

# CTCP SỢI THỂ KỶ (STK)

## Báo cáo cập nhật 04/04/2016

Khuyến nghị	<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>
Giá mục tiêu (VND)	27.700
Tiềm năng tăng giá	-5,5%
Dividend yield	1,7%

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 04/04/2016

Giá hiện tại (VND)	29.300
Số lượng CP niêm yết	46.535.835
Số lượng CP lưu hành	46.535.835
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.363
Khoảng giá 52 tuần	28.000 – 34.700
KLGD TB 6 tháng	361.299
GTGD TB 6 tháng (VND bn)	
% sở hữu nước ngoài	15,78%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	22.802.559
Số lượng còn được phép mua	15.456.988

## Tổng quan DN

Công ty Sợi Thể Kỳ (CSF) được thành lập ngày 01/06/2000 với sản phẩm chính là sản xuất sợi tổng hợp (DTY và FDY) phục vụ cho công nghiệp dệt may. CSF là công ty Việt Nam đầu tiên sản xuất được sợi microfilament từ polyester chips nhập khẩu với công suất hiện tại là 40.200 tấn DTY và FDY/năm và sẽ tăng lên 52.000 tấn trong năm 2016. Sản phẩm của CSF có chất lượng cao được sản xuất theo công nghệ tiên tiến nhập khẩu từ Đức.

Nguồn: MBS tổng hợp

Analyst

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)

Tel: +84 934978887

## Lấy lại đà tăng trưởng trong 2016

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Unit: VND bn	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	1.453	1.458	1.035	1.498	1.802	2.070
Lợi nhuận trước thuế	95	136	87	126	154	186
Lợi nhuận sau thuế	74	106	71	113	137	162
EPS (VND)	2.396	2.538	1.533	2.212	2.438	2.869
BVPS (VND)	16.201	16.139	14.822	15.187	15.744	17.113
P/E forward				13,2x	12,0x	10,2x
P/B forward				1,9x	1,9x	1,7x
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1.500	500	500	1.500	1.500
ROA	7%	9%	5%	6%	7%	8%
ROE	15%	16%	10%	15%	15%	17%

Nguồn: CSF & MBS Research

- **Kết quả kinh doanh 2015 sụt giảm mạnh** do cầu thị trường yếu, biến động mạnh về tỷ giá, điều tra chống bán phá giá của Thổ Nhĩ Kỳ.
- **2016 tăng trưởng trở lại nhờ phục hồi từ thị trường.**
- **Rủi ro:** Trung Quốc tiếp tục bán phá giá mặt hàng sợi ảnh hưởng đến cạnh tranh và tiêu thụ của CSF.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP VỚI THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu STK của CTCP Sợi Thể Kỳ với mức giá mục tiêu 12 tháng 27.700 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 5,5% so với mức giá 29.300 ngày 04/04/2016 do lo ngại về nhu cầu sợi chưa thực sự tăng mạnh và khả năng bán phá giá của các doanh nghiệp sản xuất sợi tại Trung Quốc. Ngoài ra, việc Thổ Nhĩ Kỳ tiến hành điều tra chống bán phá giá đối với sợi nhập khẩu từ Việt Nam cũng ảnh hưởng đến nhu cầu sợi từ thị trường này.

Chúng tôi ước tính kết quả đạt được trong năm 2016 của CSF khoảng 1.500 tỷ đồng doanh thu và 113 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. EPS 2016 ước đạt 2.212 đồng.

## THÔNG TIN CẬP NHẬT

- **Kết quả kinh doanh 2015 sụt giảm do suy giảm về sản lượng và tăng lỗ tỷ giá** với doanh thu đạt 1.035 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 71 tỷ đồng, hoàn thành 61% kế hoạch. Số lượng sợi bán ra chỉ đạt 66% kế hoạch đề ra đầu năm, tương ứng 26.885 tấn.
- **2016 tăng trưởng trở lại nhờ phục hồi từ thị trường.** Tình hình nhận đơn hàng có dấu hiệu tích cực trong Q1 2016, đặc biệt trong tháng 3, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có sự cải thiện rõ rệt. Mặt khác, sợi DTY tái chế được sản xuất thành công trong năm 2015, với mức giá bán cao hơn sợi thông thường, dự kiến đóng góp 4% doanh thu của CSF trong năm 2016. Thị trường Hàn Quốc được đẩy mạnh tăng trưởng nhờ giảm thuế suất xuống 0% tại thị trường này.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu STK vào khoảng 27.700 đồng dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu 27.700 đồng tương đương mức P/E 2016 là 12,5 lần và P/E 2017 là 11,4 lần (theo EPS ước tính 2016 và 2017).

