

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THỂ KỲ (HSX: STK)
Trần Quỳnh Như

Chuyên viên phân tích

 Email: nhutq@fpts.com.vn

Tel: +84 8 6290 8686 (Ext.7595)

Biến động giá cổ phiếu STK và VN-Index

Thông tin giao dịch (16/07/2018)

Giá hiện tại (đồng/cp)	16.600
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	23.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	14.050
Số lượng CP niêm yết (cp)	59.937.798
Số lượng CP lưu hành (cp)	59.937.798
KLGD BQ 3 tháng (cp/ngày)	20.812
% sở hữu nước ngoài	0%
P/E trailing (Q1/2018)	8,7x
EPS trailing (đồng/cp)	1.966
Vốn hóa (tỷ đồng)	995

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Sợi Thể Kỳ
Địa chỉ	B1-1 Khu công nghiệp Tây Bắc Củ Chi, huyện Củ Chi, TPHCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh sợi
Chi phí chính	Nguyên vật liệu
Lợi thế cạnh tranh	Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm Sản phẩm chất lượng cao
Rủi ro chính	Rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào; Rủi ro tỷ giá

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
Tăng trưởng DTT	-29,0%	31,2%	46,4%
Biên LNG	18,1%	9,5%	10,9%
Biên LNST	6,9%	2,1%	5,0%
Tỷ lệ D/E	118,5%	149,9%	103,8%

DUY TRÌ VỊ THẾ HÀNG ĐẦU NGÀNH SỢI VIỆT NAM

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của STK 6T/2018 ước đạt 1.180 tỷ đồng (đạt 50% KH) và 83 tỷ đồng (đạt 66% KH). Động lực tăng trưởng chính là giá sợi tăng mạnh (+19% trong 5T/2018) và lượng sản xuất/tiêu thụ tăng.

Năm 2018, STK đặt kế hoạch doanh thu thuần 2.354 tỷ đồng (+18% yoy) và lợi nhuận sau thuế 125,8 tỷ đồng (+26% yoy). Với những điều kiện thuận lợi về thị trường tiêu thụ, giá bán sợi cũng như lượng sản xuất sẽ tiếp tục tăng lên trong năm 2018, ước tính STK sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu và **vượt 5-10% kế hoạch lợi nhuận** đặt ra cho năm 2018.

Cơ cấu doanh thu chuyển dần sang sản phẩm có giá trị cao. STK ngày càng chú trọng hơn vào các sản phẩm có giá trị gia tăng cao (sợi tái chế trong ngắn hạn và dự án sợi màu trong trung và dài hạn,...). Với mục tiêu đến cuối năm 2018, doanh thu sợi tái chế chiếm 14%, 2019 chiếm 20%, 2030 chiếm 30% tổng doanh thu STK. Bên cạnh đó, sợi tái chế rất được ưa chuộng bởi các thương hiệu lớn trên toàn cầu.

Thị trường xuất khẩu tiềm năng trong trung-dài hạn. Ngành dệt may được hưởng lợi từ các hiệp định FTA, do đó khi các hiệp định EVFTA, VKFTA, VJEPA, CPTPP được ký kết và có hiệu lực, STK sẽ được hưởng ưu đãi lớn từ thuế quan và các thị trường như Canada, Mexico,... là các thị trường xuất khẩu đầy tiềm năng của STK trong trung-dài hạn. Trong ngắn hạn, STK vẫn tập trung phát triển các thị trường truyền thống.

STK dự kiến phát hành cổ phiếu phổ thông cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 10:1 tương ứng với 5.993.780 cổ phần. Mục đích của việc phát hành vốn này để đầu tư vào dự án Trảng Bàng 5. Giá và thời gian phát hành chưa xác định. Bên cạnh phát hành cổ phiếu phổ thông cho cổ đông hiện hữu, STK còn dự kiến phát hành 600.000 cổ phần ưu đãi (chiếm khoảng 1% lượng cổ phiếu đang lưu hành) cho CBCNV với giá bằng mệnh giá.

Dự án Trảng Bàng 5 nâng công suất DTY lên thêm 3.300 tấn/năm (khoảng 5% công suất hiện tại của STK). Dự án Trảng Bàng 5 được khởi công vào 08/03/2018 với dây chuyền tái chế phế phẩm công suất 1.500 tấn/năm và đầu tư thêm máy móc để tăng công suất DTY thêm 3.300 tấn/năm. Tổng vốn đầu tư khoảng 129 tỷ đồng dự kiến đi vào hoạt động vào 09/2018.

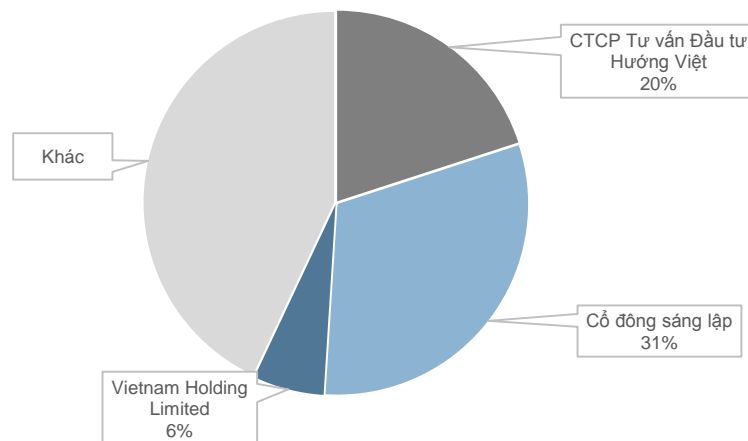
Với tình hình sản xuất kinh doanh thuận lợi, tôi nhận định **TÍCH CỰC** về hoạt động kinh doanh CTCP Sợi Thể Kỳ. EPS trượt 12 tháng (tính tới Q1/2018) đạt 1.966 đồng/cp, P/E trượt 12 tháng (tính tới Q1/2018) hiện ở mức 8,7x khá tương đồng với các doanh nghiệp so sánh.

SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP

CTCP Sợi Thế Kỷ được thành lập ngày 01/06/2000, chuyên sản xuất các loại sợi polyester như sợi DTY¹, FDY² và sợi tái chế³. Từ lúc thành lập đến nay, STK liên tục tăng công suất từ 4.800 tấn DTY/năm lên đến 60.000 tấn DTY & FDY/năm (đứng thứ 2 trong nước, sau Formosa Hưng Nghiệp với tổng công suất 72.000 tấn/năm với phân khúc sợi trung-cao cấp). Ngày 20/09/2015, cổ phiếu STK chính thức niêm yết trên sàn HOSE.

