

CTCP SỢI THẾ KỶ (STK)

Nhiều yếu tố thuận lợi để tăng trưởng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- qoq	Q1-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	317,4	363,5	-13%	370,2	-14%
Lợi nhuận sau thuế	25,4	24,4	4%	26,2	-3%
EBIT	33,6	33,4	1%	36,7	-9%
Tỷ suất EBIT	10,6%	9,2%	140bps	9,9%	66bps

Nguồn: STK

- Tăng trưởng ổn định là điểm nhấn trong bức tranh hoạt động của STK
- Giá nguyên liệu chính giảm có thể gia tăng biên lợi nhuận cho các sản phẩm sợi
- Nhà máy Trảng Bàng 3 cung ưu đãi thuế là các yếu tố hỗ trợ KQKD của STK từ năm 2015
- Thanh khoản của cổ phiếu STK trong thời gian đầu niêm yết có thể là điều quan ngại

Quan điểm và định giá

Sợi Thế Kỳ là doanh nghiệp chuyên sản xuất các loại sợi tổng hợp từ hạt polyester phục vụ cho ngành dệt may (DTY, FDY, POY). Quy mô sản xuất lớn, chất lượng sản phẩm tốt và ổn định đã giúp STK xây dựng hệ thống khách hàng rộng và gắn bó với Công ty trong thời gian dài. Trong các năm vừa qua, doanh thu và lợi nhuận của Công ty có sự tăng trưởng khá tốt, đặc biệt là từ cuối năm 2014 nhờ giá hạt polyester liên tục giảm theo giá dầu thô.

Từ năm 2015, doanh thu của Sợi Thế Kỳ dự kiến có thêm sự đóng góp của nhà máy Trảng Bàng 3. Với công suất thiết kế 15.000 tấn DTY và 15.000 tấn POY/năm, nhà máy này kì vọng tăng năng lực sản xuất thêm 10% trong năm 2015 và 40% trong năm 2016. Tuy nhiên, do nhà máy sử dụng nhiều nợ vay nên các chi phí lãi vay sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2015-2017. Thêm vào đó, KQKD năm 2015 còn được hỗ trợ bởi giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm và ưu đãi về thuế TNDN cho các nhà máy ở KCN Trảng Bàng, Tây Ninh. Nhờ đó, LNST có thể đạt 122 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS 2.882 đồng/cp.

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFE) và phương pháp so sánh (P/E), chúng tôi xác định giá mức giá hợp lý của cổ phiếu STK là **30.800 đồng/cp**, cao hơn 27,7% so với mức đầu giá thành công vào tháng 12/2014. STK dự kiến niêm yết cổ phiếu trên HSX vào đầu quý 3/2015. Do cơ cấu cổ đông khá cô đặc nên thanh khoản có thể là vấn đề đáng lưu ý đối với cổ phiếu STK trong thời gian đầu niêm yết.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F (*)
Doanh thu thuần	1.099,2	1.453,0	1.457,5	1.533,0
% tăng trưởng	17,6	32,2	0,3	5,2
Lợi nhuận sau thuế	84,2	74,4	106,1	121,9
% tăng trưởng	2,1	-11,6	42,6	14,9
Tỷ suất LNST (%)	7,7	5,1	7,3	8,0
ROA (%)	8,9	7,3	9,3	8,4
ROE (%)	19,6	15,3	18,0	17,3
EPS (VND)	2.710	1.917	2.725	2.812
EPS đ/chính (VND)	2.710	1.917	2.725	2.882
Giá trị sổ sách (VND)	17.069	15.949	15.951	15.790
Cổ tức tiền mặt (VND)		1.500		1.500
P/E đ/chính (x)	n/a	n/a	n/a	n/a
P/BV (x)	n/a	n/a	n/a	n/a

Nguồn: STK, RongViet Research

TÍCH CỰC

Giá IPO (VND)	24.124
Giá mục tiêu (VND)	30.800

Thời gian đầu tư	DÀI HẠN
------------------	----------------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	n/a
SLCPDLH	42.305.336
Beta	n/a
Free Float (%)	50,3
Giá cao nhất 52 tuần	n/a
Giá thấp nhất 52 tuần	n/a
KLGD bình quân 20 phiên	n/a

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
STK	n/a	n/a	n/a
Dệt may	4,9	-0,4	n/a
VN30 Index	-2,2	-4,4	5,4
VN-Index	-3,7	-1,3	13,7

Cổ đông lớn (%)

CTCP Tư vấn Đầu tư Hướng Việt	18,7
Đặng Triệu Hòa	13,9
Đặng Mỹ Linh	8,5
Đặng Hướng Cường	8,5
Vietnam Holding Limited	8,0
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	39,6