**TÓM TẮT VÀ DỰ PHÓNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

Mô hình thu nhập (tỷ VND)	2016F	2017F	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.498</b>	<b>1.802</b>	<b>2.070</b>
Giá vốn hàng bán	1.244	1.498	1.724
Chi phí bán hàng & QLDN	79	95	109
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>238</b>
Chi phí lãi vay	8	35	29
Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá	(43)	(22)	(25)
Lợi nhuận khác	2	2	2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>126</b>	<b>154</b>	<b>186</b>
Chi phí thuế TNDN	13	16	25
Lãi (lỗ) từ hoạt động liên kết	0	0	0
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>113</b>	<b>137</b>	<b>162</b>
<b>EPS (VND)</b>	<b>2.212</b>	<b>2.438</b>	<b>2.869</b>

Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ VND)	2016F	2017F	2018F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>			
Tiền & tương đương tiền	230	123	106
Khoản phải thu	32	38	44
Hàng tồn kho	522	629	724
Chi phí trả trước, TSNH khác	83	84	85
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>867</b>	<b>874</b>	<b>958</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>			
Tài sản cố định hữu hình	1.063	1.215	1.093
Tài sản cố định vô hình	1	0	0
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	81	82	83
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.145</b>	<b>1.297</b>	<b>1.176</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.012</b>	<b>2.170</b>	<b>2.134</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>			
Phải trả người bán	259	311	358
Vay ngắn hạn	34	186	199
Nợ khác	37	40	43
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>329</b>	<b>537</b>	<b>601</b>
<b>Nợ dài hạn</b>			
Vay nợ dài hạn	905	746	570
Nợ dài hạn khác	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>906</b>	<b>747</b>	<b>570</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1.235</b>	<b>1.284</b>	<b>1.171</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>			
Vốn đầu tư của CSH và thặng dư vốn	547	598	598
Lợi nhuận giữ lại	229	287	364
Các quỹ khác	1	1	1
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.012</b>	<b>2.170</b>	<b>2.134</b>

Báo cáo dòng tiền (tỷ VND)	2016F	2017F	2018F
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>			
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>113</b>	<b>137</b>	<b>162</b>
Điều chỉnh cho các khoản			
Khấu hao	107	123	122
Thay đổi VLĐ	(93)	(59)	(52)
Lãi (lỗ) từ HĐ đầu tư	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>127</b>	<b>201</b>	<b>231</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ</b>			
Chi mua sắm TSCĐ, TSDH	(563)	(274)	0
Thay đổi trong chi phí XDCBDD	563	0	0
Thu từ thanh lý, nhượng bán tài sản	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư</b>	<b>0</b>	<b>(274)</b>	<b>0</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH</b>			
Phát hành cổ phiếu và thặng dư vốn CP	0	0	0
Tiền thu từ vay nợ	122	(7)	(164)
Chi trả cổ tức	(26)	(28)	(84)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>96</b>	<b>(35)</b>	<b>(248)</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>223</b>	<b>(107)</b>	<b>(17)</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7	230	123
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>230</b>	<b>123</b>	<b>106</b>

