

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 20, tháng 5, năm 2015

CÔNG TY CỔ SỢI THẾ KỶ - STK



KHUYẾN NGHỊ

MUA

SL CP	Triệu CP	42.3
Thị giá (Giá IPO bình quân)	Đồng/CP	24,124
Giá mục tiêu	Đồng/CP	31,268
Tăng so với giá IPO	%	29.6
Ngành		Dệt may
Phân ngành		Sợi
Vốn hoá TT	Tỷ đồng	1,020.4
KLGD bq 30 ngày		N/A
Sở hữu nước ngoài		9.4%

Thông tin tài chính	FY2014A	FY2015E
Doanh thu (tỷ đồng)	1,457.5	1,696.4
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	212.8	254.5
LNST (tỷ đồng)	106.1	126.0
EPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	2,699	2,851
BVPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	16,139	16,776
ROE 4 quý gần nhất	18.0%	17.3%
ROA 4 quý gần nhất	9.3%	8.3%
P/E (theo giá IPO bình quân)	8.9x	8.5x
P/B (theo giá IPO bình quân)	1.5x	1.4x

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 Hương Cường	8.5%
Vietnam Holding Limited	8.0%
Khác	42%

Chuyên viên

Trần Thị Linh

Linhthitran@dag.vn

CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG TRƯỚC THÈM TPP

Chúng tôi cập nhật báo cáo định giá cho cổ phiếu của CTCP Sợi Thế Kỷ (STK) và tiếp tục khuyến nghị MUA với giá mục tiêu mới là **31,268 đồng/CP** dựa trên những thông tin cập nhật sau đây:

Hiệp định TPP có những bước tiến triển mới tích cực: tính đến tháng 4/2015 thì tiến trình đàm phán đã hoàn thành hầu hết các nội dung. **Về phía Việt Nam, mục tiêu đặt ra là kết thúc đàm phán TPP trong 6 tháng đầu năm.**

Nhà máy Trảng Bàng 3 sẽ được khai thác đúng tiến độ: đến cuối tháng 3/2015, Nhà xưởng đã hoàn thành 90% hạng mục công trình và đã ký hợp đồng mua toàn bộ máy móc thiết bị. Dự án vẫn đang theo đúng tiến độ và sẽ chính thức khai thác 50% công suất từ tháng 7/2015 nâng tổng công suất lên 44,500 tấn/năm trong năm 2015 và 52,000 tấn/năm trong năm 2016.

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. Nhà máy dự kiến được xây trong năm 2016 và đi vào hoạt động trong năm 2017, nâng tổng công suất của công ty lên **60,000 tấn/năm.**

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng trong quý 1/2015 (15.8%) 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.

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

SỰ KIỆN

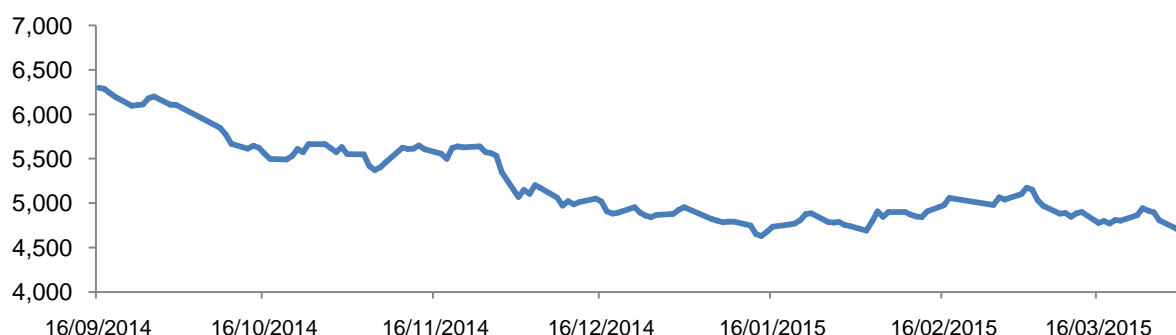
Ngành dệt may sẽ được hưởng lợi từ các Hiệp định thương mại tự do sắp được ký kết như TPP, FTA Việt Nam – EU... Riêng đối với hiệp định TPP, tính đến tháng 4/2015 thì đàm phán đã hoàn thành hầu hết các nội dung. **Về phía Việt Nam, mục tiêu đặt ra là kết thúc đàm phán TPP trong 6 tháng đầu năm.**

Nhà máy Trảng Bàng 3 sẽ chính thức được khai thác 50% từ tháng 7/2015: đến cuối tháng 3/2015, Nhà xưởng đã hoàn thành 90% hạng mục công trình và đã ký hợp đồng mua toàn bộ máy móc thiết bị. Hiện tại, STK đã mở chạy 2 máy DTY. Dự án vẫn đang theo đúng tiến độ và sẽ chính thức khai thác 50% công suất từ tháng 7/2015 nâng tổng công suất lên 44,500 tấn/năm trong năm 2015 và 52,000 tấn/năm trong năm 2016.

