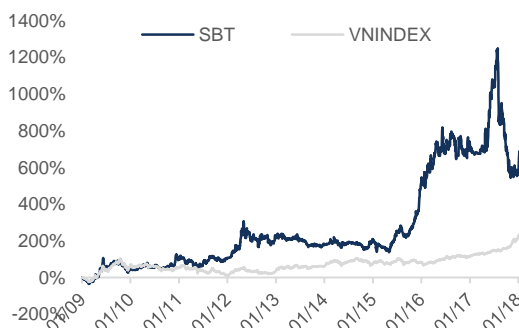


NGÀNH: MÍA ĐƯỜNG
Ngày 11 tháng 01 năm 2018
CÔNG TY CỔ PHẦN THÀNH THÀNH CÔNG – BIÊN HÒA (HSX:SBT)
Ngô Thị Thanh Tâm

Chuyên viên phân tích

 Email: tamntt@fpts.com.vn

Điện thoại: (028) 6290 8686 - Ext : 7581

Biến động giá SBT và VN-index

Thông tin giao dịch (11/01/2018)

Giá hiện tại (đ/cp)	24.350
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	41.650
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	19.950
Số lượng CP niêm yết (cp)	557.018.673
Số lượng CP lưu hành (cp)	557.018.673
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	3.126.092
% sở hữu nước ngoài hiện tại	9,23
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	5.570
Vốn hóa (tỷ đồng)	13.563

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh
Địa chỉ	xã Tân Hưng, huyện Tân Châu, tỉnh Tây Ninh
Doanh thu chính	Đường thành phẩm
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu đầu vào
Lợi thế cạnh tranh	Quy mô, thương hiệu, công nghệ
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu, giá đường.

Danh sách cổ đông lớn	Tỷ lệ sở hữu (%)
CTCP Đầu tư Thành Thành Công	19.30
CTCP Global Mind Việt Nam	17.77
Đặng Huỳnh Ước My	4.94
Market Vectors Vietnam ETF	1.50
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	1.26

Giá thị trường	24.350	Khuyến nghị MUA
Giá trị nội tại	30.000	
Tăng/(Giảm)	23%	

Công ty Cổ phần Mía Đường Thành Thành Công – Biên Hòa (TTC-BH), tiền thân là Công ty Cổ phần Mía Đường Thành Thành Công Tây Ninh (TTCS), hoạt động trong lĩnh vực sản xuất mía đường.

Khi mới thành lập, TTC-BH sở hữu một nhà máy (NM) đường có công suất thiết kế 8.000 TMN (tấn mía/ngày). Đến nay, sau 27 năm hoạt động, đặc biệt sau khi sáp nhập Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa (BHS) vào tháng 6/2017, TTC-BH đã nâng tổng công suất thiết kế toàn hệ thống lên 48.600 TMN, quy mô đứng đầu ngành mía đường Việt Nam.

TTC-BH đang có những chuyển biến lớn về năng lực sản xuất, nỗ lực hạ giá thành đường thông qua nâng cao chất lượng cây mía và tăng hiệu quả sản xuất bằng cơ giới hóa, đồng thời công ty cũng đang tăng mạnh công suất luyện đường thô. Song song với đó, công ty đang mở rộng thị trường tiêu thụ cả trong và ngoài nước. Với những thay đổi trên, chúng tôi đánh giá công ty đang ở giai đoạn tăng trưởng cả về doanh thu lẫn lợi nhuận.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SBT dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư sau:

- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Đánh giá Ban lãnh đạo**
- **Định giá**

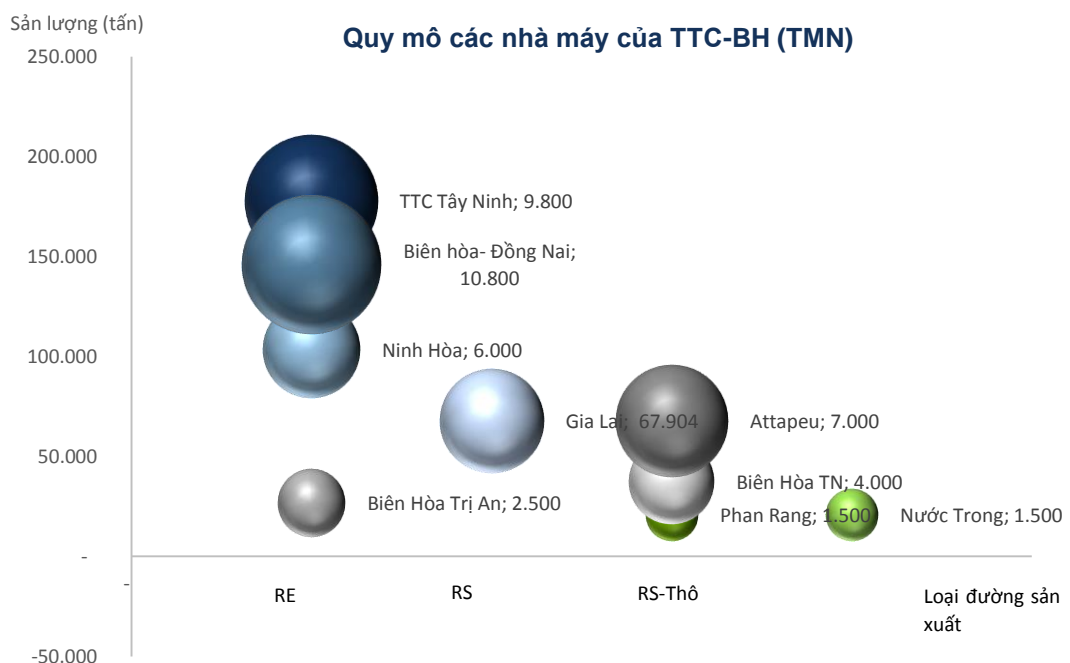
1. ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

1.1 Mở rộng quy mô sản xuất

TTC-BH là công ty sản xuất đường lớn nhất Việt Nam nằm ở khu vực trọng điểm Đông Nam Bộ. Sở hữu 9 nhà máy với tổng công suất thiết kế 48.600 TMN, sản xuất được khoảng 500 ngàn tấn đường/năm, chiếm 30% tổng lượng đường tiêu thụ cả nước niên vụ 2016/2017. Diện tích mía đạt 55 ngàn ha cho sản lượng khoảng 3,4 triệu tấn mía/năm, chiếm 26% sản lượng mía cả nước (số liệu tính cả BHS).

TTC-BH có sản phẩm chủ lực là đường RE, chiếm gần 90% sản lượng đường RE cả nước vụ 2016/2017, trong khi vụ trước chỉ chiếm khoảng 60% (tính cả BHS), do sản lượng đường tinh luyện cả nước vụ này giảm gần 50% so với vụ trước. Mức độ cạnh tranh đường tinh luyện trong nước không cao, do yêu cầu về đầu tư máy móc, kỹ thuật. Hiện cả nước có 4 đơn vị chính sản xuất đường RE là TTC-BH, LSS, công ty cổ phần NIVL và công ty TNHH Công nghiệp KCP Việt Nam (100% vốn của Ấn Độ, nhà máy đặt tại Phú Yên với công suất 5.000 TMN). Bên cạnh đó, đường RE chủ yếu cung cấp cho khách hàng công nghiệp sản xuất nước uống, sữa nên giá ít biến động, giúp cho các doanh nghiệp này có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp chỉ sản xuất đường RS (RS tiêu thụ cả kênh bán buôn cho khách hàng doanh nghiệp sản xuất bánh, kẹo, mứt và bán lẻ cho tiêu dùng trực tiếp). Tiếp tục M&A là chiến lược của TTC-BH, đặc biệt là xu hướng M&A với các doanh nghiệp có khả năng luyện đường RE lớn.

Sáp nhập với BHS giúp TTC-BH nhanh chóng mở rộng quy mô



Nguồn: FPTS Research

Niên vụ 2016/2017, TTC-BH chỉ sở hữu 2 nhà máy đường là TTCS 9.800 TMN, Gia Lai 6.000 TMN. Sau khi sáp nhập với BHS, TTC-BH sở hữu thêm 7 nhà máy nữa, trong đó 2 nhà máy có quy mô lớn là Biên Hòa – Đồng Nai 10.800 TMN, Ninh Hòa 6.000 TMN và Attapeu 7.000 TMN. Còn lại là các nhà máy công suất nhỏ như Biên Hòa - Tây Ninh 4.000 TMN, Trĩ An 2.500 TMN, Phan Rang 1.500 TMN, Nước Trong 1.000 TMN.

Bên cạnh quy mô nhà máy gia tăng thì vùng nguyên liệu của TTC-BH cũng được mở rộng lên đến 55.000 ha: thuộc TTCS 14.000 ha, TTC-Gia Lai 11.000 ha, Biên Hòa - Ninh Hòa: gồm 9.000 ha tại Khánh Hòa (cách nhà máy 25km, chiếm 70% sản lượng mía cho nhà máy này) và 3.000 ha tại Đắk Lắk

(cách nhà máy 70 km, chiếm 30% sản lượng mía cho nhà máy này), Lào khoảng 6.000 ha, Biên Hòa - Tây Ninh gần 4.000 ha và diện tích khác thuộc các nhà máy nhỏ còn lại.

Tăng diện tích vùng nguyên liệu tự chủ

Công ty đang tăng diện tích đất thuê để tạo cánh đồng mía lớn với sự ủng hộ của chính quyền địa phương. Theo ước tính, hiện TTCS có tổng 2.500 ha cánh đồng lớn (chiếm 10% tổng diện tích vùng nguyên liệu TTCS), trong đó 1.000 ha của doanh nghiệp, 1.500 hợp đồng hợp tác dài hạn với nông dân, BHS (sau sáp nhập được đổi tên thành Công ty TNHH một thành viên Đường TTC Biên Hòa - Đồng Nai) có khoảng 1.100 ha tại nông trường Biên Hòa - Thành Long (chiếm 5% tổng diện tích vùng nguyên liệu BHS). Vụ 2017/2018 BHS tiếp tục đầu tư 867 ha mía thuộc sở hữu của doanh nghiệp tại Tây Ninh. Dựa trên kế hoạch 5 năm của TTC-BH đến 2020, chúng tôi ước tính diện tích tự chủ TTCS và BHS tiếp tục tăng lần lượt 2.000 ha và 6.000 ha.

Một trong những diện tích tự chủ lớn của TTC-BH là vùng nguyên liệu thuộc sở hữu của nhà máy đường ở Lào (mua từ HNG). Đây là vùng diện tích mía có tiềm năng lớn, năm tài chính 2018 (bắt đầu từ 1/7/2017 đến 30/6/2018) đang được đầu tư, cơ giới hóa lại hoàn toàn nên lợi nhuận chưa đáng kể. Dự kiến từ năm tài chính 2019, mạng đường tại Lào sẽ bắt đầu mang về lợi nhuận lớn cho TTC-BH. Tổng diện tích vùng nguyên liệu mía tại Lào đạt 6.000 ha, đây là khu đồng bằng rộng lớn dễ dàng cơ giới hóa đồng bộ, hệ thống tưới tiêu 24/24, xung quanh nhiều ao hồ tích nước. Sở hữu vùng nguyên liệu sẽ giúp chi phí sản xuất tại khu vực này sẽ thấp hơn so với mía mua từ nông dân. Năm 2015, diện tích mía có năng suất cao nằm ở xung quanh nhà máy, khoảng 1/3 diện tích còn lại thì thường xuyên có khả năng bị lụt, ảnh hưởng đến sản lượng chung toàn vùng. Trước khi về tay TTC-BH, đa số diện tích đi vào những năm cuối của chu kỳ canh tác nên năng suất giảm dần, mía vẫn chưa đủ cho công suất hoạt động của nhà máy. Kỳ vọng, khi được TTC-BH sở hữu, với việc chăm sóc bài bản về giống, bón phân... vùng nguyên liệu này sẽ gia tăng năng suất, (theo lý thuyết năng suất có thể lên tới 100 tấn/ha) có thể cao hơn nhiều so với vùng nguyên liệu của các doanh nghiệp trong nước.

Tăng công suất luyện đường từ đường thô

TTC-BH có 3 nhà máy tinh luyện đường có thể luyện từ mía và đường thô linh hoạt là nhà máy Biên Hòa-Đồng Nai, nhà máy TTCS-Tây Ninh, nhà máy Biên Hòa - Ninh Hòa, cho ra đường RE chất lượng cao. Kế hoạch tăng công suất luyện đường thô vào niên vụ 2018/2019 (dự kiến chạy 50% công suất vào niên vụ 2018/2019, chạy tối đa công suất vào niên vụ 2019/2020) như sau:

- TTCS-Tây Ninh tăng công suất từ 90.000 TTP (tấn thành phẩm)/năm lên 300.000 TTP/năm.
- Biên Hòa-Đồng Nai tăng công suất từ 320 TTP/ngày lên 1.000 TTP/ngày (giai đoạn 1 lên 650 TTP/ngày vào Q4.2017, giai đoạn 2 lên 1.000 TTP/ngày vào cuối Q4.2018), luyện quanh năm.
- Biên Hòa - Ninh Hòa tăng công suất từ 40.000 lên 180.000 TTP/năm.

Lợi thế kho vận

Cùng quy mô sản xuất lớn, TTC-BH cũng có lợi thế kho vận tốt. Mặt hàng đường có đặc điểm lưu kho rất khó, yêu cầu đảm bảo vệ sinh, chất lượng tốt nên các nhà máy nhỏ thường bán phần lớn sản phẩm đường ngay sau khi kết thúc vụ. Do đó, các khách hàng công nghiệp muốn mua đường vào thời điểm ngoài vụ chủ yếu mua của TTC-BH. Sắp tới, công ty tiếp tục mở rộng kho để đáp ứng hoạt động luyện đường thô và cho thuê. Hiện kho lưu trữ của TTCS có sức chứa 70-80 ngàn tấn, công ty đang tiến hành xây thêm kho chứa 30 ngàn tấn đường thành phẩm, 25 ngàn tấn đường thô. Kho của BHS khoảng 160 ngàn tấn, đáp ứng đủ nhu cầu của hệ thống. Bên cạnh đó, nhằm chuẩn bị cho tương lai, TTC-BH còn đang thực hiện dự án Kho Tân Kim ở tỉnh Long An, đây là kho trung gian giữa các nhà máy thuộc hệ thống. Dự án này dự kiến hoàn thành vào tháng 10/2018 gồm 56 ngàn m2 nhà kho và 7,5 ngàn m2 cho thuê.

Sức mạnh hợp nhất về doanh thu (Revenue Synergy): Hậu sáp nhập, TTC-BH có thể tận dụng khách hàng của BHS và ngược lại để bán chéo sản phẩm. Mỗi công ty mạnh về một mảng sản phẩm

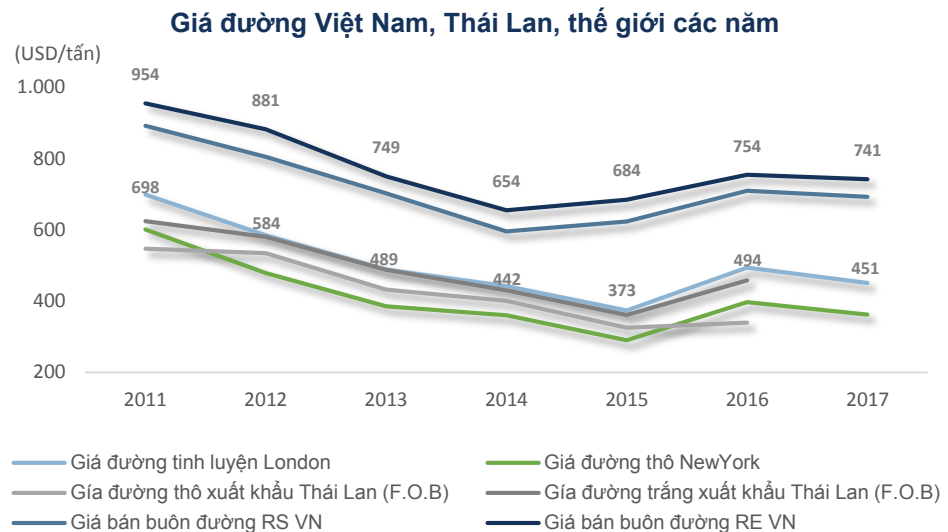
đường khác nhau, TTCS mạnh về RE cho khách hàng bán buôn, sản phẩm không đa dạng, phong phú như BHS, từ đó có thể bán chéo sản phẩm của BHS cho khách hàng của mình. Ngược lại BHS lấy đường RE từ hệ thống TTCS bán thêm cho khách hàng của BHS.

Một số dự án khác: Dự án điện mặt trời là tâm huyết của ông Đặng Văn Thành, đi đầu trong lĩnh vực năng lượng sạch. Dự án này tận dụng đất ở vùng nguyên liệu mía để lắp đặt các hệ thống (yếu tố quan trọng trong ngành khai thác điện mặt trời. Bên cạnh đó là các dự án nhà máy cơ khí và buôn bán máy móc ngành đường của hãng John Deere (Mỹ), tất cả các dự án này đều chưa có kế hoạch chi tiết. Dự án đường Organic (đường có giá bán cao hơn giá đường RE 5-6 lần) đã chuẩn bị xong vùng nguyên liệu, công ty đang trong quá trình tìm hiểu thị trường, cũng chưa có kế hoạch sản xuất, tiêu thụ cụ thể.

1.2 Mở rộng thị trường tương xứng với mở rộng quy mô sản xuất, đảm bảo đầu ra

Doanh nghiệp đã mở rộng quy mô doanh thu bằng M&A và tăng sản lượng luyện đường thô. Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp có khả năng đảm bảo đầu ra nhờ vào: giá bán cạnh tranh, sản phẩm đa dạng, phong phú, chất lượng tốt, đáp ứng được nhu cầu khắt khe của các khách hàng công nghiệp lớn, đường bán lẻ tập trung vào phân khúc khách hàng cao cấp hơn so với đường trắng ở các chợ. Trong thời gian tới, công ty sẽ tiếp tục mở rộng thị trường cả trong và ngoài nước.

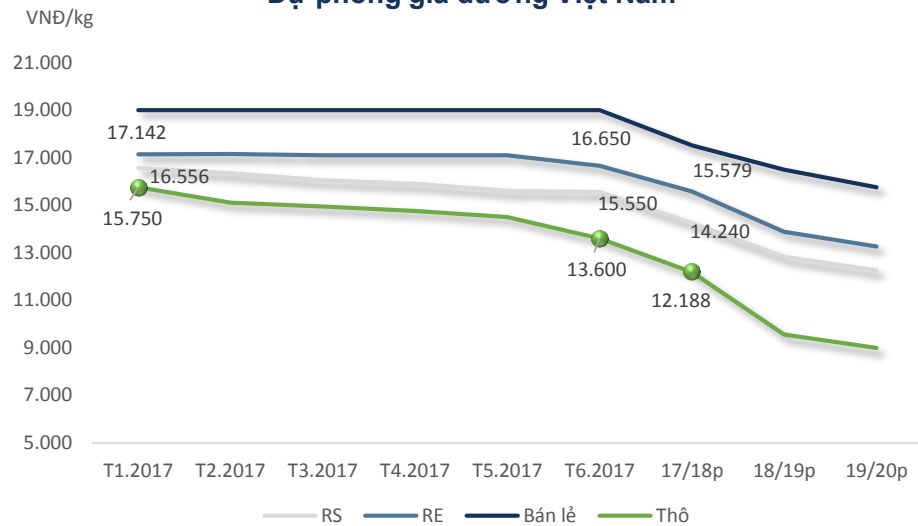
Nói riêng về giá bán cạnh tranh. Thời khắc hội nhập, cạnh tranh với đường từ Thái Lan sắp đến theo hiệp định ATIGA (bỏ hạn ngạch, áp dụng thuế xuất nhập khẩu 5% cho tất cả mặt hàng đường trong khối ASEAN, thay cho thuế 5% trong hạn ngạch và 80% ngoài hạn ngạch như năm 2017), trong khi đường trong nước có giá cao hơn Thái Lan khoảng 2.000-3.000 đồng/kg (so sánh lợi thế đường Thái Lan với Việt Nam tại [Phụ lục 01b](#)) đòi hỏi TTC-BH phải giảm giá bán và giá thành sản xuất để tồn tại.



Nguồn: FPTs Research, cục quản lý giá, Bloomberg, OCSB

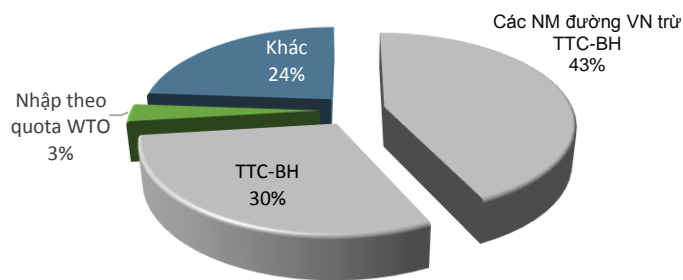
- Với kênh bán buôn, TTC-BH phải hạ giá bán để đảm bảo cạnh tranh. Giá bán sẽ giảm theo lộ trình từ 2018 đến 2020. Từ sau 2020 giá đường TTC-BH sẽ sắp xỉ với giá đường Thái Lan và thế giới.
- Với kênh bán lẻ, năm 2018, chúng tôi ước tính mức giảm giá bán ở kênh này khoảng 1.500 đồng/kg, (hiện nay khoảng 18.000 đồng/kg), mức giảm này thấp hơn kênh bán buôn.

Dựa vào giá FOB đường trắng và đường thô của Thái Lan, chúng tôi dự phóng biến động theo dự báo giá đường thế giới (xem trong [Báo cáo ngành đường - FPTs](#)), cộng thêm các loại chi phí vận chuyển, thuế, phí liên quan để ra giá đường Thái Lan và cũng là giá đường TTC-BH bán tại Việt Nam các năm tới như sau:

Dự phóng giá đường Việt Nam


Nguồn: FPTs Research, cục quản lý giá

Tính từ đầu năm 2018, Việt Nam có 90 ngày để hoàn thành thủ tục, giấy tờ hướng dẫn thi hành hiệp định này. Trong khi chưa có hướng dẫn, các công ty trong nước không được nhập khẩu đường. Như vậy, năm tài chính 2017/2018, cả nước chủ yếu tiêu thụ đường nội địa. Tuy nhiên, do tâm lý thị trường, giá đường trong nước đã giảm khá mạnh. Giá đường RS trong nước bình quân tháng 11/2017 khoảng 13,60 ngàn đồng/kg, đã xấp xỉ giá đường RS Thái Lan nhập về Việt Nam mà chúng tôi dự báo cho đầu năm 2018 (13,64 ngàn đồng/kg).

Trong nước là thị trường chính
Thị phần sản lượng đường tiêu thụ Việt Nam 2016/2017


Nguồn: VSSA, FPTs Research

Thị phần TTC-BH tính cả BHS và TTCS

Theo kế hoạch 5 năm của TTC-BH, từ nay đến 2020, công ty sẽ tăng 5-10% thị phần đường trong nước. Chúng tôi đánh giá mục tiêu này là khả thi. Tuy nhiên, riêng năm tài chính 2018 đang khó khăn, thị phần sẽ bắt đầu tăng dần từ năm tài chính 2019.

- Thị phần mới lấy từ:**

- **Những nhà máy nhỏ lẻ ngừng hoạt động.** Tổng sản lượng đường cả nước niên vụ 2016/2017 khoảng 1,24 triệu tấn, có 39/41 nhà máy đường hoạt động. Sau hội nhập, từ niên vụ 2017/2018 do không đủ sức cạnh tranh về giá, chúng tôi dự đoán 20/41 nhà máy đường sẽ ngừng hoạt động, để lại thị trường khoảng 400 ngàn tấn đường mỗi năm cho 21 nhà máy

đường lớn còn lại trong nước. Thị trường của các nhà máy nhỏ lẻ này chủ yếu là bán lẻ hoặc cung cấp cho khách hàng tiểu thủ công nghiệp, doanh nghiệp nhỏ, những khách hàng này không nhập đường Thái với số lượng lớn được do chi phí vận chuyển, kho bãi... Do đó, chúng tôi dự báo TTC-BH sẽ lấy được 30% thị phần này (bằng mức thị phần tiêu thụ đường Việt Nam hiện nay của doanh nghiệp), tương ứng khoảng 120 ngàn tấn đường/năm.

- **Thị trường tiêu thụ đường nhập lậu trước đây** chủ yếu là bán lẻ và khách hàng tiểu thủ công nghiệp với khoảng 400 ngàn tấn/năm. Sau hội nhập, TTC-BH định hướng cung cấp đường cho nhóm đối tượng này bằng cách hạ giá bán cạnh tranh, từ đó mở rộng được thêm thị phần. Chúng tôi dự báo TTC-BH sẽ lấy được 30% thị phần này, tương ứng khoảng 120 ngàn tấn đường/năm.
- **Thị trường chung trong nước tiếp tục tăng trưởng.** Tổng mức tiêu thụ đường trong nước những năm gần đây khoảng 1,6 triệu tấn/năm. Dự kiến, đến năm 2020, mức tiêu thụ đường cả nước là 2 triệu tấn/năm, tăng 25% so với hiện nay. Nhờ vào sự gia tăng của dân số và mức tiêu thụ bình quân đường/người. Trong giai đoạn 2016-2020, dự kiến dân số Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR (tốc độ tăng trưởng kép) 1,12%/năm (theo IMF), tiêu thụ đường bình quân/người tăng trưởng với CAGR 1,7%/năm (theo OECD). Có nhiều nguyên nhân khiến mức tiêu thụ đường bình quân/người tăng lên (xem trong [Báo cáo ngành đường - FPTTS](#)), một trong số nguyên nhân chính là giá đường thấp đi sẽ kích thích tiêu dùng đường nhiều hơn, vì với một nước đang phát triển và có mức tiêu thụ đường bình quân/người thấp như Việt Nam thì Tổ chức đường thế giới ISO tính ra độ co giãn của giá đường và nhu cầu là -0,1%, tức 1% giảm trong giá đường sẽ làm tăng 0,1% trong tiêu thụ. Như vậy, từ nay đến 2020, mỗi năm thị trường chung sẽ tăng thêm khoảng 130 ngàn tấn đường. Chúng tôi ước tính TTC-BH sẽ chiếm được 30% trong phần tăng thêm này, tương ứng 40 ngàn tấn/năm.
- **Đánh giá đối thủ cạnh tranh mới trong thị trường bán lẻ.** Năm 2017, Vinamilk (VNM) chi khoảng 1.000 tỷ mua 65% cổ phần Đường Khánh Hòa. Công ty này có công suất 10.000 tấn mía/ngày, luyện đường thô 1.500 tấn/ngày. Công ty đang có kế hoạch đầu tư mở rộng công suất lên 15.000 tấn mía/ngày; luyện đường thô 2.000 tấn/ngày, đường thô lấy từ nguồn nhập khẩu. Với năng lực sản xuất như vậy, VNM hoàn toàn có thể tự cung đường đầu vào cho hoạt động sản xuất thực phẩm, đồ uống của mình và cung cấp đường bán lẻ ra thị trường.

Tuy khách hàng trở thành đối thủ cạnh tranh nhưng chúng tôi nhận thấy rủi ro này chưa ảnh hưởng nhiều đến TTC-BH. Hiện nay, hàng năm cả nước tiêu thụ đường qua kênh bán lẻ khoảng 500 ngàn tấn, dự kiến đến năm 2020 thị trường bán lẻ tiêu thụ khoảng 700 ngàn tấn/năm. Theo chúng tôi ước tính, tổng sản lượng bán lẻ của VNM và TTC-BH khoảng 200 ngàn tấn, do đó thị phần còn nhiều và sự cạnh tranh trên thị trường bán lẻ chưa ảnh hưởng nhiều đến TTC-BH.

(Hàng năm VNM mua khoảng 30 ngàn tấn trên tổng số 550 ngàn tấn sản lượng sản xuất của TTC-BH. Việc mất đi khách hàng VNM không ảnh hưởng nhiều đến tình hình tiêu thụ của công ty, công ty vẫn đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ cho khách hàng công nghiệp không đổi trong năm tài chính 2018 so với 2017).

Gia tăng xuất khẩu

Năm tài chính 2017, TTC-BH xuất khẩu được khoảng 40 ngàn tấn đường, đóng góp khoảng 10-15% doanh thu. Công ty xuất khẩu thông qua hoạt động nhập đường thô về tinh luyện (tạm nhập tái xuất). Xuất thông qua các công ty liên quan như STU ở Sing-ga-po, T&M Investment Consultant & Trading, Svayrieng Sugar hoặc xuất khẩu tại chỗ cho các công ty thực phẩm đồ uống trong nước có nhu cầu nhập khẩu đường. Đối với BHS, doanh thu chủ yếu đến từ trong nước, thị trường xuất khẩu gặp nhiều khó khăn, nhất là thị trường truyền thống Trung Quốc. Trong quá khứ, năm tài chính 2014 và 2015 công ty xuất khẩu lần lượt được 9 ngàn tấn (5% sản lượng tiêu thụ) và 31 ngàn tấn (15% sản lượng tiêu thụ), chủ yếu xuất qua Singapore cho đối tác là Olam International Ltd.

TTC-BH đặt mục tiêu niên vụ 2017/2018 xuất khẩu được 100 ngàn tấn đường. Các thị trường xuất khẩu truyền thống trước đây là Châu Phi, Trung Đông, Nam Á. Từ 2018, hội nhập với cộng đồng kinh tế ASEAN có thể giúp cho TTC-BH gia tăng xuất khẩu sang các nước trong khối như Singapore, Lào, Campuchia, Myanmar... TTC-BH cũng đã hoàn tất đăng ký nhãn hiệu đường Việt Nam tại 2 sàn NewYork (đường thô), London (đường trắng). Chúng tôi ước tính từ năm tài chính 2018 đến 2020, doanh thu xuất khẩu sẽ chiếm từ 15-20% tổng doanh thu của TTC-BH.

2. QUY MÔ LỢI NHUẬN GIA TĂNG, BIẾN LỢI NHUẬN GIẢM TRONG NGẮN HẠN VÀ ỔN ĐỊNH LẠI TRONG DÀI HẠN

Giảm giá bán sẽ khiến biên lợi nhuận của TTC-BH bị ảnh hưởng xấu. Để bù đắp lại lợi nhuận trong những năm bản lề của giai đoạn hội nhập, TTC-BH sẽ lấy từ các nguồn thu khác như thanh lý các khoản đầu tư tài chính, tăng quy mô luyện đường thô. Lộ trình đến 2020, TTC-BH cải thiện dần biên lợi nhuận thông qua hạ giá thành sản xuất mía. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo, lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp năm tài chính 2018 đạt 682 tỷ, từ 2018 đến 2022 tăng trưởng với tốc độ 30%/năm.

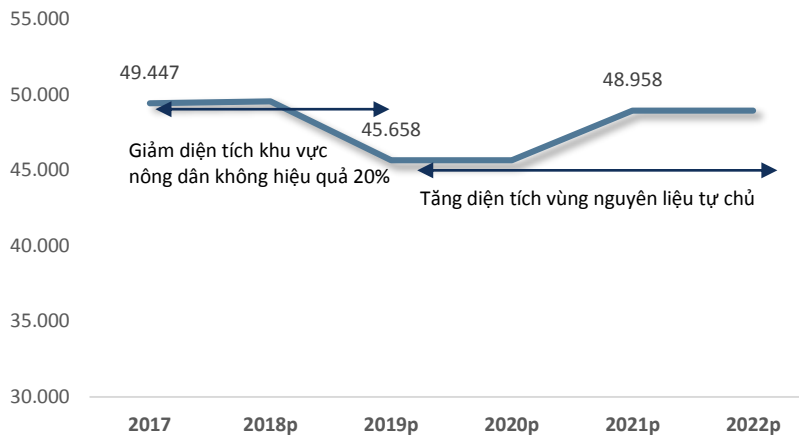
Biên lợi nhuận gộp của TTC-BH được dự báo sẽ giảm trong năm tài chính 2018, từ mức 14% năm tài chính 2017 xuống còn 12% do giảm giá bán đầu ra để cạnh tranh như đã phân tích trong phần **“mở rộng quy mô sản xuất”**, trong khi giá nguyên liệu đầu vào chưa giảm ngay. Những năm tài chính tiếp sau, biên lợi nhuận gộp được cải thiện dần, dự báo tăng lên 17% vào năm tài chính 2020, mặc dù giá bán vẫn tiếp tục giảm nhưng giá nguyên liệu đầu vào được cải thiện mạnh hơn nhờ hợp tác với nông dân hiệu quả và đưa diện tích cánh đồng mía lớn mới đi vào hoạt động. Song song đó là các nhà máy được nâng công suất luyện đường tinh từ đường thô cũng bắt đầu đi vào sử dụng. Nguồn đường thô lấy từ NM tại Lào và nhập khẩu với giá thấp giúp doanh nghiệp hạ giá thành sản xuất.

Sản xuất đường từ mía - giá thành sản xuất giảm theo lộ trình

Nếu muốn giảm giá thành mía, công ty phải cải thiện được chất lượng và năng suất vùng nguyên liệu. Cùng với diện tích mía giảm trên cả nước, diện tích mía từ nông dân của TTC-BH cũng giảm 3 năm gần đây. Vụ 2014/2015, diện tích mía giảm do giá đường và giá mía giảm mạnh, mía bị cạnh tranh bởi các cây trồng khác. Sang vụ 2015/2016, thời tiết bất lợi khiến diện tích mía tiếp tục bị thu hẹp. Vụ 2016/2017 vừa qua, TTC-BH chủ động sàng lọc nông dân canh tác không hiệu quả, mức độ cạnh tranh lợi ích kinh tế giữa cây mía với các cây trồng khác ngày càng cao đã làm giảm diện tích vùng mía nguyên liệu của doanh nghiệp. Xu hướng giảm này sẽ tiếp tục tiếp diễn trong tương lai. Năng suất vùng diện tích mía của nông dân hiện nay đạt bình quân khoảng 65 tấn/ha, chữ đường bình quân 9,3 CCS. Chúng tôi nhận định, sau khi sàng lọc, diện tích còn lại sẽ cải thiện được năng suất và chất lượng mía nhờ vào những nỗ lực của công ty và sự hợp tác của nông dân. Công ty phát triển vùng nguyên liệu cùng với nông dân bằng cách: hỗ trợ canh tác, bao tiêu, vay vốn, mua máy móc giúp dân (TTC-BH có lợi thế diện tích mía nằm ở những vùng đất bằng, đất thoái như Tây Nguyên, Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ có thể đưa cơ giới hóa vào), bón phân, hỗ trợ chi phí sản xuất, giảm chi phí vận chuyển.

Đồng thời, công ty đang tăng diện tích đất thuê để tạo cánh đồng mía lớn như đã đề cập trong phần **“mở rộng quy mô sản xuất”**. Từng bước đưa cơ giới hóa vào ruộng mía từ đó giảm giá thành sản xuất. Vì vấn đề hạn điền và chi phí đầu tư cánh đồng lớn cao nên hoạt động mở rộng diện tích cũng cần có thời gian. Diện tích mỗi cánh đồng từ 50-200ha, năng suất có thể đạt tới 90 tấn/ha và chữ đường khoảng 9,5 CCS, chi phí sản xuất mía thấp hơn 50% so với mua mía từ nông dân.

Dựa vào những phân tích trên, chúng tôi giả định diện tích mía TTC-BH giảm 20% so với hiện tại từ vụ 2018/2019 (vì hợp đồng trồng mía với nông dân kéo dài từ 1-2 năm, chưa thể giảm ngay trong vụ 2017/2018), từ sau vụ 2019/2020 diện tích mía vùng tự chủ bắt đầu tăng.

