

**CTCP SỢI THÉ KỸ - STK**

Thông tin cổ phiếu	Ngày 4/12/2015
Mã chứng khoán	STK
Ngành	Dệt may
Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần (đồng)	30.900-37.700
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.535,7
KLCP đang lưu hành	42.305.336
P/E trailing (thị trường)	13,15

- 9T.2015: DTT đạt 925,3 tỷ đồng (-15% yoy, 55% KH), LNST đạt 61,6 tỷ đồng (-25% yoy, 53% KH). DTT giảm chủ yếu đến từ việc sản lượng tiêu thụ giảm 9% yoy và giá sản phẩm cũng giảm 11,3% ytd.
- LNG đạt 160,6 tỷ đồng (-1% yoy) nhưng biên LNG 9T.2015 lại có cải thiện đạt 17,4% so với mức 14,8% cùng kỳ. LNG giảm do ảnh hưởng của cả giá bán và sản lượng giảm nhưng biên LNG cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm mạnh hơn giá bán.
- Chi phí tài chính trong 9T.2015 tăng mạnh gấp gần 3,7 lần cùng kỳ do đánh giá lại chênh lệch tỉ giá chưa thực hiện của các khoản vay dài hạn. Hiện tại, 98% cơ cấu nợ của STK là bằng tiền USD với 6 triệu USD nợ vay ngắn hạn và 30 triệu USD nợ vay dài hạn.
- Chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng của STK nhờ khả năng tăng công suất cả trong ngắn và dài hạn khi dư địa thị trường sợi dài vẫn còn nhiều, đặc biệt là sau khi TPP được ký kết sẽ giúp tăng mạnh đơn đặt hàng nội địa khi các công ty dệt may xuất khẩu phải mua nguyên liệu sợi trong nước để đạt được mức thuế ưu đãi. Ngoài ra, STK sẽ phải giảm khoản chênh lệch giá giữa giá bán và giá nguyên liệu để tăng khả năng cạnh tranh và tận dụng tối đa công suất nhà máy
- STK có khả năng không hoàn thành kế hoạch doanh thu và LNST đề ra do áp lực giảm giá bán và sản lượng và chi phí tài chính tăng đột biến. Theo đó, dự phòng DTT 2015 của STK đạt 1.300 tỷ đồng (-11% yoy, 77% KH) và LNST đạt 107,5 tỷ đồng (-1% yoy, 93% KH). khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu STK do giá niêm yết tại ngày 4/12/2015 là 33.500 đồng/cp đã khá sát với giá trị hợp lý mà chúng tôi đưa ra là 31.549 đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	9T.2015
DTT (tỷ đồng)	1,099	1,453	1,458	925
+/- yoy (%)	18%	32%	0%	-15%
LNST (tỷ đồng)	84	74	106	62
+/- yoy (%)	2%	-12%	43%	-25%
Nợ/TTS (%)	31%	28%	19%	49%
TS LN gộp (%)	16%	12%	15%	17,4%
TS LN ròng (%)	8%	5%	7%	6,7%
EPS - TTM (đồng)	2,576	1,060	1,306	NA
ROA (%)	8%	7%	9%	3,6%
ROE (%)	18%	15%	16%	9,1%

**NỘI DUNG:**

- Giới thiệu chung – Trang 2
- Kết quả kinh doanh 9T.2015 - Trang 3
- Triển vọng kinh doanh - Trang 4
- Dự báo KQKD 2016 – Trang 6
- Định giá và Quan điểm đầu tư - Trang 7

**Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 10**

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

[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

**VCBS Bloomberg Page:** <VCBS><go>

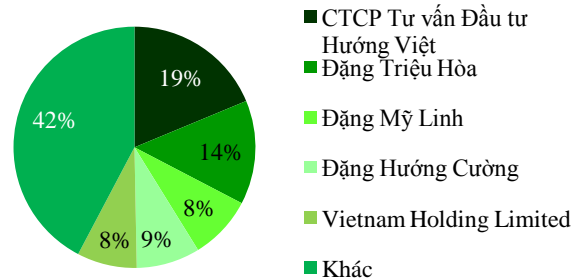
Doãn Hải Phượng  
[dhphuong@vcbs.com.vn](mailto:dhphuong@vcbs.com.vn)

