

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

Ngày 12, tháng 11, năm 2014

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THỂ KỶ- STK



26,861 VND

MUA

SL CP trước IPO	Triệu CP	39.3
SL CP sau IPO	Triệu CP	42.3
Giá khởi điểm	Đồng/CP	18,000
Giá mục tiêu	Đồng/CP	26,861
Lợi nhuận tiềm năng	%	49.2
Ngành	Dệt may	
Phân ngành	Sợi	
Vốn hoá TT	Tỷ đồng	N/A
KLGD bq 30 ngày	N/A	
Sở hữu nước ngoài	5.1%	

Thông tin tài chính

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
Doanh thu	1,453.0	1,521.9	1,725.1	2,142.3
Lợi nhuận gộp	177.2	221.6	249.6	310.3
Lợi nhuận sau thuế	74.4	109.9	120.6	157.7
EPS (đồng/CP)	1,917	2,795	2,876	3,761
Tăng trưởng EPS	-18.4%	45.8%	2.9%	30.8%
Cổ tức (đồng/CP)	1,500	1,000	1,500	2,500
Tỷ suất cổ tức	8.3%	5.6%	8.3%	13.9%
ROA	7.3%	9.9%	8.5%	9.4%
ROE	15.3%	19.5%	18.4%	22.2%
Nợ thuần/VCSH	42%	43%	97%	75%

Cổ đông lớn	Chức danh	%
CTCP Tư Vấn Đầu Tư Hướng Việt	N/A	20.2%
Ông Đặng Triệu Hoà	CT.HĐQT&CEO	15.0%
Bà Đặng Mỹ Linh	TV.HĐQT	9.2%
Ông Đặng Hướng Cường	TV.HĐQT	9.2%
Red River Holding	TV.HĐQT	5.1%

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Linh

+ 84.8 3821 8666 (ext:245) linhthitran@dag.vn

Phạm Thái Bình, CFA

+ 84.8 3821 8666 binhpham@dag.vn

CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG TRƯỚC THỀM TPP

Chúng tôi thực hiện định giá lần đầu cổ phiếu STK với đánh giá MUA VÀO với mức giá mục tiêu 26,861 đồng/CP, cao hơn mức giá khởi điểm chào bán 49.2%. STK hiện nay là một trong hai nhà sản xuất sợi polyester filament hàng đầu tại Việt Nam chuyên cung cấp sợi chất lượng cao cho các công ty dệt nhuộm trong và ngoài nước. Các công ty này cũng chính là các nhà sản xuất vải cung cấp cho các thương hiệu nổi tiếng như Nike, Adidas, Uniqlo, Puma, Reebok,...

Đón đầu các cơ hội phát triển của ngành dệt may

- **Hiệp định TPP:** Nếu TPP được ký kết, thuế nhập khẩu hàng dệt may Việt Nam vào thị trường Mỹ sẽ giảm xuống 0% so với mức trung bình 17%-18% hiện tại. Dự báo kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ đến 2025 sẽ đạt 30.6 tỷ USD, tăng 71% so với mức 17.9 tỷ USD nếu không có TPP. Tuy nhiên để hưởng được ưu đãi này, hàng dệt may Việt Nam phải tuân thủ quy tắc xuất xứ "Từ sợi trở đi". Điều này sẽ mang lại cơ hội lớn cho các nhà sản xuất sợi uy tín như STK.
- **Xu hướng dịch chuyển sản xuất hàng dệt may ra khỏi Trung Quốc:** Mặc dù Trung Quốc giữ vị trí dẫn đầu về xuất khẩu dệt may trong nhiều năm liền (39% tổng kim ngạch xuất khẩu may mặc toàn cầu năm 2013), nhưng quốc gia này đang dần đánh mất lợi thế do chi phí nhân công ngày càng cao và một số bất lợi về thuế nhập khẩu tại một số thị trường. Sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc đến các quốc gia như Việt Nam, Cambodia, Bangladesh... đang là một lợi thế rất lớn cho các doanh nghiệp trong ngành dệt may Việt Nam, trong đó có các doanh nghiệp ở phân khúc sợi nguyên liệu.
- **Mở rộng công suất:** Để nắm bắt các cơ hội của ngành dệt may Việt Nam, STK đã đầu tư 33.9 triệu USD mở rộng nhà máy Trảng Bàng 3 (TB3) để nâng công suất lên 52,000 tấn/năm so với mức hiện tại là 37,000 tấn/năm. Do đó, doanh thu và lợi nhuận dự báo sẽ tăng mạnh, lần lượt đạt 2,142.3 tỷ đồng (tốc độ tăng trưởng kép 3 năm: 18.6%) và 157.7 tỷ đồng (tốc độ tăng trưởng kép 3 năm: 19.8%) trong năm FY2016E khi nhà máy vận hành đạt công suất tối đa.

Định giá cổ phiếu hấp dẫn

- Với giá khởi điểm là 18,000 đồng/CP, STK đang có P/E đạt 6.4x lần (dựa trên FY2014E EPS). Mức P/E này khá thấp so với mức P/E ngành (4 quý gần nhất) là 12.2x. Chúng tôi cũng lưu ý rằng hiện nay, STK có mức ROE 15.3%, cao hơn nhiều so với trung bình ngành 10.4%. Dự báo mức ROE này của STK sẽ đạt trung bình 20% trong 3 năm tới, điều này được kỳ vọng sẽ giúp giá cổ phiếu tăng trong cùng kỳ.
- Giá cổ phiếu STK theo mô hình Chiết khấu dòng tiền DCF khá hấp dẫn ở mức 27,059 đồng/CP, cao hơn 50.3% so với mức giá khởi điểm. Với mức giá này, chúng tôi đã tính đến khoản tiền lớn để xây dựng nhà máy TB3.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro giá nguyên vật liệu: Nguyên vật liệu hạt nhựa polyester chip chiếm tới 75%-80% giá vốn hàng bán của STK. Chênh lệch giữa giá bán và giá nguyên vật liệu ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận gộp của STK. Nhờ vào chính sách đa dạng hoá nhà cung cấp cũng như điều chỉnh định kỳ hợp đồng mua bán hàng, chúng tôi tin rằng STK có sự linh hoạt để duy trì mức lợi nhuận gộp biên 14.5%-14.6% trong ba năm tới.

Cạnh tranh nhiều hơn: Nhờ vào TPP và xu hướng sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc, ngành dệt may Việt Nam đang đón nhận làn sóng đầu tư lớn từ cả trong và ngoài nước. Vì vậy, các nhà sản xuất sợi nội địa sẽ gặp phải sự cạnh tranh lớn hơn khi các dự án đầu tư vào phân khúc sợi bắt đầu được triển khai mạnh mẽ hơn. Với kinh nghiệm nhiều năm cung ứng sợi cho thị trường xuất khẩu, cùng với sản phẩm chất lượng cao, công nghệ hiện đại, hệ thống quản lý khoa học và mạng lưới khách hàng lâu năm, chúng tôi tin rằng STK sẽ có nhiều lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ mới sắp gia nhập thị trường.

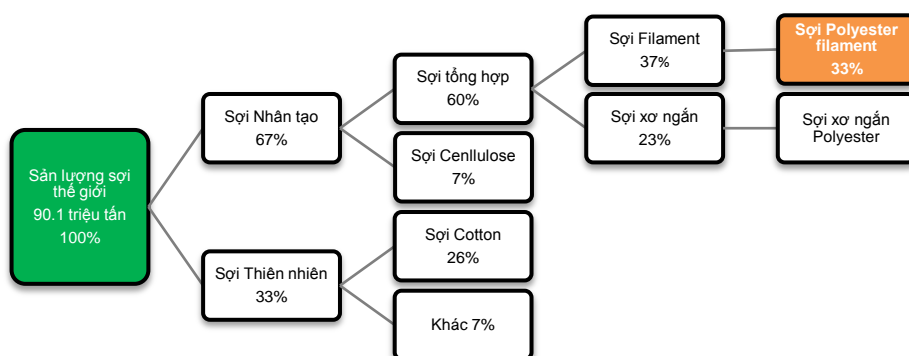
TỔNG QUAN NGÀNH

Tốc độ tăng trưởng ngành sợi toàn cầu ở mức ổn định

Năm 2013, sản lượng sợi thế giới đạt 90.1 triệu tấn, tăng 4.4% so với cùng kỳ năm trước và đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 3.5% trong giai đoạn 2000-2013. Nằm trong chuỗi cung ứng ngành dệt may (Sợi/ Vải/ Hàng may mặc), tốc độ tăng trưởng ngành sợi được thúc đẩy bởi tốc độ tăng trưởng dân số và thu nhập bình quân, đặc biệt là ở các quốc gia mới nổi có dân số đông.

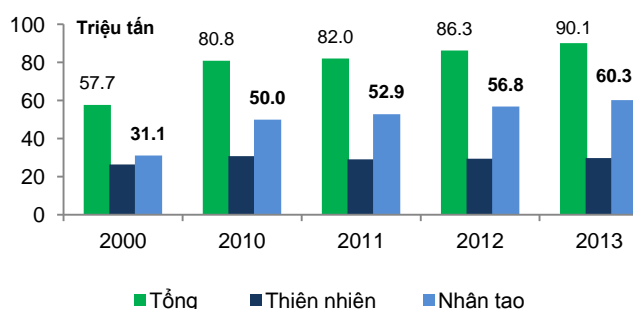
Với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2000-2013 gần 6.0% (trong khi sợi thiên nhiên chỉ đạt 1.0%), tính đến năm 2013, sợi nhân tạo chiếm đến 67% sản lượng sợi thế giới, tăng cao so với mức 54% của năm 2000. Vì vậy có thể thấy sợi nhân tạo đang ngày càng có vai trò lớn hơn trong ngành dệt so với sợi thiên nhiên.

Hình 1 Cơ cấu sản lượng sợi thế giới năm 2013



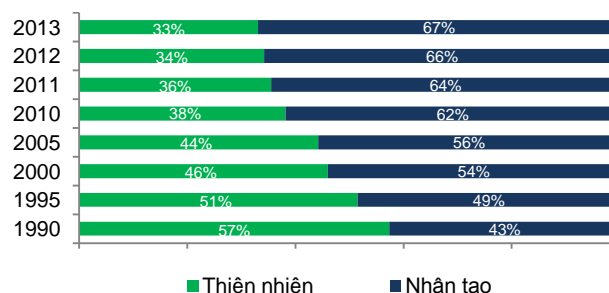
Nguồn: The Fiber Year Consulting 2013

Hình 2 Sản lượng sợi thế giới



Nguồn: US Census Bureau, Oerlikon, The Fiber Year Consulting 2013

Hình 3 Cơ cấu sản lượng sợi thế giới

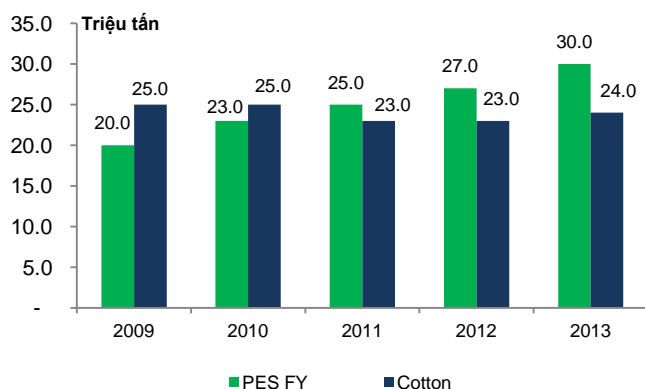


Nguồn: US Census Bureau, Oerlikon, The Fiber Year Consulting 2013

Sợi Polyester Filament (PES FY) đang chiếm lĩnh thị trường sợi nhờ vào ưu điểm vượt trội so với sợi thiên nhiên

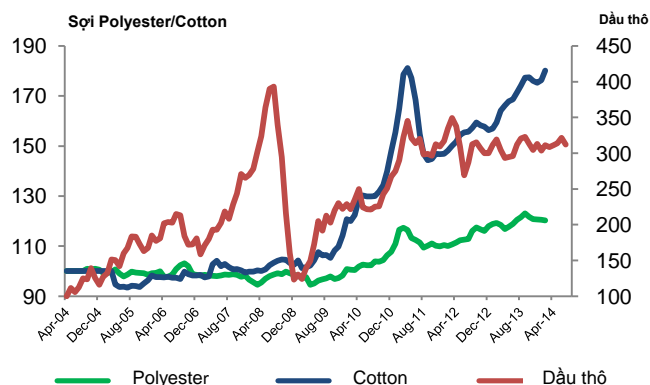
Do sản phẩm vải làm từ sợi PES FY có độ bền cao, lâu phai màu, ít nhăn, đồng thời có ưu thế hơn so với loại sợi cotton về mặt giá cả ổn định nên sợi PES FY đang dần thay thế sợi thiên nhiên trong các ứng dụng của ngành dệt hiện đại. Điều này thể hiện qua việc sợi PES FY đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 10.7% trong giai đoạn 2009-2013, trong khi sợi cotton có tốc độ tăng trưởng âm trong cùng kỳ.