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. Nhà máy dự kiến được xây trong năm 2016 và đi vào hoạt động trong năm 2017, nâng tổng công suất của công ty lên **60,000 tấn/năm.**

Giá nguyên vật liệu tiếp tục giảm: Do ảnh hưởng của giá dầu giảm mạnh làm cho giá PTA (sản phẩm từ dầu mỏ và là nguyên liệu đầu vào hạt PET chip) giảm theo. Giá bán PTA chênh lệch khoảng 150 USD/tấn tại thời điểm đầu tháng và cuối tháng 12. *Trong quý 1/2015, STK đang tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng giá nguyên vật liệu PTA/MEG giảm.*

Hình 1: Biến động giá nguyên vật liệu PTA (CNY/tấn)



Nguồn: Bloomberg

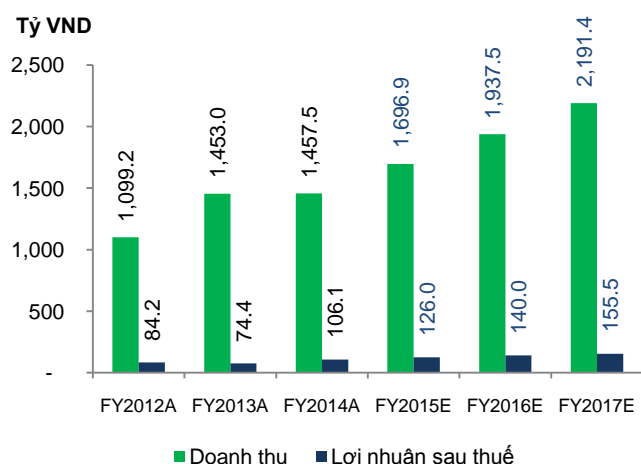
CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

KQKD 2014 - Doanh thu tăng nhẹ 0.3% so với cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp tăng cao lên mức 14.6% nhờ giá nguyên vật liệu giảm

Trong năm 2014, STK có mức doanh thu thuần đạt **1,457.5** tỷ, tăng nhẹ **0.3%** so với cùng kỳ và đạt tốc độ tăng trưởng kép bình quân trong vòng 3 năm trở lại đây là **16.0%**. Nhờ vào việc tăng năng suất khai thác máy đã giúp cho doanh số trong năm 2014 tăng **4.8%** so với cùng kỳ. Tuy nhiên giá bán sợi điều chỉnh giảm **4.3%** do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm đã làm cho doanh thu của công ty chỉ tăng nhẹ **0.3%** so với cùng kỳ.

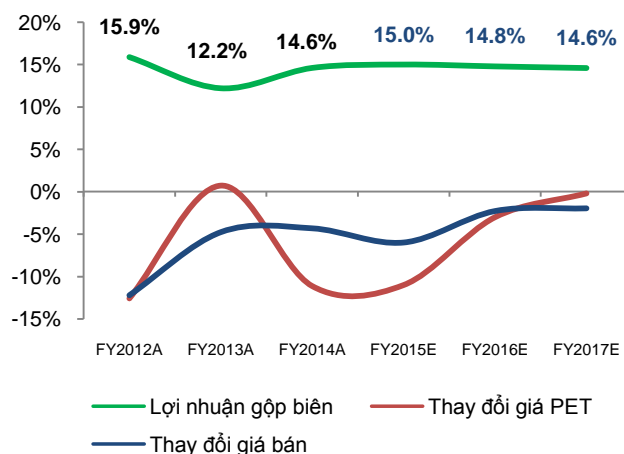
Ở góc độ tích cực, giá dầu giảm kéo theo giá nguyên vật liệu đầu vào đã giảm tới **11.1%** - cao hơn rất nhiều so với tốc độ giảm của giá bán sợi là **4.3%**. Điều này đã giúp biên lợi nhuận gộp của STK trong năm 2014 tăng lên **14.6%** so với cùng kỳ là **12.2%**. Lợi nhuận gộp tương ứng đạt **212.8** tỷ, tăng **20.1%** so với cùng kỳ năm ngoái.