Hệ số tài chính	2016F	2017F	2018F
<b>Hệ số thanh khoản</b>			
Hệ số thanh toán hiện thời	2,9x	2,5x	2,4x
Hệ số thanh toán nhanh	0,8x	0,3x	0,3x
<b>Hệ số hoạt động</b>			
ROIC	7,0%	7,8%	9,1%
<b>Hệ số đòn bẩy</b>			
Hệ số nợ/EBITDA	333,4%	281,1%	213,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	22,7x	6,0x	8,3x
<b>Hệ số sinh lời</b>			
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	11,7%	11,6%	11,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng/doanh thu	7,6%	7,6%	7,8%
ROA	5,6%	6,3%	7,6%
ROE	14,6%	15,5%	16,8%
<b>Hệ số khác</b>			
Lợi nhuận ròng/CP (EPS) (VND)	2.212	2.438	2.869
Giá trị sổ sách cổ phần (BVPS) (VND)	15.187	15.744	17.113
P/E forward	13,2x	12,0x	10,2x
P/B forward	1,9x	1,9x	1,7x

Nguồn: MBS Research

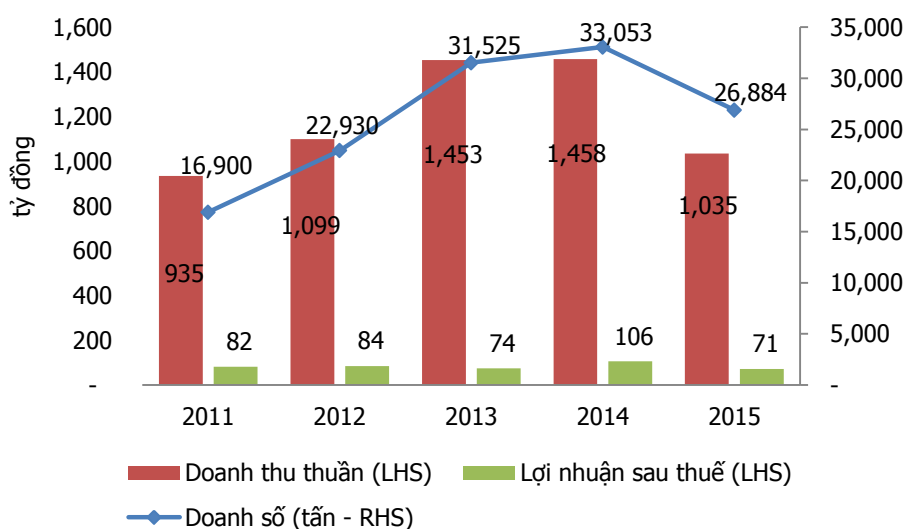
## MỤC LỤC

<b>2015: Kết quả kinh doanh sụt giảm do suy giảm về sản lượng trong khi tăng lỗ tỷ giá .....</b>	<b>4</b>
<b>Triển vọng 2016: tăng trưởng trở lại nhờ phục hồi từ thị trường.....</b>	<b>5</b>
<b>DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH .....</b>	<b>7</b>
Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model).....	7
<b>ĐỊNH GIÁ.....</b>	<b>8</b>

## 2015: Kết quả kinh doanh sụt giảm do suy giảm về sản lượng trong khi tăng lỗ tỷ giá

Năm 2015, kết quả sản xuất kinh doanh của CSF không đạt được như mục tiêu đề ra đầu năm, đặc biệt trong 2 quý cuối năm, khiến Công ty ghi nhận sụt giảm mạnh so với thực hiện năm 2014. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế chỉ đạt tương ứng 1.035 tỷ đồng và 71 tỷ đồng, hoàn thành 61% kế hoạch. Số lượng sợi DTY và FDY bán ra trong kỳ là 26.885 tấn, giảm mạnh so với con số thực hiện năm 2014 là 33.053 tấn, tương ứng 66% kế hoạch. Chênh lệch giữa giá đầu ra và đầu vào giảm từ 0,83 USD/kg năm 2014 xuống còn 0,81 USD/kg năm 2015.

