

CÔNG TY CỔ PHẦN SỢI THỂ KỸ - STK

Thông tin cổ phiếu

Ngày 24/09/2015

Mã chứng khoán	STK
Ngành	Dệt may
Sàn giao dịch	HSX
Giá dự kiến niêm yết (đồng)	29.000
KLCP đăng ký niêm yết	42.305.336

- STK là công ty chuyên sản xuất sợi đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, có quy mô trung bình xét theo tổng tài sản và VCSH so với các công ty trong ngành dệt may đã niêm yết.
- Sản phẩm chính của STK là sợi sơ dài (filament polyester) và đa phần được dùng cho hoạt động xuất khẩu.
- Kế hoạch doanh thu đã đề ra cho năm 2015 của STK có khả năng không hoàn thành do áp lực giảm giá bán do giá đầu vào liên tục giảm mạnh. Theo đó, dự phóng DT 2015 của STK đạt 1.472 tỷ đồng (+1% yoy, 87% KH) và LNST đạt 116 tỷ đồng (+9,6% yoy, 78% KH).
- Với triển vọng ngành tương đối khả quan, sức khỏe tài chính tốt và kế hoạch đầu tư chắc chắn cho thấy STK là một cổ phiếu có cơ bản tốt, ổn định, rất phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn. Bên cạnh đó, một số yếu tố hỗ trợ về mặt thị trường như kỳ vọng về việc ký kết TPP cũng là động lực để cổ phiếu này tăng trưởng trong ngắn hạn.
- Tuy nhiên, giá niêm yết của STK tại ngày 30/09/2015 tới là 29.000 đồng/cp là khá sát với giá trị hợp lý mà chúng tôi đưa ra là 28.798 đồng/cp. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu STK cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	6T.2015
DTT (tỷ đồng)	935	1.099	1.453	1.458	630
+/- yoy (%)	85%	18%	32%	0%	-13%
LNST (tỷ đồng)	82	84	74	106	55
+/- yoy (%)	5%	2%	-12%	43%	3%
TTS (tỷ đồng)	875	1.017	1.025	1.245	1.618
+/- yoy (%)	33%	16%	1%	21%	30%
VCSH (tỷ đồng)	390	469	503	675	673
+/- yoy (%)	19%	20%	7%	34%	0%
Nợ/TTS (%)	55%	54%	51%	46%	58%
TS LN góp (%)	19%	16%	12%	15%	18%
TS LN ròng (%)	9%	8%	5%	7%	9%
BV (đồng)	16.973	17.069	15.949	15.951	15.915
EPS - TTM (đồng)	3.923	3.347	2.396	2.725	2.550
ROA (%)	9%	8%	7%	9%	7%
ROE (%)	21%	18%	15%	16%	16%

NỘI DUNG:

- Giới thiệu chung về công ty : Trang 02
- Một số đặc điểm hoạt động: Trang 02
- Kết quả kinh doanh: Trang 05
- Phân tích SWOT: Trang 07
- Triển vọng ngành và DN 2014: Trang 07
- Định giá cổ phiếu: Trang 09
- Quan điểm đầu tư: Trang 11

Cam kết. Điều khoản sử dụng tại Trang 13

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vCBS.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vCBS.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Nguyễn Nguyễn Phương
+84 4 3936 6425 (ext.116)
nnphuong@vCBS.com.vn

30.07.2015
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

GIỚI THIỆU CHUNG

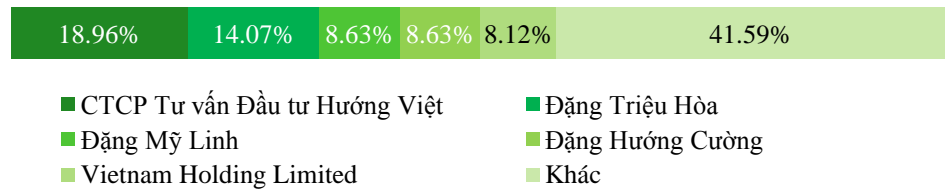
Vài nét về công ty

Lịch sử hình thành: CTCP Sợi Thép Kỹ (STK) được thành lập từ năm 2000 với tiền thân là một công ty gia đình chuyên sản xuất và kinh doanh sợi nhân tạo. Năm 2005, công ty chuyển đổi mô hình tổ chức sang hình thức công ty cổ phần. Đến cuối năm 2014, STK thực hiện chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO). Dự kiến, công ty sẽ đăng ký niêm yết và giao dịch trên sàn HSX trong năm 2015.

Lĩnh vực hoạt động chính: Kinh doanh và sản xuất sợi nhân tạo polyester filament (sợi xơ dài) – bao gồm DTY và FDY, sản phẩm cuối cùng của chuỗi giá trị polyester.

Cơ cấu sở hữu: Do chưa niêm yết nên hiện cơ cấu cổ đông của STK khá tập trung với 31,52% thuộc về các thành viên trong Ban điều hành; 32,15% nằm trong tay các tổ chức tài chính; 0,46% thuộc về CBCNV và phần còn lại 36,33% nằm trong tay các cá nhân ngoài công ty.

Cơ cấu cổ đông lớn

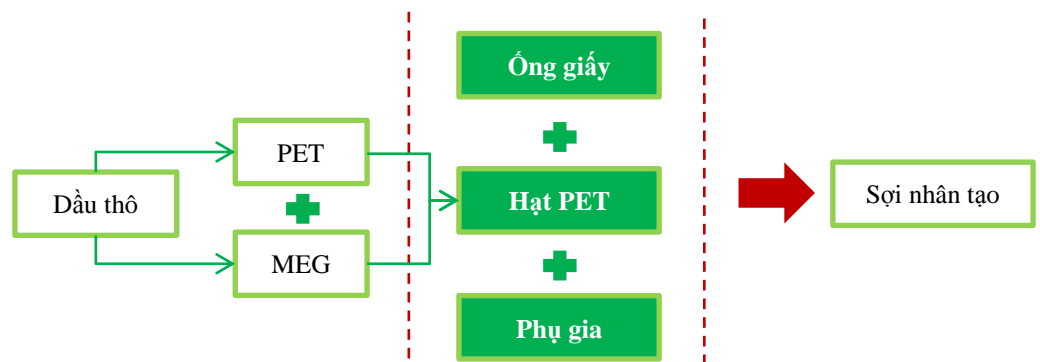


Nguồn: STK, VCBS tổng hợp

MỘT SỐ ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

Hoạt động sản xuất

Nguyên liệu đầu vào: Do đặc điểm cấu tạo của sợi nhân tạo là từ nhựa nên nguyên liệu đầu vào chủ yếu của STK là hạt nhựa PET (polyester chips), một sản phẩm phái sinh từ dầu thô và khí tự nhiên, hiện đang chiếm khoảng 75% - 80% giá vốn hàng bán của STK. Ngoài ra, một số nguyên liệu đầu vào khác được sử dụng trong quá trình sản xuất sợi của STK là dầu và ống giấy.