## GIỚI THIỆU CHUNG

### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của STK khá cân đối với 68,23% số cổ phần được nắm giữ bởi cá nhân trong nước, trong đó ba cổ đông sáng lập STK là ông Đặng Triệu Hòa, bà Đặng Mỹ Linh và ông Đặng Hướng Cường nắm 30,96%, còn lại 22,33% được nắm giữ bởi tổ chức trong nước và 9,45% thuộc về tổ chức nước ngoài. Cả ba cổ đông sáng lập đều có kinh nghiệm lâu năm trong ngành sợi nên có thể giúp STK có hướng đi đúng đắn và duy trì tốt hoạt động kinh doanh. Sự có mặt của các cổ đông là tổ chức trong và ngoài nước sẽ giúp STK có thêm tính minh bạch.

### Cơ cấu cổ đông tính đến ngày 12/5/2015



*Nguồn: STK, VCBS*

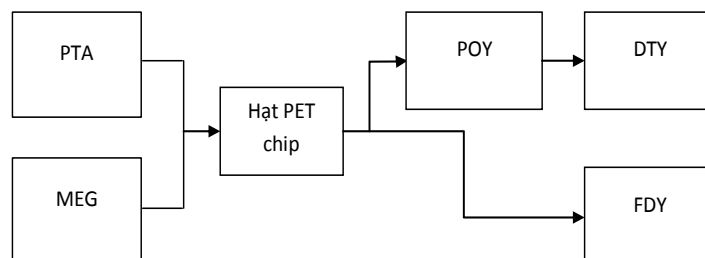
### Nguyên liệu đầu vào

Nguyên liệu quan trọng nhất để sản xuất sợi là hạt PET chip, chiếm 70-80% GVHB của STK được nhập khẩu chủ yếu từ các nước Hàn Quốc, Đài Loan và Indonesia. Hạt PET chip lại được sản xuất từ hai chế phẩm của dầu thô là PTA và MEG nên giá dầu thô có ảnh hưởng trực tiếp đến giá hạt PET chip ở một mức độ nhất định. Trong năm 2014, khi giá dầu thô giảm từ \$100 xuống còn khoảng \$60/thùng (-40%) thì giá PTA và MEG giảm 23%, giá PET chip giảm 12% và đến giá bán sợi thì chỉ giảm 5%. Điều này giúp STK có thể giữ một khoảng cách nhất định giữa giá PET chip và giá bán sợi ở mức 80-90 cents/kg và chuyển bớt rủi ro giá nguyên liệu lên xuống lên giá bán cho khách hàng. Ngoài ra, STK chỉ nhập nguyên liệu theo giá spot giao ngay và đủ dùng trong 1 tháng để giữ mức tồn kho nguyên liệu thấp nhất có thể giúp tránh rủi ro về dao động giá nguyên liệu cũng như gánh nặng chi phí cho hàng tồn kho.

### Sản phẩm và Thị trường

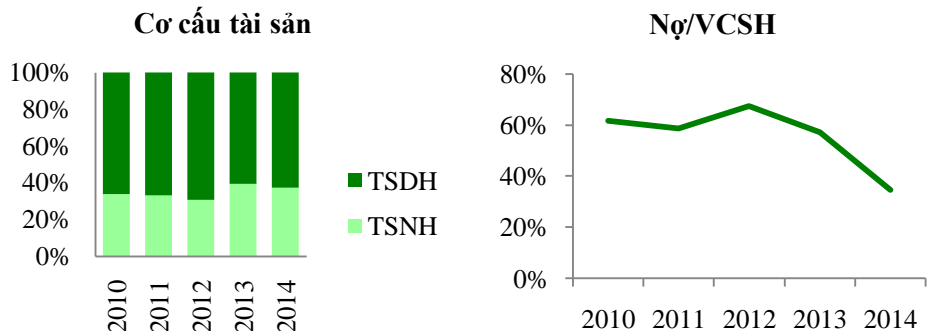
STK có 2 sản phẩm chính là sợi DTY (Drawn Textured Yarn) và FDY (Fully Drawn Yarn). Tuy nhiên giá bán của FDY lại thấp hơn DTY khoảng 26-27% và sợi DTY cũng mềm mịn hơn so với sợi FDY do FDY có thể được sản xuất trực tiếp từ hạt PET chip còn DTY phải trải qua thêm giai đoạn sản xuất sợi POY (một sản phẩm trung gian khi nung chảy hạt PET chip). Hiện DTY chiếm khoảng 92% DTT của STK do mục tiêu của STK là tập trung vào sản phẩm sợi có chất lượng cao. 70% DT của STK hiện nay là cho xuất khẩu chủ yếu qua Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan, Nhật và Thổ Nhĩ Kỳ, còn lại 30% là cho thị trường nội địa.

