

# BÁO CÁO NGẮN CTCP SỢI THỂ KỶ (STK)

## Báo cáo ngắn 15/11/2018

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu(VND)	25.900
Tiềm năng tăng giá	34,5%

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



### Thông tin cổ phiếu, ngày 15/11/2018

Giá hiện tại (VND)	19.250
Số lượng CP niêm yết	59.937.798
Vốn điều lệ (tỷ VND)	599
Vốn hóa TT (tỷ VND)	1.127
Khoảng giá 52 tuần (VND)	13.000-23.309
% Sở hữu nước ngoài	8,24%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

### Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	1.533	534	1.662
Cổ tức (vnd)	500	300	800
ROA(%)	4,8%	1,5%	5,0%
ROE(%)	10,5%	4,1%	13,5%

### Tổng quan DN

CTCP Sợi Thể Kỳ là công ty Việt Nam đầu tiên sản xuất được sợi microfilament từ polyester chips nhập khẩu với công suất 60.000 tấn sợi DTY và FDY/năm. Sản phẩm của CFS có chất lượng cao được sản xuất theo công nghệ tiên tiến nhập khẩu từ Đức. Kể từ năm 2017, Công ty bắt đầu tìm kiếm các thị trường xuất khẩu mới, thay cho thị trường Thổ Nhĩ Kỳ truyền thống, như Nhật Bản, Hàn Quốc, Hongkong...

*Nguồn: STK, MBS Research*

## VƯƠN MÌNH TRỞ LẠI

- **Kết quả kinh doanh của STK được cải thiện đáng kể trong 9T2018** với doanh thu và LN ròng tăng 24% và 96% so với cùng kỳ. Giá bán bình quân tăng 28% trong khi price gap tăng khoảng 21%.
- **Thị trường dệt may duy trì đà tăng tích cực.** Dự kiến 2019, giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam tăng khoảng 14-15% so với năm 2018, đạt khoảng 40 tỷ USD. Ngành sợi do đó cũng hưởng lợi tương xứng với nhu cầu cao của các sản phẩm dệt may.
- **STK đa dạng hóa danh mục sản phẩm**, trong đó sợi tái chế với biên gộp cao, khoảng 25% ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu, góp phần cải thiện biên LN của doanh nghiệp.
- **STK tích cực mở rộng thị trường xuất khẩu**, đặc biệt là thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc – hai quốc gia đã ký FTA với Việt Nam. Với EVFTA và CPTPP có hiệu lực trong 2019, việc mở rộng tệp khách hàng sẽ giúp STK tận dụng lợi thế và gia tăng đơn hàng sợi trong tương lai.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với **giá mục tiêu 12 tháng 25.900 đồng**. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward 2019 khoảng 9,5 lần.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2016	2017	2018F	2019F
DTT ( tỷ VNĐ)	1.358	1.989	2.380	2.500
% tăng trưởng		46%	20%	5%
Lãi ròng ( tỷ VNĐ)	29	100	177	193
% tăng trưởng		248%	77%	9%
Biên LNR (%)	2%	5%	7%	8%
EPS (VNĐ)	534	1.662	2.947	2.731
Cổ tức tiền mặt	300	800	800	800

*Nguồn: STK, MBS Research*

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việc mất đi thị trường Thổ Nhĩ Kỳ sau biến cố áp thuế bán phá giá năm 2016 đã khiến kết quả kinh doanh của STK sụt giảm đáng kể. Tuy nhiên, ngay sau đó, doanh nghiệp đã tiến hành thay đổi chiến lược, tìm kiếm mở rộng các thị trường mới, đặc biệt các thị trường đã ký FTA với Việt Nam, nhằm giảm thiểu rủi ro lệ thuộc vào một thị trường duy nhất. Bên cạnh đó, STK cũng chủ trương đẩy mạnh sản xuất và phát triển các sản phẩm sợi mới có biên lợi nhuận cao hơn, như sợi tái chế và sợi màu..., giúp cải thiện biên lợi nhuận chung toàn Công ty.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu STK của CTCP Sợi Thể Kỳ với **giá mục tiêu 12 tháng 25.900 đồng**. Trong bối cảnh thị trường dệt may toàn cầu nói chung và trong nước nói riêng tiếp tục chứng kiến tăng trưởng tích cực trong năm 2019, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của STK sẽ được cải thiện hơn nữa khi công suất sản xuất sợi được cải thiện với dự án Trảng Bàng 5 chính thức đi vào hoạt động.

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Là doanh nghiệp đầu ngành trong các doanh nghiệp niêm yết ngành sợi** với công suất 60.000 tấn sợi DTY và FDY/năm. Năm 2019, con số này sẽ tăng thêm khoảng 5% khi dự án Trảng Bàng 5 hoàn thiện và chính thức đi vào hoạt động. Chính điều này sẽ giúp STK nâng cao năng lực sản xuất và gia tăng sản lượng tiêu thụ trong bối cảnh

các nhà máy hiện hữu đã hoạt động full công suất.