**Biểu 1: Kết quả thực hiện 2015**



*Nguồn: CSF*

Tuy nhiên, cũng phải lưu ý rằng **nguyên nhân khiến tình hình kinh doanh không khả quan không đến từ nội tại doanh nghiệp, mà chủ yếu do các nguyên nhân khách quan**, cụ thể:

- Giá dầu thế giới giảm khoảng 23% trong năm 2015 trong khi đó giá bán hạt PET giảm khoảng 22%, giá bán sợi DTY giảm khoảng 17% khiến giá bán sợi của CSF cũng giảm bình quân 12,7% trong năm 2015, trong đó sợi DTY giảm 12,8% và FDY giảm 11,8%.
- Việc e ngại giá nguyên vật liệu đầu vào giảm càng khiến nhu cầu thị trường suy yếu hơn trong những tháng cuối năm 2015, đặc biệt từ các hãng cao cấp như Nike và Adidas.
- Biến động của Nhân dân tệ và sự trì trệ của nền kinh tế châu Âu khiến các bạn hàng lớn của CSF từ thị trường này hoãn thực hiện các đơn hàng.
- Chính phủ Trung quốc siết qui định về bảo vệ môi trường và ban hành Kế hoạch Bảo vệ Nguồn Nước trong năm 2015 đã buộc nhiều công ty dệt nhuộm của Trung quốc phải đóng cửa trong năm 2015, khiến nhu cầu sợi trên thị trường giảm mạnh. Để giải phóng hàng tồn kho, các công ty sợi Trung Quốc đã bán phá giá gay gắt trên thị trường quốc tế và Việt nam.
- Thổ Nhĩ Kỳ - thị trường xuất khẩu chính của các công ty sản xuất sợi ở Việt Nam, trong đó riêng CSF khoảng 30% - tiến hành điều tra chống bán phá giá đối với sợi DTY nhập khẩu từ một số nước, trong đó có Việt Nam. Việc này tạo ra tâm lý e ngại bị áp thuế chống phá giá từ các khách hàng Thổ Nhĩ Kỳ, khiến nhu cầu nhập khẩu sợi từ nước này giảm mạnh.
- Đồng Nhân dân tệ phá giá mạnh khiến Việt Nam buộc phải phá giá đồng tiền. Trên thực tế, VND phá giá khoảng 5,3% trong năm 2015, khiến CSF ghi nhận lỗ tỷ giá khoảng 35 tỷ đồng.

## Triển vọng 2016: tăng trưởng trở lại nhờ phục hồi từ thị trường

**Tình hình nhận đơn hàng trong những tháng đầu năm 2016 ghi nhận những dấu hiệu khả quan, đặc biệt trong tháng 3/2016.**

Trong những tháng đầu năm 2016, giá dầu cũng như giá các sản phẩm trong chuỗi sản xuất polyester ghi nhận hồi phục tích cực. Tuy nhiên, cũng phải nhận thấy rõ rằng, biến động của giá dầu và các chế phẩm dầu mỏ sản xuất polyester đang có xu hướng giảm ảnh hưởng từ biến động của giá dầu.

Giá nguyên liệu từ cuối tháng 2, đầu tháng 3 tăng lên do giá dầu hồi phục và nhu cầu sợi trên toàn cầu. Sự tăng giá của nguyên vật liệu và giá bán sợi là như nhau trên giá trị tuyệt đối.

**Biểu 2: Biến động giá trong chuỗi sản xuất polyester**



*Nguồn: EmergingTextiles*

Thị trường khả quan tác động khá tích cực đến hoạt động kinh doanh của CSF. Cụ thể, mặc dù trong 2 tháng đầu năm, giá trị và số lượng đơn hàng ghi nhận không lớn, chỉ khoảng từ 2.000 – 2.500 tấn/tháng, tương đương giá trị khoảng 72 – 85 tỷ đồng, do cầu từ cuối năm vẫn yếu và ảnh hưởng bởi kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, khiến nhu cầu về sợi từ các khách hàng Đài Loan, Hàn Quốc giảm mạnh, nhưng đến tháng 3/2016, sản lượng đơn hàng CSF nhận được tăng đột biến, đạt khoảng 5.800 – 6.000 tấn. Ban Lãnh đạo Doanh nghiệp cho rằng trong quý 2 2016, giá trị sản lượng hàng bán hàng tháng sẽ tương đương như trong tháng 3.

**Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có sự cải thiện trong Q1.** Năm 2015, lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh của CSF ghi nhận âm 95 tỷ đồng, giảm mạnh so với mức 172 tỷ đồng năm 2014 do tăng mạnh trong giá trị hàng tồn kho. Tuy nhiên, đại diện doanh nghiệp cho biết, bắt đầu từ tháng 3/2016, dòng tiền có sự cải thiện tích cực. Thực tế, sau 2 tháng 1 và 2 năm 2016, dòng tiền của doanh nghiệp chỉ còn âm khoảng 40 tỷ đồng.

**Sợi tái chế sản xuất thành công trong năm 2015 và dự kiến sẽ đóng góp khoảng 4% trên tổng doanh thu 2016.**

Năm 2015, CSF hợp tác với 1 công ty tại Mỹ có kinh nghiệm lâu năm và lớn nhất trong cùng ngành để sản xuất sợi DTY tái chế. Dự kiến công ty này sẽ cung cấp nguyên liệu cho CSF, đồng thời cũng là đối tác mua sản phẩm của CSF để cung cấp cho các hãng sản xuất chỉ, vải... lớn. Do điều khoản bảo mật thông tin và chiến lược phát triển lâu dài, thông tin về công ty này chưa được tiết lộ.

Sợi DTY tái chế là sản phẩm đặc biệt, có tính năng thân thiện với môi trường và ngày càng được các nhãn hiệu thời trang lớn trên thế giới quan tâm (Nike, Adidas...), đặc biệt tại các thị trường Nhật Bản, châu Âu và Hoa Kỳ. Theo chính sách công bố mới đây của Nike, tỷ lệ sản

**Sợi DTY tái chế là sản phẩm đặc biệt, có tính năng thân thiện với môi trường. Với quy trình quản lý sản xuất nghiêm ngặt, trên thế giới chỉ có khoảng 10 công ty tham gia trong lĩnh vực sản xuất sợi này.**

**Sợi recycle có giá bán cao hơn khoảng 20 – 30 cents/kg so với sợi thông thường, không phụ thuộc vào biến động giá dầu. Năng lực sản xuất sợi DTY tái chế của CSF khoảng 10% công suất toàn Công ty.**

phẩm từ sợi tái chế sẽ tăng từ 15% lên khoảng 25% trong tương lai, thậm chí 100% đối với một số mặt hàng.

Mặt khác, quy trình sản xuất DTY tái chế khá nghiêm ngặt. Mỗi khâu sản xuất, từ thu hồi chai đến các bước xử lý làm ra sợi, vãi đều 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. Hiện trên thế giới chỉ có khoảng 10 công ty sản xuất được sợi tái chế, trong đó tại Nhật Bản có 2 công ty, Đài Loan 2, Ấn Độ 1 và Việt Nam 2 (CSF và Formosa). Các công ty sản xuất sợi tái sinh ở Trung Quốc không đạt tiêu chuẩn chứng nhận.

*Đây được coi là điểm khác biệt giữa CSF và các công ty sản xuất sợi tại Trung Quốc trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt như hiện nay.* Khác với các doanh nghiệp Trung Quốc tập trung vào sản xuất đại trà, CSF thực hiện chặt chẽ các khâu giám sát, quản lý, và đặt tiêu chí về chất lượng hơn là cạnh tranh trong giá bán đối với sản phẩm này. Sản phẩm làm từ sợi recycle có giá bán cao hơn sợi nguyên thủy từ 20-30%, giá bán sợi cũng cao hơn khoảng 20 – 30 cents/kg so với sợi thông thường. Tuy nhiên, giá nguyên liệu đầu vào của sợi DTY tái chế cũng cao hơn so với hạt PET thông thường (khoảng 20-30%). Điểm đáng lưu ý là giá bán sợi DTY tái chế không phụ thuộc vào biến động của giá dầu.

Năng lực sản xuất sợi DTY tái chế của CSF khoảng 10% công suất toàn Công ty. Chi phí đầu tư thêm (nếu có) cũng không lớn, chỉ khoảng 1 – 200.000 USD/máy. CSF cho rằng năm 2016, loại sợi này sẽ đóng góp hơn 4% trên tổng doanh thu. Trong điều kiện số lượng doanh nghiệp sản xuất được sợi tái chế là rất thấp trong khi nhu cầu về sợi ngày càng gia tăng, chúng tôi cho rằng doanh thu từ sợi DTY tái chế sẽ đem lại nguồn thu ổn định cho CSF bên cạnh sợi DTY thông thường và sợi FDY.