### Quy trình sản xuất sợi



*Nguồn: STK*

**SỨC KHỎE TÀI CHÍNH**



Nguồn: STK, VCBS

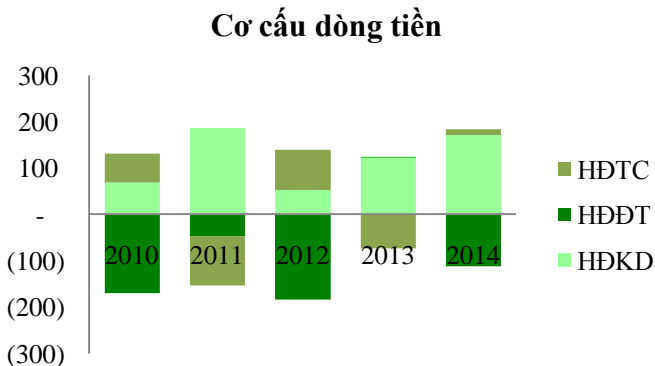
**Cơ cấu tài sản**

Cơ cấu tài sản của STK tập trung chủ yếu ở tài sản dài hạn với tỷ lệ trên 60% từ 2010-2014. Trong năm 2014, tài sản dài hạn chiếm 73% và tài sản ngắn hạn chiếm 27% tổng tài sản của STK. Tài sản cố định chiếm tỷ lệ lớn nhất trong tài sản dài hạn (95%) do công ty tích cực đầu tư mở rộng các nhà máy phục vụ cho việc tăng công suất.

**Nợ/VCSH**

Tuy chủ trương đầu tư tài sản cố định theo tỷ lệ 30% vốn tự có và 70% là vốn vay nhưng tỷ lệ nợ/vcsH của STK giảm dần từ 62% năm 2010 còn 35% năm 2014. Do STK có tăng nợ vay nhưng cũng đồng thời tăng vốn chủ sở hữu qua các hình thức phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ và phát hành cổ phiếu thưởng nên dẫn đến tỷ lệ nợ/vcsH giảm dần qua các năm.

**Dòng tiền**



Nguồn: STK, VCBS

Vì STK liên tục xây thêm nhà máy để nâng công suất nên dòng tiền từ 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. Do vậy, đòn bẩy tài chính của STK luôn duy trì ở mức 2,4 lần, thấp hơn các công ty cùng ngành là 2,63 lần.

**KẾT QUẢ KINH DOANH 9T.2015**

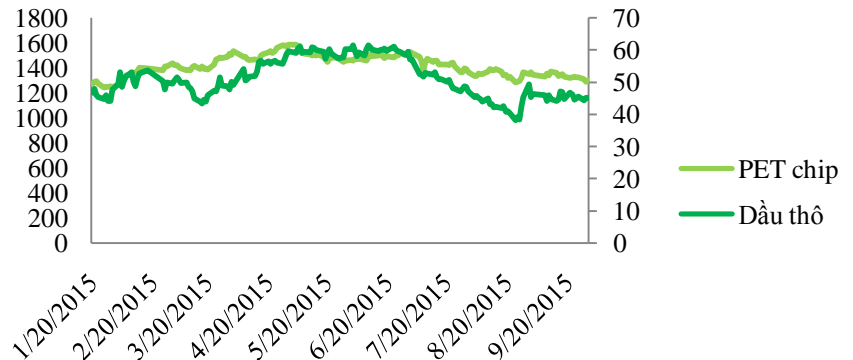
**Cập nhật kết quả kinh doanh 9T.2015**

**DTT và LNST giảm mạnh do sản lượng và giá bán giảm.** Lũy kế 9T.2015, DTT đạt 925,3 tỷ đồng (-15% yoy), LNST đạt 61,6 tỷ đồng (-25% yoy). Với kết quả này, doanh nghiệp hoàn thành 55% kế hoạch doanh thu và 53% kế hoạch LNST cho cả năm. Chi tiết một số hoạt động kinh doanh của STK bao gồm:

- (1) **DTT giảm chủ yếu đến từ việc giảm sản lượng tiêu thụ và giá sản phẩm.** Lũy kế 9 tháng, sản lượng tiêu thụ giảm 9% yoy và giá bán sợi cũng giảm 8% yoy dẫn đến DTT

giảm 15% yoy. Giá bán giảm được công ty giải thích do giá nguyên liệu đầu vào là hạt PET chip giảm 25% yoy khi giá dầu thô giảm 49% yoy (PET chip được làm từ các chế phẩm của dầu thô nên bị ảnh hưởng bởi thay đổi giá dầu). Mặt khác, sản lượng tiêu thụ của STK cũng giảm 9% yoy do (a) các công ty làm hàng may mặc trì hoãn đơn hàng để đợi xem giá sợi có giảm nữa không (b) nhân dân tệ phá giá nên giá bán sợi của Trung Quốc cũng giảm gây áp lực lên các công ty may mặc và kéo theo ảnh hưởng đến các công ty sợi.

**Giá dầu thô và PET chip trong 9T.2015**



Nguồn: EIA và Bloomberg

- (2) **LN gộp giảm nhưng biên LN gộp có cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm mạnh hơn giá bán.** Lũy kế 9T.2015, LN gộp đạt 160,6 tỷ đồng (-1% yoy) nhưng biên LN gộp 9T.2015 lại có cải thiện đạt 17,4% so với mức 14,8% cùng kỳ. LN gộp giảm do ảnh hưởng của cả giá bán và sản lượng giảm nhưng biên LN gộp cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm mạnh hơn giá bán. Trong 9T.2015, giá bán của STK giảm ở mức 11,3% yoy trong khi giá PET chip giảm 24% yoy. Vì PET chip chiếm đến 70% chi phí GVHB nên việc giá PET chip giảm mạnh hơn giá bán đã giúp STK cải thiện biên LN gộp.
- (3) **Chi phí tài chính tăng mạnh do lỗ chênh lệch tỷ giá.** Chi phí tài chính trong 9T.2015 tăng mạnh gấp gần 3,7 lần cùng kỳ do đánh giá lại chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện của các khoản vay dài hạn. Tính từ đầu năm, NHNN đã điều chỉnh tỷ giá VND/USD tăng 3% và nới biên độ thêm 2% cộng với việc ghi nhận chênh lệch tỷ giá theo tỷ giá bán ra của Ngân hàng thay vì dùng tỷ giá liên Ngân hàng như trước đây đã đẩy mức ghi nhận giá USD lên 22.510 VND trong cuối Q3.2015. Hiện tại, 98% cơ cấu nợ của STK là bằng tiền USD với 6 triệu USD nợ vay ngắn hạn và 30 triệu USD nợ vay dài hạn.

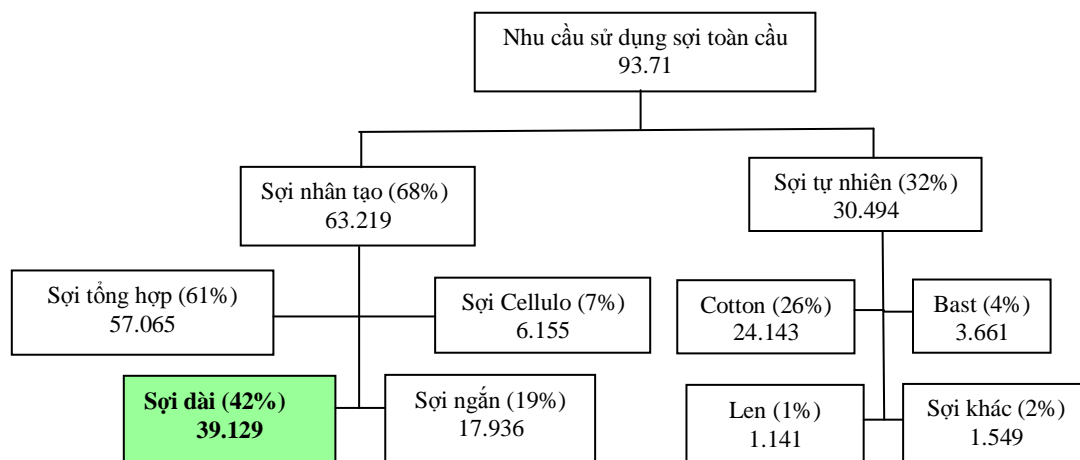
#### Triển vọng kinh doanh

Như vậy, trong 9 tháng, do tác động của giá dầu thô và sự phá giá của đồng NDT đã khiến các công ty dệt may trì hoãn đơn hàng. Chúng tôi cho rằng diễn biến này sẽ tiếp tục chi phối KQKD của công ty trong quý cuối cùng của năm. Về dài hạn, một số yếu tố tác động đến triển vọng tăng trưởng kinh doanh của công ty có thể được xem xét như sau:

#### Sợi dài Polyester Filament đang ngày càng được ưa chuộng.

Từ năm 1965 đến 2013, thị trường tiêu thụ sợi toàn cầu đạt mức tăng trưởng 3,2% CAGR chủ yếu do dân số tăng và thu nhập ở các nước phát triển cũng tăng. Trong đó, từ 2007 đến 2014, sợi dài Polyester Filament (loại sản phẩm chính của STK) có mức tăng trưởng 8,4% CAGR so với sợi cotton giảm 1,3% và sợi dài đồng thời tăng tỷ lệ đóng góp trong tổng tiêu thụ từ 21% năm 2007 lên 34% năm 2014. Điều này cho thấy xu hướng thị trường đang chuyển dịch vào sợi dài hơn là sợi cotton do (1) giá bán sợi dài thấp hơn 1-1,5 usd/kg so với sợi cotton, (2) nguồn cung sợi

cotton không ổn định mà phụ thuộc vào thời vụ (dịch bệnh), (3) việc sợi dài ngày càng có nhiều tính năng mới khiến nhiều hãng sản xuất hàng may mặc chuyển từ dùng sợi cotton sang sợi dài. Vì vậy, với việc STK tập trung vào phân khúc ngách của ngành dệt may là sợi dài còn nhiều dư địa tăng trưởng, nhu cầu thị trường trong trung và dài hạn của STK vẫn sẽ tăng lên, tuy trong ngắn hạn khách hàng có hoãn đơn hàng nhưng trong dài hạn nhu cầu vẫn sẽ tăng và khách hàng là các công ty dệt may phải mua sợi để chuẩn bị cho các đơn hàng sản phẩm mới thay đổi theo mùa.



*Nguồn: The Fiber Year Consulting 2015*

#### **Nguồn cung sợi thiếu tại thị trường nội địa.**

Về nhu cầu nội địa, mục tiêu xuất khẩu trong năm 2015 của Việt Nam là 28 tỷ USD, trong đó 21 tỷ USD là hàng may mặc, tương đương với nhu cầu 8,2 tỷ mét vải. Tuy nhiên, theo dự đoán, Việt Nam chỉ có thể sản xuất 1,7 tỷ mét vải nên phải nhập khẩu 6,5 tỷ mét vải. Với sản lượng sản xuất là 1,7 tỷ mét vải cần tổng cộng 321,5 nghìn tấn sợi nhưng các nhà máy tại Việt Nam chỉ có thể sản xuất 200 nghìn tấn sợi (trong đó bán nội địa 50 nghìn tấn và xuất khẩu 150 nghìn tấn). Vì vậy, nguồn cung sợi tại Việt Nam đang thiếu nhưng các nhà máy lại không thể đáp ứng do công suất và quy mô chưa được mở rộng. Tuy nhiên, giá bán xuất khẩu lại cao hơn giá nội địa 20-24% nên tuy trong nước vẫn thiếu cung nhưng đa số sản lượng sợi đều được dùng cho xuất khẩu.

#### **Ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp của TPP.**

**Trực tiếp:** Thuế suất của sản phẩm sợi Việt Nam tại Nhật và Hàn Quốc đã được giảm về 0% và sau khi TPP được ký kết thì thuế suất tại EU và Mỹ cũng sẽ giảm xuống 0% từ mức 9,5% và 17,5% hiện tại.

**Gián tiếp:** Để hưởng mức thuế 0% theo TPP thì các công đoạn sản xuất (từ sợi trở đi) phải được thực hiện tại các quốc gia thành viên TPP, điều này có thể giúp tăng các đơn hàng từ công ty dệt may nội địa.

Tuy nhiên, hiện tại thị trường xuất khẩu chính của STK gồm Hàn Quốc, Nhật, Thái Lan và Thổ Nhĩ Kỳ. Với việc TPP được ký kết, STK sẽ chỉ được hưởng lợi trực tiếp từ việc xuất khẩu sang Thổ Nhĩ Kỳ do thị trường Hàn Quốc, Nhật và Thái Lan đã được giảm thuế nhập khẩu về 0%.