Hình 4 Sản lượng sợi Polyester Filament thế giới



Nguồn: The Fiber Year Consulting 2013

Chỉ số giá Sợi Polyester/Cotton/Dầu thô



Nguồn: Office of the Economic Adviser to the Government of India, Ministry of Commerce and Industry, DAS

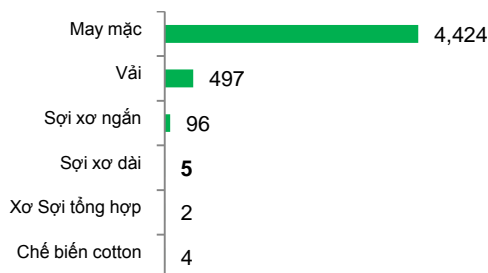
Việt Nam có nhiều điều kiện thuận lợi để phát triển ngành sợi PES FY

Tình trạng thắt nút cổ chai tại khâu dệt nhuộm

Trong chuỗi cung ứng Sợi/ Vải/ Hàng may mặc, Việt Nam tập trung chủ yếu khâu may mặc với 4,424 doanh nghiệp may tại thời điểm cuối năm 2013. Hầu hết các doanh nghiệp may phụ thuộc vào nguồn vải nguyên liệu nhập khẩu vì ngành dệt và nhuộm ở Việt Nam vẫn chưa phát triển và chỉ cung cấp khoảng 20% nhu cầu vải của cả nước. Các doanh nghiệp sợi hiện nay đa phần đang xuất khẩu sang các thị trường lớn như Trung Quốc, Hàn Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ,... vì nhu cầu sợi trong nước rất thấp và khác biệt về chủng loại và chất lượng.

Do đó, năm 2013, trong khi Việt Nam phải nhập khẩu 6 tỷ mét vuông vải thì các doanh nghiệp sợi lại xuất khẩu 470 nghìn tấn sợi, tương đương 65.3% lượng sợi sản xuất trong nước.

Hình 6 Số lượng công ty trong ngành dệt may Việt Nam 2013



Nguồn: VITAS, DAS

Hình 7 Sản lượng sợi và vải Việt Nam

	2010	2011	2012	2013
Sợi (tấn)	514,000	620,000	680,000	720,000
-Trong đó: Sợi nhân tạo	300,000	400,000	500,000	600,000
Xuất khẩu sợi (tấn)	336,000	384,000	415,000	470,000
Xuất khẩu Sợi (%)	65.4%	61.9%	61.0%	65.3%
Vải (tỷ m ²)	1	1	1	1.3
Nhập khẩu (tỷ m ²)	na	na	6	6

Nguồn: VCOSA, DAS

Đề án Chính phủ phát triển ngành dệt nhuộm và mở rộng vùng nguyên liệu sợi

Đề án này sẽ mang lại nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp sợi khai thác thị trường nội địa. Dự kiến đến các năm 2015/ 2020/ 2030, sản lượng sợi tổng hợp sản xuất trong nước đạt tương ứng 400/ 700/ 1,500 tấn, nâng mức tỷ lệ nội địa hoá của toàn ngành lần lượt lên mức 55%/ 65%/ 70% (hình 8).

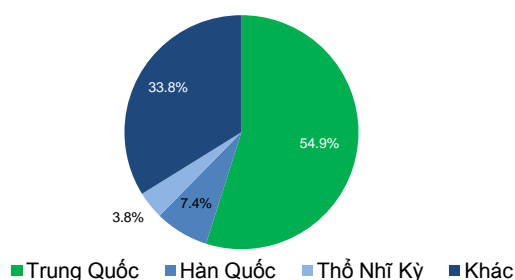
Hình 8 Quy hoạch phát triển ngành Dệt may đến năm 2030

	Đơn vị	2015	2020	2030
1. Doanh thu	tỷ USD	23-24	36-38	64-67
2. Lao động	1,000 người	2,500	3,300	4,400
3. Sản phẩm chính				
-Sợi cotton	1,000 tấn	8	15	30
-Sợi tổng hợp	1,000 tấn	400	700	1,500
-Sợi các loại	1,000 tấn	900	1,300	2,200
-Vải các loại	triệu m ²	1,500	2,000	4,500
- May mặc	triệu đơn vị	4,000	6,000	9,000
4. Tỷ lệ nội địa hoá	%	55%	65%	70%

Nguồn: Quyết định số. 3218/QĐ-BTC ngày 11/04/2014

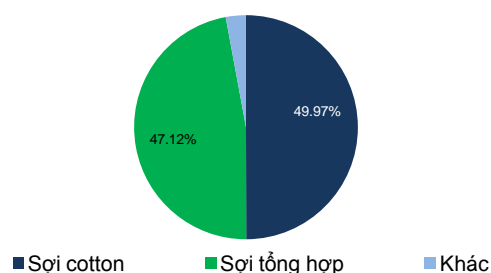
Sợi PES FY sản xuất tại Việt Nam được hưởng ưu đãi thuế nhập khẩu so với các nước trong khu vực

Hình 9 Xuất khẩu sợi của Việt Nam theo quốc gia năm 2013



Nguồn: Tổng cục thống kê

Hình 10 Xuất khẩu sợi của Việt Nam theo sản phẩm năm 2013



Nguồn: Tổng cục thống kê

Thuộc thành viên khối ASEAN, Việt Nam được hưởng ưu đãi thuế nhập khẩu đối với sợi polyester tại các thị trường EU, Hàn Quốc, Thái Lan. Cụ thể, Việt Nam được hưởng mức thuế phổ thông thấp hơn mức thuế tối huệ quốc (MNF rate) và đồng thời không phải chịu thuế chống bán phá giá khi xuất khẩu sang thị trường Hàn Quốc và Thổ Nhĩ Kỳ như các nước khác (xem hình 11).

Hình 11 Biểu thuế nhập khẩu đối với sợi của Việt Nam

Nước nhập khẩu	Từ nước xuất khẩu	Thuế chống bán phá giá	Thuế phổ thông	VAT	Thu tục hải quan
Thái Lan	ASEAN C/O form D	0	0%		
	Non ASEAN C/O	0	5.0%		
Hàn Quốc	ASEAN C/O	0	8.0%		
	Đài Loan	0.15~0.26/kg	8.0%		
EU (Ngoại trừ Thổ Nhĩ Kỳ)	ASEAN C/O form A		3.2%		
	Thế giới		4.0%		
Thổ Nhĩ Kỳ	Trung Quốc	15.48~20.55%	4.2%	8.0%	bình quân. 2.3%
Thổ Nhĩ Kỳ	Ấn Độ	5.23~17.21%	4.2%	8.0%	bình quân. 2.3%
Thổ Nhĩ Kỳ	Đài Loan	9~22%	4.2%	8.0%	bình quân. 2.3%
Thổ Nhĩ Kỳ	Thái Lan	9.35~33.02%	4.2%	8.0%	bình quân. 2.3%
Thổ Nhĩ Kỳ	Việt Nam	N/A	4.2%	8.0%	 bình quân. 2.3%
Thổ Nhĩ Kỳ	Indonesia	3.45~12.22%	4.2%	8.0%	bình quân. 2.3%
Thổ Nhĩ Kỳ	Malaysia	15.4%	4.2%	8.0%	bình quân. 2.3%

Nguồn: STK, DAS

Môi trường cạnh tranh thuận lợi

Hiện nay cả nước chỉ có 5 doanh nghiệp sản xuất sợi xơ dài (hình 12). Trong đó chỉ có Sợi Thế Kỳ và Formosa Hưng Nghiệp nằm ở phân khúc sợi chất lượng cao với tổng công suất chỉ có 74,500 tấn DTY&FDY/năm. Vì Việt Nam muốn nâng tỷ lệ nội địa hoá ngành dệt may (đã nêu ở hình 8) nên mức công suất nêu trên còn rất thấp để đáp ứng nhu cầu thị trường sợi trong tương lai.

Hình 12 Các đối thủ cạnh tranh trong ngành sợi xơ dài

Tên công ty	Công suất	Phân khúc sản phẩm	Chính sách kinh doanh
1. Công ty CP Sợi Thế Kỳ	37,000 tấn DTY&FDY/năm	SP chất lượng cao	Chất lượng cao và mức giá trung bình
2. Công ty TNHH Formosa Hưng Nghiệp	38,400 tấn DTY&FDY/năm	SP chất lượng cao	Chất lượng cao và mức giá cao
3. Công ty Hualon Corp	84,000 tấn DTY/năm	SP chất lượng trung bình và thấp	Chất lượng thấp và mức giá thấp
4. Công ty TNHH Đông Tiến Hưng	20,400 tấn DTY/năm	SP chất lượng trung bình và thấp	Chất lượng thấp và mức giá thấp
5. Công ty cổ phần Hoá Dầu và Xơ sợi Dầu khí (PVTEX)	Chưa hoạt động quy mô lớn	N/A	N/A

Nguồn: STK

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Sợi Thế Kỷ được thành lập vào năm 2000 với tiền thân là một công ty gia đình chuyên sản xuất và kinh doanh sợi polyester filament. Sau 14 năm hoạt động, Công ty liên tục mở rộng quy mô sản xuất và đến hiện nay STK có 2 nhà máy (Củ Chi và Trảng Bàng) với tổng công suất 37,000 tấn DTY&FDY/năm.

Được trang bị công nghệ và máy móc hiện đại từ nhà sản xuất hàng đầu thế giới - **Oerlikon – Barmag** (Đức); cùng với hệ thống kiểm soát chất lượng và quản lý hiện đại như **SAP Business All in One, ISO 9001:2008, Kaizen and 5S**, STK đã tạo dựng thương hiệu lâu năm trong ngành sợi filament với sản phẩm chất lượng cao và ổn định, từ đó đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe của các công ty dệt nhuộm trên thế giới. Vải được sản xuất từ các công ty dệt nhuộm này được cung cấp cho các thương hiệu nổi tiếng như Nike, Adidas, Uniqlo, Puma, Reebok,...

Nhà máy Củ Chi



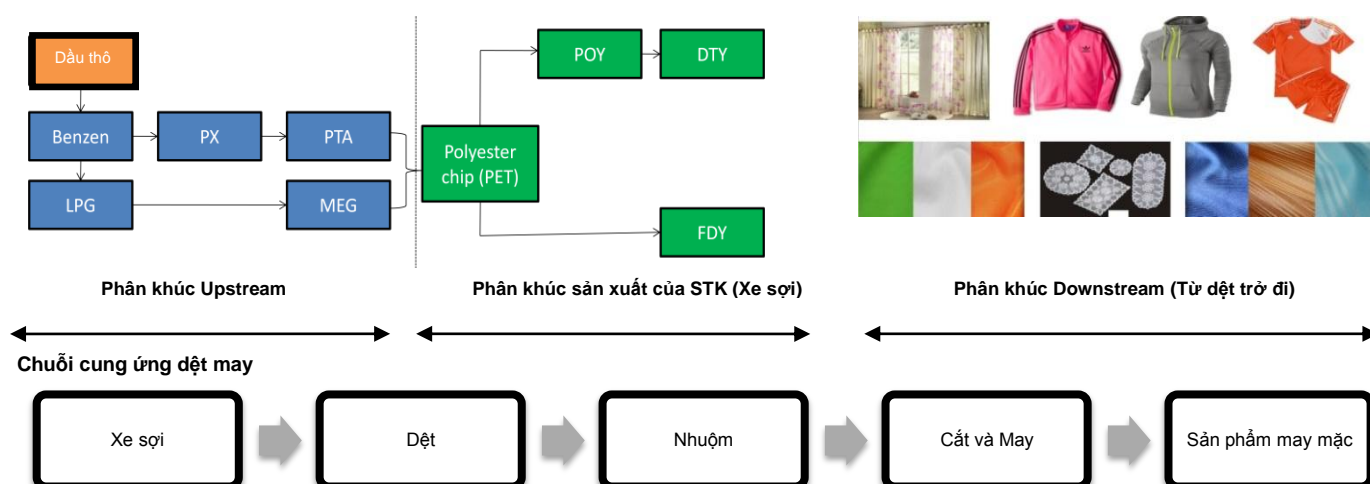
- ✓ Nhà máy chính – Trụ sở
- ✓ Vị trí: Huyện Củ Chi, Tp. Hồ Chí Minh
- ✓ Diện tích: 16,800 m²
- ✓ Công suất: 15,000 tấn DTY&FDY/năm