- **Thị trường dệt may nói chung và ngành sợi nói riêng duy trì tăng trưởng tích cực.** Theo Vitas, giá trị xuất khẩu dệt may năm 2019 nhiều khả năng sẽ hoàn thành ở mức 40 tỷ USD, cao hơn 14-15% so với năm 2018. Ngành sợi do đó cũng được hưởng lợi do nhu cầu các sản phẩm dệt may tăng cao, đặc biệt là sợi polyester filament – vốn có nhu cầu sử dụng ngày cao trên thế giới và là sản phẩm trọng yếu của STK. **Giá bán và price gap của sản phẩm này tăng khá tốt trong thời gian gần đây, tương ứng khoảng 28% và 21% so với bình quân năm 2017.**
- **Đa dạng hóa danh mục sản phẩm giúp STK cải thiện biên lợi nhuận.** Không chỉ dừng lại ở sợi DTY & FDY thông thường, STK đã sản xuất và phát triển thành công nhiều sản phẩm khác có tính năng đặc biệt và có biên lợi nhuận cao hơn, như sợi tái chế (24-25%), sợi màu (17%), sợi hút ẩm (17%)...
- **Mở rộng thị trường và cơ hội từ FTA.** Kể từ năm 2017, STK chủ động tìm kiếm các thị trường xuất khẩu mới như Nhật Bản và Hàn Quốc, thay thế cho thị trường Thổ Nhĩ Kỳ truyền thống trước đây. Đáng lưu ý đây là 2 quốc gia đã ký kết FTA với Việt Nam và doanh nghiệp hoàn toàn có thể nâng cao sức cạnh tranh khi thuế giảm 0% với các sản phẩm sợi và may mặc. Năm 2019, khi EVFTA và CPTPP có hiệu lực, việc mở rộng tệp khách hàng sẽ giúp STK tận dụng được các lợi thế mà các Hiệp định thương mại này đem lại.

## **ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu STK dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền. **Mức giá mục tiêu 25.900 đồng tương đương mức P/E forward 9,5 lần** (theo EPS ước tính 2019 khoảng 2.731 đồng).

## **RỦI RO ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU**

- **Rủi ro tỷ giá.** Trong cơ cấu nguồn vốn của STK, có khoảng 934 tỷ đồng nợ vay, tương ứng 36,5 triệu USD, chiếm khoảng 41% tổng tài sản. Do đó, bất cứ biến động nào của đồng USD đối với đồng nội tệ đều ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của STK, đặc biệt là phần chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện.
- **Giá đầu giảm tác động tiêu cực đến KQKD của STK** khi biến động giá PET chip đầu vào và giá bán sợi là tương quan cùng chiều. Tuy nhiên, trong trường hợp doanh nghiệp duy trì được price gap ổn định, lợi nhuận có thể vẫn được bảo toàn.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### STK là doanh nghiệp đầu ngành trong các doanh nghiệp niêm yết ngành sợi Việt Nam

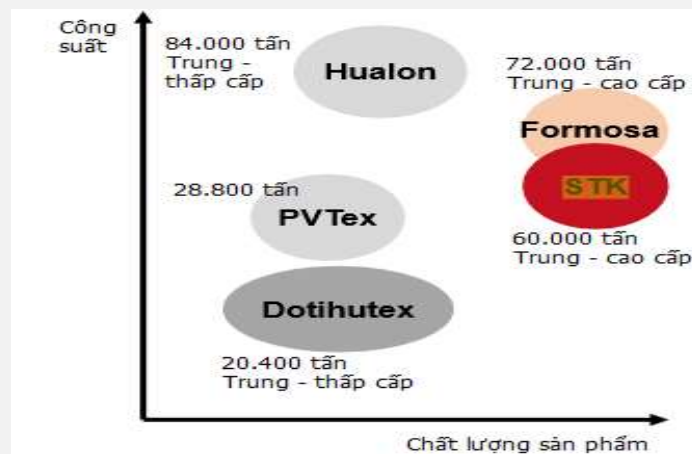
Trong số các doanh nghiệp niêm yết, **STK là doanh nghiệp duy nhất hoạt động trong lĩnh vực sản xuất sợi dài polyester** (PFY – bao gồm DTY & FDY) với quy mô tổng tài sản gần 1.980 tỷ đồng và công suất 60.000 tấn sợi/năm, chỉ đứng sau Formosa với công suất 72.000 tấn DTY và FDY/năm.

Xác định thị trường mục tiêu thuộc phân khúc trung và cao cấp ngay từ những ngày đầu mới thành lập, **STK không ngừng mở rộng và gia tăng công suất, cũng như đầu tư máy móc thiết bị hiện đại** và các ứng dụng quản lý tiên tiến (hệ thống ERP SAP – All in One, Hệ điều hành nhà POC...). **Nhờ đó, Công ty hoàn toàn có khả năng cạnh tranh cao** trên thị trường sợi trong nước cũng như quốc tế, trên cả hai phương diện năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm.

Xét về nhu cầu sợi sử dụng trên toàn cầu, sợi dài với các ưu thế về độ bền và tính năng sử dụng (chống nhăn, giữ màu,...) chiếm khoảng 45%, cao hơn các loại sợi tự nhiên (sợi cotton, len, BAST...) với 29,8% và các loại sợi tổng hợp khác (sợi polyester ngắn 18,7%, sợi cellulose 6,5%). Do vậy, để đáp ứng nhu cầu ngày càng cao hơn của loại sợi này trong khi các nhà máy hiện tại đã đạt gần mức tối đa công suất thiết kế, STK tiếp tục **đầu tư mở rộng dự án Trảng Bàng 5** với công suất DTY thêm 3.300 tấn/năm và tái sinh sợi phế với công suất 1.500 tấn/năm.