Phạm Thị Hương

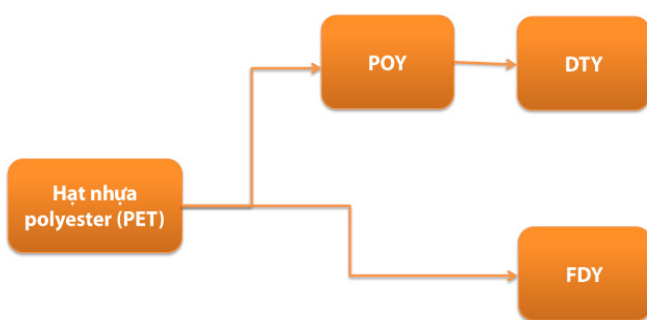
(084) 08- 6299 2006 – Ext 323

huong.pt@vdsc.com.vn

Tăng trưởng ổn định là điểm nhấn trong bức tranh hoạt động của STK

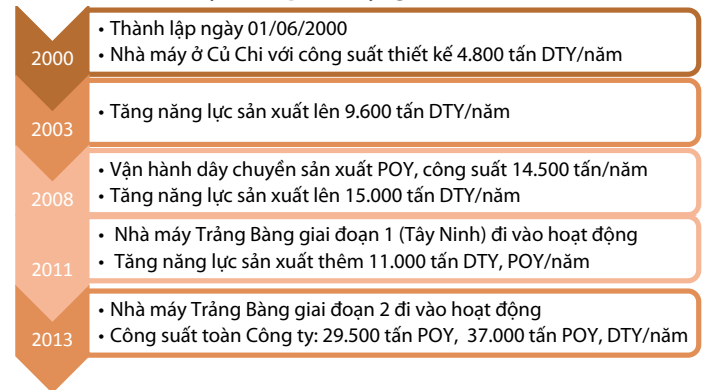
CTCP Sợi Thế Kỳ là doanh nghiệp chuyên sản xuất các loại sợi tổng hợp từ hạt polyester¹ phục vụ cho ngành dệt may (DTY, FDY, POY²). Sau gần 15 năm hoạt động, Sợi Thế Kỳ vẫn định hướng sản phẩm sợi dài là mảng phát triển trọng tâm. Hiện nay, STK có 1 nhà máy ở KCN Tây Bắc (Củ Chi, TP. HCM) và 2 nhà máy ở KCN Trảng Bàng (Tây Ninh) với tổng công suất thiết kế 37 tấn sợi DTY và FDY/năm. Ngoài ra, STK còn có dây chuyền sản xuất sợi POY (nguyên liệu đầu vào của sợi DTY) với công suất thiết kế 29.500 tấn/năm có thể đáp ứng gần như toàn bộ nguyên liệu để sản xuất sợi DTY. Được sản xuất bằng máy móc hiện đại nhập khẩu từ CHLB Đức và quản lý chặt chẽ về chất lượng nên sản phẩm sợi của STK có chất lượng cao và ổn định.

Hình 1: Quy trình sản xuất sợi polyester



Nguồn: STK

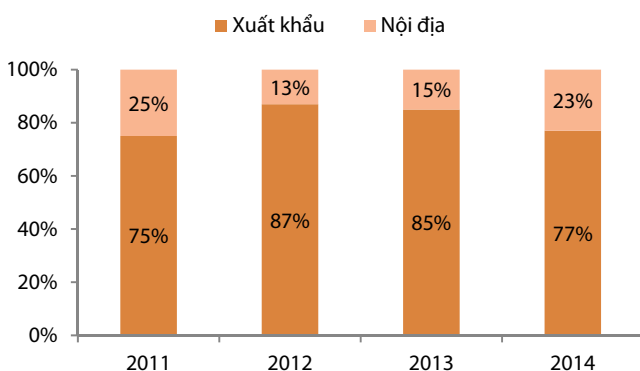
Hình 2: Các mốc lịch sử quan trọng



Nguồn: STK

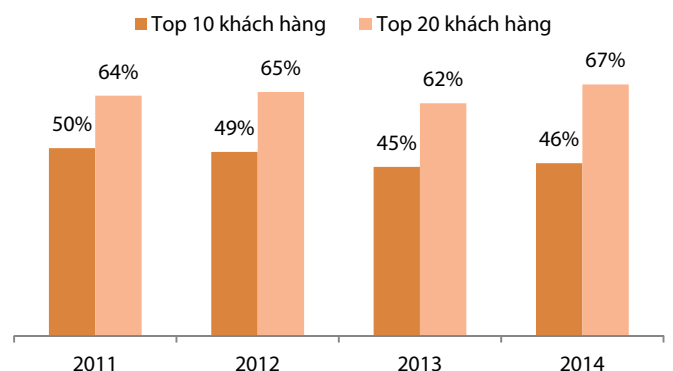
Tương tự phần lớn các doanh nghiệp dệt may khác, xuất khẩu là đầu ra chính cho các sản phẩm sợi của STK. Các khách hàng của Công ty đến từ Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản,... như Universal, YRC, Golden Empire, Hansea... Các đối tác trên chủ yếu là các công ty chuyên cung cấp nguyên liệu cho các thương hiệu nổi tiếng như Reebok, Nike, Adidas, Puma. Ở thị trường nội địa, khách hàng của STK cũng là các thương hiệu quen thuộc như Dệt may Thành Công, Formosa, Thái Tuấn,... Nhờ chất lượng sản phẩm tốt và thời gian giao hàng luôn được đảm bảo nên các khách hàng nói trên thường gắn bó lâu dài Công ty. STK cũng đang đẩy mạnh mở rộng mạng lưới khách hàng ở các nước trong khối TPP như Mỹ, Nhật Bản để tận dụng các ưu đãi thuế suất từ hiệp định này.

Hình 3: Doanh thu theo địa lý



Nguồn: STK, RongViet Research tổng hợp

Hình 4: Tỷ trọng đóng góp doanh thu



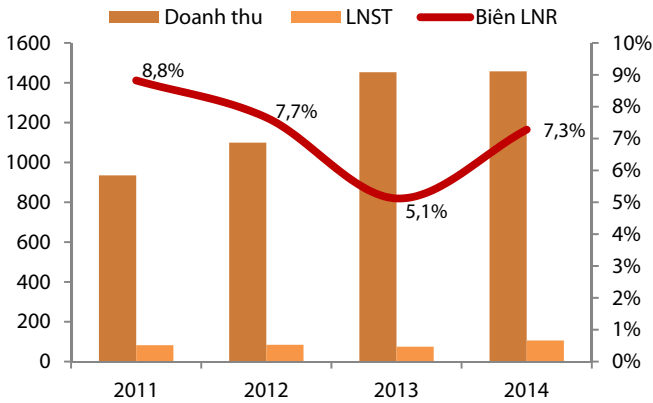
Nguồn: STK

¹ Hạt polyester (chip) là sản phẩm được sản xuất từ dầu mỏ. Loại hạt này là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất các loại sợi POY và FDY trong ngành dệt may.

² Phân theo chiều dài, sợi tổng hợp được chia làm hai loại, đó là sợi xơ ngắn và sợi xơ dài. Trong đó, sợi dài thường có độ bền và co giãn tốt hơn sợi xơ ngắn. Các loại sợi DTY (Drawn Textured Yarn), FDY (Fully Drawn Yarn) là các loại sợi dài phổ biến hiện nay; riêng sợi POY (Partial Oriented Yarn) là loại sợi trung gian để sản xuất sợi DTY.