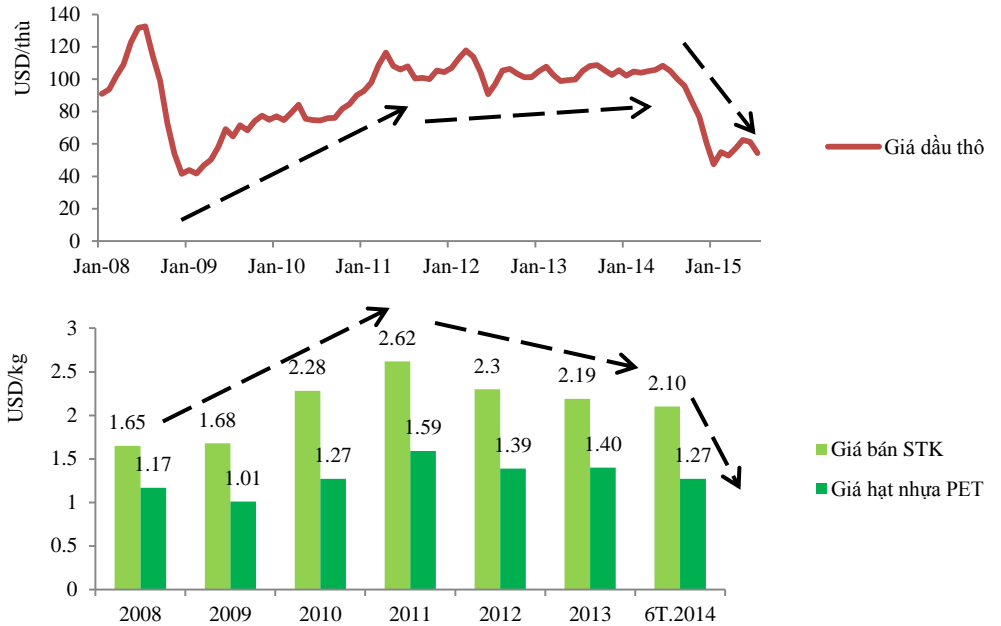
Nguồn: VCBS tổng hợp

Hiện nay, hơn 80% nguyên liệu đầu vào của STK vẫn đang phải nhập khẩu do chưa kiếm được nguồn cung trong nước đạt tiêu chuẩn về chất lượng. Trước năm 2008, STK vẫn phải nhập sợi POY để sản xuất sợi DTY nhưng từ năm 2008 công ty đã xây dựng nhà máy tự sản xuất POY với mục tiêu giảm sự phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu, đặc biệt là sự biến động giá cả và nguồn cung sợi POY.

Với sản phẩm phái sinh của dầu là nguyên liệu sản xuất chính cùng việc đa số nguyên liệu đầu

vào đều được nhập khẩu, biến động của giá dầu thế giới và tỷ giá VNĐ/USD đều có tác động nhất định đến giá vốn hàng bán của STK.

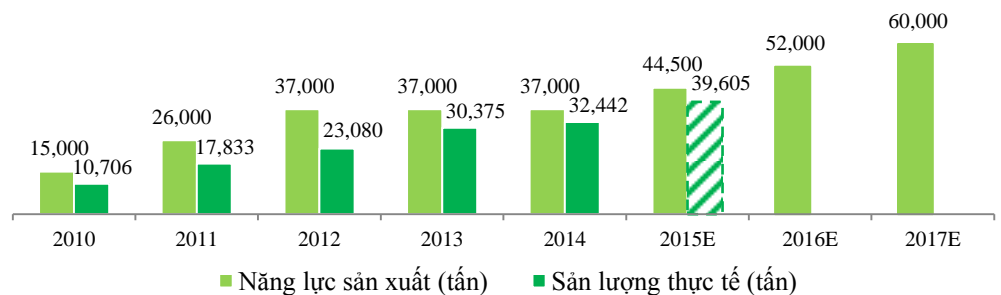
Ảnh hưởng giá nguyên liệu đầu vào



Nguồn: STK, Bloomberg, VCBS tổng hợp

Năng lực sản xuất: Hiện nay, Sợi Thể Kỹ có 2 nhà máy sản xuất sợi tại Củ Chi (Tp. HCM) và Trảng Bàng (Tây Ninh) với tổng công suất đạt 44.500 sợi DTY&FDY/ năm.

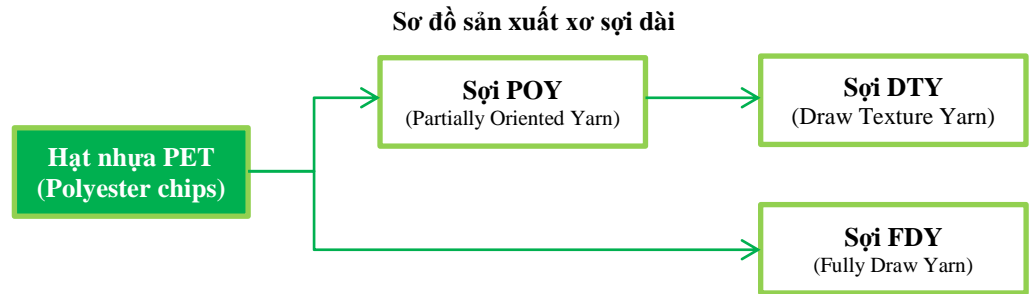
Năng lực sản xuất qua các năm



Nguồn: STK, VCBS tổng hợp

Trong đó, nhà máy tại Củ Chi và nhà máy Trảng Bàng 1+2 đã chạy hết công suất từ 2012. STK đang trong quá trình mở rộng nhà máy tại Chi nhánh Trảng Bàng: xây dựng nhà máy Trảng Bàng 3 với công suất thiết kế 15.000 tấn sợi/năm trong 2 năm 2015 -2016 và Trảng Bàng 4 trong năm 2017. Cuối tháng 7/2015, nhà máy Trảng Bàng 3 đã có 9 máy chính thức đi vào hoạt động, kỳ vọng sẽ đóng góp thêm khoảng 97 tỷ đồng doanh thu cho năm 2015.

