

## Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

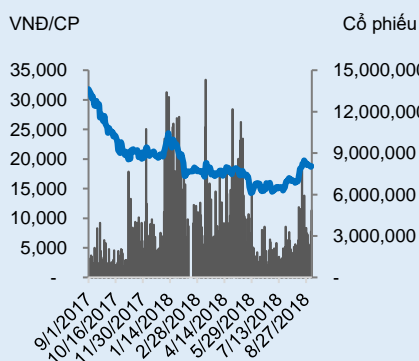
Tháng 9, 2018

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>19.885</b>
Giá thị trường (05/9/2018)	18.800
Lợi nhuận kỳ vọng	5,8%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.250-31.800
Vốn hóa	9.314 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	495.417.773
KLGD bình quân 10 ngày	3.631.996
% sở hữu nước ngoài	6,19%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,7

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SBT	-7,8%	15,3%	27,0%	2,2%
VNIndex	-2,7%	0,2%	-6,0%	-15,8%

Chuyên viên phân tích

**Ngô Trí Vinh**

(84 28) 3914.6888 ext 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

# CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa

Mã giao dịch: SBT

Reuters: SBT.HM

Bloomberg: SBT VN

## Doanh nghiệp đầu ngành với mục tiêu sở hữu 50% thị phần ngành đường nội địa.

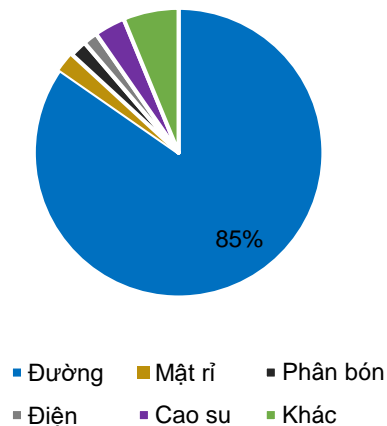
- Bằng phương pháp định giá DCF, BVSC ước tính giá trị hợp lý của CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa là **19.885 VNĐ/cổ phiếu**. Do đó, tại mức giá đóng cửa ngày 05/9/2018 là 18.800 VNĐ/cổ phiếu, BVSC tạm khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SBT. **Tuy nhiên, với triển vọng tăng trưởng trong tương lai cũng như thông tin hỗ trợ từ việc tham gia của nhà đầu tư chiến lược nước ngoài trong ngắn hạn, nhà đầu tư có thể xem xét cơ hội đầu tư nếu cổ phiếu giảm về vùng giá quanh 17.000 VNĐ/cổ phiếu.**
- Kỳ vọng tồn kho thế giới giảm, qua đó giảm áp lực lên giá đường thế giới và việc hoãn ATIGA sẽ giảm áp lực lên giá đường trong nước trong niên vụ 2018/2019.
- Doanh thu niên độ 2018/2019 của Công ty dự báo đạt 12.637 tỷ đồng (+22% yoy), trong đó tổng sản lượng đường tiêu thụ tăng trưởng 26%. Trong khi đó, LNST đến từ hoạt động lõi của công ty đạt 344 tỷ đồng, ước tăng 248% so với niên độ 17/18. Mức dự báo này tương đương với EPS dự phóng cho hoạt động lõi của niên độ 18/19 là 618 VNĐ/cổ phiếu.
- Triển vọng chiếm 50% nhu cầu tiêu thụ nội địa vào năm 2021 nhờ tận dụng lợi thế hệ thống phân phối và kênh bán hàng cùng thương hiệu uy tín bên cạnh nỗ lực nâng cao tính cạnh tranh của giá bán sản phẩm.
- Tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2018/2019 – 2022/2023 của Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế dự báo đạt lần lượt 14%/năm và 33%/năm.
- Trong năm, Công ty có phát sinh các giao dịch và nghiệp vụ với các bên liên quan thuộc Tập đoàn Thành Thành Công. Trong đó, Doanh thu và Giá vốn hàng bán phát sinh với bên liên quan chiếm lần lượt 21% và 36% tổng doanh thu mảng đường và giá vốn trong kỳ. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý đến các khoản nghiệp vụ phải thu khách hàng và trả trước cho người bán ngắn hạn với các bên liên quan ghi nhận cuối niên độ 17/18 (tham khảo thêm mục Rủi ro đầu tư).

Chỉ số tài chính	FY15/16	FY16/17	FY17/18	FY18/19F *
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	4.027	4.498	10.364	12.637
<b>LNST (tỷ VNĐ)</b>	294	339	547	344
<b>EPS</b>	528	609	981	618
<b>BVPS</b>	13.875	12.297	11.287	11.503
<b>P/E</b>	35,6	30,9	19,2	30,4
<b>P/B</b>	1,4	1,5	1,7	1,6

\* KQKD dự báo niên độ 2018/2019 từ HKKD cốt lõi. BVSC ước tính, nếu loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường niên độ 17/18, LNST niên độ 18/19 tăng trưởng 248% so với cùng kỳ.

