

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CTCP SỢI THẾ KỲ

Tháng 11 - 2014

CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Website: bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

Chuyên viên phân tích: Hà Thị Thu Hằng

Điện thoại: (84 8) 3914 6888

Email: hathithuhang@baoviet.com.vn

THÔNG TIN ĐỢT CHÀO BÁN IPO

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Tiềm năng tăng trưởng ngành sợi tích cực
- Sản phẩm có khả năng cạnh tranh cao
- Chính sách đa dạng hóa khách hàng
- Doanh thu tăng trưởng nhanh cùng với sự biến động mạnh của biên lợi nhuận gộp
- Kế hoạch kinh doanh 2014-2016 khả quan

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Mức độ cạnh tranh ngày càng cao
- Rủi ro biến động giá nguyên liệu

NHẬN ĐỊNH CỦA BVSC

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THỂ KỲ

THÔNG TIN ĐỢT CHÀO BÁN IPO

UBCKNN đã chấp thuận cho Công ty Cổ Phần Sợi Thể Kỳ (STK) phát hành mới 3.000.000 cổ phiếu và cổ đông lớn của STK là Red River Holding (RRH) chào bán 2.000.000 cổ phiếu hiện hữu ra công chúng. Thông tin về đợt chào bán như sau:

- Loại cổ phần chào bán: Cổ phần phổ thông
- Vốn điều lệ của Công ty CP Sợi Thể Kỳ: 393.053.360.000 đồng
- Mệnh giá: 10.000 đồng/cổ phần
- Số lượng cổ phần: 39.305.336 cổ phần
- Số lượng phát hành ra công chúng: 5.000.000 cổ phần
- Giá khởi điểm: 18.000 đồng/cổ phần.
- Thời gian đầu giá: 9/12/2014

Cơ cấu cổ đông	Trước IPO		Sau IPO	
	Số lượng CP	Tỷ lệ	Số lượng CP	Tỷ lệ
CTCP Tư vấn đầu tư Hướng Việt	7.928.668	20,17%	7.928.668	18,74%
Ông Đặng Triệu Hòa	5.881.419	14,96%	5.881.419	13,90%
Bà Đặng Mỹ Linh	3.608.251	9,18%	3.608.251	8,53%
Ông Đặng Hướng Cường	3.608.251	9,18%	3.608.251	8,53%
Red River Holding	2.000.000	5,09%	-	-
Các cổ đông khác	15.787.513	40,17%	15.787.513	37,32%
Cổ phiếu quỹ	491.234	1,25%	491.234	1,16%
Phát hành cho nhà đầu tư khác			5.000.000	11,82%
Tổng	39.305.336	100,00%	42.305.336	100,00%

(Nguồn: STK)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ❑ **Tiềm năng tăng trưởng ngành sợi tích cực.** Các doanh nghiệp dệt may của Việt Nam hiện nay chủ yếu nhập vải nguyên liệu vì sản xuất trong nước chỉ đáp ứng ~15-20% nhu cầu. Nguyên nhân không chỉ do ngành dệt nhuộm nước ta chưa phát triển mà còn vì sự khác biệt về chủng loại và chất lượng sợi sản xuất so với nhu cầu. Theo Hiệp hội Bông sợi Việt Nam, thị trường xơ sợi Polyester nội địa hiện nay có nhu cầu khoảng 260.000 tấn xơ PSF và 110.000 tấn sợi DTY mỗi năm, nhưng chỉ riêng năm 2013 Việt Nam phải nhập khẩu từ nước ngoài 156.000 tấn xơ và 73.000 tấn sợi, chiếm trên 60% nhu cầu so với thực tế. Nhằm nâng tỷ lệ nội địa hóa toàn ngành lên mức 70% vào năm 2030, Chính phủ đã đưa ra đề án phát triển công nghiệp hỗ trợ ngành dệt may. Với đề án này, các doanh nghiệp sản xuất sợi sẽ có nhiều cơ hội để khai thác thị trường nội địa. Bên cạnh đó, làn sóng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam đang tăng dần và tiếp tục rõ nét do Trung Quốc đang mất dần

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THẾ KỶ

sức hấp dẫn trong mắt nhà đầu tư do chi phí (nhân công, phí thuê đất, môi trường...) đất lên. Ngoài ra, Hiệp định đối tác chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP) đang trong quá trình đàm phán sẽ là động lực thu hút đầu tư vào ngành dệt, nhuộm, may mặc ở Việt Nam, kéo theo nhu cầu sử dụng sợi được sản xuất tại Việt Nam và các nước thành viên TPP. Với lợi thế là một trong số ít doanh nghiệp tại Việt Nam thỏa mãn yêu cầu “Từ sợi trở đi”, nhu cầu sợi từ STK được đánh giá là sẽ tăng mạnh trong thời gian tới.