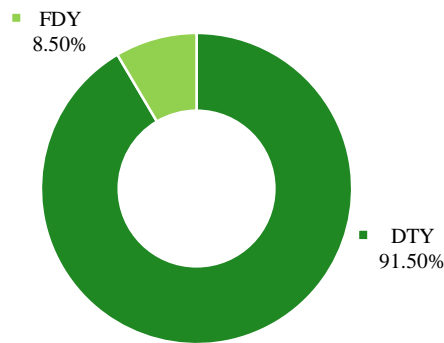
Sản phẩm đầu ra: Sản phẩm của STK thuộc dòng sản phẩm xơ sợi dài (filament yarn), gồm 3 loại là sợi POY, sợi DTY và sợi FDY. Trong đó, chỉ có sợi DTY và sợi FDY được coi là thành phẩm bán cho khách hàng còn sợi POY được coi là sản phẩm trung gian để sản xuất sợi DTY. Hiện nay, toàn bộ sản lượng sản xuất POY của STK mới chỉ đủ đáp ứng khoảng 90% nhu cầu nội bộ và công ty vẫn phải nhập thêm để đủ nguyên liệu sản xuất sợi DTY.



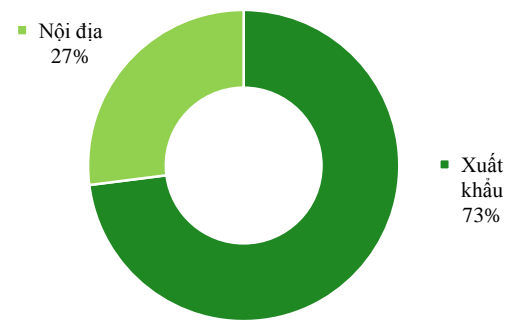
Nguồn: STK

Về công dụng, sợi DTY dùng để sản xuất các mặt hàng cần độ mịn, xốp như quần áo, giày thể thao... trong khi sợi FDY dùng cho các sản phẩm không cần độ mịn, xốp như rèm cửa sổ, vải dù... Do định vị phân khúc khách hàng là những nhà sản xuất sản phẩm trung – cao cấp cung cấp sản phẩm cho các thương hiệu lớn như Nike, Adidas, Puma, Columbia... nên STK chủ yếu kinh doanh sợi DTY. Doanh thu từ DTY thường chiếm hơn 90% cơ cấu doanh thu của STK.

Cơ cấu DT theo sản phẩm



Cơ cấu DT theo thị trường



Nguồn: STK, VCBS tổng hợp

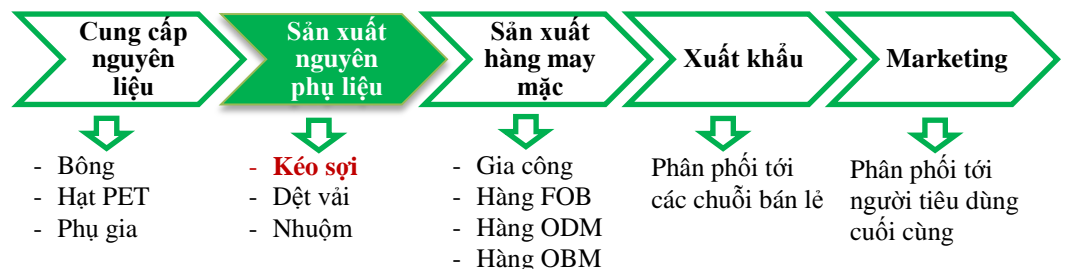
Thị trường tiêu thụ: Tại thời điểm Q2.2015, doanh thu xuất khẩu của STK chiếm tới 73% tổng doanh thu toàn công ty, chủ yếu xuất sang các nước thuộc Châu Á và Châu Âu. 27% doanh thu còn lại được đóng góp bởi thị trường nội địa, trong đó, đa số khách hàng là các công ty may xuất khẩu FDI.

Định vị phân khúc thị trường

Sản xuất và kinh doanh xơ sợi dài nhân tạo ở phân khúc trung-cao cấp

Phân ngành dọc: STK hiện đang nằm trong phân đoạn đầu của chuỗi giá trị dệt may là sản xuất nguyên phụ liệu. Hiện nay, doanh nghiệp đang chỉ hoạt động trong phân khúc sợi. Tuy nhiên, kế hoạch mở rộng sang phân khúc dệt vải và nhuộm cũng đang được STK cân nhắc để phát triển trong tương lai thông qua dự án thành lập công ty Sợi – Dệt – Nhuộm Unitex đã đề cập trong ĐHCĐ 2015.

Chuỗi giá trị dệt may



Trên thị trường thế giới, phân đoạn này thường tập trung tại một số nước chính là Trung Quốc và Ấn Độ... Đa số nguyên phụ liệu dệt may của Việt Nam vẫn phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Tuy nhiên, để được hưởng lợi về thuế từ các hiệp định thương mại đa phương của Việt Nam với các đối tác trên thế giới, lĩnh vực sản xuất nguyên phụ liệu dệt may tại Việt Nam cũng bắt đầu được chú trọng và đầu tư phát triển. Do vậy, trên lý thuyết, STK đang được hưởng lợi rất nhiều từ các chính sách phát triển công nghiệp phụ trợ cho ngành dệt may của Chính phủ Việt Nam như quy hoạch vùng/khu nguyên liệu, đơn giản hóa các thủ tục hải quan/thủ tục cấp phép đầu tư, được chọn là ngành mũi nhọn được đưa ra khi đàm phán các hiệp định thương mại... Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa với việc mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp mới chen chân vào lĩnh vực này.

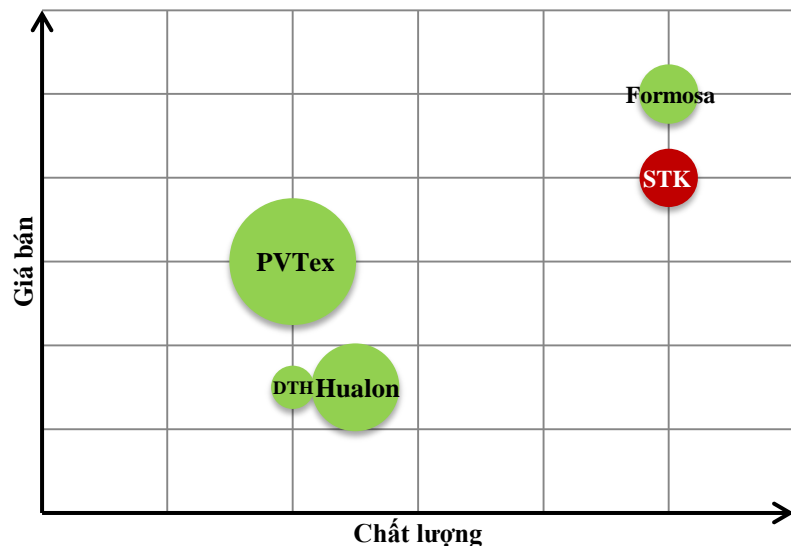
Phân ngành ngang: Trong phân ngành sợi, sản phẩm sợi nhân tạo mà STK đang chọn làm mặt hàng sản xuất chính còn rất nhiều tiềm năng để phát triển so với sản phẩm sợi bông tự nhiên nhờ:

- (1) Nguồn cung cấp nguyên liệu đầu vào rẻ và ổn định hơn, không bị chi phối bởi các điều kiện tự nhiên;
- (2) Có khả năng kết hợp công nghệ để phát triển các tính năng sử dụng mới (sợi chống nhăn, sợi chống cháy, sợi giữ nhiệt...).