#### **Đẩy mạnh cung cấp sợi tại thị trường Hàn Quốc, bù lại phần bị thiếu hụt từ các thị trường truyền thống**

Sau 1/1/2016 khi thuế suất sản phẩm sợi giảm từ 8% xuống còn 0% tại thị trường Hàn Quốc, khoảng 10 công ty lớn từ Hàn Quốc qua thăm và đặt hàng của CSF. Giá trị và số lượng đơn hàng ước tính sẽ tăng mạnh trong 2 tháng cuối quý 2 2016. CSF ước tính doanh thu từ thị trường Hàn Quốc sẽ chiếm khoảng 25% doanh thu Công ty.

#### **Kế hoạch kinh doanh 2016 tăng mạnh so với thực hiện 2015**

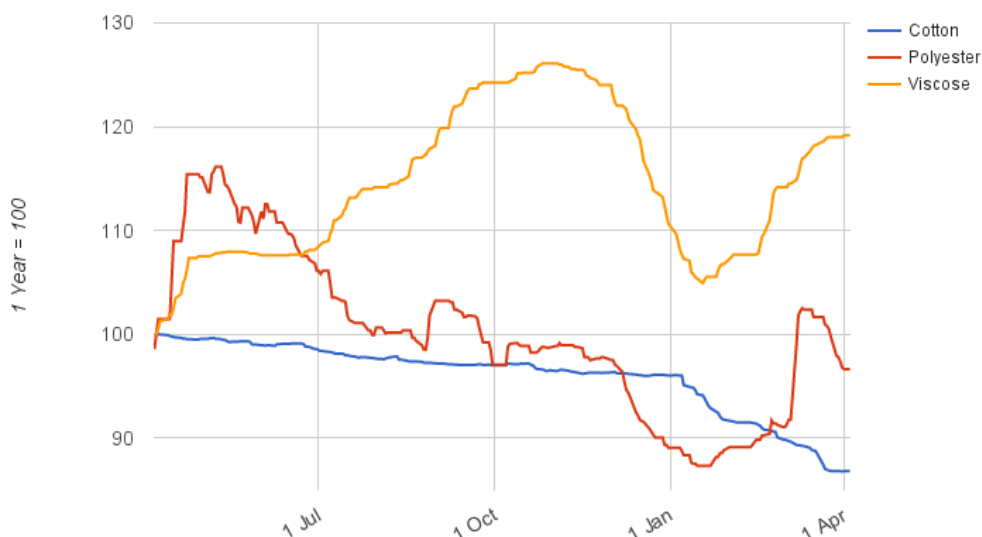
Trên cơ sở dự báo giá bán giảm bình quân 5,5% trong khi giá nhập hạt PET giảm 10,6%, trong khi đó chi phí điện tăng khoảng 3%, lương tăng 10%, và VNĐ mất giá khoảng 4% trong năm 2015, **CSF đưa ra mục tiêu kinh doanh với sản lượng tiêu thụ là 45.176 tấn, doanh thu 1.645 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 127 tỷ đồng**, tăng 68%, 59% và 78% so với thực hiện năm 2015.

## DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH

### Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model)

Mặc dù thị trường chung ghi nhận sự hồi phục về giá sợi, tuy nhiên nếu xét trong ngắn hạn, giá polyester lại ghi nhận giảm nhẹ trong kể từ giữa tháng 3. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi giả định rằng **giá sợi bình quân giảm khoảng 5% trong năm 2016 và tăng nhẹ trở lại khoảng 1% trong giai đoạn tiếp theo.**

**Biểu 3: So sánh biến động giá sợi polyester và các sợi khác**



*Nguồn: EmergingTextiles*

Trước lo ngại về nhu cầu sợi chưa thực sự tăng mạnh cũng như khả năng bán phá giá của các doanh nghiệp sợi Trung Quốc có thể xảy ra, chúng tôi xác định thận trọng sản lượng sợi bán ra trong năm 2016 đạt khoảng hơn 39.000 tấn, tương ứng 86% kế hoạch doanh nghiệp đề ra.