Diện tích vùng nguyên liệu TTC-BH (ha)


Nguồn: FPT Research

Từ đó, năng suất bình quân toàn hệ thống tăng dần sau năm tài chính 2020 đạt 78 tấn/ha (+10 tấn/ha so với 2017), chữ đường bình quân đạt 9,8 CCS (+0,4 CCS so với 2017). Giảm được giá mía đầu vào giúp chi phí sản xuất đường bình quân hiện nay là 13.700/kg xuống còn 10.000/kg vào năm 2020, đảm bảo cạnh tranh với đường Thái Lan.

	2017	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Giá mía bình quân (đồng/kg)	1.100.000	1.000.000	900.000	850.000	750.000	750.000

Nguồn: FPT Research

Năm tài chính 2018 khấu hao của TTC-BH sẽ giảm đáng kể. Do hầu hết máy móc thiết bị, nhà xưởng của công ty mẹ TTCS sử dụng từ năm 1998 hết thời gian khấu hao. Dự kiến, TTCS sẽ giảm được khoảng 50% chi phí khấu hao từ niên vụ 2017/2018 so với chi phí khấu hao niên vụ trước, điều này sẽ giúp công ty hợp nhất giảm được khoảng 77,35 tỷ đồng chi phí khấu hao. Trong khi dây chuyền này vẫn còn tiếp tục sử dụng được trên 10 năm nữa. Từ đó giúp công ty giảm được giá thành sản xuất đường.

Luyện đường từ đường thô - giá thành đường thô giảm

Theo ATIGA, đường thô nhập khẩu được bỏ hạn ngạch từ năm 2018, các doanh nghiệp phải nhập đường thô ngoài hạn ngạch chịu thuế 80% trước kia sẽ giảm về 5% là một điểm tích cực cho các doanh nghiệp có quy mô luyện đường thô lớn như TTC-BH.

Công nghệ sản xuất hiện đại, sản phẩm đạt chất lượng tương đương tiêu chuẩn quốc tế. Hiện mức tiêu hao của các nhà máy luyện đường tinh từ đường thô của TTC-BH gần tiệm cận với chi phí luyện đường của DN mía đường Thái Lan.

Sức mạnh hợp nhất về chi phí (Cost Synergy). TTC-BH có thể tiết giảm một số chi phí đầu vào nhờ lợi thế sau khi sáp nhập với BHS.

Giảm chi phí vận chuyển:

- Linh động sử dụng hệ thống kho bãi. Như TTCS có thể dùng kho Biên Hòa-Tây Ninh của BHS tại Tây Ninh.
- TTC-BH phối hợp chuyển giao vùng nguyên liệu hai bên nhằm giảm chi phí vận chuyển cho các nhà máy. Như vùng nguyên liệu tự chủ hơn 800 ha ở Tây Ninh của BHS chuyển qua cho TTCS. Hay chuyển giao đường thô từ nhà máy Biên Hòa-Tây Ninh thuộc BHS, thay vì vận chuyển về Biên Hòa cách 200km, thì nay về TTCS chỉ 20km.

Mua các yếu tố đầu vào với số lượng lớn, có thể gây sức ép với nhà cung cấp, từ đó giảm chi phí yếu tố đầu vào (như: phân bón, thuốc trừ sâu, bao bì, máy móc, thiết bị...)

Giảm chi phí vận hành trong quá trình sản xuất nhờ vào sắp xếp thời gian vào vụ, chớp thời gian theo tiến độ thu hoạch mía mỗi vùng. Ví dụ: BHS vào trước 1 tháng, TTCS vào sau 1 tháng để đảm bảo mía về và đường thô luyện liên tục.

Gia tăng thu hồi phụ phẩm - giảm giá thành đường

Công ty cũng đang phát triển mảng điện sinh khối để tiết giảm tối đa chi phí sản xuất đường. Hiện nay, điện sinh khối sản xuất ra sẽ được sử dụng cho nhà máy và bán lên lưới điện quốc gia với tỷ lệ 50-50. Sản lượng điện thương phẩm bán ra của TTCS khoảng 38 triệu kWh/năm, của BHS bán được 28 triệu kWh/năm. Vừa qua, vào tháng 11/2017, TTCS đã hoàn thành dự án nâng cấp trung tâm nhiệt điện, tổng vốn đầu tư là 200 tỷ. Dự kiến sau khi nâng cấp sản lượng điện bán ra sẽ tăng được 30%. Với giá bán điện hiện nay là 5,8 UScents/kWh thì kỳ vọng doanh thu từ mảng này sẽ đem lại 64 tỷ (tăng khoảng 15 tỷ so với năm tài chính 2017).

Với doanh thu đến từ hoạt động xuất khẩu, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp thấp, đạt khoảng 5% do chi phí xuất khẩu cao hơn và giá bán xuất khẩu cũng thấp hơn so với trong nước. Hoạt động này chủ yếu giúp doanh nghiệp gia tăng sản lượng sản xuất, giảm định phí từ đó giảm giá thành chung của hoạt động sản xuất đường.

Biên lợi nhuận hoạt động: Trong những năm tài chính tiếp theo kể 2018, chi phí bán hàng và quản lý được dự báo có tỷ lệ bình quân 5,2% doanh thu thuần (DTT), xu hướng giảm nhẹ so với hiện tại nhờ vào những lợi thế sau hợp nhất. TTC-BH đang sắp xếp lại hệ thống, tiết giảm chi phí trùng lặp sao cho hiệu quả nhất. Từ đó, công ty có thể tiết kiệm chi phí nghiên cứu và phát triển sản phẩm, chi phí bán hàng nhờ thống nhất lại hệ thống phân phối. Nhìn chung, biến động của biên lợi nhuận hoạt động chủ yếu theo biên lợi nhuận gộp.

Biên lợi nhuận ròng: Năm tài chính 2018 và 2019, công ty có nhu cầu tài trợ các dự án lớn cũng như vốn lưu động từ nợ vay cao sẽ khiến gánh nặng lãi vay tăng cao, dự báo tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu bình quân 6,4% so với 6,2% năm tài chính 2017. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng 2 năm này chỉ còn 7%, giảm gần 1% so với năm tài chính 2017. Năm tài chính 2020, gánh nặng lãi vay giảm dần góp phần làm biên lợi nhuận thuần được cải thiện, dự báo đạt khoảng 8%.

3. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro tỷ giá: Từ năm tài chính 2017 trở về trước, TTC-BH có rủi ro tỷ giá do công ty thường xuyên nhập đường thô từ Thái Lan và các nước khác trong khu vực, nhưng không đáng kể. Trong tương lai, theo kế hoạch mở rộng hoạt động nhập đường thô cũng như xuất khẩu đường thành phẩm ra thế giới thì biến động tỷ giá có thể là một rủi ro tiềm ẩn, ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty.

Rủi ro mở rộng cánh đồng mẫu lớn gặp khó khăn: Vấn đề lớn nhất để mở rộng được cánh đồng mẫu lớn là tích tụ đất đai, đòi hỏi doanh nghiệp phải vận động được chính quyền và người dân địa phương ủng hộ. Nếu hoạt động này không thực hiện được thì doanh nghiệp khó có thể hạ giá thành sản xuất mía một cách đáng kể.

Rủi ro giao dịch với các bên liên quan: Công ty có giao dịch khá lớn và phức tạp, với các bên liên quan, vừa nhận góp vốn vừa đầu tư tài chính dài hạn, ngắn hạn, cho vay không thu lãi và có lãi; vừa mua và bán hàng hóa, giao dịch hai chiều nhận trả trước và trả trước tiền hàng với các bên liên quan... Vì không thực sự đánh giá được chất lượng doanh thu cũng như khoản phải thu nên để hạn chế tác động của rủi ro này đến quá trình định giá, chúng tôi tiến hành định giá trên cơ sở năng lực sản xuất sản phẩm của doanh nghiệp.

Rủi ro gia tăng đối thủ cạnh tranh: Như đã phân tích trong [Báo cáo ngành đường - FPTS](#), từ năm 2018, hiệp định ATIGA quy định bỏ hạn ngạch, áp dụng thuế xuất nhập khẩu 5% cho tất cả mặt hàng đường trong khối ASEAN, thay cho thuế 5% trong hạn ngạch và 80% ngoài hạn ngạch như năm 2017. Thái Lan – nước xuất khẩu đường lớn thứ 2 thế giới sẽ cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp nội

địa tại thị trường Việt Nam. Như vậy, thị trường cạnh tranh không phải chỉ với các nhà máy trong nước mà còn với các nhà máy đường quốc tế. Quy mô của TTC-BH còn khá khiêm tốn (48.600 TMN) khi so sánh với các Công ty sản xuất và kinh doanh đường trong khu vực, như tập đoàn Mittr Phol của Thái Lan (có 5 nhà máy với tổng công suất ép 130.500 TMN), kể đó là Tập đoàn Thai Roong Ruang (có 7 nhà máy với tổng công suất ép 121.800 TMN). Do đó, TTC-BH sẽ có thể gặp nhiều bất lợi về cạnh tranh theo quy mô và giá thành.

4. ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ BAN LÃNH ĐẠO

Sau hợp nhất bộ máy quản lý của TTC-BH không thay đổi nhiều so với trước kia, chủ yếu là nhân sự từ bộ máy cũ của TTCS và BHS. Bộ máy này phần lớn là nhân sự từ tập đoàn TTC, có văn hóa doanh nghiệp tương đồng nên sẽ nhanh chóng ổn định, rủi ro nhân sự thấp.

Bên cạnh những nhân sự có kinh nghiệm lâu năm trong ngành mía đường, TTC-BH còn có đội ngũ nhân sự trẻ cấp cao giúp cho công ty có những chiến lược năng động, hiện đại, có những bước chuẩn bị để chuyển mình phù hợp với hoàn cảnh hội nhập quốc tế của ngành. Cụ thể:

- Trong vòng 3 năm trở lại đây, công ty liên tục thực hiện M&A, lần lượt với SEC (công ty Cổ phần Mía đường Nhiệt điện Gia Lai) và BHS, từng bước trở thành doanh nghiệp có quy mô lớn nhất ngành. Quy mô lớn là một lợi thế cạnh tranh rất quan trọng trong ngành sản xuất mía đường.
- Năm 2017, công ty mua lại mảng đường bao gồm cả nhà máy và vùng nguyên liệu tự chủ tại Lào từ HNG, tuy thực trạng của mảng này không tốt nhưng có nhiều tiềm năng cải tạo và giúp TTC-BH hạ được giá thành sản xuất trong tương lai.
- Lên phương án tăng công suất đường thô phù hợp, đúng thời điểm, giúp công ty tận dụng được nguồn đường thô giá rẻ nhập khẩu và những lợi thế khi mở rộng quy mô.
- Lên phương án hạ giá thành sản xuất mía bằng cánh đồng mẫu lớn, để cạnh tranh với đường nhập khẩu.
- Gần đây, TTC-BH bắt tay hợp tác với KDC để phân phối sản phẩm đường bán lẻ. Nhờ đó, công ty tiết kiệm được chi phí bán hàng và có thể phân phối sản phẩm ra thị trường một cách nhanh chóng, đến tận các điểm bán lẻ như chợ, cửa hàng tạp hóa, giành lại thị trường béo bở này từ đường nhập lậu bao năm nay.
- Đăng ký nhãn hiệu đường Việt Nam tại 2 sàn NewYork (đường thô), London (đường trắng) là một bước đi đầy chủ động để mở rộng thị trường xuất khẩu.

Có thể thấy, TTC-BH đã liên tục mở rộng quy mô doanh thu bằng M&A và tăng sản lượng đường luyện từ đường thô. Bên cạnh đó, từ năm tài chính 2018, TTC-BH thay đổi bộ máy vận hành theo thông lệ quốc tế, bỏ Ban kiểm soát, thay bằng Ban kiểm toán nội bộ trực thuộc HĐQT, bầu thêm 2 thành viên HĐQT. Những hoạt động này cũng nằm trong chủ đích của Ban lãnh đạo nhằm đưa công ty niêm yết trên sàn tại Singapore, đã nung nấu trong vòng 5 năm qua.

Để niêm yết trên sàn Sing, doanh nghiệp phải đáp ứng được 1 trong những điều kiện sau: (1) LNTT hợp nhất năm tài chính gần nhất tối thiểu 30 triệu USD, hoạt động ít nhất 3 năm. (2) có lợi nhuận năm tài chính gần nhất và đã hoạt động ít nhất 3 năm và giá trị vốn hóa thị trường tối thiểu 150 triệu USD, dựa vào giá phát hành và vốn cổ phần sau chào bán. (3) doanh thu hoạt động trong năm tài chính gần nhất và vốn hóa thị trường tối thiểu 300 triệu USD dựa trên giá phát hành và vốn cổ phần sau chào bán. Một số khó khăn khi doanh nghiệp niêm yết tại sàn SGX: cơ quan quản lý tức sở GDCK Việt Nam và Singapore chưa có cơ chế và thủ tục cụ thể để tạo điều kiện cho hoạt động niêm yết tại SGX của công ty Việt Nam.

Ngoài ra, TTC-BH mới bổ nhiệm TV HĐQT mới là ông See Beow Tean (sinh năm 1953, Malaysia), có kinh nghiệm 40 năm trong lĩnh vực Thương mại đường, sẽ giúp công ty đẩy mạnh hoạt động xuất nhập khẩu đường ra thế giới trong tương lai.

Công ty cũng hình thành bộ phận nghiên cứu và dự báo thị trường từ nhiều năm nay. Bộ phận này rất cần thiết, phục vụ cho nhiều hoạt động của mình. Công ty thường xuyên sử dụng các hợp đồng tương

lai để giảm thiểu rủi ro cũng như nắm bắt các cơ hội khi giá đường biến động. Bên cạnh đó, công ty cũng thường xuyên cung cấp đường cho các khách hàng công nghiệp lớn nên sản lượng và giá bán thường chốt hằng quý hoặc 6 tháng để lên kế hoạch sản xuất cho hai bên. Hay vào những thời điểm giá đường xuống thấp như năm tài chính 2015, công ty đã dự trữ nhiều hàng tồn kho giá rẻ, tạo bòn đập cho doanh thu tăng trưởng mạnh khi giá đường hồi phục trong năm tài chính 2016.

5. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

5.1 Giá định

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		Giai đoạn tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	5,2%	D/(D+E) mục tiêu	40,0%
Beta (U)-Cons	0,5	Ke mục tiêu	11,1%
Equity risk premium (ERP)	8,2%	Chi phí vốn vay dài hạn	10,0%
SLCP hiện tại (triệu CP)	557,0	Thuế suất TNDN	20,0%
		Chi phí vốn vay sau thuế	8,0%
		WACC mục tiêu	9,9%
		Tăng trưởng dài hạn	2,0%

- **Lãi suất phi rủi ro:** Chúng tôi lựa chọn lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm lấy tại tháng 1/2018.
- **D/(D+E) mục tiêu:** Với đặc điểm sử dụng nhiều nợ để tài trợ cho các hoạt động đầu tư mở rộng của doanh nghiệp, cùng với khẩu vị ưa dùng nợ để có chi phí sử dụng vốn tốt nhất. Chúng tôi giả định TTC-BH sẽ sử dụng mức đòn bẩy tài chính $D/(D+E) = 40\%$ trong dài hạn (thấp hơn so với hiện tại, là giai đoạn đầu tư cao với đòn bẩy 60%).
- **Tốc độ tăng trưởng dài hạn bền vững:** Tốc độ tăng trưởng ngành đường ở các nước đã phát triển là 2% (theo OECD).

5.2 Kết quả định giá

Định giá FCFF	
Tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị hiện tại các dòng FCFF (tỷ đồng)	1.921,7
Giá trị hiện tại Terminal Value (tỷ đồng)	22.806,4
Cộng: Tài sản phi hoạt động (tỷ đồng)	2.981,1
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	27.709,3
Trừ: Nợ vay (tỷ đồng)	10.930,3
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	75,2
Giá trị VCSH(tỷ đồng)	16.703,8
SLCP hiện tại (triệu CP)	557,0
Giá trị nội tại/cổ phiếu (đồng)	30.000

5.3 Phân tích độ nhạy

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VNĐ)						
WACC dài hạn	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%
	5,86%	25.900	30.900	37.400	45.900	57.800
	7,86%	23.000	27.600	33.500	41.400	52.300
	9,86%	20.300	24.500	30.000	37.200	47.300
	11,86%	17.900	21.800	26.800	33.500	42.800
	13,86%	15.700	19.300	23.900	30.100	38.700

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VNĐ)						
ERP	Tỷ lệ D/E dài hạn					
		6,67%	36,67%	66,67%	96,67%	126,67%
	4,18%	51.500	50.200	49.400	48.900	48.500
	6,18%	39.700	38.800	38.200	37.800	37.500
	8,18%	31.200	30.400	30.000	29.700	29.500
	10,18%	24.700	24.100	23.800	23.500	23.400
	12,18%	19.600	19.200	18.900	18.700	18.600

5.4 Khuyến nghị đầu tư

Trước mắt, năm tài chính 2018 là năm thử thách của TTC-BH. Công ty còn gặp nhiều khó khăn, giá bán giảm, chi phí đầu vào chưa giảm ngay ảnh hưởng xấu đến biên lợi nhuận. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá, mảng đường thô thuận lợi và những biện pháp cải thiện với mảng đường từ mía sẽ giúp TTC-BH từ từ đứng dậy trong tương lai từ 2-3 năm tiếp theo. Với phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp FCFF, chúng tôi định giá giá trị nội tại mỗi cổ phiếu là **30.000đ/cp**. Với giá thị trường đóng cửa tại ngày 11/01/2018 là **24.350đ/cp**, giá trị định giá cao hơn giá thị trường 23%, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SBT.

Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh-tài chính của doanh nghiệp, vui lòng tham khảo phần Báo cáo chi tiết phía dưới.

MỤC LỤC

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	2
1.1 Sơ lược về doanh nghiệp	2
1.2 Quá trình hình thành và phát triển	2
1.3 Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp	3
1.4 Cơ cấu cổ đông	4
1.4.1 Cơ cấu cổ đông	4
1.4.2 Quá trình tăng vốn	6
1.5 Vị thế doanh nghiệp	8
2. TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH	10
2.1 Doanh thu	10
2.1.1 Năng lực sản xuất và xu hướng mở rộng	10
2.1.2 Tình hình chung của doanh thu trong những năm qua	16
2.1.3 Doanh thu phân loại theo sản phẩm	18
2.1.4 Doanh thu theo thị trường và đánh giá triển vọng	19
2.1.5 Dự báo doanh thu thuần	24
2.2 Lợi nhuận gộp	25
2.2.1 Diễn biến LNG và biên LNG	26
2.2.2 Dự phóng biên LNG	27
2.2.3 Tình hình quản trị vốn lưu động	28
2.2.4 Tài sản cố định và tình hình khấu hao	32
2.3 Lợi nhuận HĐKD	33
2.4 Lợi nhuận trước thuế	35
2.4.1 Tình hình nguồn vốn	36
2.4.2 Khả năng thanh toán lãi vay và nợ gốc vay	38
2.5 Lợi nhuận sau thuế	39
2.6 Tình hình tiền của doanh nghiệp	40
2.7 Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu	43
3. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG	45

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1 Sơ lược về doanh nghiệp

TTC-BH là tên gọi mới của TTCS kể từ ngày 30/11/2017, nó được thay đổi sau quá trình sáp nhập BHS vào tháng 6/2017. TTC-BH là công ty được thành lập năm 1995 với nguồn vốn đầu tư ban đầu là 95 triệu USD, lĩnh vực kinh doanh chính là sản xuất đường. Cơ cấu doanh thu năm tài chính 2017 với hơn 90% từ đường, khoảng 4% từ mật rỉ, 2% từ điện, còn lại đến từ phân bón và doanh thu khác. Trên 90% doanh thu của TTC-BH đến từ bán hàng cho khách hàng công nghiệp, một phần nhỏ doanh thu đến từ mảng bán lẻ. Giai đoạn 5 năm gần đây, từ 2013 đến 2017, tuy doanh thu của công ty có CAGR 17%/năm nhưng lợi nhuận ròng lại tăng trưởng âm với CAGR -9%/năm.

Sau khi sáp nhập BHS, tổng tài sản của TTC-BH tăng lên 19,4 nghìn tỷ đồng, với nguồn vốn chủ sở hữu là 6,9 nghìn tỷ đồng. Thị trường tiêu thụ được mở rộng hơn 100%, thị phần toàn Việt Nam khoảng 30%, tăng gần 20% so với trước sáp nhập. Doanh thu dự kiến năm tài chính 2018 của TTC-BH trên 85% đến từ sản xuất đường, gần như không đổi so với trước khi sáp nhập BHS do cơ cấu doanh thu của 2 doanh nghiệp gần khá tương đồng nhau. Dự kiến khoảng 85% doanh thu đến từ khách hàng công nghiệp, phần còn lại từ mảng bán lẻ, tăng tỷ trọng bán lẻ do doanh thu từ mảng bán lẻ của BHS trước đây cao hơn TTC-BH, chiếm khoảng 20%. Địa bàn hoạt động chính, đem lại 80% doanh thu của TTC-BH vẫn là miền Nam. Doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất năm tài chính 2018 ước tính lần lượt khoảng 9.400 tỷ và 640 tỷ.

Chiến lược hiện nay của TTC-BH là tập trung mọi nguồn lực vào phát triển hoạt động kinh doanh chính. Song song với đó là giải quyết các vấn đề liên quan đến vùng nguyên liệu cho nhà máy đường nhằm hạ giá thành sản xuất.

1.2 Quá trình hình thành và phát triển

Qua hơn 20 năm hoạt động, ngày nay, TTC-BH đã trở thành công ty sản xuất đường lớn nhất Việt Nam. Từ nhà máy với công suất thiết kế 8.000 TMN (tấn mía/ngày), TTC-BH đã nâng tổng công suất thiết kế toàn hệ thống lên 48.600 TMN. Có được quy mô như ngày nay, ngoài việc mở rộng trên nhà máy cũ, TTC-BH đã tiến hành các thương vụ sáp nhập với các doanh nghiệp cùng ngành.

2006-2010: Giai đoạn ổn định sản xuất

Năm 2007, TTC-BH chuyển đổi hình thức Doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài thành Công ty cổ phần với vốn điều lệ 1.419 tỷ đồng (+35% so với năm 1995). Sau đó 1 năm, công ty niêm yết 44.824.172 cổ phiếu SBT trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, chiếm 32% tổng số cổ phiếu phát hành. Năm 2010, tập đoàn Bourbon thoái vốn, chuyển nhượng toàn bộ 24,5% cổ phần cho Công ty Đầu tư Thành Thành Công.

Công ty hoạt động với nhà máy công suất 8.000 TMN, không thay đổi từ khi mới thành lập, sản xuất ra khoảng 50-60 tấn đường RE/năm. Năm 2009, công ty triển khai dự án khu công nghiệp sinh thái đầu tiên tại Việt Nam mang tên “Vườn công nghiệp Bourbon An Hòa”.

Giai đoạn này, quy mô doanh thu tăng từ 680 tỷ lên 1.105 tỷ, tăng bình quân 13%/năm. Lợi nhuận ròng từ 193 tỷ lên 345 tỷ, tăng bình quân 16%/năm.

2011-2014: Liên tục nâng công suất nhà máy

Năm 2013, TTC-BH phát hành 6.574.200 cổ phiếu ESOP và tăng vốn điều lệ lên 1.485 tỷ đồng (+5% so với năm 2007). Đổi tên từ Công ty Cổ phần Bourbon Tây Ninh sang Công ty Cổ phần Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh.

Năm 2011, lần đầu tiên trong suốt 16 năm hoạt động, công ty nâng cấp công suất ép mía từ 8.000 TMN lên 9.000 TMN, tăng 13%. Năm 2012, tiếp tục nâng công suất ép từ 9.000 TMN lên 9.800 TMN, tăng 9%. Bên cạnh đó, từ tháng 12/2012, công ty hoàn thành dự án Affinage, đưa đường thô vào luyện đường RE.

Doanh thu giai đoạn này khá ổn định, duy trì quanh mức 2.000 tỷ/năm, tăng 86% so với giai đoạn 2006-2010. Lợi nhuận ròng giảm mạnh, từ 553 tỷ xuống còn 121 tỷ, giảm bình quân 78%/năm do khó khăn chung của ngành, giá đường giảm sâu.

2015-2017: Liên tục mở rộng quy mô bằng M&A

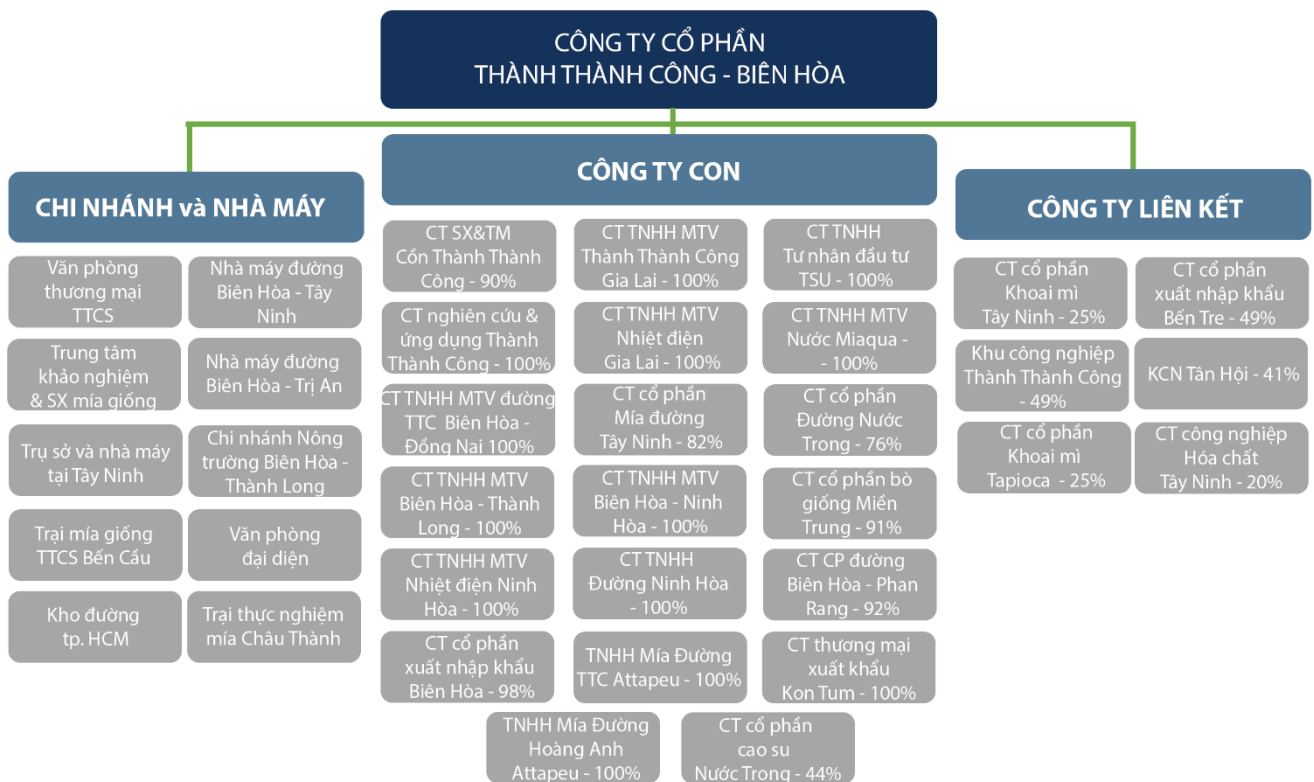
Năm 2015, TTC-BH phát hành 37.142.739 cổ phiếu để sáp nhập SEC, nâng vốn điều lệ lên 1.856 tỷ đồng. Năm 2016, TTC-BH lần lượt phát hành thêm 9.118.675 cổ phiếu ESOP, nâng vốn điều lệ lên 1.948 tỷ đồng và phát hành 58.427.235 cổ phiếu tạm ứng cổ tức, tăng vốn từ nguồn vốn CSH, nâng vốn điều lệ lên 2.532 tỷ đồng. Sau 2 đợt phát hành, vốn điều lệ đã tăng 1.047 tỷ, tương ứng tăng 71% so với năm 2013. Sang năm 2017, TTC-BH tiếp tục sáp nhập BHS theo hình thức phát hành thêm cổ phần để hoán đổi, vốn điều lệ sau sáp nhập lên 5.570 tỷ đồng, tăng gần 120% so với thời điểm trước đó 1 năm.

Về quy mô hoạt động, sau khi TTC-BH sáp nhập SEC năm 2015, tổng công suất nâng lên 15.800 TMN, tăng 61% so với năm 2012. Sang năm 2017, công ty tiếp tục sáp nhập BHS, tổng công suất nâng lên 48.600 TMN, tăng 208% so với năm trước đó.

Doanh thu giai đoạn này tăng trưởng mạnh mẽ, từ 2.000 tỷ lên 4.500 tỷ, tăng bình quân 48%/năm. Lợi nhuận ròng tăng từ 188 tỷ lên 340 tỷ, tăng bình quân 34%/năm. Sau sáp nhập với BHS, doanh thu theo kế hoạch của TTC-BH năm tài chính 2018 đạt 9.900 tỷ, gấp đôi so với 2017.

1.3 Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

Sơ đồ tổ chức của TTC-BH tại thời điểm 30/09/2017



Nguồn: FPTs Research

Cơ cấu tổ chức của TTC-BH khá phức tạp, nhiều công ty con và công ty liên kết, công ty đang lên kế hoạch để thu gọn các bộ phận để tránh hoạt động chồng chéo. Hầu hết các công ty này đều liên quan đến hoạt động kinh doanh chính của công ty, giúp doanh nghiệp hoàn thiện được chuỗi giá trị, tuy nhiên việc đầu tư vào nhiều công ty cùng ngành cũng đem lại rủi ro cho doanh nghiệp nếu tình hình chung của ngành xấu đi.

TTC-BH hiện sở hữu 9 nhà máy trực thuộc công ty mẹ và các công ty con là TTCS, TTC - Gia Lai, Biên Hòa – Tây Ninh, Biên Hòa – Trại An và Biên Hòa – Đồng Nai; Biên Hòa - Phan Rang; Biên Hòa - Ninh Hòa và TTC Attapeu. Ngoài ra, công ty còn sở hữu 5 nông trường mía: Nông trường Bến Cầu, nông trường Tân Hưng, nông trường Biên Giới, nông trường Svaytiap và nông trường Biên Hòa - Thành Long. Phần lớn các nhà máy chính của TTC-BH nằm gần khu vực kinh tế trọng điểm phía nam Bình Dương - HCM - Đồng Nai, đây là những thị trường tiêu thụ lớn, nơi có nhiều doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, nước uống giúp vận chuyển thuận lợi, tiết kiệm chi phí.

Bên cạnh đó, TTC-BH còn sở hữu các công ty liên quan xung quanh hoạt động chế biến và kinh doanh đường giúp công ty chuyên môn hóa trong từng khâu của chuỗi giá trị. CTCP nghiên cứu và ứng dụng TTC phụ trách nghiên cứu và kỹ thuật chăm sóc mía. Các công ty liên quan đến sản xuất phụ phẩm như Công ty TNHH MTV Nước Míaqua (sản xuất nước hương mía đóng chai), Công ty SX&TM Cồn TTC. Các công ty có chức năng thương mại, phân phối phục vụ riêng cho hoạt động bán hàng như: Công ty CPTM xuất nhập khẩu Biên Hòa (là trung tâm kinh doanh tất cả các sản phẩm của TTC-BH, cung cấp hoạt động dịch vụ vận tải hàng hóa, cho thuê kho bãi), Công ty TNHH Tư nhân Đầu tư TSU phục vụ cho hoạt động xuất khẩu đường.

Ngoài ra, TTC-BH cũng sở hữu một số công ty ngoài ngành khác. Công ty đang lên kế hoạch cơ cấu lại các khoản đầu tư ngoài ngành này để tập trung nguồn lực phát triển lĩnh vực kinh doanh chính cũng như điều hành của ban lãnh đạo. Trước mắt, dự kiến từ tháng 9/2017-30/06/2018, công ty quyết định bán hết vốn tương ứng với 49% cổ phần tại CTCP KCN Thành Thành Công.

1.4 Cơ cấu cổ đông

1.4.1 Cơ cấu cổ đông



Nguồn: FPTIS Research

Trong cơ cấu cổ đông của TTC-BH, hai cổ đông lớn nhất là CTCP Đầu Tư Thành Thành Công và CTCP Global Mind Việt Nam (quá khứ là Công ty TNHH Thương mại Đầu Tư Thuận Thiên) sở hữu khoảng 41-48% (hai công ty này đều thuộc Tập đoàn Thành Thành Công-TTC Group). Tiếp theo là quỹ Market Vectors ETF Trust-Market Vectors-Vietnam ETF, quỹ này chính thức trở thành cổ đông lớn của TTC-BH từ tháng 3/2016. Cuối tháng 6/2016, trong 54% cổ phần còn lại, cổ đông nội bộ chiếm khoảng 6%, còn khoảng 47% được lưu hành tự do. Ngoài ra, tổng công ty mía đường II-CTCP cũng từng là cổ đông lớn đại diện phần vốn nhà nước vào hồi tháng 5/2017.

Tính đến giữa tháng 9/2017, sau khi TTC-BH phát hành hơn 300 triệu cổ phiếu để hoán đổi với BHS thì cơ cấu cổ đông của TTC-BH có một số thay đổi. Hai cổ đông lớn nhất là CTCP Đầu Tư Thành Thành Công và CTCP Global Mind Việt Nam sở hữu 32%, bà Đặng Huỳnh Ước My tăng sở hữu lên 5% nhờ vào sở hữu cổ phiếu BHS hoán đổi và trở thành cổ đông lớn thứ 3, trong khi quỹ Market Vectors ETF Trust-Market Vectors-Vietnam ETF do không nắm giữ cổ phiếu BHS nên bị pha loãng số cổ phiếu và không còn là cổ đông lớn của công ty. Tính tại thời điểm 14/09/2017, số lượng cổ phiếu của TTC-BH không thuộc cổ đông lớn và quỹ ETF chiếm 61% số cổ phần.

Hiện nay, room tối đa của TTC-BH cho cổ đông nước ngoài là 49%. Cổ đông nước ngoài đang nắm giữ khoảng 10%. TTC-BH đang có kế hoạch sửa đổi điều lệ để nới room ngoại lên 100%, thu hút thêm các nhà đầu tư nước ngoài.