Phân khúc sản phẩm: STK xác định phân khúc sản phẩm của mình là các sản phẩm sợi nhân tạo có chất lượng trung và cao cấp với giá thành cũng ở mức trung bình cao.

Nếu so sánh với các công ty cùng sản xuất sợi dài nhân tạo trong nước, quy mô sản xuất của STK vẫn còn nhỏ (37.000 tấn sợi/năm) và chỉ đáp ứng được 0,09% nhu cầu sợi dài nhân tạo trên thế giới. Trong khi đó, nhu cầu sử dụng sợi dài nhân tạo trên thế giới ngày càng tăng, riêng so với năm 2014 đã tăng thêm tới 42% trong năm nay (Nguồn: *The fiber year consulting 2015*). Như vậy, dư địa để phát triển của STK còn rất lớn, sản phẩm đầu ra của STK với chất lượng đảm bảo gần như sẽ được thị trường hấp thu toàn bộ. Do đó, tìm kiếm thị trường đầu ra không phải là rào cản đối với STK tại thời điểm này.

Hiện đối thủ cạnh tranh chính của STK trong nước là Công ty TNHH Hưng Nghiệp Formosa với 38.400 tấn sợi/năm ở phân khúc sợi chất lượng trung và cao cấp.



Nguồn: STK, VCBS tổng hợp

Tương quan các doanh nghiệp

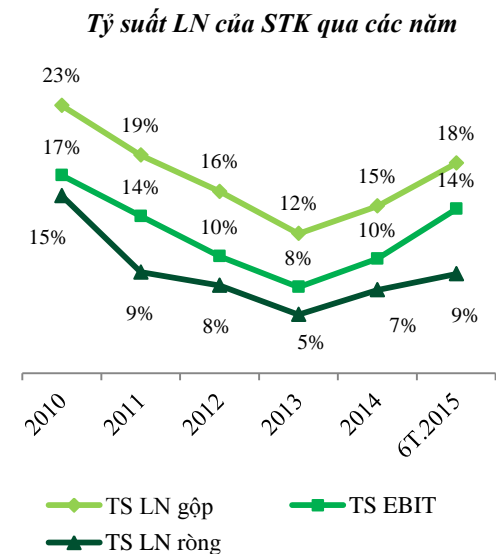
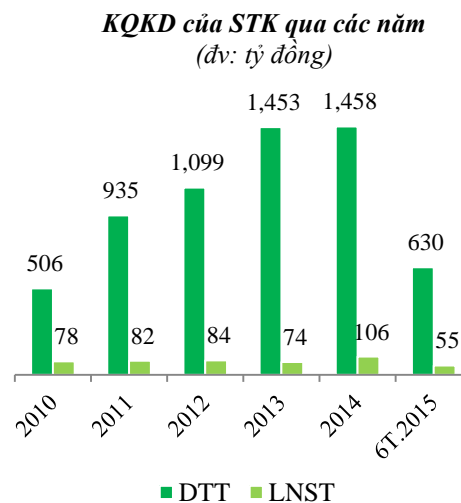
Thông tin một số mã niêm yết trong ngành dệt may tại thị trường Việt Nam:

Mã	TTS (tỷ)	VCSH (tỷ)	Nợ/TTS	TS LNR	ROA (ttm)	ROE (ttm)	EPS (ttm)	BVPS
STK	1.618	673	0.42	9%	7%	16%	2.551	15.915
EVE	1.104	847	0.33	15%	9%	12%	3.792	30.266
GMC	781	265	0.66	9%	10%	30%	6.798	22.730
KMR	697	504	0.28	2%	0.2%	0.3%	77	10.045
NPS	83	33	0.60	1%	2%	5%	752	15.310
TCM	2.296	828	0.64	7%	7%	20%	3.498	14.926
TNG	1.653	339	0.79	5%	4%	20%	3.065	13.621
TB	1.102	469	0.55	7%	6%	17%	2.997	17.816

Dữ liệu cập nhật đến Q2.2015

So với các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất hàng dệt may xuất khẩu đã niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, STK là công ty có quy mô trung bình xét theo tổng tài sản và VCSH. Các hệ số sinh lời của STK cũng ở mức tốt so với trung bình ngành với tỷ suất LNR, ROA, ROE lần lượt ở mức 9%, 7% và 16%. Nếu so sánh riêng với các công ty chuyên sản xuất nguyên vật liệu dệt may là EVE và KMR, STK là công ty có chỉ số ROE cao nhất nhờ việc sử dụng vốn hiệu quả.

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: STK, VCBS tổng hợp

Giai đoạn 2010-2013:

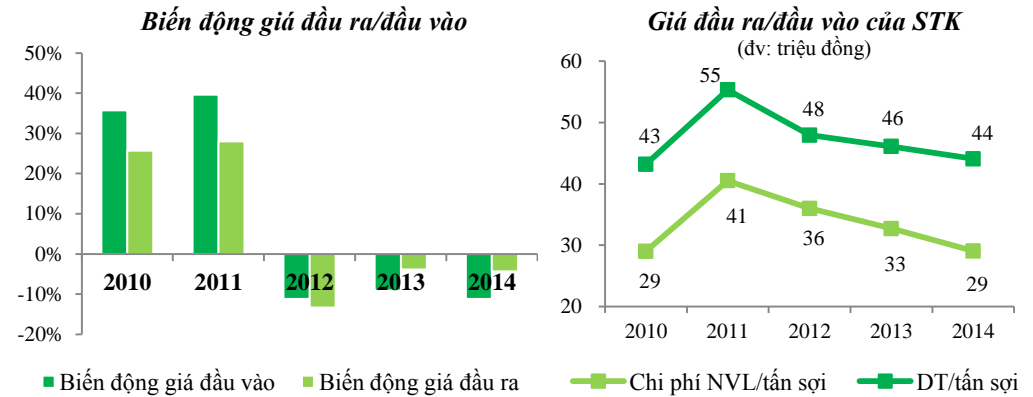
DT tăng trưởng mạnh với CAGR ở

Trong giai đoạn này, doanh thu của STK tăng trưởng rất tốt với CAGR ở mức 30% nhờ việc STK liên tục mở rộng sản xuất và đưa thêm nhà máy Trảng Bàng 1, 2 vào hoạt động. Đặc biệt,

mức 30% nhưng LNST tăng trưởng không mấy khả quan.

sự thiếu hụt bông tự nhiên trong năm 2010 và 2011 khiến nhu cầu về nguyên liệu thay thế là sợi nhân tạo tăng cao, giúp doanh thu của STK cũng được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, LNST trong giai đoạn này lại tăng trưởng không mấy khả quan với CAGR ở mức -3%.