Chúng tôi cho rằng việc TPP được ký kết và công suất nhà máy tăng lên sẽ là yếu tố chính giúp STK tăng trưởng trong tương lai. Hiện tại, công suất STK có thể đạt được là 52.000 tấn nhưng STK chỉ mới chạy khoảng 72% công suất khả dụng do nhu cầu thị trường trong năm 2015 còn yếu. Khi nguồn cầu thị trường có cải thiện, doanh thu của STK sẽ tăng trưởng mạnh do vẫn còn

có thể tăng công suất trong khi các đối thủ cạnh tranh đã sử dụng hết công suất hiện có. Việc STK xây dựng thêm nhà máy Trảng Bàng 4 sẽ giúp củng cố tăng trưởng trong tương lai khi nhà máy được đưa vào sử dụng vào năm 2017. Vì vậy, chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng của STK nhờ khả năng tăng công suất cả trong ngắn và dài hạn và dư địa thị trường vẫn còn nhiều, đặc biệt là sau khi TPP được ký kết sẽ giúp tăng mạnh đơn đặt hàng nội địa khi các công ty dệt may xuất khẩu phải mua nguyên liệu sợi trong nước để đạt được mức thuế ưu đãi.

Mặt khác, do giá xuất khẩu vẫn cao hơn giá hiện tại khoản 20-24% nên trong tương lai khi nhu cầu nội địa tăng mạnh, chúng tôi đánh giá cao khả năng STK sẽ giảm khoản chênh lệch giá giữa giá bán và giá nguyên liệu để tăng khả năng cạnh tranh và tận dụng tối đa công suất nhà máy.

### Dự báo KQKD 2016

Chúng tôi cho rằng nhu cầu thị trường nội địa sẽ cải thiện trong năm 2016 khi các nhà máy dệt may tại Việt Nam được miễn thuế nhập khẩu sau khi TPP được ký kết cùng với luồng đầu tư FDI vào ngành dệt may tại Việt Nam. Vì vậy, sản lượng tiêu thụ của STK có thể đạt 85% công suất khả dụng so với mức 72% năm 2015, đạt 44.200 tấn thành phẩm. Theo dự báo giá dầu giảm về mức \$51,4/thùng trong năm 2016 so với mức \$52,5/thùng cho năm 2015 của World Bank, chúng tôi cho rằng giá hạt PET trong 2016 sẽ giảm nhẹ về 93 cents/kg so với mức 94 cents/kg hiện tại. Mặt khác, mức chênh lệch giá (giá bán – giá hạt PET) của STK cũng sẽ giảm về khoảng 80 cents/kg so với mức 84 cents/kg do (1) khách hàng yêu cầu phải giảm giá bán khi giá nguyên liệu giảm, (2) cạnh tranh từ Trung Quốc khi đồng VND vẫn neo cao so với các nước khác và (3) áp lực bán hàng từ việc tăng công suất. Vì vậy, giá bán sẽ giảm về mức \$1.73/kg so với mức \$1.78/kg hiện tại. Ngoài ra, theo dự báo đồng VND sẽ phá giá khoảng 2% trong năm 2016, mức lỗ tỷ giá của STK có thể ở mức 18 tỷ đồng dựa trên tổng nợ vay hiện tại khoảng 36 triệu USD. Với việc đưa nhà máy Trảng Bàng 3 vào hoạt động, khấu hao trong năm 2016 sẽ tăng mạnh ở mức 156 tỷ đồng. Như vậy, DTT và LNST của STK 2016 có thể đạt lần lượt 1.759 tỷ đồng và 176 tỷ đồng.

(đơn vị: tỷ đồng)	2014	2015F	2016F
<b>Doanh thu thuần</b>	1,458	1,300	1,759
Giá vốn hàng bán	-1,245	-1,065	-1,427
<b>Lợi nhuận gộp</b>	213	235	332
<i>Biên lợi nhuận gộp tổng hợp</i>	15%	18%	19%
Chi phí bán hàng	-32	-35	-49
<i>Chi phí bán hàng / Doanh thu thuần</i>	2.2%	2.7%	2.8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-35	-39	-55
<i>Chi phí quản lý doanh nghiệp / Doanh thu thuần</i>	2.4%	3.0%	3.1%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	146	161	227
<i>Lợi nhuận hoạt động / Doanh thu thuần</i>	10.0%	12.4%	12.9%
Doanh thu tài chính	2	2	3
Chi phí tài chính	-13	-45	-36
<i>Trong đó:</i>			
<i>Chi phí lãi vay</i>	-8	-6	-18
Thu nhập/chi phí khác	0.7	0.7	0.9
<b>Lãi (Lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết</b>	0	0	0
<b>LNTT</b>	136	118	195
Thuế TNDN	-30	-11	-19
<i>Thuế suất</i>	22%	10%	10%
<b>LNST</b>	106	107	176