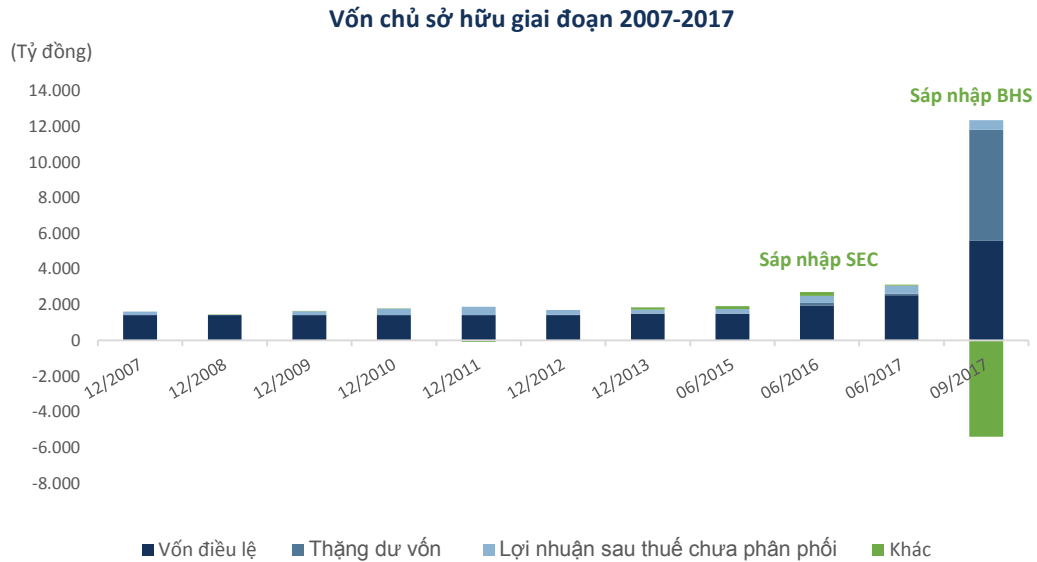
TTC Group hiện là cổ đông lớn nhất của TTC-BH với tên gọi là CTCP Đầu tư Thành Thành Công. Tập đoàn này hoạt động trên 20 lĩnh vực, bao gồm: mía đường (cốt lõi), du lịch, bất động sản (cốt lõi), thương mại, năng lượng... Định hướng cho hoạt động tương lai, Ông Đặng Văn Thành cho biết, sau năm 2020 ngành mũi nhọn của tập đoàn có thể không còn là mía đường. Tập đoàn này đang lên kế hoạch đầu tư vào dự án điện mặt trời. Đây cũng là ngành đang được chính phủ ưu tiên phát triển, chủ trương giảm tối đa nhiệt điện than và phát triển năng lượng tái tạo đến năm 2020. Các dự án này dự kiến bắt đầu khởi công vào quý IV năm 2017, tập đoàn TTC góp 30%, còn lại vay từ ngân hàng và các tổ chức tài chính khác. Như vậy, TTC sẽ cần khoảng 300 triệu USD, nhu cầu vốn rất lớn.

Thời gian gần đây nhóm liên quan đến TTC Group vừa công bố hàng loạt kế hoạch mua vào cổ phiếu SBT. Công ty CP Đầu tư Thành Thành Công và bà Đặng Huỳnh Ước My nhận chuyển nhượng cổ phiếu tăng sở hữu lên lần lượt là 36% và 15%, Công đoàn TTC-BH mua vào 5 triệu cổ phiếu tương đương 1% và kế hoạch mua lại 83,5 triệu cổ phiếu quỹ, tương ứng 15%. Như vậy, nếu các hoạt động này thành công, TTC Group sẽ nâng sở hữu của mình tại TTC-BH đến khoảng 68%. Nếu lượng cổ phiếu quỹ phát hành lại vào TTC Group, tỷ lệ sở hữu còn cao hơn con số này.

Trong năm 2018, TTC-BH lên kế hoạch tăng vốn gần 900 tỷ nhằm mục đích bổ sung vốn lưu động, đầu tư các dự án trung và dài hạn, cơ cấu lại nguồn vốn. Cả hai phương án dưới đây đều có khả năng làm pha loãng lợi ích của cổ đông hiện tại. Theo chúng tôi đánh giá, nhiều khả năng doanh nghiệp sẽ chọn phương án 1, đối tượng phát hành có thể liên quan đến định hướng phát triển của cổ đông lớn TTC Group.

- **Phương án 1:** Phát hành 885.659 trái phiếu chuyển đổi, mệnh giá là 1 triệu đồng/trái phiếu, tương đương với tổng giá trị phát hành 885,66 tỷ đồng. Trái phiếu sẽ được phát hành riêng lẻ cho dưới 100 nhà đầu tư với giá phát hành đúng bằng mệnh giá. Kỳ hạn trái phiếu 2-5 năm; lãi suất tối đa 10%/năm. **Ưu tiên nhà đầu tư trong ngành đường không kể trong hay ngoài nước.** Quyền chuyển đổi có hiệu lực sau 2 năm kể từ ngày trái phiếu được phát hành, cổ phần được chuyển nhượng tự do. Giá chuyển đổi được quyết định tại thời điểm chuyển đổi không thấp hơn giá cổ phiếu tại thời điểm chào bán hoặc giá ghi sổ gần nhất.
- **Phương án 2:** Phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ thông qua chào bán riêng lẻ. TTC-BH dự kiến phát hành tối đa 88,5 triệu CP cho dưới 100 nhà đầu tư. Giá chào bán sẽ được tham khảo giá thị trường nhưng không thấp hơn 80% thị giá bình quân 20 phiên liền kề trước thời điểm phát hành và không thấp hơn giá trị sổ sách.

1.4.2 Quá trình tăng vốn



Nguồn: BCTC, FPTC Research

10 năm trở lại đây, quy mô vốn chủ sở hữu của TTC-BH tăng 93% từ 1.611 tỷ lên 3.113 tỷ. Sự gia tăng này chủ yếu đến từ việc gia tăng vốn điều lệ, đặc biệt là hai lần phát hành để hoán đổi cổ phiếu với SEC (phát hành 37,1 triệu CP SBT) và BHS (phát hành 303,8 triệu CP SBT) lần lượt vào T9.2015 và T9.2017. Bên cạnh đó, vốn chủ sở hữu cũng tăng đáng kể nhờ lợi nhuận giữ lại.

Bảng liên dưới đây thống kê các hoạt động liên quan đến việc thay đổi lượng cổ phiếu đang lưu hành, ảnh hưởng đến giá trị khoản đầu tư của cổ đông SBT từ khi lên sàn đến nay. Nhìn vào SLCP cơ bản (điều chỉnh qua các lần thay đổi quyền lợi của cổ đông phổ thông hiện hữu, không tính các lần chia tách, gộp, thưởng cổ phiếu không làm thay đổi quyền lợi của cổ đông phổ thông hiện hữu) ngày càng gia tăng từ 142 triệu CP lên 428 triệu cổ phiếu (+3,02 lần), tức 1 cổ phiếu khi bắt đầu niêm yết chỉ tương ứng với 0,33 cổ phiếu ở thời điểm hiện tại. Nguyên nhân chủ yếu do 2 đợt phát hành lớn để hoán đổi cổ phiếu với SEC và BHS làm pha loãng số cổ phiếu của cổ đông thường.

Bên cạnh đó, giá trị vốn chủ sở hữu/cổ phiếu (Book value per share-BVPS) có xu hướng tăng từ 10.000 lên 12.316 đồng (+23,16%) với nhiều biến động. Các hoạt động làm pha loãng lớn quyền lợi của cổ đông là 2 đợt công ty phát hành ESOP vào tháng 7/2013 và tháng 7/2016 khiến BVPS giảm hơn 4% mỗi đợt. Các hoạt động khác như mua vào và phát hành lại cổ phiếu quỹ hay phát hành thêm cổ phiếu để hoán đổi với SEC và BHS không làm thay đổi nhiều BVPS.

Thời gian	Nội dung	SLCP đang lưu hành (triệu CP)	VĐL (tỷ đồng)	Vốn góp CSH (tỷ đồng)	Vốn CSH kỳ liên trước (tỷ đồng)	Giá trị Vốn CSH/cp sau thay đổi (BVPS)	Giá trị Vốn CSH kỳ liên trước/cp	+/- quyền lợi CDHH	SLCP cơ bản (triệu CP)
T2.2008	Bắt đầu niêm yết	142	1.419	1.419	na	10.000,0	na	na	142
T7.2009	Mua cổ phiếu quỹ (CPQ) 673.470, giá trị 5.540.477.288 CP	141	1.419	1.414	1.508	10.636,3	10.623,3	0,1%	141
T5.2011	Niêm yết bổ sung: số lượng cổ phiếu của cổ đông nước ngoài (chưa niêm yết) đã chuyển nhượng cho cổ đông trong nước, 97.081.628 CP	141	1.419	1.414	1.832	12.974,0	12.974,0	na	141
2011	T 07.2011, mua CPQ 4.000.000, T10.2011, mua CPQ 6.000.000 CP. Tổng giá trị 125.149.958.207đ	131	1.419	1.289	1.815	12.876,0	12.850,5	0,2%	131
T2.2012	Mua CPQ, 3.326.530 CP, giá bình quân 12.980đ/CP	128	1.419	1.245	1.787	13.630,7	13.614,3	0,1%	128

T1.2013	Bán CPQ, 5.104.970 CP, giá bán bình quân 14.827đ/CP	133	1.419	1.321	1.719	13.495,1	13.442,0	0,4%	133
T4.2013	Bán CPQ, 419.640 CP, giá bình quân 14.880 đ/CP	133	1.419	1.327	1.778	13.370,2	13.365,4	0,036%	133
T7.2013	Cổ phiếu phát hành theo chương trình lựa chọn cho người lao động 6.574.200 CP, giá 0 đồng	140	1.485	1.327	1.653	11.841,3	12.387,5	-4,4%	140
T11.2013	Bán CPQ, 3.481.550 CP, giá bán bình quân 12.594đ/CP	143	1.485	1.371	1.761	12.615,4	12.615,9	-0,004%	143
T9.2015	Bán CPQ nhằm bổ sung vốn lưu động cho Công ty, 1.725.000 CP, giá 14.100đ	145	1.485	1.395	1.922	13.439,4	13.431,4	0,1%	145
T9.2015	Phát hành cổ phiếu để hoán đổi cổ phiếu của Công ty Cổ phần Mía đường Nhiệt điện Gia Lai (SEC). Tỷ lệ hoán đổi là 1,05 cổ phiếu SEC đổi 1 cổ phiếu SBT 37.142.739 CP	182	1.856	1.884	1.922	13.247,7	13.271,4	-0,2%	182
T7.2016	Phát hành cổ phiếu theo chương trình lựa chọn dành cho người lao động công ty. Niêm yết bổ sung ngày 26/7/2016. 9.118.675 CP. Giá 0 đồng	191	1.948	1.884	2.702	14.144,8	14.853,7	-4,8%	191
T8.2016	Bán CPQ, 3.268.840 CP; giá giao dịch bình quân 32.812đ/cp	194	1.948	1.991	2.702	14.458,8	14.144,8	2,2%	194
T11.2016	Niêm yết bổ sung cổ phiếu phát hành phát hành trả cổ tức 6%, 11.685.662 CP. Phát hành cổ phiếu tăng vốn cổ phần từ nguồn vốn chủ sở hữu cho cổ đông hiện hữu 24%. 46.742.647 CP từ nguồn VCSH	253	2.532	1.991	2.879	11.388,8	14.813,1	na	194
T9.2017	Phát hành cổ phiếu hoán đổi BHS, 303.830.405 CP	557	5.570	5.737	3.110	12.316,3	12.303,9	0,1%	428

Nguồn: FPTs Research

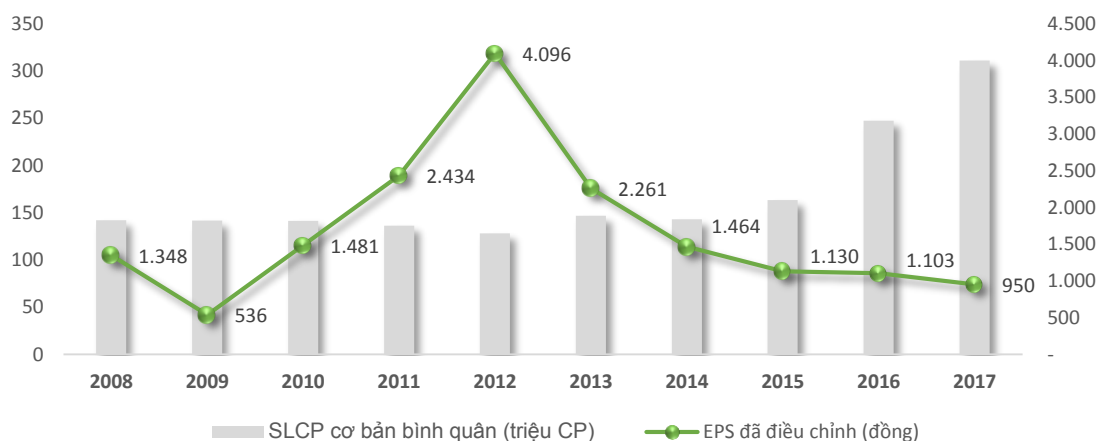
Để thấy rõ hơn khả năng sinh lời trên mỗi cổ phiếu mà cổ đông đầu tư vào SBT, bảng dưới đây tính toán EPS theo số lượng cổ phiếu cơ bản bình quân:

Năm tài chính	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SLCP cơ bản bình quân (triệu CP)	142	142	141	136	128	147	143	163	247	311
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thường (tỷ đồng)	191	76	209	332	524	332	209	185	273	296
EPS đã điều chỉnh (đồng)	1.348	536	1.481	2.434	4.096	2.261	1.464	1.130	1.103	950

Lưu ý: Lợi nhuận thuộc về cổ đông thường đã loại bỏ quỹ khen thưởng phúc lợi

EPS trên đã bỏ qua các yếu tố chia tách, gộp cổ phiếu nhằm mục đích so sánh lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu thuộc về cổ đông qua các năm. Qua bảng trên cho thấy, EPS mà SBT tạo ra được trên một cổ phiếu từ năm 2008 đến 2012 có xu hướng tăng, từ 2012 đến 2017 có xu hướng giảm lại.

Giá trị EPS tính toán lại giai đoạn 2008 - 2017



Nguồn: BCTC, FPT Research

Vừa qua, TTC-BH đã trình ĐHCĐ và được thông qua kế hoạch tăng vốn gần 900 tỷ nhằm mục đích bổ sung vốn lưu động, đầu tư các dự án trung và dài hạn, cơ cấu lại nguồn vốn. Thông qua một trong hai phương án phát hành trái phiếu chuyển đổi hoặc cổ phiếu riêng lẻ, dự kiến thực hiện trong năm 2018. Cả hai phương án đều có khả năng làm pha loãng lợi ích của cổ đông hiện tại.

1.5 Vị thế doanh nghiệp

Về quy mô

	TTC-BH	QNS	LSS	SLS	KTS	S33
Công suất (TMN)	48.600	14.000	13.500	4.500	2.000	3.500
Diện tích vùng nguyên liệu (ha)	55.000	24.314	18.328	7.000	3.215	6.076
Sản lượng đường (tấn)	550.000	130.000	85.000	37.000	12.000	25.000
Thị phần sản lượng đường	45%	11%	7%	3%	1%	2%
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.391	13.605	805	1.399	176	208
Doanh thu (tỷ đồng)	9.900	1.850	2.376	538	295	365
Tổng tài sản (tỷ đồng)	19.390	6.767	2.451	992	315	555
VCSH (tỷ đồng)	6.854	4.241	1.600	393	146	260

Nguồn: FPT Research

Các chỉ tiêu trên BCĐKT lấy tại BCTC quý gần nhất, trên KQKD lấy tại BCTC năm gần nhất.

Doanh thu QNS đã tách mảng đường

TTC-BH là công ty sản xuất đường lớn nhất Việt Nam nằm ở khu vực trọng điểm Đông Nam Bộ. Công ty hiện đứng đầu về doanh thu, VCSH, và tổng tài sản so với các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết, đứng thứ 2 về vốn hóa sau QNS. Diện tích mía đạt 55 ngàn ha cho sản lượng khoảng 3,4 triệu tấn mía/năm. Tổng công suất thiết kế 48.600 TMN, sản xuất được khoảng 550 ngàn tấn đường/năm chiếm khoảng 45% tổng sản lượng đường sản xuất từ mía của cả nước niên vụ 2016/2017. Đứng sau là QNS và LSS với sản lượng đường lần lượt khoảng 160 ngàn tấn/năm và 110 ngàn tấn/năm. 3 công ty còn lại là SLS, S33, KTS có quy mô khá nhỏ, sản lượng đường chỉ đạt dưới 50 ngàn tấn/năm.

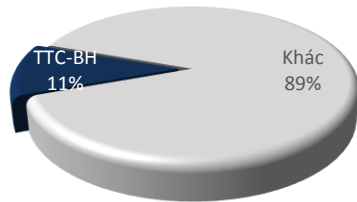
Tuy có quy mô lớn nhưng vùng nguyên liệu của TTC-BH vẫn có nhiều điểm yếu, năng suất và chữ đường chưa cao. Năng suất chỉ đạt bình quân khoảng 65 tấn/ha, thấp hơn vùng nguyên liệu của QNS (An Khê 70 tấn/ha) và SLS (69 tấn/ha). Chữ đường bình quân đạt 9,3 CCS, cũng thấp hơn so với bình quân cả nước (9,7 CCS). Nguyên nhân chủ yếu do điều kiện tự nhiên và canh tác chưa hiệu quả. Hiện nay công ty đang nỗ lực cải thiện yếu điểm này, nếu tăng được chữ đường sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí mía nguyên liệu thông qua tăng tỷ lệ thu hồi trong mía.

Như đã phân tích trong [Báo cáo ngành đường - FPT Research](#), từ năm 2018, hiệp định ATIGA quy định bỏ hạn ngạch, áp dụng thuế xuất nhập khẩu 5% cho tất cả mặt hàng đường trong khối ASEAN, thay cho thuế 5% trong hạn ngạch và 80% ngoài hạn ngạch như năm 2017. Thái Lan – nước xuất khẩu đường lớn thứ 2 thế giới sẽ cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp nội địa tại thị trường Việt Nam. Như vậy, thị trường cạnh tranh không chỉ giữa các nhà máy trong nước mà còn với các nhà máy đường trong khu vực. Quy mô của TTC-BH còn khá khiêm tốn (48.600 TMN) khi so sánh với các Công ty sản xuất và kinh doanh đường trong khu vực, như tập đoàn Mitr Phol của Thái Lan (có 5 nhà máy với tổng công suất ép 130.500 TMN), kể đó là Tập đoàn Thai Roong Ruang (có 7 nhà máy với tổng công suất ép 121.800 TMN). Do đó, các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước sẽ gặp nhiều bất lợi về cạnh tranh theo quy mô và giá thành.

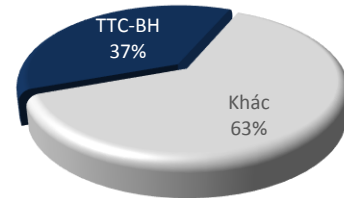
Về sản phẩm

Kết thúc vụ 2016/2017, sản lượng đường sản xuất từ mía cả nước là 1.239 ngàn tấn, trong đó, sản lượng đường tinh luyện (RE) 411,3 ngàn tấn, chiếm 33,1%; đường trắng (RS) 683,7 ngàn tấn, chiếm 55,1%; đường thô/vàng 144 ngàn tấn, chiếm 11,8% (đường RE có chất lượng cao hơn RS). TTC-BH chiếm khoảng 11% thị trường tiêu thụ đường cả nước nói chung (27% thị phần đường ở miền Nam, 23% ở miền Trung - Tây Nguyên) và 37% thị trường đường RE nói riêng.

**Thị phần tiêu thụ đường cả nước
2016/2017 (trước sáp nhập)**



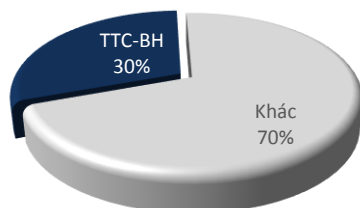
**Thị phần đường tinh luyện RE cả
nước 2017 (trước sáp nhập)**



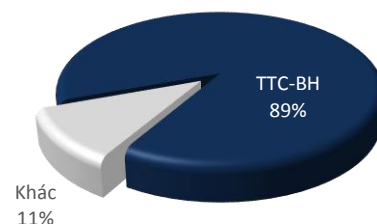
Nguồn: VSSA, FPTs Research

Sau sáp với BHS, TTC-BH sản xuất được khoảng 370 ngàn tấn đường RE và 70 ngàn tấn đường RS (dựa trên số liệu niên vụ 2016/2017, gộp từ cả BHS). Sản phẩm chủ lực của công ty là đường RE, chiếm khoảng 90% sản lượng đường RE cả nước, trong khi vụ trước chỉ chiếm 60% (tính cả BHS), do sản lượng đường tinh luyện cả nước vụ này giảm gần 50% so với vụ trước. Riêng về kênh bán lẻ, công ty chiếm hơn 22% thị phần. Mức độ cạnh tranh đường tinh luyện trong nước không cao, do yêu cầu về đầu tư máy móc, kỹ thuật. Hiện cả nước có 4 đơn vị chính sản xuất đường RE là TTC-BH, LSS, công ty cổ phần NIVL và công ty TNHH Công nghiệp KCP Việt Nam (100% vốn của Ấn Độ, nhà máy đặt tại Phú Yên với công suất 5.000 TMN). Bên cạnh đó, đường RE chủ yếu cung cấp cho khách hàng công nghiệp sản xuất nước uống, sữa nên giá ít biến động, giúp cho các doanh nghiệp này có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp chỉ sản xuất đường RS (RS tiêu thụ cả kênh bán buôn cho khách hàng doanh nghiệp sản xuất bánh, kẹo, mứt và bán lẻ cho tiêu dùng trực tiếp). Tiếp tục M&A là chiến lược của TTC-BH, đặc biệt là xu hướng M&A với các doanh nghiệp có khả năng luyện đường RE lớn.

**Thị phần tiêu thụ đường cả nước
2016/2017 (sau sáp nhập)**



**Thị phần sản xuất đường tinh luyện
RE cả nước 2016/2017 (sau sáp nhập)**



Nguồn: VSSA, FPTs Research

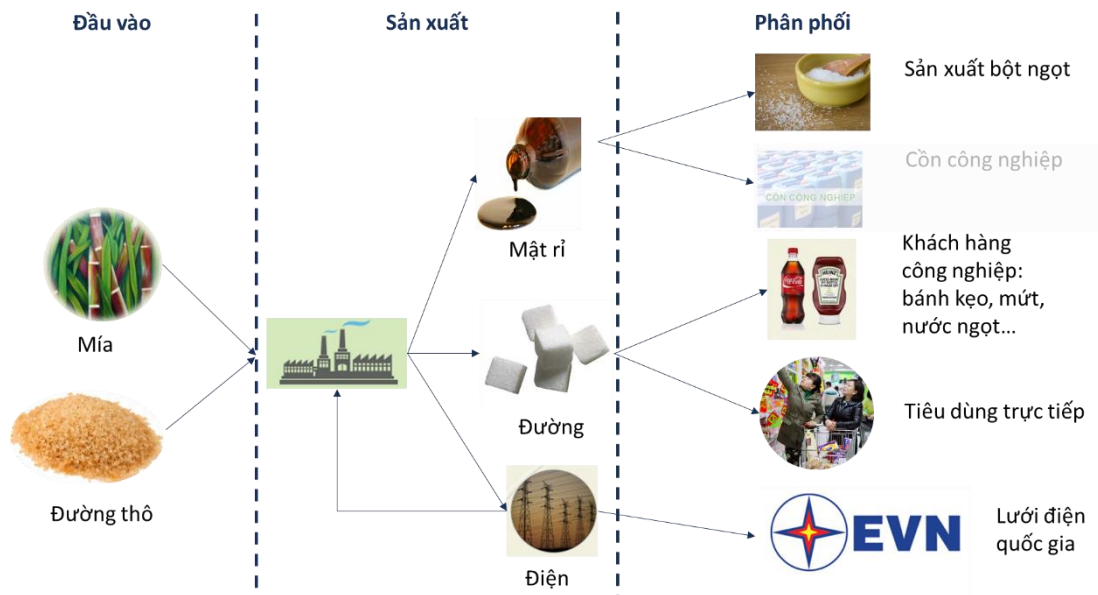
Về công nghệ

Chi phí đầu tư dây chuyền luyện đường tinh luyện RE lớn nên rất ít nhà máy đường trong nước đầu tư công nghệ này, chủ yếu sử dụng máy cũ từ Trung Quốc hoặc gần đây một số nhà máy thay bằng công nghệ Ấn Độ. Điều này giải thích việc các nhà máy đường trong nước chủ yếu sản xuất đường thô hoặc lên RS từ mía.

2. TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

2.1 Doanh thu

2.1.1 Năng lực sản xuất và xu hướng mở rộng



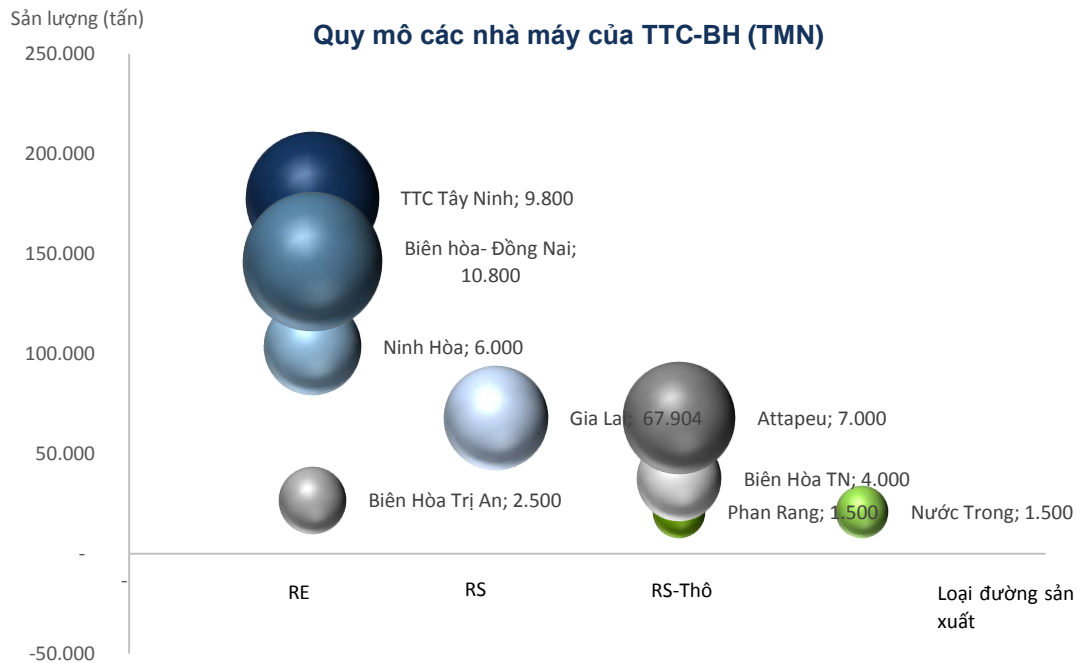
TTC-BH sản xuất đường từ mía và đường thô, chi phí 2 nguyên liệu quan trọng này chiếm hơn 80% giá vốn. Việc mở rộng quy mô, tăng trưởng doanh thu của công ty đặc biệt gắn liền với khả năng mở rộng vùng nguyên liệu và biên lợi nhuận của đường thô (liên quan đến giá đường thô).

- Công ty có 2 nguồn mía nguyên liệu từ vùng nguyên liệu từ nông dân và cánh đồng tự chủ. Công ty luôn cố gắng duy trì vùng nguyên liệu ổn định để đảm bảo sản xuất. Tuy nhiên, vùng nguyên liệu từ nông dân thường biến động và hiệu quả canh tác chưa cao nên song song đó, công ty cũng xem xét lợi ích đầu tư để mở rộng cánh đồng tự chủ.
- Đối với nguyên liệu đường thô, những năm từ 2017 trở về trước, TTC-BH so sánh giữa chi phí đường thô trong nước và nhập khẩu, cân đối với lợi nhuận để quyết định nguồn và số lượng đường thô đưa vào luyện. Từ 2018 trở đi, nguồn đường thô nhập khẩu giá rẻ sẽ giúp công ty mở rộng mảng chế luyện này.

Bên cạnh máy móc - trang thiết bị, mở rộng vùng nguyên liệu cũng là một hình thức đầu tư tài sản dài hạn nhằm mục đích tăng trưởng của doanh nghiệp.

2.1.1.1 Sản xuất đường từ mía

Vụ trồng mía chính của Đông Nam Bộ và Gia Lai vào cuối mùa mưa từ tháng 10 đến 12. Như vậy, với tuổi mía bình quân 12 tháng, các nhà máy đường của TTC-BH sẽ vào vụ sản xuất từ tháng 10 đến tháng 4,5 năm sau. Tất cả sản lượng đường sản xuất được trong 6 tháng này sẽ sử dụng cho tiêu thụ cả năm.



Nguồn: FPTs Research

TTC-BH hiện đang sở hữu 9 nhà máy đường, cùng với vùng nguyên liệu rộng 55.000 ha: thuộc TTCS 14.000 ha, TTC-Gia Lai 11.000 ha, Biên Hòa - Ninh Hòa: gồm 9.000 ha tại Khánh Hòa (cách nhà máy 25km, chiếm 70% sản lượng mía cho nhà máy này) và 3.000 ha tại Đắk Lắk (cách nhà máy 70 km, chiếm 30% sản lượng mía cho nhà máy này), Lào khoảng 6.000 ha, Biên Hòa - Tây Ninh gần 4.000 ha và diện tích khác thuộc các nhà máy nhỏ còn lại.

Năng lực sản xuất đường từ mía tăng dần qua các năm

Tên nhà máy	Sản lượng mía						Sản lượng đường					
	1999-00	2005-06	2010-11	2015-16	2016-17	KH 2017-18	1999-00	2005-06	2010-11	2015-16	2016-17	KH 2017-18
Cả nước	8.854	8.500	12.471	12.930	13.206	15.174	764	754	1.150	1.237	1.239	1.418
Tổng TTC	1.829	1.336	2.567	2.839	3.136	3.289	145	124	225	265	289	315
Tỷ trọng	21%	16%	21%	22%	24%	22%	19%	16%	20%	21%	23%	22%
Ninh Hoà	220	91	395	597	669	669	20	10	39	59	72	72
Gia Lai	200	92	291	365	631	700	19	8	25	31	61	68
Phan Rang	61	36	109	185	188	190	6	3	9	16	17	18
BH- Trị An	132		204	238	229	231	8		17	23	19	20
BH- Tây Ninh	327	315	430	341	363	380	33	29	35	31	31	34
TTC- Tây Ninh	723	648	920	913	937	1.000	50	61	82	86	78	91
Nước Trong	166	155	218	201	119	119	10	13	19	19	11	11

Nguồn: VSSA

Kết quả sản xuất đường từ mía vụ 2016/2017 và kế hoạch 2017/2018

Tên nhà máy	Kết quả sản xuất vụ 2016-2017						Kế hoạch sản xuất vụ 2017-2018					
	Diện tích có HĐ (ha)	Năng suất (T/ha)	Chữ đường (CCS)	Công suất TK (TMN)	Sản lượng mía ép (T)	Sản lượng đường (T)	Diện tích có HĐ (ha)	Năng suất (T/ha)	Chữ đường (CCS)	Công suất TK (TMN)	Sản lượng mía ép (T)	Sản lượng đường (T)
Cả nước	218.682	63	9,7	153.750	13.206.000	1.239.000	248.930	66	10,0	159.400	15.174.460	1.417.510
Ninh Hòa	12.000	54	9,5	5.200	669.180	71.510	12.000	56	9,7	5.200	NA	NA
Gia Lai	10.000	64	9,6	6.000	631.170	61.080	11.000	66	9,7	6.000	700.000	67.900
Phan Rang	3.100	51	9,7	1.500	188.100	17.000	3.200	55	10,0	1.500	190.000	18.000
Biên Hòa Trị An	1.633	60	8,3	2.500	229.140	19.040	1.720	60	8,7	2.500	230.540	20.090

Biên Hòa TN	3.874	65	9,0	4.000	362.920	30.700	4.000	67	9,2	4.000	380.000	34.300
TTC Tây Ninh	10.886	72	9,0	9.800	936.870	78.180	13.200	75	9,0	9.800	1.000.000	91.430
Nước Trong	2.667	88	9,0	1.500	118.890	11.400	3.200	90	9,3	1.500	118.890	11.400

Nguồn: VSSA

Bảng trên ghi nhận diện tích mía với nông dân có hợp đồng, con số thực tế có thể cao hơn do chưa tính đến diện tích chưa có hợp đồng và diện tích tự chủ của doanh nghiệp. Chưa có NM Attapeu.

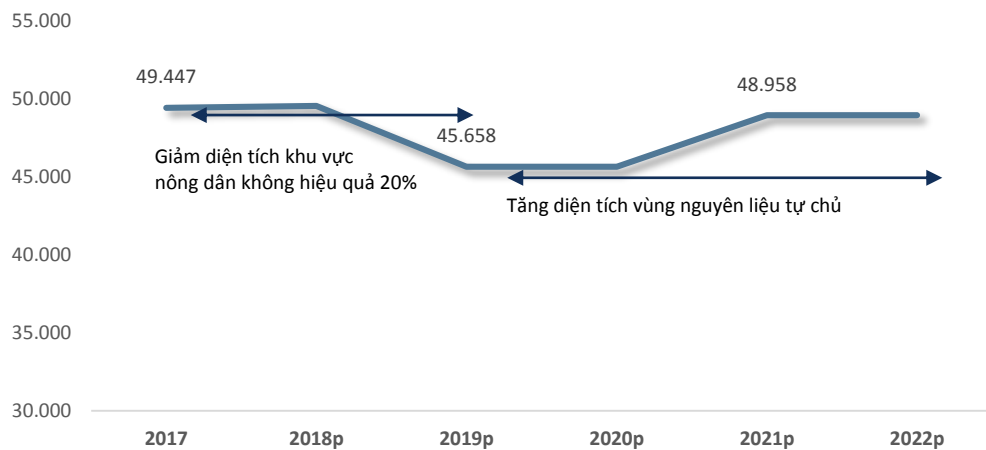
Nếu muốn giảm giá thành mía, công ty phải cải thiện được chất lượng và năng suất vùng nguyên liệu. Cùng với diện tích mía giảm trên cả nước, diện tích mía từ nông dân của TTC-BH cũng giảm 3 năm gần đây. Vụ 2014/2015, diện tích mía giảm do giá đường và giá mía giảm mạnh, mía bị cạnh tranh bởi các cây trồng khác. Sang vụ 2015/2016, thời tiết bất lợi khiến diện tích mía tiếp tục bị thu hẹp. Vụ 2016/2017 vừa qua, TTC-BH chủ động sàng lọc nông dân canh tác không hiệu quả, mức độ cạnh tranh lợi ích kinh tế giữa cây mía với các cây trồng khác ngày càng cao đã làm giảm diện tích vùng mía nguyên liệu của doanh nghiệp. Xu hướng giảm này sẽ tiếp tục tiếp diễn trong tương lai. Năng suất vùng diện tích mía của nông dân hiện nay đạt bình quân khoảng 65 tấn/ha, chữ đường bình quân 9,3 CCS. Chúng tôi nhận định, sau khi sàng lọc, diện tích còn lại sẽ cải thiện được năng suất và chất lượng mía nhờ vào những nỗ lực của công ty và sự hợp tác của nông dân. Công ty phát triển vùng nguyên liệu cùng với nông dân bằng cách: hỗ trợ canh tác, bao tiêu, vay vốn, mua máy móc giúp dân (TTC-BH có lợi thế diện tích mía nằm ở những vùng đất bằng, đất thoải như Tây Nguyên, Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ có thể đưa cơ giới hóa vào), bón phân, hỗ trợ chi phí sản xuất, giảm chi phí vận chuyển.

TTC-BH tính bài toán hiệu quả cho nông dân dựa trên mức sinh lời/1 ha để đưa ra giá mua mía nhằm ổn định được vùng nguyên liệu. Hiện nay, vì chất lượng và năng suất mía của nông dân còn thấp, chưa kể chi phí canh tác, thu hoạch thủ công còn cao (giá tới nhà máy đã bao gồm vận chuyển của TTC-BH cho mía 10 CCS là 1,1 triệu/tấn, trong khi chi phí của nông dân thu hoạch, chặt mía đã 3-4 trăm nghìn đồng), nên năm 2018 trước mắt, công ty có giảm giá mua mía nhưng sẽ không nhiều.



