

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 21, tháng 9, năm 2015

CÔNG TY CỔ SỢI THÉ KỶ - STK



KHUYẾN NGHỊ

MUA

SL CP	Triệu CP	42.3
Thị giá (Giá niêm yết chào sàn)	Đồng/CP	29,000
Giá mục tiêu	Đồng/CP	35,340
Lợi nhuận tiềm năng	%	21.9%
Ngành		Dệt may
Phân ngành		Sợi
Vốn hoá TT	Tỷ đồng	1,226.7
KLGD bq 30 ngày		N/A
Sở hữu nước ngoài		9.4%

NÂNG CAO CÔNG SUẤT - ĐÓN ĐẦU CƠ HỘI

Chúng tôi cập nhật báo cáo định giá cho cổ phiếu của CTCP Sợi Thép Kỳ (STK) và tiếp tục khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu mới cho năm 2015 là **35,340 đồng/CP**. Đối với nhà đầu tư có thời gian nắm giữ lâu hơn, giá mục tiêu cho các năm 2016 và 2017 lần lượt là **40,685 đồng/CP** và **47,286 đồng/CP**, tương đương mức lợi nhuận tiềm năng hấp dẫn lần lượt là **40.3%** và **63.1%**.

SỰ KIỆN

Hiệp định thương mại tự do với Hàn Quốc (VKFTA) và EU (EVFTA) đã được ký kết trong khi hiệp định TPP đã vào giai đoạn cuối của đàm phán. Việc cắt giảm thuế suất nhập khẩu mặt hàng sợi sẽ trực tiếp thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu sợi của Việt Nam. Bên cạnh đó, các mặt hàng may mặc cũng sẽ được cắt giảm thuế suất nếu đáp ứng các quy tắc xuất xứ như **Từ vải trở đi** hay **Từ sợi trở đi**, từ đó gián tiếp làm tăng nhu cầu sợi từ Việt Nam.

Nhà máy Trảng Bàng 3 đã được khai thác đúng tiến độ: đến tháng 9/2015, TB3 đã chính thức lắp đặt và khai thác 100% công suất, nâng tổng công suất toàn Công ty lên 52,000 tấn/năm.

Dự án mở rộng mới - nhà máy Trảng Bàng 4: công ty dự kiến sẽ đầu tư thêm 12.5 triệu USD (tương đương 273 tỷ đồng) cho nhà máy Trảng Bàng 4 để nâng công suất thêm 8,000 tấn/năm. Dự án sẽ hoàn tất lắp đặt máy móc và đi vào hoạt động từ năm 2017, nâng tổng công suất của STK lên **60,000 tấn/năm**.

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng trong 6 tháng 2015 (18.3%) so với năm 2014 (14.6%) và năm 2013 (12.2%) nhờ tăng tỷ trọng hàng cao cấp và khả năng kiểm soát giá mua nguyên vật liệu và giá bán thành phẩm.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG LAI TIẾP TỤC HẤP DẪN

Với mức giá chào sàn 29,000 đồng/CP, STK đang có mức P/E lần lượt là **8.1x** và **7.0x** cho các năm FY2016E và FY2017E, đây là các mức định giá P/E hấp dẫn trong dài hạn.

Thông tin tài chính	FY2014A	FY2015E
Doanh thu (tỷ đồng)	1,457.5	1,528.3
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	212.8	271.5
LNST (tỷ đồng)	106.1	122.7
EPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	2,699	2,918
BVPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	16,139	17,527
ROE 4 quý gần nhất	18.0%	17.3%
ROA 4 quý gần nhất	9.3%	8.3%
P/E	10.7x	9.9x
P/B	1.8x	1.7x
Cổ tức bằng tiền (đồng/CP)	1,500	1,500

Cơ cấu cổ đông

CTCP Tư vấn Đầu Tư Hương Việt	18.7%
Ông Đặng Triệu Hoà	13.9%
Bà Đặng Mỹ Linh	8.5%
Ông Đặng Hướng Cường	8.5%
Vietnam Holding Limited	8.0%
Khác	42%