<b>Lợi ích thuộc về cổ đông thiểu số</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ</b>	<b>106</b>	<b>107</b>	<b>176</b>
<b>EPS</b>	<b>1.306</b>	<b>2.032</b>	<b>2.753</b>

*Nguồn: STK, VCBS ước tính*

## ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Định giá

*Phương pháp so sánh P/E*

Do hầu hết các mã dệt may tại thị trường Việt Nam là các công ty may xuất khẩu nên chúng tôi đã chọn lựa một số công ty sản xuất sợi nhân tạo tương tự STK tại các nước đang phát triển để so sánh.

Mã – Quốc gia	Tên viết tắt	% DT đến từ sợi	P/E
SRPL – IN	SARLA PERFORMANIC	100%	13.87
VAL – IN	VARDHMAN ACRYLIC	100%	7.31
CENK – IN	CENTURY ENKA LTD	100%	12.05
AKSA – TI	AKSA	94%	9.52
GWW – IN	GARWARE WALL ROP	80%	14.53
Trung bình			11.46

*Nguồn: Bloomberg*

Giá hợp lý của STK = P/E trung bình ngành x EPS forward 2016 của STK

$$= 11.46 \times 2.753$$

$$= 31.549 \text{ (đồng/CP)}$$

### Rủi ro đầu tư

- Xu hướng dòng vốn FDI đầu tư vào các công ty sợi tại Việt Nam để đón đầu lợi thế khi TPP được ký kết có thể làm tăng sự cạnh tranh trong ngành. Tuy nhiên, STK có lợi thế hơn ở kinh nghiệm lâu năm và các khách hàng lâu dài trong ngành với chế độ hậu mãi tốt dành cho khách hàng và các nhà máy của STK đều được đầu tư với công nghệ hiện đại nhất nên có thể giữ được chất lượng sản phẩm tốt so với các đối thủ cạnh tranh.
- Tỷ giá USD/VND có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của STK do:
  - Hầu hết đơn hàng (kể cả đơn hàng nội địa) đều ký bằng đồng USD nên việc USD tăng giá sẽ khiến mặt hàng sợi Việt Nam trở nên đắt đỏ hơn so với các nước xuất khẩu sợi khác do NHNN chủ trương ổn định tỷ giá USD/VND trong khi đồng tiền ở các nước xuất khẩu sợi khác lại giảm mạnh, trong đó có Trung Quốc.
  - 98% nợ vay của STK là bằng đồng USD nên tỷ giá tăng sẽ tạo thêm gánh nặng trả nợ cho STK. Cụ thể, khi tỷ giá VND/USD tăng lên 1%, chi phí nợ vay của STK sẽ tăng thêm khoản 8 tỷ đồng.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này không đáng ngại do STK đã được lợi nhiều hơn hại khi USD tăng do 70% DT của STK là từ xuất khẩu nhưng chi phí nhập nguyên liệu chỉ chiếm khoản 60% DT, tỷ lệ nợ gốc và lãi phải trả là 2-5% nên STK vẫn dư ra khoản lời tỷ giá là 5-8%.

### Quan điểm đầu tư

Với triển vọng ngành tương đối khả quan, sức khỏe tài chính tốt và kế hoạch đầu tư mở rộng công suất lâu dài, STK là một cổ phiếu cơ bản tốt và ổn định. Chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng của STK nhờ khả năng tăng công suất cả trong ngắn và dài hạn khi dư địa thị trường sợi dài vẫn còn nhiều, đặc biệt là sau khi TPP được ký kết sẽ giúp tăng mạnh đơn đặt hàng nội địa khi các công ty dệt may xuất khẩu phải mua nguyên liệu sợi trong nước để đạt được mức thuế ưu đãi. Tuy nhiên giá hiện tại của cổ phiếu STK tại ngày 4/12/2015 đã đạt 33.500 đồng/cổ phiếu, khá sát với mức giá hợp lý chúng tôi đưa ra nên **chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu STK.**