Về cơ cấu sở hữu: Tính đến ngày 15/06/2018, nhóm cổ đông lớn nhất của STK là các thành viên của HĐQT (cổ đông sáng lập) với 31% (bao gồm ông Đặng Triệu Hòa-Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ của STK, bà Đặng Mỹ Linh và ông Đặng Hướng Cường- Thành viên HĐQT). Cơ cấu cổ đông của STK nhìn chung trong 3 năm qua không có sự thay đổi đáng kể nào.

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông STK tính đến 15/06/2018



Nguồn: STK, FPT Research

Về hoạt động kinh doanh: STK sử dụng hạt chip để sản xuất ra các loại sợi – là khâu đầu tiên trong chuỗi giá trị ngành dệt may. Các loại sợi được tạo ra phục vụ cho các khâu tiếp theo như dệt – nhuộm – may và tạo ra các sản phẩm may mặc.

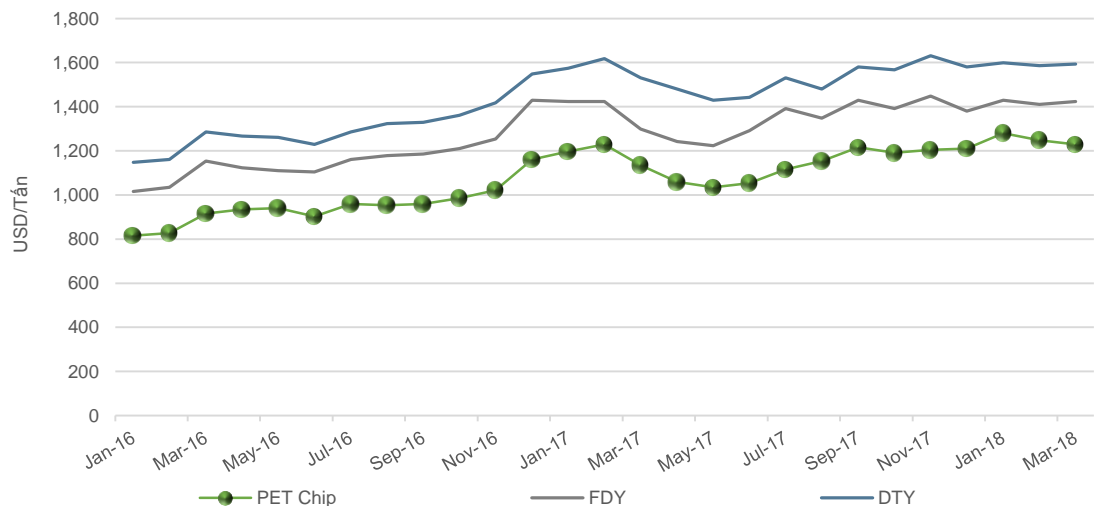
Yếu tố đầu vào: Nguyên liệu chính của STK chủ yếu là hạt chip (là một sản phẩm của dầu mỏ), chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài (bằng USD) như Đài Loan, Hàn Quốc, Indonexia,... Với quy trình sản xuất ([xem chi tiết trong phụ lục](#)) sử dụng các máy tự động được nhập khẩu từ Đức, sản phẩm của STK hướng tới khách hàng tầm trung và cao cấp.

Giá chip có xu hướng tăng lên kể từ năm 2016 kéo sợi DTY và FDY tăng theo. Sợi DTY có giá bán đắt hơn FDY bởi nguyên nhân chính là DTY được sản xuất qua hai giai đoạn từ nguyên liệu đầu vào (hạt chip) thành bán thành phẩm (POY) và cuối cùng là thành phẩm (DTY), trong khi sợi FDY không cần trải qua bước bán thành phẩm. STK ước tính giá bán bình quân các loại sợi khoảng 1,74 USD/kg trong năm 2018 (+7% yoy).

¹ DTY (Drawn Textured Yarn) : sợi sơ dài. Sợi DTY có tính co giãn thấp, thường được sử dụng trong các sản phẩm như giày thể thao, dây kéo, vải màn,...

² FDY (Fully Drawn Yarn): sợi kéo duỗi hoàn toàn. Sợi FDY có tính đàn hồi cao, thường được sử dụng trong các sản phẩm như đồ nội thất, quần áo thể thao,...

³ Sợi tái chế (Recycle Yarn): Sợi tái chế thân thiện với môi trường được kéo từ các nguyên liệu như vỏ chai nhựa, vải vụn,...

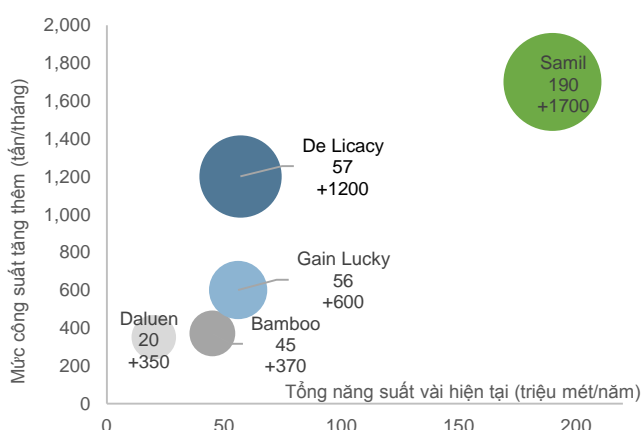
Biểu đồ 2: Giá PET Chip và sợi DTY, FDY


Nguồn: STK, FPTs Research

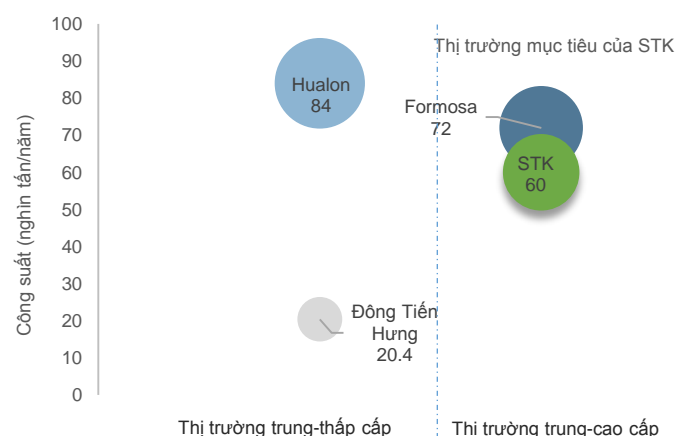
Thị phần: Thị phần xuất khẩu của STK so với tổng kim ngạch xuất khẩu sợi polyester filament của Việt Nam là 28% (tính đến hết năm 2017), chỉ xếp sau Formosa Hưng Nghiệp chiếm 41% thị phần. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của STK so với cùng kỳ về lượng xuất khẩu đạt 34%, và 44% về giá trị đạt mức tăng trưởng cao nhất trong ngành. Tính đến cuối năm 2017, doanh thu của STK chủ yếu đến từ thị trường nội địa (62%). Thị trường nội địa bao gồm cả việc bán cho các doanh nghiệp thu về ngoại tệ (xuất khẩu tại chỗ là 18%).

