

CTCP MÍA ĐƯỜNG SƠN LA (HNX: SLS)
Dương Bích Ngọc

Chuyên viên phân tích

Email: ngocdb@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4312

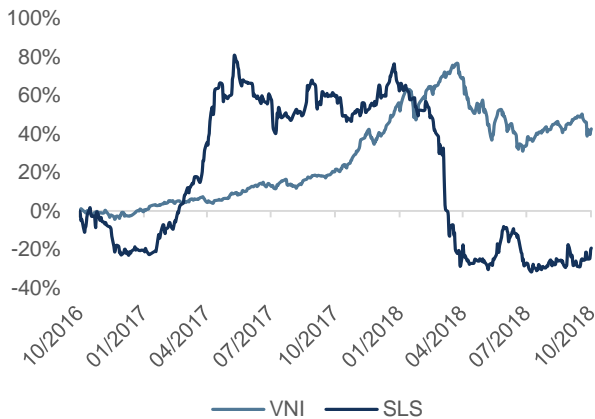
Giá hiện tại:

67.900

Giá mục tiêu:

86.320

Tăng/giảm:

27%
KHUYẾN NGHỊ
MUA
Diễn biến giá cổ phiếu SLS và VNIndex

Thông tin giao dịch (23/10/2018)

Giá hiện tại (đồng/cp)	67.900
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	188.900
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	61.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	9.791.945
Số lượng CP lưu hành (cp)	9.791.945
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	8.715
% sở hữu nước ngoài	0,11%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	665,85
P/E trailing 12 tháng (lần)	6x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	11.833

Thông tin chung

Tên	CTCP Mía đường Sơn La
Địa chỉ	TT Hát Lót, Mai Sơn, Sơn La
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh đường
Chi phí chính	Mía nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Thổ nhưỡng và điều kiện tự nhiên đem lại mía có chữ đường và năng suất cao
Rủi ro chính	Biến động giá mía và giá đường thành phẩm; Rủi ro chiếm dụng vốn

**GIÁ ĐƯỜNG CẢI THIẾN TRONG 2018/19
TRIỂN VỌNG TỪ ĐƯỜNG RE**

Chúng tôi tiến hành cập nhật phân tích và định giá mã cổ phiếu SLS. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu SLS là **86.320 đồng/cp**, cao hơn mức giá hiện tại 27%. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ
► Triển vọng tăng giá đường trong 2018/19

Tháng 10/2018, giá đường thế giới đạt 13,25 Uscents/pound (+20%). Giá đường Việt Nam kỳ vọng sẽ hồi phục trong năm 2019 do hiệp định ATIGA hoãn lại 02 năm và giá đường từ Thái Lan tăng, giảm áp lực cho các doanh nghiệp mía đường Việt Nam.

► Triển vọng từ tiêu thụ đường tinh luyện RE chất lượng cao

Giá bán đường RE cao hơn 10% so với đường trắng RS, đường RE ít cạnh tranh tại thị trường miền Bắc, khách hàng mới là các công ty thực phẩm đồ uống. FPTS dự phóng, sản lượng tiêu thụ của SLS có thể tăng 35% so với 2017/18.

► Giá cổ phiếu đang được định giá thấp

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2018/19 của SLS đạt 756 tỷ đồng (+26% y-o-y), lợi nhuận sau thuế ước đạt 125 tỷ đồng (+7% y-o-y), tương ứng với mức EPS đạt 12.722 đồng/cp. [\(Chi tiết\)](#)

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI
► Biến động giá đường trong nước và các chính sách hỗ trợ ngành

Giá đường trong nước và thế giới giảm sâu trong niên vụ 2017/18 ảnh hưởng tới lợi nhuận toàn ngành đường. Giá đường trong nước được kỳ vọng tiếp tục giảm trong Quý 4/2018 và sẽ phục hồi trong năm 2019.