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



Nguồn: STK, DAS

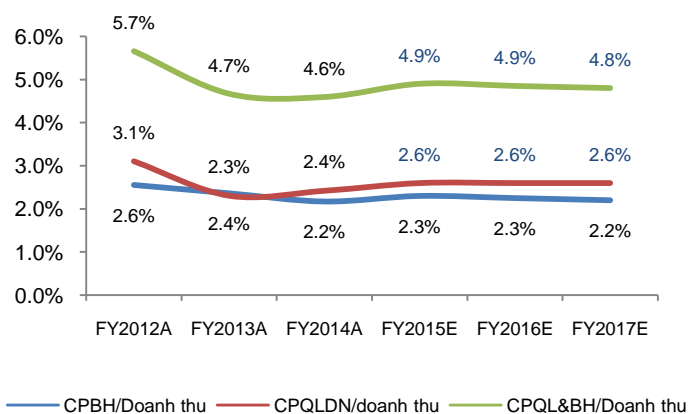
Hình 3: STK - Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: STK, DAS

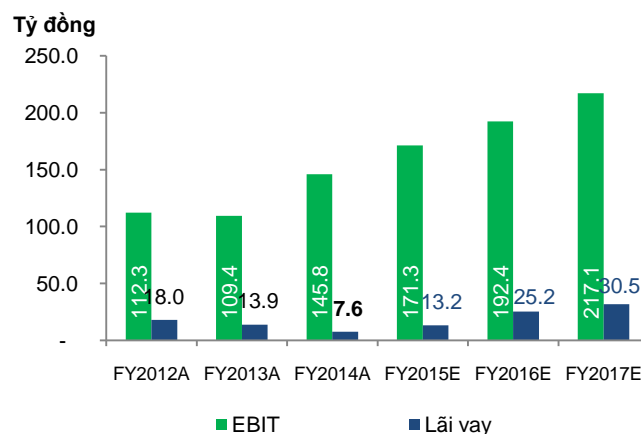
Lợi nhuận sau thuế đạt 106.1 tỷ, tăng **42.6%** so với cùng kỳ chủ yếu nhờ vào **(1)** biên lợi nhuận gộp tăng như đã nêu trên, **(2)** chi phí bán hàng trên doanh thu giảm từ **2.4%** xuống còn **2.2%** nhờ vào việc hệ thống ERP đã hoàn chỉnh và **(3)** chi phí lãi vay giảm từ **13.9** tỷ xuống còn **7.6** tỷ nhờ lãi suất giảm.

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



Nguồn: STK, DAS

Hình 5: STK – Chi phí lãi vay



Nguồn: STK, DAS

KQKD Quý 1/2015 – Biên lợi nhuận tiếp tục tăng lên 15.8%, LNST thực hiện cao hơn tiến độ kế hoạch năm 2015 đến 14%

Trong quý 1/2015, STK ghi nhận doanh thu 317 tỷ đồng, giảm 7% so với kế hoạch 2015 và giảm 14% so với cùng kỳ năm 2014. Nguyên nhân doanh thu thực hiện thấp hơn kế hoạch chủ yếu là do **(1)** giá nguyên liệu chip giảm nên giá bán thành phẩm giảm theo và **(2)** doanh số giảm 4.1% so với kế hoạch do STK tập trung bán những mặt hàng sợi cao cấp (sợi nhuyễn và có giá trị gia tăng cao) nhiều hơn để đáp ứng nhu cầu thị trường.

Lợi nhuận gộp trong quý 1 đạt 50.3 tỷ, giảm 4.2% so với cùng kỳ. Tuy nhiên do giá nguyên vật liệu trong quý 1/2015 tiếp tục giảm sâu hơn giá bán nên biên lợi nhuận gộp tăng lên mức **15.8%** so với cùng kỳ năm ngoái là **14.2%**. LNST quý 1/2015 đạt 25.4 tỷ đồng, giảm **3%**, tuy nhiên lại cao hơn tiến độ kế hoạch năm 2015 đến **14%** nhờ vào biên lợi nhuận cao hơn và giảm trừ các khoản chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí tài chính.