Dự án hiện đã lắp đặt xong gần hết các máy, dự kiến cuối năm 2018 sẽ hoàn tất và tiến hành chạy thử trước khi chính thức hoạt động kể từ Q1 2019. Như vậy, tổng công suất sợi DTY và FDY sẽ tăng 5,5% lên 63.300 tấn/năm. **Với Trảng Bàng 5, lợi nhuận và hiệu quả sản xuất tại STK sẽ được cải thiện trong tương lai.**

**So sánh công suất và chất lượng các công ty sợi tại Việt Nam**



**Công suất tại các nhà máy hiện hữu của CFS**

Đv: tấn/năm	POY	DTY	FDY
CS hiện hữu	50.500	51.500	8.500
Trảng Bàng 5		3.300	
<b>Tổng CS</b>	<b>50.500</b>	<b>54.800</b>	<b>8.500</b>

Nguồn: STK

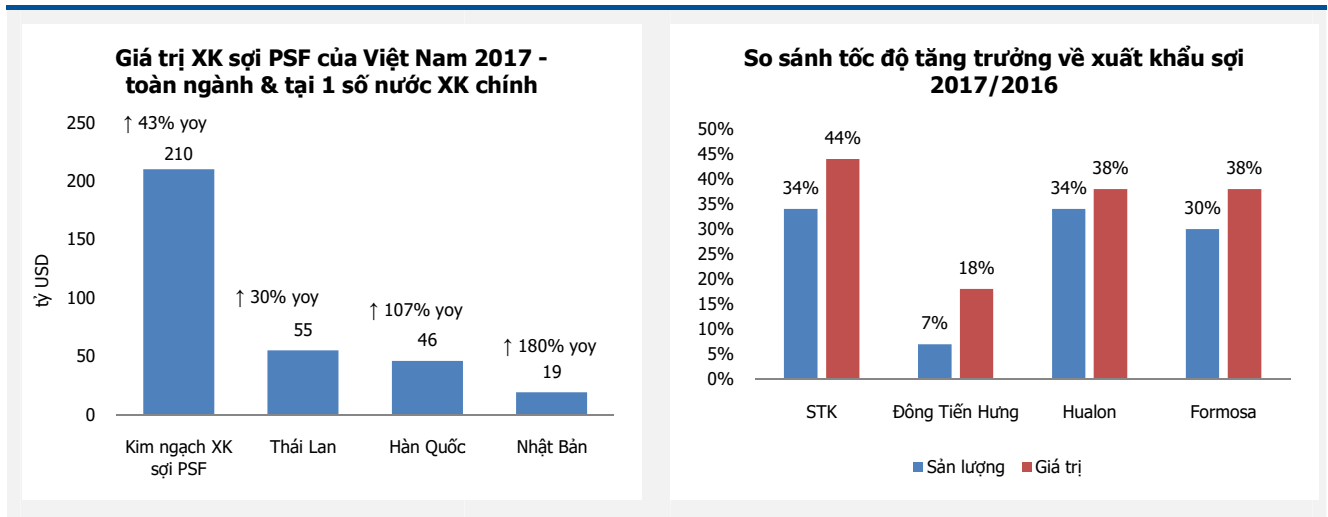
### Bức tranh kinh doanh trở lại sáng trong 2 năm gần đây

**Năm 2016, tình hình kinh doanh của STK gặp khó** khi nhu cầu thị trường sợi sụt giảm mạnh trong Q1 trong khi nửa cuối năm, Công ty lại mất thị trường Thổ Nhĩ Kỳ - thị trường xuất khẩu chính của các công ty sản xuất sợi ở Việt Nam, trong đó riêng STK khoảng 30%- do Bộ Kinh tế nước này áp thuế chống bán phá giá đối với mặt hàng DTY nhập khẩu từ VN ở mức 34,81%. Điều này khiến sản lượng tiêu thụ tăng 34% nhưng doanh thu chỉ tăng 15% do Công ty chủ động giảm giá bán bình quân, khoảng 15%, nhằm tăng doanh số và giữ thị phần trước các đối thủ cạnh tranh trong ngành.

Trong khi đó, giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh cộng với trích khấu hao cho nhà máy Trảng Bàng 3&4 và trích lỗ dự phòng chênh lệch tỷ giá đã khiến lợi nhuận của STK chỉ đạt khoảng 29 tỷ đồng, giảm 60% so với kết quả năm 2015.

Tuy nhiên, **kể từ đầu năm 2017, với tăng trưởng tích cực của ngành dệt may nói chung và ngành sợi nói riêng, kết quả kinh doanh của STK bước đầu lấy lại đà tăng trưởng.**

**Năm 2017**, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt hơn 31 tỷ USD, tăng 10,8% so với năm 2016, trong đó giá trị xuất khẩu sợi Polyester filament ghi nhận tăng 43%. So sánh với các doanh nghiệp sản xuất sợi, **STK có mức tăng trưởng cao nhất trong ngành, đặc biệt là tại thị trường Nhật Bản** với tăng 737% về sản lượng xuất khẩu và 850% về giá trị, cao hơn đối thủ gần nhất là Formosa với lần lượt 53% và 95%. Công ty đã bước đầu thành công trong việc tìm kiếm thị trường mới thay cho thị trường Thổ Nhĩ Kỳ trước đây, từng bước khẳng định được chất lượng sản phẩm khi đáp ứng những yêu cầu khắt khe tại thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản.



*Nguồn: Tổng Cục Hải Quan, STK*

Kết quả là sản lượng tiêu thụ toàn Công ty trong năm 2017 đạt gần 54.000 tấn, tăng 31% so với thực hiện năm 2016. Giá sợi DTY trong giai đoạn này cũng có xu hướng tăng và price gap được duy trì ổn định, giúp **doanh thu tăng 46% và lợi nhuận ròng đạt gần 100 tỷ đồng**, cao hơn nhiều so với mức lãi 29 tỷ đồng năm 2016.

Về phát triển mạng lưới khách hàng, STK phát triển thêm được 85 khách hàng mới trong năm 2017, trong đó 12 khách hàng đến từ Hàn Quốc, 2 đến từ Nhật Bản và 58 khách hàng nội địa. Bên cạnh đó, Công ty cũng chú trọng phát triển và đáp ứng nhu cầu khách hàng FDI để tận dụng ưu đãi từ các hiệp định thương mại.