Nguyên nhân chủ yếu của sự tăng giảm trái chiều giữa DT và LNST là do có sự chênh lệch giữa biến động giá đầu vào và biến động giá đầu ra của STK. Cụ thể, biên độ dao động của giá nguyên phụ liệu đầu vào có xu hướng cao hơn biên độ dao động của giá bán sản phẩm đầu ra khiến biên LNG của STK bị thu hẹp từ 23% năm 2010 xuống còn 12% năm 2013.



Một điểm đáng chú ý về biến động giá của STK trong thời gian này là thời điểm năm 2013: biên LNG của STK rơi xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm trở lại đây là 12%. Được biết, thời điểm này STK bắt đầu áp dụng công nghệ mới để sản xuất sợi FDY. Tuy nhiên, do chưa làm chủ hoàn toàn được công nghệ mới nên chất lượng sợi FDY của STK chưa ổn định, giá bán đầu ra theo đó cũng bị hạn chế ở mức thấp.

Giai đoạn 2013-2014:

DT tăng trưởng chững lại, LNST được cải thiện.

DT tăng trưởng chững lại do công suất của các nhà máy đã được khai thác đến mức tối đa. Mặc dù vậy, LNST bắt đầu có những cải thiện tích cực với mức tăng trưởng ấn tượng 43% yoy. Chất lượng sợi FDY của STK đã ổn định hơn, kế hoạch thu mua và đàm phán hợp đồng theo quý giúp tỷ trọng giá vốn hàng bán trên DTT giảm từ 88% xuống còn 85%. Biên LNG của STK theo đó cũng tăng từ 12% năm 2013 lên 15% năm 2014.

Mặt bằng lãi suất chung giảm cũng giúp chi phí tài chính của STK giảm 40% so với cùng kỳ năm 2013. Nhờ vậy, biên LN ròng của STK tăng từ 5% lên 7% trong năm 2014.

KQKD 6T.2015:

DT có dấu hiệu sụt giảm trong khi LNST tăng nhẹ.

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2015, DT có dấu hiệu sụt giảm trong khi LNST tăng nhẹ. Cụ thể, doanh thu lũy kế đạt 630 tỷ đồng (-3% yoy, 37% KH) và LNST lũy kế đạt 54,6 tỷ đồng (+3,6% yoy, 47% KH).

Mặc dù, doanh thu trong kỳ giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ năm ngoái do giá mua nguyên vật liệu lao dốc kéo theo việc giảm giá bán. Tuy nhiên, biên LN gộp 6T.2015 đạt 116 tỷ đồng, tăng 3,82% so với cùng kỳ năm 2014 do tốc độ giảm giá bán (-11% yoy) chậm hơn tốc độ giảm của chi phí nguyên vật liệu, chủ yếu là hạt nhựa PET (-24% yoy) và công ty tăng tỷ trọng mặt hàng sợi cao cấp (sợi nhuộm và có giá trị gia tăng cao) nhiều hơn để đáp ứng nhu cầu thị trường.

Trong kỳ kế toán này, STK cũng ghi nhận chi phí tài chính tăng mạnh (+212% yoy) do khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện của khoản vay 24 triệu USD – mở rộng sản xuất Chi nhánh Trảng Bàng Giai đoạn 3. Do vậy, tốc độ tăng trưởng của biên LN ròng có phần yếu hơn so với tốc độ tăng trưởng của biên LN gộp và giữ ở mức 9%.

Sức khỏe tài chính

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sản xuất luôn giữ ở mức dương. Các hệ số thanh toán có xu hướng tăng dần.

Trong khoảng 5 năm trở lại đây, STK liên tục mở rộng công suất và xây thêm nhà máy nên dòng tiền dành cho đầu tư liên tục âm và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sản xuất vẫn là nguồn vốn chủ yếu cho các hoạt động đầu tư của STK. Do vậy, đòn bẩy tài chính của STK luôn duy trì ở mức 2,4 lần, thấp hơn so với các công ty cùng ngành là 2,63 lần. Tuy nhiên, năm 2012, do chưa làm chủ được công nghệ sản xuất mới nên dòng tiền từ hoạt động sản xuất của STK không đủ để bù đắp chính cho nhu cầu đầu tư và công ty phải dựa vào dòng tiền đến từ hoạt động tài chính.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> Khả năng thanh toán tốt, rủi ro tín dụng thấp; Làm chủ được công nghệ sản xuất; 	<ul style="list-style-type: none"> Tỷ lệ phụ thuộc nguồn nguyên liệu vào thị trường nước ngoài còn cao (~90%); Quy mô sản xuất còn nhỏ so với khu vực; Chưa có sản phẩm vượt trội.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> Thị trường nội địa tiềm năng còn nhiều dư địa để phát triển. đặc biệt xu hướng sử dụng nguyên liệu dệt may trong trước để hưởng ưu đãi thuế từ các hiệp định thương mại TPP, VN-EU FTA...; Hưởng lợi từ các chính sách quy hoạch, thuế XNK... của Chính Phủ; 	<ul style="list-style-type: none"> Các doanh nghiệp FDI trong mảng sợi/dệt/nhuộm đang gấp rút đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam để đón đầu TPP và tranh thủ nhân công giá rẻ. Mặc dù các mặt hàng STK sản xuất đều thuộc thị trường ngách là dòng sản phẩm chất lượng cao nên chưa có nhiều đối thủ cạnh tranh trực tiếp. Tuy nhiên, với đà phát triển mạnh của ngành, khả năng các công ty FDI nhắm đến phân khúc sợi cao cấp và cạnh tranh trực tiếp với STK trong tương lai là điều không tránh khỏi.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2015

Kế hoạch kinh doanh

STK đặt kế hoạch thận trọng với DT đạt 1.695 tỷ đồng (+16% yoy) và LNTT đạt 149 tỷ đồng (+9% yoy).