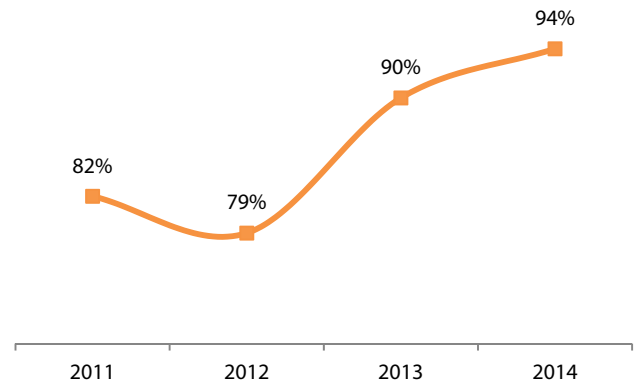
Doanh thu các năm qua của STK luôn có sự tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) đạt 16%/năm trong giai đoạn 2011-2014 (Hình 5). Bên cạnh đó, năng suất khai thác thực tế cũng liên tục được cải thiện (Hình 6). Doanh thu năm 2014 có phần chững lại, nguyên nhân là do: (1) giá hạt polyester đi xuống, kéo theo sự giảm của giá sợi; (2) STK tập trung sản xuất loại sợi nhuyễn, có biên lợi nhuận cao hơn nhưng sản lượng thấp hơn so với sợi thông thường; (3) công suất khai thác của các nhà máy đã gần đạt công suất thiết kế. Tuy nhiên, biên LNR của Công ty lại có sự cải thiện tích cực (Hình 5).

Hình 5: Doanh thu và biên LNR của STK



Nguồn: STK, RongViet Research tổng hợp

Hình 6: Công suất khai thác thực tế



Nguồn: STK

Bảng 1: So sánh với các công ty trong ngành

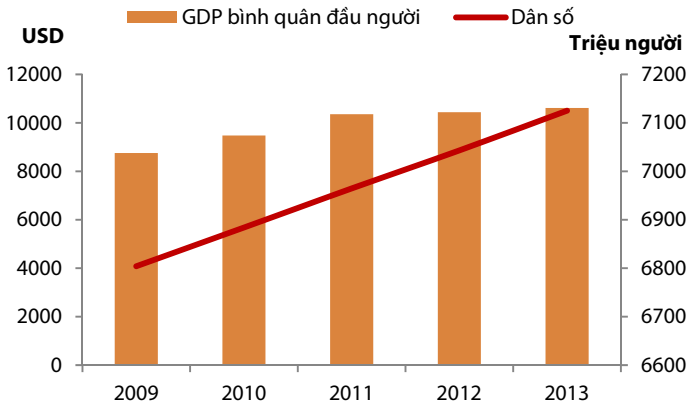
Chỉ tiêu tài chính (năm 2014)	STK	TCM	GMC	TNG	KMR	GIL
Doanh thu (tỷ đồng)	1.458	2.571	1.409	1.376	346	1.108
LNST (tỷ đồng)	106,1	168,4	60,4	53,2	8,8	51,9
Biên LNR (%)	7,3	6,5	4,3	3,9	2,5	4,7
ROA (%)	9,3	8,3	9,3	4,9	1,4	5,9
ROE (%)	15,7	21,8	27,5	22,5	1,9	13,2

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Mảng sợi còn triển vọng phát triển lớn

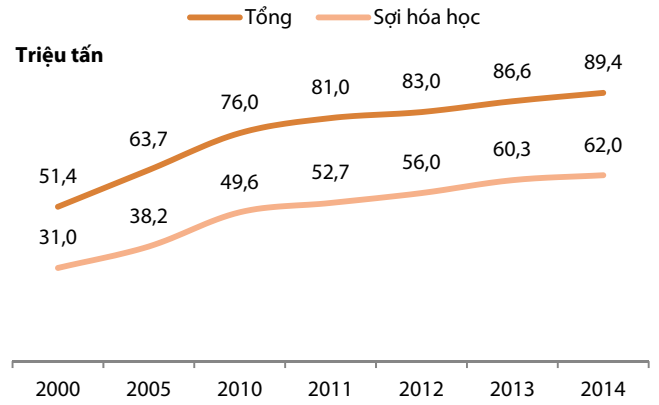
Tốc độ gia tăng dân số và thu nhập cao, đặc biệt ở các thị trường mới nổi, thúc đẩy nhu cầu với các sản phẩm may mặc và theo đó là việc tiêu thụ các sản phẩm sợi. Năm 2014, sản lượng sợi toàn cầu đạt 89.400 triệu tấn, tăng 3,2% so với năm trước và đạt tốc độ tăng trưởng (CAGR) 4% trong giai đoạn 2000-2014 và được dự báo vẫn tiếp tục gia tăng với tốc độ trung bình 3,7% cho tới năm 2025. Trong đó, sợi tổng hợp (chiếm hơn 90% sản lượng sợi hóa học) có tốc độ tăng trưởng sản lượng tốt hơn sợi tự nhiên nhờ các ưu thế về giá và đặc tính kỹ thuật như độ bền cao, ít nhăn, lâu phai màu, vv.