Nhà máy Trảng Bàng



- ✓ Nhà máy thứ hai; Thành lập năm 2010
- ✓ Vị trí: Huyện Trảng Bàng, tỉnh Tây Ninh
- ✓ Diện tích: 50,000 m²
- ✓ Công suất: 22,000 tấn DTY&FDY/năm

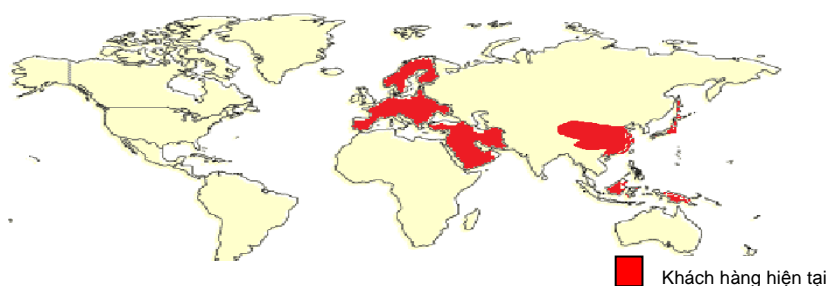
Hình 13 Quy trình sản xuất và chuỗi cung ứng



Nguồn: STK, DAS

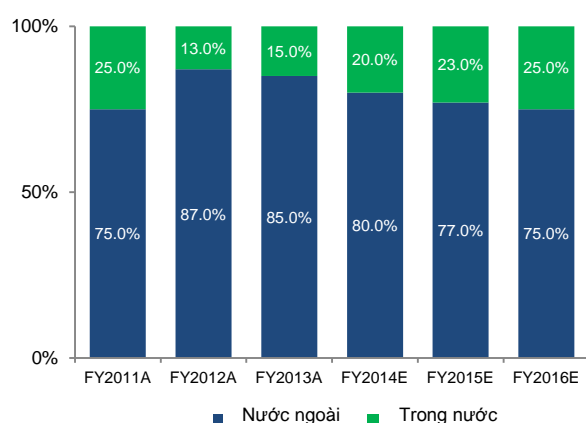
Mạng lưới khách hàng toàn cầu

STK cung cấp sản phẩm chất lượng cao và ổn định cho khách hàng chủ yếu từ các quốc gia như Thổ Nhĩ Kỳ, Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan. Trong đó, Thổ Nhĩ Kỳ, Hàn Quốc, Thái Lan là các quốc gia có mức thuế suất nhập khẩu ưu đãi đối với mặt hàng sợi polyester của Việt Nam (đã đề cập ở hình 11). Hiện nay, Công ty có hơn 250 khách hàng và chỉ đáp ứng được **20% tổng nhu cầu khách hàng**.



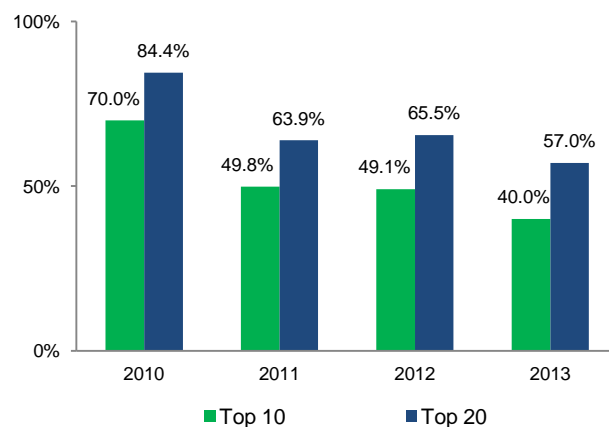
Khách hàng tiêu biểu trong nước gồm có Dệt May Thành Công, Thái Tuấn, Huge Bamboo, Formosa, Decotex, Daluen, Samil Vina, Samwoon, Global Dyeing, Khang Việt, Eclat Fabric, Sue, Chung Lương, Lý Minh, Dệt Hòa Khánh Đà Nẵng v.v... **Khách hàng nước ngoài** gồm có YRC, Tongsiang, Golden Empire, Huge Rock, Universal, Pinewood, Hi-knit, Hansea, Panko, Handoo, Shindo, Hansung v.v... Đây là các công ty chuyên cung cấp vải cho các thương hiệu nổi tiếng như Nike, Adidas, Uniqlo, Puma, Reebok,...

Hình 14 STK – Doanh thu theo phân khúc khách hàng



Nguồn: STK, DAS

Hình 15 STK – Doanh thu theo Top 10-20 khách hàng



Nguồn: STK

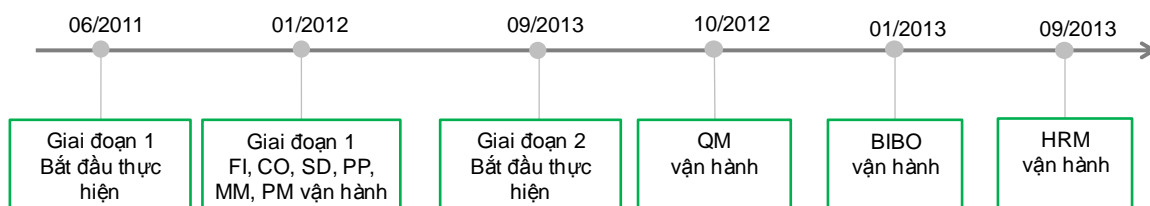
Hệ thống quản lý doanh nghiệp hiện đại

Từ năm 2011, STK bắt đầu triển khai hệ thống quản trị nguồn lực SAP Business All in One và hoàn thành khâu cuối cùng của hệ thống vào tháng 09/2013. Hiện tại toàn bộ các hoạt động của Công ty đã được vận hành tự động trên hệ thống SAP bao gồm hoạt động Tài chính & Kế toán (FI, CO), Bán hàng (SD), Sản xuất & Bảo trì máy móc (PP & PM), Quản lý nguyên vật liệu (MM), Quản lý chất lượng (QM), Chiến lược kinh doanh (BIBO) và quản lý Nhân sự (HRM).¹

¹ Financial Income (FI), Costing/ Fincial Control (CO), Sales & Distribution (SD), Production Planing (PP), Material Management (MM), Plant Maintainance (PM), Quality Management (QM), Business Intelligent & Business Objective (BIBO) and Human Resource Mangament (HRM).

Từ khi được ứng dụng, hệ thống SAP đã mang lại những cải thiện vượt trội trong sản xuất của STK nhờ vào việc giảm thiểu hao phí nguyên vật liệu, kiểm soát chặt chẽ chất lượng sản phẩm, tuân thủ bảo trì máy móc và vận hành thiết bị hiệu quả.

Hình 16 Mô hình SAP Business All in One – Các giai đoạn thực hiện



Nguồn: STK

Ban điều hành với trên 20 năm kinh nghiệm trong ngành sợi

Hình 17 STK – Đội ngũ quản lý

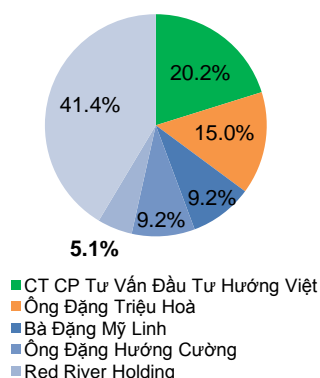


Nguồn: STK

Cơ cấu cổ đông

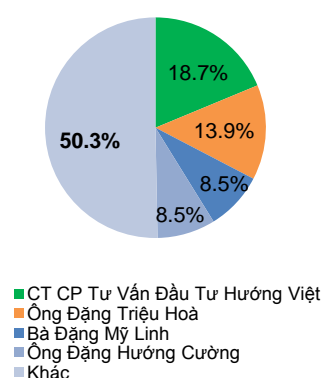
STK chuẩn bị phát hành 3 triệu cổ phiếu trong đợt IPO sắp tới để nâng vốn điều lệ lên 423.1 tỷ trong năm 2014. Đồng thời, cổ đông Red River Holding cũng sẽ thoái toàn bộ 2 triệu cổ phiếu đang nắm giữ còn lại thông qua đợt IPO này. Tỷ lệ cổ phần nắm giữ của các cổ đông lớn trước và sau IPO (dự kiến) như hình 18&19 bên dưới.

Hình 18 STK – Cơ cấu cổ đông trước IPO



Nguồn: STK (Số liệu tính tới ngày 31/10/2014)

Hình 19 STK – Cơ cấu cổ đông dự tính sau IPO

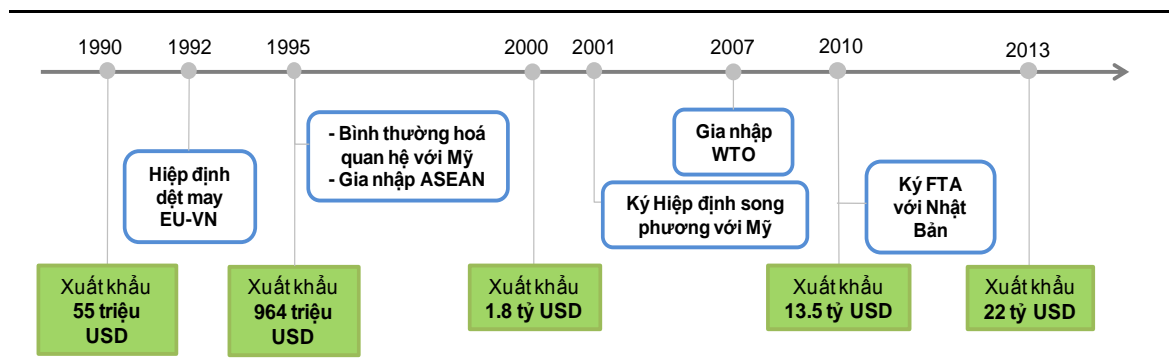


Nguồn: STK, DAS

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Các hiệp định thương mại tự do (FTA) mang lại nhiều cơ hội mở rộng thị phần xuất khẩu

Hình 20 Giá trị xuất khẩu ngành Dệt may của Việt Nam tăng dần theo sự gia tăng về các hiệp định thương mại tự do



Nguồn: Tổng cục thống kê, DAS

Việt Nam đang trong quá trình đàm phán các hiệp định thương mại tự do tiêu biểu như Hiệp định Đối tác kinh tế chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP), Hiệp định thương mại tự do với EU (FTA-EU), Hiệp định đối tác toàn diện khu vực (RECP ASEAN+6). Khi các hiệp định này được ký kết sẽ mở ra nhiều cơ hội cho ngành dệt may nói chung và ngành sợi nói riêng.