Năm 2015, STK đặt kế hoạch tăng trưởng với **DT đạt 1.694,8 tỷ đồng (+16% yoy)** và **LNTT đạt 148,8 tỷ đồng (+9% yoy)**. Đây là kế hoạch dự kiến đã bao gồm kịch bản giảm giá bán thêm 6% và nhà máy Trảng Bàng 3 tháng 7 đi vào hoạt động 50% công suất. Tuy nhiên, giá bán trong nửa đầu năm 2015 đã giảm tới 9% so với dự kiến của công ty. Do vậy, chúng tôi cho rằng STK sẽ khó có khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh đã đề ra. Theo đó, DT 2015 của STK ước đạt 1.472 tỷ đồng (+1% yoy, 87% KH) và LNST đạt 116 tỷ đồng (+9,6% yoy, 78% KH).

Kế hoạch chia cổ tức 2015: STK dự định sẽ trả cổ tức cho cổ đông ở mức tối thiểu là 15%/mệnh giá. Việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt hay cổ phiếu sẽ được ủy quyền cho HĐQT quyết định dựa trên kế hoạch đầu tư và tình hình tài chính của công ty. Chúng tôi cho rằng với tình hình kinh doanh tốt như hiện tại, khả năng cao STK sẽ trả cổ tức 15% bằng tiền mặt cho cổ đông.

Kế hoạch niêm yết trên sàn HOSE: STK đã có văn bản thông báo chính thức về việc niêm yết và ngày giao dịch đầu tiên. Theo đó, ngày niêm yết có hiệu lực là 10/09/2015, ngày chính thức giao dịch là 30/09/2015 với giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên là 29.000 đồng/cp, số lượng cổ phiếu đăng ký niêm yết của STK là 42.305.336 cổ phiếu (mệnh giá 10.000 đồng/cp),

tương đương với vốn điều lệ khoảng 423 tỷ đồng.

Kế hoạch tăng vốn: STK dự định sẽ tăng vốn điều lệ thêm 10% ngay sau khi niêm yết thành công. Cụ thể, STK sẽ phát hành thêm cổ phiếu thưởng cho cổ đông ưu đãi theo tỷ lệ 10:1. Kế hoạch này đã được thông qua trong buổi ĐHCĐ 2015 vừa qua.

Triển vọng 2015 - 2017

Ngành dệt may Việt Nam nói chung và mảng sợi nói riêng là một trong những điểm sáng của nền kinh tế trong năm 2015-2017 khi:

- (1) Khả năng được hưởng lợi từ thuế suất và gia tăng đơn hàng khi gia nhập TPP và các hiệp định thương mại tương đối chắc chắn.
- (2) Xu hướng chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam vẫn đang tiếp tục diễn ra.
- (3) Nhu cầu tiêu thụ sợi dài Polyester filament so với cotton & sợi ngắn polyester ngày càng tăng ở mức 8.45% CAGR.

Do vậy, dư địa phát triển của STK nói riêng và của ngành dệt may Việt Nam còn rất lớn. Song, việc cạnh tranh trực tiếp từ các doanh nghiệp FDI có quy mô lớn trong ngành cũng đáng cân nhắc đối với trường hợp của STK. Doanh nghiệp cần có chiến lược phát triển về quy mô và công nghệ mạnh mẽ hơn nữa.

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH DỰ ÁN

Dự án mở rộng Nhà máy Trắng Bàng 3

Tính đến cuối tháng 6/2015, STK đã chạy thử 9 máy DTY và 3 chuyền POY cho hoạt động sản xuất. Về tình hình nhân sự cho Trắng Bàng 3, công ty đã tuyển được 111/136 nhân lực theo kế hoạch. Cuối tháng 7/2015, nhà máy đã đi vào hoạt động chính thức với 50% công suất thiết kế là 7.500 tấn sợi/năm. Tiếp đó, STK sẽ tiếp tục đầu tư thêm 91 tỷ đồng cho nhà máy Trắng Bàng 3 trong năm 2016 để có thể chạy hết 100% công suất thiết kế trong Q1/2016. Công ty ước tính nhà máy Trắng Bàng 3 sẽ đem lại thêm khoảng 326 tỷ DT, tương đương với tỷ trọng khoảng 20% tổng DT toàn công ty.

Dự án Nhà máy Trắng Bàng 4

Dự án này đã được ĐHCĐ 2015 thông qua kế hoạch đầu tư với tổng vốn đầu tư là 273.8 tỷ đồng và sẽ được triển khai ngay sau khi nhà máy Trắng Bàng 3 đi vào hoạt động 100% công suất. Nguồn vốn của dự án dự kiến sẽ được lấy 30% từ vốn chủ sở hữu và 70% từ vốn vay ngân hàng hoặc từ vốn phát hành thêm cổ phiếu sau khi STK niêm yết trên HSX. Dự kiến khi hoàn tất, nhà máy sẽ cung cấp thêm khoảng 6.000 tấn sợi POY, 3.000 tấn sợi DTY và 4.000 tấn sợi FDY, nâng tổng công suất toàn công ty lên hơn 65.000 tấn sợi mỗi năm. Theo kế hoạch, STK sẽ triển khai lắp đặt máy móc thiết bị cho dự án Trắng Bàng 4 vào Q2/2016 và dự kiến sẽ được đi vào khai thác thương mại từ Q1/2017 với tổng công suất là 8.000 tấn sợi/năm, tương đương 62% công suất thiết kế (13.000 tấn sợi/năm).

Dự án Công ty Sợi – Dệt – Nhuộm “Unitex”

Trong Q2.2015, công ty đã xin được giấy phép đầu tư cho Công Ty Cổ Phần Sợi - Dệt - Nhuộm Unitex (“Unitex”) tại KCN Thành Thành Công. Công ty Unitex có vốn điều lệ 80 tỷ đồng, trong đó Sợi Thể Kỹ tham gia góp vốn với tỷ lệ 49,99%. Dự án này hiện đang trong giai đoạn nghiên cứu tính khả thi và sẽ trình cổ đông thông qua trong ĐHCĐ 2016 tới. Trong trường hợp được thông qua, STK sẽ cần khoảng 90 triệu USD vốn đầu tư cho dự án này và sẽ thuê khoảng 10ha đất tại Khu công nghiệp Thành Thành Công để xây dựng.