STK giữ vị trí hàng đầu trong các doanh nghiệp niêm yết ngành sợi Việt Nam: Tính đến cuối năm 2017, STK là doanh nghiệp đứng đầu về quy mô (tổng tài sản, doanh thu, vốn hóa,...) so với các doanh nghiệp niêm yết ngành sợi. Tổng tài sản năm 2017 của STK khoảng 1.979 tỷ đồng, xếp sau là FTM (1.834 tỷ đồng), ADS (1.565 tỷ đồng),... Không chỉ dẫn đầu về quy mô doanh thu thuần (1.989 tỷ đồng), năm 2017 STK còn dẫn đầu cả về tốc độ tăng trưởng doanh thu (+46% yoy) so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Công suất các khách hàng lớn của STK

Biểu đồ 3: Công suất các khách hàng lớn của STK


Nguồn: STK, FPTs Research

Biểu đồ 4: Công suất các đối thủ của STK trong nước


Nguồn: STK, FPTs Research

Các khách hàng lớn của STK là các doanh nghiệp sản xuất vải - chuyên phục vụ cho các thương hiệu lớn trên toàn cầu như Nike, Adidas, Puma,... Các khách hàng lớn này đang đẩy mạnh tăng công suất, lớn nhất là Samil với 1.700 tấn/tháng, do đó có khả năng sẽ gia tăng nhu cầu tiêu thụ sợi

của STK. Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của STK ở Việt Nam là Formosa Hưng Nghiệp bởi (1) cùng phân khúc sản xuất: sợi trung và cấp cao (2) tương đồng về thị trường xuất khẩu.

KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2018

STK công bố kết quả kinh doanh quý 1 đầy khả quan: Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của STK đạt 589 tỷ đồng (+31,5% yoy) và 40,1 tỷ đồng (+60,2% yoy). Với kết quả kinh doanh này, STK đã hoàn thành được 25% và 31,9% kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận sau thuế của năm 2018.

Bảng 1: Kết quả HĐKD Q1.2018 của STK

(Tỷ đồng)	Q1.2018	Q1.2017	% yoy	Các tỷ lệ biên	Q1.2018	Q1.2017
Doanh thu thuần	589	447,8	31,5%	Biên LNG	13,1%	11,6%
Giá vốn hàng bán	512	395,8	29,3%	CPBH/DTT	1,5%	1,5%
Lợi nhuận gộp	77	51,7	48,9%	Chi phí QLDN/DTT	2,3%	2,6%
Chi phí bán hàng	9,1	6,6	37,8%	Tỷ suất EBIT/DTT	9,2%	7,4%
Chi phí QLDN	13,8	11,8	17,4%	Chi phí lãi vay/DTT	1,1%	1,2%
EBIT	54	33,3	62,2%	Tỷ suất LNNT/DTT	7,7%	6,3%
Thu nhập tài chính	1	4,8	-80,2%	Tỷ suất LNST/DTT	6,8%	5,6%
Chi phí tài chính	9,7	10,1	-4,1%			
Chi phí lãi vay	6,4	5,3	20,1%			
Lợi nhuận khác	0,2	0,1	170,8%			
LNNT	45,5	28,1	62,0%			
LNST	40,1	25	60,2%			
P/E trailing⁴	8,7x	n/a	n/m			

(Tỷ đồng)	Doanh thu	LNST
TH Q1.2018	589	40,1
KH 2018	2.354	125,8
%TH/KH	25%	31,9%

Nguồn: STK, FPTS Research

Doanh thu thuần quý 1/2018 của STK tăng mạnh 31,5% yoy nhờ vào:

- Lượng tiêu thụ tăng:** STK có hơn 80 khách hàng mới tăng thêm trong năm 2017, từ đó lượng tiêu thụ sợi của STK tăng lên trong quý 1/2018 (so với cùng kỳ) nhờ vào việc duy trì lượng khách hàng mới tăng thêm này so với cùng kỳ.
- Giá bán sợi được cải thiện:** Nhu cầu ngành dệt may nói chung và sợi polyester filament nói riêng đã và đang hồi phục. Giá bán sợi trung bình quý 1/2018 tăng lên so với cùng kỳ.

Lợi nhuận gộp tăng mạnh, biên lợi nhuận (BLNG) gộp tăng khá: Chiến lược của STK là tập trung vào các sản phẩm có chất lượng cao (mang nhiều giá trị gia tăng hơn) thay vì gia tăng số lượng sản phẩm sản xuất ra. Do đó, không chỉ LNG được cải thiện mà BLNG có sự gia tăng khá tích cực. LNG của STK quý 1/2018 đạt 77 tỷ đồng (+48,9% yoy), BLNG cũng tăng lên 13,1% so với quý 1/2017 là 11,6%.

Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) và tỷ suất EBIT/DTT quý 1/2018 đạt 54 tỷ đồng (+62,2% yoy) và 9,2% (quý 1/2017 là 7,4%) cho thấy việc quản lý hiệu quả về chi phí hoạt động của STK. Mặc dù cấu trúc vốn của STK ngày càng lành mạnh hơn (nợ vay/VCSH quý 1/2018 khoảng 98%, so với quý 1/2017 là 150%), tuy nhiên chi phí lãi vay quý 1/2018 tăng 20% so với cùng kỳ bởi lãi suất tăng. Tuy chi phí lãi vay có tăng nhưng hoạt động kinh doanh thuận lợi hơn, do đó tỷ lệ Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần giảm nhẹ. Tỷ trọng xuất khẩu sợi tăng lên tạo nguồn thu ngoại tệ (USD) cho STK để cân đối nhu cầu ngoại tệ của nhập khẩu nguyên liệu, do đó quý 1/2018, lỗ chênh lệch tỷ giá thấp hơn so

⁴ Trong năm, STK không trích quỹ khen thưởng phúc lợi.

với cùng kỳ. Vì vậy, nhìn chung chi phí tài chính của STK quý 1/2018 giảm nhẹ 4,1% yoy. Nhờ đó, LNTT và LNST quý 1/2018 đạt 45,5 và 40,1 tỷ đồng (+62,0% và 60,2% yoy).