Đồng thời, công ty đang tăng diện tích đất thuê để tạo cánh đồng mía lớn với sự ủng hộ của chính quyền địa phương. Từng bước đưa cơ giới hóa vào ruộng mía từ đó giảm giá thành sản xuất. Theo ước tính, hiện TTCS có tổng 2.500 ha cánh đồng lớn (chiếm 10% tổng diện tích vùng nguyên liệu TTCS), trong đó 1.000 ha của doanh nghiệp, 1.500 hợp đồng hợp tác dài hạn với nông dân, BHS có khoảng 1.100 ha tại nông trường Biên Hòa - Thành Long (chiếm 5% tổng diện tích vùng nguyên liệu BHS). Vụ 2017/2018 BHS tiếp tục đầu tư 867 ha mía thuộc sở hữu của doanh nghiệp tại Tây Ninh. Dựa trên kế hoạch 5 năm của TTC-BH đến 2020, chúng tôi ước tính diện tích tự chủ TTCS và BHS tiếp tục tăng lần lượt 2.000 ha và 6.000 ha. Diện tích mỗi cánh đồng từ 50-200 ha, năng suất có thể đạt tới 90 tấn/ha và chữ đường khoảng 9,5 CCS, chi phí sản xuất mía thấp hơn 50% so với mua mía từ nông dân.

Dựa vào những phân tích trên, chúng tôi giả định diện tích mía TTC-BH giảm 20% so với hiện tại từ vụ 2018/2019 (vì hợp đồng trồng mía với nông dân kéo dài từ 1-2 năm, chưa thể giảm ngay trong vụ 2017/2018), từ sau vụ 2019/2020 diện tích mía vùng tự chủ bắt đầu tăng.

Diện tích vùng nguyên liệu TTC-BH (ha)


Nguồn: FPT S Research

Từ đó, năng suất bình quân toàn hệ thống tăng dần sau năm tài chính 2020 đạt 78 tấn/ha (+10 tấn/ha so với 2017), chữ đường bình quân đạt 9,8 CCS (+0,4 CCS so với 2017). Giảm được giá mía đầu vào giúp chi phí sản xuất đường bình quân hiện này là 13.700/kg xuống còn 10.000/kg trong năm 2020, đảm bảo cạnh tranh với đường Thái Lan.

	2017	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Giá mía bình quân (đồng/kg)	1.100.000	1.000.000	900.000	850.000	750.000	750.000

Nguồn: FPT S Research

Một trong những diện tích tự chủ lớn của TTC-BH là vùng nguyên liệu thuộc sở hữu của nhà máy đường ở Lào (mua từ HNG). Vùng nguyên liệu và nhà máy này là mảng đường tiềm năng lớn, năm tài chính 2018 đang được đầu tư, cơ giới hóa lại hoàn toàn nên lợi nhuận chưa đáng kể. Dự kiến từ năm tài chính 2019, mảng đường này sẽ bắt đầu mang về lợi nhuận lớn cho TTC-BH. Một số thông tin chính của mảng đường tại Lào:

- Xây dựng từ năm 2012 với tổng vốn đầu tư 1.474 tỷ đồng.
- Tổng diện tích vùng nguyên liệu của nhà máy đạt 6.000 ha, đây là khu đồng bằng rộng lớn dễ dàng cơ giới hóa đồng bộ, hệ thống tưới tiêu 24/24, xung quanh nhiều ao hồ tích nước. Sở hữu vùng nguyên liệu sẽ giúp chi phí sản xuất tại khu vực này thấp hơn so với mía mua từ nông dân. Năm 2015, diện tích mía có năng suất cao nằm ở xung quanh nhà máy, khoảng 1/3 diện tích còn lại thì thường xuyên có khả năng bị lụt, ảnh hưởng đến sản lượng chung toàn vùng. Trước khi về tay TTC-BH, đa số diện tích đi vào những năm cuối của chu kỳ canh tác nên năng suất giảm dần, mía vẫn chưa đủ cho công suất hoạt động của nhà máy. Kỳ vọng, khi được TTC-BH sở hữu, với việc chăm sóc bài bản về giống, bón phân... vùng nguyên liệu này sẽ gia tăng năng suất (theo lý thuyết năng suất có thể lên tới 100 tấn/ha), có thể cao hơn nhiều so với vùng nguyên liệu của các doanh nghiệp trong nước, từ đó tiết kiệm chi phí và thời gian sản xuất, hạ giá thành mía nguyên liệu bình quân.
- Công suất nhà máy năm 2015 là 7.000 TMN. Với thời gian sản xuất 5 tháng thì công suất tối đa tương ứng với 1.050 ngàn tấn mía/năm, tương ứng khoảng 105 ngàn tấn đường/năm. (bằng 1/5 sản lượng đường hiện tại của TTC-BH).
- Ngoài ra, mảng đường này còn có một Nhà máy điện sinh khối công suất đạt 30MW.
- Sản phẩm chính là đường thô và RS, phục vụ cho cả khách hàng tiêu dùng trực tiếp và khách hàng công nghiệp.

- Từ năm 2018, đường từ Lào nhập về sẽ không bị áp hạn ngạch, tạo điều kiện cho TTC-BH phát triển mảng đường tại đây.

Phần lớn các nhà máy của TTC-BH đã chạy gần hết công suất. Công suất hiện tại của nhà máy TTCS là 9,8 ngàn tấn mía/ngày, với mùa sản xuất trong 5-6 tháng, thì mỗi năm TTCS luyện được 180-200 ngàn tấn đường, thực tế niên vụ 2016/2017 sản lượng đường đạt 178 ngàn tấn. Công suất của nhà máy Biên Hòa- Ninh Hòa là 6.000 TMN, tương tự TTCS, với công suất này mỗi năm nhà máy sẽ luyện được 100-110 ngàn tấn đường, thực tế, niên vụ 2016/2017 sản lượng đường đã đạt 105 ngàn tấn. Để đáp ứng nhu cầu gia tăng sản lượng đường từ mía, công ty có kế hoạch nâng công suất đường Phan Rang từ 1.500 lên 4.000 TMN từ niên vụ 2018/2019, TTC-Gia Lai tăng công suất gấp đôi từ 6.000 lên 12.000 TMN từ niên vụ 2020/2021. Bên cạnh đó, công ty cũng lên kế hoạch tăng công suất đường thô sẽ đề cập dưới đây.

2.1.1.2 Sản xuất đường từ đường thô

Tỷ trọng luyện đường từ đường thô của công ty mẹ TTCS ngày càng tăng, nếu 3 năm trước, đường thô chỉ chiếm 10-20% nguyên liệu đầu vào thì 2017 đã nâng lên 50%. BHS cũng tương tự, mía chỉ đáp ứng 40% nhu cầu sản xuất, còn lại phải sử dụng đường thô. TTC-BH sử dụng hết đường thô trong hệ thống và phần còn thiếu sẽ tận dụng nguồn đường thô nhập khẩu, chủ yếu từ Thái Lan. Theo ATIGA, đường thô nhập khẩu được bỏ hạn ngạch từ năm 2018, các doanh nghiệp phải nhập đường thô ngoài hạn ngạch chịu thuế 80% trước kia sẽ giảm về 5% là một điểm tích cực cho các doanh nghiệp có quy mô luyện đường thô lớn như TTC-BH.

TTC-BH có 3 nhà máy tinh luyện là nhà máy Biên Hòa-Đồng Nai, nhà máy TTCS, nhà máy Biên Hòa - Ninh Hòa cho ra đường tinh luyện chất lượng cao. Được sử dụng cho tiêu dùng trực tiếp và cho các công ty thực phẩm khó tính như Pepsi, Vinamilk. Công nghệ sản xuất đường thô của TTC-BH hiện đại, dây chuyền hoạt động liên tục và hoàn toàn tự động, thời gian sản xuất rút ngắn nhằm hạn chế thất thoát đường. TTCS sử dụng máy móc thiết bị chế biến đường tinh luyện được nhập khẩu từ Pháp và Châu Âu với công nghệ Carbonate hóa kết hợp Resin. Công nghệ luyện đường của Biên Hòa là công nghệ Carbonate hóa tự động từ Nhật. Tẩy màu bằng than hoạt tính, trao đổi ion, không sử dụng hóa chất độc hại, đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm... chất lượng mía được kiểm soát tự động, vi tính hóa.

Hiện mức tiêu hao của các nhà máy luyện đường tinh từ đường thô của TTC-BH gần tiệm cận với chi phí luyện đường của DN mía đường Thái Lan. BHS vừa qua đã mở rộng lò hơi 25 tấn/giờ tại phân xưởng luyện đường, TTCS cải tạo trung tâm nhiệt điện. Sắp tới, BHS và TTCS tiếp tục mở rộng thêm lò hơi lần lượt là 60 tấn/giờ và 50 tấn/giờ phục vụ cho công suất luyện đường thô, đảm bảo tối ưu mức tiêu hao nhiên liệu cho mảng chế luyện.

Thông thường trong cả vụ, nhà máy đường sẽ vận hành dây chuyền 1 lần vì tốn rất nhiều năng lượng để khởi động. Các dây chuyền luyện đường thô của TTC-BH có thể luyện từ cả mía lẫn đường thô nên có thể linh hoạt đưa đường thô vào luyện khi mía chưa thu hoạch kịp, từ đó tiết kiệm chi phí. Kế hoạch tăng công suất luyện đường thô vào niên vụ 2018/2019 (dự kiến chạy 50% công suất vào niên vụ 2018/2019, chạy tối đa công suất vào niên vụ 2019/2020) như sau:

- TTCS-Tây Ninh tăng công suất từ 90.000 TTP (tấn thành phẩm)/năm lên 300.000 TTP/năm.
- Biên Hòa-Đồng Nai tăng công suất từ 320 TTP/ngày lên 1.000 TTP/ngày (giai đoạn 1 lên 650 TTP/ngày vào Q4.2017, giai đoạn 2 lên 1.000 TTP/ngày vào cuối Q4.2018), luyện quanh năm.
- Biên Hòa - Ninh Hòa tăng công suất từ 40.000 lên 180.000 TTP/năm.

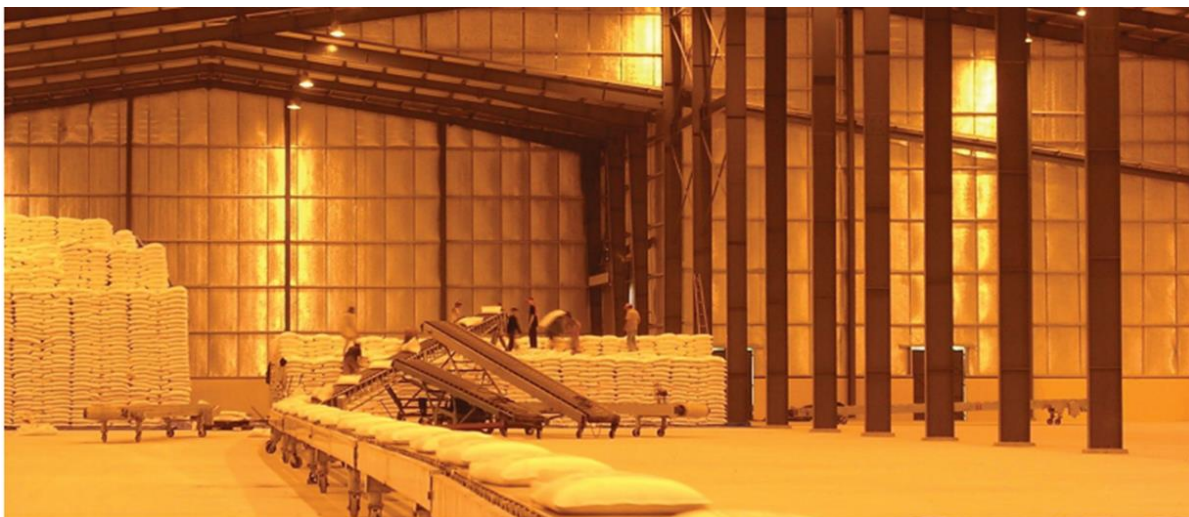
Dự kiến mở rộng công suất nhà máy, công ty có thể sẽ nói thêm thời gian luyện lên 8 tháng so với 5-6 tháng như trước đây. Việc tăng công suất, sản lượng luyện giúp TTC-BH giảm được định phí sản xuất. Hơn nữa, giá đường thô biến động theo giá đường tinh luyện chặt chẽ hơn giá mía nguyên liệu, khi giá đường thô đầu vào tăng thì giá đường tinh luyện bán ra cũng tăng theo giúp cho giá nguyên liệu hay biên lợi nhuận của TTC-BH duy trì ổn định hơn so với các doanh nghiệp chỉ sản xuất đường từ mía.

Khả năng luyện đường thô của TTC-BH cũng giúp công ty cung cấp lượng đường lớn, phong phú, ổn định, linh hoạt theo nhu cầu sử dụng của khách hàng.

2.1.1.3 Sản xuất điện sinh khối

Công ty cũng tập trung phát triển mảng điện sinh khối để tiết giảm tối đa chi phí sản xuất đường. Hiện nay, điện sinh khối sản xuất ra sẽ được sử dụng cho nhà máy và bán lên lưới điện quốc gia với tỷ lệ 50-50. Sản lượng điện thương phẩm bán ra của TTCS khoảng 38 triệu kWh/năm, của BHS bán được 28 triệu kWh/năm. Vừa qua, vào tháng 11/2017, TTCS đã hoàn thành dự án nâng cấp trung tâm nhiệt điện, tổng vốn đầu tư là 200 tỷ. Dự kiến sau khi nâng cấp sản lượng điện bán ra sẽ tăng được 30%. Với giá bán điện hiện nay là 5,8 UScents/kWh thì kỳ vọng doanh thu từ mảng này sẽ đem lại 64 tỷ (tăng khoảng 15 tỷ so với năm tài chính 2016).

2.1.1.4 Khả năng kho vận



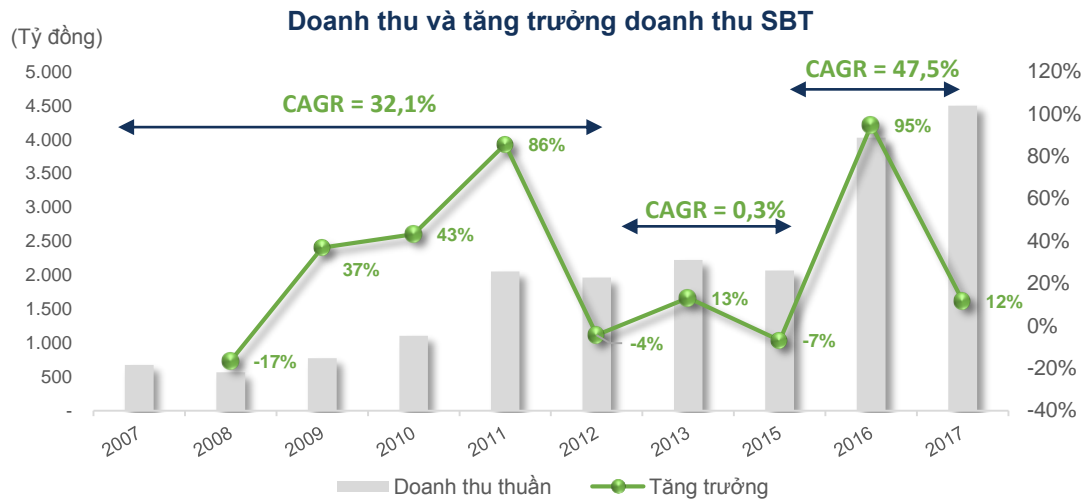
Cùng quy mô sản xuất lớn, TTC-BH cũng có lợi thế kho vận tốt. Mặt hàng đường có đặc điểm lưu kho rất khó, yêu cầu đảm bảo vệ sinh, chất lượng tốt nên các nhà máy nhỏ thường bán phần lớn sản lượng đường ngay sau khi kết thúc vụ. Do đó, các khách hàng công nghiệp trong nước muốn mua đường vào thời điểm ngoài vụ chủ yếu mua của TTC-BH. Sắp tới, công ty tiếp tục mở rộng kho để đáp ứng hoạt động luyện đường thô và cho thuê. Hiện kho lưu trữ của TTCS có sức chứa 70-80 ngàn tấn, công ty đang tiến hành xây thêm kho chứa 30 ngàn tấn đường thành phẩm, 25 ngàn tấn đường thô. Kho của BHS khoảng 160 ngàn tấn, đáp ứng đủ nhu cầu của hệ thống. Bên cạnh đó, nhằm chuẩn bị cho tương lai, TTC-BH còn đang thực hiện dự án Kho Tân Kim ở tỉnh Long An, đây là kho trung gian giữa các nhà máy thuộc hệ thống. Dự án này dự kiến hoàn thành vào tháng 10/2018 gồm 56 ngàn m² nhà kho và 7,5 ngàn m² cho thuê.

Hệ thống xử lý nước thải, an toàn vệ sinh, phòng cháy chữa cháy tốt. Toàn bộ các hoạt động sản xuất kinh doanh của BHS được áp dụng hệ thống quản lý chất lượng theo tiêu chuẩn ISO 9001:2008 đã được tổ chức BSI cấp giấy chứng nhận vào ngày 12/08/2012. Giấy chứng nhận hệ thống HACCP áp dụng cho sản xuất đường luyện do tổ chức Intertek cấp ngày 08/06/2012.

2.1.1.5 Một số dự án khác

Dự án điện mặt trời là tâm huyết của ông Đặng Văn Thành, đi đầu trong lĩnh vực năng lượng sạch. Dự án này tận dụng đất ở vùng nguyên liệu mía để lắp đặt các hệ thống (yếu tố quan trọng trong ngành khai thác điện mặt trời). Bên cạnh đó là các dự án nhà máy cơ khí và buôn bán máy móc ngành đường của hãng John Deere (Mỹ), tất cả các dự án này đều chưa có kế hoạch chi tiết. Dự án đường Organic (đường có giá bán cao hơn giá đường RE 5-6 lần) đã chuẩn bị xong vùng nguyên liệu, công ty đang trong quá trình tìm hiểu thị trường, cũng chưa có kế hoạch sản xuất, tiêu thụ cụ thể.

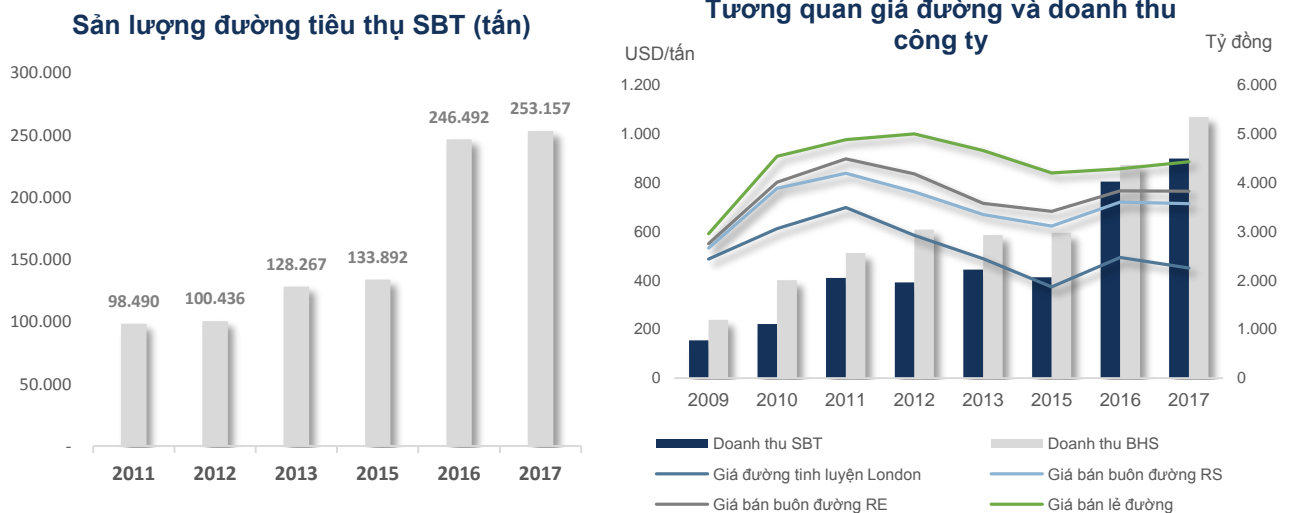
2.1.2 Tình hình chung của doanh thu trong những năm qua



Nguồn: SBT, FPTs Research

Từ 2015, TTCS thay đổi năm tài chính từ 1/1-31/12 thành 1/07 năm trước tới 30/06 năm sau.

Nhìn chung, doanh thu của TTC-BH từ 2007-2017 có sự tăng trưởng rõ rệt với tốc độ tăng trưởng kép bình quân 23%/năm. Doanh thu thuần phụ thuộc chính vào sản lượng tiêu thụ và giá bán đường.



Nguồn: FPTs Research

Giai đoạn năm tài chính 2009-2012: Giá đường trong nước tăng, cùng với sản lượng tiêu thụ tăng giúp doanh thu tăng trưởng tốt. Năm tài chính 2011/2012, nhà máy được nâng công suất mới đi vào hoạt động (8000 TMN nâng lên 9.000TMN).

Giai đoạn năm tài chính 2013-2015: Giá đường trong nước giảm liên tục ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu. Từ 2012/2013, TTC-BH hoàn thành nâng cấp và đưa vào sử dụng nhà máy 9.800 TMN. Từ tháng 12/2012, công ty đưa xưởng hòa tan đường thô vào hoạt động, giúp tăng sản lượng đường RE.

Giai đoạn năm tài chính 2016-2017: Là giai đoạn doanh thu TTC-BH tăng mạnh do tăng sản lượng tiêu thụ sau khi sáp nhập SEC và sự gia tăng của giá đường thế giới cũng như trong nước. Giá đường RE trong nước bình quân năm 2016 đã tăng 12% so với bình quân 2015. Giá đường 6 tháng đầu năm 2017 tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ 2016.

	Năm TC 2016	Năm TC 2017
Doanh thu (tỷ)	4.027 tỷ (+95% yoy)	4.498,4 tỷ (+12% yoy)
Sản lượng RE (ngàn tấn)	165	153
Sản lượng RS (ngàn tấn)	51	61
Đường thương mại (ngàn tấn)	30	40

Năm tài chính 2016, TTC-BH đạt 4.027 tỷ đồng doanh thu, tăng 95% so với cùng kỳ. Trên cơ sở thị trường ngành đường thuận lợi, giá đường trên thị trường chuyển biến tích cực, doanh nghiệp đã kịp thời tăng sản lượng RE bán nội địa lên 165 ngàn tấn và sản lượng RS đạt 51 ngàn tấn, ngoài ra công ty còn có 30 ngàn tấn đường RS thương mại. Bên cạnh giữ vững khách hàng công nghiệp vừa và nhỏ truyền thống, số khách hàng phát triển mới tăng 78% so kế hoạch và tăng gấp 3 lần so cùng kỳ. Sang năm tài chính 2017, công ty đạt 4.498,4 tỷ đồng doanh thu, tăng 12% so với cùng kỳ. Doanh thu tăng chủ yếu do giá bán tăng, sản lượng đường bán ra không tăng nhiều so với 2016 do công ty kết thúc hoạt động luyện đường sớm nhằm tập trung nâng cấp trung tâm nhiệt điện, luyện đường tinh từ đường thô giảm còn 75 ngàn tấn (-22%). Ngoài ra, doanh thu tăng còn do khoản thu bất thường từ bất động sản trị giá 68 tỷ đồng (chiếm 7,5% DTT), có được nhờ bán quyền sử dụng đất của dự án Espace Bourbon Tây Ninh cho Sacombank.

Quý 1 năm tài chính 2018, TTC-BH đã ghi nhận KQKD từ ngày 06/09/2017 của BHS vào BCTC. Dự kiến BCTC bán niên có soát xét sắp tới, công ty sẽ hồi tố lại KQKD từ đầu T7.2017 của BHS vào BCTC.

Doanh thu và giao dịch với các bên liên quan

TTC-BH thường xuyên có các giao dịch mua bán hàng hóa với các công ty thành viên trong TTC Group ([xem chi tiết tại Phụ lục 01a](#)). Những hoạt động này khiến TTC-BH phát sinh các khoản liên quan như doanh thu, chi phí, các khoản trả trước, nhận trả trước tiền hàng, cho vay ngắn hạn... và ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp. TTC-BH và BHS có giao dịch mua - bán hai chiều với các thành viên trong TTC Group, doanh thu từ các bên liên quan năm tài chính 2017 lần lượt chiếm 38% và 17% DTT. Một số nguyên nhân:

- TTC-BH phát sinh nhiều giao dịch với các bên liên quan trong nhóm chủ yếu đến từ hoạt động luyện đường thô. Những năm gần đây, công ty đẩy mạnh đường thô nên giao dịch nội bộ càng nhiều hơn. Nhà máy TTCS, nhà máy luyện Biên Hòa - Đồng Nai mua đường thô từ các công ty con như PRS, TTC-Gia Lai, Nước Trong, Biên Hòa- Tây Ninh. Điển hình như đường thô của Biên Hòa Tây Ninh, thay vì về Biên Hòa cách 200 km, chuyển về TTCS chỉ 20 km, nên có những hoạt động trao đổi suốt những năm nay. Hay khi TTCS có nhu cầu nhập đường thô từ nước ngoài, BHS sẽ tiếp nhận đường nhập về kho ở Biên Hòa và hoán đổi với đường tại nhà máy Đường Biên Hòa Tây Ninh cho TTCS, nhằm giảm chi phí vận chuyển. Ngoài ra, công ty còn mua đường thô từ nguồn nhập khẩu và xuất khẩu đường tinh thông qua các công ty liên quan trong TTC Group như Công ty TM TTC (đầu mối để phân phối và tiêu thụ), giao dịch hàng hóa Sơn Tín (công ty con của CTCP TM Đầu Tư Thuận Thiên thuộc TTC Group), Global Mind Commodities Trading Pte Limited (Singapore), T&M Investment Consultants & Trading Pte., Ltd.
- Ngoài ra một số giao dịch phát sinh với các bên liên quan do hoạt động luyện đường từ mía: 3 nhà máy trước đây của BHS là Nước Trong, Biên Hòa-Đồng Nai, Biên Hòa- Tây Ninh đều có vùng nguyên liệu ở Tây Ninh, gần nhà máy TTCS. Do đó công ty thường xuyên trao đổi, mua bán với BHS để một số nông dân có hợp đồng với 3 nhà máy này chuyển mía về nhà máy của TTCS nhằm tiết kiệm chi phí vận chuyển và điều phối mía thu hoạch vào vụ hiệu quả. Hay trước đây Nước Trong vào vụ từ T10-T2, TTCS từ T11-T3, một số tháng luyện đường của 2 nhà máy bị chồng lên nhau. Nên TTCS và BHS đã cân đối vụ, chuyển Nước Trong luyện trước từ T6-T10, nếu nông dân có hợp đồng với Nước Trong còn mía thu hoạch từ tháng 11 trở đi sẽ bán cho TTCS từ đó phát sinh giao dịch.

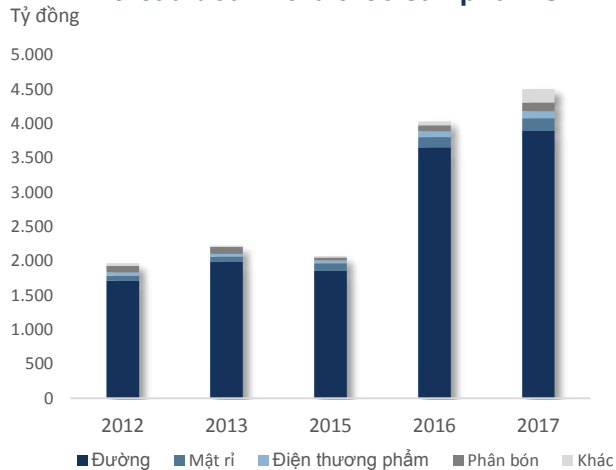
- Giao dịch nội bộ cũng đến từ mua bán thành phẩm. Khi có nhu cầu bất ngờ của khách hàng vào thời điểm ngoài vụ, công ty có thể sẽ linh hoạt mua đường từ các bên liên quan phục vụ cho khách hàng này.

Sau khi hợp nhất, doanh thu mua bán qua lại giữa các công ty con của TTC-BH nếu chưa bán ra cho bên thứ 3 thì chưa được ghi nhập vào doanh thu hợp nhất nên khả năng sẽ giảm bớt các giao dịch nội bộ.

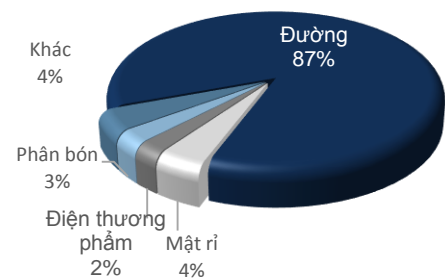
2.1.3 Doanh thu phân loại theo sản phẩm

Doanh của TTC-BH chủ yếu đến từ đường, một phần nhỏ đến từ các phụ phẩm trong quá trình sản xuất đường. Cơ cấu này hầu như không biến động trong 3 năm trở lại đây.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm SBT



Tỷ trọng doanh thu 2017- SBT

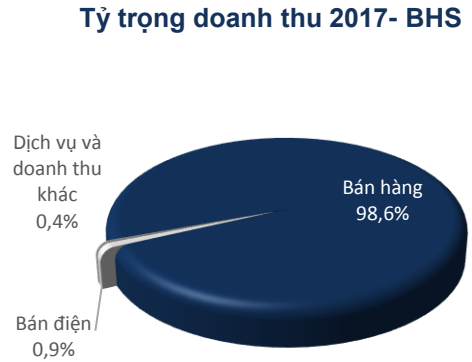
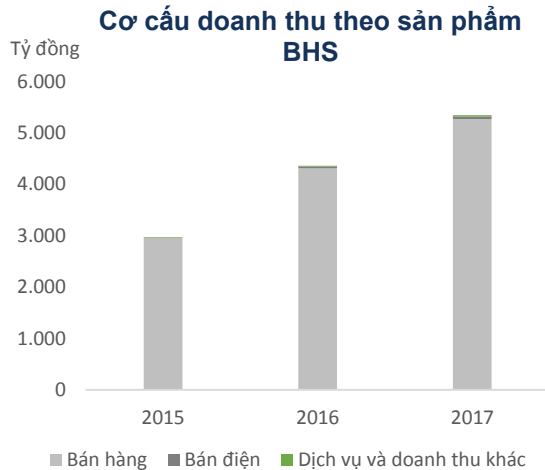


Nguồn: SBT, FPTs Research

Cơ cấu doanh thu thuần của TTC-BH năm tài chính 2017:

- Đường đóng góp trên 90%. Trong đó RE chiếm khoảng 80%, còn lại là RS. Công ty mẹ TTCS chỉ sản xuất đường RE, công ty con TTC-Gia Lai sản xuất đường RS.
- Mật rỉ chiếm 4% DTT, (sản lượng mật bằng 35% sản lượng đường), được bán trực tiếp ra thị trường.
- Điện thương phẩm chiếm 2% DTT, bán cho EVN với giá 5,8 uscents/kWh. Điện được sản xuất từ nhiệt năng đốt từ bã mía, điện thương phẩm chiếm khoảng 50% tổng sản lượng điện sản xuất ra của công ty, phần còn lại được sử dụng trong nhà máy. Năm 2017 TTC-BH đã thực hiện đầu tư 200 tỷ để nâng cấp công suất nhà máy điện.
- Phân vi sinh là phụ phẩm cuối cùng trong quy trình sản xuất đường, đóng góp 0,3% DTT. Sản xuất từ việc kết hợp tro của bã mía sau khi dùng đốt lò hơi với bùn lắng khi lọc cặn trong quá trình luyện đường.
- Sản phẩm, dịch vụ khác: phân bón thương mại...

Doanh thu dự kiến năm tài chính 2018 của TTC-BH trên 85% đến từ sản xuất đường, gần như không đổi so với trước khi sáp nhập BHS do cơ cấu doanh thu của 2 doanh nghiệp khá tương tự nhau.



Nguồn: BHS, FPT Research

Năm tài chính 2017, cơ cấu doanh thu BHS gồm: bán hàng 99%, điện 1%, doanh thu khác không đáng kể. Trong đó, doanh thu từ đường sản xuất chiếm khoảng 70%, đường hàng hóa chiếm 7%, dịch vụ kinh doanh khác chiếm 23% (tham khảo trên cơ cấu 2016). BHS chủ yếu sản xuất đường RE, ước tính khoảng 215,1 ngàn tấn (82%), còn lại là đường RS khoảng 5,4 ngàn tấn và đường thô khoảng 42 ngàn tấn.

2.1.4 Doanh thu theo thị trường và đánh giá triển vọng

2.1.4.1 Doanh thu theo thị trường

Từ năm tài chính 2017 trở về trước, doanh thu của TTC-BH chủ yếu đến từ miền Nam. Sau sáp nhập với BHS, TTC-BH vẫn có thị trường tiêu thụ chính là miền Nam, do thị trường tiêu thụ của BHS cũng tập trung khoảng 80% ở đây. Trong tương lai, TTC-BH tiếp tục mở rộng thị trường ra cả nước, đặc biệt là khu vực thị trường miền Trung và miền Bắc. Công ty có nhà máy ở Lào, gần khu vực miền Trung, từ đây, có thể phân phối đường ra các thị trường này.

TTC-BH	Miền Nam	Miền Bắc	Miền Trung	Xuất khẩu
2016	76%	2%	2%	19%
2015	87%	6%	1%	1%
2014	87%	7%	0%	0%

Nguồn: BCTN SBT

Về phân phối, cơ cấu lại hệ thống hậu sáp nhập, với thương hiệu đường Biên Hòa đã tồn tại 50 năm qua, BHS sẽ tập trung mảng bán lẻ (B2C) và làm thương hiệu, trong khi đó, TTCS sẽ tập trung mảng bán buôn (B2B). chiến lược của công ty vẫn tiếp duy trì khách hàng công nghiệp lớn và hướng trọng tâm vào kênh bán buôn cho khách hàng công nghiệp vừa và nhỏ, cũng như khách hàng tiểu thủ công nghiệp và bán lẻ. Lợi nhuận từ kênh B2C không nhiều bằng kênh B2B do chi phí làm thương hiệu và phân phối cao.

Trước đây, TTCS có trên 90% là B2B, phần còn lại là B2C, chiến lược sau hợp nhất thu hẹp kênh B2C lại còn khoảng 2%. BHS có 3 mảng doanh thu chia theo đối tượng khách hàng: doanh thu công nghiệp 70%, bán lẻ 15%, tiểu thủ công nghiệp 15%. Từ 2009 đến nay, BHS tập trung tăng thị trường bán lẻ để giảm bớt sự phụ thuộc vào khách hàng công nghiệp lớn.