- ❑ **Sản phẩm có khả năng cạnh tranh cao.** Sản phẩm chính của STK là sợi Draw Textured Yarn (DTY) và Fully Drawn Yarn (FDY), gọi chung là sợi polyester filament (PFY). Trong đó, công ty chủ yếu sản xuất sợi DTY với doanh thu DTY chiếm 93% năm 2013. Nguyên liệu đầu vào là polyester chip, nhập khẩu 90% từ Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật và Đức. Sợi PEY có ưu thế hơn so với loại sợi cotton về giá cả, chất lượng và tính hữu dụng nên ngày càng được ứng dụng rộng rãi trong ngành dệt may (quần áo, giày dép, đồ dùng gia đình) và công nghiệp (lốp xe, dây an toàn). Giai đoạn 2005-2013, tổng tiêu thụ sợi dài Polyester toàn cầu tăng bình quân 8,6%/năm trong khi sợi cotton tăng trưởng âm 0,75%/năm và sợi ngắn tăng trưởng 3,7%/năm. Hiện nay Việt Nam chỉ có 5 công ty sản xuất DTY và STK là doanh nghiệp có khả năng cạnh tranh cao cả về năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm.

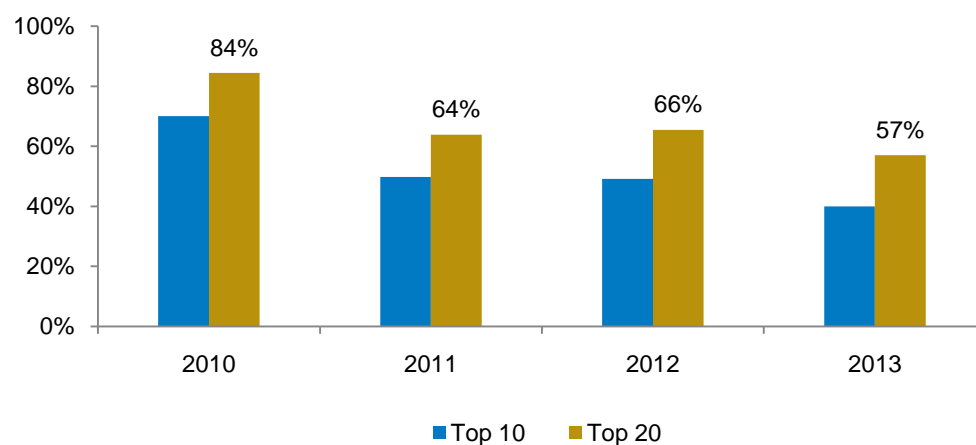
Công ty	Công suất	Thị trường mục tiêu	Chiến lược kinh doanh
STK	37000 tấn DTY & FTY	Trung - Cao cấp	Hàng chất lượng cao, giá hợp lý
Formosa	38400 tấn DTY & FTY	Trung - Cao cấp	Hàng chất lượng cao, giá hợp lý
Hualon	84000 tấn DTY	Trung - Thấp cấp	Hàng chất lượng thấp, giá thấp
Dong Tien Hung	20400 tấn DTY	Trung - Thấp cấp	Hàng chất lượng thấp, giá thấp
PVTex	Chưa chính thức hoạt động	-	-

(Nguồn: STK)

