

Ngành Dệt may

Báo cáo cập nhật

Tháng 5, 2018

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **16.300**

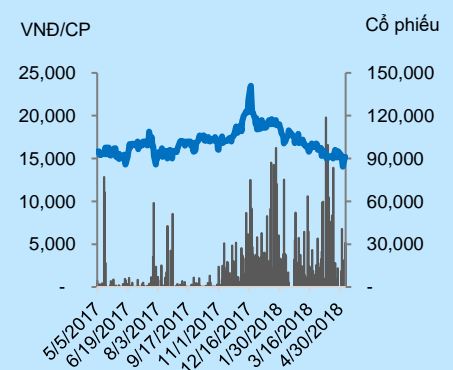
Giá thị trường (08/5/2018) 15.200

Lợi nhuận kỳ vọng 7,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.050-23.500
Vốn hóa	911 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	59.937.798
KLGD bình quân 10 ngày	22.634
% sở hữu nước ngoài	9,62%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
STK	-17,8%	-4,4%	-15,6%	-9,5%
VN-Index	6,5%	-11,6%	-4,0%	24,7%

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3914 6888 ext 255

hathithuhang@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Sợi Thế Kỷ

Mã giao dịch: STK

Reuters: STK.HM

Bloomberg: STK VN

Bức tranh kinh doanh tươi sáng trong năm 2018

Cập nhật KQKD Q1/2018: LNST đạt 40 tỷ đồng, tăng mạnh 60% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ: (i) Doanh thu thuần tăng 32% yoy. Trong kỳ STK đã bán ~14.451 tấn sợi các loại, +15,2% yoy. Giá bán bình quân tăng 14% yoy và 4,1% ytd. (ii) Biên gộp cải thiện vượt trội do giá nguyên liệu đầu vào tăng thấp hơn giá bán. (iii) Tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu thuần giảm.

Triển vọng năm 2018: Chúng tôi dự báo LNST cả năm ~124 tỷ đồng, +24% yoy. EPS forward cơ bản là 2.400 đồng/cổ phiếu và EPS pha loãng nếu phát hành thành công là 1.764 đồng/cổ phiếu. Điều này dựa trên cơ sở: (i) STK sẽ được hưởng lợi từ triển vọng ngành lạc quan; (ii) Doanh thu tăng trưởng từ việc mở rộng thị trường mới và chiếm lĩnh thị trường nội địa; (iii) Biên gộp tiếp tục cải thiện; (iv) Kiểm soát chi phí hoạt động hiệu quả.

Chỉ số tài chính	ĐVT	2017	2018E	% YoY
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	1.989	2.265	14%
LNST	Tỷ đồng	100	124	24%
EPS	VND	1.662	1.764	
P/E	x	11,1	7,36	
P/B	x	1,35	0,94	

(Nguồn: STK, BVSC dự báo)

Khuyến nghị đầu tư

STK là doanh nghiệp sản xuất sợi hàng đầu tại Việt Nam với nhà máy được đầu tư bài bản, sản phẩm mang tính cạnh tranh cao và đã khẳng định được vị thế, thương hiệu đối với khách hàng. Triển vọng tăng trưởng ngành dệt may tích cực trong năm 2018 sẽ là cú hích giúp công ty mở rộng doanh thu và gia tăng lợi nhuận trong năm nay. Về trung và dài hạn, chúng tôi thấy việc đầu tư vào các dự án sợi màu, sợi chập, sợi recycle để hướng đến thời trang xanh sẽ góp phần xây dựng nền tảng vững chắc hơn cho STK. Tuy nhiên, định giá hiện tại là chưa hấp dẫn, do đó, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu STK dựa trên mức giá ước tính hợp lý cho năm 2018 là 16.300 đồng/cổ phiếu, +7% so với giá đóng cửa ngày 08/5/2018.

Thanh khoản cổ phiếu thấp (khối lượng khớp lệnh trung bình 10 phiên là 22.634 cổ phiếu) cũng như việc phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu là những yếu tố đáng lưu ý khi quyết định đầu tư vào cổ phiếu STK.

Cập nhật KQKD Q1/2018: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ nhờ biên gộp cải thiện.