**Đà tăng trưởng của STK tiếp tục được duy trì trong năm 2018 với sự hỗ trợ từ bức tranh tăng trưởng khả quan của ngành.** Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam 10 tháng đầu năm đạt khoảng 29 tỷ USD, tăng 16% so với cùng kỳ, hoàn thành 79% kế hoạch xuất khẩu cả năm. Các thị trường chính như Mỹ, EU, các thị trường CPTPP, Hàn Quốc, ... vẫn ghi nhận tốc độ tăng trưởng tốt, cụ thể Mỹ 12%, Nhật Bản 25,6%, Hàn Quốc 25,8%, theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (Vitas).

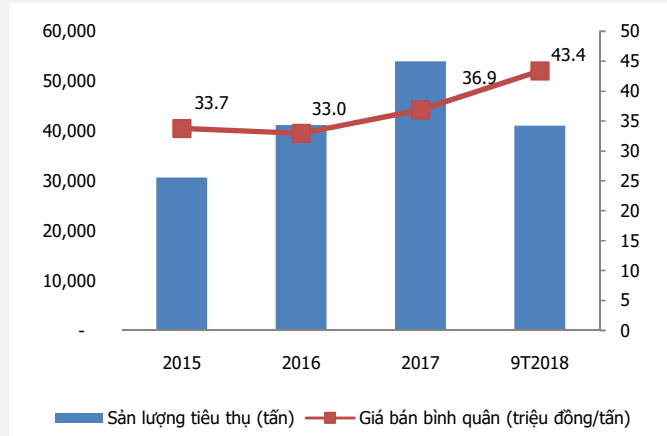
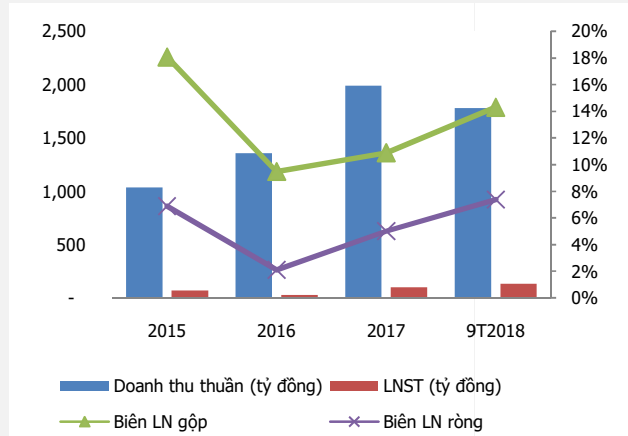
Riêng đối với lĩnh vực xuất khẩu sợi PSF của Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi 9T2018 đạt 115.000 tấn, ước tính khoảng 210,4 triệu USD, tăng 25,4% về sản lượng và 41% về giá trị so với cùng kỳ 2017 (theo Hải quan Việt Nam).

**Tính đến hết Q3 2018**, STK đạt 1.781 doanh thu thuần và 131 tỷ đồng lợi nhuận ròng, tăng tương ứng 24% và 96% so với cùng kỳ. Giá bán tăng 28% so với cùng kỳ nhờ việc hướng tới các sản phẩm cao cấp đã giúp Công ty ghi nhận mức doanh thu tăng mạnh trong khi sản lượng tiêu thụ chỉ tăng 3,6%, tương ứng đạt 41.090 tấn. **Price gap tính đến thời**

điểm hiện tại tăng khoảng 21% so với năm 2017, cao hơn so với mức tăng 5%-6% trong giai đoạn 2016-2017.

Biên lợi nhuận gộp tăng từ 10,4% lên 14,3% trong khi biên LN ròng tăng lên 7,4%. Đại diện STK cho biết với kết quả này, **Công ty dự kiến lợi nhuận sau thuế có thể vượt khoảng 10-20% kế hoạch năm.**

**Kết quả kinh doanh STK giai đoạn 2015 – 9T2018**



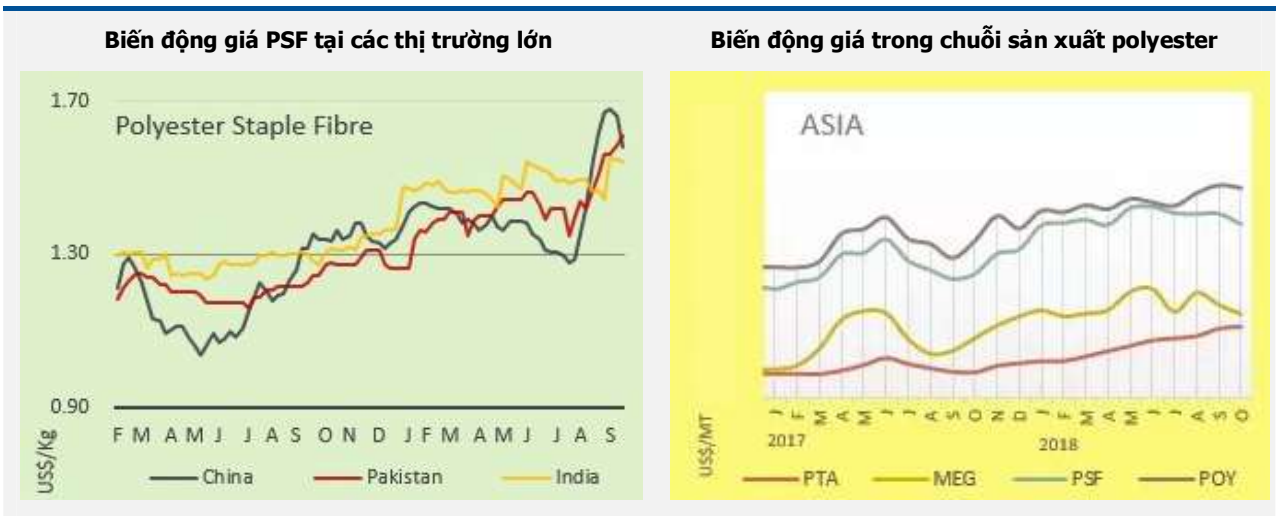
Nguồn: STK

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Ngành sợi duy trì xu hướng tăng trưởng tích cực**

Trước những tín hiệu khả quan của thị trường dệt may trong 9 tháng đầu năm 2018, ngành dệt may trong nước đặt mục tiêu xuất khẩu trên 40 tỷ USD trong năm 2019, tăng khoảng 14-15% so với năm 2018 và được Hiệp hội Dệt may Việt Nam (Vitas) nhận định là hoàn toàn có khả năng thực hiện được. Bên cạnh đó, việc các hiệp định EVFTA và CPTPP sẽ có hiệu lực trong năm 2019 sẽ tạo đòn bẩy thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu dệt may trong nước sang các thị trường này.