CƠ CẤU TÀI SẢN - NGUỒN VỐN VÀ TÌNH HÌNH DÒNG TIỀN STK QUÝ 1/2018

Cơ cấu tài sản: Tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) tổng tài sản STK trong giai đoạn 2014-2017 gần 17%/năm. Tuy nhiên, tính đến hết quý 1/2018, tổng tài sản của STK khoảng 1.968 tỷ đồng, giảm nhẹ so với cuối năm 2017 (-0,52%).

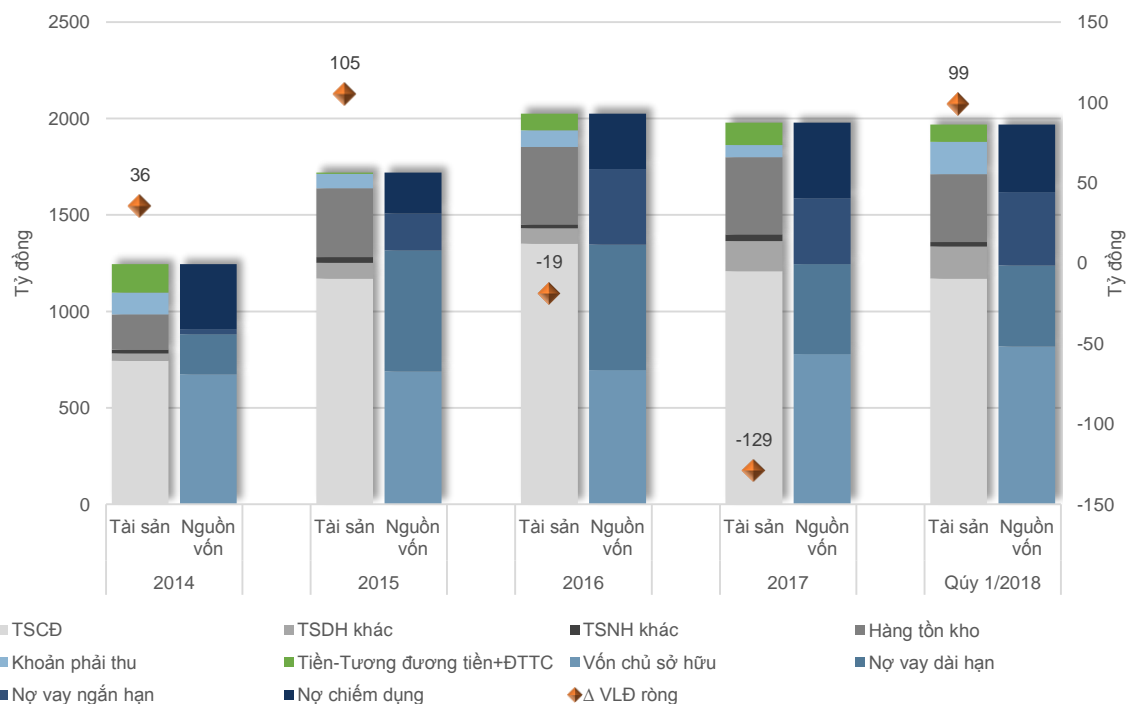
Đi kèm với sự tăng lên của doanh thu là khoản phải thu ngắn hạn, tuy nhiên số ngày thu tiền bình quân của STK 4 quý gần nhất khoảng 29 ngày, vẫn thấp hơn giai đoạn trước (quý 2/2016-quý 1/2017) với 36 ngày. So với các doanh nghiệp niêm yết ngành sợi có quy mô lớn như FTM hay ADS, STK là doanh nghiệp có số ngày phải thu thấp nhất.

Trong giai đoạn 2014-nay, STK đầu tư thêm các nhà máy Trảng Bàng 3, Trảng Bàng 4 và hiện tại là Trảng Bàng 5 dẫn đến tài sản dài hạn (đặc biệt là tài sản cố định) tăng mạnh trong giai đoạn này (CAGR 17,6%/năm). Tuy nhiên, năm 2017 và quý 1/2018, tài sản cố định giảm nhẹ do khấu hao tăng lên khi nhà máy Trảng Bàng 4 đi vào hoạt động từ năm 2017.

Cơ cấu nguồn vốn: Nguồn nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn của STK chiếm tỷ lệ lớn, song có xu hướng giảm xuống. Tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay/VCSH của STK giảm mạnh trong những năm gần đây: năm 2016 tỷ lệ này là 149,9%, đến năm 2017 là 103,8% và quý 1/2018 là 97,7% do STK đã trả bớt nợ vay dài hạn sau quá trình đầu tư cho nhà máy Trảng Bàng 4. Đáng lưu ý, nợ vay của STK chủ yếu là USD, vì vậy vấn đề biến động tỷ giá VND/USD và đặc biệt là diễn biến USD tăng giá so với VND trong thời gian gần đây sẽ gia tăng gánh nặng nợ vay ngoại tệ cho STK trong thời gian tới.

Thay đổi vốn lưu động ròng của STK trong 3 năm từ 2015-2017 diễn biến khá tích cực khi STK ngày càng chiếm dụng được nhiều vốn hơn từ nhà cung cấp trong khi phải thu khách hàng và tồn kho không biến động nhiều.

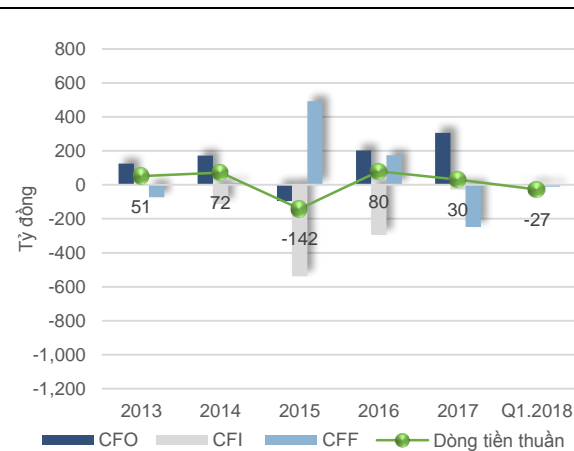
Biểu đồ 5: Tình hình tài chính của STK từ 2014 – quý 1/2018



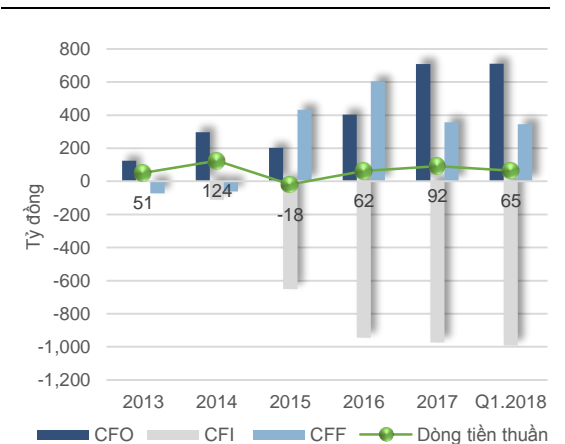
Nguồn: FPTS Research

Tình hình dòng tiền STK khá biến động:

- **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO):** CFO của STK trong 5 năm qua diễn biến khá tích cực, ngoại trừ năm 2015, CFO âm 95 tỷ đồng. Nguyên nhân do tình hình sản xuất kinh doanh không thuận lợi dẫn đến doanh thu thuần giảm 29% và hàng tồn kho tăng mạnh.
- **Dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI):** Việc đẩy mạnh đầu tư nâng cấp nhà máy khiến CFI của STK liên tục âm trong giai đoạn 2014-nay. Các dự án Trắng Bàng 3 và góp vốn đầu tư vào CTCP Sợi Dệt Nhuộm Unitex trong năm 2015 dẫn đến dòng CFI âm kỷ lục 539 tỷ đồng.
- **Dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF):** Dòng CFF của STK cuối kỳ chủ yếu phụ thuộc vào dòng tiền vay ròng trong năm. Khi CFO không đủ tài trợ cho CFI (năm 2015, 2016), STK tiến hành vay nợ nhiều hơn, dẫn đến dòng tiền vay nợ ròng dương mạnh. Ngược lại khi CFO đủ đáp ứng CFI (năm 2013, 2014, 2017), STK tiến hành trả bớt các khoản nợ vay.

Biểu đồ 6: Dòng tiền STK từ 2013 – quý 1/2018


Nguồn: FPTs Research

Biểu đồ 7: Dòng tiền lũy kế STK từ 2013 – quý 1/2018


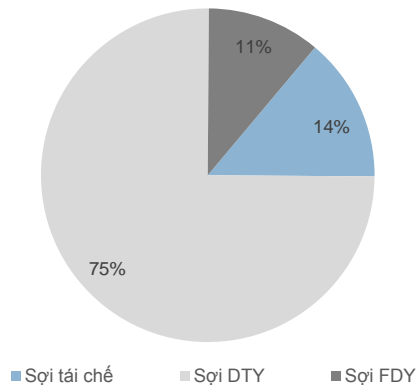
Nguồn: FPTs Research

Kể từ năm 2013, STK đa dạng hóa sản phẩm hơn bằng việc sản xuất thêm sợi FDY cùng với các dự án mở rộng công suất nhà máy (dự án Trắng Bàng 3, Trắng Bàng 4 và hiện tại là Trắng Bàng 5) dẫn đến CFI lũy kế của STK tăng đều qua các năm. Mặc dù sau 5 năm, CFO lũy kế của STK chưa đủ tài trợ cho tổng đầu tư của các dự án mở rộng nhưng những chuyển biến CFO qua các năm cho thấy dấu hiệu tích cực hơn trong giai đoạn này và các năm tiếp theo.

ĐÁNH GIÁ KHẢ NĂNG KINH DOANH NĂM 2018

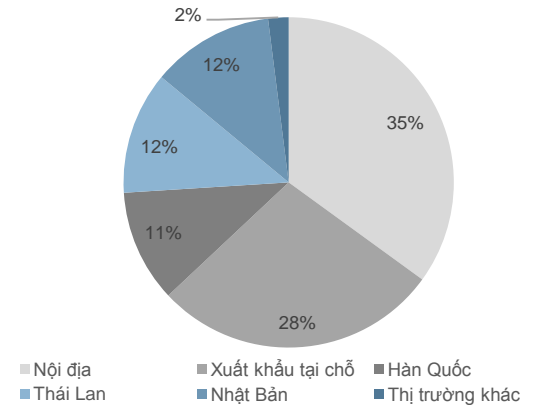
Năm 2018, STK đặt kế hoạch doanh thu thuần 2.354 tỷ đồng (+18% yoy) và lợi nhuận sau thuế 125,8 tỷ đồng (+26% yoy). Về lượng tiêu thụ, STK dự kiến sẽ tiêu thụ khoảng 59.620 tấn sợi (+10,4% yoy).

Biểu đồ 8: Doanh thu theo sản phẩm dự kiến 2018



Nguồn: STK, FPTs Research

Biểu đồ 9: Doanh thu theo thị trường dự kiến 2018⁵

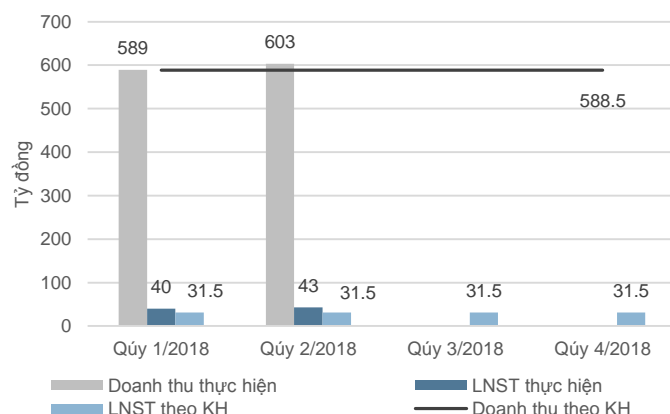


Nguồn: STK, FPTs Research

Xét về cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, STK đặt mục tiêu sẽ tăng tỷ trọng doanh thu sợi tái chế lên 14% trong năm 2018 (năm 2017 là 6%), tỷ trọng DTY 75%, FDY 11%. Về cơ cấu doanh thu theo thị trường địa lý, STK vẫn phục vụ chủ yếu cho thị trường nội địa với tổng tỷ trọng 63%, còn lại là xuất khẩu sang các quốc gia như Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan,...

Tính đến cuối quý 1/2018, STK đã đạt được 25% về kế hoạch doanh thu và 31,9% về kế hoạch LNST. Theo nguồn tin từ phía doanh nghiệp, tình hình sản xuất kinh doanh trong 6T/2018 rất khả quan. Tổng doanh thu 6T/2018 ước khoảng 1.192 tỷ đồng (đạt 50% KH) và LNST ước tính khoảng 83 tỷ đồng (đạt 66% KH). Giá bán sợi trung bình ước tính đã tăng 19% trong 5T/2018 trong khi giá hạt chip (nguyên liệu chính) tăng 11%. Nguyên nhân chính giúp giá bán của STK tăng cao hơn so với trước bởi việc sản xuất sợi tái chế nhiều hơn (sợi tái chế có giá bán cao hơn) và sợi được sản xuất nhỏ hơn (nhuần hơn).