Chuyên viên

Trần Thị Linh

Linhthitran@dag.vn

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

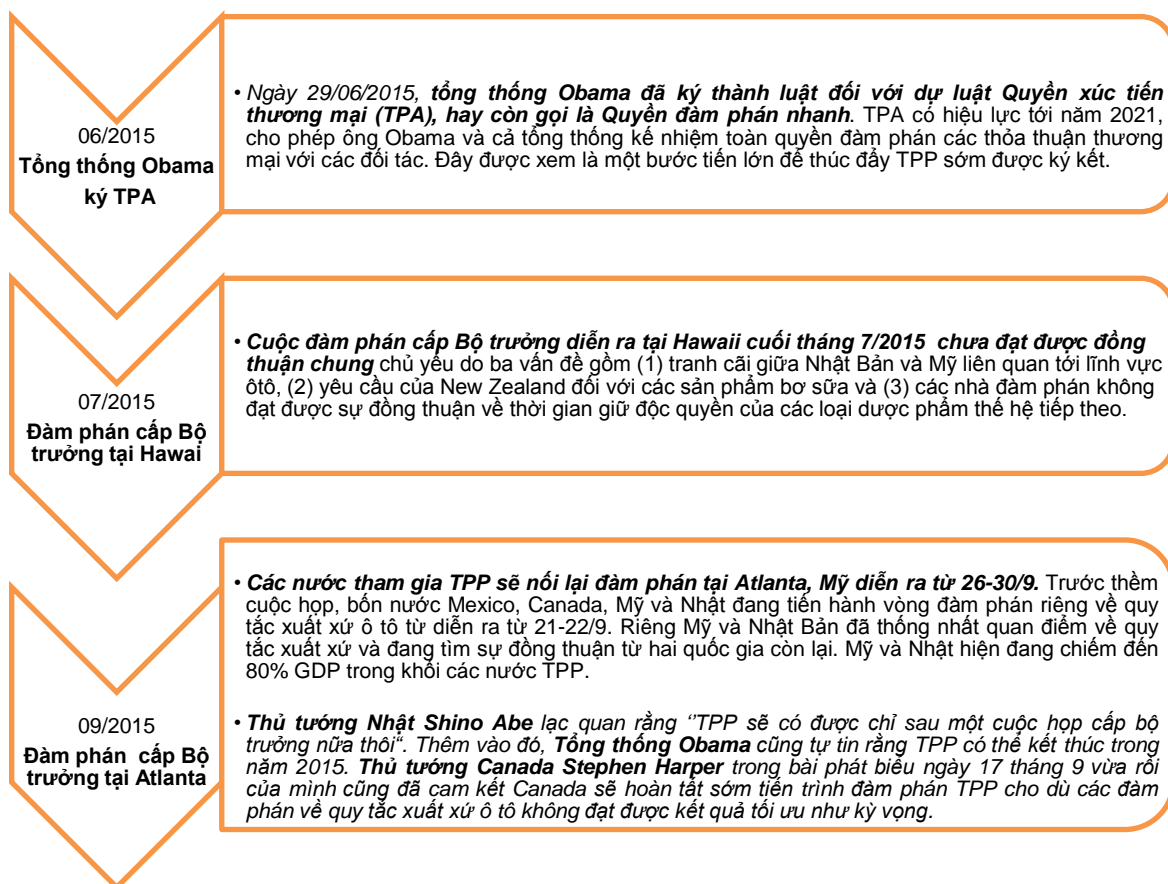
SỰ KIẾN

Ngành dệt may sẽ được tiếp tục hưởng lợi lớn từ các Hiệp định thương mại tự do đã và sắp được ký kết như VKFTA (hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Hàn Quốc), EVFTA (hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và EU), TPP (Hiệp định thương mại tự do xuyên Thái Bình Dương),... Việc cắt giảm thuế suất nhập khẩu mặt hàng sợi giữa các quốc gia trong hiệp định sẽ trực tiếp thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu sợi Việt Nam. Bên cạnh đó, các mặt hàng may mặc cũng sẽ được cắt giảm thuế suất nếu đáp ứng các quy tắc xuất xứ như **Từ vải trở đi** hay **Từ sợi trở đi**, từ đó gián tiếp làm tăng nhu cầu sợi từ Việt Nam.(xem bảng bên dưới).