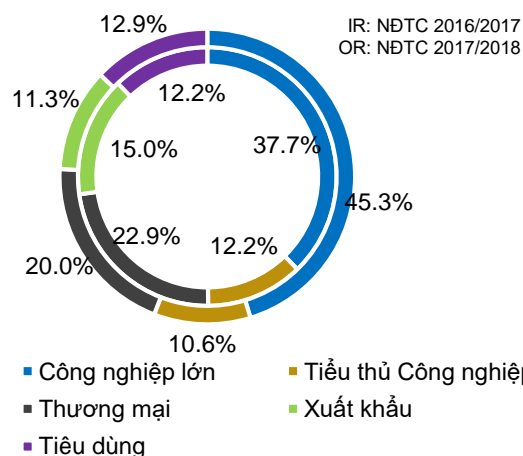
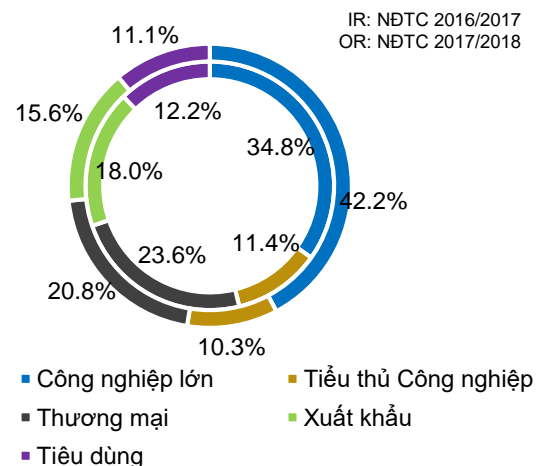
**Kết quả kinh doanh 2017-2018 (7/2017~6/2018) tăng trưởng mạnh mẽ sau sáp nhập.**

Vào ngày 6/9/2017, CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh chính thức phát hành thêm 303,8 triệu cổ phiếu, tương đương 30.300 VND/CP để hoán đổi toàn bộ cổ phần từ CTCP Đường Biên Hòa (BHS) và đổi tên thành CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa (HoSE: SBT).

**Hình 1: Cơ cấu Doanh thu Công ty NĐTC 2017-2018**


Nguồn: SBT

Sau sáp nhập và hợp nhất kết quả kinh doanh, doanh thu thuần Công ty trong NĐTC 17/18 đạt 10.364 tỷ đồng (+130% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 547 tỷ đồng (+61% yoy). Trong đó, hoạt động cốt lõi của Công ty, mảng đường ghi nhận 8.775 tỷ đồng Doanh thu thuần (+126% yoy), chiếm 85% trong tổng doanh thu NĐTC 2017-2018.

**Hình 2: Cơ cấu Doanh thu đường theo kênh**

**Hình 3: Cơ cấu Sản lượng tiêu thụ theo kênh**


Nguồn: SBT

- Kênh Công nghiệp đạt 4.901 tỷ đồng Doanh thu thuần (+153% yoy) với sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 300 nghìn tấn đường (+163% yoy). Giá bán bình quân giảm nhẹ 4% xuống còn 16.340 VND/kg.
- Kênh Thương mại ghi nhận 1.751 tỷ đồng Doanh thu thuần (+97% yoy) khi tiêu thụ 118.4 nghìn tấn đường (+103% yoy). Giá bán bình quân đạt 14.789 VND/kg, giảm nhẹ 3% so với năm trước.

- Trong khi đó, với sự sụt giảm mạnh của giá đường Thế giới do tình trạng dư cung trong niên độ 2017/2018, giá bán bình quân của Kênh Xuất khẩu giảm 15% so với năm trước xuống còn 11.163 VND/kg. Do đó, dù sản lượng đạt gần 89 nghìn tấn (+100% yoy), doanh thu thuần chỉ ghi nhận tăng trưởng 70% đạt 991 tỷ đồng.
- Ngược lại, Kênh Tiêu dùng chứng kiến sự cải thiện tích cực trong giá bán bình quân lên 17.819 VND/kg (+14% yoy); được hỗ trợ tích cực sau sáp nhập Đường Biên Hòa, đơn vị sở hữu thương hiệu bán lẻ hàng đầu, cũng như sự cải thiện trong cơ cấu sản phẩm tiêu thụ. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ đạt 63.502 tấn (+110% yoy) góp phần giúp Doanh thu thuần tăng 139% so với cùng kỳ, đạt 1.132 tỷ.

**Lợi nhuận gộp mảng đường (đã bao gồm giá vốn mật rỉ) đạt khoảng 1.368 tỷ (+134% yoy)**, tương đương biên gộp 15,2%, được cải thiện nhẹ so với mức 14,3% trong NĐTC 2016/2017. Các yếu tố chính hỗ trợ cải thiện biên gộp của mảng đường trong khi giá bán bình quân trong NĐTC có xu hướng giảm nhẹ:

- Giá thu mua mía bình quân vụ 2017-2018 giảm còn 900.000 VND/ton so với mức khoảng 1 triệu -1,1 triệu đồng/tấn của vụ trước đó.
- Chứa đường (CCS) bình quân niên vụ 2017/2018 đạt 10,1%, cải thiện đáng kể từ mức 9,02% vụ trước.

**Chi phí bán hàng (CPBH) và chi phí quản lý doanh nghiệp (CPQL) tăng lần lượt 252% và 194%.** Tỷ lệ CPBH/Doanh thu và CPQL/Doanh thu lần lượt 3% và 4,2%, tăng từ mức 1,9% và 3,3% cùng kỳ, chủ yếu do hợp nhất Đường Biên Hòa, đơn vị sở hữu hệ thống phân phối bán lẻ rộng lớn.