### Phụ lục 1: Dự phóng bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015F	2016F
<b>I. Tài sản ngắn hạn</b>	<b>463</b>	<b>472</b>	<b>675</b>
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	148	220	168
2. Các khoản phải thu ngắn hạn	112	73	177
3. Hàng tồn kho	184	155	299
4. Tài sản ngắn hạn khác	20	23	31
<b>II. Tài sản dài hạn</b>	<b>782</b>	<b>1,576</b>	<b>1,489</b>
1. Phải thu dài hạn	0	0	1
2. Tài sản cố định	744	1499	1411
3. Khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	40	40
4. Tài sản dài hạn khác	37	37	37
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>1245</b>	<b>2048</b>	<b>2164</b>
<b>Đơn vị: tỷ đồng</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>
<b>I. Nợ phải trả</b>	<b>570</b>	<b>855</b>	<b>1004</b>
1. Nợ ngắn hạn	208	291	426
2. Nợ dài hạn	363	564	578
<b>II. Vốn chủ sở hữu</b>	<b>675</b>	<b>1193</b>	<b>1160</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1245</b>	<b>2048</b>	<b>2164</b>

Nguồn: STK, VCBS ước tính

### Phụ lục 2: Dự phóng bảng kết quả hoạt động kinh doanh

	2014	2015F	2016F
<b>Doanh thu bán hàng</b>	<b>1.458</b>	<b>1.301</b>	<b>1.760</b>
Các khoản giảm trừ doanh thu	0	-1	-1
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.458</b>	<b>1.300</b>	<b>1.759</b>
Giá vốn hàng bán	-1245	-1065	-1427
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>213</b>	<b>235</b>	<b>332</b>
- Chi phí QLDN	-35	-39	-55
- Chi phí bán hàng	-32	-35	-49
<b>EBIT</b>	<b>146</b>	<b>161</b>	<b>227</b>
+ Doanh thu tài chính	2	2	3
- Chi phí tài chính	-13	-45	-36
- Chi phí lãi vay	-8	-6	-18
+ Lợi nhuận khác	1	1	1
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>136</b>	<b>119</b>	<b>195</b>
- Thuế TNDN	-30	-11	-19
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>106</b>	<b>107</b>	<b>176</b>

Nguồn: STK, VCBS ước tính

**Phụ lục 3: Dự phóng bảng lưu chuyển tiền tệ**

	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>
<b>Tiền đầu kỳ</b>	<b>76</b>	<b>148</b>	<b>220</b>
<b>Lãi trước thuế</b>	136	119	195
Khấu hao TSCĐ	81	137	156
Chi phí dự phòng	1	-	-
Lãi/(lỗ) chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện	3	1	2
Lãi/(lỗ) từ thanh lý tài sản cố định	-	-	-
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	(1)	(42)	(33)
Chi phí lãi vay	8	6	18
Cổ tức nhận được	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(56)	21	(170)
<b>Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐKD</b>	<b>172</b>	<b>242</b>	<b>168</b>
Tiền chi mua sắm và xây dựng TSCĐ	(113)	(525)	(191)
Tiền nhận từ các khoản đầu tư	-	(40)	-
Tiền chi vốn góp vào công ty liên kết	1	1	1
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư</b>	<b>(112)</b>	<b>(564)</b>	<b>(190)</b>
Cổ tức đã trả	-	(6)	(7)
Tiền thu từ vốn góp và phát hành cổ phiếu	70	42	47
Cổ phiếu quỹ	-	-	-
Tiền thu từ đi vay	(38)	377	(51)
Các hoạt động tài chính khác	(20)	(19)	(19)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính</b>	<b>13</b>	<b>394</b>	<b>(30)</b>
<b>Lưu chuyển tiền cuối kỳ</b>	<b>148</b>	<b>220</b>	<b>168</b>

*Nguồn: STK, VCBS ước tính*

## CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty 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.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty 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 CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12&17 tòa nhà Vietcombank, 198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 366 990**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vCBS.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
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)-38200799 - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, TP. Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	: Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, TP. Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa 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
Văn phòng đại diện 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
Văn phòng đại diện Hải Phòng	: Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Thành phố Hải Phòng. Tel: (+84-31) 382 1630