Hiệp định	VKFTA	EVFTA	TPP
Thành viên	Hàn Quốc, Việt Nam	EU, Việt Nam	Brunei, Chile, Peru, Newzeland, Singapore, Mỹ, Úc, Malaysia, Mexico, Canada, Nhật Bản và Việt Nam
Trạng thái	Đã chính thức ký kết vào 5/5/2015 và sẽ có hiệu lực từ 01/01/2016	Đã hoàn tất đàm phán vào 08/2015 và dự kiến ký kết vào cuối năm 2015	Đang trong quá trình đàm phán 3 nội dung lớn còn lại (ô tô, sữa, dược phẩm). Tổng thống Obama đã được trao quyền đàm phán nhanh (TPA)
Đặc điểm nổi bật	Hàn Quốc là nước nhập khẩu hàng dệt may lớn thứ tư (sau Mỹ, EU, Nhật Bản) hàng Dệt may Việt Nam. Việt Nam là nước xuất khẩu hàng Dệt may lớn thứ hai vào thị trường Hàn Quốc (sau Trung Quốc).	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.	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.
Tác động chính	Thuế nhập khẩu giảm sợi giảm về 0% so với mức trung bình 8% hiện nay; thuế nhập khẩu các sản phẩm may mặc từ 13% xuống 0% ngay khi hiệp định có hiệu lực	Thuế nhập khẩu hàng dệt may giảm về 0% so với mức trung bình 9.6% hiện nay trong thời gian 7 năm kể từ khi hiệp định có hiệu lực	Thuế nhập khẩu hàng dệt may giảm về 0%. Riêng thị trường Mỹ, thuế nhập khẩu giảm về 0% so với mức trung bình 17%-18% hiện nay
Rào cản	Quy tắc xuất xứ "từ cắt may trở đi" (Cut and Sew Forward Rule): đã được áp dụng từ khi hiệp định FTA-ASEAN - Hàn Quốc có hiệu lực vào năm 2009. Vì vậy, hầu như không còn rào cản nào đối với hàng dệt may Việt Nam xuất sang Hàn Quốc sau khi thuế giảm về 0%.	Quy tắc xuất xứ "từ vải trở đi" (Fabric Forward Rule): sản phẩm may mặc phải làm bằng vải sản xuất tại Việt Nam, ASEAN, Nhật Bản, Hàn Quốc hoặc EU.	Quy tắc xuất xứ "từ sợi trở đi" (Yarn Forward Rule): các công đoạn sản xuất từ sợi, vải, cắt, may phải được sản xuất tại các nước thành viên TPP.

Nguồn: DAS tổng hợp

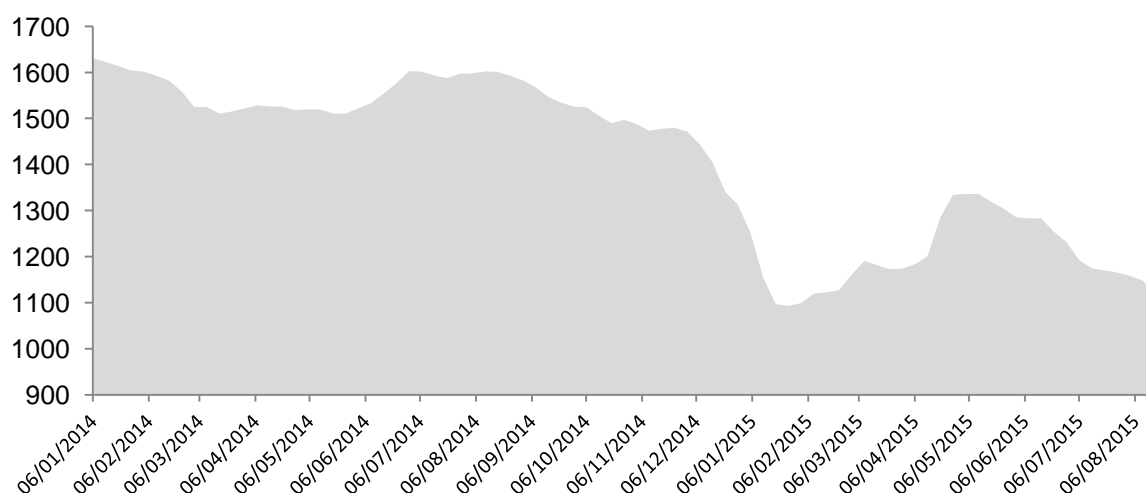
Cập nhật nhanh tình hình đàm phán chung TPP



Nguồn: wtoneventsstands.com

Giá nguyên vật liệu tiếp tục giảm: So với lần cập nhật trước của chúng tôi, giá hạt nhựa PET chip (nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất sợi tổng hợp của STK) tiếp tục xu hướng giảm (Hình 1). Vì vậy, trong 1H2015, STK đang tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng giá nguyên vật liệu giảm, tác động trực tiếp làm tăng biên lợi nhuận đáng kể lên 18.3% so với năm 2014 (14.3%) và năm 2013 (12.2%).

Hình 1: Biến động giá nguyên vật liệu PET chip (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Sợi Thế Kỳ đã chính thức đưa nhà máy Trảng Bàng 3 vào hoạt động kể từ tháng 7/2015: đến cuối tháng 7/2015, STK đã khai thác TB3 theo đúng tiến độ. Với việc hoàn thành lắp đặt 100% máy móc thiết bị trong tháng 9 năm 2015, STK sẽ chính thức nâng tổng công suất toàn Công ty lên 52,000 tấn/năm. Dự án mới tại TB3 có áp dụng hệ thống điều khiển trung tâm POC (Plant Operation Center) do Oerlikon Barmag cung cấp giúp tăng cường hiệu quả sản xuất và kiểm soát chất lượng sản phẩm. Chúng tôi được biết hệ thống POC sẽ được triển khai cho toàn Công ty trong năm 2016.