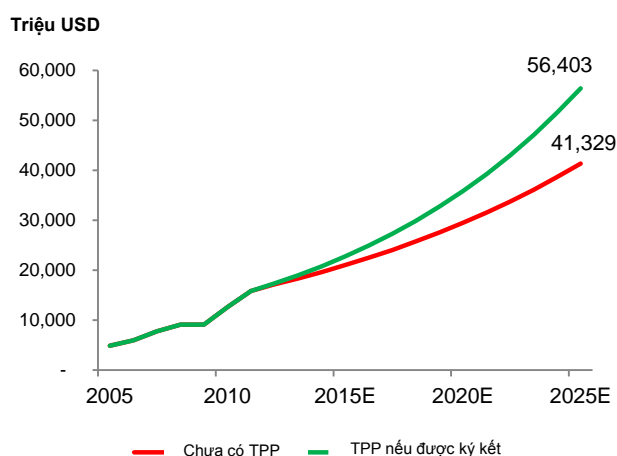
Hình 21 Một số hiệp định thương mại tự do tiêu biểu Việt Nam đang đàm phán

Hiệp định	TPP	FTA-EU	RECP ASEAN+6
Thành viên	Brunei, Chile, New Zealand, Singapore, Mỹ, Úc, Peru, Việt Nam, Malaysia, Mexico, Canada và Nhật Bản	EU, Việt Nam	10 nước ASEAN và 6 nước gồm Úc, Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc and New Zealand
Đặc điểm nổi bật	Mỹ là nước nhập khẩu lớn nhất hàng dệt may Việt Nam. Việt Nam là nước xuất khẩu hàng Dệt may lớn thứ hai (sau Trung Quốc) vào thị trường Mỹ.	EU là nước nhập khẩu lớn thứ hai (sau Mỹ) hàng Dệt may Việt Nam. Việt Nam là nước xuất khẩu hàng Dệt may lớn thứ bảy vào thị trường EU.	Các nước thành viên RCEP cung cấp 70% nguyên vật liệu nhập khẩu cho Việt Nam
Tác động chính	Thuế nhập khẩu giảm về 0%. Riêng thị trường Mỹ, thuế nhập khẩu giảm về 0% so với mức trung bình 17%-18% hiện nay	Thuế nhập khẩu giảm về 0% so với mức 7% hiện nay.	Thuế nhập khẩu giảm về 0%
Rào cản	Quy tắc xuất xứ "từ sợi trở đi"	NA	NA

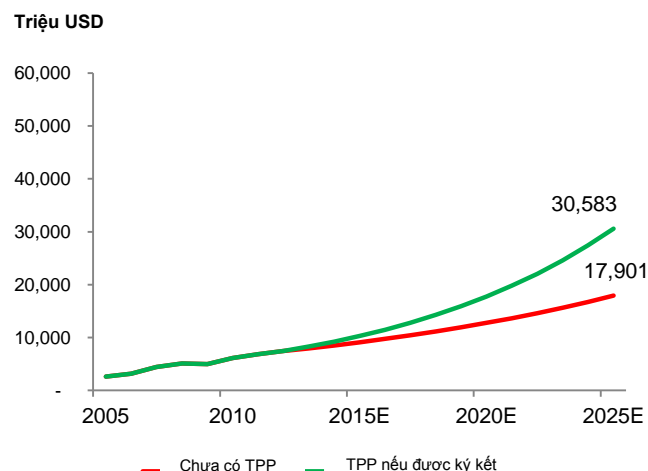
Nguồn: DAS

Hiệp định TPP và quy tắc xuất xứ “Từ sợi trở đi”

Hình 22 Tổng kim ngạch xuất khẩu Dệt may Việt Nam



Hình 23 Kim ngạch xuất khẩu Dệt may Việt Nam sang Mỹ



Nguồn: VITAS

Theo TPP, để hưởng thuế suất ưu đãi thì hàng dệt may xuất khẩu phải tuân thủ quy tắc xuất xứ “**Từ sợi trở đi**”, tức là các công đoạn sản xuất từ sợi, vải, cắt, may phải được sản xuất tại các nước thành viên TPP.

Để đón đầu TPP, tính đến 6 tháng đầu năm 2014, đầu tư vào ngành dệt may Việt Nam đạt trên 1 tỷ USD. Khi các dự án “**Từ dệt trở đi**” đi vào hoạt động, nhu cầu sợi sẽ tăng cao, đồng thời tình trạng thắt nút cổ chai sẽ phần nào được tháo gỡ.

Hình 24 Một số dự án đầu tư mới trong ngành Dệt may Việt Nam

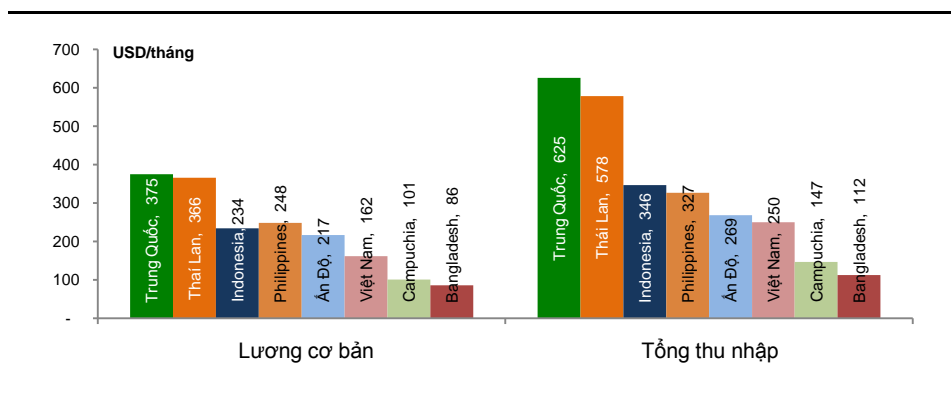
Nhà đầu tư	Cotton	Kéo sợi	Dệt	Nhuộm	May	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian
Dong-IL		x				1,094	06/2014
Yulun Jiangsu Group		x	x	x		1,430	06/2014
Huafa		x	x	x		2,856	05/2014
Worldon Việt Nam					x	2,945	02/2014
Sheico Việt Nam			x	x	x	1,052	02/2014
Vinatex		x	x		x	6,144	08/2013
Unisoll Vina					x	1,041	07/2013
Thien Nam Sunrise			x	x		504	11/2012
Dệt Hoà Thọ					x	100	09/2012
Esquel Enterprises					x	525	07/2012
Tex Hong		x				6,300	07/2012
Vinatexmart	x					39	07/2012
Dệt Sông Hồng			x		x	300	06/2012
Itochu		x				2,520	05/2012
Duy Nam		x				400	04/2012
Tổng						27,250	

Nguồn: DAS

Sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam

Mặc dù Trung Quốc giữ vị trí dẫn đầu về xuất khẩu dệt may trong nhiều năm liền (39% tổng kim ngạch xuất khẩu may mặc toàn cầu năm 2013), nhưng quốc gia này đang dần đánh mất lợi thế do chi phí nhân công ngày càng cao và một số bất lợi về thuế nhập khẩu tại một số thị trường. Sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc đến các quốc gia như Việt Nam, Cambodia, Bangladesh,... đang là một lợi thế rất lớn cho các doanh nghiệp trong ngành dệt may Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp ở phân khúc sợi nguyên liệu.

Hình 25 Tiền lương một số quốc gia trên thế giới



Nguồn: DAS

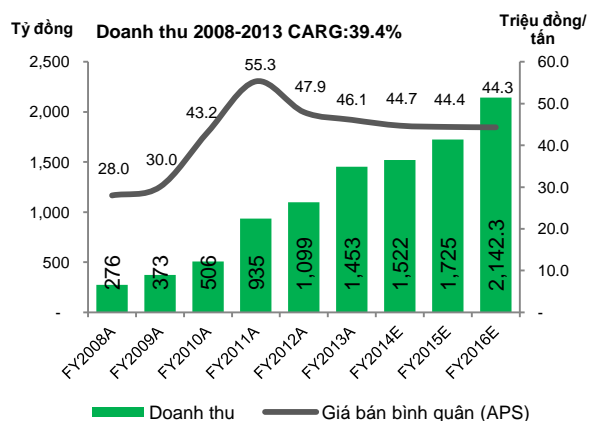
Tăng công suất để đón đầu các cơ hội từ TPP

Để đón đầu xu thế dịch chuyển đơn hàng dẫn đến sự dịch chuyển các nhà máy sản xuất vải từ Trung Quốc qua Việt Nam và cơ hội tăng thêm khi TPP được ký kết, STK đã triển khai dự án đầu tư nhà máy mở rộng tại Chi nhánh Trảng Bàng – Giai đoạn 3 với tổng vốn đầu tư lên tới 33.9 triệu USD. Dự kiến khi hoàn tất, nhà máy sẽ cung cấp thêm khoảng 15,000 tấn POY và 15,000 tấn DTY mỗi năm, nâng tổng công suất toàn Công ty lên hơn 52,000 tấn sợi mỗi năm. Dự kiến, 50% công suất sẽ được đưa vào khai thác thương mại từ đầu quý III/2015 và 50% còn lại sẽ tiếp tục được đưa vào khai thác từ quý I/2016.

Doanh thu tăng trưởng vượt trội nhờ mở rộng công suất

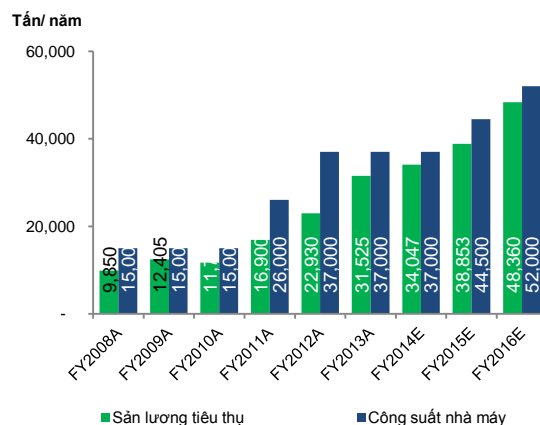
Trong giai đoạn 2008-2013, doanh thu tăng trưởng hơn 5 lần, đạt mốc 1.453 tỷ đồng vào cuối năm 2013, tương đương với tăng trưởng CAGR trung bình 39,4%/năm trong cùng thời kỳ. Doanh thu tăng nhanh trong giai đoạn này chủ yếu đến từ: 1) Sự gia tăng về công suất nhà máy cũng như sản lượng tiêu thụ qua các năm (hình 27); 2) Sự gia tăng của giá bán bình quân, từ 28 triệu đồng/tấn vào năm 2008 lên trung bình 49.8 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2011 - 2013. (Hình 26)

Hình 26 STK – Doanh thu và giá bán bình quân



Nguồn: STK, DAS

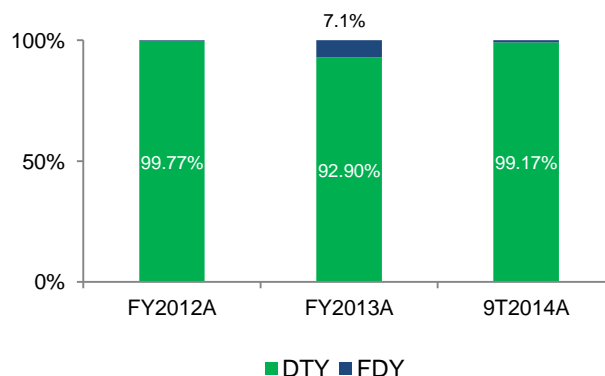
Hình 27 STK – Công suất nhà máy và sản lượng tiêu thụ



Nguồn: STK, DAS

Riêng 9 tháng đầu năm 2014, tổng doanh thu STK đạt 1,094.3 tỷ đồng, tăng 4.1% so với cùng kỳ năm ngoái và đạt 69.3% kế hoạch năm 2014. Hiện tại công ty chỉ thử nghiệm số lượng nhỏ FDY để thâm nhập thị trường, vì vậy doanh thu STK chủ yếu vẫn đến từ DTY (hình 28).

Hình 28 STK – Doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: STK

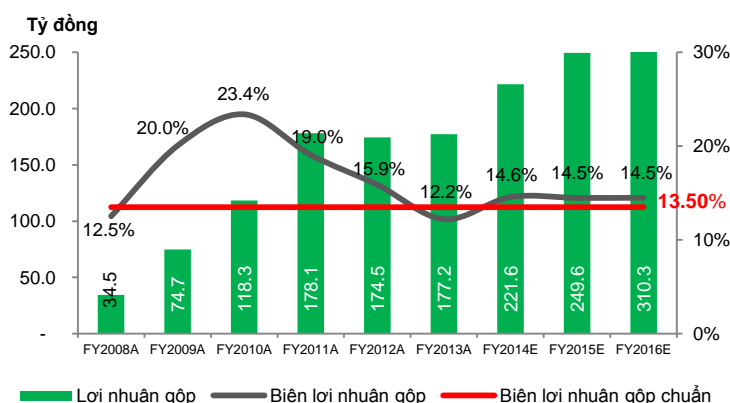
Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 1,522 tỷ đồng (+5% YoY), 1,725 tỷ đồng (+13% YoY) và 2,142 tỷ đồng (+24% YoY) lần lượt trong các năm FY2014E, FY2015E và FY2016E nhờ vào sản lượng tăng thêm khi nhà máy Trảng Bàng 3 bắt đầu đi vào hoạt động.

Lợi nhuận gộp biên phục hồi và duy trì ở mức 14.5%-14.6% trong giai đoạn FY2014E- FY2016E

Tương ứng với doanh thu tăng trưởng ổn định, lợi nhuận gộp từ hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty tăng mạnh qua các năm. Năm 2013, lợi nhuận gộp đạt 177 tỷ đồng, tăng hơn 5 lần so với lợi nhuận gộp 34,5 tỷ đồng đạt được trong năm 2008 hay tương ứng với tăng trưởng kép CARG đạt 38.7% trong giai đoạn 2008-2013.