**Doanh thu tài chính đạt 721 tỷ đồng, gấp hơn 3 lần yoy** chủ yếu do ghi nhận khoản Lợi nhuận hơn 350 tỷ đồng từ việc thoái 49% vốn cổ phần CTCP Khu Công nghiệp Thành Thành Công. Bên cạnh đó, sau sáp nhập, tổng nợ vay toàn Công ty tăng hơn gấp đôi lên hơn 10.382 tỷ đồng, vì vậy chi phí lãi vay cũng tăng lên 709 tỷ đồng (+75% yoy). Kết thúc NĐTC 2017-2018, tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu cũng tăng lên 1,7x từ mức 1,4x trước đó.

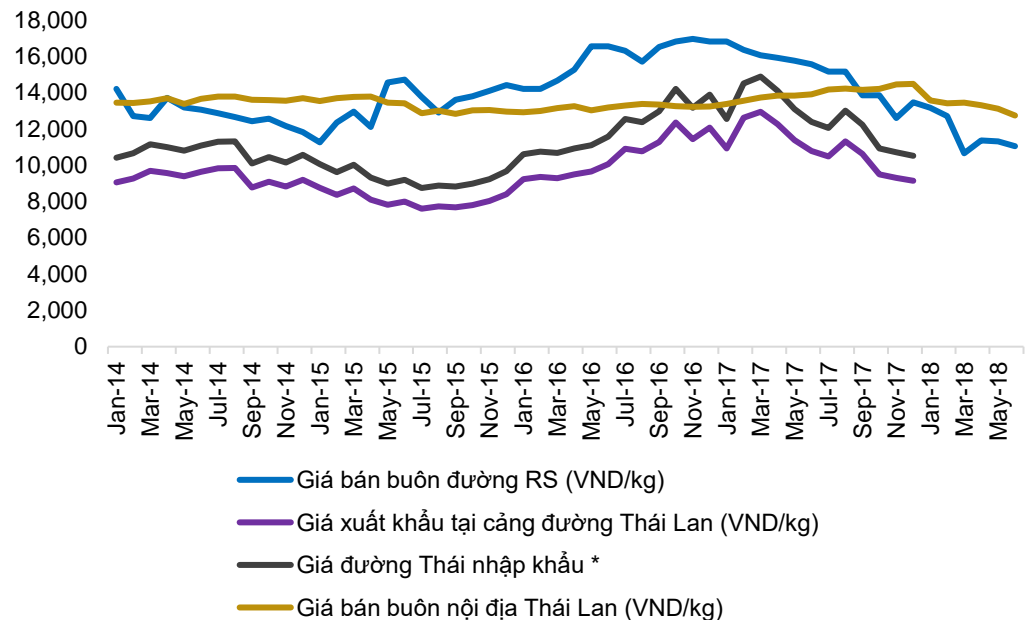
**Tỷ suất thuế TNDN bình quân tăng lên mức 21,7% từ mức trung bình 7-8% những năm trước đó.** Nguyên nhân chính là do áp dụng mức thuế thu nhập thông thường cho các khoảng thu nhập bất thường khác hoạt động kinh doanh chính trong kỳ bên cạnh mức thuế suất ưu đãi cho hoạt động sản xuất kinh doanh đường từ mía. **Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông Công ty mẹ tăng 61% so với cùng kỳ đạt 547 tỷ đồng.**

**Hoãn thực thi Hiệp định ATIGA với Ngành Đường tới 2020 và kỳ vọng giá đường hồi phục sẽ hỗ trợ Hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn.**

Trước đó, theo cam kết Hiệp định Thương mại Hàng hóa các nước ASEAN (ATIGA), Việt Nam sẽ phải xóa bỏ hạn ngạch nhập khẩu đường có nguồn gốc sản xuất trong khu vực từ năm 2018 và sau 2 năm mức thuế nhập khẩu mặt hàng đường sẽ giảm về 0% từ mức 5%. Tuy nhiên, Chính phủ vừa qua đã ưu tiên gia hạn việc thực thi Hiệp định ATIGA trong lĩnh vực đường đến năm 2020; từ đó giúp các Doanh nghiệp sản xuất trong nước có thêm thời

gian để cải tiến sản xuất, từ đó giảm giá thành và nâng cao tính cạnh tranh so với đường nhập khẩu, đặc biệt là đường Thái.

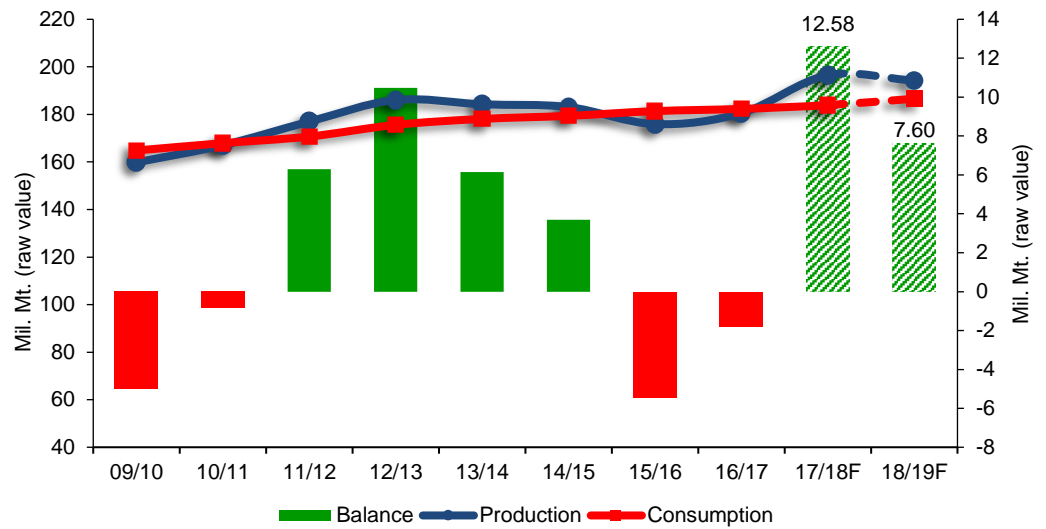
#### Lợi thế về giá giữa đường Thái xuất khẩu và đường nội địa đang dần thu hẹp