Tăng trưởng của ngành dệt may sẽ hỗ trợ tích cực cho ngành sợi, đặc biệt là xuất khẩu sợi polyester filament khi nhu cầu sử dụng loại sợi này ngày càng tăng trên phạm vi toàn cầu. Trong 1 năm trở lại đây, các sản phẩm trong chuỗi sản xuất polyester như PTA, MEG và các loại sợi polyester đều chứng kiến tăng khá tốt, trong đó PTA và MEG – các chế phẩm từ dầu mỏ - chịu ảnh hưởng từ biến động giá dầu.

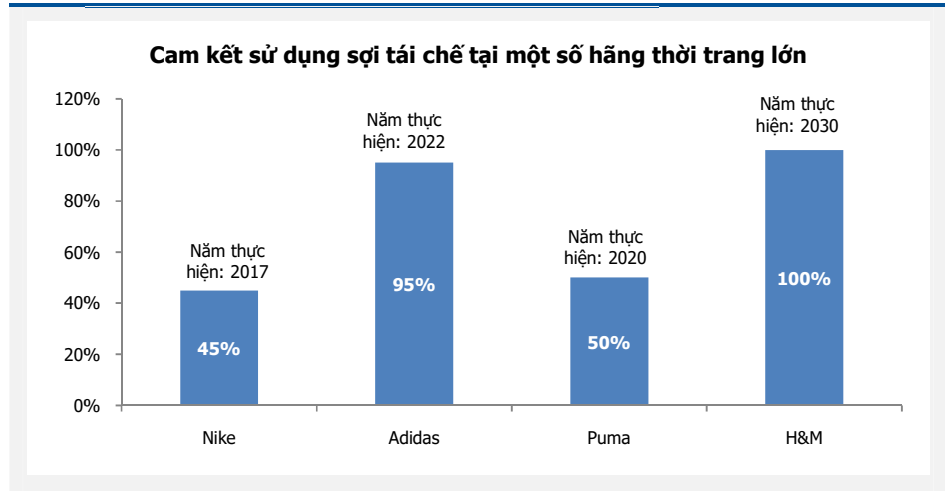


*Nguồn: Yarnsandfibers*

Cần lưu ý rằng, giá dầu trong 1 tháng trở lại đây giảm mạnh, khoảng 25%, do áp lực nguồn cung lớn hơn so với dự đoán. Điều này có thể sẽ khiến giá sợi bị ảnh hưởng do tác động trực tiếp từ giá dầu đến nguyên vật liệu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng price gap vẫn có khả năng duy trì ổn định nhờ những tín hiệu khả quan từ thị trường dệt may toàn cầu nói chung và tại Việt Nam nói riêng.

**Đa dạng hóa danh mục sản phẩm tác động tích cực đến biên lợi nhuận của CFS**

Vấn đề xử lý chất thải, hạn chế ô nhiễm nguồn nước luôn là vấn đề đau đầu đối với các nhà sản xuất công nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất sợi, vải. Các hãng thời trang lớn như Nike, Adidas, Puma hay H&M đều có những cam kết sử dụng sản phẩm sợi làm từ nguyên liệu tái chế, đảm bảo ảnh hưởng ít nhất tới môi trường. Bên cạnh đó, sợi màu với ưu điểm sử dụng phụ gia màu trộn với hạt nhựa kéo ra sợi trực tiếp cũng giải quyết được bài toán ô nhiễm nước thải của ngành nhuộm truyền thống. Do vậy, nhu cầu các sản phẩm này trong tương lai sẽ tăng đi kèm với tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với các sản phẩm sợi thông thường.