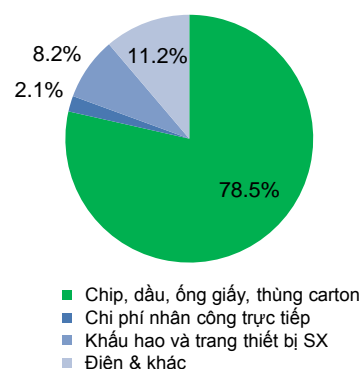
Việc phát triển theo chiều dọc (Công ty tự sản xuất POY bắt đầu từ năm 2008), gia tăng công suất cũng như giá bán tăng đã góp phần vào tăng lợi nhuận gộp trong thời kỳ này.

Hình 29 STK – Lợi nhuận gộp và lợi nhuận gộp biên



Nguồn: STK, DAS

Hình 30 STK – Cơ cấu giá vốn hàng bán năm 2013

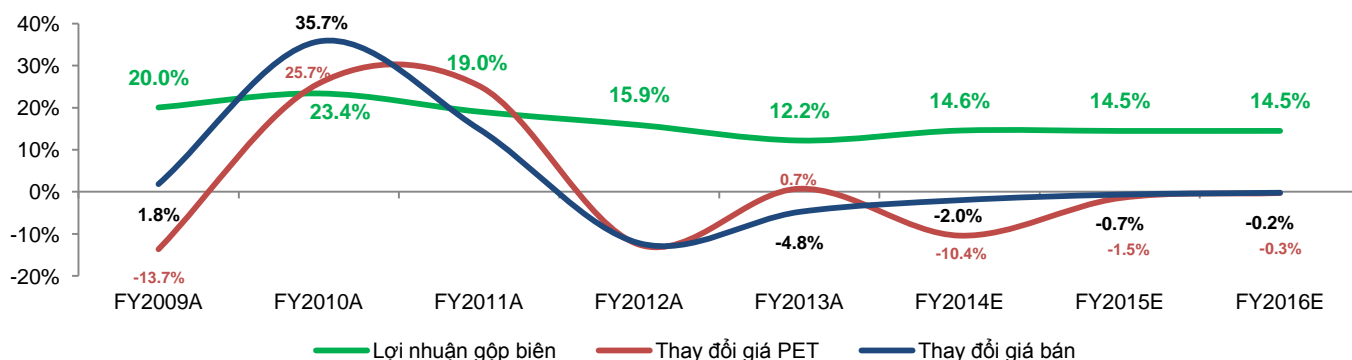


Nguồn: STK

Tuy nhiên, lợi nhuận gộp biên biến động mạnh trong giai đoạn 2008-2013. Trong năm 2010, lợi nhuận gộp biên đạt mức cao nhất với 23.4% và giảm dần xuống chỉ còn 12.2% trong năm 2013. Cùng với việc phát triển theo chiều dọc, chênh lệch giữa tốc độ tăng trưởng giá bán bình quân và tốc độ tăng trưởng giá hạt chip polyester (PET) là nhân tố chính ảnh hưởng đến biến động lợi nhuận gộp biên.

Điển hình như trong năm 2010, sự thiếu hụt sợi cotton trên toàn cầu đã làm giá bán tăng 35.7% YoY, trong khi giá PET tăng thấp hơn ở mức 25.7% YoY, do đó lợi nhuận gộp biên tăng lên 23.4% so với mức 20% trong năm 2009 (hình 31).

Hình 31 STK – Giá bán bình quân và giá chip polyester (PET)



Nguồn: STK, DAS

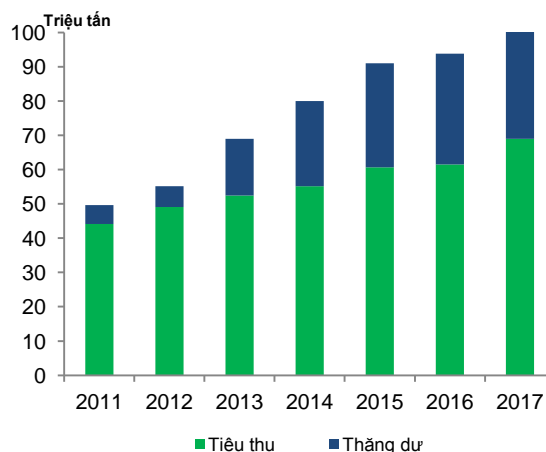
Với dự báo giá dầu thô ít biến động (hình 32) và tình trạng dư cung PTA trên phạm vi toàn cầu (hình 33) trong các năm tới, chúng tôi kỳ vọng STK tiếp tục duy trì mức lợi nhuận gộp biên trung bình 14.5%-14.6% (cao hơn mức lợi nhuận gộp biên chuẩn 13.5%) trong giai đoạn FY2014E-FY2016E nhờ vào việc điều chỉnh theo định kỳ giá cả các hợp đồng mua bán với khách hàng.

Hình 32 Giá dầu thô quá khứ và dự báo đến năm 2025



Nguồn: World Bank

Hình 33 Năng lực sản xuất PTA toàn cầu



Nguồn: The Fiber Year Consulting 2013

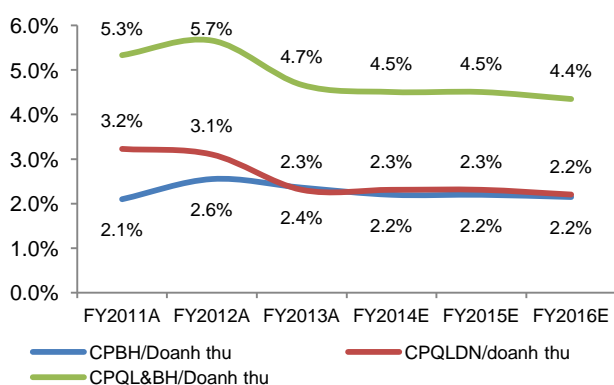
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp duy trì ổn định ở mức thấp

Hệ thống quản lý thông tin SAP All in One được triển khai trong năm 2011 và hoàn thiện khâu cuối cùng vào tháng 9/2013 đã giúp giảm đáng kể chi phí quản lý doanh nghiệp từ 3.2%/doanh thu năm 2011 xuống còn 2.3% trong năm 2013.

Hiệu quả hoạt động vẫn đang cải thiện, do đó, chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ cao hơn tốc độ tăng trưởng chi phí quản lý trong giai đoạn dự phóng. Chi phí quản lý doanh nghiệp/ doanh thu dự báo sẽ giảm về mức 2.2% trong năm 2016.

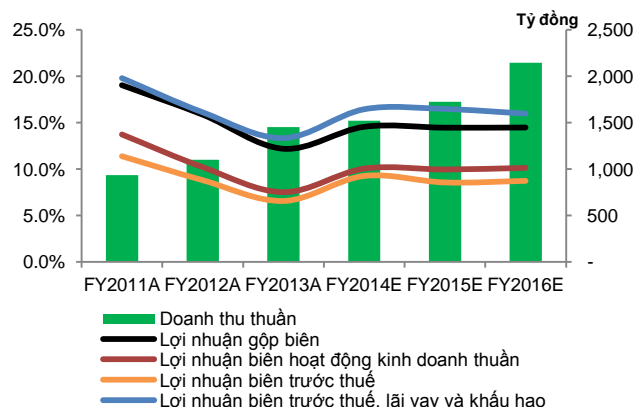
Xét một cách tổng thể, chúng tôi đưa ra dự báo chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/ doanh thu duy trì ở mức 4.4%-4.5% so với tổng doanh thu trong giai đoạn FY2014-FY2016E.

Hình 34 STK – Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp



Nguồn: STK, DAS

Hình 35 STK – Lợi nhuận sau thuế và các biên lợi nhuận



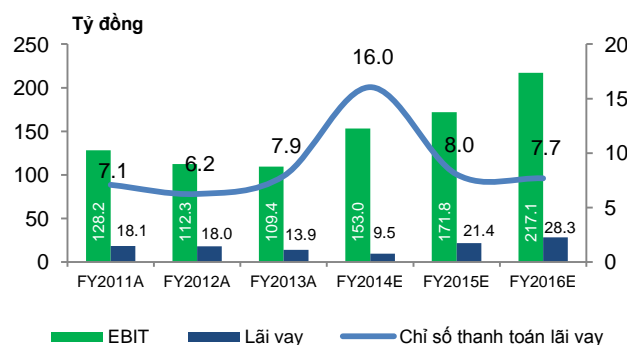
Nguồn: STK, DAS

Chi phí nợ vay thấp nhờ vào lãi suất vay USD ưu đãi

Doanh thu xuất khẩu chiếm trung bình 80% tổng doanh thu của STK trong các năm qua. Vì vậy STK có nguồn thu USD và từ đó có thể vay bằng đồng USD với lãi suất thấp.

Tính đến cuối tháng 9/2014, STK đang vay ngắn hạn với mức lãi suất ~1.8%/năm và vay dài hạn với mức lãi suất ~3.0%/năm, rất thấp so với mức vay bằng VND với lãi suất trung bình 8%-10%/năm.

Hình 36 STK – Chỉ số khả năng thanh toán lãi vay



Nguồn: STK, DAS

Hình 37 STK – Vay ngắn hạn và dài hạn đến cuối 09/2014

Chỉ tiêu	Lãi suất	Giá trị cuối kỳ (tỷ đồng)	Tiền tệ
Vay dài hạn	3.0%/năm	180.8	USD
Vay ngắn hạn	1.8%/năm	39.1	USD

Nguồn: STK

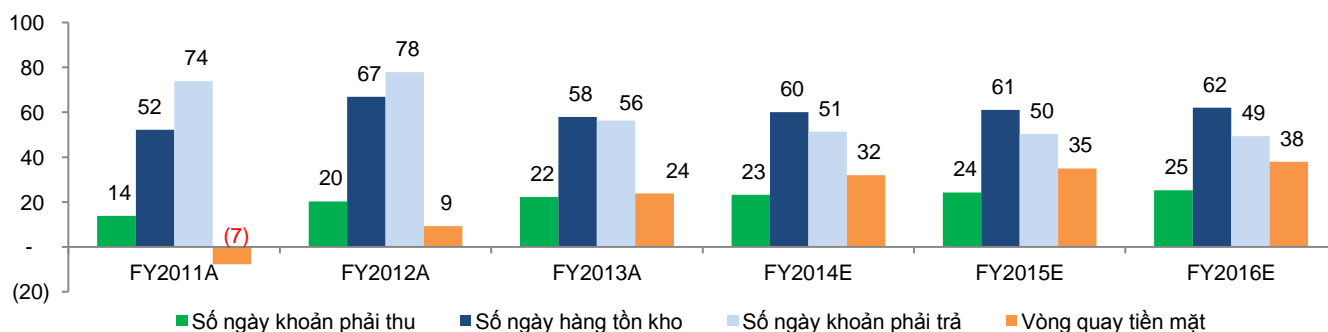
Vòng quay tiền mặt thấp

Số ngày phải thu của STK thấp hơn 1 tháng vì Công ty có lợi thế trong đàm phán hợp đồng bán hàng và thậm chí một số khách hàng phải trả tiền trước cho Công ty.

Ngày hàng tồn kho của STK đạt gần 2 tháng, trong đó công ty dự trữ nguyên vật liệu trong vòng 1 tháng để phòng vệ rủi ro biến động giá.

Trong quá khứ, số ngày khoản phải trả có lúc đạt trên 2 tháng phản ánh uy tín và khả năng đàm phán của STK với nhà cung ứng.

Hình 38 STK – Vòng quay tiền mặt



Nguồn: STK, DAS

Dự báo lợi nhuận khả quan

Hình 39 STK – Dự báo lợi nhuận

Chỉ tiêu	FY2011A	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	82.5	84.2	74.4	109.9	120.6	157.7
EPS (đồng/CP)	2,699	2,348	1,917	2,795	2,876	3,761
Tăng trưởng EPS	-2.8%	-13.0%	-18.4%	45.8%	2.9%	30.8%
EPS điều chỉnh	2,500	2,180	1,922	2,622	2,876	3,761
BVPS (đồng/CP)	17,047	17,375	16,201	14,905	16,281	17,542
ROAA	10.8%	8.9%	7.3%	9.9%	8.5%	9.4%
ROAE	23.1%	19.6%	15.3%	19.5%	18.4%	22.2%
PER (x)*	6.7	7.7	9.4	6.4	6.3	4.8
P/B (x)*	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0

(*) Dựa trên giá khởi điểm 18,000 đồng/CP

Nguồn: STK, DAS

Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm 2014 của STK đạt 81.9 tỷ đồng, hoàn thành 88.3% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2014 của STK và đạt 74.5% lợi nhuận dự phóng 109.9 tỷ của DAS trong năm FY2014E.