Với máy móc thiết bị công nghệ hiện đại nhất, tiết kiệm năng lượng và gia tăng mức độ tự động hóa, chi phí sản xuất sắp tới của Công ty sẽ được tiết giảm đáng kể.

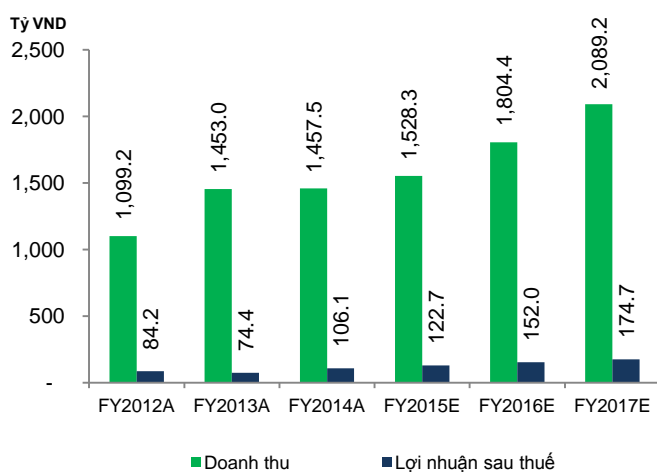
Dự án mở rộng nhà máy Trảng Bàng 4 nâng công suất lên 60,000 tấn/năm từ năm 2017: Theo tờ trình đã được thông qua tại ĐHĐCĐ năm 2015, STK đã lập phương án cho nhà máy Trảng Bàng 4 với số vốn đầu tư 12.5 triệu USD (tương đương 273 tỷ đồng) nhằm nâng công suất thêm 8,000 tấn/năm. Dự án sẽ hoàn tất lắp đặt máy móc thiết bị trong năm 2016 và đi vào hoạt động trong năm 2017, nâng tổng công suất của toàn Công ty lên 60,000 tấn/năm.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

KQKD 1H2015 – Biên lợi nhuận tiếp tục tăng lên 18.3%, LNST thực hiện cao hơn tiến độ kế hoạch 1H2015 16%

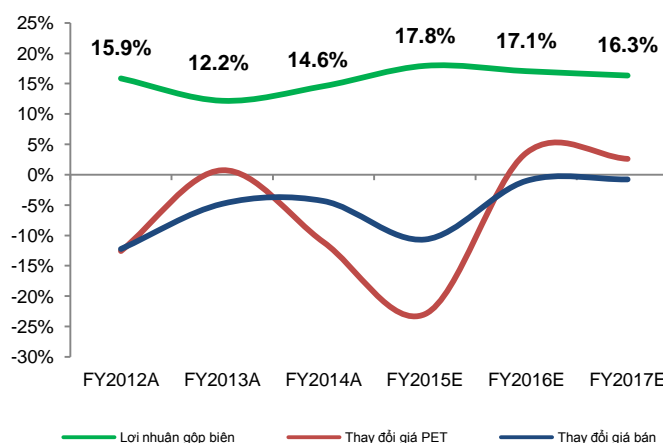
Trong 1H2015, STK ghi nhận doanh thu 630.4 tỷ đồng, giảm 12.8% so với cùng kỳ năm 2014. Nguyên nhân doanh thu thực hiện thấp hơn kế hoạch chủ yếu là do giá bán thành phẩm điều chỉnh giảm do giá nguyên liệu PET chip giảm.