Biểu đồ 10: Kết quả kinh doanh ước tính 6T/2018 của STK



Nguồn: STK, FPTs Research

Bên cạnh kế hoạch doanh thu và lợi nhuận, STK đặt kế hoạch BLNG trong năm 2018 khoảng 11,6%. Với kết quả kinh doanh quý 1/2018 đã được công bố, BLNG STK khoảng 13,1% và kết quả ước tính

⁵ Xuất khẩu tại chỗ là hình thức bán cho các doanh nghiệp đặt tại Việt Nam và thu về ngoại tệ.

của STK trong 6T/2018 khoảng 14,1%, cao hơn kế hoạch đã đặt ra. Biên lợi nhuận gộp khác nhau giữa các sản phẩm, trong đó BLNG của sợi tái chế khá cao (khoảng 20%), sợi thường khoảng (11-12%). STK cũng có kế hoạch tăng tỷ trọng sợi tái chế lên 20% vào năm 2019 và 30% đến năm 2020. Do đó, BLNG hứa hẹn tăng lên trong tương lai.

Nhìn chung, mức độ hoàn thành kế hoạch của STK khá thất thường:

- **Năm 2015:** Khả năng hoàn thành kế hoạch về cả DTT và LNST của STK khá thấp. Nguyên nhân chủ yếu đến từ (1) Cuối năm 2015, khách hàng e ngại giá sợi polyester sẽ tiếp tục giảm nên hoãn lại các

Bảng 2: Mức độ hoàn thành kế hoạch đặt ra của STK 2014-2017

	2014			2015			2016			2017		
	KH	TH	KH/TH	KH	TH	KH/TH	KH	TH	KH/TH	KH	TH	KH/TH
DTT	1.579	1.458	92%	1.695	1.184	70%	1.645	1.358	83%	1.915	1.989	104%
LNST	93	106	114%	116	71	61%	127	29	23%	87	100	114%

Nguồn: STK, FPT Research

đơn đặt hàng; (2) Chính phủ Trung Quốc siết chặt quy định về bảo vệ môi trường và ban hành kế hoạch bảo vệ nguồn nước trong năm 2015 đã buộc nhiều công ty dệt nhuộm của Trung Quốc phải đóng cửa và làm thâm hụt hơn nữa nhu cầu về sợi trên thị trường. Để giải phóng hàng tồn kho, các công ty sợi Trung Quốc đã bán phá giá gay gắt trên thị trường quốc tế và Việt Nam. (3) Khách hàng từ Thổ Nhĩ Kỳ của STK giảm đặt hàng bởi lo ngại quốc gia này sẽ áp thuế chống bán phá giá đối với sợi polyester của Việt Nam.

- **Năm 2016:** Khả năng hoàn thành kế hoạch về DTT và LNST của STK lần lượt là 83% và 23%. Nguyên nhân do (1) Trong năm 2016, STK bị ảnh hưởng chung bởi ngành dệt may toàn cầu trong tình trạng dư cung dẫn đến giá bán bị cạnh tranh khốc liệt đặc biệt sợi polyester filament bị ảnh hưởng nặng nề do nguồn thừa cung của các công ty Trung Quốc và sức cầu giảm sút; (2) STK bị giảm sút thị phần xuất khẩu tại thị trường Thổ Nhĩ Kỳ do vụ kiện bán phá giá. Tôi đánh giá những khó khăn này trong năm 2018 sẽ ít có khả năng lặp lại do: (1) Ngành dệt may toàn cầu được dự báo sẽ hồi phục trong năm 2018 cùng với giá bán sợi của STK dự báo sẽ tăng trung bình 7% và sản lượng sợi cũng sẽ tăng. (2) STK đã không còn xuất khẩu sang Thổ Nhĩ Kỳ trong năm 2017 và chuyển sang đẩy mạnh xuất khẩu ở các thị trường tiềm năng hơn Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan,...

Với những kết quả đã đạt được trong 6T/2018, **tôi đánh giá STK có khả năng hoàn thành kế hoạch bởi những yếu tố sau:**

- (1) **Công suất sản xuất tăng:** Dự án Trảng Bàng 5 đã được khởi công vào 08/03/2018 và dự kiến hoàn thành trong 09/2018 giúp tăng công suất sợi DTY lên thêm 3.300 tấn sợi/năm và sợi tái chế lên thêm 1.500 tấn/năm.
- (2) **Giá bán sợi được kỳ vọng sẽ duy trì trong những tháng cuối năm 2018:** Như đã đề cập, giá sợi đã tăng khoảng 19% trong 5 tháng đầu năm 2018 và được dự báo đến cuối năm sẽ không biến động nhiều.
- (3) **Kết quả kinh doanh 2 quý đầu năm rất khả quan:** Ước tính 6T/2018, STK đã đạt 50% KH về doanh thu và 66% KH về LNST. Tôi đánh giá STK có khả năng hoàn thành kế hoạch về doanh thu và vượt 5-10% về lợi nhuận đặt ra.

Các rủi ro có thể ảnh hưởng đến kết quả sản xuất kinh doanh của STK:

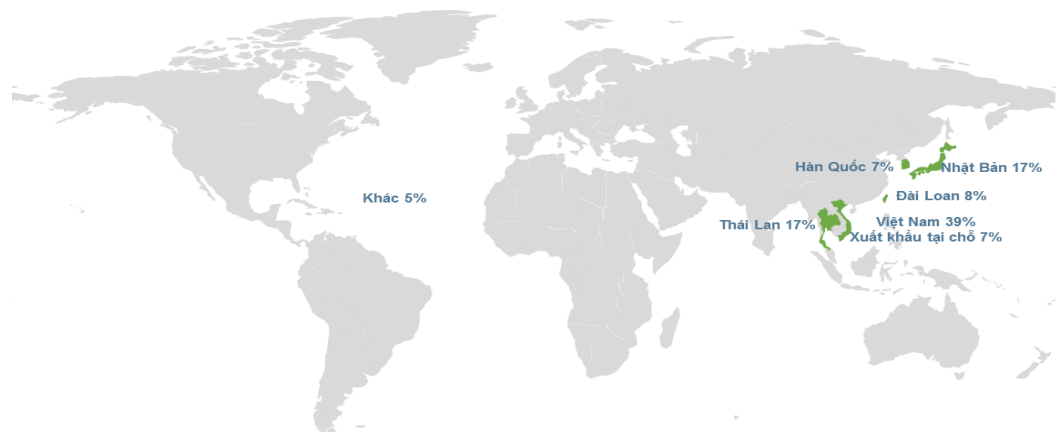
- (1) **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào:** Nguyên vật liệu đầu vào chính của STK – hạt chip có xu hướng tăng lên sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp nếu không chủ động được giá bán đầu ra.
- (2) **Rủi ro tỷ giá:** Nguyên vật liệu hạt nhựa polyester chiếm khoảng 55-60% trong giá vốn hàng bán của STK được nhập khẩu và thanh toán bằng USD, do đó biến động trong tỷ giá có thể ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của STK. Tính đến cuối quý 1/2018, dư nợ vay bằng USD của STK hơn 750 tỷ đồng. Trước tình hình tỷ giá đang có xu hướng tăng lên, đây là rủi ro khá lớn đối với STK mặc dù STK có nguồn thu ngoại tệ lớn từ xuất khẩu.