- ❑ **Chính sách đa dạng hóa khách hàng nhằm giảm thiểu rủi ro.** Trên 70% sản phẩm của công ty dùng để xuất khẩu sang Châu Âu (Thổ Nhĩ Kỳ) và Châu Á (Thái Lan, Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản), phần còn lại bán cho các doanh nghiệp FDI và công ty sản xuất dệt may trong nước. STK có hơn 250 khách hàng. Khách hàng nước ngoài là các công ty dệt YRC, Tongsiang, Golden Empire, Huge Rock, Universal, Pinewood, Hansea, Handoo, Shindo... chuyên cung cấp cho các thương hiệu hàng đầu thế giới như Nike, Adidas, Decathlon, Puma, Columbia... Khách hàng trong nước như CTCP Dệt may Thành Công, Dệt may Thái Tuấn, Huge Bamboo, Formosa, Decotex, Daluen, Global Dyeing... Đây là những khách hàng thường xuyên giao dịch với công ty trong nhiều năm qua. Sản phẩm chất lượng, giá cả hợp lý, thời gian giao hàng ổn định và dịch vụ hậu mãi tốt là những yếu tố tạo nên uy tín và thương hiệu của STK đối với các khách hàng. Năm 2013, Top 20 khách hàng chiếm tỷ trọng từ 57% tổng doanh thu trong đó mỗi khách hàng chiếm không quá 10-20% công suất của công ty. Điều này hạn chế rủi ro phụ thuộc vào một khách hàng cho STK.

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THÉ KỲ

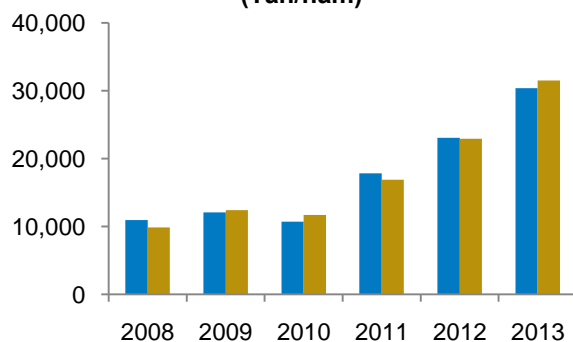
Top 10 - 20 khách hàng trong tổng doanh thu



(Nguồn: STK)

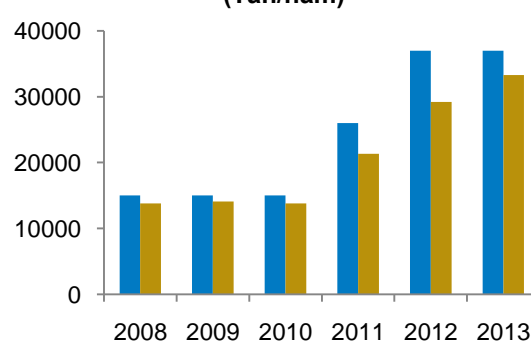
- **Mở rộng sản xuất đáp ứng nhu cầu thị trường.** Từ công suất thiết kế 15.000 tấn/năm ở năm 2008 sau 2 lần đầu tư mở rộng nhà máy STK đã nâng tổng công suất lên 37.000 tấn/năm vào năm 2013. Công suất thực tế bình quân của nhà máy thường thấp hơn ~10-12% công suất thiết kế do sự thay đổi về chỉ số sản phẩm (denier) và thời gian bảo dưỡng. Cùng với việc mở rộng sản xuất, sản lượng tiêu thụ cũng tăng nhanh tương ứng từ 9.850 tấn lên 31.525 tấn trong giai đoạn 2008-2013.

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ (Tấn/năm)



■ Sản lượng sản xuất thực tế ■ Sản lượng tiêu thụ

Công suất thiết kế và thực tế (Tấn/năm)



■ Công suất thiết kế ■ Công suất thực tế

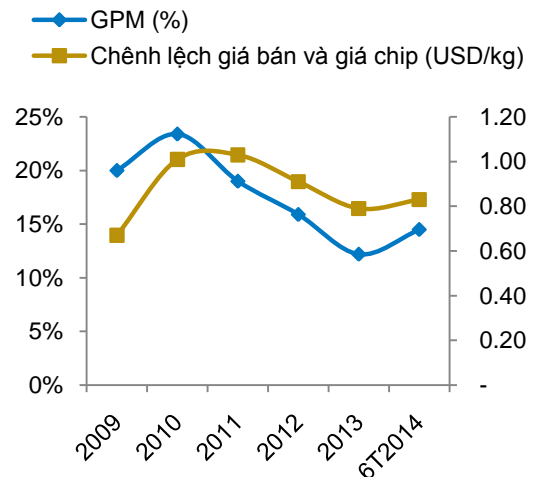
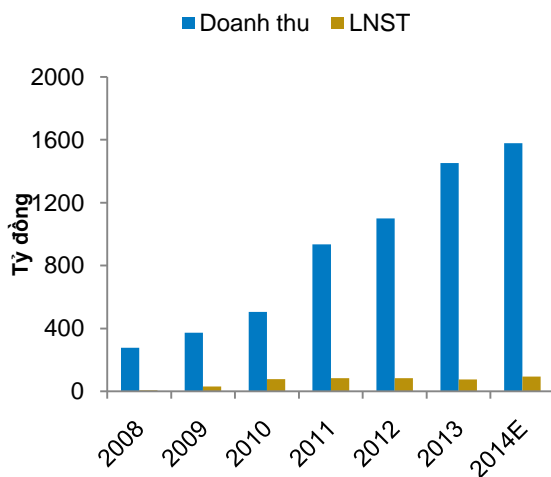
(Nguồn: STK)