EPS cho các năm FY2014E, FY2015E, FY2016E lần lượt đạt 2,795 đồng/CP, 2,876 đồng/CP và 3,761 đồng/CP. Vì vậy, ROE cũng tăng từ 15.3% trong năm FY2013A lên mức trung bình 20% trong vòng 3 năm tới.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi thực hiện định giá lần đầu cổ phiếu STK với đánh giá **MUA** và đưa ra mức giá mục tiêu là **26,861 đồng/CP** cao hơn **49.2%** so với mức giá khởi điểm 18,000 đồng/CP.

Chúng tôi sử dụng cả hai phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh, với tỷ trọng mỗi phương pháp bằng nhau để xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu STK.

Hình 40 STK – Định giá sau IPO

Phương pháp – (đồng/CP)	FY2014E	FY2015E	FY2016E
Giá theo pp P/E - 12.2x	34,220	35,213	46,044
Giá theo pp P/B - 1.3x	19,105	20,869	22,485
Bình quân phương pháp so sánh	26,663	28,041	34,265
FCFE	23,927	27,735	30,980
FCFF	30,190	27,788	42,422
Bình quân phương pháp DCF	27,059	27,762	36,071
Giá bình quân	26,861	27,902	35,483
Tăng (so với giá 18,000 đồng/CP)	49.2%	55.0%	97.1%

Nguồn: DAS

Phương pháp so sánh đưa ra giá mục tiêu 26,663 đồng/CP

Chúng tôi lựa chọn các công ty cùng ngành, bao gồm cả những công ty trong khu vực và nội địa đang hoạt động trong lĩnh vực từ sợi cho đến may mặc.

Trong những năm qua, STK đã cạnh tranh trực tiếp với các công ty khu vực và trên thế giới trong ngành sản xuất sợi để mở rộng thị phần xuất khẩu. Vì vậy, chúng tôi không sử dụng mức chiết khấu thông thường khi so sánh một công ty Việt Nam với các công ty trong vùng. Thêm vào đó, mặc dù Công ty chưa niêm yết nhưng chúng tôi không sử dụng mức chiết khấu thanh khoản (liquidity discount) vì Công ty đã có kế hoạch niêm yết ngay sau khi IPO thành công. Vì vậy, chúng tôi xác định mức P/B và P/E hợp lý cho STK lần lượt là 1.3x và 12.2x (Hình 41).

Hình 41 Các công ty Dệt may khu vực Châu Á

Tên Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn hoá (Triệu USD)	ROE	FY13P/E	P/E TTM	FY13P/B	P/B TTM
GIL	Việt Nam	Dệt may	16.2	18.4%	4.5	4.2	0.9	0.8
GMC	Việt Nam	Dệt may	18.9	24.2%	5.0	7.2	1.5	1.9
Hong Yi Fiber Ind	Đài Loan	Dệt	52.5	6.5%	10.5	11.7	0.7	0.8
Acelon	Đài Loan	Dệt	78.2	6.0%	19.3	24.2	1.2	1.4
TCM	Việt Nam	Dệt may	78.5	16.6%	8.2	10.9	1.4	2.2
Yi Jinn Industrial	Đài Loan	Dệt	94.8	4.7%	11.2	9.4	1.1	0.6
Lanfa	Đài Loan	Dệt	119.5	4.4%	17.1	13.6	0.8	0.8
Kyokuyo Sangyo Co., Ltd.	Nhật Bản	Dệt	256.3	6.8%	17.5	11.6	1.2	1.4
Unifi Inc.	Mỹ	Dệt	485.5	5.8%	24.6	17.5	1.4	1.7
STK	Việt Nam	Dệt	35-40	15.3%		9.37		1.11
Bình quân gia quyền theo mức vốn hoá						14.62		1.43
Trung vị						11.6		1.37
Trung bình					10.3%	12.2		1.3

Nguồn: Bloomberg, DAS

Với FY2014E EPS và FY2014E BVPS lần lượt là 2,795 đồng/CP và 14,905 đồng/CP, chúng tôi xác định giá mục tiêu cho STK tính theo phương pháp P/E là 34,220 đồng/CP và phương pháp P/B là 19,105 đồng/CP.

Hình 42 STK – Định giá sau IPO – Phương pháp so sánh

Chỉ tiêu	FY2011A	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
EPS (đồng/CP)	2,699	2,348	1,917	2,795	2,876	3,761
BVPS (đồng/CP)	17,047	17,375	16,201	14,905	16,281	17,542
P/E (x) mục tiêu				12.2	12.2	12.2
P/B (x) mục tiêu				1.3	1.3	1.3
Giá theo pp P/E (đồng/CP)				34,220	35,213	46,044
Giá theo pp P/B (đồng/CP)				19,105	20,869	22,485
Giá bình quân (Đồng/CP)				26,663	28,041	34,265
Tăng (so với giá 18,000 đồng/CP)				48.1%	55.8%	90.4%

Nguồn: Bloomberg, DAS

Hình 43 STK – Phân tích độ nhạy (đồng/CP) – P/E

P/E	FY2014E	FY2015E	FY2016E
	2,795	2,876	3,761
10.2	28,629	29,461	38,522
11.2	31,425	32,337	42,283
12.2	34,220	35,213	46,044
13.2	37,015	38,090	49,805
14.2	39,810	40,966	53,566

Nguồn: STK, DAS

Hình 44 STK – Phân tích độ nhạy (đồng/CP) – P/B

P/B	FY2014E	FY2015E	FY2016E
	14,905	16,281	17,542
1.1	16,124	17,613	18,977
1.2	17,615	19,241	20,731
1.3	19,105	20,869	22,485
1.4	20,596	22,497	24,240
1.5	22,086	24,125	25,994

Nguồn: STK, DAS

Phương pháp DCF đưa ra giá mục tiêu là 27,059 đồng/CP

Chúng tôi giả định chi phí sử dụng vốn K(e) là 17% dựa trên mức lãi suất phi rủi ro 7.5%, beta giả định 1.0 (vì STK chưa giao dịch trên sàn) và phần bù rủi ro thị trường là 9.5%. Đồng thời, chúng tôi sử dụng mức tăng trưởng dài hạn (g) 5% căn cứ trên tốc độ tăng trưởng ổn định của ngành sợi Việt Nam.

Hình 45 STK – Ước tính WACC

Chỉ tiêu	
Phần bù rủi ro thị trường (%)	9.5%
Lãi suất phi rủi ro (%)	7.5%
Phần bù rủi ro quốc gia (%)	0.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp (%)	22.0%
Beta giả định	1.0
Tốc độ tăng trưởng dài hạn g (%)	5.0%
Chi phí sử dụng vốn k(e)	17.0%
WACC	13.4%

Nguồn: STK, DAS

Hình 46 STK – Ước tính đầu tư tài sản mới và kế hoạch vay nợ

Chỉ tiêu	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	FY2014E	FY2015E
Giải ngân	100%	30%	70%
CAPEX	729.0	218.7	510.3
Vay	515.0	126.0	389.0
Tăng VCSH	≥54.0	≥54.0	-

Nguồn: STK, DAS

Chi mua sắm và xây dựng tài sản cố định

Để huy động tổng vốn đầu tư 729 tỷ đồng (33.9 triệu USD) cho nhà máy Trắng Bàng 3, Công ty đã có kế hoạch vay 70% qua kênh ngân hàng với khoản vay bằng USD, thời hạn 7 năm (ân hạn 2 năm) lãi suất LIBOR 3 tháng +2.3%. Đây là mức lãi suất ưu đãi nhờ vào uy tín lâu năm cũng như mối quan hệ tốt với ngân hàng (hình 46).

Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp

Nhà máy Trắng Bàng 3 được hưởng mức mức thuế ưu đãi 20% trong vòng 10 năm. Thêm vào đó, nhà máy này sẽ được miễn thuế trong 2 năm đầu hoạt động và giảm 50% thuế trong 4 năm tiếp theo. Do đó, chúng tôi dự báo mức thuế trung bình chung STK phải trả lần lượt 22.0%, 18.3% và 15.7% trong ba năm FY2014E-FY2016E.

Dựa trên các giả định trên, mô hình dự báo của chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho STK là 30,190 đồng/CP theo phương pháp FCFF và 23,927 đồng/CP theo phương pháp FCFE.

Hình 47 STK – Phân tích độ nhạy (đồng/cp) – FCFF

g	WACC				
	11.4%	12.4%	13.4%	14.4%	15.4%
3.0%	30,899	25,636	21,402	17,924	15,020
4.0%	37,185	30,541	25,328	21,134	17,688
5.0%	45,436	36,772	30,190	25,026	20,870
6.0%	56,743	44,950	36,366	29,845	24,729
7.0%	73,190	56,156	44,471	35,967	29,506

Nguồn: STK, DAS

Hình 48 STK – Phân tích độ nhạy (đồng/cp) – FCFE

g	K _e				
	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%
3.0%	24,340	22,376	20,694	19,238	17,966
4.0%	26,433	24,132	22,186	20,521	19,079
5.0%	28,945	26,207	23,927	22,000	20,350
6.0%	32,015	28,697	25,985	23,726	21,817
7.0%	35,852	31,741	28,454	25,766	23,529

Nguồn: STK, DAS

Tóm tắt Báo cáo tài chính và dự phóng

Hình 49 STK – Bảng cân đối kế toán và dự phóng (ĐVT: tỷ đồng)

Bảng cân đối kế toán	FY2011A	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
Tiền và tương đương tiền	69.2	24.1	75.6	82.5	56.7	142.8
Khoản phải thu	38.1	83.4	94.1	97.1	114.8	148.1
Hàng tồn kho	143.3	194.8	210.3	213.7	246.6	306.2
Tài sản ngắn hạn khác	39.0	10.2	24.3	28.0	29.4	32.2
Tổng tài sản ngắn hạn	289.6	312.4	404.3	421.4	447.5	629.2
Tài sản cố định hữu hình	537.0	651.2	568.7	718.0	1,146.8	1,042.7
<i>Trong đó: Xây dựng cơ bản dở dang</i>	<i>75.4</i>	<i>12.3</i>	<i>1.8</i>	<i>218.7</i>	<i>510.3</i>	-
Tài sản cố định vô hình	-	8.4	9.0	9.7	10.6	11.8
Tài sản khác	48.0	44.5	43.5	41.5	39.0	37.0
Tổng tài sản	874.6	1,016.6	1,025.5	1,190.7	1,643.9	1,720.7
Vay ngắn hạn	60.1	36.8	71.1	54.7	102.7	198.3
Phải trả người bán	201.8	192.0	202.0	183.0	203.6	247.1
Chi phí trả trước	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác		38.3	32.9	33.6	37.5	44.0
Tổng nợ ngắn hạn	315.0	267.0	306.0	271.3	343.8	489.4
Vay dài hạn	169.0	279.9	216.0	294.0	616.9	495.3
Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Tổng nợ phải trả	484.4	547.3	522.4	565.6	961.1	985.0
Vốn điều lệ	229.9	274.9	315.4	423.1	423.1	423.1
Lợi nhuận giữ lại	130.6	164.7	198.2	187.4	245.1	298.0
Các quỹ khác	29.7	29.6	(10.6)	14.6	14.4	14.1
Tổng vốn chủ sở hữu	390.2	469.2	503.1	625.1	682.8	735.7
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	874.6	1,016.6	1,025.5	1,190.7	1,643.9	1,720.7

Nguồn: STK, DAS

Hình 50 STK – Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và dự phóng (ĐVT: tỷ đồng)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh	FY2011A	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
Doanh thu thuần	934.9	1,099.2	1,453.0	1,521.9	1,725.1	2,142.3
Giá vốn hàng bán	(756.8)	(924.7)	(1,275.8)	(1,300.3)	(1,475.5)	(1,832.0)
Lợi nhuận gộp	178.1	174.5	177.2	221.6	249.6	310.3
Chi phí bán hàng	(30.2)	(34.1)	(33.5)	(35.1)	(39.8)	(47.1)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(19.6)	(28.1)	(34.3)	(33.5)	(38.0)	(46.1)
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	128.2	112.3	109.4	153.0	171.8	217.1
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA)	184.9	177.1	193.8	250.2	284.1	342.2
Lợi nhuận thuần từ hoạt động đầu tư	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính	(6.2)	(15.2)	(11.0)	(7.0)	(19.1)	(25.0)
Lợi nhuận khác	0.2	(0.4)	(0.2)	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	106.5	96.8	95.2	141.0	147.6	187.0
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(24.0)	(12.6)	(20.8)	(31.0)	(27.0)	(29.3)
Lợi nhuận sau thuế (PAT)	82.5	84.2	74.4	109.9	120.6	157.7