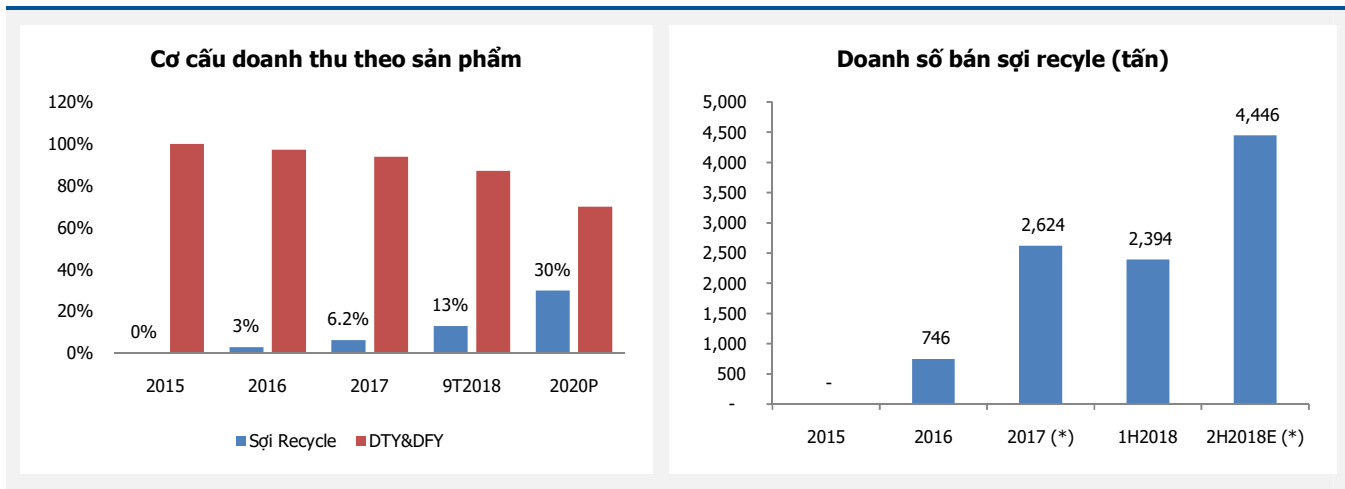


Nguồn: MBS tổng hợp

**Sợi recycle**

Với nỗ lực cải tiến chất lượng, năm 2016 STK đã thành công trong việc sản xuất và thương mại hóa sợi sử dụng nguyên liệu tái chế. Với quy trình sản xuất khá nghiêm ngặt, từng quy trình được kiểm soát bởi các tổ chức chứng nhận quốc tế để đảm bảo rằng từng khâu xử lý không tạo ra ô nhiễm môi trường thêm, trong khi giá nguyên liệu đầu vào hạt nhựa Recycled PET chip cao hơn khoảng 20-30% hạt PET chip, sản phẩm làm từ sợi recycle có giá bán cao hơn sợi nguyên thủy từ 20-30% và có **biên lợi nhuận khá cao, từ 24-25%**, trong khi các sợi DTY thông thường chỉ từ 12-13%, FDY 10-11%. Điều đặc biệt của sợi recycle là giá bán không phụ thuộc vào biến động của giá dầu, do đó sẽ làm giảm đáng kể tác động của giá dầu tới tình hình kinh doanh của Công ty. **STK đặt mục tiêu tỷ trọng sản xuất sợi tái chế sẽ tăng lên tới 30% trong năm 2020.** Chúng tôi cho rằng với sự tăng lên đáng kể của sợi tái chế trong cơ cấu doanh thu, biên lợi nhuận của STK sẽ được cải thiện tốt hơn trong tương lai.

Nhờ khả năng nhanh chóng giành được sự tín nhiệm của các khách hàng lớn về chất lượng sản phẩm như Nike, Adidas, Decathlon, Puma, Uniqlo..., **đơn hàng sợi tái chế của STK tăng khá tốt, đóng góp ngày càng cao hơn trong cơ cấu doanh thu.** Lũy kế 9 tháng đầu năm, sợi recycle đạt 13% trên doanh thu, gần sát với con số kế hoạch 14% của cả năm 2018. Đại diện STK cho biết Q4 sẽ là giai đoạn bùng nổ đơn hàng sợi tái chế do đây là thời gian các nhãn hàng lớn chuẩn bị cho bộ sưu tập xuân hè.



(\*): MBS ước tính

**Sợi màu, sợi hút ẩm, sợi co giãn cao...**

Ngoài sợi tái chế, STK cũng tập trung phát triển các sản phẩm mới có tính năng vượt trội, có giá bán và tỷ suất lợi nhuận cao hơn như **sợi màu (biên gộp trên 17%), sợi hút ẩm– quick dry yarn (biên gộp trên 17%), sợi co giãn cao (HCR), sợi chống tia UV, sợi dope dye...**Mặc dù các loại sợi này chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu nhưng cũng góp phần tác động tích cực đến biên lợi nhuận chung của Công ty.

Trong năm 2017, STK tiến hành hợp tác với đối tác chiến lược, thành lập CTCP E.DYE Việt Nam chuyên sản xuất sợi màu. Đến tháng 12, Công ty đã hoàn tất quá trình xin giấy phép sản xuất sợi màu ở hai nhà máy Củ Chi và Trảng Bàng.

Không dừng lại ở đó, sợi co giãn cao ngoài thành công trong việc cung cấp cho khách hàng nội địa như Liên An, sản phẩm đang được STK đưa sang thị trường Nhật Bản với kết quả thử mẫu đạt chuẩn. Công ty sẽ tiếp tục phát triển thêm mẫu của sợi Sorbtek (sợi có khả năng hút ẩm cao, dễ giặt rửa vết bẩn ) để cung cấp cho thị trường các khách hàng nội địa và xuất khẩu sang các thị trường Thái Lan, Indonesia. các loại sợi có độ nhuỷn cao đang được thử nghiệm nhằm tối đa hóa giá bán, cải thiện hơn nữa kết quả kinh doanh.

**Mở rộng thị trường và cơ hội từ FTA**

Như chúng tôi đã đề cập, sự cố Thổ Nhĩ Kỳ áp thuế chống bán phá giá lên các doanh nghiệp sợi trong nước đã ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh của STK trong năm 2016. Do đó, kể từ năm 2017, Công ty đã chủ động tìm kiếm nguồn khách hàng mới từ thị trường trong nước cũng như từ các thị trường khác như Hàn Quốc, Nhật Bản hay Thái Lan.