Sự hồi phục của nhu cầu tiêu dùng may mặc toàn cầu và làn sóng chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam đã tạo điều kiện cho ngành dệt may Việt Nam tăng trưởng tốt cả về thị phần và kim ngạch xuất khẩu trong năm 2017 và những tháng đầu năm 2018. Là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất sợi ở Việt Nam, STK đã tận dụng tốt xu hướng tăng lên của thị trường để mở rộng mạng lưới khách hàng, khai thác hiệu quả công suất nhà máy, đưa lợi nhuận Q1/2018 tăng trưởng mạnh mẽ. Cụ thể, LNST đạt 40 tỷ đồng, tăng mạnh 60% so với cùng kỳ năm ngoái. Kết quả kinh doanh ấn tượng được tạo nên từ các yếu tố:

- ❑ Doanh thu thuần tăng 32% yoy, đạt 589 tỷ đồng. Trong kỳ STK đã bán ~14.451 tấn sợi các loại, +15,2% yoy. Giá bán bình quân tăng 14% yoy và 4,1% ytd. Đáng chú ý, tỷ trọng đóng góp từ sợi recycle đã leo lên ~10% doanh thu từ mức 6% ở cuối năm ngoái. Thị trường nội địa vẫn là thị trường lớn nhất chiếm trên 60% tổng doanh thu, các thị trường Nhật Bản, Thái Lan, Hàn Quốc chiếm tỷ trọng 10% doanh thu.
- ❑ Biên gộp cải thiện vượt trội từ mức 11,6% ở Q1/2017 lên 13,1% nhờ giá nguyên liệu đầu vào tăng thấp hơn giá bán. Công suất nhà máy hoạt động gần mức tối đa giúp giảm chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị sản phẩm và sự chuyển dịch cơ cấu sản phẩm theo hướng hiệu quả giúp tăng tỷ suất lợi nhuận gộp.
- ❑ Lỗ tài chính là 9 tỷ đồng do chi phí lãi vay và ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện.
- ❑ Tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu thuần giảm từ 4,1% xuống 3,9% tác động tích cực đến lợi nhuận của công ty.

Chỉ tiêu kinh doanh chính (tỷ đồng)	Q1/2017	Q1/2018	Chênh lệch
Doanh thu thuần	448	589	31,6%
LNG	52	77	48,9%
Lãi/lỗ tài chính	(5)	(9)	65,3%
Chi phí hoạt động	(18)	(23)	24,7%
LNTT	28	46	62,0%
LNST	25	40	60,2%
<i>Biên LNG</i>	11,6%	13,1%	
<i>Tỷ lệ CPHĐ/DTT</i>	4,1%	3,9%	
<i>Biên LNR</i>	5,6%	6,8%	

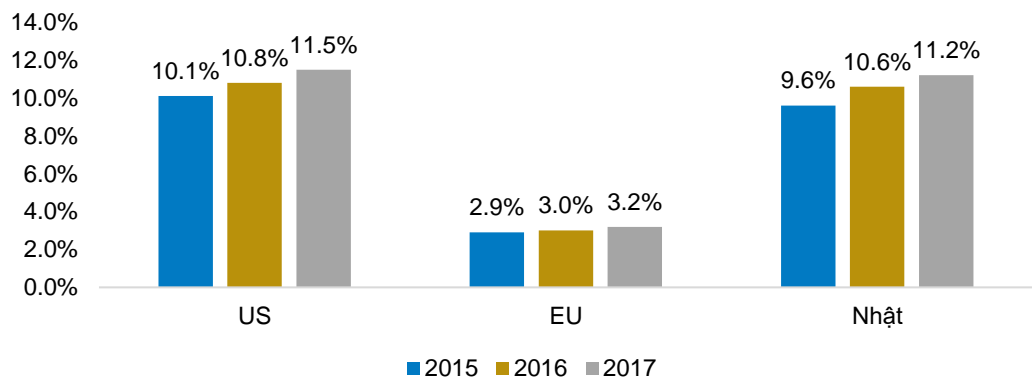
(Nguồn BCTC STK)