Nguồn: STK, DAS

Hình 51 STK – Báo cáo lưu chuyển tiền tệ và dự phóng (ĐVT: tỷ đồng)

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	FY2011A	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	128.2	112.3	109.4	153.0	171.8	217.1
Khấu hao	56.7	64.8	84.4	97.2	112.2	125.1
Tăng hàng tồn kho	(69.8)	(51.5)	(15.6)	(3.4)	(32.8)	(59.6)
Tăng (giảm) các khoản phải trả	19.8	(17.3)	(19.9)	(3.0)	(17.7)	(33.2)
Tăng các khoản trả trước	0.0	0.0	0.0	(3.7)	(1.4)	(2.8)
Tăng tài sản ngắn hạn khác	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng (giảm) các khoản phải trả	93.3	(19.3)	6.1	(19.0)	20.6	43.5
Tăng (giảm) các khoản trả trước	(5.6)	4.6	0.5	0.2	0.7	0.0
Tăng phải trả ngắn hạn khác	0.0	0.0	0.0	0.4	3.2	6.5
Thay đổi vốn lưu động	37.8	(83.5)	(29.0)	(28.5)	(27.4)	(45.6)
Dòng tiền khác từ hoạt động kinh doanh	(4.9)	(5.1)	(6.6)	(12.5)	(14.0)	(3.5)
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	217.7	88.6	158.3	209.1	242.7	293.0
Chi phí lãi vay	(19.4)	(17.3)	(13.4)	(7.0)	(19.1)	(25.0)
Lãi từ hoạt động đầu tư	0.0	0.0	0.0	(7.2)	(7.2)	(7.2)
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp	(11.1)	(19.2)	(20.3)	(31.0)	(27.0)	(29.3)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	187.2	52.1	124.5	163.9	189.4	231.5
Tiền chi để mua sắm và xây dựng tài sản cố định	(58.7)	(187.0)	(2.5)	(232.7)	(525.5)	(77.8)
Tiền thu thanh lý tài sản cố định	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	61.2
Khác	11.4	2.8	2.9	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(47.3)	(184.1)	0.4	(232.7)	(525.5)	(16.7)
Tiền chi trả cổ tức	0.0	0.0	(40.5)	(41.9)	(62.9)	(104.8)
Tiền thu phát hành cổ phiếu	3.7	0.0	0.0	54.0	0.0	0.0
Tăng lợi ích cổ đông thiểu số	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dòng tiền hoạt động tài chính khác	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
Chênh lệch tỷ giá	0.0	0.0	0.0	2.1	2.1	2.1
Thay đổi nợ vay	(110.4)	87.0	(32.8)	61.5	371.0	(26.0)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(106.7)	86.9	(73.4)	75.7	310.2	(128.8)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	36.1	69.2	24.1	75.6	82.5	56.7
Tăng giảm tiền và tương đương tiền trong kỳ	33.2	(45.1)	51.5	7.0	(25.9)	86.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	69.2	24.1	75.6	82.5	56.7	142.8

Nguồn: STK, DAS

Hình 52 STK – Phân tích Dupont

Phân tích Dupont	FY2011A	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
EBIT/ Doanh thu	12.1%	10.2%	7.3%	9.7%	9.7%	9.9%
Doanh thu/ Tổng tài sản	122.5%	116.2%	142.3%	137.3%	121.7%	127.3%
EBIT/ EBT	94.5%	86.4%	89.7%	95.3%	88.5%	88.2%
EBT/ Tổng tài sản	14.0%	10.2%	9.3%	12.7%	10.4%	11.1%
NPA/ EBT	77.4%	87.0%	78.1%	78.0%	81.7%	84.3%
ROAA	10.8%	8.9%	7.3%	9.9%	8.5%	9.4%
ROEA	23.1%	19.6%	15.3%	19.5%	18.4%	22.2%

Nguồn: STK, DAS

Hình 53 STK – Tỷ số tài chính

Chỉ tiêu	FY2010A	FY2011A	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
Lợi nhuận gộp biên	23.4%	19.0%	15.9%	12.2%	14.6%	14.5%	14.5%
EBITDA biên	22.7%	19.8%	16.1%	13.3%	16.4%	16.5%	16.0%
Lợi nhuận sau thuế biên	15.5%	8.8%	7.7%	5.1%	7.2%	7.0%	7.4%
ROAA	12.0%	10.8%	8.9%	7.3%	9.9%	8.5%	9.4%
ROAE	24.1%	23.1%	19.6%	15.3%	19.5%	18.4%	22.2%
Nợ thuần/ VCSH	51.3%	41.0%	62.3%	42.0%	42.6%	97.1%	74.9%
Chỉ số thanh toán hiện tại	142.2%	91.9%	117.0%	132.1%	155.4%	130.1%	128.6%
Chỉ số thanh toán nhanh	94.3%	46.5%	44.1%	63.4%	76.6%	58.4%	66.0%
Chỉ số thanh toán tiền mặt	23.5%	22.0%	9.0%	24.7%	30.4%	16.5%	29.2%
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	78.34	82.5	84.2	74.4	109.9	120.6	157.7
EPS (đồng/CP)	2,776	2,699	2,348	1,917	2,795	2,876	3,761
Tăng trưởng EPS		-2.8%	-13.0%	-18.4%	45.8%	2.9%	30.8%
EPS điều chỉnh (đồng/CP)	2,792	2,500	2,180	1,922	2,622	2,876	3,761
BVPS (đồng/CP)	16,579	17,047	17,375	16,201	14,905	16,281	17,542
PER(x)*	6.5	6.7	7.7	9.4	6.4	6.3	4.8
P/B(x)*	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0

(*): Dựa trên giá khởi điểm 18,000 đồng/CP

Nguồn: STK, DAS

Phụ lục I: Ngành Dệt May thế giới

Hình 54 Chuỗi giá trị dệt may



Thiên nhiên



- Cotton
- Len và lông thú
- Lụa
- Gai

Nhân tạo



- Tổng hợp
 - Polyester
 - Nylon
 - Acrylic
 - Polypropylene
 - Polyamide
- Cellulosic

Sợi được kéo (Spun)



- Cotton & sợi nhân tạo
- Len và lông thú

Sợi Filament

- Sợi nhân tạo
- Lụa

Vải dệt



Vải đan

Vải không dệt

Vải công nghiệp

Quần áo



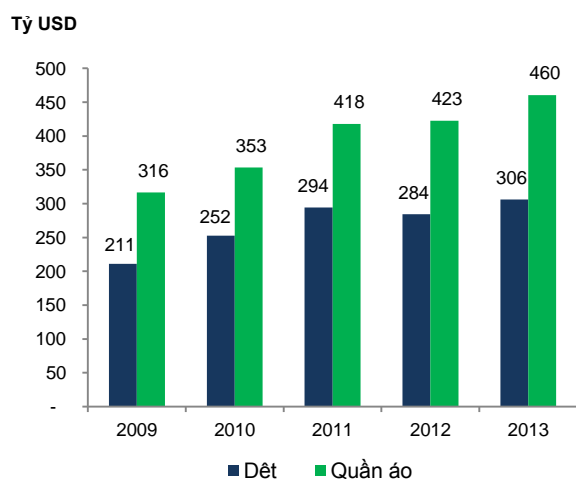
Dệt gia dụng
(khăn, trải giường, áo gối..)

Thảm trải sàn

Khác (Vali, túi xách..)

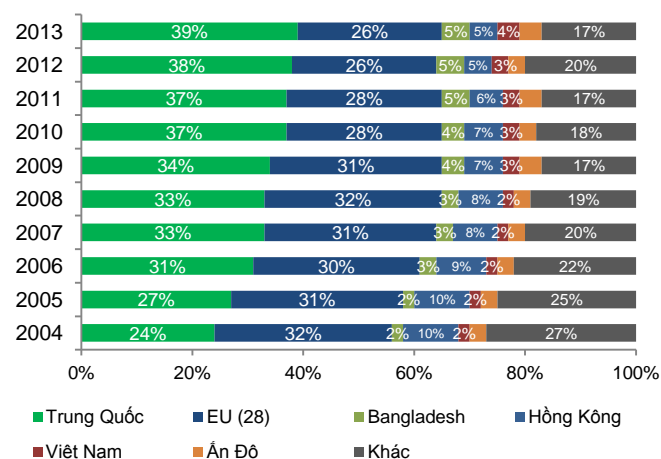
Nguồn: International Trade Commission, DAS

Hình 55 Kim ngạch xuất khẩu Dệt may toàn cầu



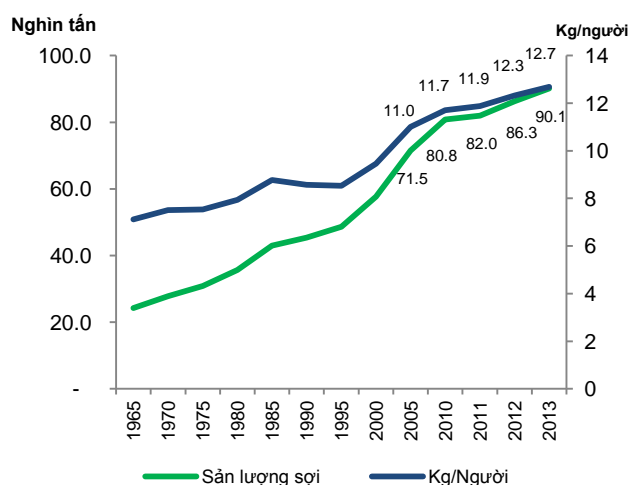
Nguồn: WTO International Trade Statistics

Hình 56 Cơ cấu giá trị ngành may mặc toàn cầu

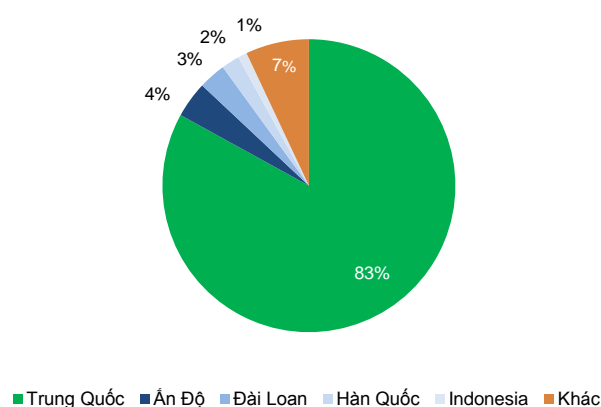


Nguồn: Euromonitor

Hình 57 Sản lượng sợi toàn cầu và dân số



Hình 58 Cơ cấu sản phẩm dệt từ polyester toàn cầu theo quốc gia



Nguồn: US Census Bureau, Oerlikon, The Fiber Year Consulting 2013

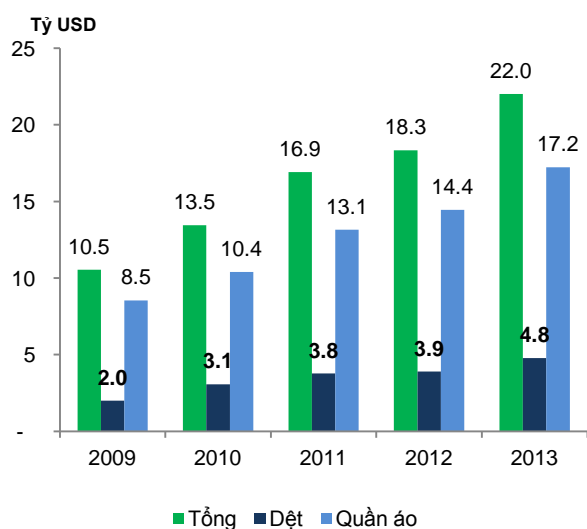
Hình 59 Dự báo xu hướng thị trường sợi

Thị trường	Xu hướng dịch chuyển sang	Giảm thị phần
Thảm	Polyester Filament	Polyamide và Polypropylene Filament
Vải không dệt	Sợi Cellulosic và Polypropylene	Cotton
Quần áo may sẵn	Polyester và Cellulosic	Polyamide Filament
Túi hơi (Vô bọc)	Polyester Filament	Polyamide Filament
Quần áo may đo	Polyester	Len