Hình 7: Dân số và GDP/người giai đoạn 2009-2013



Nguồn: WorldBank, RongViet Research tổng hợp

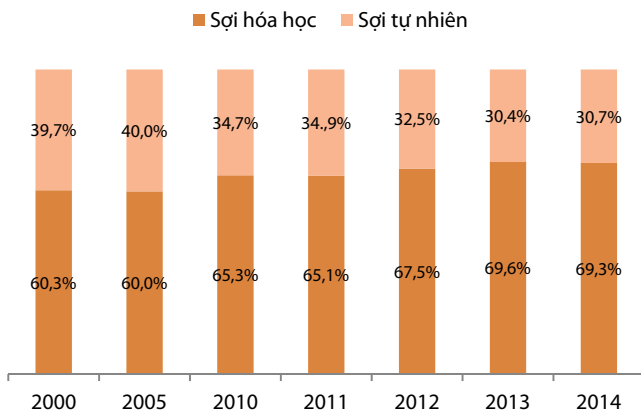
Hình 8: Sản lượng sợi thế giới



Nguồn: statista.com, The Fiber Year

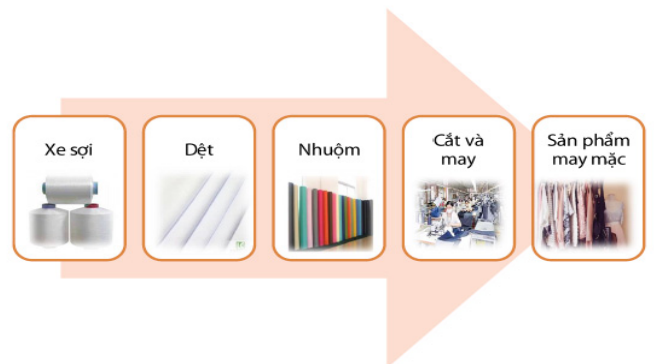
Ở Việt Nam, lượng sợi tự sản xuất còn khá thấp so với nhu cầu. Năm 2014, Việt Nam nhập tới 9,4 triệu m² vải. Mặt khác, nếu không tính các doanh nghiệp FDI, có tới 85% doanh nghiệp nội địa chỉ thực hiện gia công đơn thuần (CMT) và phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên phụ liệu nhập khẩu từ Trung Quốc (tỷ lệ nội địa hóa năm 2014 chỉ đạt 35,7%). Trong khi đó, để đáp ứng quy tắc xuất xứ “từ sợi trở đi” theo hiệp định TPP, các sản phẩm may mặc phải có nguồn nguyên liệu thuộc các nước thành viên. Chính vì vậy, các doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam đang gấp rút tìm kiếm các nguồn nguyên phụ liệu mới. Nhờ đó, nhu cầu với sản phẩm sợi tổng hợp của Sợi Thế Kỷ vẫn còn khả năng tăng trưởng lớn.

Hình 9: Cơ cấu sản lượng sợi thế giới



Nguồn: statista.com, The Fiber Year

Hình 10: Chuỗi giá trị ngành dệt may



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Giá nguyên liệu chính giảm có thể gia tăng biên lợi nhuận cho các sản phẩm sợi

Do đầu vào chính của STK (chiếm 60-70% giá vốn) là hạt polyester, một nguyên liệu được sản xuất từ dầu thô nên sự giảm mạnh của giá dầu đã tác động tích cực đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Năm 2014, giá hạt polyester giảm 14% so với cùng kỳ trong khi giá bán sợi trung bình chỉ giảm 6%; nhờ đó, biên lợi nhuận gộp tăng lên 14,6% từ 12,2% năm 2013. Trong quý 1/2015, giá hạt polyester đã giảm thêm 28% so với cuối năm 2014. Đồng thời, do Sợi Thế Kỷ tiếp tục tập trung sản xuất sợi nhuộm nên giá bán sợi trung bình cũng chỉ giảm 12%. Kết quả là biên LNG quý 1/2015 tiếp tục tăng lên 15,9%, cao hơn hẳn mức 11,6% cùng kì năm 2014. Theo dự báo, giá hạt polyester có thể phục hồi nhẹ trong thời gian tới khi giá dầu thô tăng trở lại. Tuy nhiên, giá hạt trung bình có thể sẽ vẫn thấp hơn 16% so với năm 2014. Vì vậy, chúng tôi cho rằng Sợi Thế Kỷ vẫn được hưởng lợi nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm trong năm nay.



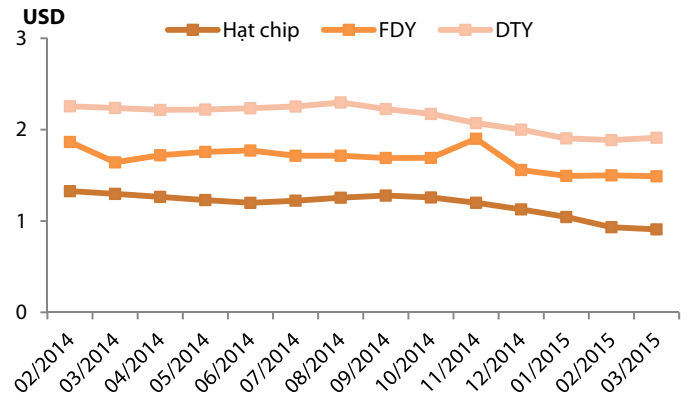
Bảng 2: Cập nhật KQKD quý 1/2015

Đơn vị: tỷ đồng

	Q I/2015	Q I/2014	+/- (%)
Doanh thu	317,4	370,2	-14,3
Giá vốn	267,0	317,5	-15,9
LNG	50,4	52,6	-4,3
LNR	25,4	26,2	-2,9
Biên LNG	15,9%	14,2%	1,7
Biên LNR	8,0%	7,1%	0,9

Nguồn: STK

Hình 11: Biểu đồ giá sợi và giá hạt polyester



Nguồn: STK, RongViet Research tổng hợp

Ngược lại, giá một số nguyên liệu đầu vào khác như giá điện, nhân công đang có xu hướng tăng. Cụ thể, chi phí điện năm 2015 (chiếm ~10,9% giá vốn) có thể tăng khoảng 10 tỷ đồng so với năm trước sau khi có quyết định số 2256/QĐ-BTC ngày 12/03/2015 về việc tăng giá điện thêm khoảng 7,5%. Bên cạnh đó, chi phí lương trung bình cũng có thể tăng thêm ~15%/nhân công do chính sách tăng lương cơ bản (khoảng 14%) ở các vùng theo nghị định số 103/2014/NĐ-CP ngày 11/11/2014 và nhu cầu lao động cho ngành dệt may đang tăng cao. Tuy nhiên, chi phí nhân công chỉ chiếm từ 4-5% giá vốn nên việc tăng lương có thể sẽ khó tác động đáng kể tới KQKD của STK.