- **Kênh B2B:**

- TTCS có sản phẩm bán buôn cho nhóm khách hàng công nghiệp bao là 50kg. Công ty có khoảng 300 đối tác đầu ra, 19% bán cho các công ty trong TTC Group như TM TTC (đường nguyên liệu các loại, mật rỉ), Sơn Tín (đường vàng, đường RS), Gia Lai (đường TTC Mimosa), Global Mind (đường tinh luyện). Còn lại khoảng 81% bán cho các đối tác lớn trong các lĩnh vực nước giải khát, thực phẩm và công ty được phẩm trong nước như Pepsi (26%), URC Việt Nam (10%), Nestle (6%), Cocacola (9%), Ajinomoto (2%), Liwayway, Unilever VN, Vinacafe, FrieslandCampina...
- BHS có sản phẩm bán buôn bao gồm đường bao RE 50kg (chủ lực) và đường nhuyễn RE bao 50kg. Thị trường tiêu thụ chủ yếu qua các công ty trong lĩnh vực sản xuất nước giải khát, sữa, bánh kẹo, thủy sản và có nhà máy sản xuất tập trung phần lớn tại khu vực TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu, Hà Nội, Cần Thơ, Đà Nẵng. Trong đó, hơn 90% là HCM, Đồng Nai, Bình Dương. Hơn nữa, vị trí của BHS gần các cảng biển như Đồng Nai, Bình Dương thuận tiện cho vận chuyển. Một số đối tác của BHS như: thương mại bao bì TTC (đường), TNHH MTV-DV Minh Khuê (than cám), Sơn Tín (đường), phân bón Miền Nam (phân bón), TNHH MTV Đường Biên Hòa – Ninh Hòa (đường), Tân Hiệp Phát (RE), VNM (RS), Cocacola, Vinacaphe Biên Hòa...

Hoạt động bán đường của TTC-BH được thực hiện như sau: các khách hàng công nghiệp sẽ chốt kế hoạch về ngân sách mua đường phục vụ sản xuất kinh doanh năm kế tiếp tại thời điểm 31/12 hàng năm. Dựa vào đó, hai bên ký trước hợp đồng nguyên tắc, TTC-BH sẽ lên kế hoạch sản xuất và giao hàng cho năm kế tiếp đó dựa trên nhu cầu thực tế của khách hàng. Chính sách thanh toán linh hoạt, có thể cho trả chậm, thời gian thanh toán dài sẽ có giá bán cao hơn. Giá bán cho khách hàng công nghiệp lớn thường được chốt hàng quý hoặc 6 tháng, ổn định với sản lượng cam kết dựa trên cơ sở đánh giá thị trường của 2 bên.

- **Kênh B2C:** Hệ thống phân phối bao phủ hết 56 tỉnh thành trên cả nước, chủ yếu phân phối qua 3 hình thức là siêu thị, nhà phân phối truyền thống và giao qua Công ty CP Tập đoàn Kido (KDC). Mục tiêu năm tài chính 2018 bán lẻ được 100.000 tấn (chiếm khoảng 19% sản lượng tiêu thụ). Trong đó, 40.000 tấn tự phân phối, 60.000 tấn giao qua KDC.

- **Siêu thị:** đường túi RE Biên Hòa Pure, đường trắng cao cấp Biên Hòa Daily, SugarA Biên Hòa Value (Viện dinh dưỡng quốc gia khuyên dùng để bổ xung vitamin A).
- **Thông qua KDC:** Ngày 12/12/2017 vừa qua, TTC-BH đã ký kết hợp tác, qua đó KDC sẽ phân phối độc quyền đường Biên Hòa daily (sản phẩm tiêu dùng cá nhân phổ biến của BHS), cam kết doanh số hàng năm, đồng thời từ 20/12/2017 TTC-BH sẽ ngừng bán lẻ sản phẩm này trong hệ thống. Dự kiến 2020, KDC sẽ phân phối trên 20.000 tấn đường cho TTC-BH thông qua hệ thống hơn 200 nhà phân phối và 450.000 điểm bán lẻ.
- **Nhà phân phối truyền thống:** Sau hợp nhất TTC-BH có 200.000 điểm bán. Từ năm 2012 đến nay, công ty đã phát triển mô hình Nhà phân phối nhằm hạn chế đặc điểm của đại lý như trước kia. Tiêu thụ đường túi RE, đường phèn Biên Hòa Pro, đường viên, đường que Biên Hòa Joy (chủ lực), đường que Stichsu, đường nâu, đường vàng khoáng chất Biên Hòa Pure, đường làm bánh Biên Hòa Pro, đường ăn kiêng Biên Hòa Light... và các sản phẩm bán lẻ của TTCS trước đây như đường Bonsu túi 1kg và GoldSu túi 750g.

Hoạt động của Nhà phân phối: hoạt động theo địa bàn quy định, thực hiện giá bán và khuyến mãi theo chính sách công ty, không bán sản phẩm cạnh tranh của công ty khác, thực hiện giao hàng trong vòng 24h. Ngoài ra công ty còn có đội ngũ chào hàng trực tiếp tại các cửa hiệu, tạp hóa theo tuyến bán hàng, mỗi nhà phân phối/tỉnh có 1 giám sát bán hàng (riêng HCM có 6 nhà phân phối) quản lý 5-8 nhân viên bán hàng. Mỗi khu vực có 1 trưởng giám sát bán

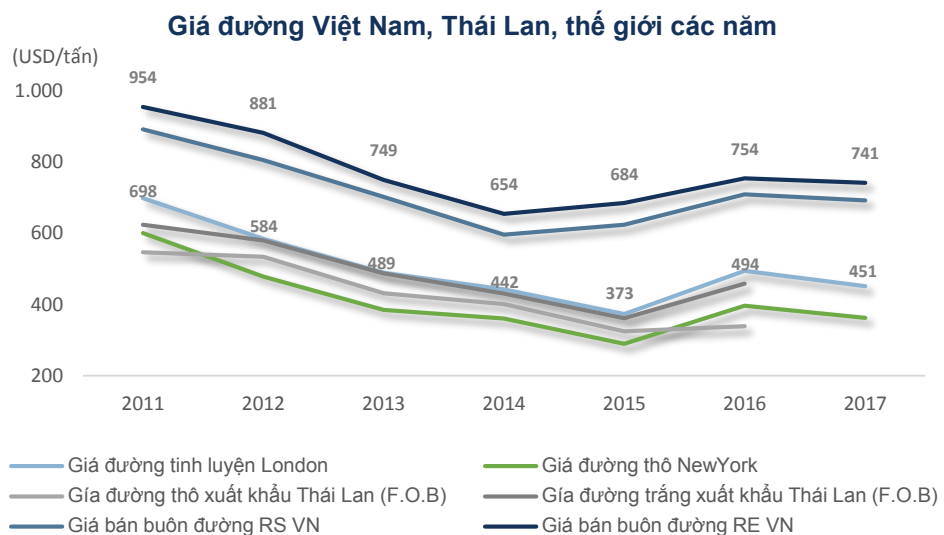
hàng quản lý 6-9 giám sát bán hàng/nhà phân phối... Ngoài ra, tại các hệ thống siêu thị lớn đều có các nhân viên chăm sóc khách hàng và giám sát bán hàng.

Nhằm phục vụ tốt cho thị trường bán lẻ, BHS đã liên tục nghiên cứu và phát triển sản phẩm, hiện nay, sản phẩm đường của BHS rất đa dạng, công nghệ luyện đường tiên tiến. Giá đường bán lẻ của BHS hơn 500-1.000 đồng/kg so với các sản phẩm cùng loại của nhãn hàng khác nhờ vào chất lượng và thương hiệu. Giá bán cho khách hàng nhỏ lẻ được neo theo giá thị trường.

2.1.4.2 Đánh giá triển vọng thị trường trong tương lai

Doanh nghiệp đã mở rộng quy mô doanh thu bằng M&A và tăng sản lượng luyện đường thô. Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp có khả năng đảm bảo đầu ra nhờ vào: giá bán cạnh tranh và sản phẩm đa dạng, phong phú, chất lượng tốt, đáp ứng được nhu cầu khắt khe của các khách hàng công nghiệp lớn, đường bán lẻ tập trung vào phân khúc khách hàng cao cấp hơn so với đường trắng ở các chợ, hệ thống phân phối rộng lớn, kho vận đầy đủ. Trong thời gian tới, công ty sẽ tiếp tục mở rộng thị trường cả trong và ngoài nước.

Nói riêng về giá bán cạnh tranh. Thời khắc hội nhập, cạnh tranh với đường từ Thái Lan sắp đến theo hiệp định ATIGA (bỏ hạn ngạch, áp dụng thuế xuất nhập khẩu 5% cho tất cả mặt hàng đường trong khối ASEAN, thay cho thuế 5% trong hạn ngạch và 80% ngoài hạn ngạch như năm 2017), trong khi đường trong nước có giá cao hơn Thái Lan khoảng 2.000-3.000 đồng/kg (so sánh lợi thế đường Thái Lan với Việt Nam tại [Phụ lục 01b](#)) đòi hỏi TTC-BH phải giảm giá bán và giá thành sản xuất để tồn tại.

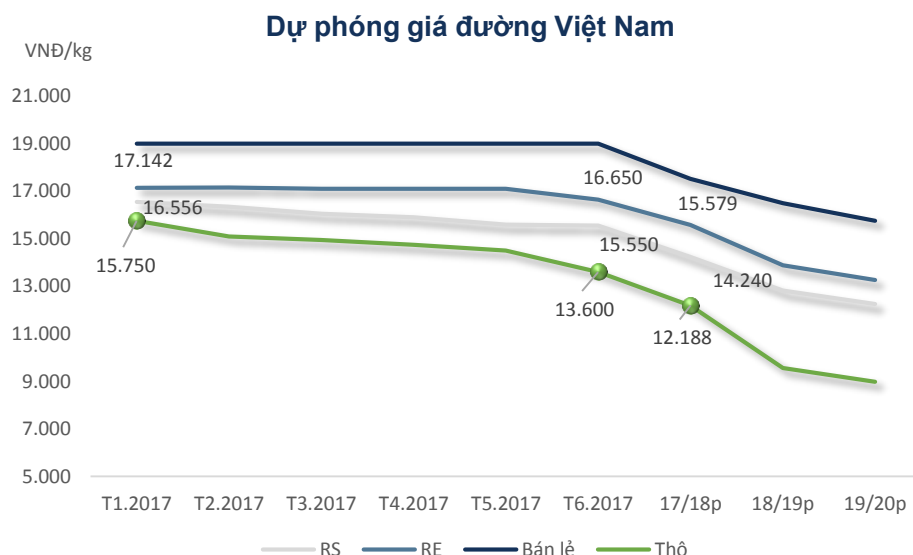


Nguồn: FPTs Research, cục quản lý giá, Bloomberg, OCSB

- **Với kênh bán buôn**, TTC-BH phải hạ giá bán để đảm bảo cạnh tranh. Giá bán sẽ giảm theo lộ trình từ 2018 đến 2020, từ sau 2020 giá đường TTC-BH sẽ ngang với giá đường Thái Lan và thế giới. Nguyên nhân chưa giảm ngang với đường Thái Lan và thế giới ngay do:
 - TTC-BH là doanh nghiệp nội địa với nhiều ưu thế: có thương hiệu, mối quan hệ lâu dài, chất lượng đã được khẳng định. Bên cạnh đó, đối tượng khách hàng công nghiệp cần nhà máy đường giao nguyên liệu theo tiến độ sản xuất. Nên đơn vị cung ứng là nhà máy đường phải có một lượng tồn kho đủ lớn. Hơn nữa, các lợi thế của một nhà cung cấp trong nước là tiết kiệm được chi phí vận chuyển, chi phí tồn kho, thủ tục... so với các đơn vị xuất khẩu đường vào Việt Nam. Về mặt chất lượng, để cung cấp đường cho các khách hàng công nghiệp, chất lượng sản phẩm phải được kiểm định bởi khách hàng hoặc bên thứ 3 nếu cần thiết. Nếu đổi sản phẩm lỗi thì TTC-BH hoàn toàn có ưu thế về chế độ hậu mãi cho khách hàng, với chi phí thấp và kịp thời. Vừa qua, Coca Cola Campuchia đã chọn TTC-BH là nhà cung cấp đường duy nhất cho họ tại quốc gia này.

- Từ nay đến 2020, thuế suất nhập khẩu theo ATIGA mặt hàng đường 5%. Từ 2020 trở đi, thuế suất này mới về 0%.
- Ngoài ra, từ tháng 11/2017, Thái Lan thay đổi chính sách ngành đường (xem trong [Báo cáo ngành đường - FPTTS](#)). Điều này sẽ có tác động làm giá đường xuất khẩu của Thái Lan tăng cao hơn so với hiện tại: (1) Hủy bỏ chính sách trợ cấp phân chia lợi nhuận 30-70 giữa nhà máy đường và nông dân, khiến chi phí sản xuất cũng như giá thành đường Thái Lan cao hơn. (2) Hủy bỏ quy định giá bán lẻ trong nước. Giá bán lẻ trong nước của Thái Lan được áp cao để giúp doanh nghiệp bù lại với giá xuất khẩu thấp, nhằm tăng sản lượng xuất khẩu. Khi cơ chế này bãi bỏ sẽ làm cho giá xuất khẩu đường của Thái Lan tăng lên.
- **Với kênh bán lẻ**, năm 2018, chúng tôi ước tính mức giảm giá bán khoảng 1.500 đồng/kg (giá bán hiện nay khoảng 18.000 đồng/kg), mức giảm này thấp hơn kênh bán buôn. Vốn dĩ trước đây kênh bán lẻ của TTC-BH đã phải cạnh tranh với đường lậu Thái Lan. Hàng năm đường lậu vào nước ta khoảng 400 ngàn tấn/năm chủ yếu là đường RS tiêu thụ ở thị trường bán lẻ với giá thấp hơn giá trong nước từ 1-2 ngàn/kg. Tuy nhiên, đường bán lẻ của TTC-BH vẫn cạnh tranh được nhờ đánh vào phân khúc cao cấp hơn, sản phẩm đa dạng, thương hiệu nổi tiếng và hệ thống phân phối hoàn thiện.

Dựa vào giá FOB đường trắng và đường thô của Thái Lan, chúng tôi dự phóng biến động theo dự báo giá đường thế giới (xem trong [Báo cáo ngành đường - FPTTS](#)), cộng thêm các loại chi phí vận chuyển, thuế, phí liên quan để ra giá đường Thái Lan và cũng là giá đường TTC-BH bán tại Việt Nam các năm tới như sau:



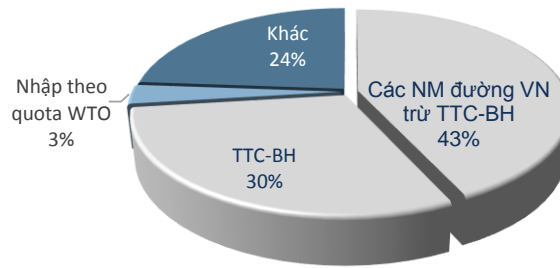
Nguồn: FPTTS Research, cục quản lý giá

Tính từ đầu năm 2018, Việt Nam có 90 ngày để hoàn thành thủ tục, giấy tờ hướng dẫn thi hành hiệp định này. Trong khi chưa có hướng dẫn, các công ty trong nước không được nhập khẩu đường. Như vậy, năm tài chính 2017/2018, cả nước chủ yếu tiêu thụ đường nội địa. Tuy nhiên, do tâm lý thị trường, giá đường trong nước đã giảm khá mạnh. Giá đường RS trong nước bình quân tháng 11/2017 khoảng 13,60 ngàn đồng/kg, đã xấp xỉ giá đường RS Thái Lan nhập về Việt Nam mà chúng tôi dự báo cho đầu năm 2018 (13,64 ngàn đồng/kg).

Tập trung vào thị trường chính trong nước

Theo kế hoạch 5 năm của TTC-BH, từ nay đến 2020, công ty sẽ tăng 5-10% thị phần đường trong nước. Chúng tôi đánh giá mục tiêu này là khả thi. Tuy nhiên, riêng năm tài chính 2018 đang khó khăn, thị phần sẽ bắt đầu tăng dần từ năm tài chính 2019.

Thị phần sản lượng đường tiêu thụ Việt Nam 2016/2017



Nguồn: VSSA, FPTs Research

Thị phần TTC-BH tính cả BHS và TTCS

• **Thị phần mới lấy từ:**

- **Những nhà máy nhỏ lẻ ngừng hoạt động.** Tổng sản lượng đường cả nước niên vụ 2016/2017 khoảng 1,24 triệu tấn, có 39/41 nhà máy đường hoạt động. Sau hội nhập, từ niên vụ 2017/2018 do không đủ sức cạnh tranh về giá, chúng tôi dự đoán 20/41 nhà máy đường sẽ ngừng hoạt động, để lại thị trường khoảng 400 ngàn tấn đường mỗi năm cho 21 nhà máy đường lớn còn lại trong nước. Thị trường của các nhà máy nhỏ lẻ này chủ yếu là bán lẻ hoặc cung cấp cho khách hàng tiểu thủ công nghiệp, doanh nghiệp nhỏ, những khách hàng này không nhập đường Thái với số lượng lớn được do chi phí vận chuyển, kho bãi... Do đó, chúng tôi dự báo TTC-BH sẽ lấy được 30% thị phần này (bằng mức thị phần tiêu thụ đường Việt Nam hiện nay của doanh nghiệp), tương ứng khoảng 120 ngàn tấn đường/năm.
- **Thị trường tiêu thụ đường nhập lậu trước đây** chủ yếu là bán lẻ và khách hàng tiểu thủ công nghiệp với khoảng 400 ngàn tấn/năm. Sau hội nhập, TTC-BH định hướng cung cấp đường cho nhóm đối tượng này bằng cách hạ giá bán cạnh tranh, từ đó mở rộng được thêm thị phần. Chúng tôi dự báo TTC-BH sẽ lấy được 30% thị phần này, tương ứng khoảng 120 ngàn tấn đường/năm.
- **Thị trường chung trong nước tiếp tục tăng trưởng.** Tổng mức tiêu thụ đường trong nước những năm gần đây khoảng 1,6 triệu tấn/năm. Dự kiến, đến năm 2020, mức tiêu thụ đường cả nước là 2 triệu tấn/năm, tăng 25% so với hiện nay. Nhờ vào sự gia tăng của dân số và mức tiêu thụ bình quân đường/người. Trong giai đoạn 2016-2020, dự kiến dân số Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 1,12%/năm (theo IMF), tiêu thụ đường bình quân/người tăng trưởng với CAGR 1,7%/năm (theo OECD). Có nhiều nguyên nhân khiến mức tiêu thụ đường bình quân/người tăng lên (xem trong [Báo cáo ngành đường - FPTs](#)), một trong số nguyên nhân chính là giá đường thấp đi sẽ kích thích tiêu dùng đường nhiều hơn, vì với một nước đang phát triển và có mức tiêu thụ đường bình quân/người thấp như Việt Nam thì Tổ chức đường thế giới ISO tính ra độ co giãn của giá đường và nhu cầu là -0,1%, tức 1% giảm trong giá đường sẽ làm tăng 0,1% trong tiêu thụ. Như vậy, từ nay đến 2020, mỗi năm thị trường chung sẽ tăng thêm khoảng 130 ngàn tấn đường. Chúng tôi ước tính TTC-BH sẽ chiếm được 30% trong phần tăng thêm này, tương ứng 40 ngàn tấn/năm.
- **Đánh giá đối thủ cạnh tranh mới trong thị trường bán lẻ.** Năm 2017, Vinamilk (VNM) chi khoảng 1.000 tỷ mua 65% cổ phần Đường Khánh Hòa. Công ty này có công suất 10.000 tấn mía/ngày, luyện đường thô 1.500 tấn/ngày. Công ty đang có kế hoạch đầu tư mở rộng công suất lên 15.000 tấn mía/ngày; luyện đường thô 2.000 tấn/ngày, đường thô lấy từ nguồn nhập khẩu. Với năng lực sản xuất như vậy, VNM hoàn toàn có thể tự cung đường đầu vào cho hoạt động sản xuất thực phẩm, đồ uống của mình và cung cấp đường bán lẻ ra thị trường.

Tuy khách hàng trở thành đối thủ cạnh tranh nhưng chúng tôi nhận thấy rủi ro này chưa ảnh hưởng nhiều đến TTC-BH. Hiện nay, hàng năm cả nước tiêu thụ đường qua kênh bán lẻ khoảng 500 ngàn tấn, dự kiến đến năm 2020 thị trường bán lẻ tiêu thụ khoảng 700 ngàn tấn/năm. Theo chúng tôi ước tính, tổng sản lượng bán lẻ của VNM và TTC-BH khoảng 200 ngàn tấn, do đó thị phần còn nhiều và sự cạnh tranh trên thị trường bán lẻ chưa ảnh hưởng nhiều đến TTC-BH.

(Hàng năm VNM mua khoảng 30 ngàn tấn trên tổng số 550 ngàn tấn sản lượng sản xuất của TTC-BH. Việc mất đi khách hàng VNM không ảnh hưởng nhiều đến tình hình tiêu thụ của công ty, công ty vẫn đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ cho khách hàng công nghiệp không đổi trong năm tài chính 2018 so với 2017).

Gia tăng xuất khẩu

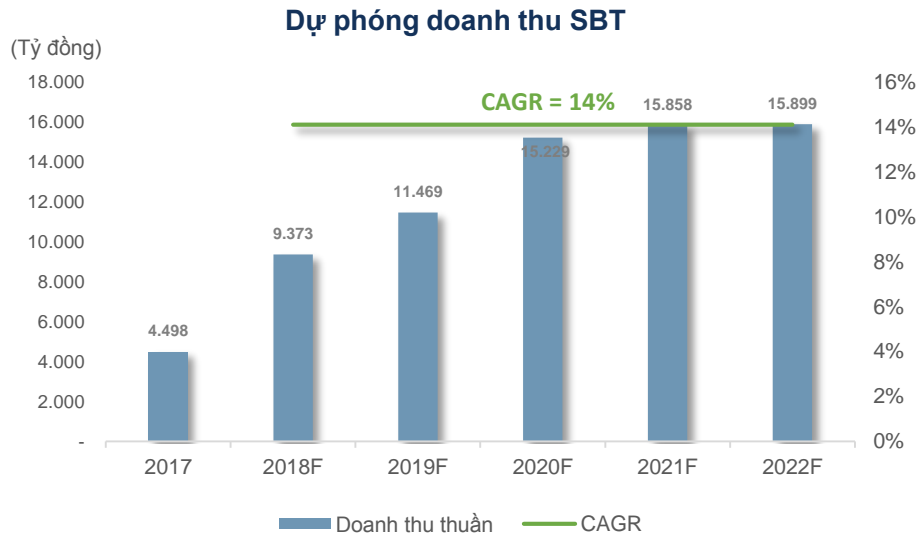
Năm tài chính 2017, TTC-BH xuất khẩu được khoảng 40 ngàn tấn đường, đóng góp khoảng 10-15% doanh thu. Công ty xuất khẩu thông qua hoạt động nhập đường thô về tinh luyện (tạm nhập tái xuất). Xuất thông qua các công ty liên quan như STU ở Sing-ga-po, T&M Investment Consultant & Trading, Svayrieng Sugar hoặc xuất khẩu tại chỗ cho các công ty thực phẩm đồ uống trong nước có nhu cầu nhập khẩu đường. Đối với BHS, doanh thu chủ yếu đến từ trong nước, thị trường xuất khẩu gặp nhiều khó khăn, nhất là thị trường truyền thống Trung Quốc. Trong quá khứ, năm tài chính 2014 và 2015 công ty xuất khẩu lần lượt được 9 ngàn tấn (5% sản lượng tiêu thụ) và 31 ngàn tấn (15% sản lượng tiêu thụ), chủ yếu xuất qua Singapore cho đối tác là Olam International Ltd.

TTC-BH đặt mục tiêu niên vụ 2017/2018 xuất khẩu được 100 ngàn tấn đường. Các thị trường xuất khẩu truyền thống trước đây là Châu Phi, Trung Đông, Nam Á. Từ 2018, hội nhập với cộng đồng kinh tế ASEAN có thể giúp cho TTC-BH gia tăng xuất khẩu sang các nước trong khối như Singapore, Lào, Campuchia, Myanmar... TTC-BH cũng đã hoàn tất đăng ký nhãn hiệu đường Việt Nam tại 2 sân NewYork (đường thô), London (đường trắng). Chúng tôi ước tính từ năm tài chính 2018 đến 2020, doanh thu xuất khẩu sẽ chiếm từ 15-20% tổng doanh thu của TTC-BH.

Sức mạnh hợp nhất về doanh thu (Revenue synergy). Hậu sáp nhập, TTC-BH có thể tận dụng khách hàng của BHS và ngược lại để bán chéo sản phẩm. Mỗi công ty mạnh về một mảng sản phẩm đường khác nhau, TTCS mạnh về RE cho khách hàng bán buôn, sản phẩm không đa dạng, phong phú như BHS, từ đó có thể bán chéo sản phẩm của BHS cho khách hàng của mình. Ngược lại BHS lấy đường RE từ hệ thống TTCS bán thêm cho khách hàng của BHS.

2.1.5 Dự báo doanh thu thuần

Trên cơ sở những phân tích và nhận định trên về mở rộng năng lực sản xuất thông qua M&A, tăng quy mô cánh đồng lớn, tăng công suất luyện đường thô cũng như triển vọng về mở rộng thị trường tiêu thụ từ các nhà máy nhỏ ngừng hoạt động, từ dư địa thị trường đường lậu trước đây, từ sự tăng trưởng của thị trường chung trong nước và gia tăng xuất khẩu, chúng tôi dự phóng doanh thu của TTC-BH sẽ đạt tăng trưởng CAGR 14%/năm trong giai đoạn 2018-2022.

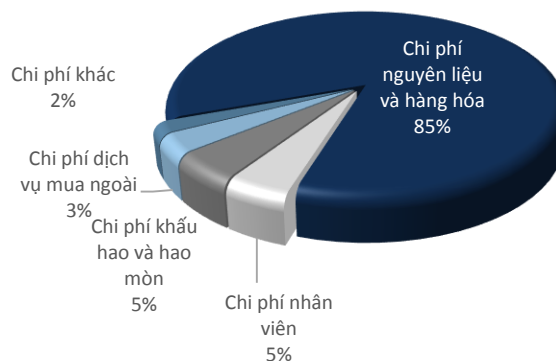


Nguồn: FPTIS Research

2.2 Lợi nhuận gộp

Như đã giới thiệu ở phần doanh thu, trong cơ cấu chi phí sản xuất của TTC-BH năm tài chính 2017, chi phí mía nguyên liệu là mía và đường thô chiếm trên 80%, đứng sau là chi phí nhân viên và chi phí khấu hao máy móc thiết bị chiếm khoảng 5% mỗi loại. Dự báo năm tài chính 2018 cơ cấu này cũng không có nhiều thay đổi do cơ cấu chi phí của BHS mới sáp nhập vào cũng tương tự TTC-BH.

Cơ cấu chi phí sản xuất 2017- SBT

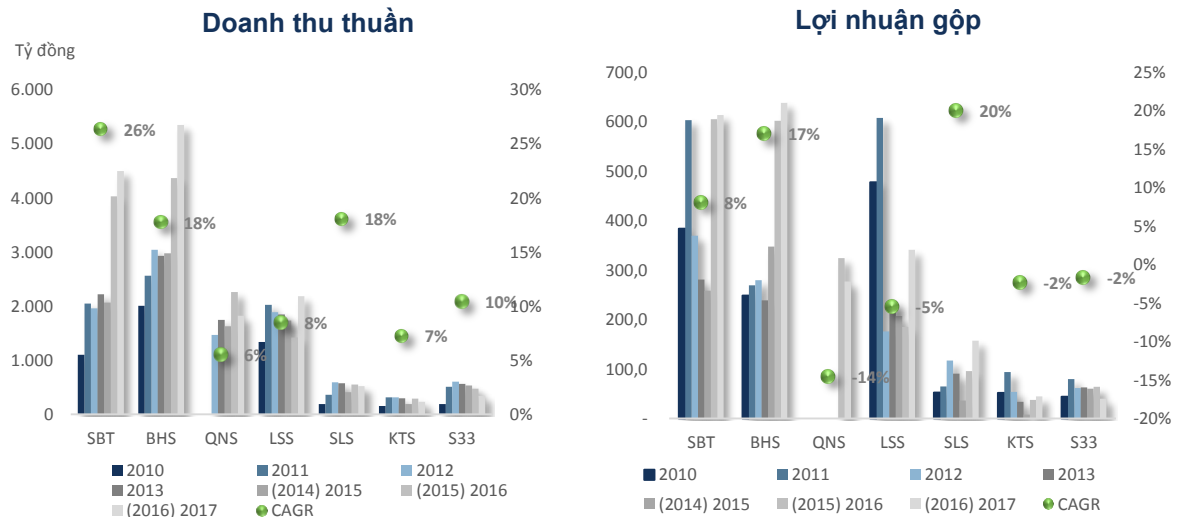


Nguồn: SBT

Yếu tố đầu vào của TTC-BH:

- **Mía:** mua nguyên liệu trực tiếp từ nông dân, trên 95% diện tích có hợp đồng sản xuất và bao tiêu. Đầu vụ, công ty thường tiến hành ứng trước tiền hàng để nông dân đầu tư vụ mới. Vùng nguyên liệu mía nằm gần nhà máy chế biến, rộng khắp các tỉnh Tây Ninh (tập trung chính ở 2 huyện Tân Châu và Tân Biên), Trại An, Khánh Hòa, Đắk Lắk, Campuchia (mía được vận chuyển trực tiếp về nhà máy TTCS chế biến), Lào.
- **Đường thô:** được cung cấp bởi một số công ty và nhà máy đường trong nước (Kim Hà Việt, Ninh Hòa, TTC-Gia Lai, TM TTC...) hoặc nhập khẩu từ Thái Lan. Những vụ trước, công ty dựa trên tình hình giá đường thô nhập khẩu để tính lợi ích, nếu giá đường thô giảm đảm bảo có lợi nhuận công ty sẽ gia tăng luyện đường thô và ngược lại.
- **Các nguyên liệu khác:** muối, vôi, phân bón, xăng dầu, than, hóa chất, bao bì...

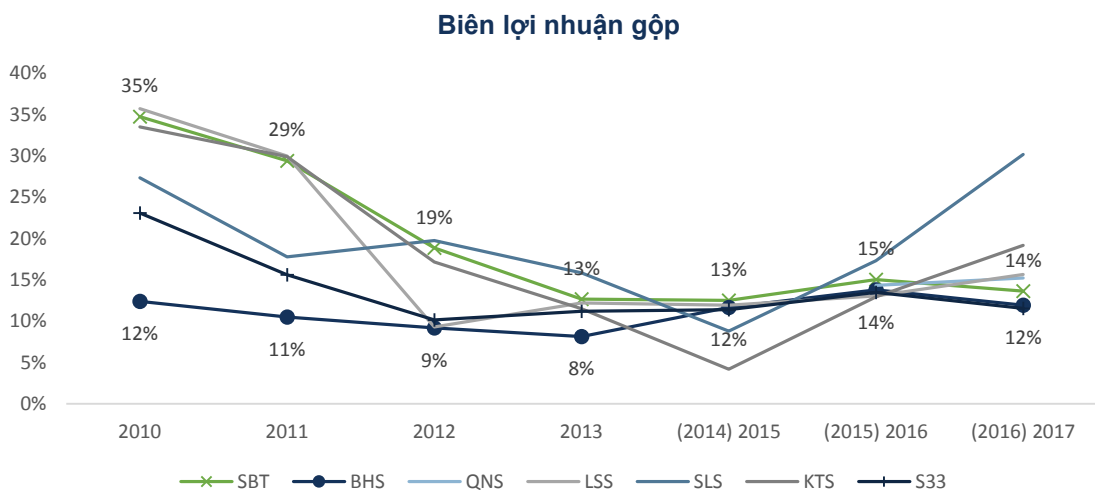
2.2.1 Diễn biến Lợi nhuận gộp (LNG) và biên LNG



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Số liệu QNS chỉ tính cho mảng đường

Nhìn chung, giai đoạn 2010 đến nay, doanh thu và lợi nhuận gộp của TTC-BH đều tăng trưởng tốt, có CAGR lần lượt đạt 26% và 8%. Dễ dàng thấy, lợi nhuận gộp tăng trưởng thấp hơn doanh thu. Nguyên nhân do biên lãi gộp của TTC-BH có xu hướng giảm từ 35% xuống còn 14%.



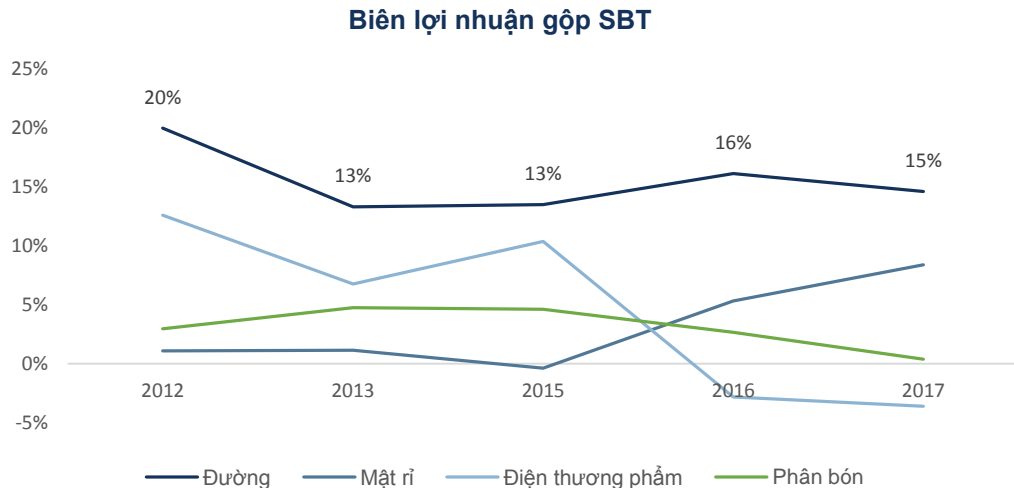
Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biên lãi gộp giai đoạn 2010-2013 của TTC-BH gần như cao nhất ngành, cao hơn BHS đến 23% do TTC-BH chủ yếu bán buôn, biên lãi gộp cao hơn bán lẻ. Hơn nữa, giai đoạn này TTC-BH chủ yếu sản xuất đường từ mía, trong khi BHS có sản xuất từ đường thô lớn (nguồn đường thô trong nước giá cao hoặc nhập khẩu ngoài hạn ngạch chịu thuế 80%) và mua đường tinh luyện lưu kho bán (đường thương mại) nên biên lãi gộp thấp.

Giai đoạn 2010-2011 giá đường trong nước cao, kéo theo biên lợi nhuận các công ty trong ngành cao. Sau đó, từ 2011 giá đường bắt đầu giảm cho tới nửa cuối 2015, làm doanh thu tăng trưởng chậm lại, trong khi giá mua mía vẫn cao làm giảm biên lãi gộp. Hơn nữa, diện tích mía nguyên liệu bị cạnh tranh với các cây trồng khác làm mía nguyên liệu không đủ cung cấp cho nhà máy nên doanh nghiệp phải sử dụng thêm đường thô vào luyện (năm 2013, TTC-BH bắt đầu đưa nâng công suất và xưởng đường thô hòa tan mới vào hoạt động), càng khiến biên lợi nhuận giảm trầm trọng.

Từ những khó khăn đó, giai đoạn 2010-2014, biên lợi nhuận gộp TTC-BH liên tiếp giảm, từ 35% xuống 12%. Trong năm tài chính 2016, biên lợi nhuận cải thiện lên 15% nhờ vào giá đường tăng, bên cạnh đó nguyên vật liệu đầu vào giảm khoảng 4%. Tuy nhiên, năm tài chính 2017 biên lợi nhuận gộp của TTC-BH giảm trở lại do giá đường trong nước tăng khiến giá mía nguyên liệu tăng theo nhưng giá bán của TTC-BH không tăng tương ứng (do công ty sử dụng các hợp đồng tương lai trong khâu bán hàng). Bên cạnh đó công ty tăng các khoản doanh thu từ bán đường thương mại, bán phân bón cho nông dân là 129,3 tỷ (+37 tỷ yoy), các hoạt động này có lợi nhuận thấp hoặc bằng không nên làm giảm biên lợi nhuận gộp của công ty.