STK cho biết, hiện nay công ty chỉ đáp ứng được 20% trong tổng nhu cầu của mạng lưới khách hàng và dự báo nhu cầu sợi tại Việt Nam sẽ tăng 70-80% trong 2 năm tới. Để đáp ứng nhu cầu trường, tháng 5/2014 STK đã triển khai dự án đầu tư nhà máy kéo sợi DTY tự động tại Trảng Bàng (Tây Ninh). Ước tính khi hoàn thành, 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 Q3/2015 đưa vào hoạt động 50% công suất và quý I/2016 là 100%. Tổng vốn đầu tư cho dự án ~33,9 triệu USD (729 tỷ đồng), trong đó 516 tỷ đồng được tài trợ bằng nợ vay; 213 tỷ đồng vốn tự có và huy động mới. Thời gian hoàn vốn: 5 năm 4 tháng.

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THỂ KỲ

- **Doanh thu tăng trưởng nhanh cùng với sự biến động mạnh của biên lợi nhuận gộp.** STK đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu kép CAGR 39,4% trong giai đoạn 2008-2013 nhờ sự gia tăng về sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân. Xét về cơ cấu doanh thu, sợi DTY chiếm tỷ trọng lớn 93% và sợi FTY chỉ chiếm 7% tổng doanh thu của năm 2013.

Biên lợi nhuận gộp biến động mạnh trong giai đoạn 2008-2013 do sự chênh lệch giữ giá bán và giá polyester chip. Giá bán sợi filament tăng mạnh 2009-2011 do nhu cầu sử dụng sợi filament thay thế cho cotton tăng đột biến. Mặt khác, giá polyester chip tăng với tốc độ chậm hơn giá bán sợi giúp biên lợi nhuận gộp đạt mức cao. Tuy nhiên, từ 2012-2013 giá polyester chip tiếp tục tăng nhưng giá bán sợi có mức tăng chậm lại khiến biên lợi nhuận gộp giảm. STK dự kiến duy trì chênh lệch giá nguyên liệu đầu vào và giá bán ở mức 0,8 USD/kg, nếu vậy biên lợi nhuận gộp sẽ dao động khoảng 13,5-14,5%.



(Nguồn: STK)

- **Kế hoạch kinh doanh 2014-2016 khả quan.**

9 tháng đầu năm 2014, STK đạt 1.094 tỷ đồng doanh thu (+4% yoy) và 82 tỷ đồng LNST (+79% yoy), hoàn thành lần lượt 69% và 88% kế hoạch năm 2014. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 14,5% từ 12,2% cuối năm 2013.

Trong các năm tiếp theo, động lực tăng trưởng của STK dựa trên sự mở rộng khách hàng mới và sự tăng trưởng doanh thu của khách hàng hiện hữu. Thị trường mục tiêu của công ty sẽ là Châu Âu, Châu Á và các doanh nghiệp FDI ở Việt Nam. STK sẽ tập trung đầu tư, mở rộng năng suất (tăng công suất nhà máy Trảng Bàng), chú trọng các sản phẩm cao cấp mang lại giá trị gia tăng cao để cải thiện tỷ suất lợi nhuận đồng thời quản lý chặt chẽ quy trình sản xuất nhằm tiết giảm chi phí. Đáng chú ý, STK sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi 0% cho hoạt động sản xuất của nhà máy Trảng Bàng trong 2 năm đầu (2016-2017), 10% trong năm 2018-2021.