Nguồn: Tecnon Orbichem

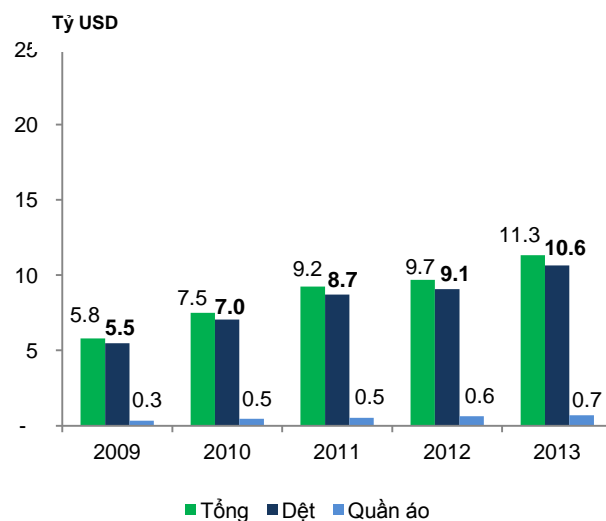
Phụ lục II: Ngành Dệt May Việt Nam

Hình 60 Kim ngạch xuất khẩu Dệt may Việt Nam



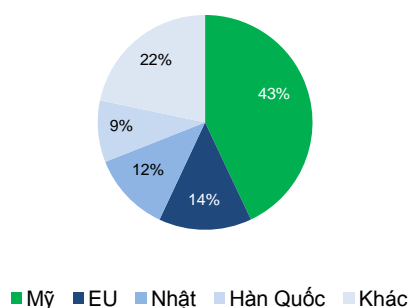
Nguồn: WTO International Statistics

Hình 61 Kim ngạch nhập khẩu Dệt may Việt Nam



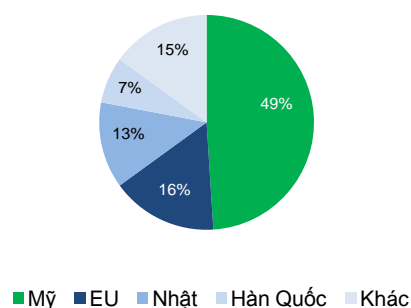
Nguồn: WTO International Statistics

Hình 62 Cơ cấu xuất khẩu Dệt may Việt Nam năm 2012



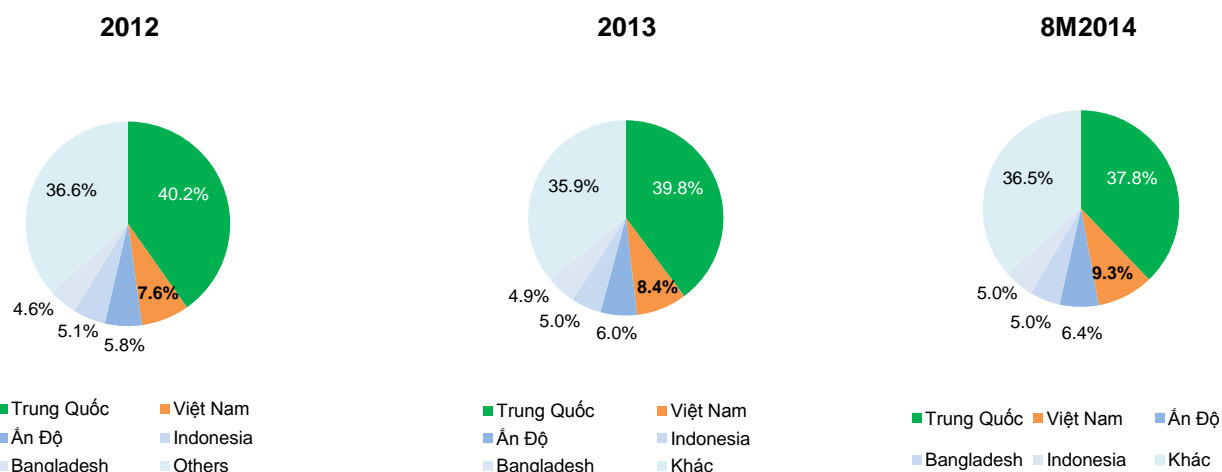
Nguồn: Tổng cục thống kê

Hình 63 Cơ cấu xuất khẩu Dệt may Việt Nam năm 2013



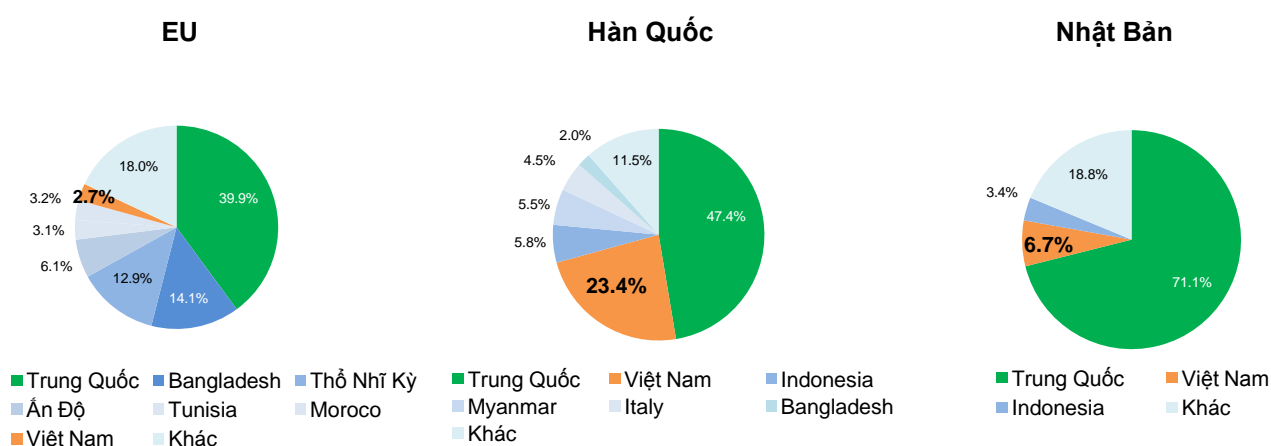
Nguồn: Tổng cục thống kê

Hình 64 Tỷ trọng nhập khẩu Dệt may của Mỹ theo quốc gia



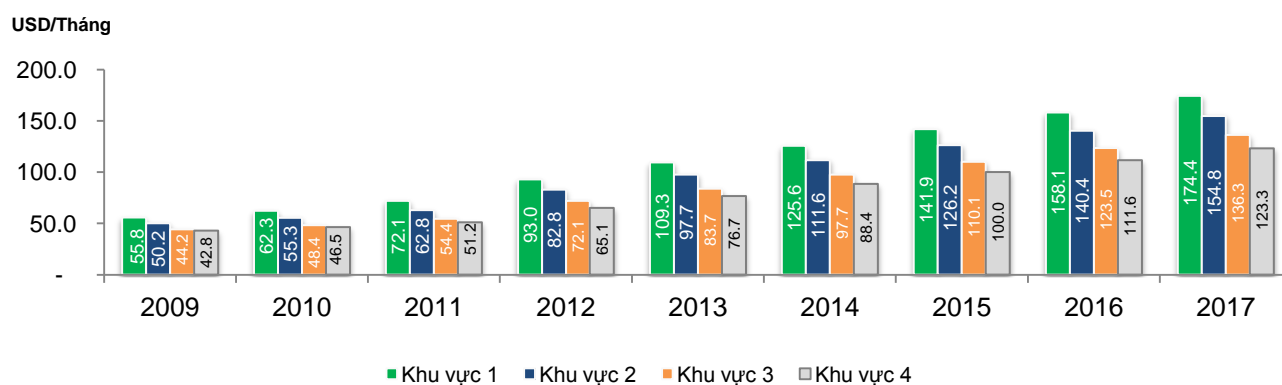
Source: OTEXA

Hình 65 Tỷ trọng nhập khẩu Dệt may của EU, Hàn Quốc và Nhật Bản năm 2013



Nguồn: WTO International Statistics, Eurostat, VITAS

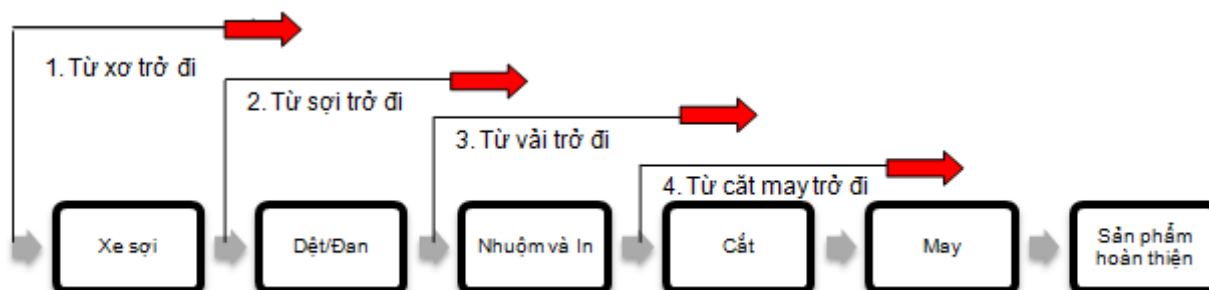
Hình 66 Dự báo mức lương cơ bản Việt Nam



Nguồn: Amcharm

Phụ lục III: Quy tắc xuất xứ

Hình 67 Quy tắc xuất xứ



1. Từ xơ trở đi – Nguyên liệu thô, như cotton phải được sản xuất trong khu vực TPP.
2. Sợi trở đi – Nguyên liệu thô có thể sản xuất ở bất kỳ khu vực nào nhưng các khâu sản xuất từ sợi về sau phải được thực hiện trong khu vực TPP.
3. Vải trở đi – Nguyên liệu thô và sợi có thể sản xuất ở bất kỳ khu vực nào, nhưng vải phải được đan hoặc dệt trong khu vực TPP.
4. Cắt và May – Chỉ cần khâu cắt và may được thực hiện trong khu vực TPP.

Nguồn: DAS

Phụ lục IV: Thuế suất nhập khẩu hàng Dệt May tại Mỹ

Hình 68 Thuế suất nhập khẩu hàng Dệt may tại Mỹ

Quốc gia	Sợi	Vải dệt	Vải đan	Vải không dệt	Vải công nghiệp	Hàng may mặc
Thành viên FTA						
Úc	0-5	0-5	5-10	5	0-5	0-10
Chile	6	6	6	6	6	6
Colombia	5-15	5-10	5-10	5-10	5-10	15
Israel	0-8	0-12	0-12	0-12	0-14	0-12
Jordan	0-20	0	0	0	0-20	0-20
Morocco	2.50	2.5-25	10-25	2.50	2.5-30	2.5-30
Panama	0-15	0-15	0	0	0-15	0-15
Peru	0-11	0-11	0-11	0-6	0-11	6-11
Hàn Quốc	0-8	2-13	10	8	8-10	8-13
Các nước CAFTA-DR						
Costa Rica	0-5	0-9	0-9	10	0-9	0-14
Dominican Republic	0	0-14	0-8	0	0-20	3-20
El Salvador	0-5	0-10	0-10	0	0-10	0-15
Guatemala	0	0-10	0-10	0	0-10	0-15
Honduras	0-5	0-10	0-10	0	0-10	0-15
Nicaragua	0-5	0-10	5-10	0	0-10	0-10
NATA						
Mexico	0-15	15	0-15	15	0-15	30
Canada	0-8	0-8	0-8	0	0-18	0-18
Các nước đang đàm phán TPP						
Brunei	0	0	0	0	0-10	0
Nhật Bản	0-6.9	2.5-12.5	4-9.8	0-4.3	2.8-6.6	4.4-12.8
Malaysia	0-30	0-10	15	20	0-20	0-20
New Zealand	0-5	0-5	0-5	5	0-5	0-10
Việt Nam	0-5	12	12	12	0-12	5-20
Các quốc gia khác						
Bangladesh	5-25	25	25	25	2-25	10-25
Trung Quốc	2-10	10-14	10-12	10	8-14	14-25
EU	0-5	3-8	6.5-8	4	4-8	6.3-12
Philippines	1-10	1-10	1-10	15	0-15	1-15
Thái Lan	1-5	5-17.5	5	5	1-30	10-30

Nguồn: U.S. Department of Commerce, Office of Textiles and Apparel (OTEXA)

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được thực hiện bởi Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) dựa trên các thông tin được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân mà không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư chỉ nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin trong báo cáo này.

DAS có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng DAS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.