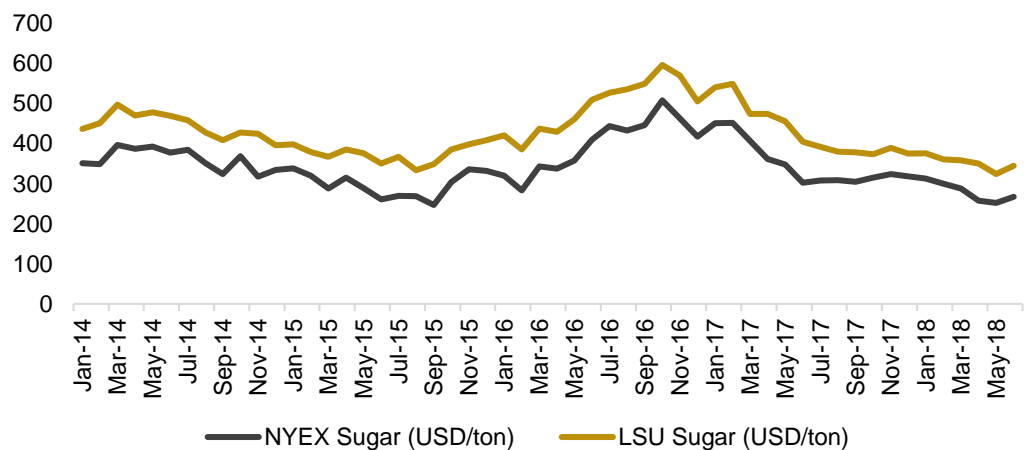
\* Ước tính của BVSC với giả định chi phí nhập khẩu 15% gồm: phí thuế nhập khẩu (5%), chi phí vận chuyển và chi phí khác (10%)

Nguồn: OCSB, Cục Quản lý giá và BVSC tổng hợp

Trước đây, giá xuất khẩu tại cảng của đường Thái Lan luôn thấp hơn giá bán buôn đường tại Việt Nam khoảng 3.000-5.000 VND/kg và cao hơn chính giá bán buôn đường nội địa Thái Lan trung bình 30%. Tuy nhiên, trong tháng 01/2018, sau các vụ kiện quốc tế liên quan đến bảo hộ, Chính phủ Thái Lan chính thức ngưng áp dụng chính sách giá bán buôn nội địa cố định và phân chia hạn ngạch giữa tiêu thụ nội địa và xuất khẩu, những yếu tố hỗ trợ chính cho giá xuất khẩu cạnh tranh trong những năm trước. Cụ thể, Thái Lan áp dụng mức giá bán nội địa cao nhằm hỗ trợ bù đắp cho phần xuất khẩu với giá thấp. Vì vậy, **khả năng hỗ trợ yếu tố cạnh tranh về giá đối với đường xuất khẩu của Thái Lan sẽ suy giảm**. Bên cạnh đó, trong 6 tháng đầu năm 2018, với ảnh hưởng tâm lý từ Hiệp định ATIGA ngành đường cũng như sự sụt giảm của giá đường thế giới, giá bán buôn đường nội địa tại Việt Nam đã giảm khá mạnh, bình quân 30% so với cùng kỳ. Do đó, **BVSC cho rằng khoảng chênh lệch giữa giá đường Việt Nam và đường nhập khẩu từ Thái Lan đã, đang và sẽ tiếp tục dần được thu hẹp, nâng cao tính cạnh tranh của đường trong nước.**

**Áp lực lên giá đường toàn cầu có thể giảm nhờ tình hình dư cung được cải thiện trong vụ 18/19.**


Nguồn: Rabobank và BVSC tổng hợp

**Giá đường Thế giới dường như đã chạm đáy và kỳ vọng sẽ hồi phục trong 3 tháng cuối năm**


Nguồn: BVSC tổng hợp

Rabobank dự báo thị trường đường thế giới được dự báo vẫn trong tình trạng dư cung trong vụ 2018/2019, tuy nhiên sản lượng dư cung sẽ giảm xuống còn 4,4 triệu tấn so với mức 7,6 triệu tấn của niên vụ trước, qua đó giảm áp lực lên giá đường toàn cầu. Những yếu tố hỗ trợ tích cực bao gồm:

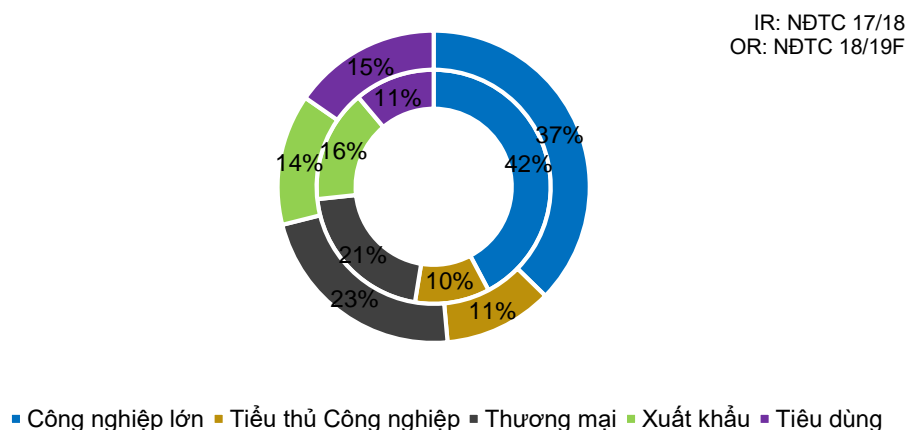
- Brazil, nhà sản xuất đường lớn nhất thế giới chiếm khoảng 17% tổng sản lượng toàn cầu niên vụ 2017/2018, có khả năng chứng kiến sự sụt giảm trong sản lượng mía niên vụ 2018/2019 do hạn hán. Ngoài ra, các nhà máy đường nước này cũng đang cân nhắc tăng tỷ trọng mía sử dụng cho sản xuất ethanol, việc này sẽ mang lại lợi nhuận tốt hơn trong viễn cảnh giá đường Thế giới giảm sâu trong khi giá dầu đã tăng đáng kể trong vòng 1 năm trở lại đây.
- Thái Lan, nước xuất khẩu đường lớn thứ 2 với tổng sản lượng niên vụ 2017/2018 ước đạt 13.7 triệu tấn đường, chiếm hơn 5% sản lượng toàn cầu, vừa qua cũng đã

quyết định cắt giảm 500 nghìn tấn đường thô xuất khẩu, để phục vụ việc sản xuất ethanol trong nước. Ngoài ra, chính phủ nước này đang xem xét khả năng tăng sử dụng nước mía để sản xuất ethanol vì hiện tại việc sản xuất ethanol từ củ sắn đã ít cạnh tranh hơn khi giá sắn đã tăng gấp đôi so với cùng kỳ do gia tăng nhu cầu với loại nông sản này trong lĩnh vực ăn chăn nuôi. BVSC cho rằng nếu chính phủ Thái Lan phê duyệt cho phép sử dụng sản lượng mía dùng cho sản xuất ethanol sẽ giảm bớt áp lực dư thừa nguồn cung của ngành mía cũng như giá mía thế giới.

#### Dự báo KQKD niên độ 2018-2019 (7/2018 ~ 6/2019)

**Trong niên độ tài chính 2018-2019, BVSC dự báo doanh thu toàn Công ty đạt 12.647 tỷ đồng, tương đương tốc độ tăng trưởng 22%,** trong đó chủ yếu đóng góp bởi tăng trưởng của ngành đường, đạt 11.065 tỷ đồng (+26% yoy). Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ toàn Công ty ước tăng 26% so với cùng kỳ, đạt hơn 717 nghìn tấn đường.

**Hình 4: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ NĐTC 17/18 và 18/19 dự báo**



Nguồn: SBT và BVSC dự báo

Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của toàn Công ty như sau:

- Nhằm chuẩn bị cho qua trình hội nhập sau ATIGA cũng như cạnh tranh với mặt hàng đường không thương hiệu và nguồn gốc rõ ràng, **Công ty dự tính giảm giá bán các sản phẩm truyền thống khoảng 9-10% cũng như cho ra mắt sản phẩm mới với giá bán cạnh tranh hơn.** Thực tế, sản phẩm Biên Hòa Saving của Công ty hiện có giá bán lẻ tại siêu thị là 18.000 VND/túi 1 kg, từ đó thu hẹp khoảng cách với đường không bao bì nhãn mác ngoài thị trường bình quân khoảng 16.000-17.000/kg. Theo BVSC, mức chênh lệch chỉ còn 1.000-2.000 VND/kg hiện nay bên cạnh lợi thế thương hiệu uy tín, sản phẩm của SBT hoàn toàn có cơ hội thách thức loại đường không nhãn mác bao bì ở kênh truyền thống.
- Bên cạnh chính sách giảm giá bán, để tạo lợi thế thị phần đối với Kênh tiêu dùng trước ATIGA, SBT dự định tiếp tục phát triển và mở rộng độ phủ sản phẩm trên thị trường bằng cách tận dụng và đẩy mạnh lợi thế kênh phân phối và bán hàng của BHS sau sáp nhập. Cụ thể, **Công ty có kế hoạch mở rộng hệ thống bán hàng lên con số hơn 60.000 điểm bao gồm cả Kênh truyền thống (cửa hàng tạp hóa) và Kênh hiện đại**

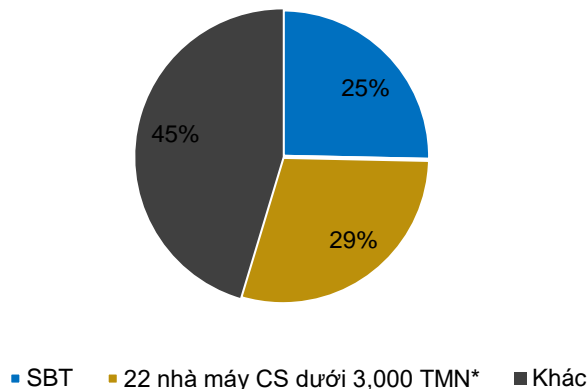


**(Chuỗi siêu thị và cửa hàng tiện lợi) từ mức 53.000 điểm bán trong niên độ 17/18.**

Bên cạnh đó, việc nâng cao hiệu quả tại từng điểm bán hàng cũng được Công ty chú trọng bằng cách áp dụng chính sách chiết khấu và bán hàng hấp dẫn hơn, qua đó khuyến khích điểm bán ưu tiên tiêu thụ sản phẩm SBT hơn, đặc biệt là so với các nhãn phẩm đường không bao bì nhãn mác hiện nay.