Lợi nhuận sau thuế năm 2016 dự kiến đạt 132 tỷ đồng, tăng 77% so với năm 2013 nhờ doanh thu tăng 57% và biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 12,2% trong năm 2013 lên 13,5% trong năm 2016. Dựa trên kế hoạch này, EPS cho năm 2015 và 2016 lần lượt đạt ~ 2.435 VND/CP và 3.153 VND/CP tương ứng P/E 2015 ~7,42 lần và P/E 2016 ~5,71 lần, thấp hơn P/E bình quân ngành dệt may ~10,2 lần.

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THÉ KỶ

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	34110	40110	49100
Tăng trưởng (%)	8,20%	17,6%	22,4%
Giá bán	46302	46246	46246
Tăng trưởng (%)	0,50%	-0,1%	0,0%
Tổng doanh thu (Tỷ VND)	1579	1753	2275
Tăng trưởng (%)	8,70%	17,4%	22,4%
LN gộp (Tỷ VND)	213	237	307
Biên LNG	13,49%	13,5%	13,5%
EBIT (Tỷ VND)	137	152	197
LNTT (Tỷ VND)	119	130	169
Thuế TNDN (Tỷ VND)	(26)	(29)	(37)
LNST (Tỷ VND)	93	101	132
Tăng trưởng (%)	24,8%	9,2%	30,0%
Cổ tức (cổ phiếu hoặc tiền mặt)	15%		

(Nguồn: STK)