Các giả định khác về chi phí được điều chỉnh như sau:

- Giá hạt PET giảm khoảng 10,6% trong năm 2016.
- Chi phí lương: theo chính sách của CSF, chi phí lương bình quân tăng 10% mỗi năm. Chúng tôi cho rằng mức tăng này khá hợp lý trong bối cảnh tăng lên về mức lương tối thiểu của người lao động.
- VND mất giá 5% trong năm 2016 và giảm xuống 3% trong các năm tiếp theo.
- Chi phí điện và chi phí mua ngoài khác chiếm bình quân 10-12% trên tổng doanh thu.



## ĐỊNH GIÁ

**Chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng đối với cổ phiếu STK là 27.700 đồng/cổ phiếu, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).** Với đặc thù là doanh nghiệp sản xuất, chúng tôi cho rằng phương pháp này phản ánh chính xác giá trị công ty.

### Các dữ liệu đầu vào giá định chính:

- Nhà máy Trảng Bàng 4 hoạt động theo kế hoạch dự kiến.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt duy trì là 5% trên mệnh giá, bằng cổ tức 10% tong 2 năm 2016 và 2017. Kể từ 2018 đến 2020, cổ tức được chi trả bằng tiền mặt với tỷ lệ 15% trên mệnh giá.
- Tốc độ tăng trưởng bền vững sau năm 2020 là 1,5%.
- Chi phí vốn bình quân 8,7% được tính dựa trên các giả định: lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm 6,3%; tỷ suất sinh lời thị trường 9,5%, và tỷ lệ nợ/vốn hóa kỳ vọng là 3/7, beta 0,82.
- Tỷ lệ giảm giá VNĐ so với USD duy trì ở mức 3% mỗi năm.
- Kỳ chiết khấu bắt đầu từ năm 2016.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIAT	157,6	186,2	206,3	207,2	215,7
(+) Khấu hao	106,6	123,1	122,2	122,2	122,2
(-) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	(563,4)	(273,8)	0,0	0,0	0,0
(-) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	(92,7)	(59,1)	(52,3)	(20,4)	(19,5)
<b>FCF</b>	<b>(391,9)</b>	<b>(23,5)</b>	<b>276,2</b>	<b>309,0</b>	<b>318,3</b>
WACC	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%
Kỳ chiết khấu	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8
Hệ số chiết khấu	0,94	0,86	0,79	0,73	0,67
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền</b>	<b>(367,5)</b>	<b>(20,2)</b>	<b>218,7</b>	<b>225,5</b>	<b>213,6</b>
Tổng PV (FCF)	270,1				
(+) Giá trị hiện tại của dòng tiền sau 2020	1.764,9				
(+) Tiền và tương đương tiền	6,6				
(-) Nợ	817,4				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0				
<b>Giá trị công ty (Tỷ đồng)</b>	<b>1.224,2</b>				
Số lượng CP lưu hành (triệu cổ phiếu)	46,5				
<b>Giá trị cổ phần</b>	<b>26.304</b>				
Chi phí vốn cổ phần	8,9%				
Dividend yield	3%				
<b>Giá mục tiêu 12 tháng (làm tròn)</b>	<b>27.700</b>				

Nguồn: MBS Research

Mức giá mục tiêu 27.700 đồng tương đương mức P/E 2016 là 12,5 lần (theo EPS ước tính 2016 là 2.212 đồng) và P/E 2017 là 11,4 lần (theo EPS ước tính 2017 là 2.438 đồng).



**Liên hệ**

**Research: Nguyễn Quỳnh Hoa**  
Email: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)  
Tel: +84 934 978 887

**Institutional Sales: Trương Hoa Minh**  
Email: [minh.truonghoa@mbs.com.vn](mailto:minh.truonghoa@mbs.com.vn)  
Tel: +84 938 207 357

**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; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI 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)

**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.