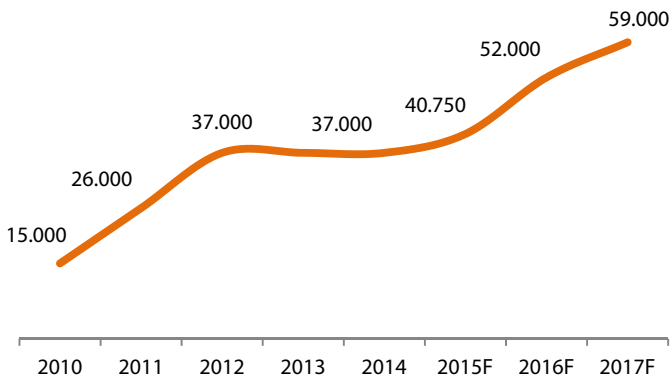
Trong các yếu tố đầu vào nói trên, chi phí nguyên vật liệu chính (hạt polyester) vẫn có tác động mạnh nhất tới KQKD của STK và có thể bù đắp hoàn toàn mức tăng giá điện sản xuất và tiền lương nhân công. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ suất lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2015 có thể đạt 15,4%, cao hơn ~83 điểm phần trăm so với mức trung bình năm 2014.

Nhà máy Trắng Bàng 3 sẽ giúp STK giải bài toán về mở rộng sản xuất

Nhà máy Trắng Bàng 2 (hoạt động năm 2012) đã giúp tăng công suất thiết kế lên 37.000 tấn/năm từ 26.000 tấn DTY (năm 2011), tuy nhiên, đến nay STK chỉ mới đáp ứng được khoảng 20% nhu cầu của các khách hàng. Với lý do đó, từ cuối năm 2014, Công ty đã xây dựng Nhà máy Trắng Bàng 3 để sản xuất thêm 15.000 tấn DTY và 15.000 tấn POY/năm. Tổng vốn đầu tư cho dự án này ước tính khoảng 729 tỷ đồng, trong đó 131 tỷ đồng để xây dựng nhà xưởng và 521 tỷ đồng để mua sắm máy móc thiết bị. Để tài trợ cho dự án, STK đã kí hợp đồng vay 24 triệu USD (tương đương ~70% tổng vốn đầu tư) từ Eximbank với lãi suất mà theo đánh giá của chúng tôi là khá ưu đãi, khoảng 2,7%/năm.

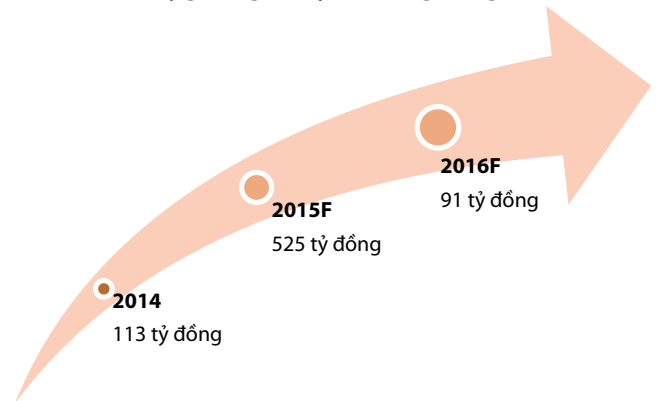
Tính tới cuối quý 1/2015, phần xây dựng của Trắng Bàng 3 đã hoàn thành khoảng 90% và Công ty cũng đã cho chạy thử một số máy sản xuất sợi DTY trước khi vận hành chính thức tháng 7/2015. Giai đoạn đầu, nhà máy mới sẽ vận hành ở mức 50% công suất thiết kế (~7.500 tấn sợi DTY). Theo ước tính của chúng tôi, dự án Trắng Bàng 3 có thể giúp tăng sản lượng cho toàn Công ty thêm khoảng 10% năm 2015. Sang năm 2016, khi nhà máy được khai thác ở mức tối ưu, công suất có thể tăng 40% so với hiện tại. Một điểm đáng lưu ý là máy móc lắp đặt ở Trắng Bàng 3 có mức độ tự động hóa cao nên tỷ lệ hàng đều cối (có cối sợi đạt chuẩn đóng hàng) có thể đạt 90% (hiện tại là 88%), nhờ đó biên lợi nhuận gộp của Trắng Bàng 3 có thể tốt hơn so với các nhà máy hiện hữu.

Hình 12: Năng lực sản xuất sợi của STK



Nguồn: STK

Hình 13: Tiến độ giải ngân dự án Trảng Bàng 3



Nguồn: STK, RongViet Research tổng hợp

Ngoài ra, STK cũng dự định đầu tư thêm dự án Trảng Bàng giai đoạn 4 trong năm 2016 để tiếp tục gia tăng năng lực sản xuất. Theo kế hoạch ban đầu, dự án có công suất thiết kế 3.000 tấn sợi DTY, 4.000 tấn sợi FDY và 6.000 tấn sợi POY và có thể chính thức hoạt động từ quý 1/2017. Do tận dụng phần nhà xưởng của dự án Trảng Bàng 3 nên nhà máy Trảng Bàng 4 có thể vận hành ngay sau khi lắp đặt thêm các máy móc và thiết bị. Vì vậy, vốn đầu tư cho dự án không quá lớn, chỉ khoảng 274 tỷ đồng. Theo ước tính của chúng tôi, công suất của toàn Công ty năm 2017 có thể tiếp tục tăng thêm 13,5% so với năm 2016 nhờ sự đóng góp của Trảng Bàng 4.

