tương ứng với số cổ phiếu đang lưu hành hiện nay sẽ là 1.990 đồng.

Các rủi ro liên quan đến biến động giá nguyên liệu đầu vào hay nhu cầu từ thị trường vẫn sẽ có tác động mạnh đến KQKD của STK, nhưng chúng tôi tin rằng các rủi ro này chỉ là tạm thời và không ảnh hưởng nhiều đến triển vọng dài hạn của Công ty.

Quan Điểm Và Định Giá

Là một doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất sợi tại Việt Nam, STK hưởng lợi rất lớn từ sự phục hồi nhu cầu hàng may mặc. KQKD quý 1 của STK đã ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu và LNST lần lượt là 70,6% và 764,1% so với cùng kỳ. Những con số này ấn tượng cũng một phần vì chúng được so sánh với năm 2016, một năm tồi tệ với STK với nhiều biến cố bất ngờ cùng xảy ra. Kết quả là, LNST của STK đã giảm mạnh gần 60% còn hơn 28,5 tỷ đồng- thấp nhất từ năm 2009 đến nay.

Bước sang năm 2017, tín hiệu phục hồi từ nhu cầu hàng may mặc, cùng với những diễn biến tích cực tại các thị trường tiềm năng như Nhật Bản và Hàn Quốc kỳ vọng sẽ mang lại làn gió mới cho STK. Đối với triển vọng xa hơn, việc phát triển các loại sợi phù hợp với khuynh hướng “tiêu dùng xanh” như sợi tái chế hay sợi màu sẽ là điểm nhấn quan trọng của Công ty.

Một điều đáng lưu tâm là STK đang sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao với tổng nợ vay năm 2016 bằng 1,5 lần vốn chủ sở hữu. Với phần lớn là vốn vay dài hạn tài trợ cho các dự án sản xuất, chi phí khấu hao và lãi vay của STK luôn chiếm một phần lớn trong cơ cấu EBITDA. Thực tế là, các chi phí này đã lấy mất hơn 76% EBITDA trong năm 2016 của STK. Tuy nhiên, do STK hiện chưa có kế hoạch đầu tư mới, cùng với triển vọng lợi nhuận đang ở mức khả quan, vấn đề về cơ cấu tài chính dự kiến sẽ dịu bớt trong thời gian tới.

Tựu chung lại, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu STK là **24.200 đồng**. Nhà đầu tư có thể xem xét **MUA** cổ phiếu này với **mục tiêu nắm giữ 2 năm**. Trong ngắn hạn, thanh khoản thấp cùng những biến động bất thường của tỷ giá và giá nguyên liệu đầu vào sẽ là các rủi ro mà nhà đầu tư cần quan tâm.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
Doanh thu thuần	974	1.358	1.882	2.030
Giá vốn	848	1.230	1.651	1.764
Lãi gộp	126	129	231	266
Chi phí bán hàng	24	25	27	30
Chi phí quản lý	38	45	49	53
Thu nhập từ HĐTC	14	1	1	0
Chi phí tài chính	50	30	42	33
Lợi nhuận khác	1	1	1	1
LN từ liên doanh, liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	28	31	114	152
Thuế TNDN	15	2	8	10
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	13	29	106	142
EBIT	125	58	154	184
EBITDA	210	181	294	325

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
-------------------------	---------------	---------------	----------------	----------------

Tăng trưởng (%)

Doanh thu	-33,2	39,4	38,6	7,9
EBITDA	-7,5	-13,6	62,5	10,2
EBIT	-14,3	-53,5	165,6	19,0
Lợi nhuận sau thuế	-87,7	118,5	272,3	33,4
Tổng tài sản	46,8	17,8	-3,4	-4,2
Vốn chủ sở hữu	2,2	0,8	7,6	8,3

Khả năng sinh lợi (%)

LN gộp / Doanh thu	12,9	9,5	12,3	13,1
EBITDA/ Doanh thu	21,5	13,3	15,6	16,0
EBIT/ Doanh thu	12,8	4,3	8,2	9,0
LNST/ Doanh thu	1,3	2,1	5,7	7,0
ROA	0,8	1,4	5,4	7,6
ROIC hay RONA	9,5	4,3	11,5	14,8
ROE	1,9	4,1	14,2	17,5

Hiệu quả hoạt động

Vòng quay kh. phải thu	13,1	16,0	14,3	12,9
Vòng quay hàng tồn kho	2,4	3,1	3,6	3,7
Vòng quay khoản phải trả	4,1	4,3	4,5	4,4

Khả năng thanh toán

Hiện hành	1,2	0,9	1,0	1,1
Nhanh	0,3	0,3	0,3	0,3

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng nợ/ Vốn CSH	118,5	149,9	112,7	81,7
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	27,5	56,2	34,3	28,8
Vay dài hạn/ Vốn CSH	91,0	93,7	78,4	52,8

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
Tiền	7	82	19	20
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	74	85	132	157
Tồn kho	356	402	462	481
Tài sản ngắn hạn khác	30	20	21	22
Tài sản cố định hữu hình	1.167	1.350	1.240	1.109
Tài sản cố định vô hình	4	1	1	1
Đầu tư vào liên doanh, liên kết	40	40	40	40
Tài sản dài hạn khác	39	40	39	44
TỔNG TÀI SẢN	1.719	2.025	1.957	1.874
Tiền hàng phải trả và ứng trước	209	286	363	401
Vay và nợ ngắn hạn	190	391	257	234
Vay và nợ dài hạn	627	652	587	428
Vay và nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	2	1	1	1
Quỹ đầu tư phát triển công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	1.029	1.329	1.209	1.064

Vốn đầu tư của CSH	465	503	535	535
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	188	123	176	238
<i>Lợi nhuận/lỗ khác</i>	<i>35</i>	<i>35</i>	<i>35</i>	<i>35</i>
<i>Nguồn kinh phí và quỹ khác</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	690	695	748	810

Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
--------------------------	---	---	---	---

LƯU CHUYỂN TIẾNG	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
-------------------------	---------------	---------------	----------------	----------------

<i>LNTT</i>	<i>87</i>	<i>31</i>	<i>114</i>	<i>152</i>
Khấu hao	84	122	140	141
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>43</i>	<i>26</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Thay đổi vốn lưu động	(303)	24	(38)	(17)
Tiền thuần từ HĐKD	(89)	202	216	276
Thay đổi TSCĐ	(192)	(865)	(32)	(12)
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	(347)	569	-	-
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	-	-	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	(539)	(296)	(32)	(12)
Nhận/trả lại vốn góp	54.132	70	-	-
Vay mới/trả nợ vay	584.324	225	(65)	(159)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	(637.963)	(121)	(187)	(103)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	492	173	(252)	(262)
Tiền đầu năm	148	7	87	19
Tiền thuần trong kỳ	(136)	80	(68)	1
Tiền cuối kỳ	7	87	19	20

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rong Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007. được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động. VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

Tầng 08, 95-97-99 Võ Văn Tần, Quận Ninh Kiều, Tp Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**