► Khả năng trả nợ vay của doanh nghiệp

Khả năng trả nợ vay giảm từ 0,46 lần còn 0,25 lần trong 2017/18. Nợ vay/TTS của SLS ở mức 44,5%. Nợ vay tăng do tài trợ các dự án đầu tư xây dựng và nâng cấp dây chuyền sản xuất. Chi phí lãi vay năm 2017/18 ở mức 36 tỷ đồng (+130% y-o-y). [\(Chi tiết\)](#)

► Khả năng thu hồi các khoản phải thu của doanh nghiệp

SLS phân phối đường chủ yếu qua các doanh nghiệp thương mại có liên quan tới cổ đông lớn. Phải thu năm 2017/18 lên tới 326 tỷ đồng (+9% y-o-y), tương ứng với 54% doanh thu. [\(Chi tiết\)](#)

Chi tiết: [Báo cáo định giá lần đầu \(tháng 12/2017\)](#)

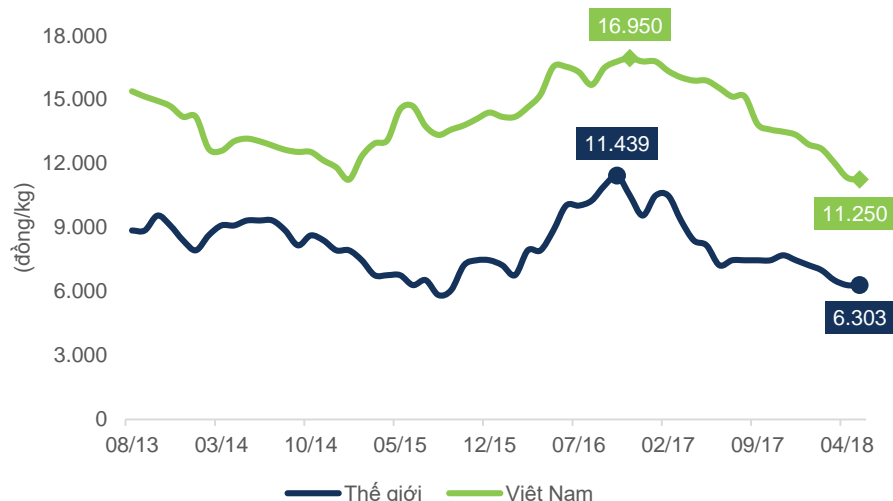
I. TỔNG QUAN NGÀNH MÍA ĐƯỜNG VIỆT NAM NIÊN VỤ 2017/18

- Giá đường trong nước giảm 35%**

Niên vụ 2017/18 là giai đoạn khó khăn của ngành đường thế giới và đường Việt Nam. Giá đường Việt Nam giảm 35% so với niên vụ 2016/17, xuống còn 11.250 đồng/kg, do ảnh hưởng của (1) Áp lực từ hiệp định thương mại ATIGA của khối ASEAN; (2) Áp lực từ giá bán đường lạt Thái Lan; (3) Đường lỏng nhập khẩu từ Trung Quốc.

[Phụ lục 1: Diễn biến giá đường trong nước](#)

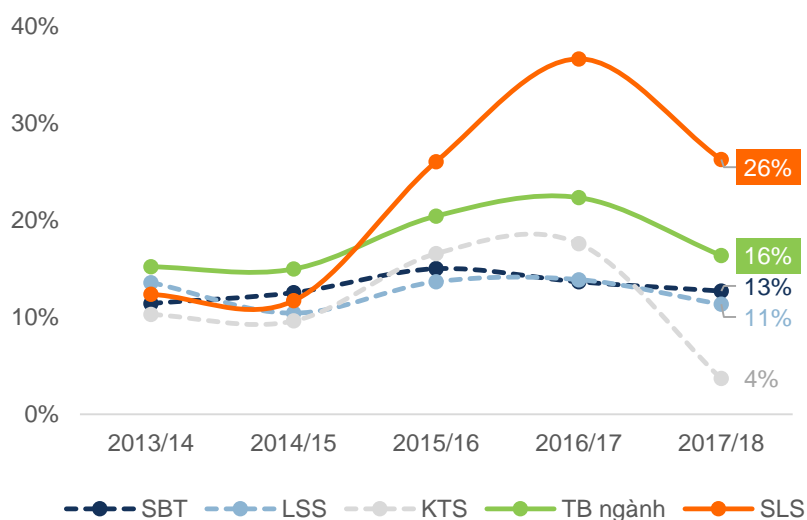
Biểu đồ 01: Diễn biến giá đường RS trong nước và đường thô quốc tế



Nguồn: Cục quản lý giá, FPTS Tổng hợp

- Lợi nhuận gộp toàn ngành giảm sâu**

Biểu đồ 02: Tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp mía đường niêm yết



Lợi nhuận gộp trung bình của các doanh nghiệp mía đường trong nước giảm từ 22% còn 16% trong niên vụ 2017/18. Lợi nhuận gộp của SLS năm 2017/18 đạt 158 tỷ đồng (-20% y-o-y), tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn trung bình ngành, ở mức 26%.