Lợi nhuận gộp theo sản phẩm



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Một dây chuyền sản xuất đường sẽ cho ra mật rỉ và bã mía (dùng để sản xuất điện), nên giá vốn của mật rỉ và điện có thể được hạch toán trong giá vốn của đường hoặc cũng có thể tách riêng. Biên lợi nhuận gộp mảng điện của TTC-BH âm trong 2 năm gần đây do công ty chuyển giá vốn từ mảng đường qua mảng điện. Nhìn chung, đường và các phụ phẩm từ đường là một khối doanh thu và chi phí, việc phát triển phụ phẩm sẽ giúp hạ giá thành sản xuất chung.

2.2.2 Dự phóng biên LNG

Biên lợi nhuận gộp của TTC-BH được dự báo sẽ giảm trong năm tài chính 2018, từ mức 14% năm tài chính 2017 xuống còn 12% do giảm giá bán đầu ra để cạnh tranh như đã phân tích trong phần **“Năng lực sản xuất và xu hướng mở rộng”**, trong khi giá nguyên liệu đầu vào chưa giảm ngay. Ngoài ra, khi sau khi sáp nhập BHS, tỷ trọng doanh thu bán lẻ của TTC-BH cũng tăng lên làm giảm biên lợi nhuận chung của doanh nghiệp. Những năm tài chính tiếp sau, biên lợi nhuận gộp được cải thiện dần, dự báo tăng lên 17% vào năm tài chính 2020, mặc dù giá bán vẫn tiếp tục giảm nhưng giá nguyên liệu đầu vào được cải thiện mạnh hơn nhờ hợp tác với nông dân hiệu quả và đưa cánh đồng mẫu lớn đi vào hoạt động. Song song đó là các nhà máy được nâng công suất luyện đường tinh từ đường thô bắt đầu đi vào sử dụng. Nguồn đường thô lấy từ nhà máy tại Lào và nhập khẩu với giá thấp giúp doanh nghiệp hạ giá thành sản xuất.

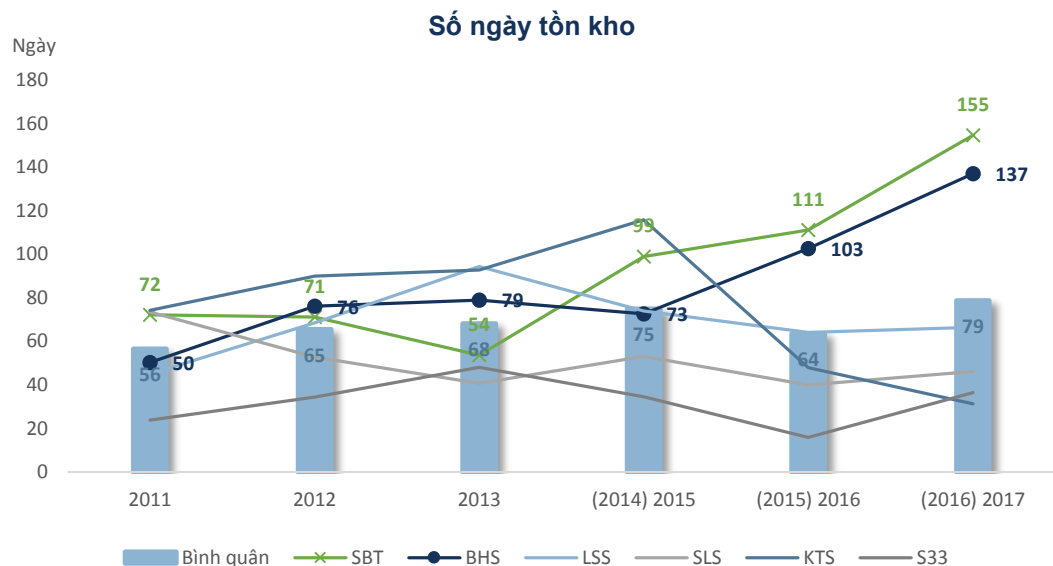
Năm tài chính 2018, khấu hao của TTC-BH sẽ giảm đáng kể. Do hầu hết máy móc thiết bị, nhà xưởng của công ty mẹ TTCS sử dụng từ năm 1998 đã hết thời gian khấu hao (phân tích chi tiết ở mục **“Tài sản cố định và tình hình khấu hao”** dưới đây), từ đó giúp công ty giảm được giá thành sản xuất đường.

Ngoài ra, sau khi hợp nhất với BHS, TTC-BH sẽ tiết kiệm được một số chi phí (Cost synergy) góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp như:

- **Giảm chi phí vận chuyển nhờ vào:**
 - Linh động sử dụng hệ thống kho bãi. Như TTCS có thể dùng kho Biên hòa-Tây Ninh của BHS tại Tây Ninh.
 - TTC-BH phối hợp chuyển giao vùng nguyên liệu hai bên nhằm giảm chi phí vận chuyển cho các nhà máy. Như vùng nguyên liệu tự chủ hơn 800 ha ở Tây Ninh của BHS chuyển qua cho TTCS. Hay chuyển giao đường thô từ nhà máy Biên Hòa-Tây Ninh thuộc BHS, thay vì vận chuyển về Biên Hòa cách 200km, thì nay về TTCS chỉ 20km.
- **Mua các yếu tố đầu vào với số lượng lớn**, có thể gây sức ép với nhà cung cấp, từ đó giảm chi phí yếu tố đầu vào (như: phân bón, thuốc trừ sâu, bao bì, máy móc, thiết bị...).
- **Giảm chi phí vận hành** trong sản xuất nhờ vào sắp xếp thời gian vào vụ, chớp thời gian theo tiến độ thu hoạch mía mỗi vùng. Ví dụ: BHS vào trước 1 tháng, TTCS vào sau 1 tháng để đảm bảo mía về và đường thô luyện liên tục.

Với doanh thu đến từ hoạt động xuất khẩu, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp thấp, đạt khoảng 5% do chi phí xuất khẩu cao hơn và giá bán xuất khẩu cũng thấp hơn so với trong nước. Hoạt động này chủ yếu giúp doanh nghiệp gia tăng sản lượng sản xuất, giảm định phí từ đó giảm giá thành chung của hoạt động sản xuất đường.

2.2.3 Tình hình quản trị vốn lưu động

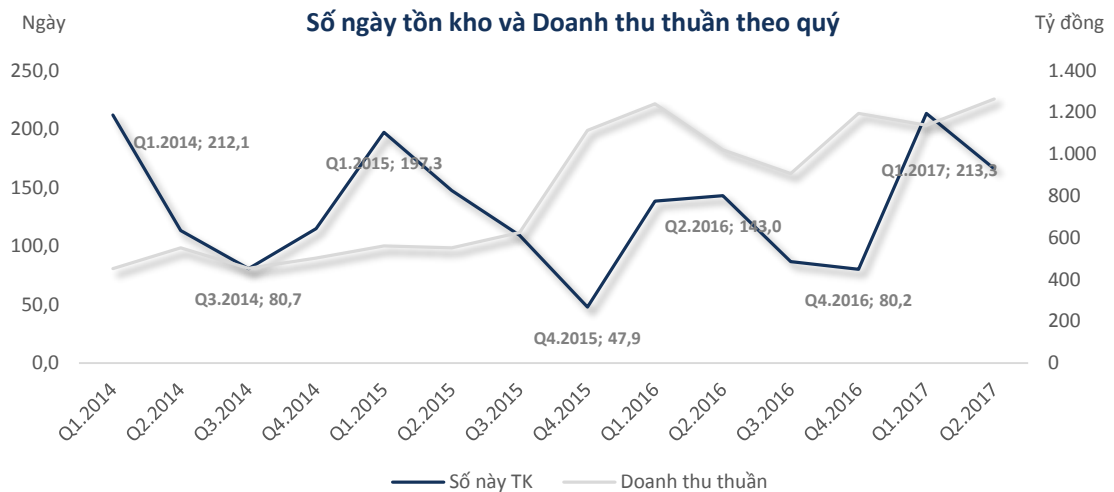


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Đặc thù của ngành là sản xuất trong vòng 6 tháng, sau đó tồn kho để cung cấp đến khách hàng cả năm nên số ngày tồn kho của ngành khá cao. Trong giai đoạn 2011-2014 số ngày tồn kho của TTC-BH sát với mức bình quân ngành, khoảng 2,5 tháng quay vòng hàng tồn kho (HTK) 1 lần. Từ năm 2015, số ngày tồn kho của công ty có xu hướng tăng cao. Hiện nay với số ngày tồn kho của TTC-BH cao nhất ngành đạt 5,2 tháng, gấp khoảng 2 lần trung bình ngành. Nguyên nhân chính do công ty mở rộng sản xuất đường thành phẩm từ đường thô nên nhu cầu tồn trữ cao. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng thường xuyên có hoạt động đầu cơ tích trữ đường khi giá có xu hướng tăng cao trong năm tài chính 2016 và 2017.

Chúng tôi dự phóng số ngày tồn kho của TTC-BH từ 2018 trở đi là 4,1 tháng (124 ngày), bằng mức bình quân của TTC-BH và BHS 2 năm trở lại đây. Số ngày tồn kho của BHS cũng khá cao, năm tài

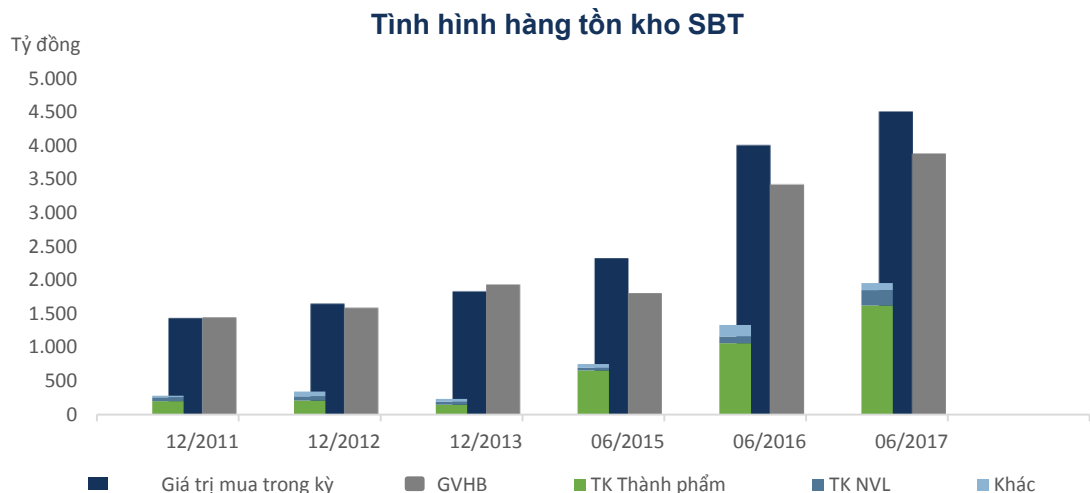
chính 2017 là 137 ngày, ngoài những nguyên nhân làm tồn kho cao tương tự như TTC-BH, BHS còn bán đường cho các đối tác, đại lý, tiểu thương xuất khẩu tiểu ngạch, những đối tượng này mua thành nhiều đợt và số lượng nhỏ mỗi đợt nên công ty phải trữ tồn kho thành phẩm cao.



Số ngày tồn kho tính theo năm lịch tức Q1 từ 1/1 đến 31/3

Nguồn: BCTC, FPT Research

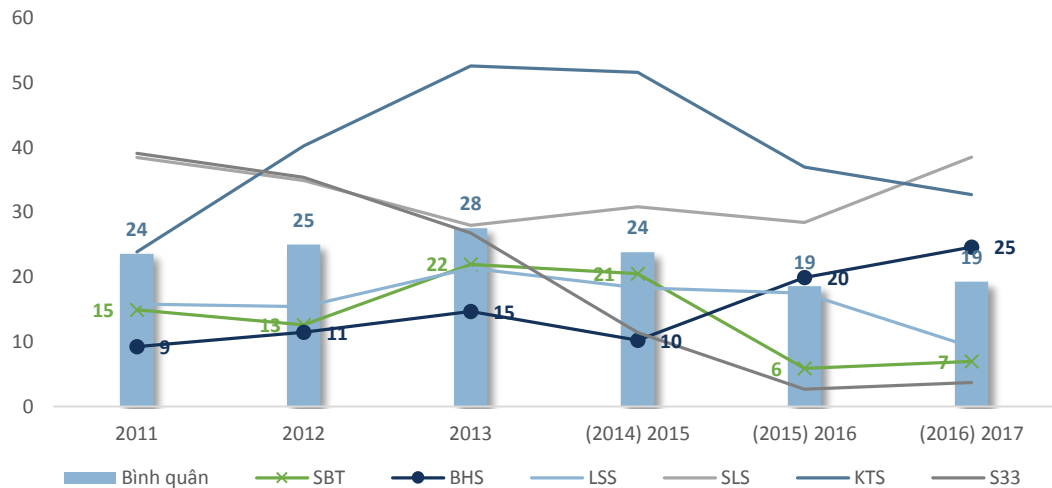
TTC-BH thường có số ngày tồn kho cao ở quý 1 và quý 2 do đây là hai quý vào chính vụ sản xuất mía và luyện đường, sản lượng sản xuất dồi dào. Hơn nữa nhu cầu tiêu thụ dịp này chưa cao. Ngày tồn kho quý 3 và quý 4 thấp do đây là hai quý kết thúc vụ cũng như đầu vụ mới nên lượng tồn kho ở các nhà máy giảm dần, sức tiêu thụ cũng tăng vào dịp Trung thu và tết cổ truyền.



Nguồn: BCTC, FPT Research

Do mở rộng quy mô sản xuất nên HTK của công ty tăng dần, nhất là từ năm tài chính 2016, sau khi tiến hành M&A với SEC. Tồn kho chủ yếu là thành phẩm và nguyên vật liệu, tỷ trọng duy trì ổn định lần lượt là 83% và 12%. Dự báo, năm tài chính 2018 tỷ trọng tồn kho thành phẩm giảm do trong cơ cấu tồn kho của BHS, nguyên vật liệu và tồn kho hàng hóa chiếm đến 38%. Hàng hóa là mía giống, phân bón, các loại bánh kẹo và đường thương mại (Đường vàng mua từ La Ngà-Việt Đài, đường RS mua từ Quảng Ngãi-Đắk Nông-Nông Công-Tuy Hòa...).

Hàng tồn kho của TTC-BH được bảo quản tốt với hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001:2000 nên ít bị hao hụt, hư hỏng, công ty hầu như không phát sinh hàng tồn kho kém phẩm chất phải trích lập dự phòng. Như đã đề cập trong vị thế ngành, năng lực tồn trữ hàng tồn kho là một lợi thế lớn trong ngành.

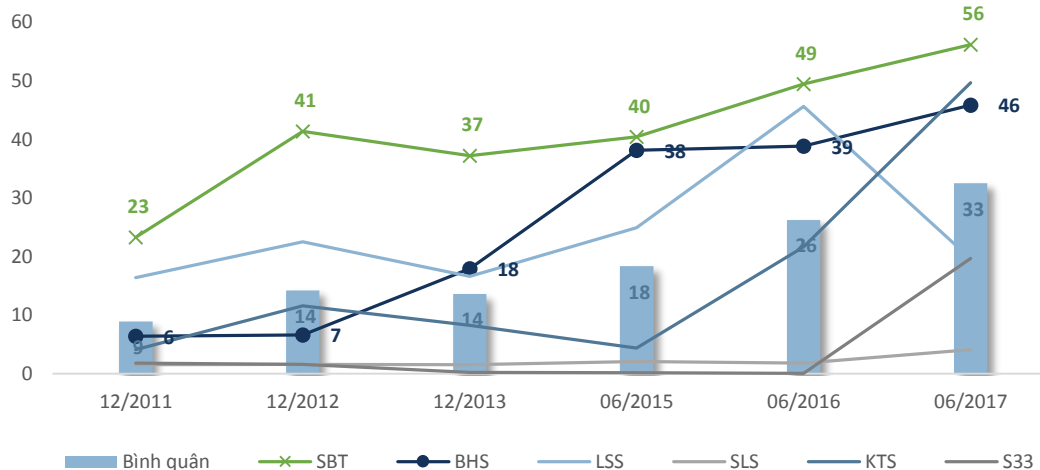
Số ngày phải trả người bán


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Về các khoản phải trả người bán, từ 2015 đến nay sau khi sáp nhập với SEC, số ngày phải trả người bán của TTC-BH có xu hướng giảm còn 6-7 ngày, thấp hơn bình quân ngành (bình quân ngành đạt 19 ngày). Các khoản phải trả người bán của TTC-BH chủ yếu với công ty cung cấp phân bón, nông dân.

Ngoài ra, TTC-BH còn có khoản vốn chiếm dụng đáng kể khác là người mua trả trước ngắn hạn. Năm tài chính 2017 khoản nhận trả trước từ các bên liên quan tăng đột biến là 88 tỷ, dự phóng năm tài chính 2018, khoản này tăng lên do sáp nhập với BHS. Năm tài chính 2017, BHS có 136 tỷ nhận trả trước từ người mua, BHS phải trả lãi suất 8%/năm, khoản này phát sinh do hợp nhất với nhà máy đường Lào.

Chúng tôi dự phóng số ngày phải trả người bán của TTC-BH từ năm tài chính 2018 trở đi tăng lên khoảng 12 ngày, bằng mức bình quân của TTC-BH và BHS (điều chỉnh loại khoản đột biến do hợp nhất với nhà máy đường Lào) 2 năm trở lại đây. Do số ngày phải trả của BHS cao, đạt 25 ngày và cao hơn bình quân ngành. Năm tài chính 2017 khoản phải trả của BHS có giá trị 355 tỷ. Khoản phải trả người bán ngắn hạn của BHS tăng do hợp nhất 250 tỷ của nhà máy đường Lào. Nếu điều chỉnh loại khoản này ra, số ngày phải trả của BHS năm tài chính 2017 chỉ ở mức 16,5 ngày, thấp hơn bình quân ngành. Khoản phải trả của BHS phát sinh với đối tượng chủ yếu là các bên liên quan trong TTC Group như NHS, TTCS, TSU, CTCP Khai thác và quản lý KCN Đặng Huỳnh, PHR... và các hộ nông dân trồng mía.

Số ngày phải thu khách hàng


Nguồn: BCTC, FPTs Research

TTC-BH có số ngày phải thu khách hàng cao nhất trong ngành, hiện tại là 56 ngày, trung bình ngành chỉ 33 ngày, cho thấy doanh nghiệp bị khách hàng chiếm dụng vốn khá nhiều. Khoản phải thu khách hàng của TTC-BH có tốc độ tăng nhanh hơn tốc độ tăng của doanh thu. Khoản phải thu khách hàng cuối năm tài chính 2017 của TTC-BH là 563 tỷ (chiếm 13% DTT). Các khoản này chủ yếu của các bên liên quan trong TTC Group (CTCP Đầu tư TTC, Sơn Tín...), do có quan hệ mua bán qua lại và từ các khách hàng công nghiệp như PepsiCo, Tân Hiệp Phát, Vinacafe Biên Hòa, Vĩnh Hảo, Vinamilk, Masan, Frieslandcampia, Nestle... do đặc thù ngành bán buôn với số lượng lớn, phải giữ mối quan hệ làm ăn lâu dài với khách hàng. Các khoản phải thu ngắn hạn này đều được sử dụng làm tài sản thế chấp tại ngân hàng. Các khoản phải thu của TTC-BH với TTC Group sẽ được cân trừ với các công nợ khác. Các khoản phải thu với khách hàng công nghiệp đều có khả năng thu hồi tương đối tốt do hầu hết là các doanh nghiệp lớn uy tín.

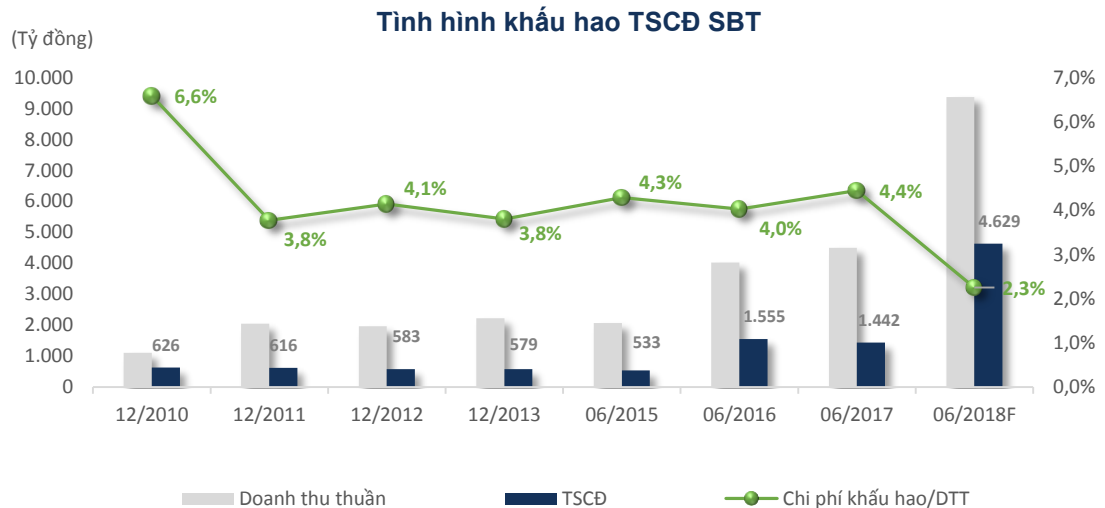
Chúng tôi dự phóng, số ngày phải thu của TTC-BH năm tài chính 2018 giảm còn 48 ngày, bằng mức bình quân của TTC-BH và BHS 2 năm trở lại đây. Năm tài chính 2017, số ngày phải thu của BHS là 46 ngày, giá trị khoản phải thu khách hàng 811 tỷ (chiếm 15% DTT).

Ngoài phải thu ngắn hạn khách hàng như đã phân tích ở trên, năm tài chính 2017, TTC-BH còn có các khoản phải thu ngắn hạn lớn khác như sau:

- Trả trước cho người bán ngắn hạn: gồm 2 khoản lớn là trả trước cho các bên liên quan trong TTC Group và trả trước cho nông dân. Năm tài chính 2017, hai khoản này của TTC-BH lần lượt là 578 tỷ và 492 tỷ, tổng cộng chiếm 30% giá vốn hàng bán (COGS). Trong đó, trả trước cho các bên liên quan không có đảm bảo hưởng lãi suất 8,0-9,6%/năm, cho nông dân trồng mía đảm bảo bằng quyền sử dụng đất hưởng lãi suất 9,6-12%/năm. Dự phóng năm tài chính 2018, 2 khoản này vẫn sẽ duy trì với độ lớn khoảng 27% COGS, do các khoản trả trước cho người bán của BHS khá tương tự TTC-BH. Năm tài chính 2017 trả trước cho các bên liên quan và cho nông dân của BHS lần lượt là 810 tỷ và 278 tỷ, tổng cộng chiếm 25% COGS, trả trước cho các bên liên quan không hưởng lãi và trả trước cho nông dân hưởng lãi 0,8-0,9%/tháng.
- Phải thu về cho vay ngắn hạn: TTC-BH thường xuyên có quan hệ cho vay với nhóm Thành Thành Công. Hoạt động này mang tính chất ngắn hạn, dòng tiền chi cho vay và dòng thu hồi cho vay không chênh lệch lớn trong năm. Số dư hết năm tài chính 2017, TTC-BH cho vay 286 tỷ, có giá trị khoảng 6% DTT. Dự phóng năm tài chính 2018, khoản này của TTC-BH có giá trị 9% DTT do BHS cũng có khoản mục này, theo số dư hết năm tài chính 2017 là 740 tỷ (phải thu về cho vay của BHS tính lãi 6-9%/năm).
- Phải thu ngắn hạn khác: của TTC-BH không đáng kể. Dự kiến năm tài chính 2018, khoản mục này tăng lên do BHS có 300 tỷ do tiền đặt cọc thuê đất ở Tây Ninh làm cánh đồng mía (dựa trên số liệu năm tài chính 2017).

TTC-BH thường xuyên phát sinh nợ phải thu khó đòi giao động từ 20-40 tỷ chủ yếu do đầu tư cho nông dân trồng mía đầu vụ, tiền đầu tư này sẽ được cân trừ vào tiền bán mía vào cuối vụ. Một số hộ có năng suất thấp, gặp thiên tai nên không thanh toán nợ đúng hạn cho nhà máy. Để hạn chế rủi ro này, công ty áp dụng chính sách dùng quyền sử dụng đất của nông dân đảm bảo các khoản đầu tư và trả trước cho nông dân.

2.2.4 Tài sản cố định và tình hình khấu hao



Nguồn: BCTC, FPT Research

Tài sản cố định (TSCĐ) của TTC-BH có trên 90% là tài sản hữu hình và hiện được khấu hao theo phương pháp đường thẳng. TSCĐ chủ yếu biến động do hợp nhất kinh doanh với các công ty con, đặc biệt là sau khi sáp nhập BHS cũng như sở hữu nhà máy đường Attapeu, TSCĐ đạt 4.629 tỷ, tăng 221% so với trước sáp nhập. Các năm gần đây, công ty nâng công suất nhà máy luyện đường không đáng kể.

Từ 2011 đến nay, tỷ lệ chi phí Khấu hao/DTT của TTC-BH ổn định khoảng 4%. Năm tài chính 2018 khấu hao của TTC-BH sẽ giảm đáng kể, dự phóng chi phí khấu hao/DTT giảm còn 2,3%. Do hầu hết máy móc thiết bị, nhà xưởng của công ty mẹ TTCS sử dụng từ năm 1998 hết thời gian khấu hao trong khi dây chuyền này vẫn còn tiếp tục sử dụng được trên 10 năm nữa nhờ công tác bảo trì bảo dưỡng tốt. Dự kiến, công ty mẹ TTCS sẽ giảm được khoảng 50% chi phí khấu hao từ niên vụ 2017/2018 so với chi phí khấu hao niên vụ trước, điều này sẽ giúp công ty hợp nhất giảm được khoảng 77,35 tỷ đồng chi phí khấu hao. Bên cạnh đó, chi phí khấu hao/DTT của BHS cũng thấp hơn TTC-BH, vào khoảng 3,6%, làm giảm tỷ lệ khấu hao bình quân.

Về tình hình đầu tư lớn của TTC-BH, năm tài chính 2016 là năm đầu tiên TTC-BH sáp nhập SEC khiến TSCĐ tăng đột biến. Cũng trong năm đó, công ty chi đầu tư lớn đến 430 tỷ đồng. Trong đó công ty mẹ chi 308 tỷ, tăng 113 tỷ so với năm 2015. Công ty mẹ thực hiện nhiều dự án đầu tư lớn như cải tạo kho, cải tạo trung tâm nhiệt điện, tái cấu trúc nhà máy nước khoáng, xây dựng kho Tân Kim. Công ty con TTC-Gia Lai chi 122 tỷ phần lớn để cải thiện, nâng cấp dây chuyền tăng sản lượng đường RS. Sang năm 2017, công ty tiếp tục chi đầu tư 183,5 tỷ, trong đó công ty mẹ chi 140,2 tỷ đầu tư vào các dự án lớn như đầu tư bổ sung cải tạo trung tâm nhiệt điện, bổ sung mở rộng nhà kho Tân Kim.

Một số dự án trong tương lai của TTC-BH là trung tâm nhiệt điện, kho Tân Kim, công ty cơ khí, trung tâm Điện mặt trời TTCS. Ngoài ra công ty còn lên kế hoạch nâng công suất nhà máy luyện đường thô TTCS lên 300.000 tấn/năm, nâng công suất nhà máy luyện đường chính ở Đồng Nai giai đoạn 1 từ 350 lên 650 TTP/ngày và giai đoạn cuối lên 1.000 TTP/ngày, nâng công suất đường thô Biên Hòa - Ninh Hòa 180.000 tấn/năm, cải tạo mạng đường ở Lào, đầu tư cánh đồng lớn trong dài hạn.

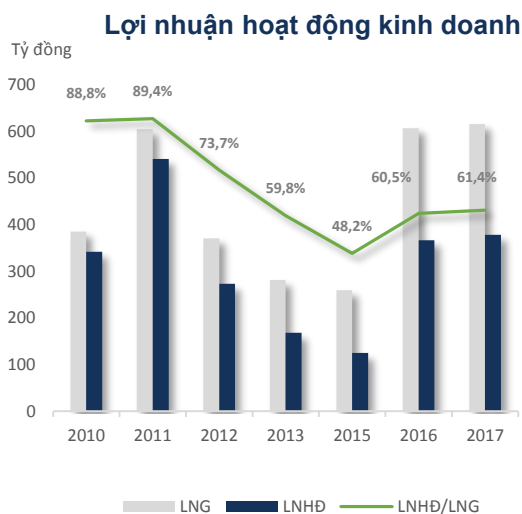
3 năm trở lại đây, TTC-BH liên tục đầu tư lớn, cải tiến sản phẩm, giảm giá thành sản xuất để đạt mục tiêu cuối cùng là nâng cao năng lực cạnh tranh, hoạt động này dự kiến sẽ tiếp tục trong tương lai tới. Dựa theo kế hoạch của công ty và giả định theo nhu cầu đầu tư lớn để tăng doanh thu, chúng tôi ước tính, tổng chi đầu tư lớn giai đoạn 2018-2020 như sau:

Chi đầu tư lớn (Tỷ đồng)	2016	2017	2018p	2019p	2020p	Tổng chi dự án
Chi đầu tư lớn SBT-HN	418,1	624,8	1.521,2	581,1	928,9	
TTCS	274,3	137,3	351,3	50,0	928,9	1.741,8
Cải tạo kho đường thô thành kho xá	20,4	-	-	-	-	20,4
Cải tạo Bến Thủy nội địa	4,4	-	-	-	-	4,4
Nước mía Miaqua	8,0	-	-	-	-	8,0
Đường Organic	4,9	-	-	-	-	4,9
Cải tạo trung tâm nhiệt điện	62,3	62,3	62,3	-	-	186,9
Tái cấu trúc nhà máy nước khoáng Đa Kai	24,3	-	-	-	-	24,3
Kho Tân Kim	150,0	75,0	55,0	50,0	-	330,0
Nâng công suất nhà máy luyện đường thô	-	-	234,0	-	-	234,0
Đầu tư đất làm cánh đồng tự chủ	-	-	-	-	928,9	928,9
BHS	143,8	487,5	1.169,9	531,1	-	1.993,9
Lò hơi đốt than 25 tấn/giờ	17,0	-	-	-	-	34,0
Hệ thống tưới nông trường BH-TL	-	11,6	15,0	-	-	36,6
Đầu tư dây chuyền NM BH	77,5	77,5	-	-	-	165,7
Đầu tư dây chuyền NM Trị An	3,1	3,1	-	-	-	13,5
Đầu tư dây chuyền NM Tây Ninh	1,5	1,5	-	-	-	6,3
Đầu tư dây chuyền NM BH-TL	23,7	-	-	-	-	23,7
Phòng về thực phẩm	0,5	-	-	-	-	1,0
Khu vực đóng-lưu trữ đường túi	6,6	6,6	-	-	-	13,2
Nâng cấp hạ tầng CNTT tại BHS	2,0	-	-	-	-	2,0
Hệ thống tưới phun tại TNHH MTV Hải Vi	11,9	-	-	-	-	11,9
Nâng công suất nhà máy luyện đường thô	-	-	134,0	-	-	134,0
Nâng công suất nhà máy luyện đường chính Biên Hòa 350-650-1000TTP/N	-	-	120,9	141,1	-	262,0
Đất nông trường Tây Ninh	-	-	-	390,0	-	390,0
Nâng công suất nhà máy đường Phan Rang 1.500 lên 4.000 TMN	-	-	-	-	-	-
Cải tạo đường Lào - HNG	-	-	900,0	-	-	900,0
Dự án khác ước tính cho 2017	-	387,2	-	-	-	-

Nguồn: FPTTS Research

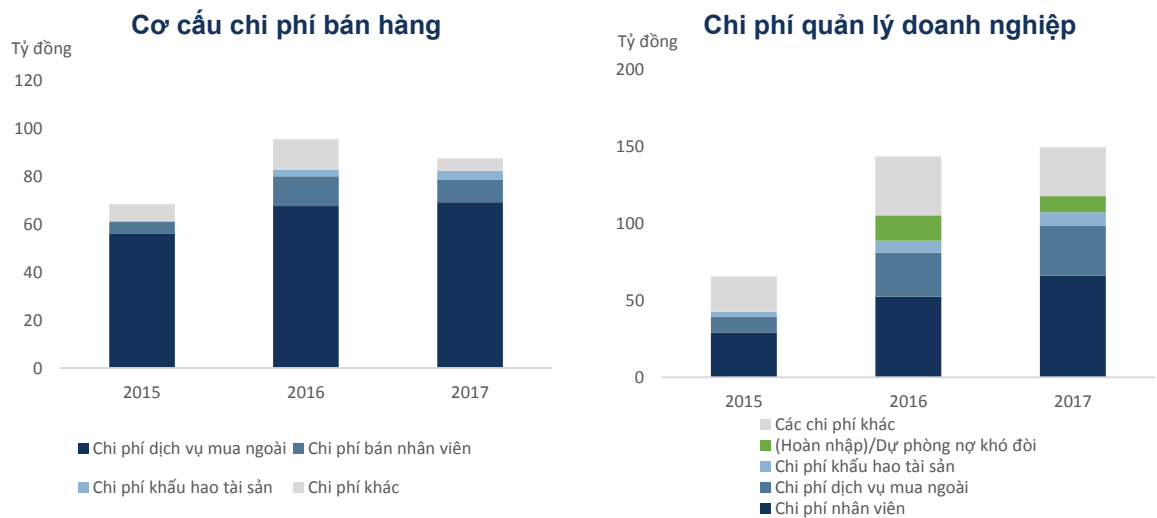
Một số tài sản dài hạn khác của TTC-BH bao gồm: bất động sản đầu tư như sở hữu tòa nhà văn phòng ở Thành phố Biên Hòa-Đồng Nai, trung tâm thương mại tại Tây Ninh với giá trị sổ sách lần lượt khoảng 56 tỷ và 131 tỷ đồng. Tài sản vô hình chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tài sản dài hạn, chủ yếu là quyền sử dụng đất, chi phí phát triển và phần mềm vi tính... có xu hướng giảm dần qua thời gian do phân bổ.

2.3 Lợi nhuận hoạt động kinh doanh



Nguồn: BCTC, FPTTS Research

Nhìn chung, TTC-BH có lợi nhuận hoạt động biến động theo LNG nhưng mức biến động tương đối khác nhau qua các thời kỳ. Giai đoạn 2010-2015 LNHH/LNG giảm dần. Nguyên nhân do chi phí bán hàng (CPBH) và chi phí quản lý (CPQL) có xu hướng ngày càng gia tăng. CPQL&BH của TTC-BH tăng từ 2011-2014 do công ty tăng trích lập dự phòng phải thu cho các hoạt động ứng trước tiền cho nông dân trồng mía. Năm tài chính 2015, CPQL&BH của công ty tăng do tăng nhân sự chuẩn bị cho M&A vào năm tài chính 2016, mở rộng kinh doanh, chuẩn bị đội ngũ kế thừa, đồng thời công ty cũng tăng được 142% khách hàng mới so với 2014. Qua giai đoạn 2016-2017, LNHH/LNG được gia tăng nhờ vào kết quả kinh doanh bắt đầu khả quan, tỷ trọng CPBH/DTT giảm so với giai đoạn trước và CPQL/DTT có xu hướng ổn định. CPBH/DTT giảm từ 3,3% xuống còn 1,9% nhờ vào công tác kho vận và logistic được cải thiện, nổi bật là dự án bến thủy nội địa Năm Chỉ, giúp tối ưu hóa hoạt động điều tiết và giao hàng của công ty. Năm 2017, LNHH/LNG không biến động nhiều so với kỳ trước do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ổn định.