- (3) **Rủi ro nhu cầu sụt giảm:** Các cuộc chiến tranh quân sự cũng như chiến tranh thương mại đang ngày càng nóng trên thế giới, điều này cũng có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc, gián tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu sợi nói chung và STK nói riêng.
- (4) **Rủi ro bị kiện phá giá:** Trong năm 2016, STK bị Thổ Nhĩ Kỳ kiện bán phá giá đối với mặt hàng sợi. Hiện tại, giá bán sợi của Việt Nam nói chung của STK nói riêng tương đối thấp so với các nước trên thế giới, do đó khả năng tái diễn vụ kiện bán phá giá trong tương lai đối với STK là có thể xảy ra. STK đã thành lập hệ thống báo cáo giá cả đầy đủ để có thể chứng minh là STK không bán phá giá. Theo nguồn tin từ STK, mỗi tháng doanh nghiệp sẽ cung cấp giá nguyên vật liệu cho phía đối tác để có minh chứng về giá bán của mình. Vì vậy, rủi ro bị kiện phá giá đối với STK sẽ phần nào giảm đi trong những năm tới.
- (5) **Rủi ro pha loãng cổ phiếu:** Việc phát hành ESOP cho CBCNV của STK trong năm 2018 với giá 10.000 đồng/cp gây nên rủi ro pha loãng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên, rủi ro này không lớn bởi số lượng cổ phiếu phát hành thêm chỉ khoảng 1% và chênh lệch không nhiều giữa thị giá cổ phiếu và giá phát hành.
- **Phát hành ESOP:** Trong năm 2018, STK dự kiến phát hành 600.000 cổ phần cho CBCNV của STK (chiếm tỷ lệ 1% số lượng cổ phần đang lưu hành) với giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phần. Vốn điều lệ sau khi phát hành ESOP của STK là 605,4 tỷ đồng. CBCNV mua cổ phiếu trong đợt này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng 50% trong vòng 1 năm và 50% còn lại trong vòng 2 năm kể từ ngày phát hành.
 - **Phát hành cổ phiếu phổ thông cho cổ đông hiện hữu:** STK dự kiến phát hành thêm 5.993.780 cổ phần cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 10:1. Toàn bộ số tiền thu được từ đợt phát hành này được sử dụng vào việc đầu tư dự án Trảng Bàng 5. Thời điểm phát hành dự kiến trong năm nay sau khi được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận và giá phát hành chưa xác định, tuy nhiên sẽ giới hạn trong khoảng cao hơn mệnh giá và thấp hơn giá giao dịch cuối phiên trước 1 ngày thông báo chốt quyền.

Trong trung-dài hạn, tôi đánh giá tích cực STK bởi những lý do sau:

- Tiềm năng tăng trưởng còn nhiều bởi sự hồi phục của ngành dệt may toàn cầu nói chung và ngành sợi nói riêng. Ngoài ra, sản phẩm sợi tái chế thân thiện với môi trường, giá thành cao hơn sợi thông thường đang được STK chú trọng tăng tỷ trọng sản xuất/tiêu thụ.
- Phát triển sản phẩm có giá trị gia tăng cao, đáp ứng được yêu cầu riêng biệt của khách hàng.
- Duy trì và mở rộng mạng lưới xuất khẩu nhờ sự ưu đãi về thuế quan từ các hiệp định sẽ được ký kết và có hiệu lực trong một vài năm tới như EVFTA, VKFTA, VJEPA, CPTPP,... Đơn cử như CPTPP, khi hiệp định này có hiệu lực (dự kiến vào cuối năm 2018 hoặc đầu 2019), STK có thể mở rộng thị phần tại các thị trường lớn như Canada, Mexico,... bởi sự ưu đãi thuế quan. Trong khi hiện tại, Canada đang áp thuế nhập khẩu sợi là 18%, Mexico là 30%,... ([xem phụ lục lộ trình giảm thuế các hiệp định FTA](#)).

Biểu đồ 11: Doanh thu 5T/2018 của STK theo thị trường



Nguồn: STK, FPTS Research

SO SÁNH TƯƠNG QUAN VỚI CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH SỢI
Bảng 3: So sánh STK với các doanh nghiệp ngành sợi polyester

Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa 13/07/18 (Triệu USD)	Doanh thu 2017 (Triệu USD)	LNST 2017 (Triệu USD)	CAGR doanh thu 3 năm	Biên LNST bình quân 3 năm	BLNG bình quân 3 năm	ROE bình quân 3 năm	D/E bình quân 3 năm	P/E trailing đã điều chỉnh ⁶
Hung Chou Fiber Industrial	Đài Loan	50,1	103,4	3,8	13,8%	0,8%	1,3%	2,2%	0,92	10,2x
Daehan Synthetic Fiber	Hàn Quốc	157,1	98,1	18,1	-9,5%	5,7%	5,5%	1,6%	0,09	9,4x
Bình quân		103,6	100,8	11,0	2,2%	3,2%	3,4%	1,9%	0,51	9,8x
STK	Việt Nam	42,9	87,6	4,4	38,6%	4,6%	12,2%	9,4%	1,23	8,7x

Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Hai doanh nghiệp ngành sợi nước ngoài được so sánh với STK là (1) *Công ty Hung Chou Fiber Industrial* là một trong những nhà sản xuất sợi polyester filament hàng đầu tại Đài Loan và (2) *Công ty Daehan Synthetic Fiber* tại Hàn Quốc chuyên sản xuất các loại sợi polyester. Các sản phẩm chính của Daehan bao gồm sợi FDY, POY và các loại sợi đặc biệt khác. Một điểm chung nữa giữa các doanh nghiệp này là đều hoạt động ở cả hai thị trường trong nước và xuất khẩu.