Do cạnh tranh với đường nhập lạt từ Thái Lan (30% sản lượng tiêu thụ cả nước), lượng đường tồn kho trong nước lên tới 800.000 tấn đường (tháng 5/2018, theo Hiệp hội mía đường Việt Nam), giá bán đường giảm 35%, còn hơn 11.000 đồng/kg.

Nguồn: Báo cáo tài chính, FPTS Tổng hợp

(Năm tài chính của các doanh nghiệp ngành mía đường bắt đầu từ 01/07 và kết thúc ngày 30/06 năm sau)

II. TÌNH HÌNH SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH CỦA SLS

1. Kết quả kinh doanh 2017/18

Bảng 01: Kết quả hoạt động kinh doanh của SLS năm 2017/18

Đơn vị tính: tỷ đồng	2017/2018 Thực tế	% y-o-y	FPTS Dự phóng	2017/18 vs Dự phóng	Diễn giải
Doanh thu	601	12%	714	-16%	
Đường	464	40%	616	-25%	► Doanh thu mảng đường vụ 2017/18 đạt 464 tỷ đồng (+40% y-o-y) chủ yếu do sản lượng đường tiêu thụ tăng 29% (hơn 38.000 tấn). Giá bán đường trung bình đạt 11.950 đồng/kg (-19% y-o-y). Sản lượng mật rỉ tiêu thụ tăng 40% so với cùng kỳ.
Mật rỉ	40	13%	19	106%	► Doanh thu mảng đường thực tế 2017/18 thấp hơn dự phóng của FPTS 25% do áp lực của hiệp định ATIGA lên sức tiêu thụ và giá bán toàn ngành. Giá bán đường thực tế thấp hơn 4,4% so với giá bán dự phóng (12.500 đồng/kg). Sản lượng bán thực tế thấp hơn 20% so với sản lượng tiêu thụ dự phóng.
Khác	0.10	-43%	0.08	24%	
Lợi nhuận gộp	158	-20%	167	-5%	► Giá thành sản xuất thực tế thấp hơn 7% so với mức dự phóng, do SLS nâng cao hiệu quả sản xuất đường.
Doanh thu tài chính	17	129%	0.38	4456%	
Chi phí lãi vay	36	130%	40	-8%	► Chi phí lãi vay tăng 130% y-o-y do nợ vay của doanh nghiệp tăng 48% trong 2017/18. SLS sử dụng nợ vay cho dự án đầu tư xây dựng và nâng cấp dây chuyền sản xuất đường.
CP bán hàng	4.2	62%	5.6	-25%	
CP quản lý DN	20	-9%	26	-25%	
Lợi nhuận từ HĐKD	114	-30%	95	20%	
Lợi nhuận khác	1.6	n.a	2.8	-44%	
Lợi nhuận trước thuế	116	-29%	93	25%	
Lợi nhuận sau thuế	116	-29%	92	26%	

Nguồn: SLS, FPTS Tổng hợp

Chi tiết: [Báo cáo định giá lần đầu \(tháng 12/2017\)](#)

2. Cải thiện năng lực sản xuất trong năm 2017/18

• Năng lực sản xuất đạt 15% sản lượng miền Bắc

Năm 2016/17, SLS đã hoàn thành dự án đầu tư nâng cấp dây chuyền sản xuất từ 2.500 TMN (tấn mía/ngày) lên 5.000 TMN, sản lượng sản xuất đạt hơn 60.000 tấn đường/năm (15% năng lực sản xuất miền Bắc và 4% cả nước). Trước 2016, SLS chủ yếu sản xuất đường kính trắng RS (Refined Standard) và xuất khẩu đường sang Trung Quốc qua đường tiểu ngạch với sản lượng tiêu thụ 30.000 tấn đường/năm. Sau khi Trung Quốc hạn chế nhập khẩu tiểu ngạch, SLS đã chuyển hướng sang kinh doanh đường trong nước. Để cạnh tranh với các doanh nghiệp đường trong nước, SLS đã nâng cao chất lượng đường RS của mình. Trong năm 2017/18, SLS đã tiêu thụ hơn 38.000 tấn đường RS (+29% y-o-y), chiếm khoảng 4% thị phần đường Việt Nam. Cũng trong năm, SLS đã hoàn thành dự án xây dựng dây chuyền sản xuất đường tinh luyện RE, với chất lượng cao, được sử dụng cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm, nước giải khát.