Song song với kế hoạch phát triển mảng sợi, STK cũng đang nghiên cứu triển khai dự án dệt, nhuộm nhằm tiến tới các phân khúc cao hơn trong chuỗi giá trị ngành dệt may. Sợi Thế Kỳ đã thuê sẵn một khu đất khoảng 10 ha trong KCN Trảng Bàng với tổng chi phí thuê đất 50 năm vào khoảng 75 tỷ đồng từ cuối năm 2014. Đây có thể là một trong những bước chuẩn bị đầu tiên cho dự án dệt nhuộm nói trên. Trong trường hợp dự án trên không đầu tư mảng dệt nhuộm, STK cũng sẽ sử dụng phần đất trên để tiếp tục phát triển mảng sợi. Nhìn chung, việc mạnh dạn trong các kế hoạch đầu tư mở rộng cũng phần nào cho thấy sự năng động của ban lãnh đạo trong việc nắm bắt nhu cầu sợi đang tăng lên, đặc biệt khi việc ký kết các hiệp định tự do thương mại đang đến gần.

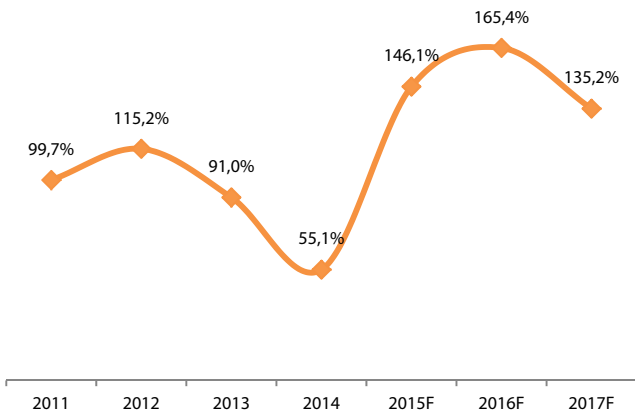
Việc đầu tư cho các dự án mới có thể làm gia tăng đáng kể đòn bẩy tài chính trong các năm tới

Như đã đề cập ở trên, để đầu tư cho Trảng Bàng 3, STK sẽ sử dụng ~24 triệu USD nợ vay. Theo tính toán của chúng tôi, năm 2015, số dư nợ của STK sẽ tăng khoảng 192% so với năm 2014 và tỷ lệ Nợ Vay/VCSH có thể lên tới 146% so với mức trung bình 90% trong giai đoạn 2011-2014.

Về chi phí đi vay, do có nguồn thu lớn bằng đồng USD (hơn 70% doanh thu) nên STK được vay với lãi suất khá ưu đãi, chỉ 2,7%/năm cho khoản đầu tư ở Trảng Bàng 3. Dù vậy, lượng vay nợ lớn có thể làm chi phí lãi vay năm 2015 tăng thêm ~14,7 tỷ đồng (+94% so với năm 2014). Song song với đó, việc vay nợ lớn bằng đồng USD cũng làm gia tăng rủi ro về tỷ giá. Chúng tôi ước tính, nếu tỷ giá VND/USD tăng khoảng 2% theo cam kết của NHNN, STK có thể phải ghi nhận hơn 12 tỷ đồng khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm nay.

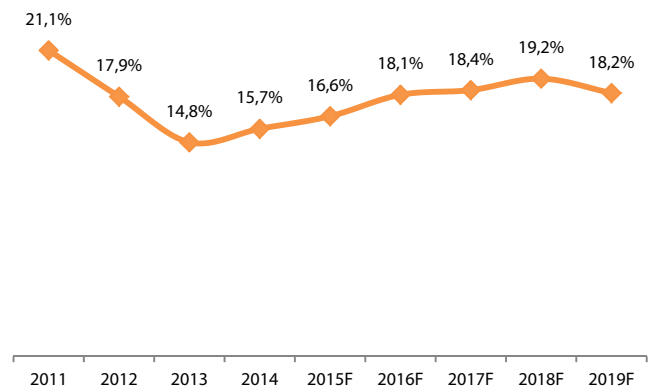
Như vậy, chỉ riêng khoản vay nói trên đã có thể khiến chi phí tài chính của STK tăng đáng kể, khoảng 116% so với năm 2014. Tuy nhiên, chi phí tài chính tăng thêm có thể bù đắp hoàn toàn bởi: (1) sự giảm giá nguyên liệu đầu vào; (2) phần thuế TNDN tiết kiệm nhờ ưu đãi thuế suất; (3) doanh thu từ Trảng Bàng 3. Do đó, LNST năm 2015 vẫn có thể tăng trưởng khoảng 15% so với năm 2014 và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu có thể tăng nhẹ, lên mức 16,6%. Sang năm 2016, với giả định Trảng Bàng 3 vận hành hết công suất, các chi phí tài chính và khấu hao có thể không còn là mối quan ngại lớn. Tỷ suất ROE cũng có thể cải thiện nhiều hơn nhờ hiệu quả mang lại của Trảng Bàng 3 (Hình 15).

Hình 14: Tỷ lệ Nợ vay/VCSH giai đoạn 2011 -2019



Nguồn: RongViet Research

Hình 15: ROE giai đoạn 2011-2019



Nguồn: STK, RongViet Research

Ưu đãi về thuế sẽ giúp gia tăng khả năng sinh lời của các nhà máy mới từ năm 2015

Theo Nghị định số 12/2015/NĐ-CP mới ban hành, việc xây mới hay mở rộng công suất sẽ được miễn 100% thuế TNDN trong hai năm đầu và 50% thuế TNDN trong 4 năm tiếp theo từ ngày bắt đầu hoạt động có lãi. Nhờ đó, các nhà máy ở KCN Trảng Bàng sẽ được áp dụng thuế suất TNDN ưu đãi từ năm 2015. Riêng Trảng Bàng 3, do mới hoạt động một nửa công suất trong năm nay nên STK đang tiến hành các thủ tục với Cục thuế để được nhận ưu đãi từ năm 2016.

Như vậy, tính riêng năm 2015, Công ty có thể tiết kiệm được khoảng 8,6 tỷ tiền thuế TNDN, tương ứng giảm 5,9% thuế suất. Số tiền thuế phải nộp có thể giảm mạnh hơn cho các năm tiếp theo (2016-2018) khi Trảng Bàng 3 khai thác toàn bộ công suất thiết kế và Trảng Bàng 4 bắt đầu vận hành (năm 2017). Đây được coi là một trong các yếu tố hỗ trợ tích cực cho KQKD của STK.