Dự báo giai đoạn FY2015E-2017E - Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở mức lần lượt là 14.6% và 13.4%

Dựa trên các giả định nêu trên, chúng tôi tiếp tục cập nhật dự báo doanh thu các năm FY2015E-2017E đạt lần lượt là **1,696.9, 1,937.5 và 2,191.4 tỷ**, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép bình quân 3 năm đạt **14.6%**. Lợi nhuận sau thuế cùng kỳ lần lượt là **126.0 tỷ, 140.0 tỷ và 155.5 tỷ**, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép bình quân 3 năm đạt **13.6%**. ROA và ROE bình quân 3 năm dự phóng FY2015E-2017E đạt lần lượt là **7.9%** và **17.9%**.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi thực hiện cập nhật định giá cổ phiếu STK với đánh giá **MUA** và đưa ra mức giá mục tiêu mới là **31,268 đồng/CP** cao hơn **29.6%** so với mức giá IPO bình quân là 24,124 đồng/CP.

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

Hình 6 STK – Các phương pháp Định giá

Phương pháp – (đồng/CP)	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Giá theo pp P/E - 12.5x	35,640	37,610	41,760
EPS (đồng/CP)	2,851	3,009	3,341
Giá theo pp P/B - 1.5x	25,163	25,927	27,188
BVPS (đồng/CP)	16,776	17,284	18,125
Bình quân phương pháp so sánh	30,402	31,768	34,474
FCFE	30,359	32,273	35,303
FCFF	33,911	44,170	54,469
Bình quân phương pháp DCF	32,135	38,222	44,886
Giá bình quân	31,268	34,995	39,680
Tăng (so với giá 24,124 đồng/CP)	29.6%	45.1%	64.5%

Hình 7 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 8 Các công ty Dệt may khu vực Châu Á

Tên Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn hoá (Triệu USD)	ROE	P/E TTM	P/B TTM
GIL	Việt Nam	Dệt may	17.9	14.4%	9.5	0.8
GMC	Việt Nam	Dệt may	19.5	27.2%	6.7	1.8
TCM	Việt Nam	Dệt may	64.5	21.8%	8.3	1.7
Hong Yi Fiber Ind	Đài Loan	Dệt	111.6	7.4%	20.9	1.7
Lanfa	Đài Loan	Dệt	160.1	6.3%	17.0	1.3
STK	Việt Nam	Dệt	40-50	18.0%	8.9	1.5
Trung bình				15.4%	12.5	1.5

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	224.1	170.5	188.6
Khoản phải thu	83.4	94.1	49.5	83.6	121.7	168.0
Hàng tồn kho	194.8	210.3	183.5	227.5	260.4	295.2
Tài sản ngắn hạn khác	10.2	24.3	82.2	95.7	109.3	123.6
Tổng tài sản ngắn hạn	312.4	404.3	463.4	630.9	661.9	775.4
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	1,785.6	1,951.2	1,915.2
Vay ngắn hạn	36.8	71.1	25.9	134.0	184.7	225.0
Phải trả người bán	192.0	202.0	143.4	180.3	196.8	198.1
Chi phí trả trước	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	38.3	32.9	38.2	43.1	47.1	51.3
Tổng nợ ngắn hạn	267.0	306.0	207.5	357.4	428.6	474.4
Vay dài hạn	279.9	216.0	207.1	514.2	607.0	508.2
Phải trả dài hạn	-	-	155.2	133.0	110.8	88.7
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	1,004.9	1,146.8	1,071.7
Vốn điều lệ	274.9	315.4	423.1	465.4	465.4	465.4
Lợi nhuận giữ lại	164.7	198.2	222.3	278.5	302.2	341.3
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	780.7	804.3	843.5
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1,016.6	1,025.5	1,245.0	1,785.6	1,951.2	1,915.2

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	1,696.4	1,937.0	2,190.8
Giá vốn hàng bán	(924.7)	(1,275.8)	(1,244.7)	(1,442.0)	(1,650.6)	(1,871.3)
Lợi nhuận gộp	174.5	177.2	212.8	254.5	286.3	319.5
Chi phí bán hàng	(34.1)	(33.5)	(35.3)	(44.1)	(50.4)	(57.0)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(28.1)	(34.3)	(31.6)	(39.0)	(43.6)	(45.4)
EBIT (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)	112.3	109.4	145.8	171.3	192.4	217.1
EBITDA (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao)	177.1	193.8	226.9	281.0	332.7	366.5
Lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính	(15.2)	(11.0)	(6.8)	(12.0)	(23.9)	(29.4)
Lợi nhuận khác	(0.4)	(0.2)	0.7	-	-	-
EBT (Lợi nhuận trước thuế)	96.8	95.2	136.2	154.1	163.2	182.5
Thuế	(12.6)	(20.8)	(30.1)	(28.2)	(23.2)	(27.1)
NPAT (Lợi nhuận sau thuế)	84.2	74.4	106.1	126.0	140.0	155.5