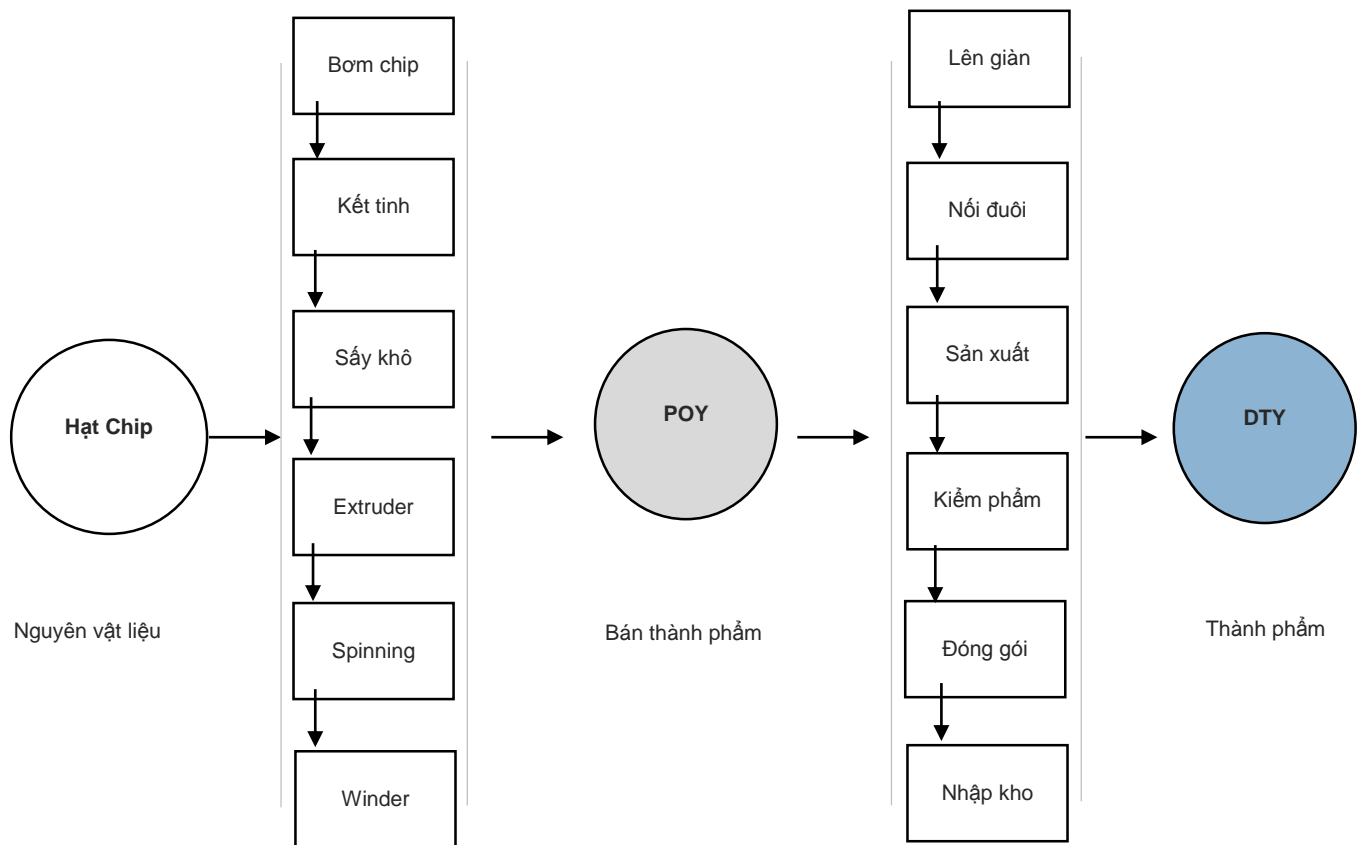
Tại thị trường Việt Nam, STK hiện tại là doanh nghiệp niêm yết có quy mô lớn nhất và duy nhất hoạt động trong lĩnh vực sản xuất sợi polyester filament. Một số doanh nghiệp lớn trong ngành sợi khác như FTM, ADS chuyên sản xuất sợi bông, không chịu ảnh hưởng bởi các biến động đầu vào như STK (hạt chip chịu tác động từ giá dầu mỏ), do đó tôi không đưa các doanh nghiệp này vào so sánh. Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 3 năm của STK về doanh thu (38,6%) cũng như lợi nhuận sau thuế (18,2%) đều cao hơn so với trung bình ngành sợi Việt Nam (CAGR doanh thu 3 năm của ngành sợi là 19,2%, về LNST là 14,3% - số liệu này dựa trên tính toán của chúng tôi về các doanh nghiệp ngành sợi niêm yết trong nước như FTM, ADS, TET).

Do tại thị trường Việt Nam, chưa có doanh nghiệp chuyên sản xuất sợi tổng hợp niêm yết, do đó, tôi chọn 2 doanh nghiệp tại thị trường nước ngoài để so sánh tương đối với STK. STK hiện có quy mô vốn hóa khá nhỏ so với 2 doanh nghiệp so sánh dù quy mô doanh thu tương đồng và các chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng, biên lợi nhuận của STK đang cho thấy sự vươn lên mạnh mẽ của STK. P/E trailing 12 tháng của STK hiện ở mức 8,7x, khá tương đồng với 2 doanh nghiệp so sánh (9,8x) dù các chỉ tiêu so sánh có phần diễn biến tốt hơn.

⁶ P/E đã điều chỉnh sự khác biệt giữa thị trường Việt Nam và thị trường tại quốc gia sở tại.

PHỤ LỤC

Quy trình sản xuất sợi DTY của STK



[Trở về trang chính](#)

Cập nhật các hiệp định FTA quan trọng đối với STK

Các hiệp định	Tình trạng	Hàng rào thuế quan	Hàng rào phi thuế quan
Việt Nam – Nhật Bản (VJEPA)	Có hiệu lực từ 01/10/2009	0%	Từ vải trở đi RVC ⁷ (40)
Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA)	Có hiệu lực từ 20/12/2015	0%	Từ cắt và may trở đi RVC (40)
ASEAN-Úc/New Zealand (AANZFTA)	Có hiệu lực từ 01/01/2010	0%	Từ cắt và dệt kim trở đi RVC (40)
Việt Nam – EU (EVFTA)	Ký kết 12/2015, đang chờ phê chuẩn	Xóa bỏ thuế quan trong vòng 7 năm	Từ vải trở đi
CPTPP	Ký kết 03/2018, đang chờ phê chuẩn	Tùy từng quốc gia có lộ trình giảm thuế khác nhau. Đơn cử Canada (EIF, B4), Mexico (EIF, B5) ⁸	Từ sợi trở đi

[Trở về trang chính](#)

⁷ Hàm lượng giá trị khu vực

⁸ EIF: giảm ngay lập tức

B4: giảm theo lộ trình 4 năm

B5: giảm theo lộ trình 5 năm

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 và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu STK nào.

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**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi,
quận Tây Hồ, TP. Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 37739058

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

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax:(84.28) 62910607

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

100 Quang Trung, P.Thạch
Thang, Quận Hải Châu TP. Đà
Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax:(84.236) 3553888