Chúng tôi cho rằng đây là một dự án triển vọng, sẽ giúp được STK tận dụng ưu thế của các sản phẩm sợi sẵn có để tạo ra giá trị gia tăng trong chuỗi sản xuất Sợi – Dệt – Nhuộm và kỳ vọng hưởng lợi về thuế từ các hiệp định thương mại đa phương đã và sắp ký kết của Việt Nam. Ngoài

ra, phương án tham gia góp vốn thay vì thành lập công ty con 100% vốn là một bước đi khá thông minh của STK khi sản xuất sợi vốn là thế mạnh của STK nhưng công ty vẫn còn thiếu kinh nghiệm trong lĩnh vực dệt và nhuộm. Do vậy, góp vốn sẽ giúp STK tận dụng được công nghệ, kinh nghiệm của đối tác và hạn chế được rủi ro khi đầu tư vào một lĩnh vực hoàn toàn mới.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối:
giá hợp lý 28.483 đồng/CP

Do hầu hết các mã dệt may niêm yết trên thị trường Việt Nam là các công ty may xuất khẩu nên chúng tôi đã chọn lựa một số các công ty sản xuất sợi nhân tạo giống với STK tại các nước đang phát triển là Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ để so sánh với STK.

Ngoài ra, do các chỉ số P/E và P/B của Việt Nam luôn được đánh giá thấp hơn mặt bằng chung các nước trong khu vực nên chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 20% cho các chỉ số này đối với thị trường Việt Nam.

Mã – Quốc gia	Tên viết tắt	% DT đến từ sợi	P/E	P/B
SRPL - IN	SARLA PERFORMANC	100%	13.87	1.87
VAL - IN	VARDHMAN ACRYLIC	100%	7.31	0.76
CENK – IN	CENTURY ENKA LTD	100%	12.05	0.62
AKSA - TI	AKSA	94%	9.52	1.63
GWWR - IN	GARWARE WALL ROP	80%	14.53	2.01
Trung bình			11.46	1.38
Tỷ lệ chiết khấu			20%	20%
Trung bình ngành sau chiết khấu			9.17	1.10

Nguồn: Bloomberg

Phương pháp so sánh P/E:

$$\begin{aligned} \text{Giá hợp lý của STK} &= \text{P/E trung bình ngành} \times \text{EPS forward 2015 của STK} \\ &= 9.17 \times 2.607 \\ &= 25.204 \text{ (đồng/CP)} \end{aligned}$$

Phương pháp so sánh P/B:

$$\begin{aligned} \text{Giá hợp lý của STK} &= \text{P/B trung bình ngành} \times \text{BVPS ước 2015 của GMC} \\ &= 1.10 \times 28.463 \\ &= 31.761 \text{ (đồng/CP)} \end{aligned}$$

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh như sau:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh P/E	25.204	50%
So sánh P/B	31.761	50%
Giá hợp lý	28.483	

Phương pháp FCFE: giá hợp lý
29.504 đồng/CP

Giả định:

1. STK sẽ thực hiện tăng vốn điều lệ thêm 10% ngay sau khi niêm yết thành công và sẽ tiếp tục tăng vốn đều đặn 10% mỗi năm đến năm 2019;
2. STK phân bổ chi phí đầu tư tài sản cố định theo tỷ lệ 30% sử dụng vốn tự có và 70% là sử dụng vốn vay;
3. Tổng công suất sản xuất của STK sẽ được mở rộng như sau:

Đơn vị: tấn	2015	2016	2017	2018	2019
Củ Chi + TB 1 + TB 2	37.000				
TB 3	7.500	7.500			
TB 4			8.000	8.000	
Tổng công suất thiết kế	44.500	52.000	60.000	68.000	68.000

*TB: viết tắt của chi nhánh Trảng Bàng

4. Dự báo giá dầu sẽ chạm đáy trong năm 2015. Theo đó giá nguyên liệu đầu vào đang trên đà giảm và STK cũng đang cơ cấu lại tỷ trọng sản phẩm của mình theo hướng gia tăng biên lợi nhuận nên chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp sẽ giữ ở mức 19% đến năm 2019;
5. Lãi tỷ giá được tính dựa trên giả định tỷ giá VND/USD điều chỉnh 6% trong năm 2015 và 3% trong các năm tiếp theo;
6. Lãi suất dài hạn bằng USD tăng 1%/năm kể từ năm 2017;
7. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: 4%

Tính beta:

Mã	Levered beta	Thuế suất	D/E	Unlevered beta
EVE	0.45	24%	0.20	0.39
GMC	0.84	23%	1.71	0.36
KMR	0.93	48%	0.29	0.81
NPS	0.41	23%	1.15	0.22
TCM	1.11	7%	1.54	0.46
TNG	1.21	17%	3.57	0.31
Trung bình				0.42
STK	0.74	20%	0.93	

8. Tỷ suất chiết khấu trong giai đoạn 2015 - 2019:
 - Lãi suất phi rủi ro: $R_f = 6.4\%$ (lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm)
 - Phần bù rủi ro: $R_p = 9.55\%$ (nguồn: Aswath Damodaran)
 - Beta = 0.74
 - $k_{ce} = R_f + \text{Beta} \times R_p = 6.4\% + 0.74 \times 9.55\% = 13.46\%$

Chiết khấu theo FCFE:

Đơn vị: tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
LNST	116	139	147	168	176
Khấu hao	137	173	200	225	249
Thay đổi vốn lưu động	45	(75)	27	(70)	41
Đầu tư TSCĐ	(525)	(365)	(274)	(250)	(250)
Thay đổi vay nợ	296	30	(46)	(41)	(37)
FCFE	70	(97)	55	31	178
Giá trị hiện tại năm 2019					1.111
Tổng giá trị hiện tại FCFE					137
Chiết khấu về 2015 (tỷ đồng)					1.248
Số lượng cổ phiếu					42.305.330
Giá cổ phiếu STK (đồng/cp)					29.540

* Đây là số lượng cổ phiếu STK dự kiến sẽ niêm yết vào Q3.2015.