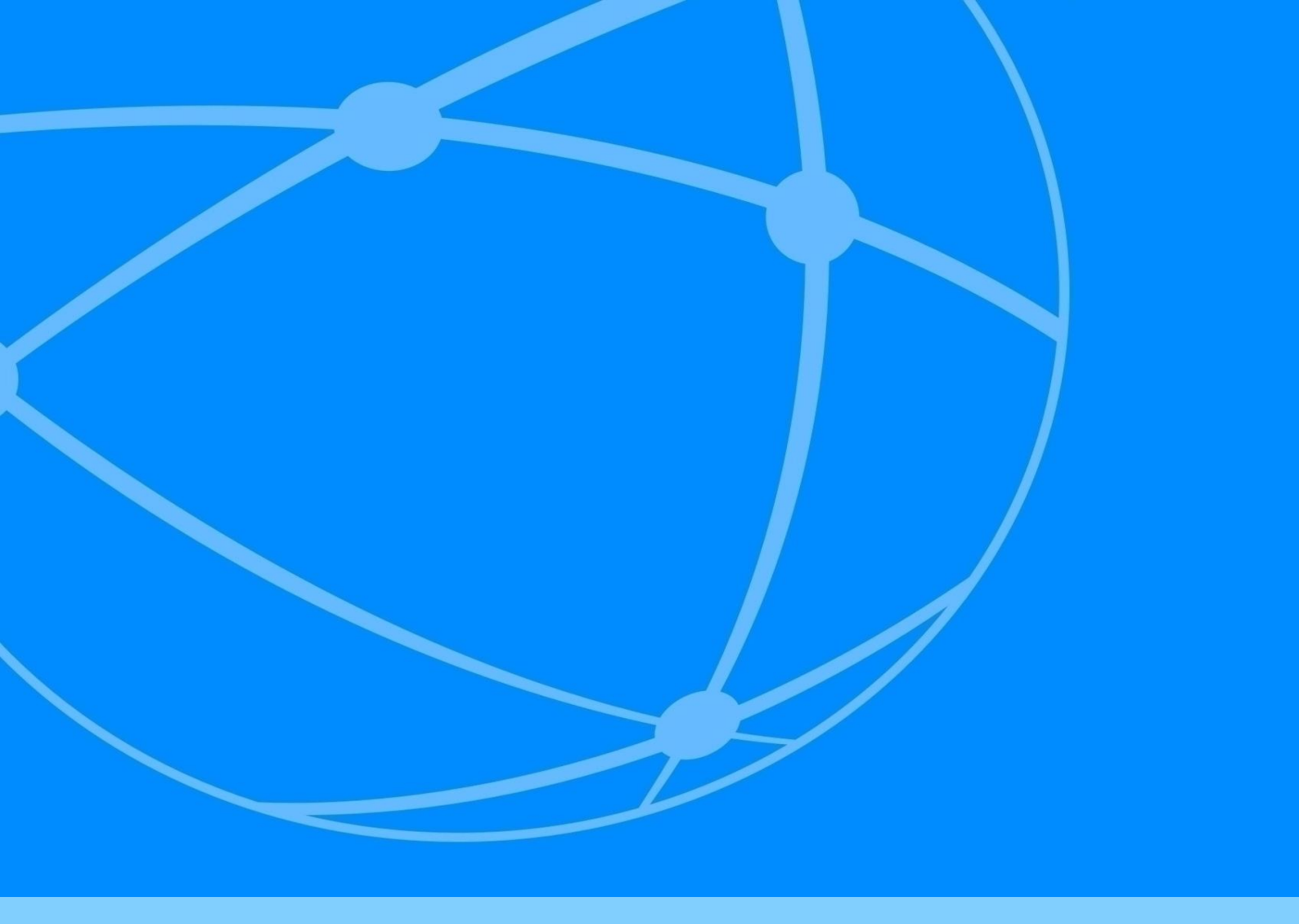
RỦI RO ĐẦU TƯ

- ❑ **Mức độ cạnh tranh ngày càng cao.** Hiệp định TPP và các hiệp định thương mại tự do khác không chỉ tạo ra cơ hội mà cũng thêm nhiều thách thức đối với các doanh nghiệp dệt may vì họ phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt từ các doanh nghiệp mới (cả trong nước và nước ngoài) thành lập hoặc mở rộng nhà máy tại Việt Nam để được hưởng lợi ích từ các hiệp định này. Là doanh nghiệp có thương hiệu và uy tín đã được khẳng định trong nhiều năm, ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm, sản phẩm có tính cạnh tranh cao và chiến lược tập trung vào phân khúc trung-cao cấp là những lợi thế cạnh tranh mà không phải bất kỳ doanh nghiệp mới nào cũng có được.
- ❑ **Rủi ro biến động giá nguyên liệu.** Điều này được xem là rủi ro đặc thù trong hoạt động kinh doanh của STK. Công ty đã chủ động mở rộng nguồn cung cấp nguyên vật liệu để không phụ thuộc quá nhiều vào nhà cung cấp đồng thời ký hợp đồng quy định biến động giá nguyên liệu trong vòng 1 năm và điều chỉnh giá bán dựa trên giá nguyên liệu để hạn chế rủi ro.

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THÉ KỲ

NHẬN ĐỊNH CỦA BVSC

- ❑ Như chúng tôi đã trình bày ở trên, tiềm năng tăng trưởng ngành dệt may nói chung và ngành sợi nói riêng trong những năm tới được đánh giá tích cực. STK là doanh nghiệp có kinh nghiệm hoạt động hơn 14 năm trong ngành sợi, thương hiệu, uy tín đã được tạo dựng, khả năng cạnh tranh cao cả về năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm. Chúng tôi cho rằng STK có thể tận dụng lợi thế của mình để nắm bắt cơ hội tăng trưởng trong các năm tới.
- ❑ Nhìn vào kết quả đã đạt được của STK trong 9 tháng đầu năm, chúng tôi cho rằng công ty có nhiều khả năng hoàn thành kế hoạch đặt ra cho cả năm 2014. Trong năm 2015, giá dầu thô dự báo tiếp tục giảm sẽ tác động tích cực đến chi phí đầu vào của STK nhưng giá bông đang ngày trở nên cạnh tranh hơn so với sợi tổng hợp có thể khiến tỷ suất lợi nhuận của sợi polyester khó tăng. Tuy nhiên, chúng tôi khá lạc quan về triển vọng của công ty từ năm 2016 khi nhà máy mới đi vào hoạt động giúp STK đạt lợi thế nhờ quy mô và hưởng ưu đãi thuế.
- ❑ EPS cho năm 2015 và 2016 lần lượt đạt ~ 2.435 VND/CP và 3.153 VND/CP. Với mức giá khởi điểm 18.000 đồng/cổ phiếu, P/E tương ứng cho năm 2015 và 2016 lần lượt là ~7,42 lần và ~5,71 lần (thấp hơn P/E bình quân ngành dệt may ~10,2 lần), khá hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. STK dự kiến niêm yết vào giữa quý II/2014 sẽ giúp tăng thanh khoản cho cổ phiếu.



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, 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 BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.