- Cùng với đó, việc một số nhà máy đường trong nước hoạt động không hiệu quả và có khả năng phải dừng sản xuất có thể khiến nguồn cung nội địa bị ảnh hưởng, qua đó tạo cơ hội tiêu thụ sản lượng cho các nhà máy còn hoạt động. Theo ước tính của Hiệp hội Mía đường Việt, toàn quốc có khoảng 41 nhà máy mía với tổng công suất khoảng 150.000 tấn mía ngày (TMN). Tuy nhiên, tại thời điểm tháng 5/2018, 5 trên số 22 nhà máy có công suất dưới 3.000 TMN (chiếm khoảng 30% năng lực sản xuất nội địa) không có lợi thế quy mô cũng như công nghệ lạc hậu đã phải ngừng hoạt động.

**22/41 nhà máy trên toàn quốc đã và đang có khả năng đóng cửa do thiếu hiệu quả**



\* BVSC ước tính

Nguồn: SBT và BVSC tổng hợp

- Nhằm chuẩn bị nguồn lực cũng như lợi thế cho ngành đường trong nước trước ATIGA, từ đầu năm đến nay, các Cơ quan Chính phủ cũng như Hiệp hội Mía đường tiếp tục nỗ lực phối hợp đẩy mạnh thực hiện rà soát và ngăn chặn đường lậu, ước tính khoảng 400.000-500.000 tấn hàng năm.

**Lợi nhuận gộp Công ty ước đạt hơn 1.744 nghìn tỷ đồng (+35% yoy),** tương đương biên Lợi nhuận gộp đạt 13,8%, cải thiện từ mức 12,5% của niên độ 2017/2018, chủ yếu do Chi phí giá vốn sản xuất đường bình quân giảm nhẹ 1,1% xuống 13.227 VND/kg. Trong đó:

- BVSC dự báo chi phí mía bình quân giảm 7%,** còn khoảng hơn 885 nghìn đồng/tấn. Nguyên nhân chủ yếu do năng suất mía được cải thiện, là kết quả bước đầu của quá trình cơ giới chuỗi hoạt trồng và thu hoạch mía, qua đó vừa giúp đảm bảo lợi nhuận cho nông dân vừa giúp giảm chi phí mua mía nguyên liệu của Công ty. Cụ thể, trong đó **năng suất mía thu mua theo hợp đồng với nông dân dự báo tăng 2%,** đạt 70,6 ha.
- Bên cạnh sản xuất đường từ mía, Công ty cũng tăng cường sử dụng nguồn nguyên liệu đường thô giá rẻ để phục vụ nhu cầu sản xuất. **BVSC dự báo hoạt động luyện đường từ đường thô nhập khẩu sẽ đóng góp 48% tổng sản lượng sản xuất.** Do

đó, với kỳ vọng giá đường toàn cầu sẽ hồi phục trong niên độ sắp tới, chi phí nguyên liệu đường thô bình quân ước tăng 4% so với niên độ 2017/2018.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lần lượt 30% và 9% so với niên độ trước, lên mức 400 tỷ đồng và 478 tỷ đồng. Trong đó, **tỷ lệ chi phí bán hàng/Doanh thu thuần dự báo tăng lên mức 3,2% so với 3% trong niên độ 2017/2018**, chủ yếu do gia tăng chi phí bán hàng nhằm đẩy mạnh và phát triển kênh Tiêu dùng. Bên cạnh đó, **tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/Doanh thu thuần dự báo giảm còn 3,8% từ mức 4,2% niên vụ trước**, chủ yếu do nỗ lực tối ưu hóa chi phí hoạt động sau sáp nhập BHS, cắt giảm các chi phí quản lý trùng lặp.

**BVSC dự báo Công ty sẽ ghi nhận chi phí tài chính ròng khoảng 552 tỷ đồng.** Theo chia sẻ, Công ty vẫn đang xem xét đến khả năng tiếp tục ghi nhận một số khoản lợi nhuận bất thường cho niên độ 18/19. Tuy nhiên, do chưa có thêm thông tin về các hoạt động này, chúng tôi tạm giả định trong kỳ Công ty không ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng vốn cổ phần và tài sản cố định như trong niên độ 17/18.