Hình 2: STK - Doanh thu và lợi nhuận sau thuế



Nguồn: STK, DAS

Hình 3: STK - Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: STK, DAS

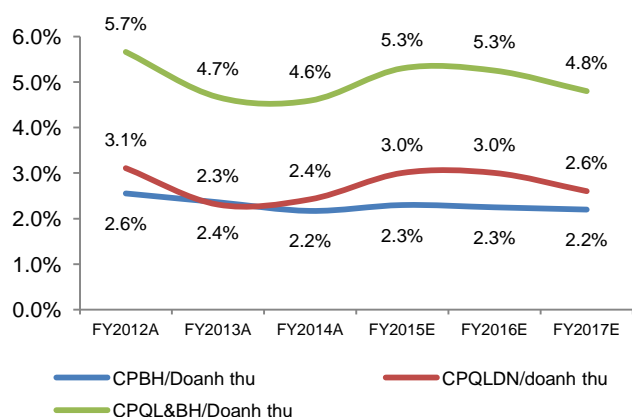
Tuy nhiên, nhờ trong kỳ giá nguyên vật liệu tiếp tục giảm sâu hơn giá bán, đồng thời Công ty tăng tỷ trọng mặt hàng sợi cao cấp (sợi nhuộm có giá trị gia tăng cao) nên biên lợi nhuận gộp tăng lên mức **18.3%** so với cùng kỳ năm ngoái là **14.5%**. Do đó, dù doanh thu giảm, lợi nhuận gộp lại tăng **10.1%** so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 115.6 tỷ. **Cho cả năm FY2015E, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì khả quan ở mức 17.8% nhờ vào việc tiếp tục hưởng lợi từ việc giá nguyên vật liệu đầu vào vẫn sẽ ở mức thấp.** Trong các năm FY2016E và FY2017E, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận sẽ điều chỉnh giảm nhưng vẫn được duy trì ở mức khả quan lần lượt là 17.1% và 16.3%.

Mặc dù lợi nhuận gộp tăng mạnh 10.1% nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện nhưng LNST trong kỳ chỉ tăng nhẹ **3.6%** so với cùng kỳ, đạt 54.7 tỷ đồng, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi các yếu tố:

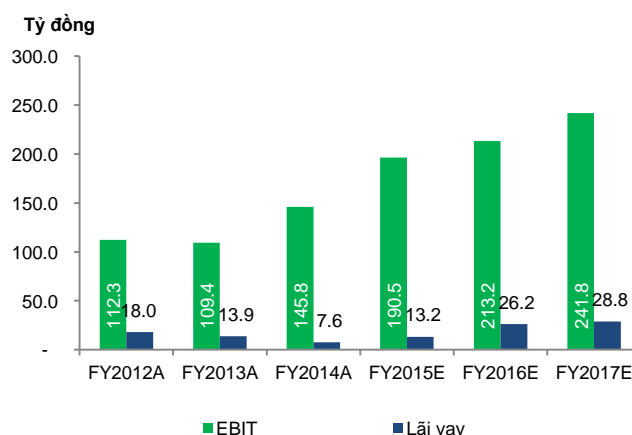
(1) Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng từ 2.3% lên 3% trong 6 tháng đầu năm, do từ đầu năm 2015 STK đã điều chỉnh lại mức thu nhập của cán bộ nhân viên tăng 10-20% nhằm thu hút và gìn giữ nhân tài. Đồng thời, Công ty đẩy mạnh đầu tư vào công tác đào tạo nhân lực chuẩn bị cho nhà máy TB3 đi vào hoạt động và hoạt động R&D để phát triển các sản phẩm mới như sợi Dull Full, sợi Recycle, sợi chống cháy,... Trong các năm FY2015E và FY2016E, chúng tôi dự phóng tỷ lệ CPQLDN/doanh thu duy trì ổn định 3% và sẽ giảm về 2.6% trong FY2017E khi công tác quản lý doanh nghiệp dần đi vào ổn định cũng như quy mô nhà máy đạt mức tối ưu 60,000 tấn/ năm khi nhà máy TB4 đi vào hoạt động.

(2) Chi phí tài chính trong kỳ tăng cao do khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện 9.1 tỷ (STK đang có khoản vay dài hạn 24 triệu USD để tài trợ cho dự án TB3).

Hình 4: STK – Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp



Hình 5: STK – Chi phí lãi vay



Nguồn: STK, DAS

Nguồn: STK, DAS

So với báo cáo cập nhật lần trước, chúng tôi nâng dự báo tỷ giá USD/VND tăng lên 6% trong năm FY2015E (so với mức dự phóng ban đầu là 3%), do đó dự báo khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện cho cả năm 2015 ước tính là 28.0 tỷ. Tuy nhiên chúng tôi giảm mức lỗ tỷ giá này xuống lần lượt 10.3 tỷ và 8.3 tỷ trong năm FY2016E và FY2017E dựa trên cơ sở (1) dư nợ giảm dần và (2) giả định tỷ giá tăng ổn định 2%/năm trong các năm FY2016E và FY2017E.