Triển vọng năm 2018: Bức tranh kinh doanh tươi sáng

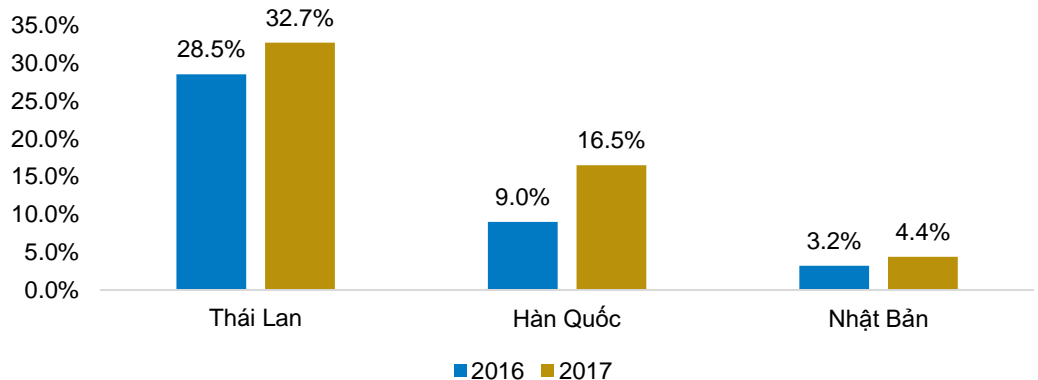
Hưởng lợi từ triển vọng ngành lạc quan. Việt Nam đang từng bước gia tăng thị phần ở nhiều thị trường dệt may lớn và dần trở thành trung tâm sản xuất may mặc mới của thế giới. Thị trường dệt may toàn cầu dự báo tiếp tục duy trì xu hướng tích cực trong năm 2018, củng cố cho tăng trưởng của ngành Dệt may Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp sản xuất trong lĩnh vực dệt may nói riêng. Dòng vốn đầu tư vào dệt nhuộm ngày càng gia tăng để đón đầu cho sự chuyển

dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam và tận dụng lợi thế từ các hiệp định thương mại. Do đó nhu cầu sợi ở thị trường nội địa rất tiềm năng. Sợi Polyester Filament là loại sợi có tính ứng dụng cao - đang dần thay thế sợi cotton - chiếm tỷ trọng lớn nhất trong ngành sợi, ngày càng được sử dụng nhiều trong các sản phẩm may mặc. Cùng với sự tăng lên của giá dầu, giá sợi cho thấy xu hướng tăng trở lại trong bối cảnh thị trường may mặc tốt dần sẽ tác động tích cực đến tình hình kinh doanh của công ty sản xuất sợi. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, STK sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ triển vọng lạc quan của ngành trong năm 2018.

Thị phần giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam



Thị phần về giá trị xuất khẩu sợi Polyester của Việt Nam

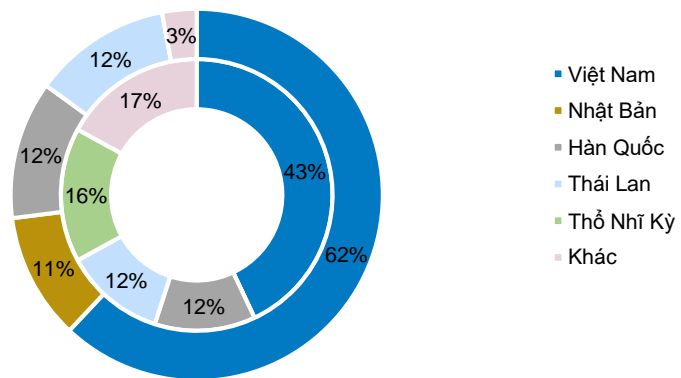


(Nguồn: STK)

Doanh thu tăng trưởng từ việc mở rộng thị trường mới và chiếm lĩnh thị trường nội địa. Cơ cấu doanh thu theo thị trường của STK có sự thay đổi đáng kể trong giai đoạn 2015-2017. Khi thị trường Thổ Nhĩ Kỳ gặp khó khăn, Công ty đã tìm cách mở rộng sang các thị trường Châu Á như Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan và đẩy mạnh phát triển thị trường nội địa để bù đắp phần sụt giảm từ thị trường Thổ Nhĩ Kỳ. Số lượng khách hàng mới liên tục tăng trong 3 năm gần đây, đóng góp thêm ~8% vào tổng doanh thu. Giá cả hợp lý, sản phẩm tập trung ở phân khúc cao cấp đòi hỏi tính kỹ thuật cao và chất lượng ổn định là cơ sở giúp STK tăng cường niềm tin đối với khách hàng hiện hữu cũng như chinh phục khách hàng mới. Ước tính tổng sản lượng bán ra trong năm nay sẽ đạt 57.397 tấn, +6% yoy.