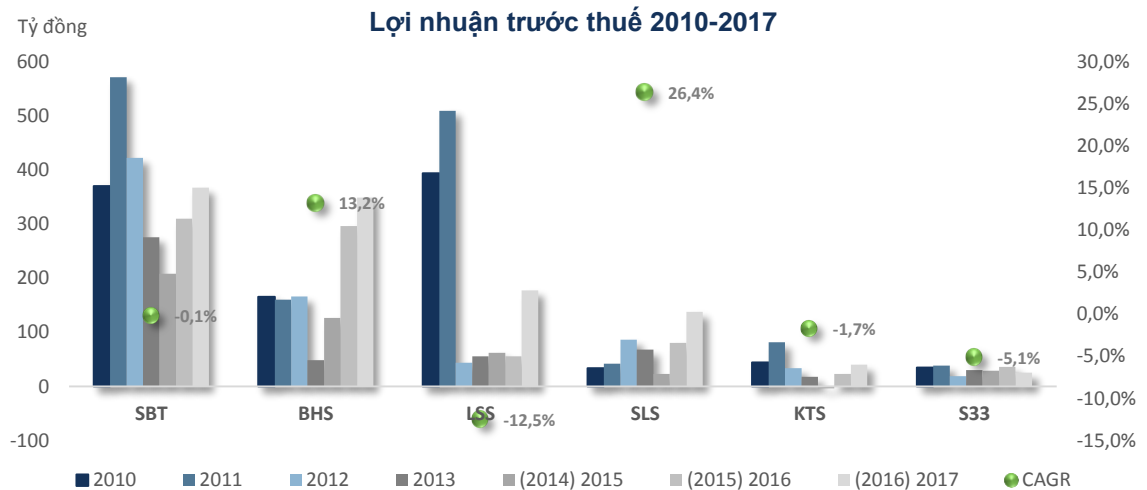


Nguồn: BCTC, FPT Research

Năm tài chính 2017, chi phí dịch vụ mua ngoài (như chi phí vận chuyển) và chi phí nhân viên chiếm chủ yếu trong CPBH. Chi phí dịch vụ mua ngoài và chi phí nhân viên cũng chiếm phần lớn chi phí QLDN. Hiện nay tổng nhân viên đạt trên 1.700 người, tăng 135% so với thời điểm trước sáp nhập BHS, thu nhập bình quân người lao động trong công ty khoảng 9 triệu đồng/người. Dự báo cơ cấu CPQL&BH này sẽ tiếp tục duy trì trong tương lai.

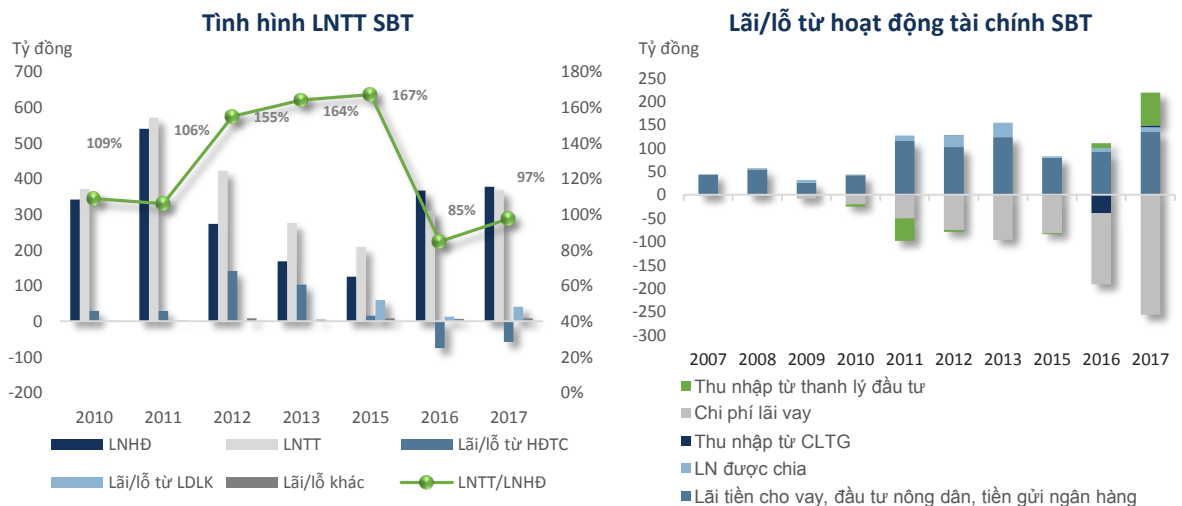
Trong những năm tài chính tiếp theo kể từ 2018, chi phí bán hàng và quản lý được dự báo có tỷ lệ bình quân 5,2% DTT, xu hướng giảm nhẹ so với hiện tại nhờ vào những lợi thế sau hợp nhất. TTC-BH đang sắp xếp lại hệ thống, tiết giảm chi phí trùng lặp sao cho hiệu quả nhất. Từ đó, công ty có thể tiết kiệm chi phí nghiên cứu và phát triển sản phẩm, chi phí bán hàng nhờ thống nhất lại hệ thống phân phối.

2.4 Lợi nhuận trước thuế



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Giai đoạn 2010-2017 lợi nhuận trước thuế của TTC-BH tăng trưởng âm với CAGR -0,1%. Trong khi một số công ty trong ngành vẫn có tăng trưởng dương như BHS tăng 13,2%/năm, SLS tăng 26,4%/năm.



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Giai đoạn 2010-2015, lợi nhuận trước thuế của TTC-BH cao hơn so với lợi nhuận hoạt động chủ yếu nhờ lợi nhuận từ hoạt động tài chính. Riêng năm tài chính 2015, công ty có khoản lợi nhuận lớn được chia từ các công ty liên doanh liên kết 60 tỷ. Tuy nhiên, 2 năm tài chính 2016 và 2017 lợi nhuận trước thuế nhỏ hơn lợi nhuận hoạt động do chi phí tài lãi vay cao khiến công ty phải ghi nhận khoản lỗ từ hoạt động đầu tư tài chính lần lượt 75 và 58 tỷ.

Giai đoạn 2010-2013 lãi từ hoạt động tài chính đến từ lãi đầu tư nông dân, lãi cho vay các bên liên quan, chi phí tài chính chưa phát sinh nhiều. Năm tài chính 2014/2015, chi phí lãi vay công ty giảm do mặt bằng lãi suất vay ngoại tệ giảm, công ty chuyển sang vay USD, nhưng biến động tỷ giá làm công ty lỗ tỷ giá hơn 33 tỷ ghi nhận trong năm tài chính tiếp theo. Qua năm tài chính 2016-2017, TTC-BH chi khoảng 500 tỷ mua 40% nhà máy đường tại Lào cộng thêm nhu cầu mở rộng hoạt động kinh doanh, đáp ứng nhu cầu ứng trước tiền cho nông dân và cho nhóm khách hàng liên quan, công ty đã tăng sử dụng nợ vay khiến chi phí lãi vay ăn mòn các khoản lãi từ tiền gửi, cho vay và thanh lý các khoản đầu tư (xem chi tiết tình hình đầu tư tài chính qua các năm của TTC-BH tại [Phụ lục 01c](#)). Tại thời điểm

30/09/2017, giá trị đầu tư vào công ty con là 10.325 tỷ đồng và công ty liên kết là 1.340 tỷ đồng. Các khoản đầu tư này đã số chưa trích dự phòng đáng kể.

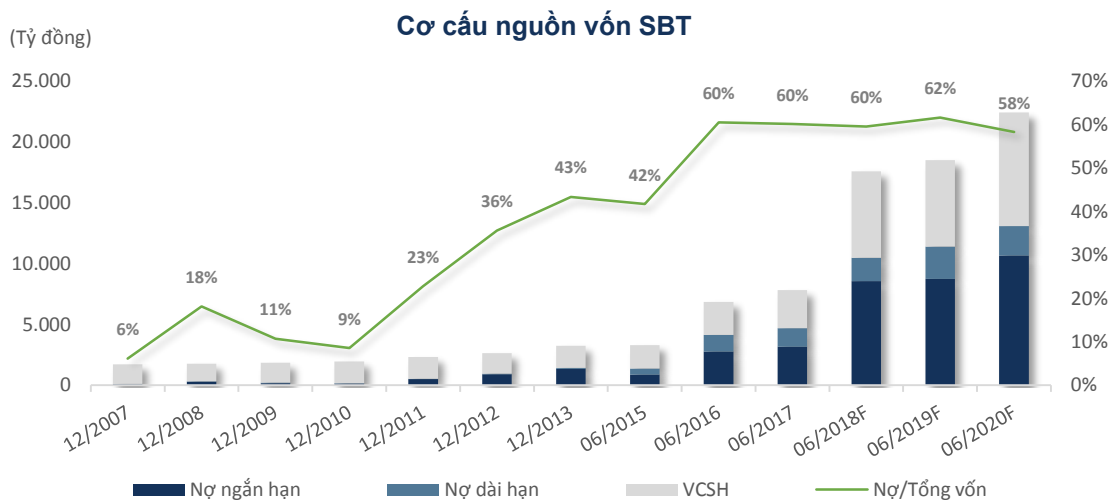
Từ năm tài chính 2017 trở về trước, TTC-BH có rủi ro tỷ giá do công ty thường xuyên nhập đường thô từ Thái Lan và các nước khác trong khu vực, nhưng không đáng kể. Trong tương lai, theo kế hoạch mở rộng hoạt động nhập đường thô cũng như xuất khẩu đường thành phẩm ra thế giới thì rủi ro tỷ giá có thể là một rủi ro quan trọng, có thể ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty.

Năm tài chính 2018, chi phí tài chính của TTC-BH sẽ vẫn ở mức cao, tăng cao do BHS cũng sử dụng nợ vay nhiều. Chi phí lãi vay ăn mòn các khoản doanh thu tài chính như lãi trả trước cho nông dân trồng mía, lãi cho vay các bên có liên quan và lãi bán các khoản đầu tư. Riêng năm 2017, mặc dù chi phí lãi vay tăng cao, tăng gần 2 lần so với kỳ trước, nhưng thu nhập từ thanh lý đầu tư 182 tỷ giúp công ty ghi nhận 78 tỷ lãi từ hoạt động tài chính. Các khoản thoái vốn đầu tư này chủ yếu phục vụ cho hoạt động M&A giữa BHS và TTC-BH.

Trong quá khứ, TTC-BH đã thực hiện thanh lý các khoản đầu tư để chuẩn bị cho sáp nhập. Tương lai, công ty thực hiện chiến lược thoái dần khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành, thay thế bằng các khoản đầu tư liên quan đến chuỗi giá trị ngành đường. Ngày 27/09/2017 vừa qua, TTC-BH quyết định bán lại 49% sở hữu của mình tại CTCP KCN Thành Thành Công, dự kiến thời gian thực hiện từ tháng 9/2017-30/06/2018. Giá bán dự kiến theo giá thị trường và không thấp hơn 25.000 đồng/CP. Nếu vụ thoái vốn thành công, TTC-BH có thể thu về khoản tiền tối thiểu 612,5 tỷ đồng và lợi nhuận khoảng trên 300 tỷ. Khoản tiền này được sử dụng để phục vụ nhu cầu vốn dài hạn, đầu tư theo chiến lược phát triển của công ty đến 2020.

Chúng tôi dự báo, lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp năm tài chính 2018 đạt 682 tỷ (đã bao gồm lợi nhuận từ việc thoái KCN), mặc dù chi phí tài chính vẫn ở mức cao nhưng tỷ lệ LNTT/LNHH tăng lên 109% so với mức 97% năm tài chính trước nhờ gia tăng doanh thu tài chính. Từ 2018 đến 2022 LNTT tăng trưởng với tốc độ CAGR 30%/năm.

2.4.1 Tình hình nguồn vốn



Nguồn: BCTC, FPTs Research

TTC-BH có tỷ trọng tổng nợ phải trả trong tổng tài sản ở mức cao khoảng 60%, trong khi các công ty trong ngành chỉ sử dụng khoảng 30-40%. Giai đoạn 2015-2017, công ty tăng sử dụng nợ vay, cả vay ngắn hạn tài trợ cho vốn lưu động lẫn vay dài hạn đầu tư các dự án lớn. VCSH của TTC-BH cuối năm tài chính 2016 tăng do phát hành cổ phiếu hoán đổi với SEC, cuối năm tài chính 2017 không biến động nhiều, chủ yếu tăng do lợi nhuận giữ lại từ hoạt động kinh doanh và phát hành cổ phần trả cổ tức (**xem chi tiết trong quy trình tăng vốn**). Sau sáp nhập với BHS, cơ cấu nguồn vốn của TTC-BH gần như không đổi do cơ cấu nguồn vốn 2 doanh nghiệp khá tương đồng. Trong tương lai xa hơn, công ty sẽ

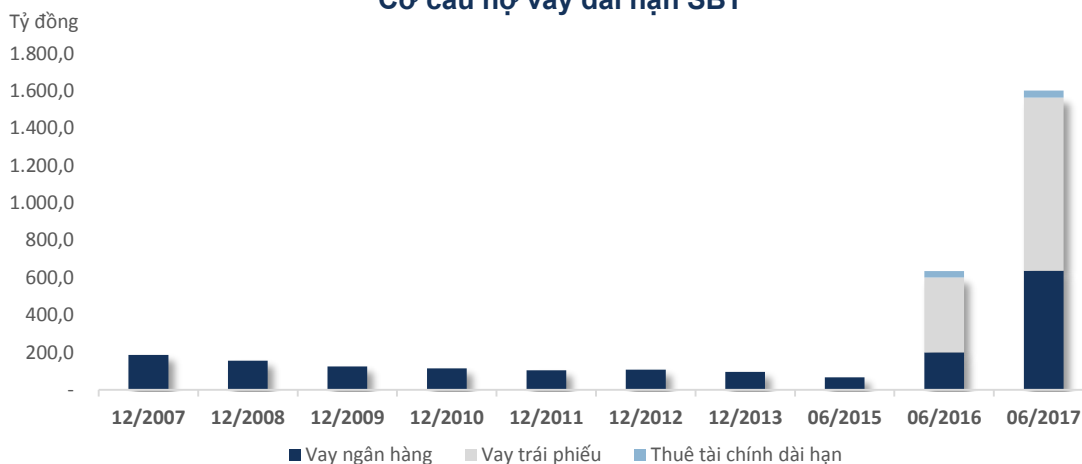
giảm bớt nợ vay nhưng vẫn giữ ở một tỷ lệ nhất định nhằm có chi phí sử dụng vốn hiệu quả, theo dự báo trong model của chúng tôi là 40% tổng nợ phải trả/tổng tài sản.

Do đặc thù ngành dự trữ hàng tồn kho nhiều, vốn tài trợ cho chi phí sản xuất của nông dân ở các diện tích liên kết thường được ứng trước từ đầu vụ nên nhu cầu vốn lưu động của các công ty ngành mía đường lớn, vì vậy trong cơ cấu nợ vay của TTC-BH, phần lớn là nợ ngắn hạn. Quy mô doanh nghiệp ngày càng tăng nên TTC-BH ngày càng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Hiện nay, hơn 90% nhu cầu vốn lưu động được tài trợ bởi nợ ngắn hạn. Phần lớn các khoản vay này được thế chấp bởi hàng tồn kho và các khoản nợ phải thu, quyền sử dụng đất. Cuối năm tài chính 2017, nợ vay ngắn hạn của TTC-BH là 2.849,7 (+13% yoy).

Lãi suất các khoản vay ngắn hạn năm tài chính 2017 của TTC-BH là 5,3-5,5%/năm; của BHS là 5,2%-6%/năm với khoản vay VNĐ và 2,5% với khoản vay USD. Vay USD không đáng kể. Công ty có khả năng trả nợ và lãi tốt, hầu hết đều trả đúng hạn.

Ngành đường là ngành thâm dụng vốn, có chu kỳ đầu tư. Hiện tại đang là chu kỳ tái đầu tư mới để chuẩn bị hội nhập 2018-2020 nên các công ty trong ngành có nhu cầu nguồn vốn lớn. Năm tài chính 2016 TTC-BH mua mảng mía đường của HAGL khiến nhu cầu vay nợ dài hạn tăng lên. Cuối năm tài chính 2017 là năm đầu tư nhiều của TTC-BH nên nợ cao, đẩy mạnh cơ giới hóa nông nghiệp. Nợ vay dài hạn của TTC-BH là 1.501,3 tỷ (+10% yoy). Trong kế hoạch 5 năm từ nay đến 2020, các dự án lớn cần đầu tư vốn dài hạn, công ty định hướng sử dụng vốn tài trợ từ VCSH-nợ dài hạn 30-70%.

Cơ cấu nợ vay dài hạn SBT



Nguồn: BCTC, FPTs Research

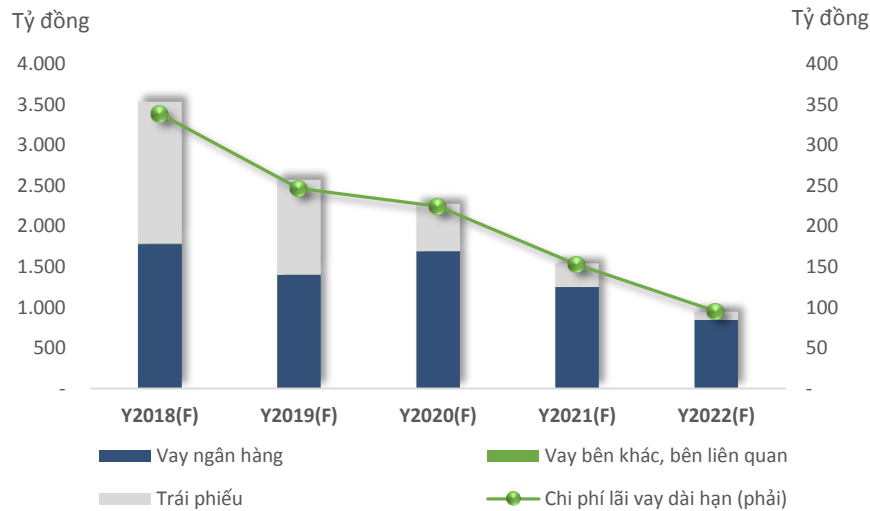
Trong cơ cấu vay dài hạn, TTC-BH chủ yếu vay thông qua phát hành trái phiếu. Năm tài chính 2016, TTC-BH đã phát hành 1.000 tỷ trái phiếu riêng lẻ không chuyển đổi để tái cấu trúc nợ và mở rộng kinh doanh, đầu tư tăng vùng nguyên liệu, xúc tiến khoa học, tăng công suất nhà máy, tăng sở hữu trong các công ty cùng ngành... Lô trái phiếu này có kỳ hạn 5 năm, trả lãi 6 tháng 1 lần, lãi suất 8,5% cho năm đầu tiên và áp lãi trung bình của lãi suất tiền gửi tiết kiệm cá nhân trả sau kỳ hạn 12 tháng bằng tiền đồng của các ngân hàng, biên độ 2,6%/năm. Để trả nợ cho các trái chủ, từ năm thứ 2 sau ngày phát hành, doanh nghiệp sẽ định kỳ 12 tháng 1 lần mua lại một phần trái phiếu với cùng mệnh giá. Năm tài chính 2017, TTC-BH tiếp tục phát hành 420 tỷ trái phiếu để phát triển mảng đường tại Lào. Lô trái phiếu này có kỳ hạn 6 năm, trả lãi 12 tháng 1 lần trong năm đầu tiên, 6 tháng 1 lần trong các năm tiếp theo, lãi suất được BIDV xác định tại ngày phát hành cho kỳ đầu tiên và lãi suất tiền gửi tiết kiệm cá nhân trả lãi sau kỳ hạn 12 tháng bằng tiền đồng của các ngân hàng, biên độ 3,2%/năm.

Sau sáp nhập với BHS, cơ cấu nợ vay dài hạn không có nhiều thay đổi, BHS cũng có các khoản vay trái phiếu đã phát hành như năm tài chính 2016 phát hành gói trái phiếu 500 tỷ không chuyển đổi, trong đó 200 triệu để cơ cấu nợ vay ngắn hạn và 300 triệu để mở rộng vùng nguyên liệu tại các công ty con đến năm 2020. Lô trái phiếu này có kỳ hạn 5 năm, trả lãi 6 tháng 1 lần, lãi suất bằng lãi suất huy động vốn của các ngân hàng, biên độ 2,75%/năm. Năm tài chính 2017, BHS tiếp tục phát hành 630 tỷ trái

phiếu, phục vụ dự án dài hạn của công ty. Lô trái phiếu này có kỳ hạn 6 năm, trả lãi 1 năm 1 lần, lãi suất từ 8,5%-9,95%/năm.

Việc ngày càng gia tăng nợ vay dài hạn khiến TTC-BH tăng áp lực chi trả lãi vay. Các tài sản được đầu tư từ khoản vay dài hạn chưa đem lại doanh thu tương xứng khiến tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu tăng. Trong năm 2018, TTC-BH lên kế hoạch tăng vốn gần 900 tỷ nhằm mục đích bổ sung vốn lưu động, đầu tư các dự án trung và dài hạn, cơ cấu lại nguồn vốn. Thông qua một trong hai phương án (1) phát hành trái phiếu chuyển đổi, (2) phát hành cổ phiếu tăng vốn riêng lẻ. Dự báo tình hình sử dụng nợ vay dài hạn như sau:

Dự phóng tình hình sử dụng nợ vay dài hạn SBT

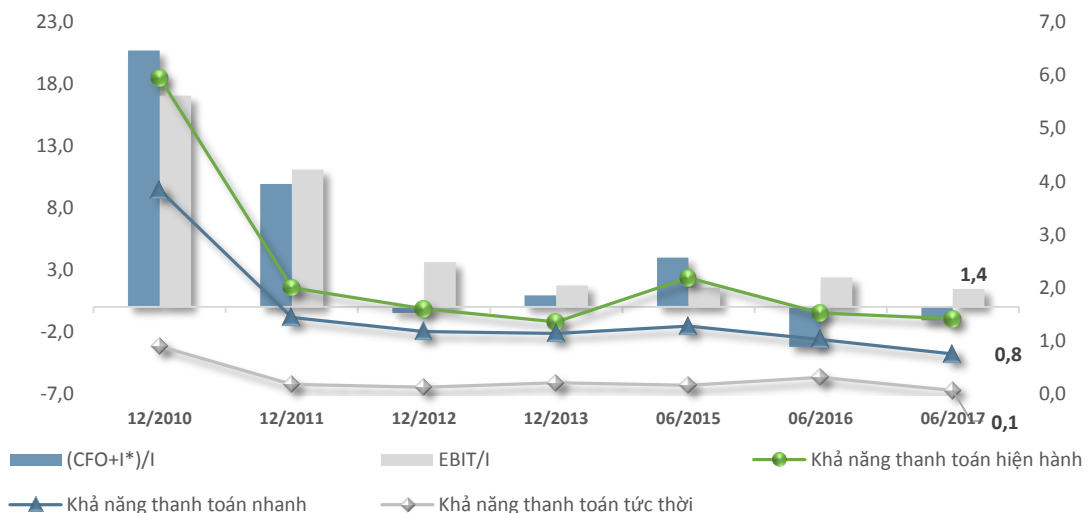


Nguồn: FPT Research

Năm tài chính 2018 và 2019 công ty có nhu cầu tài trợ các dự án lớn cũng như vốn lưu động từ nợ vay cao sẽ khiến gánh nặng chi phí lãi vay ở mức cao, tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu được dự báo ở mức bình quân 6,4% tăng 0,2% so với năm tài chính 2017. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng 2 năm này dự báo còn khoảng 6,8%/năm, giảm gần 1% so với năm tài chính 2017. Từ năm tài chính 2020, gánh nặng lãi vay giảm dần góp phần làm biên lợi nhuận thuần được cải thiện, dự báo đạt khoảng 7,8%.

2.4.2 Khả năng thanh toán lãi vay và nợ gốc vay

Khả năng thanh toán SBT (lần)



I: Chi phí lãi vay đã trả trong kỳ*

Nguồn: BCTC, FPTs Research

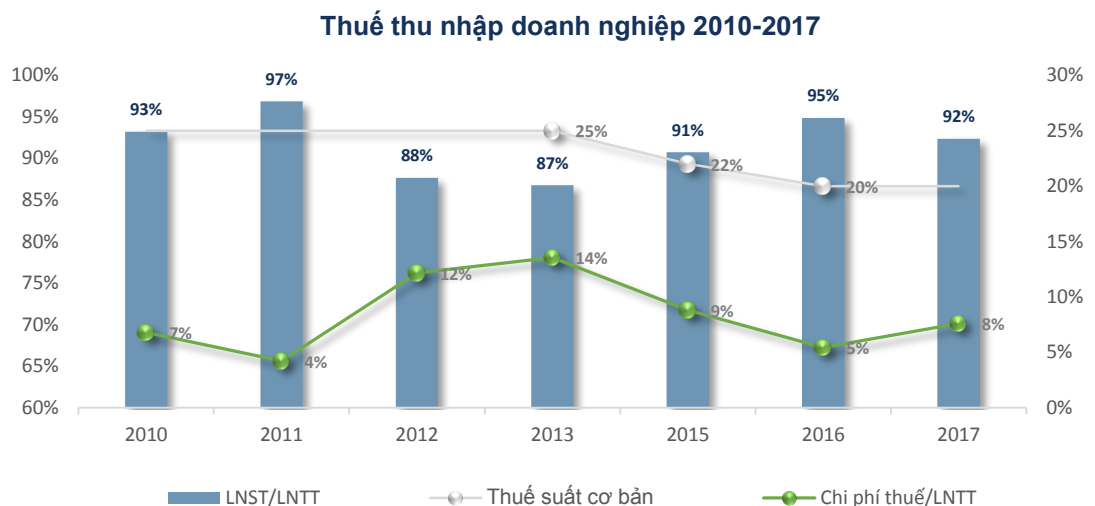
TTC-BH có khả năng thanh toán hiện hành tương đối an toàn đều được duy trì lớn hơn 1 qua các năm, tức một phần tài sản ngắn hạn được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn. Công ty có nhiều HTK có thanh khoản tốt, khả năng thu hồi khoản phải thu khá tốt giúp chất lượng thanh toán hiện hành được đảm bảo. Trong khi HTK ngày càng tăng thì các tài sản có tính thanh khoản cao hơn như tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn... giảm dần khiến cho khả năng thanh toán nhanh và tức thời có xu hướng giảm nhẹ.

Khả năng thanh toán lãi vay ngày càng giảm. Tuy chi trả lãi vay được đảm bảo bởi lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh (năm 2017 EBIT/I là 1,5 lần) nhưng không đảm bảo bởi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO+I có giá trị âm) chủ yếu do nhu cầu vốn lưu động cao, đòi hỏi phải sử dụng dòng tiền tài chính và đầu tư để trả lãi vay.

Tuy các chỉ số về khả năng thanh toán ngắn hạn của TTC-BH tương đối an toàn nhưng việc cho vay, mượn vốn đến các công ty trong TTC Group khiến việc đánh giá rủi ro không chỉ còn ở phạm vi một công ty mà phải bao quát rủi ro cả tập đoàn này. Rủi ro thanh khoản của TTC-BH có thể xảy ra trong trường hợp các khoản cho vay, mượn của TTC Group chậm thu hồi.

Chúng tôi cho rằng, năm tài chính 2018, khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh của doanh nghiệp giảm lần lượt còn 1,0 lần và 0,7 lần so với mức 1,3 lần và 1,0 lần của năm 2017. Nguyên nhân do các khả năng thanh toán này của BHS thấp hơn TTC-BH trước hợp nhất, năm 2017 lần lượt quanh mức 1,1 và 0,7 lần. Đồng thời, công ty cũng tăng nhu cầu nợ ngắn hạn hơn so với các tài sản ngắn hạn. Từ năm tài chính 2019, những chỉ tiêu này được cải thiện dần, trong khi khả năng thanh toán tức thời vẫn duy trì ổn định, quanh mức 0,1.

2.5 Lợi nhuận sau thuế



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Giai đoạn 2010-2011 TTC-BH có lợi nhuận sau thuế khá sát so với lợi nhuận trước thuế do chi phí thuế TNDN thấp. Công ty đăng ký kinh doanh được áp thuế suất 10% cho suốt vòng đời dự án (50 năm từ năm 1995). Thêm vào đó, giai đoạn 2010-2011, TTC-BH được giảm 50% thuế suất. Giai đoạn 2011-2012, doanh nghiệp sử dụng nhiều lao động trong lĩnh vực sản xuất và chế biến nông sản, nên được giảm thêm 30% thuế TNDN phải nộp. Giai đoạn 2012-2013 lợi nhuận sau thuế chỉ bằng 88% lợi nhuận trước thuế, do thuế suất tăng lên 10% thay vì 5% cho hoạt động chính và không được giảm 30% thuế TNDN như trước. Những khoản lợi nhuận chịu thuế không đến từ hoạt động kinh doanh chính vẫn chịu thuế suất cơ bản.

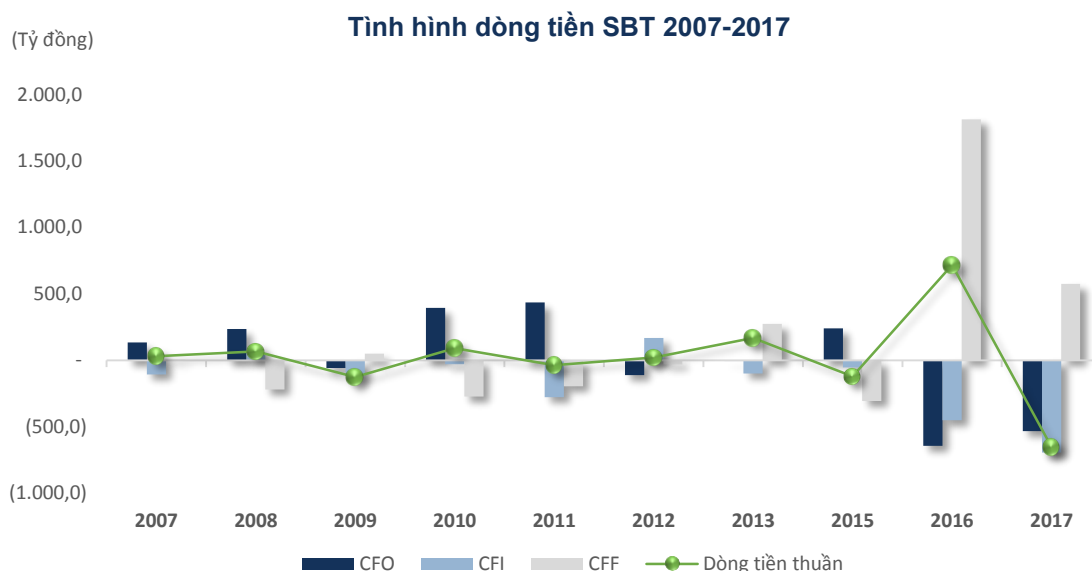
Từ năm tài chính 2015 đến nay công ty vẫn duy trì thuế suất 10% cho hoạt động chính như giai đoạn 2012-2013. Từ năm tài chính 2016 thông tư 96/2015/TT-BTC ra đời, quy định miễn thuế cho sản phẩm

sản xuất từ nguyên liệu nông nghiệp có (1) nguyên liệu sản xuất từ vùng có điều kiện kinh tế xã hội khó khăn, (2) chi phí nguyên liệu nông nghiệp chiếm tối thiểu 30% giá thành sản xuất, (3) sản phẩm hàng hóa chế biến từ nông sản, thủy sản không thuộc diện chịu thuế tiêu thụ đặc biệt. Theo đó, TTC-BH được áp dụng thuế 0% đối với đường chế biến từ mía và 10% đối với đường chế biến từ đường thô. TTC-Gia Lai áp dụng thuế 0%. Đối với các hoạt động kinh doanh khác áp thuế suất cơ bản 20%.

Giai đoạn 2018-2019, chúng tôi dự phóng thuế suất bình quân của doanh nghiệp là 12,6%, bằng thuế suất bình quân của TTC-BH và BHS trước sáp nhập. 2 năm gần đây 2016-2017, chi phí thuế/LNTT của BHS đã giảm từ 28% trước đó xuống còn 17%. Nguyên nhân theo quy định trong Nghị định 12/2015/NĐ-CP, hoạt động sản xuất đường từ mía được hưởng thuế suất 15%, hoạt động chế biến nông sản ở khu vực đặc biệt khó khăn hưởng thuế suất 10%. Các hoạt động khác của doanh nghiệp chịu thuế cơ bản 20%.

Năm tài chính 2020 chúng tôi dự phóng thuế suất bình quân tăng lên 15% (bình quân giữa 10% với nhà máy công ty mẹ TTCS và 20% với lợi nhuận còn lại).

2.6 Tình hình tiền của doanh nghiệp



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Giai đoạn 2007-2017 dòng tiền thuần của TTC-BH biến động liên tục. Trước 2015, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có giá trị dương khá tốt, cùng với đó là dòng tiền tài chính và đầu tư âm với độ lớn nhỏ. Cho thấy giai đoạn này tình hình dòng tiền của công ty tốt, dòng tiền có được từ hoạt động kinh doanh đủ để tài trợ cho hoạt động đầu tư và chi trả cho hoạt động tài chính. Tuy nhiên, từ năm 2016 đến nay, chủ yếu do nhu cầu vốn lưu động tăng cao khiến cho dòng tiền CFO âm liên tục, cùng với đó nhu cầu đầu tư tăng cao khiến dòng CFI chi ra tăng khá mạnh. Doanh nghiệp phải gia tăng huy động từ dòng tiền tài chính nhằm tài trợ cho thiếu hụt dòng tiền kinh doanh và đầu tư.

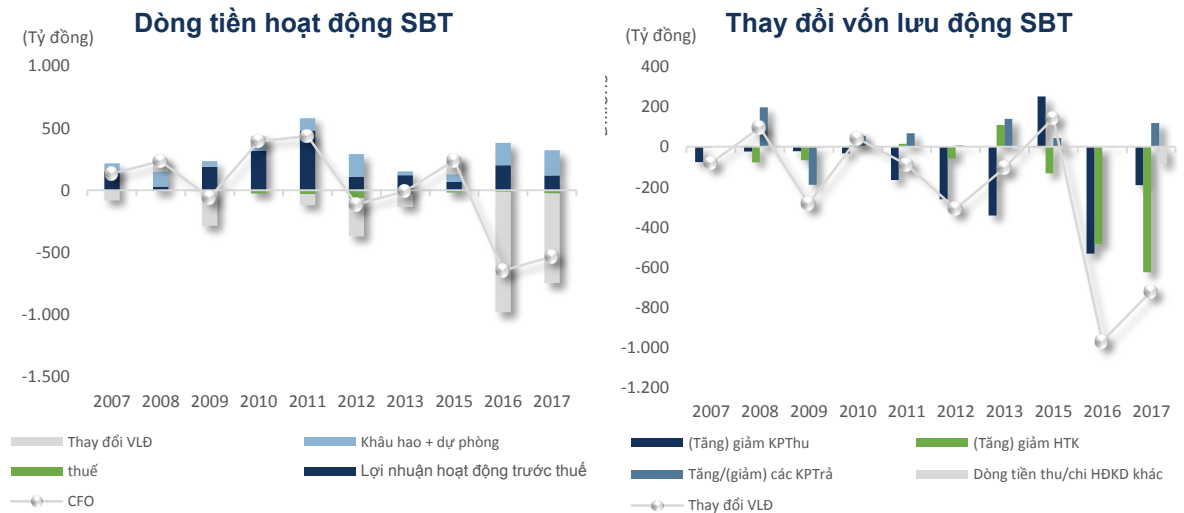
Sau sáp nhập với BHS, dòng tiền của TTC-BH cũng không mấy khả quan, do 2 doanh nghiệp có tình hình dòng tiền khá giống nhau.