	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Lãi/Lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện (tỷ đồng)	28.0	10.3	8.3
Dư nợ (triệu USD)	24.0	22.8	18
Tỷ giá dự báo (VND/USD)	22,547	22,998	23,458
% trượt giá USD/VND	6%	2%	2%

Dự báo giai đoạn FY2015E - 2017E

Trong năm FY2015E, chúng tôi dự phóng doanh thu của STK đạt 1,528.3 tỷ, thấp hơn các dự phóng trước đây do xu hướng giá bán tiếp tục giảm tương ứng với giá nguyên vật liệu đầu vào giảm. Trong các năm FY2016E và FY2017E, với việc các nhà máy TB3 và TB4 bắt đầu đóng góp nhiều hơn vào kết quả kinh doanh, chúng tôi dự báo doanh thu đạt lần lượt là **1,804.4 và 2,089.2 tỷ, tương ứng với tốc độ tăng trưởng lần lượt là 18.1% và 15.8% YoY.**

Trong các năm tiếp theo, nhờ vào việc nâng cao công suất nhà máy cũng như biên lợi nhuận được duy trì ở mức cao, chúng tôi tiếp tục dự báo khả quan cho lợi nhuận sau thuế của STK trong giai đoạn FY2015E-FY2017E. Cụ thể, lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn này đạt lần lượt là **122.7 tỷ, 152.0 tỷ và 174.7 tỷ**, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép bình quân 3 năm đạt **18.1%** và ROE bình quân 3 năm dự phóng đạt **19.5%**.

Hình 6 – Dự báo lợi nhuận

Chỉ tiêu	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Doanh thu (tỷ đồng)	1,099.2	1,453.0	1,457.5	1,528.3	1,804.4	2,089.2
% Tăng trưởng	17.6%	32.2%	0.3%	4.9%	18.1%	15.8%
LNST (tỷ đồng)	84.2	74.4	106.1	122.7	152.0	174.7
% Tăng trưởng	2.1%	-11.6%	42.6%	15.7%	23.8%	14.9%
EPS (đồng/CP)	2,348.0	1,916.6	2,698.9	2,918.3	3,592.5	4,128.7
Tăng trưởng EPS	-13.0%	-18.4%	40.8%	8.1%	23.1%	14.9%
BVPS (đồng/CP)	17,375	16,201	16,139	17,527	18,620	20,249
DPS (VND)	1,500	1,500	1,500	1,500	2,500	2,500
ROA	8.9%	7.3%	9.3%	8.3%	8.5%	9.4%
ROE	19.6%	15.3%	18.0%	17.3%	19.9%	21.2%
PER(x)*	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4
PB (x)*	12.4	15.1	10.7	9.9	8.1	7.0

(*) Dựa trên giá niêm yết chào sàn 29,000 đồng/CP

Nguồn: STK, DAS

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiếp tục lặp lại khuyến nghị **MUA** cổ phiếu STK với giá mục tiêu mới cho thời điểm cuối năm 2015 là **35,340 đồng/CP** cao hơn **21.9%** so với mức giá niêm yết chào sàn là 29,000 đồng/CP. Đối với nhà đầu tư có thời gian nắm giữ lâu hơn, giá mục tiêu cho các năm 2016 và 2017 tương ứng sẽ là **40,685 đồng/CP** và **47,268 đồng/CP**, tương ứng với mức lợi nhuận là **40.3%** và **63.1%** so với giá khởi điểm niêm yết.

Hình 7 STK – Các phương pháp Định giá

Phương pháp – (đồng/CP)	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Giá theo pp P/E - 11.5x	33,653	41,428	47,611
EPS (đồng/CP)	2,918	3,593	4,129
Giá theo pp P/B - 1.6x	27,956	29,699	32,296
BVPS (đồng/CP)	17,527	18,620	20,249
Bình quân phương pháp so sánh	30,805	35,563	39,954
FCFE	39,566	38,041	43,980
FCFF	40,183	53,574	65,256
Bình quân phương pháp DCF	39,875	45,807	54,618
Giá bình quân	35,340	40,685	47,268
Tăng (so với giá 29,000 đồng/CP)	21.9%	40.3%	63.1%

Hình 8 STK – Ước tính WACC

Chỉ tiêu	
Phần bù rủi ro thị trường (%)	9.5%
Lãi suất phi rủi ro (%)	6.8%
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)	16.3%
WACC	13.5%

Hình 9 Các công ty Dệt may khu vực Châu Á

Tên Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn hoá (Triệu USD)	ROE TTM	P/E TTM	P/B TTM
GIL	Việt Nam	Dệt may	17.5	22.3%	6.2	1.12
GMC	Việt Nam	Dệt may	19.5	32.8%	7.12	2.11
TCM	Việt Nam	Dệt may	74.2	21.2%	9.8	2.01
Hong Yi Fiber Ind	Đài Loan	Dệt	122.6	15.3%	23.0	1.7
Lanfa	Đài Loan	Dệt	149.2	9.1%	12.4	1.4
Kyokuyo Co Ltd		Dệt	234.8	11.4%	10.67	1.2
STK	Việt Nam	Dệt	54.5	16.8%	11.1	1.8
Bình quân gia quyền theo mức vốn hóa				13.8%	13.2	1.5
Trung vị				18.3%	10.2	1.6
Trung bình				18.7%	11.5	1.6