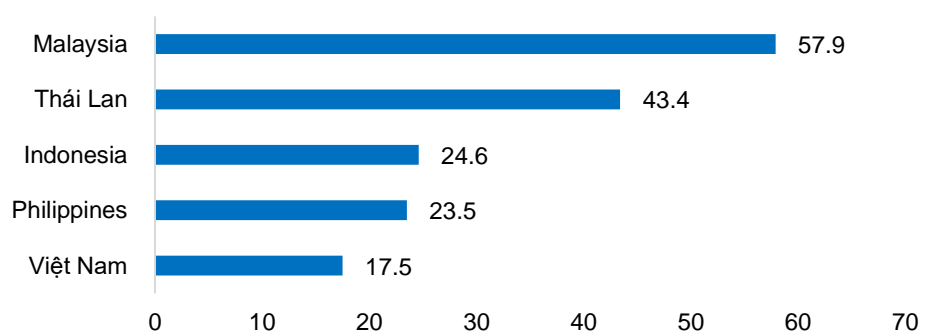
Dựa trên những cơ sở trên, **BVSC dự báo lợi nhuận sau thuế ước đạt 344 tỷ đồng**, so với mức 547 tỷ đồng niên độ 17/18 (bao gồm các khoản lợi nhuận bất thường). **Do đó, nếu chỉ tính riêng lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận niên độ 18/19 ước tăng 248% so với cùng kỳ**, tương đương EPS dự báo đạt 618 VND.

**Kỳ vọng dần thay thế nguồn đường lậu sau ATIGA, nỗ lực giảm giá mía qua đó giảm giá thành và tận dụng nguồn đường thô nhập khẩu giá rẻ để tái tinh luyện là chiến lược cần thiết sau ATIGA và là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng trung – dài hạn.**

Theo chia sẻ, CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa đặt kế hoạch sản lượng đến hết niên độ 2020/2021 đạt 1,23 triệu tấn đường, tương đương tỷ lệ tăng trưởng kép là 29%/năm, qua đó chiếm khoảng 50% tổng nhu cầu nội địa. Theo BVSC, kế hoạch kinh doanh trên là khả thi khi cân nhắc các yếu tố hỗ trợ sau:

- Tốc độ tăng trưởng kép của sản lượng đường tiêu thụ nội địa đến niên vụ 2021 ước đạt 10,6%/năm, được hỗ trợ bởi tốc độ tăng trưởng kép của ngành Thực phẩm và Đồ uống khoảng 11%/năm.
- Mức tiêu thụ bình đường bình quân đầu người của Việt Nam còn khá thấp so với các trong khu vực, đạt khoảng 17,5 kg/người.

**Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam và các nước trong khu vực năm 2017 (kg/người)**



*Nguồn: Deloitte, BVSC tổng hợp*



- Sản lượng đường Tiêu dùng ước đạt 400 nghìn tấn/năm, trong đó đa số là đường không nhãn mác, không rõ nguồn gốc xuất xứ. Như đã đề cập, việc áp dụng chính sách giá bán và chiết khấu cạnh tranh cùng việc mở rộng hệ thống bán hàng cũng như tận dụng lợi thế thương hiệu uy tín, Công ty hoàn toàn có khả năng chiếm lĩnh kênh Tiêu dùng.
- Với mục tiêu tăng khả năng cạnh tranh, SBT liên tục nỗ lực giảm qua việc giảm chi phí mía nội địa cũng như tận dụng nguồn đường thô nhập khẩu giá rẻ. Cụ thể, Công ty đặt kế hoạch trong việc hỗ trợ nông dân trồng mía cải thiện năng suất 5% cũng như giảm chi phí canh tác 9% trong 3 năm tới. Qua đó, thu nhập của nông dân trồng mía vẫn được đảm bảo trong khi giá mía nguyên liệu cũng được cắt giảm, góp phần giảm giá thành sản xuất đường và nâng cao tính cạnh tranh. Do đó, sản phẩm Công ty thu hẹp dần khoảng cách về giá bán với đường lậu, ước khoảng 400.000-500.000 tấn/năm, tiến tới thay thế dần nguồn đường này từ nay tiến tới giai đoạn 2020, khi ATIGA chính thức có hiệu lực.
- Cùng với đó, SBT cũng liên tục nghiên cứu và cho ra đời sản phẩm mới nhằm đáp ứng nhu cầu người tiêu dùng song song nâng cao giá trị gia tăng của sản phẩm từ đó cải thiện biên lợi nhuận. Cụ thể, sau khi mua lại mảng mía đường tại Lào, Công ty ưu tiên dành 6.000 vùng nguyên liệu tại đây để phát triển riêng cho việc sản xuất đường organic, dự kiến tiến tới khai thác 100% vùng nguyên liệu tại đây trong 3 năm tới. Hiện tại, Công ty đặt mục tiêu hạ giá thành cũng như giá bán sản phẩm, đẩy mạnh tính nhận diện sản phẩm với người tiêu dùng trong nước cũng như đang tiếp xúc với các thị trường xuất khẩu tiềm năng. Thị trường đường organic thế giới được dự báo đạt hơn 1,3 tỷ USD vào năm 2022, tương đương tốc độ tăng trưởng kép là 15,55%/năm.