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	112.3	109.4	145.8	171.3	192.4	217.1
Khấu hao	64.8	84.4	81.0	109.7	140.4	149.4
Tăng hàng tồn kho	(51.5)	(15.6)	26.3	(44.0)	(32.9)	(34.8)
Tăng (giảm) các khoản phải trả	(17.3)	(19.9)	32.7	(34.1)	(38.1)	(46.3)
Tăng các khoản trả trước	0.0	0.0	0.0	(11.0)	(11.0)	(11.7)
Tăng tài sản ngắn hạn khác	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Tăng (giảm) các khoản phải trả	(19.3)	6.1	(73.6)	36.9	16.5	1.3
Tăng (giảm) các khoản trả trước	4.6	0.5	(2.9)	1.1	0.0	0.0
Tăng phải trả ngắn hạn khác	0.0	0.0	0.0	3.2	3.4	3.6
Thay đổi vốn lưu động	(83.5)	(29.0)	(17.5)	(49.7)	(64.1)	(90.0)
Dòng tiền khác từ hoạt động kinh doanh	(5.1)	(6.6)	9.2	(18.3)	(20.2)	(20.2)
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	88.6	158.3	218.5	213.0	248.5	256.4
Chi phí lãi vay	(17.3)	(13.4)	(6.8)	(12.0)	(23.9)	(29.4)
Lãi từ hoạt động đầu tư	0.0	0.0	(5.0)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp	(19.2)	(20.3)	(35.0)	(26.3)	(23.2)	(27.1)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	52.1	124.5	171.8	169.5	196.2	194.7
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	6.0	(2.9)	(1.6)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(184.1)	0.4	(111.8)	(476.8)	(276.9)	(1.9)
Tiền chi trả cổ tức	0.0	(40.5)	0.0	(69.8)	(116.3)	(116.3)
Tiền thu phát hành cổ phiếu	0.0	0.0	70.0	37.9	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	0.0	0.0	0.0
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)	415.1	143.6	(58.5)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	86.9	(73.4)	12.6	383.2	27.2	(174.8)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	69.2	24.1	75.6	148.2	224.1	170.5
Tăng giảm tiền và tương đương tiền trong kỳ	(45.1)	51.5	72.6	75.9	(53.5)	18.0
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	24.1	75.6	148.1	224.1	170.5	188.6

Chỉ tiêu	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Lợi nhuận gộp biên	15.9%	12.2%	14.6%	15.0%	14.8%	14.6%
EBITDA biên	16.1%	13.3%	15.6%	16.6%	17.2%	16.7%
Lợi nhuận sau thuế biên	7.7%	5.1%	7.3%	7.4%	7.2%	7.1%
ROAA	8.9%	7.3%	9.3%	8.3%	7.5%	8.0%
ROAE	19.6%	15.3%	18.0%	17.3%	17.7%	18.9%
Nợ thuần/ VCSH	62.3%	42.0%	12.6%	54.3%	77.2%	64.6%
Chỉ số thanh toán hiện tại	117.0%	132.1%	223.3%	176.5%	154.4%	163.4%
EPS(đồng/CP)	2,348	1,917	2,699	2,851	3,009	3,341
BVPS(đồng/CP)	17,375	16,201	16,139	16,776	17,284	18,125
PER (x)	10.3	12.6	8.9	8.5	8.0	7.2
P/B (x)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3

Phân tích Dupont	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
EBIT/Doanh thu	10.2%	7.3%	9.8%	9.8%	9.7%	9.7%
Doanh thu/ Tổng tài sản	116.2%	142.3%	128.4%	112.0%	103.7%	113.3%
EBIT/ EBT	86.4%	89.7%	95.2%	92.8%	87.2%	86.1%
EBT/ Tổng tài sản	10.2%	9.3%	12.0%	10.2%	8.7%	9.4%
NPA/ EBT	87.0%	78.1%	77.9%	81.7%	85.8%	85.2%
ROAA	8.9%	7.3%	9.3%	8.3%	7.5%	8.0%
ROEA	19.6%	15.3%	18.0%	17.3%	17.7%	18.9%

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.