Năm 2016, STK gặp khó khăn chồng chất khi vừa bị áp thuế 34,8% tại thị trường Thổ Nhĩ Kỳ vừa chịu gánh nặng do giá nguyên vật liệu tăng mạnh, áp lực cạnh tranh hàng giá rẻ từ các công ty sợi Trung Quốc trong khi nhu cầu hàng may mặc tăng trưởng chậm ở các thị trường lớn khiến giá bán sợi bị tác động theo chiều hướng giảm. Thế nhưng, theo báo cáo của The Fiber Year Consulting 2017, tổng tiêu thụ sợi dài Polyester toàn cầu vẫn tăng bình quân 7%/năm giai đoạn 2016-2018. Tính ứng dụng ngày càng rộng rãi của sợi Polyester khiến nhu cầu sử dụng loại sợi này ngày càng trở nên ổn định hơn. Cùng với sự tăng lên của giá dầu, giá hạt nhựa PET chip và giá bán sợi cho thấy xu hướng phục hồi từ đầu năm 2017 đến nay. Sự tăng lên của giá hạt nhựa có thể gây áp lực lên chi phí nguyên vật liệu. Tuy nhiên, trong bối cảnh ngành sợi Polyester vẫn được đánh giá tích cực trong năm 2018, chúng tôi cho rằng STK có thể chuyển phần chi phí gia tăng lên giá bán và cải thiện biên lợi nhuận cả năm. Chúng tôi giả định giá bán bình quân sẽ tăng 7% so với năm ngoái. Theo đó, doanh thu thuần dự báo thuần cả năm 2018 ~2.265 tỷ đồng, +12% yoy.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường



(Vòng ngoài năm 2017, vòng trong 2016. Nguồn: STK)

Biên gộp tiếp tục cải thiện. Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính tăng 0,5% lên mức 11,4% nhờ: (i) Thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng hiệu quả hơn bằng cách tăng dần tỷ trọng sợi recycle, sợi chất lượng cao có biên lợi nhuận tốt; (ii) Công suất nhà máy khai thác hết giúp giảm chi phí cố định trên mỗi sản phẩm. Lãi gộp ước đạt 258 tỷ đồng, +19% yoy.

Chúng tôi ước tính lỗ tài chính ~24 tỷ đồng. Giả định tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu tương đương 2017, khoảng 103 tỷ đồng, +14% yoy. Theo đó, chúng tôi dự báo LNST cả năm ~124 tỷ đồng, +24% yoy. EPS forward cơ bản là 2.400 đồng/cổ phiếu và EPS pha loãng nếu phát hành thành công là 1.764 đồng/cổ phiếu.

Chỉ số tài chính	ĐVT	2017	2018E	% YoY
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	1.989	2.265	14%
LNST	Tỷ đồng	100	124	24%
EPS	VND	1.662	1.764	
P/E	x	11,1	7,36	
P/B	x	1,35	0,94	

(Nguồn: STK, BVSC dự báo)

Áp lực pha loãng cổ phiếu từ đợt phát hành mới.

Năm 2018, STK có kế hoạch phát hành như sau:

- ❑ Phát hành cổ phiếu để tăng vốn điều lệ và tài trợ cho dự án Trảng Bàng 5
 - Loại cổ phiếu phát hành: Cổ phiếu phổ thông, phát hành cho cổ đông hiện hữu
 - Tổng giá trị phát hành dự kiến theo mệnh giá: 59.937.798.000 đồng
 - Tỷ lệ thực hiện: 10:1
 - Vốn điều lệ cuối 2017: 599.377.980.000 đồng
 - Vốn điều lệ dự kiến sau phát hành: 659.315.778.000 đồng.
- ❑ Phát hành trả cổ tức bằng cổ phiếu năm 2017 tỷ lệ 7%.
 - Số lượng cổ phiếu dự kiến: 4.195.646 cổ phần.