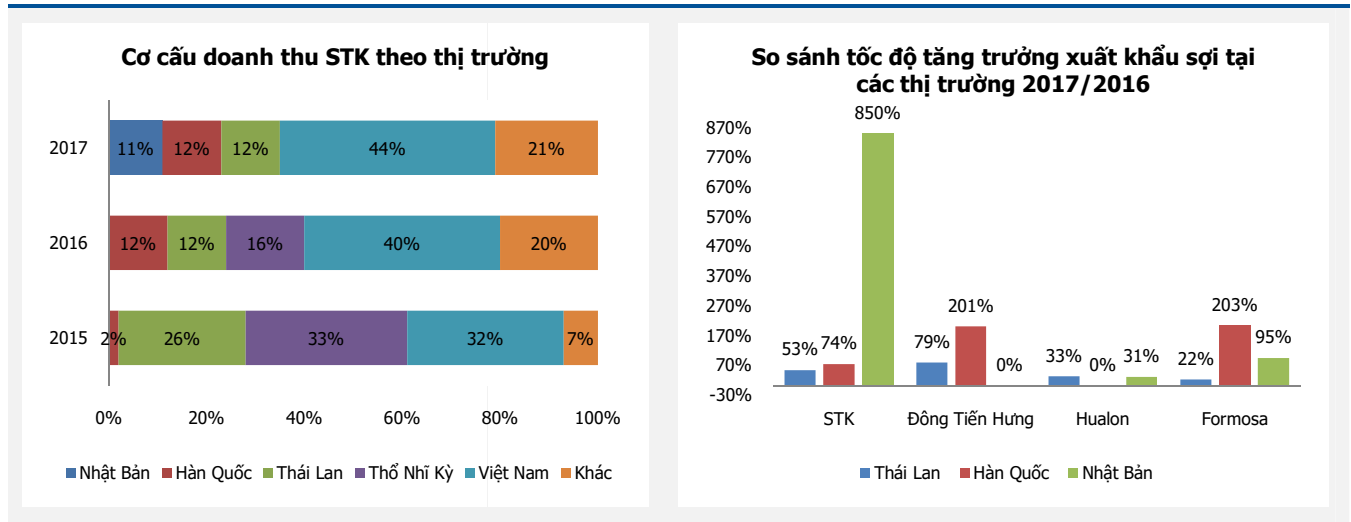
Tính đến cuối Q3 2018, STK đã phát triển thêm khoảng 50 khách hàng mới, trong đó có khoảng 27 khách hàng đến từ thị trường nội địa, 6 khách hàng từ Hàn Quốc, 3 từ Đài Loan, 2 từ Mỹ. Với xu hướng này, việc mở rộng tệp khách hàng sẽ giúp STK tận dụng được các lợi thế mà các Hiệp định thương mại đem lại, đặc biệt đối với thị trường trong nước khi quy tắc xuất xứ được quy định trong các Hiệp định có hiệu lực, trong đó đáng chú ý là Hiệp định CPTPP và EVFTA trong năm 2019.

Tính đến thời điểm hiện tại, Việt Nam hiện đã ký kết và đang trong quá trình đàm phán các Hiệp định thương mại dưới đây:

Các quốc gia đã và đang ký FTA với Việt Nam	Quy tắc xuất xứ (ROO)	Tình trạng	Việt Nam	Trung Quốc
<b>Nhật Bản</b>	Từ vải trở đi	Có hiệu lực từ 12/2008	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 5% May mặc: 8,4% - 10,9%
<b>Hàn Quốc</b>	Cắt và may	Có hiệu lực từ 12/2015	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 8% May mặc: 13%
<b>Châu Âu</b>	Từ vải trở đi	Ký kết 12/2015, đang chờ Hội đồng châu Âu phê chuẩn, dự kiến cuối 2018 – đầu 2019	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 4% May mặc: 12%
<b>CPTPP</b> (Canada, Mexico, Peru, Chile, New Zealand, Australia, Nhật Bản, Singapore, Brunei, Malaysia và Việt Nam)	Từ sợi trở đi	Ký kết 3/2018, chính thức có hiệu lực từ 30/12/2018	Sợi: 0% May mặc: 0%	Sợi: 10% May mặc: 17,5%



Số liệu thống kê cho thấy **hai thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản được STK khá chú trọng** khi chứng kiến tốc độ tăng trưởng về doanh số lần lượt 64% và 737%, giá trị 74% và 850% của năm 2017 so với 2016. Với yêu cầu về chất lượng sản phẩm cao hơn, sản phẩm xuất khẩu sang 2 thị trường này thường có **biên lợi nhuận khoảng 17%, cao hơn so với bình quân 12%**. Do đó, chúng tôi cho rằng **quyết định mở rộng sang 2 thị trường của STK là bước đi đúng đắn khi thuế suất ưu đãi 0% đối với mặt hàng sợi đã có hiệu lực.**



Nguồn: STK, Tổng cục Hải quan

## MÔ HÌNH DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng kết quả kinh doanh

**Cho năm 2018**, chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng đạt tương ứng 2.380 tỷ đồng và 177 tỷ đồng, tăng tương ứng 20% và 77% so với kết quả thực hiện năm 2017.

**Kết quả kinh doanh năm 2019 dự phóng tăng 5% về doanh thu và 9% về lợi nhuận, đạt 2.500 tỷ đồng và 193 tỷ đồng.**

Kết quả dự phóng 2019 dựa trên các giả định:

- Sản lượng tiêu thụ tăng 3% nhờ tăng công suất sản xuất sợi DTY từ dự án Trảng Bàng 5.
- Price gap không thay đổi so với năm 2018.