#### **Rủi ro đầu tư**

**Các giao dịch và nghiệp vụ phát sinh với bên liên quan cùng Tập đoàn.** Trong kỳ, BVSC nhận thấy Công ty có phát sinh các giao dịch và nghiệp vụ phát sinh với các bên liên quan thuộc Tập đoàn Thành Thành Công. Trong đó, với hoạt động bán hàng, Công ty phát sinh giao dịch bán đường thành phẩm qua kênh thương mại, chiếm khoảng 21% Doanh thu mảng đường, chủ yếu là với các công ty liên quan. Ngoài ra, SBT cũng phát sinh giao dịch mua hàng hóa và nguyên vật liệu, chủ yếu là đường thô và phân bón, với các bên liên quan, chiếm 36% tổng giá vốn hàng bán trong kỳ.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý đến các khoản nghiệp vụ phải thu khách hàng và trả trước cho người bán ngắn hạn ghi nhận trong kỳ. Cụ thể, cuối niên độ 17/18 Công ty ghi nhận khoản phải thu ngắn hạn khách hàng là bên liên quan khoảng 830 tỷ đồng, chiếm 50% khoản phải thu khách ngắn hạn toàn Công ty. Theo ước tính của BVSC, vòng quay khoản phải thu nhóm khách hàng là bên liên quan này khoảng 3 lần, so với vòng quay khoản phải thu khách hàng của các kênh tiêu thụ khác, đạt hơn 8 lần. Cùng với đó, cuối niên độ Công ty cũng ghi

nhận khoảng hơn 1.375 tỷ đồng trả trước cho người bán ngắn hạn, chiếm hơn 41% giá vốn hàng bán phát sinh với các bên liên quan trong kỳ.

**Rủi ro về nguồn đường nhập lậu qua biên giới giá rẻ.** Như đã đề cập, trong niên vụ vừa qua, theo ước tính có khoảng 500 nghìn tấn đường lậu xâm nhập thị trường, là một trong nguyên nhân chính dẫn đến việc tồn kho tăng lên mức khoảng 700 nghìn tấn so với khoảng 555 nghìn tấn vụ trước đó. Vì vậy, giá đường tiêu thụ nội địa cũng như sản lượng tiêu thụ của chính CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa có thể bị ảnh hưởng nếu đường lậu không được kiểm soát và ngăn chặn.

#### **Quan điểm đầu tư**

Bằng phương pháp định giá DCF, BVSC ước tính giá trị hợp lý của CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa là **19.885 VND/cổ phiếu**. Do đó, với mức giá đóng cửa ngày 5/9/2018 là 18.800, chúng tôi tạm thời đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SBT. **Tuy nhiên, với triển vọng tăng trưởng trong tương lai cũng như thông tin hỗ trợ từ việc tham gia của nhà đầu tư chiến lược nước ngoài trong ngắn hạn, nhà đầu tư có thể xem xét cơ hội đầu tư nếu cổ phiếu giảm về vùng giá quanh 17.000 VND/cổ phiếu.** Các điểm nhấn đầu tư chính bao gồm:

- Doanh thu niên độ 2018/2019 của Công ty dự báo đạt 12.637 tỷ đồng (+22% yoy), trong đó tổng sản lượng đường tiêu thụ tăng trưởng 26%. Trong khi đó, LNST đến từ hoạt động lõi của công ty đạt 344 tỷ đồng, ước tăng 248% so với niên độ 17/18. Mức dự báo này tương đương với EPS dự phóng cho hoạt động lõi của niên độ 18/19 là 618 VND/cổ phiếu.
- Kỳ vọng tồn kho thế giới giảm, qua đó giảm áp lực lên giá đường thế giới và việc hoãn ATIGA sẽ giảm áp lực lên giá đường trong nước trong niên vụ 2018/2019.
- Triển vọng chiếm 50% nhu cầu tiêu thụ nội địa vào năm 2021 nhờ tận dụng lợi thế hệ thống phân phối và kênh bán hàng cùng thương hiệu uy tín bên cạnh nỗ lực nâng cao tính cạnh tranh của giá bán sản phẩm,
- Tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2018/2019 – 2022/2023 của Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế dự báo đạt lần lượt 14%/năm và 33%/năm

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>FY14/15</b>	<b>FY15/16</b>	<b>FY16/17</b>	<b>FY17/18</b>
Doanh thu thuần	2.067	4.027	4.498	10.364
Giá vốn	1.808	3.422	3.884	9.064
Lợi nhuận gộp	259	605	614	1.300
Doanh thu tài chính	84	142	222	722
Chi phí tài chính	68	216	280	792
Lợi nhuận sau thuế	189	294	339	547

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>FY14/15</b>	<b>FY15/16</b>	<b>FY16/17</b>	<b>FY17/18</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	138	855	203	325
Các khoản phải thu ngắn hạn	961	1.931	2.068	5.068
Hàng tồn kho	749	1.333	1.958	3.899
Tài sản cố định hữu hình	533	1.555	1.442	4.746
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	612	686	1.373	629
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.297</b>	<b>6.837</b>	<b>7.806</b>	<b>17.973</b>
Nợ ngắn hạn	866	2.774	3.169	8.913
Nợ dài hạn	509	1.360	1.523	2.772
Vốn chủ sở hữu	1.922	2.702	3.113	6.287
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.297</b>	<b>6.837</b>	<b>7.806</b>	<b>17.973</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>FY14/15</b>	<b>FY15/16</b>	<b>FY16/17</b>	<b>FY17/18</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)		94,8%	11,7%	130,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)		55,7%	15,3%	61,1%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	12,5%	15,0%	13,6%	12,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,1%	7,3%	7,5%	5,3%
ROA (%)	5,7%	4,3%	4,3%	3,0%
ROE (%)	9,8%	10,9%	10,9%	8,8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,42	0,60	0,60	0,65
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,72	1,54	1,51	1,87
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	339	528	609	981
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.940	13.875	12.297	11.287

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

##### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

##### Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

##### Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

##### Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

##### Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

##### Hà Thị Thu Hằng

Dược, Vận tải

hathithuhang@baoviet.com.vn

##### Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

##### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

##### Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

##### Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

##### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888