Như vậy, nếu phát hành thành công, tổng số cổ phần sẽ là: 70.127.226, tăng ~17% so với cuối năm 2017, làm gia tăng áp lực pha loãng cổ phiếu đối với cổ đông. Kết quả kinh doanh bất phá mạnh mẽ đã phản ánh lên thị giá của STK trong năm 2017. Năm 2018, chúng tôi kỳ vọng bức tranh kinh doanh sẽ tiếp tục tích cực. Tuy nhiên, thanh khoản thấp là điểm trừ cho cổ phiếu STK. Do vậy, để tăng tính thành công cho đợt phát hành có lẽ công ty sẽ cân nhắc đưa ra mức giá hấp dẫn (hoặc có thể xoay quanh mệnh giá).

Khuyến nghị đầu tư

STK là doanh nghiệp sản xuất sợi hàng đầu tại Việt Nam với nhà máy được đầu tư bài bản, sản phẩm mang tính cạnh tranh cao và đã khẳng định được vị thế, thương hiệu đối với khách hàng. Triển vọng tăng trưởng ngành dệt may tích cực trong năm 2018 sẽ là cú hích giúp công ty mở rộng doanh thu và gia tăng trong lợi nhuận trong năm nay. Về trung và dài hạn, chúng tôi thấy việc đầu tư vào các dự án sợi màu, sợi chập, sợi recycle để hướng đến thời trang xanh sẽ góp phần xây dựng nền tảng vững chắc hơn cho STK. Tuy nhiên, định giá hiện tại là chưa hấp dẫn, do đó, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu STK dựa trên mức giá ước tính hợp lý cho năm 2018 là 16.300 đồng/cổ phiếu, +7% so với giá đóng cửa ngày 08/5/2018.

Thanh khoản cổ phiếu thấp (khối lượng khớp lệnh trung bình 10 phiên là 22.634 cổ phiếu) cũng như việc phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu là những yếu tố đáng lưu ý khi quyết định đầu tư vào cổ phiếu STK.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	1.458	1.035	1.358	1.989
Giá vốn	1.245	848	1.230	1.772
Lợi nhuận gộp	213	187	129	217
Doanh thu tài chính	2	14	1	8
Chi phí tài chính	13	53	30	30
Lợi nhuận sau thuế	106	71	29	100

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	148	7	87	117
Các khoản phải thu ngắn hạn	50	22	37	57
Hàng tồn kho	184	356	402	399
Tài sản cố định hữu hình	492	604	1.349	1.207
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	40	40	27
Tổng tài sản	1.245	1.719	2.025	1.979
Nợ ngắn hạn	208	401	678	732
Nợ dài hạn	363	628	652	468
Vốn chủ sở hữu	675	690	695	779
Tổng nguồn vốn	1.245	1.719	2.025	1.979

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	0,3%	-29,0%	31,2%	46,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	42,6%	-32,8%	-59,9%	248,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	14,6%	18,1%	9,5%	10,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,3%	6,9%	2,1%	5,0%
ROA (%)	9,3%	4,8%	1,5%	5,0%
ROE (%)	18,0%	10,5%	4,1%	13,5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,46	0,60	0,66	0,61
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,84	1,49	1,91	1,54
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.508	1.533	534	1.662
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.951	14.822	12.989	12.991

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

LIÊN HỆ

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luuvanluong@baoviet.com.vn	Lê Đăng Phương Phó Giám đốc khối ledangphuong@baoviet.com.vn
Nguyễn Thu Hà Ngân hàng, Bảo hiểm nguyenthuha@baoviet.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Bất động sản nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn
Chế Thị Mai Trang Thép, Phân bón, Điện chethimaitrang@baoviet.com.vn	Lê Thanh Hòa Vật liệu xây dựng lethanhhua@baoviet.com.vn
Phan Thùy Trang Cao su tự nhiên, Mía đường phanthuytrang@baoviet.com.vn	Trương Sỹ Phú Ô tô & Phụ tùng truongsyphu@baoviet.com.vn
Nguyễn Tiến Dũng Công nghệ thông tin nguyentiendung@baoviet.com.vn	Hà Thị Thu Hằng Dược hathithuhang@baoviet.com.vn
	Thái Anh Hào Hạ tầng Nước thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình Phó Giám đốc khối nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn
Bạch Ngọc Thắng Kinh tế trưởng bachngocthang@baoviet.com.vn
Trần Hải Yến Chuyên viên vĩ mô tranhaiyen@baoviet.com.vn
Trần Đức Anh Chiến lược thị trường tranducanh@baoviet.com.vn
Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 82) 3 914 6888