### Định giá cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu STK.

Các dữ liệu đầu vào giả định chính:

- Sản lượng tiêu thụ tăng 1% từ năm 2020 do các nhà máy hoạt động full công suất
- Price gap duy trì ổn định trong suốt thời gian dự báo
- Số lượng cổ phiếu 2019 dự kiến 70,7 triệu cổ phiếu trên cơ sở chi trả cổ tức bằng cổ phiếu 7% (4,19 triệu CP), phát hành cho cổ đông hiện hữu 10% (5,99 triệu CP) và phát hành ESOP 600.000 cổ phiếu – theo Nghị quyết ĐHCĐ 2018
- Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt duy trì 8% trên mệnh giá trong suốt thời kỳ dự báo
- Thuế suất thuế TNDN thay đổi do hưởng ưu đãi từ miễn, giảm thuế của các nhà máy mới
- VND mất giá 3% so với USD trong năm 2018 trước khi quay lại mức 2% trong các năm tiếp theo
- Tỷ lệ D/E duy trì 1:1

Đơn vị: Tỷ đồng	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>EBIT</b>	<b>232</b>	<b>256</b>	<b>265</b>	<b>254</b>	<b>244</b>
(-) thuế	(30)	(39)	(41)	(45)	(47)
(+) Khấu hao	151	160	179	198	217
(-) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	(36)	(139)	(277)	(284)	(284)
(-) Thay đổi VLĐ ngoài tiền mặt	(62)	(6)	(4)	(5)	(6)
<b>Dòng tiền tự do (FCF)</b>	<b>255</b>	<b>232</b>	<b>122</b>	<b>118</b>	<b>124</b>
Kỳ chiết khấu	0,08	1,08	2,08	3,08	4,08
Hệ số chiết khấu	0,99	0,93	0,88	0,83	0,78
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền</b>	<b>254</b>	<b>216</b>	<b>107</b>	<b>98</b>	<b>96</b>
Tổng PV (FCF)	<b>771,3</b>				
(+) Giá trị hiện tại của dòng tiền sau 2022	461,1				
(+) Tiền và tương đương tiền	239,9				
(-) Nợ	(930,9)				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0				
<b>Giá trị công ty (Tỷ đồng)</b>	<b>1.777,1</b>				
Số lượng CP lưu hành (triệu cổ phiếu)	70,73				
Chi phí vốn chủ sở hữu	7%				
Dividend yield	4%				
<b>Giá trị cổ phần (đồng)</b>	<b>25.900</b>				
			<b>Lãi suất chiết khấu</b>		
			Beta		0,32
			Lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm		4,7%
			Tỷ suất sinh lời thị trường		12%
			<b>WACC</b>		6,7%

**Mức giá mục tiêu 25.900 đồng tương đương với mức P/E 9,5 lần** (theo EPS ước tính 2019 là 2.731 đồng). Do STK là doanh nghiệp sản xuất sợi polyester duy nhất niêm yết, do vậy chúng tôi tập hợp số liệu từ một số công ty trên thế giới có cùng hoạt động kinh doanh để xác định tính hợp lý của giá cổ phiếu.

Công ty	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	BF P/E
Lealea Enterprise Co Ltd	6.945	20,5
Tainan Spinning Co Ltd	15.385	13,9
Bros Eastern Co Ltd	26.150	11,1
Nitto Boseki Co Ltd	18.116	10,5
Tongkun Group Co Ltd	75.949	5,8
Unitika Ltd	6.647	4,9
Unifi Inc	11.562	24,9
<b>Trung vị</b>		<b>11,1</b>

*Nguồn: Bloomberg, MBS Research*

### Phân tích độ nhạy

Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy về biến động lợi nhuận ròng năm 2019 của STK theo biến động giá bán sợi bình quân và giá nguyên liệu đầu vào PET chip :

		Biến động lãi ròng 2019				
		Biến động giá bán sợi bình quân (%)				
		-6%	-3%	0%	3%	6%
Biến động giá PET chip	6%	9.458	60.701	111.945	163.188	214.432
	3%	50.054	101.298	152.541	203.785	255.028
	0%	90.651	141.894	<b>193.138</b>	244.381	295.625
	-3%	131.247	182.491	233.734	284.978	336.221
	-6%	171.844	223.087	274.331	325.574	376.818

*Nguồn: MBS Research*

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	TTM Q3/2018
<b>Chi số trên mỗi cổ phiếu</b>						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	42,31	46,54	53,52	59,94	59,94
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	15.951	14.822	12.989	12.991	14.383
Doanh số/CP	VNĐ	34.452	22.250	25.381	33.185	39.048
EPS cơ bản	VNĐ	2.508	1.533	534	1.662	2.706
<b>Tiềm lực tài chính</b>						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0,70	0,00	0,10	0,20	0,20
Tỷ suất thanh toán nhanh		1,30	0,20	0,30	0,30	0,40
Tỷ suất thanh toán hiện thời		2,20	1,20	0,90	0,80	1,00
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0,20	0,40	0,30	0,20	0,20
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản		0,20	0,50	0,50	0,40	0,40
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0,50	0,60	0,70	0,60	0,60
<b>Tài chính hiện nay</b>						
EBIT	Tỷ VNĐ	146	125	58	126	227
EBITDA	Tỷ VNĐ	227	210	181	274	336
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	14,6%	18,1%	9,5%	10,9%	13,8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	7,3%	6,9%	2,1%	5,0%	6,9%
Hệ số quay vòng tài sản		1,28	0,70	0,73	0,99	1,12
Hệ số quay vòng vốn CSH		2,47	1,52	1,96	2,70	2,86
<b>Hiệu quả quản lý</b>						
ROE%	%	18,0%	10,5%	4,1%	13,5%	19,8%
ROA%	%	9,4%	4,8%	1,5%	5,0%	7,8%
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	12	13	8	9	15
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	58	117	113	83	78
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	96	102	63	58	61
<b>Định giá</b>						
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	795	875	1.006	1.127	1.127
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	880	1.686	1.962	1.818	1.818
P/E		7,50	12,27	35,18	11,31	6,95
P/B		1,18	1,27	1,45	1,45	1,31

**Liên hệ trung tâm nghiên cứu:****Chuyên viên phân tích:**

- **Nguyễn Quỳnh Hoa** Email: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)

**Người kiểm soát:**

- **Trần Hoàng Sơn** Email: [Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

**MBS HỘ SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)