Nguồn: Bloomberg, DAS

Tóm Tắt Báo Cáo Tài Chính Và Dự Phóng

Bảng cân đối kế toán	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Tiền và tương đương tiền	24.1	75.6	148.2	130.2	24.6	93.3
Khoản phải thu	83.4	94.1	49.5	75.3	113.3	160.2
Hàng tồn kho	194.8	210.3	183.5	198.3	236.1	275.7
Tài sản ngắn hạn khác	10.2	24.3	82.2	86.2	101.8	117.9
Tổng tài sản ngắn hạn	312.4	404.3	463.4	490.0	475.9	647.1
Tài sản cố định hữu hình	651.2	568.7	737.6	1,117.3	1,256.4	1,110.2
<i>Trong đó: Xây dựng cơ bản dở dang</i>	<i>12.3</i>	<i>1.8</i>	<i>245.3</i>	<i>-</i>	<i>273.8</i>	<i>-</i>
Tài sản cố định vô hình	8.4	9.0	6.5	3.9	1.3	(0.0)
Tài sản khác	44.5	43.5	37.4	33.5	31.5	29.5
Tổng tài sản	1,016.6	1,025.5	1,245.0	1,719.4	1,839.8	1,861.5
Vay ngắn hạn	36.8	71.1	25.9	134.0	244.7	285.0
Phải trả người bán	192.0	202.0	143.4	157.2	178.5	185.0
Chi phí trả trước	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	38.3	32.9	38.2	39.3	43.8	48.5
Tổng nợ ngắn hạn	267.0	306.0	207.5	330.4	466.9	518.5
Vay dài hạn	279.9	216.0	207.1	647.2	584.9	486.1
Phải trả dài hạn	-	-	155.2	-	-	-
Nợ dài hạn khác	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Tổng nợ phải trả	547.3	522.4	570.1	977.9	1,052.1	1,004.9
Vốn điều lệ	274.9	315.4	423.1	423.1	423.1	423.1
Lợi nhuận giữ lại	164.7	198.2	222.3	281.6	327.9	396.8
Các quỹ khác	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Tổng vốn chủ sở hữu	469.2	503.1	674.8	741.5	787.7	856.6
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1,016.6	1,025.5	1,245.0	1,719.4	1,839.8	1,861.5

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Doanh thu thuần	1,099.2	1,453.0	1,457.5	1,528.3	1,804.4	2,089.2
Gía vốn hàng bán	(924.7)	(1,275.8)	(1,244.7)	(1,256.7)	(1,496.4)	(1,747.6)
Lợi nhuận gộp	174.5	177.2	212.8	271.5	308.0	341.6
Chi phí bán hàng	(34.1)	(33.5)	(35.3)	(45.9)	(54.1)	(54.3)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(28.1)	(34.3)	(31.6)	(35.2)	(40.6)	(45.4)
EBIT	112.3	109.4	145.8	190.5	213.2	241.8
EBITDA	177.1	193.8	226.9	300.2	353.6	391.2
Lợi nhuận thuần từ hoạt động đầu tư	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính	(15.2)	(11.0)	(6.8)	(12.3)	(25.8)	(28.4)
Lợi nhuận khác	(0.4)	(0.2)	0.7	-	-	-
EBT	96.8	95.2	136.2	150.2	177.2	205.1
Thuế	(12.6)	(20.8)	(30.1)	(27.5)	(25.2)	(30.4)
Lợi nhuận sau thuế	84.2	74.4	106.1	122.7	152.0	174.7