Bảng 3: Mức tiết kiệm thuế TNDN giai đoạn 2015-2019

	2015F	*2016F	2017F	2018F	2019F
Thuế suất TNDN					
- Củ Chi	22%	20%	20%	20%	20%
- Trảng Bàng 1	11%	10%	20%	20%	20%
- Trảng Bàng 2	11%	10%	10%	10%	20%
- Trảng Bàng 3	22%	0%	0%	10%	10%
- Trảng Bàng 4			0%	0%	10%
Thuế suất TNDN trung bình	16,1%	10,0%	10,7%	13,2%	16,3%
Thuế TNDN tiết kiệm (tỷ đồng)	8,6	20,2	20,8	18,7	13,0

Nguồn: RongViet Research

*Từ năm 2016, thuế suất thuế TNDN thông thường giảm về 20%

Thanh khoản của cổ phiếu STK trong thời gian đầu niêm yết có thể là điều đáng quan ngại

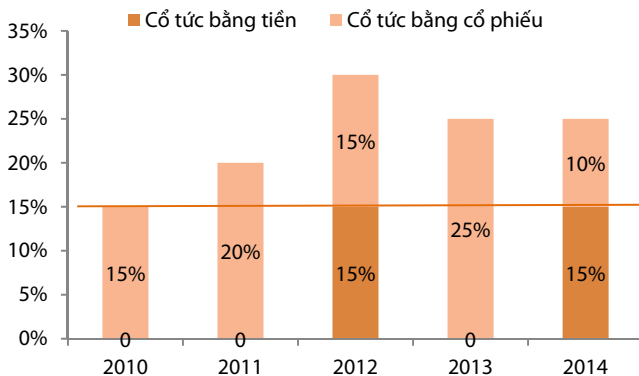
Đầu tháng 12/2014, Sợi Thế Kỷ đã bán đấu giá thành công 3 triệu cổ phiếu với giá trung bình 24.124 đồng/cp, cao hơn 34% so với giá khởi điểm. Sau đó, Công ty đã tiếp tục bán ra 491.234 cổ phiếu quỹ cho cán bộ công nhân viên trong tháng 4/2015. Ngoài mục đích bổ sung vốn đầu tư cho dự án Trảng Bàng 3, các đợt chào bán nói trên, còn nhằm tăng số lượng cổ đông cho phù hợp với quy định niêm

yết trên HSX (tối thiểu 300 cổ đông). Sau khi bán hết lượng cổ phiếu quỹ, sở hữu STK của các cá nhân trong nước khác vẫn còn khoảng 15,2 triệu cổ phiếu (~35,9%), tuy nhiên số lượng cổ đông nắm giữ lượng cổ phiếu trên chỉ là 71 người. Như vậy, cơ cấu cổ đông của STK khá cô đặc có thể ảnh hưởng tiêu cực tới thanh khoản của cổ phiếu STK sau khi niêm yết.

Mặt khác, các năm qua, Sợi Thế Kỳ luôn duy trì cổ tức đều và ổn định với tỷ lệ tối thiểu 15% VĐL/năm. Mức cổ tức tương đối hấp dẫn có thể là lý do khiến đa phần các nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu STK trong thời gian dài. Cho năm 2014, Công ty dự kiến chia 15% cổ tức tiền mặt đồng thời thưởng thêm 10% cổ tức bằng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu; tuy nhiên ngày chốt quyền chia cổ phiếu thưởng vẫn chưa được công bố.

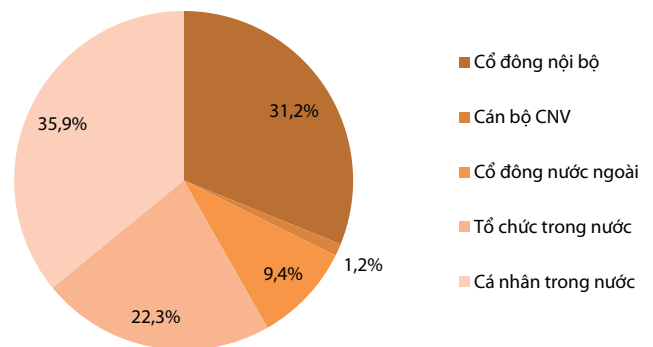
Hiện tại, STK đang hoàn tất hồ sơ niêm yết và lưu kí với VSD. Dự kiến tới cuối tháng 6/2015, việc niêm yết có thể được chấp thuận và cổ phiếu STK có thể được giao dịch từ đầu quý 3/2015. Tuy nhiên, điều chúng tôi lo lắng là cơ cấu cổ đông cô đặc cùng tỷ lệ cổ tức khá tốt có thể ảnh hưởng đến thanh khoản của cổ phiếu. Dù vậy, kế hoạch thưởng 10% bằng cổ phiếu trong năm 2015 và 2016 có thể là động thái của doanh nghiệp để phần nào giải quyết vấn đề trên.

Hình 16: Lịch sử chi trả cổ tức



Nguồn: STK, RongViet Research tổng hợp

Hình 17: Cơ cấu cổ đông hiện hữu



Nguồn: STK, RongViet Research

Quan điểm và định giá

Sợi Thế Kỳ là doanh nghiệp chuyên sản xuất các loại sợi tổng hợp từ hạt polyester phục vụ cho ngành dệt may (DTY, FDY, POY). Quy mô sản xuất lớn, chất lượng sản phẩm tốt và ổn định đã giúp STK xây dựng hệ thống khách hàng rộng và gắn bó với Công ty trong thời gian dài. Trong các năm vừa qua, doanh thu và lợi nhuận của Công ty có sự tăng trưởng khá tốt, đặc biệt là từ cuối năm 2014 nhờ giá hạt polyester liên tục giảm theo giá dầu thô.