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 28.994 đồng/CP

Mức giá hợp lý của cổ phiếu STK là:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	28.483	50%
FCFE	29.504	50%
Giá hợp lý	28.994	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư: **NĂM GIỮ**

Chúng tôi cho rằng STK có khả năng sẽ không hoàn thành kế hoạch doanh thu đã đề ra cho năm 2015 do áp lực giảm giá bán do giá đầu vào liên tục giảm mạnh. Theo đó, dự phóng DT 2015 của STK đạt 1.472 tỷ đồng (+1% yoy, 87% KH) và LNST đạt 116 tỷ đồng (+9,6% yoy, 78% KH). Với triển vọng ngành tương đối khả quan, sức khỏe tài chính tốt và kế hoạch đầu tư chắc chắn cho thấy STK là một cổ phiếu có cơ bản tốt, ổn định, rất phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn. Bên cạnh đó, một số yếu tố hỗ trợ về mặt thị trường như kỳ vọng về việc ký kết TPP cũng là động lực để cổ phiếu này tăng trưởng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, giá niêm yết của STK tại ngày 30/09/2015 tới là 29.000 đồng/cp là khá sát với giá trị hợp lý mà chúng tôi đưa ra là 28.798 đồng/cp. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu STK cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

PHỤ LỤC 1 - DỰ PHÓNG BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN 2015 - 2019

Đơn vị: tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
I. Tài sản ngắn hạn	487	470	530	626	740
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	162	45	74	76	228
2. Các khoản phải thu ngắn hạn	98	145	137	185	153
3. Hàng tồn kho	200	250	285	325	316
4. Tài sản ngắn hạn khác	26	30	35	40	42
II. Tài sản dài hạn	1.576	1.646	1.662	1.569	1.508
1. Phải thu dài hạn	0	0.5	0.5	0.5	0.5
2. Tài sản cố định	1.499	1.568	1.544	1.491	1.430
3. Khoản đầu tư tài chính dài hạn	40	40	40	40	40
4. Tài sản dài hạn khác	37	37	37	37	37
Tổng cộng tài sản	2.063	2.116	2.153	2.196	2.247
Đơn vị: tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
I. Nợ phải trả	844	915	945	912	909
1. Nợ ngắn hạn	268	344	404	428	433
2. Nợ dài hạn	576	571	539	512	476
II. Vốn chủ sở hữu	1.219	1.201	1.209	1.255	1.338
Tổng cộng tài sản	2.063	2.116	2.153	2.196	2.247

PHỤ LỤC 2 - DỰ PHÓNG BẢNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2015 - 2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu bán hàng	1.472.978.568.721	1.705.456.500.074	1.977.340.869.651	2.256.494.874.779	2.372.809.043.582
Các khoản giảm trừ doanh thu	-836.445.395	-968.460.280	-1.122.852.498	-1.281.372.851	-1.347.422.998
Doanh thu thuần	1.472.142.123.326	1.704.488.039.795	1.976.218.017.153	2.255.213.501.928	2.371.461.620.584
Giá vốn hàng bán	-1.207.842.426.351	-1.415.528.895.062	-1.680.739.739.204	-1.918.020.643.562	-2.016.887.687.044
Lợi nhuận gộp	264.299.696.974	288.959.144.733	295.478.277.950	337.192.858.366	354.573.933.539
- Chi phí QLDN	-39.707.973.004	-43.416.836.274	-44.406.338.288	-50.675.468.399	-53.287.605.946
- Chi phí bán hàng	-45.002.369.405	-49.205.747.777	-50.327.183.393	-57.432.197.519	-60.392.620.072
EBIT	179.589.354.565	196.336.560.682	200.744.756.268	229.085.192.447	240.893.707.522
+ Doanh thu tài chính	2.326.077.297	2.632.018.335	2.909.748.450	3.320.536.467	3.491.698.140
- Chi phí tài chính	-33.375.772.839	-28.800.116.274	-31.241.952.365	-35.816.497.094	-38.954.591.369
- Chi phí lãi vay	-17.472.100.578	-19.593.254.135	-20.567.329.595	-23.634.868.756	-26.145.044.044
+ Lợi nhuận khác	754.954.566	874.107.879	1.013.458.410	1.156.534.892	1.216.150.092
Lợi nhuận trước thuế	149.294.613.590	171.042.570.622	173.426.010.763	197.745.766.712	206.646.964.386
- Thuế TNDN	-32.955.682.035	-31.642.875.565	-26.013.901.615	-29.661.865.007	-30.997.044.658
Lợi nhuận sau thuế	116.338.931.555	139.399.695.057	147.412.109.149	168.083.901.705	175.649.919.728

PHỤ LỤC 3 - DỰ PHÓNG BẢNG KẾT LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ 2015 - 2019

	2015	2016	2017	2018	2019
+ Lợi nhuận trước thuế	149,294,613,590	171,042,570,622	173,426,010,763	197,745,766,712	206,646,964,386
+ Khấu hao và khấu trừ tài sản cố định	137,336,330,660	173,128,150,622	199,996,530,538	224,511,475,717	249,026,420,896
+ Khoản dự phòng	0	0	0	0	0
+ Lỗi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện	1,376,443,120	1,593,685,011	1,847,750,737	2,108,609,665	2,217,300,885
+ Lãi từ hoạt động đầu tư	-30,294,740,976	-25,293,990,061	-27,318,745,505	-31,339,425,735	-34,246,743,136
+ Chi phí lãi vãi	17,472,100,578	19,593,254,135	20,567,329,595	23,634,868,756	26,145,044,044
+ Thay đổi vốn lưu động	-10,316,552,088	-144,225,026,925	-45,444,875,179	-152,307,474,868	-45,794,953,988
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	264,868,194,885	195,808,643,403	323,074,000,950	264,353,820,246	403,994,033,087
+ Tiền chi để mua sắm và xây dựng TSCĐ	-525,000,000,000	-365,000,000,000	-274,000,000,000	-250,000,000,000	-250,000,000,000
+ Tiền nhận từ các khoản đầu tư	763,269,334	763,269,334	763,269,334	763,269,334	763,269,334
+ Tiền chi góp vốn vào công ty liên kết	-39,992,000,000	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư	(564,228,730,666)	(364,236,730,666)	(273,236,730,666)	(249,236,730,666)	(249,236,730,666)
+ Cổ tức đã trả	-6,345,800,400	-6,980,380,440	-7,678,418,484	-8,446,260,332	-9,290,886,366
+ Tiền thu từ vốn góp và phát hành cổ phiếu	42,305,336,000	46,535,869,600	51,189,456,560	56,308,402,216	61,939,242,438
+ Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0
+ Tiền thu thuần từ đi vay	296,424,436,917	30,349,667,717	-45,624,021,123	-41,485,864,752	-36,946,641,047
+ Các hoạt động tài chính khác	(18,879,915,504)	(18,879,915,504)	(18,879,915,504)	(18,879,915,504)	(18,879,915,504)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính	313,504,057,013	51,025,241,373	(20,992,898,551)	(12,503,638,372)	(3,178,200,479)
Lưu chuyển tiền tệ cuối kỳ	162,307,041,368	44,904,195,478	73,748,567,211	76,362,018,419	227,941,120,361

CAM KẾT

Chúng tôi, Bộ phận Phân tích và Nghiên cứu của Công ty TNHH Chứng khoán Vietcombank (VCBS) cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi Bộ phận Phân tích và Nghiên cứu thị trường của Công ty TNHH Chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY TNHH CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12 - 17 Tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 - 4 - 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