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	112.3	109.4	145.8	190.5	213.2	241.8
Khấu hao	64.8	84.4	81.0	109.7	140.4	149.4
Tăng hàng tồn kho	(51.5)	(15.6)	26.3	(14.8)	(37.8)	(39.6)
Tăng (giảm) các khoản phải trả	(17.3)	(19.9)	32.7	(25.8)	(38.0)	(46.9)
Tăng các khoản trả trước	0.0	0.0	0.0	(3.3)	(12.7)	(13.1)
Tăng tài sản ngắn hạn khác	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Tăng (giảm) các khoản phải trả	(19.3)	6.1	(73.6)	13.8	21.3	6.6
Tăng (giảm) các khoản trả trước	4.6	0.5	(2.9)	0.3	0.0	0.0
Tăng phải trả ngắn hạn khác	0.0	0.0	0.0	0.2	3.9	4.1
Thay đổi vốn lưu động	(83.5)	(29.0)	(17.5)	(29.8)	(65.6)	(91.3)
Dòng tiền khác từ hoạt động kinh doanh	(5.1)	(6.6)	9.2	(151.3)	2.0	2.0
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	88.6	158.3	218.5	119.1	290.0	301.9
Chi phí lãi vay	(17.3)	(13.4)	(6.8)	(12.3)	(25.8)	(28.4)
Lãi từ hoạt động đầu tư	0.0	0.0	(5.0)	(28.0)	(10.3)	(8.3)
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp	(19.2)	(20.3)	(35.0)	(25.6)	(25.2)	(30.4)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	52.1	124.5	171.8	53.2	228.7	234.8
Tiền chi để mua sắm và xây dựng TSCĐ	(187.0)	(2.5)	(112.7)	(482.8)	(274.0)	(0.3)
Tiền thu thanh lý TSCĐ	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Khác	2.8	2.9	0.8	(74.7)	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(184.1)	0.4	(111.8)	(557.5)	(274.0)	(0.3)
Tiền chi trả cổ tức	0.0	(40.5)	0.0	(63.5)	(105.8)	(105.8)
Tiền thu phát hành cổ phiếu	0.0	0.0	70.0	(4.4)	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	(0.1)	(0.1)	0.0	6.0	(2.9)	(1.6)
Chênh lệch tỷ giá	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Thay đổi nợ vay	87.0	(32.8)	(57.4)	548.1	48.4	(58.5)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	86.9	(73.4)	12.6	486.3	(60.3)	(165.8)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	69.2	24.1	75.6	148.2	130.2	24.6
Tăng giảm tiền và tương đương tiền trong kỳ	(45.1)	51.5	72.6	(18.0)	(105.5)	68.7
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	24.1	75.6	148.1	130.2	24.6	93.3

Chỉ tiêu	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Lợi nhuận gộp biên	15.9%	12.2%	14.6%	17.8%	17.1%	16.3%
EBITDA biên	16.1%	13.3%	15.6%	19.6%	19.6%	18.7%
Lợi nhuận sau thuế biên	7.7%	5.1%	7.3%	8.0%	8.4%	8.4%
ROAA	8.9%	7.3%	9.3%	8.3%	8.5%	9.4%
ROAE	19.6%	15.3%	18.0%	17.3%	19.9%	21.2%
Nợ thuần/ VCSH	62.3%	42.0%	12.6%	87.8%	102.2%	79.1%
Chỉ số thanh toán hiện tại	117.0%	132.1%	223.3%	148.3%	101.9%	124.8%
Chỉ số thanh toán nhanh	44.1%	63.4%	134.9%	88.3%	51.4%	71.6%
Chỉ số thanh toán tiền mặt	9.0%	24.7%	71.4%	39.4%	5.3%	18.0%
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	84.2	74.4	106.1	122.7	152.0	174.7
EPS (đồng/CP)	2,348	1,917	2,699	2,918	3,593	4,129
Tăng trưởng EPS	-13.0%	-18.4%	40.8%	8.1%	23.1%	14.9%
BVPS (đồng/CP)	17,375	16,201	16,139	17,527	18,620	20,249
PER (x)	12.4	15.1	10.7	9.9	8.1	7.0
P/B (x)	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4

Phân tích Dupont	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
EBIT/Doanh thu	10.2%	7.3%	9.8%	10.6%	11.2%	11.2%
Doanh thu/ Tổng tài sản	116.2%	142.3%	128.4%	103.1%	101.4%	112.9%
EBIT/ EBT	86.4%	89.7%	95.2%	92.4%	87.3%	87.8%
EBT/ Tổng tài sản	10.2%	9.3%	12.0%	10.1%	10.0%	11.1%
NPA/ EBT	87.0%	78.1%	77.9%	81.7%	85.8%	85.2%
ROAA	8.9%	7.3%	9.3%	8.3%	8.5%	9.4%
ROEA	19.6%	15.3%	18.0%	17.3%	19.9%	21.2%

Lịch sử khuyến nghị

	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá tham chiếu	Upside	Nguồn
Ngày 12/11/2014	MUA	26,861	18,000	+49.2%	Báo cáo lần đầu
Ngày 20/05/2015	MUA	31,268	24,124	+29.6%	Báo cáo cập nhật lần 1
Ngày 21/09/2015	MUA	35,340	29,000	+21.9%	Báo cáo cập nhật lần 2

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.