Từ năm 2015, doanh thu của Sợi Thế Kỳ dự kiến có thêm sự đóng góp của nhà máy Trảng Bàng 3. Với công suất thiết kế 15.000 tấn DTY và 15.000 tấn POY/năm, nhà máy này kỳ vọng tăng năng lực sản xuất thêm 10% trong năm 2015 và 40% trong năm 2016. Tuy nhiên, do nhà máy sử dụng nhiều nợ vay nên các chi phí lãi vay sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2015-2017. Thêm vào đó, KQKD năm 2015 còn được hỗ trợ bởi giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm và ưu đãi về thuế TNDN cho các nhà máy ở KCN Trảng Bàng, Tây Ninh. Nhờ đó, LNST có thể đạt 122 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS 2.882 đồng/cp.

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFE) và phương pháp so sánh (P/E), chúng tôi xác định giá mức giá hợp lý của cổ phiếu STK là **30.800 đồng/cp**, cao hơn 27,7% so với mức đầu giá thành công vào tháng 12/2014. STK dự kiến niêm yết cổ phiếu trên HSX vào đầu quý 3/2015. Do cơ cấu cổ đông khá cô đặc nên thanh khoản có thể là vấn đề đáng lưu ý đối với cổ phiếu STK trong thời gian đầu niêm yết.

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
KQ HĐKD	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F	BẢNG CĐKT	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	1.099,2	1.453,0	1.457,5	1.533,0	Tiền	24	76	148	225
Giá vốn	924,7	1.275,8	1.244,7	1.296,5	Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Lãi gộp	174,5	177,2	212,8	236,5	Các khoản phải thu	85	103	112	169
Chi phí bán hàng	28,1	34,3	31,6	32,2	Tồn kho	195	210	184	233
Chi phí quản lý	34,1	33,5	35,3	36,2	Tài sản ngắn hạn khác	9	16	20	23
Thu nhập từ HĐTC	3,6	7,1	2,1	4,3	TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	312	404	463	650
Chi phí tài chính	18,7	21,1	12,5	27,2	Tài sản cố định hữu hình	540	480	492	897
Lợi nhuận khác	-0,4	-0,2	0,7	0,0	Tài sản cố định vô hình	8	9	6	5
Lợi nhuận trước thuế	96,8	95,2	136,2	145,3	Xây dựng cơ bản dở dang	12	2	245	5
Thuế TNDN	12,6	20,8	30,1	23,3	Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	84,2	74,4	106,1	121,9	Tài sản dài hạn khác	143	130	37	105
EBIT	114,7	109,1	143,7	160,0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
EBITDA	179,5	193,5	224,8	259,2	TSCĐ và đầu tư dài hạn	704	621	782	1.011
					TỔNG TÀI SẢN	1.017	1.025	1.245	1.661
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	199	207	150	190
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	31	28	31	56
					Vay và nợ ngắn hạn	37	71	26	28
					Vay và nợ dài hạn	280	216	207	652
					Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	155	0
					Tổng nợ	547	522	570	927
					Vốn chủ sở hữu	469	503	675	735
					Vốn đầu tư của CSH	275	315	423	465
					Lợi nhuận giữ lại	165	198	222	202
					Các quỹ	1	1	1	28
					Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
					Nguồn vốn chủ sở hữu	469	503	675	735
					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
					TỔNG NGUỒN VỐN	1.017	1.025	1.245	1.661
					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
					LN TT	96,8	95,2	136,2	145,3
					Khấu hao	64,8	84,4	81,0	99,2
					Các điều chỉnh	15,1	11,0	-444,1	166,3
					Thay đổi vốn lưu động	-124,6	-66,2	278,9	-223,6
					Tiền thuần từ HĐKD	52,1	124,5	52,1	187,2
					Thay đổi TSCĐ	-186,9	-2,5	-112,6	-2,5
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0,0	0,0	0,0	-67,5
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được	2,8	2,9	0,8	0,0
					Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-184,1	0,4	-111,8	-70,0
					Nhận/trả lại vốn góp	-0,1	-0,1	70,0	54,1
					Vay mới/trả nợ vay	87,0	-32,8	-57,4	446,9
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0,0	-40,5	0,0	-541,2
					Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	86,9	-73,4	12,6	-40,1
					Tiền thuần trong kỳ	-45,1	51,5	-47,1	77,1
					Tiền đầu năm	69,2	24,1	75,6	148,2
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	148,4	0,0
					Tiền cuối kỳ	24,1	75,6	148,2	225,3

Đvt: %				
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2012	2013	2014E	2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	17,6	32,2	0,3	5,2
Lợi nhuận HĐKD	-12,4	-2,6	33,3	15,3
EBITDA	-1,0	7,8	16,1	15,3
EBIT	-7,9	-4,9	31,8	11,3
Lợi nhuận sau thuế	2,1	-11,6	42,6	14,9
Tổng tài sản	16,2	0,9	21,4	33,5
Vốn chủ sở hữu	20,3	7,2	34,1	8,9
Tốc độ tăng trưởng nội tại	19,6	15,3	18,0	7,4
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	15,9	12,2	14,6	15,4
LN HĐKD / Doanh thu	10,2	7,5	10,0	11,0
EBITDA/ Doanh thu	16,3	13,3	15,4	16,9
EBIT/ Doanh thu	10,4	7,5	9,9	10,4
LNST/ Doanh thu	7,7	5,1	7,3	8,0
ROA	8,9	7,3	9,3	8,4
ROIC or RONA	17,5	14,9	16,4	13,2
ROE	19,6	15,3	18,0	17,3
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	15,4	15,5	13,6	10,9
Vòng quay hàng tồn kho	5,5	6,3	6,3	6,2
Vòng quay khoản phải trả	3,8	5,5	6,0	6,3
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,2	1,3	2,2	2,4
Nhanh	0,4	0,6	1,3	1,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	116,6	103,8	84,5	126,1
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	7,8	14,1	3,8	3,7
Vay dài hạn/ Vốn CSH	59,7	42,9	30,7	88,8

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rộng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**