Từ cái nhìn khái quát trên cho thấy, TTC-BH đang bước vào giai đoạn có nhu cầu vốn đầu tư cao, mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh.

Dòng tiền của TTC-BH bị ảnh hưởng bởi TTC Group. Công ty có các giao dịch khá lớn và phức tạp với các bên liên quan, vừa nhận góp vốn vừa đầu tư tài chính dài hạn, ngắn hạn, cho vay không thu lãi và có lãi, vừa mua và bán hàng hóa, giao dịch hai chiều nhận trả trước và trả trước tiền hàng với các bên liên quan... gây rủi ro cao. Đặc biệt, công ty có nhiều khoản phải thu với nhóm khách hàng liên quan

khiến doanh thu chưa thu được tiền ở mức cao, khiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp âm liên tục trong 2 năm qua.

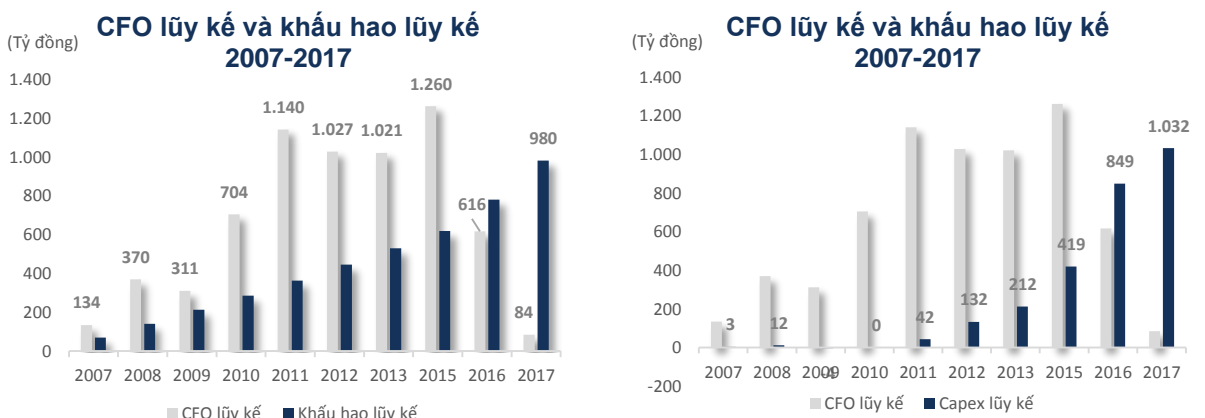
Dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO)



Nguồn: BCTC, FPT Research

Trước năm 2011, dòng tiền hoạt động của TTC-BH khá tốt, có giá trị dương chủ yếu nhờ vào dòng tiền kiếm được từ lợi nhuận hoạt động, là giai đoạn giá đường tăng cao. Từ 2012 đến 2014 là thời kỳ khó khăn chung của ngành. Lợi nhuận giảm và nhu cầu VLĐ tăng làm giảm CFO. Nhu cầu VLĐ tăng do công ty phải nới lỏng chính sách bán tín dụng với khách hàng và ứng trước tiền NVL đầu vào để giữ giá cho nhà cung cấp. Đồng thời, khi giá đường liên tục giảm, khách hàng lớn chốt sản lượng điều chỉnh thời gian nhận hàng liên tục ảnh hưởng đến kế hoạch giao hàng. Cuối 2014, TTC-BH có xu hướng tăng tích trữ hàng tồn kho cả về nguyên vật liệu lẫn thành phẩm càng làm giảm CFO. Năm 2015, nhờ vào hàng tồn kho năm 2014 giúp cho kết quả kinh doanh của TTC-BH tăng trưởng mạnh, CFO dương. Năm tài chính 2016 và 2017, mặc dù doanh thu và lợi nhuận hoạt động của công ty tăng nhưng dòng tiền hoạt động nhận giá trị âm do nhu cầu vốn lưu động tăng. TTC-BH thường xuyên trả trước cho nhà cung cấp (đa số là doanh nghiệp thương mại cung cấp đường thô và nông dân trồng mía), giảm chiếm dụng vốn từ các doanh nghiệp thương mại, bên cạnh đó doanh thu nằm trong khoản phải thu cùng với việc thường xuyên tích trữ hàng tồn kho khiến CFO của công ty liên tục âm.

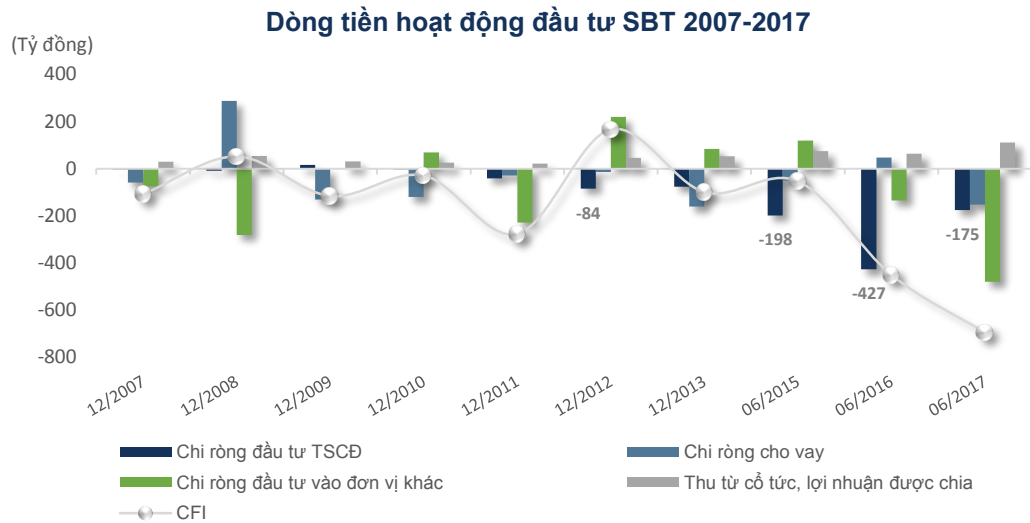
Sau sáp nhập với BHS, CFO của doanh nghiệp càng nhận giá trị âm lớn hơn. BHS có CFO âm trong hai năm gần đây. Do nhu cầu vốn lưu động tăng cao và phải huy động thêm nguồn tài trợ vốn ở ngoài.



Nguồn: BCTC, FPT Research

Từ 2007 đến 2015, TTC-BH có CFO dồi dào, đáp ứng được đầy đủ các nhu cầu đầu tư duy trì và đầu tư mua sắm TSCĐ lớn. Tuy nhiên, CFO âm liên tục trong giai đoạn 2016-2017 khiến CFO lũy kế giảm thấp dần và không còn đáp ứng đủ cho nhu cầu đầu tư duy trì và đầu tư mua sắm TSCĐ lớn của doanh nghiệp.

Dòng tiền hoạt động đầu tư (CFI)



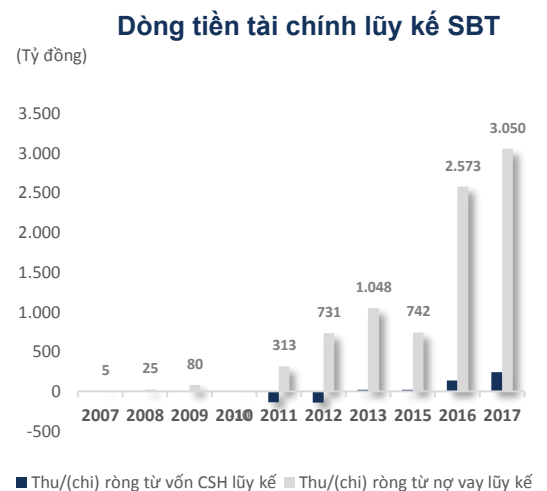
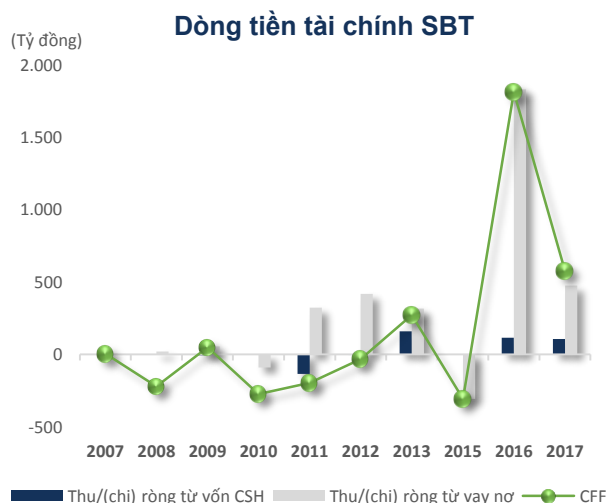
Nguồn: BCTC, FPT Research

TTC-BH có hoạt động chi đầu tư vào các doanh nghiệp khác thường xuyên, chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp cùng ngành. Từ năm 2015 hoạt động chi đầu tư vào TSCĐ gia tăng đáng kể (xem chi tiết trong phần tài sản cố định). Bên cạnh đó, TTC-BH liên tục cho các đơn vị khác vay khiến dòng tiền đầu tư âm.

Như vậy, ngoài chuyển nguồn lực cho TTC Group dưới dạng phải thu về cho vay ngắn hạn, dòng tiền đầu tư vào các đơn vị khác là thành viên thuộc TTC Group của TTC-BH cũng khá lớn.

Sau sáp nhập với BHS, CFI của TTC-BH tiếp tục âm do BHS có CFI âm liên tục trong vòng 5 năm trở lại đây, nguyên nhân từ nhu cầu đầu tư vào tài sản cố định và cho vay gia tăng.

Dòng tiền tài chính



Nguồn: BCTC, FPT Research

Giai đoạn 2016-2017, dòng tiền tài chính của TTC-BH dương do gia tăng vay nợ để tài trợ thiếu hụt VLĐ và đầu tư. Do đó, từ năm 2016 TTC-BH có đòn bẩy tài chính cao nhất ngành (như đã đề cập ở trên), công ty cũng xoay vòng các khoản nợ vay tương đối lớn trong năm.

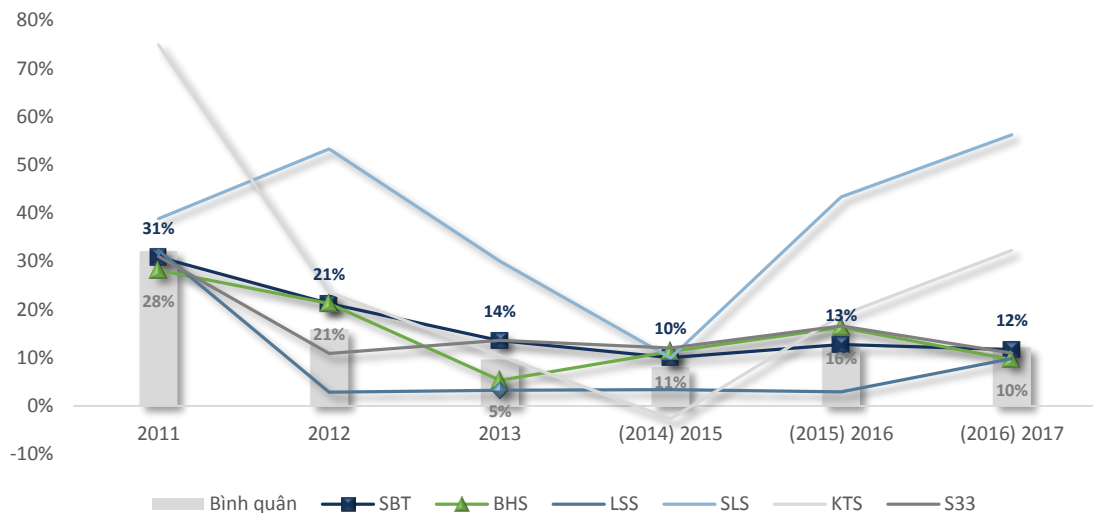
Sau khi sáp nhập với BHS, CFF của TTC-BH tăng cao. Năm 2017, BHS huy động cả hai kênh nợ vay và vốn chủ sở hữu, Vay nợ 8.563 tỷ, trong đó trả nợ gốc vay 6.668 tỷ; huy động từ nguồn VCSH 1.294,7 tỷ.

Dự báo dòng tiền trong những năm tới.

Chúng tôi dự phóng, năm tài chính 2018, dòng tiền thuần của doanh nghiệp tiếp tục âm khoảng 500 tỷ do nhu cầu đầu tư tài sản, dự án lớn và trả nợ gốc vay cao, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh không đủ tài trợ. Sau đó dòng tiền thuần được cải thiện dần chủ yếu do nhu cầu đầu tư lớn giảm dần, dòng CFO tăng nhờ vào quy mô doanh thu ngày một gia tăng.

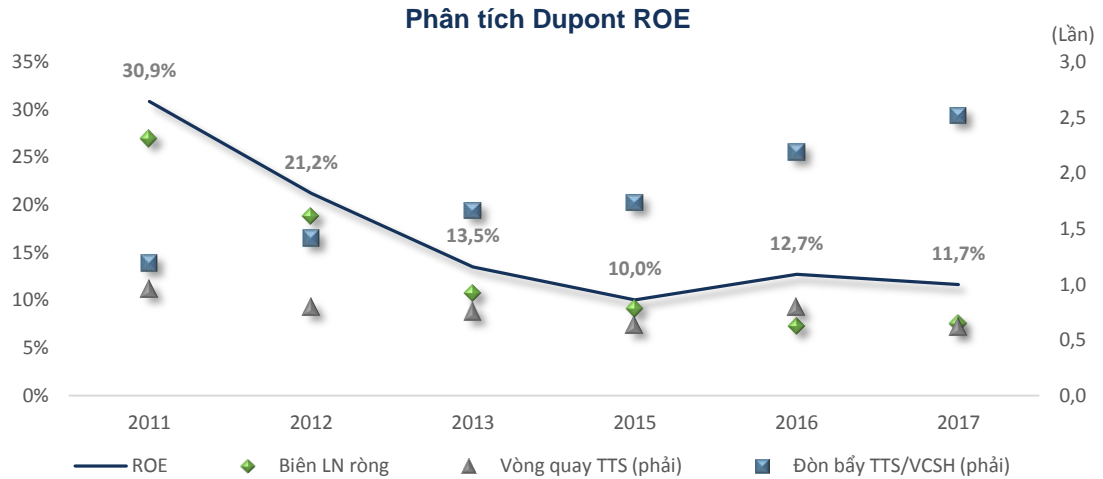
2.7 Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu

Tỷ suất sinh lời trên VCSH- ROE



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Tỷ suất sinh lời ROE của TTC-BH có xu hướng giảm từ 2011 đến 2017, từ mức 31% giảm còn 12%. Hiện nay, ROE của TTC-BH ở mức trung bình so với các công ty trong ngành, thấp hơn SLS, KTS và cao hơn LSS, do hiệu quả sử dụng tài sản và hiệu quả tiết kiệm chi phí thấp. TTC-BH mới tăng một lượng vốn lớn để đầu tư TSDH nên hiện tại chưa đem lại ngay lợi ích tương ứng, chi phí sử dụng vốn lớn ăn mòn vào lợi nhuận. Cụ thể như sau:



Nguồn: BCTC, FPT Research

Mặc dù đòn bẩy tài chính ngày càng gia tăng giúp cho doanh nghiệp gia tăng quy mô sản xuất kinh doanh, nhưng biên lợi nhuận ròng và vòng quay tổng tài sản lại giảm dần.

ROE năm tài chính 2016 đạt 12,7% (+2,5% yoy) nhờ sự cải thiện mạnh mẽ từ hiệu quả sử dụng tài sản (do vòng quay tài sản cố định, vòng quay HTK nhanh hơn) và tăng sử dụng nợ trong cơ cấu vốn tài trợ mặc dù biên lợi nhuận ròng giảm.

Sang năm 2017, ROE đạt 11,7% (-1,0% yoy) do hiệu quả sử dụng tài sản giảm (đầu tư mới tăng nhưng chưa đem lại doanh thu tương xứng) trong khi biên lợi nhuận ròng gần như không thay đổi và nợ vay tiếp tục được gia tăng.

Sau sáp nhập BHS, ROE của TTC-BH giảm nhẹ. Do ROE của BHS khoảng 10%, thấp hơn của TTC-BH trước sáp nhập. Từ sau 2013 đến 2016, ROE của BHS tăng từ 5% lên 16% nhờ vào biên lợi nhuận ròng được cải thiện tốt từ 1% lên 6%. Tuy nhiên, năm 2017 ROE lại giảm xuống còn 10% do biên lợi nhuận ròng giảm nhẹ và vòng quay tài sản giảm.

Dự báo ROE của TTC-BH

TTC-BH	2012	2013	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
ROE	21,0%	14,0%	10,0%	13,0%	12,0%	8,1%	9,8%	11,5%	14,9%	14,1%
Vòng quay TTS	79%	75%	63%	79%	61%	53%	62%	68%	71%	72%
Đòn bẩy TTS/VCSH	1,4	1,7	1,7	2,2	2,5	2,5	2,6	2,4	2,1	1,9
Biên LN ròng	19,0%	11,0%	9,0%	7,0%	8,0%	6,9%	6,8%	7,8%	10,8%	11,4%

Chúng tôi dự báo, giai đoạn 2018-2020 ROE của công ty giảm so với hiện tại do đây là giai đoạn giảm giá thành sản xuất trong khi giá vốn chưa được cải thiện ngay, cùng với gia tăng quy mô sản xuất khiến lãi vay tăng cao làm biên lợi nhuận ròng giảm. Kể từ năm tài chính 2020-2021, ROE tăng trở lại nhờ vào những cải cách giai đoạn trước đó, vòng quay tài sản bắt đầu được cải thiện tốt, đem lại doanh thu-lợi nhuận tương xứng, áp lực lãi vay giảm dần và biên lợi nhuận ròng được cải thiện đáng kể.

3. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

CHỈ SỐ QUAN TRỌNG	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Khả năng sinh lời							
LN gộp/DT	15%	14%	12%	17%	17%	21%	21%
EBITDA/DT	13%	13%	9%	13%	13%	17%	17%
EBIT/DT	9%	8%	7%	11%	12%	15%	15%
LNST/DT	7%	8%	7%	7%	8%	11%	11%
ROA	5%	4%	3%	7%	7%	10%	10%
ROE	10%	10%	8%	10%	11%	15%	14%
EPS cơ bản	-	-	1.038	1.256	1.925	2.773	2.920
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày tồn kho BQ	111,1	154,6	123,7	123,7	123,7	123,7	123,7
Vòng quay TSCĐ	2,7	3,3	1,6	1,8	2,1	2,3	2,4
Vòng quay TTS	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7
Khả năng thanh toán							
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,5	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
Chỉ số thanh toán nhanh	1,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Chỉ số thanh toán tức thời	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Đòn bẩy tài chính							
Nợ phải trả/VCSH	1,5	1,8	1,5	1,6	1,4	1,1	0,9
Tổng nợ vay/Tổng tài sản	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4

KẾT QUẢ KINH DOANH	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	4.027,2	4.498,4	9.373,3	11.468,6	15.229,3	15.857,9	15.898,8
Giá vốn hàng bán	3.422,2	3.884,4	8.293,6	9.567,6	12.615,8	12.602,0	12.635,8
Lợi nhuận gộp	605,0	614,0	1.079,7	1.900,9	2.613,5	3.255,9	3.263,0
Biên lợi nhuận gộp	15%	14%	12%	17%	17%	21%	21%
CPBH&QL	239,1	236,9	451,5	594,2	814,8	848,1	850,6
EBITDA	528,0	577,0	839,6	1.531,4	2.046,3	2.655,9	2.660,6
Biên lợi nhuận EBITDA	13%	13%	9%	13%	13%	17%	17%
Khấu hao và phân bổ	162,0	199,9	211,4	224,7	247,7	248,2	248,2
EBIT	365,9	377,1	628,2	1.306,8	1.798,7	2.407,7	2.412,4
Biên lợi nhuận EBIT	9%	8%	7%	11%	12%	15%	15%
Chi phí khác	5,5	10,4	12,1	14,7	19,2	20,3	20,3
Lợi nhuận khác	11,8	18,9	22,6	27,3	35,6	37,7	37,8
Doanh thu tài chính	154,2	262,1	662,0	279,1	296,9	300,9	301,1
Chi phí tài chính	216,3	280,2	618,5	726,5	735,8	743,2	647,2
Lợi nhuận trước thuế	310,1	367,5	682,2	871,9	1.376,2	1.982,9	2.083,7
Biên lợi nhuận trước thuế	7%	7%	7%	7%	9%	12%	13%
Thuế	15,9	28,2	39,5	94,4	184,6	266,3	276,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,4	(0,5)	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	293,8	339,8	642,7	777,5	1.191,5	1.716,5	1.807,4
Biên lợi nhuận thuần	7,3%	7,6%	6,9%	6,8%	7,8%	10,8%	11,4%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	06/2016	09/2017	06/2018F	06/2019F	06/2020F	06/2021F	06/2022F
Tài sản							
Tiền và tương đương tiền	855,4	787,5	681,4	833,8	1.107,2	1.152,9	1.155,8
Đầu tư tài chính ngắn hạn	46,4	751,7	751,7	751,7	751,7	751,7	751,7
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.930,6	6.374,4	4.144,0	4.873,1	6.551,8	6.610,2	6.638,8
Hàng tồn kho	1.333,3	2.982,5	2.810,3	3.242,0	4.274,8	4.270,1	4.281,6
Tài sản ngắn hạn khác	50,4	488,2	187,2	282,6	339,7	372,2	363,9
Tài sản ngắn hạn	4.216,0	11.384,3	8.574,7	9.983,1	13.025,2	13.157,2	13.191,9
Tài sản cố định, thuê tài chính, dở dang dài hạn	1.498,2	4.696,6	6.024,3	6.400,3	7.104,1	6.879,1	6.654,0
Bất động sản đầu tư	-	140,0	140,0	130,1	120,1	110,2	100,2
Đầu tư tài chính dài hạn	686,1	794,0	578,7	578,7	578,7	578,7	578,7
Tài sản cố định vô hình	182,0	194,9	194,9	194,5	194,2	193,8	193,4
Khoản phải thu dài hạn	194,0	390,0	417,8	511,2	678,8	706,8	708,7
Lợi thế thương mại	17,9	730,7	659,4	588,0	516,7	445,3	374,0
Tài sản dài hạn khác	42,5	1.059,3	1.059,3	203,1	269,7	280,8	281,5
Tổng tài sản	6.836,7	19.389,8	17.649,0	18.589,0	22.487,4	22.351,9	22.082,4
Nợ							
Vay ngắn hạn	2.520,4	7.766,5	7.766,5	7.817,4	9.431,9	8.972,4	8.501,9
Khoản phải trả	46,1	225,9	306,5	335,1	457,4	422,2	423,8
Nợ ngắn hạn khác	207,8	1.110,0	468,6	573,3	761,3	792,7	794,8
Nợ ngắn hạn	2.774,3	9.102,4	8.541,5	8.725,8	10.650,6	10.187,3	9.720,5
Vay dài hạn	1.359,8	3.163,9	1.836,9	2.573,2	2.278,5	1.545,1	629,1
Nợ dài hạn khác	0,2	194,8	86,7	106,1	140,8	146,7	147,0
Tổng nợ	4.134,3	12.461,0	10.465,2	11.405,1	13.070,0	11.879,0	10.496,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	12,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2
Vốn chủ sở hữu							
Vốn đầu tư và thặng dư của chủ sở hữu	2.102,8	5.570,2	5.570,2	5.815,5	7.332,0	7.332,0	7.332,0
Lợi nhuận giữ lại	386,1	526,2	706,1	993,9	1.612,9	2.651,9	3.763,6
Vốn khác của chủ sở hữu	201,2	757,3	832,4	299,3	397,4	413,8	414,9
Vốn chủ sở hữu	2.690,2	6.853,6	7.108,7	7.108,7	9.342,3	10.397,7	11.510,5
Tổng nguồn vốn	6.836,7	19.389,8	17.649,0	18.589,0	22.487,4	22.351,9	22.082,4

BẢNG DÒNG TIỀN	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Lợi nhuận thuần	293,8	339,8	642,7	777,5	1.191,5	1.716,5	1.807,4
Cộng lại:							
Khấu hao và phân bổ	162,0	199,9	211,4	224,7	247,7	248,2	248,2
(lãi) lỗ từ thanh lý tài sản	(11,8)	(18,9)	(22,6)	(27,3)	(35,6)	(37,7)	(37,8)
Lợi nhuận từ công ty LDLK	(12,5)	(40,2)	(54,2)	(54,2)	(54,2)	(54,2)	(54,2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,4	(0,5)	-	-	-	-	-
CFO trước thay đổi vốn lưu động	431,9	480,1	777,2	920,7	1.349,3	1.872,7	1.963,6
(tăng) giảm khoản phải thu	(1.160,8)	(4.443,8)	2.230,4	(729,1)	(1.678,6)	(58,5)	(28,6)
(tăng) giảm hàng tồn kho	(584,0)	(1.649,3)	172,3	(431,7)	(1.032,9)	4,7	(11,4)
(tăng) giảm tài sản ngắn hạn khác	(2,2)	(437,8)	300,9	(95,4)	(57,1)	(32,5)	8,3
tăng (giảm) khoản phải trả	(36,5)	179,8	80,6	28,6	122,3	(35,2)	1,7
tăng (giảm) khoản phải trả ngắn hạn khác	92,1	902,2	(641,4)	104,7	188,0	31,4	2,0
(tăng) giảm vốn lưu động	(1.691,5)	(5.448,9)	2.142,8	(1.122,8)	(2.458,3)	(90,1)	(28,0)
(tăng) giảm tài sản dài hạn khác	(2,0)	(1.016,8)	-	856,2	(66,6)	(11,1)	(0,7)
tăng (giảm) nợ dài hạn khác	0,1	194,6	(108,1)	19,4	34,8	5,8	0,4
CFO	(1.261,5)	(5.791,0)	2.811,8	673,4	(1.140,9)	1.777,3	1.935,2
Đầu tư tài sản cố định, thuê tài chính, dở dang dài hạn	(429,5)	(183,5)	(1.528,8)	(590,3)	(941,2)	(12,8)	(12,8)
Thanh lý tài sản	11,8	18,9	22,6	27,3	35,6	37,7	37,8
(tăng) giảm tài sản cố định khác	(584,0)	(3.214,9)	-	-	-	-	-
(tăng) giảm bất động sản đầu tư	-	(140,0)	-	9,9	9,9	9,9	9,9
(tăng) giảm đầu tư tài chính ngắn hạn	139,6	(705,3)	-	-	-	-	-
(tăng) giảm đầu tư tài chính dài hạn	(61,3)	(67,7)	269,5	54,2	54,2	54,2	54,2
(tăng) giảm tài sản cố định vô hình	-	-	-	-	-	-	-
(tăng) giảm khoản phải thu dài hạn	(145,4)	(196,0)	(38,1)	(103,3)	(167,6)	(38,0)	(11,8)
Lợi thế thương mại	(17,9)	(712,8)	71,4	71,4	61,4	71,4	71,4
CFI	(1.086,7)	(5.201,2)	(1.203,3)	(530,8)	(947,6)	122,5	148,8
tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	1.852,5	5.246,1	-	51,0	1.614,5	(459,5)	(470,4)
tăng (giảm) nợ vay dài hạn	851,2	1.804,1	(1.326,9)	736,3	(294,7)	(733,5)	(916,0)
tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	11,2	63,4	-	-	-	-	-
cổ tức	-	-	(334,2)	(334,2)	(334,2)	(334,2)	(334,2)
tăng (giảm) vốn đầu tư và thặng dư của chủ sở hữu	603,1	3.467,4	-	245,4	1.516,5	-	-
tăng (giảm) lợi nhuận chưa phân phối	(135,9)	(169,1)	(128,5)	(155,5)	(238,3)	(343,3)	(361,5)
tăng (giảm) vốn chủ sở hữu khác	37,4	556,0	75,2	(533,1)	98,1	16,4	1,1
CFF	3.219,6	10.967,9	(1.714,5)	9,7	2.361,9	(1.854,1)	(2.081,0)
Tổng dòng tiền	871,3	(24,4)	(106,0)	152,3	273,4	45,7	3,0
Tiền đầu kỳ			787,5	681,4	833,8	1.107,2	1.152,9
Tiền cuối kỳ			681,4	833,8	1.107,2	1.152,9	1.155,8

Lưu chuyển tiền năm tài chính 2018 tính dựa trên KQKD 2018 kết hợp BCĐKT ngày 30/09/2017 và BCĐKT ngày 30/06/2018.

PHỤ LỤC 01a

Giao dịch các bên liên quan TTCS	2015		2016		2017	
	Bán	Mua	Bán	Mua	Bán	Mua
Công ty CP Đầu tư Thành Thành Công	192,2	11,6	292,3	16,1	405,2	13,2
Công ty CP Đường Biên Hòa	1,6	71,6	483,9	617,9	512,1	331,9
Công ty CP Đường La Ngà						
Công ty TNHH ĐTTM Thuận Thiên GMVN		44,4	147,6	75,1		132,6
Công ty CPTM Thành Thành Công	1,4	199,6	115,9	149,0	51,1	164,2
Công ty CP Đường Nước Trong	1,5	-	1,2	3,6	1,7	227,8
Công ty CP Mía đường Tây Ninh			0,4	0,3	0,5	12,7
Công ty CP Xuất nhập khẩu Bến Tre			115,8	117,3	35,2	33,9
Svayrieng Sugar and Cane Company Limited				47,9	20,3	114,0
Công ty TNHH MTV Đường Biên Hòa - Ninh Hòa			186,8	52,0		
Công ty CP Giao dịch hàng hóa Sơn Tín			195,7	144,3	21,1	153,0
Công ty TNHH Mía đường Hoàng Anh Attapeu					71,8	
Công ty CP Xuất nhập khẩu Bến Tre						
Công ty CP SXTM Bao bì Thành Thành Công			0,0	147,6	0,0	32,8
Công ty TNHH MTV Hải Vi					2,5	0,5
Công ty CP Mía đường Biên Hòa - Phan Rang						9,3
Global Mind Commodities Trading Pte. LTD			39,4	622,0	576,6	970,5
Tổng	196,7	327,2	1.579,0	1.992,9	1.698,1	2.196,5

Giao dịch các bên liên quan BHS	2015		2016		2017	
	Bán	Mua	Bán	Mua	Bán	Mua
Công ty CP Đầu tư Thành Thành Công	168,3	6,8	270,9	54,6	332,3	102,3
Công ty CP Bourbon Tây Ninh	79,0	1,6	683,4	604,9	394,8	177,5
Công ty CP Đường Ninh Hòa	-	-	-	-	-	-
Công ty CP Mía đường - Nhiệt điện Gia Lai	-	-	3,6	1,6	-	-
Công ty CPTM Thành Thành Công	13,7	120,4	19,3	267,5	-	-
Công ty TNHH TMĐT Thuận Thiên (CP GMVN)	0,0	13,1	0,1	72,4	37,2	74,2
Công ty CP Nghiên cứu và ứng dụng Mía đường TTC	0,0	0,7	0,0	1,3	0,0	2,1
Công ty CP Xuất nhập khẩu Bến Tre	-	22,7	3,4	2,7	2,8	16,0
Công ty CP Mía đường Tây Ninh	-	-	7,4	0,0	-	-
Công ty TNHH MTV TTC Gia Lai	-	-	-	-	0,2	473,7
Công ty TNHH Hải Vi	-	-	7,4	0,0	10,5	20,2
Công ty CP Giao dịch hàng hóa Sơn Tín	-	-	-	-	162,4	136,0
Công ty CP Đường Nước Trong	-	-	-	-	0,2	0,1
Công ty CP Mía đường Tây Ninh	-	-	-	-	0,0	46,5
Tổng	261,1	165,3	995,4	1.005,0	940,4	1.048,5

Nguồn: SBT, BHS

[<Quay lại>](#)

PHỤ LỤC 01b
So sánh ngành đường Thái Lan và Việt Nam năm 2016

	Thái Lan	Việt Nam	So sánh
Giá đường trắng RS-FOB (VNĐ/tấn)	10.533.000	15.496.000	47%
Giá đường bán buôn (VNĐ/kg)	13.200	15.496	17%
Giá mía về tới nhà máy (VNĐ/tấn)	526.500	1.100.000-1.200.000	28%
Năng suất đường (kg)/ mía (tấn)	104,05	71,4	
Năng suất mật rỉ (kg)/ mía (tấn)	46,0	32,6	-31%

Nguồn: OCSB, VSSA, cục quản lý giá, SBT

[<Quay lại>](#)

PHỤ LỤC 01c
Đầu tư tài chính TTC-BH

Tên công ty (tỷ đồng)	30/06/2015		30/06/2016		30/06/2017		Ngành nghề chính
	% sở hữu	Giá gốc	% sở hữu	Giá gốc	% sở hữu	Giá gốc	
Danh sách công ty con của SBT		189,00		968,58		1118,58	
CTCP SXTM Cần Thành Thành Công (TTCE)	90%	189,00	90%	189,00	90%	189,00	Sản xuất và kinh doanh cồn
CT TNHH MTV Thành Thành Công Gia Lai tên cũ: công ty CP Mía đường Nhiệt Điện Gia Lai			100%	508,80	100%	658,80	Sản xuất các sản phẩm sau đường: mật rỉ, bánh kẹo, đồ uống
CT TNHH TN đầu tư TSU			95%	269,78	95%	269,78	Kinh doanh thương mại đường
CT TNHH MTV Nước Míaqua			100%	1,00	100%	1,00	Sản xuất nước uống không cồn
Danh sách công ty liên kết		299,94		398,98		1397,60	
CTCP KCN Thành Thành Công tên cũ: CTCP Bourbon An Hòa	49%	205,80	49%	191,06	49%	245,00	Cho thuê khu công nghiệp
CTCP Mía đường Tây Ninh			39%	115,95	39%	117,67	Sản xuất đường, trồng mía
CTCP Đường Nước Trong	24%	48,57	31%	59,86	24%	53,77	Sản xuất đường, trồng mía
CTCP Công Nghiệp Hóa Chất Tây Ninh Tanichem	26%	30,52	26%	32,11	19%	31,58	Tinh bột, nước uống không cồn, phân bón
CTCP Nghiên cứu và Ứng dụng Mía Đường Thành Thành Công	48%	15,06			48%	15,00	Kỹ thuật ứng dụng trong trồng mía
CTCP Xuất nhập khẩu Bến Tre					49%	402,49	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm từ dừa
Công ty TNHH Mía đường Hoàn Anh ATTAPEU					40%	532,10	Sản xuất đường, trồng mía
Đầu tư vào đơn vị khác		93,67		85,76		0,00	
CTCP Đường Ninh Hòa	10%	74,92					
CTCP Cao su Phước Hòa			5%	67,01			
CTCP Đường Cần Thơ	6%	18,75	6%	18,75			

Nguồn: FPTs Research

[<Quay lại>](#)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 302 cổ phiếu SBT và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Trụ sở chính**

52 đường Lạc Long Quân,
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành
Times Square, 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, Q1, TP. Hồ Chí
Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888