Bảng 02: Năng lực sản xuất mía và đường của SLS qua các năm

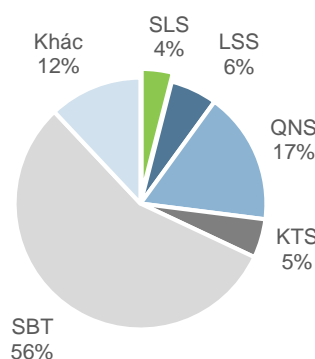
	Đơn vị	2013	2014	2015	2016*	2016/17	2017/18	Cả nước (2017/18)
Năng suất mía	tấn/ha	60	53	73	63	68	69	54
Sản lượng mía	tấn	269.969	244.545	361.789	308.738	417.580	544.980	13.456.637
Sản lượng đường	tấn	29.343	28.273	39.964	33.376	48.987	62.937	1.327.021
Tấn mía/tấn đường	tấn	9,20	8,65	9,05	9,25	8,52	8,66	10,14
Giá mua mía	đồng/kg	900	900	860	860	860	850	900 – 1.200
Giá thành đường	đồng/kg	12.040	10.860	10.021	10.153	9.596	9.655	13.000

Nguồn: SLS, FPTS Tổng hợp
(2016* năm chuyển đổi tài chính 01/01 – 30/06/2016)

[Phụ lục 02: So sánh SLS với các doanh nghiệp mía đường niêm yết \(cập nhật 2017/18\)](#)

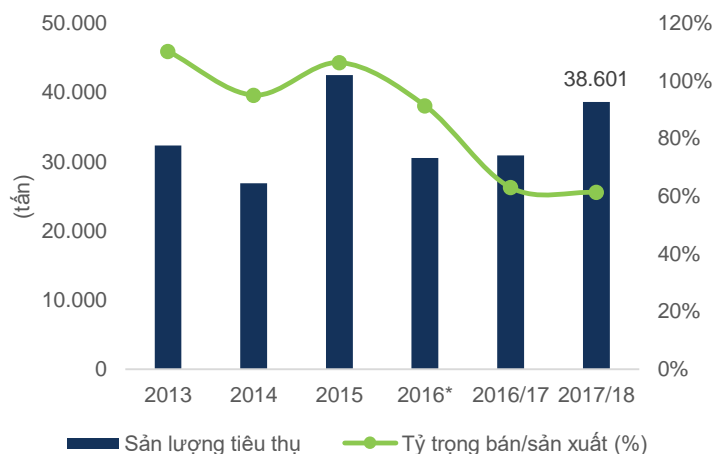
[Phụ lục 03: Chi tiết dự án đầu tư của SLS](#)

Biểu đồ 03: Thị phần đường nội địa 2017/18



Nguồn: Hiệp hội mía đường Việt Nam, FPTS Tổng hợp

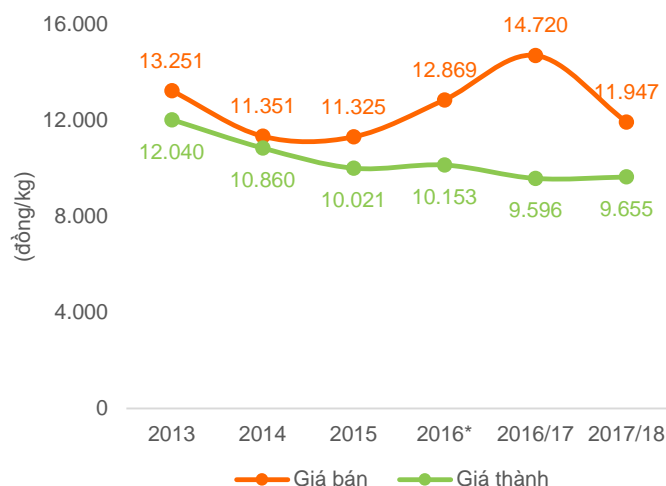
Biểu đồ 04: Sản lượng đường tiêu thụ của SLS



Nguồn: SLS, FPTS Tổng hợp
2016* năm chuyển đổi tài chính (01/01 – 30/06/2016)

Cùng với khó khăn của toàn ngành mía đường trong niên vụ 2017/18, tỷ trọng đường bán/sản xuất của SLS đã giảm từ 91% trong năm 2016 xuống còn 61% năm 2017/18. Lượng đường tồn kho cao kỷ lục ở mức hơn 48.000 tấn đường.

- **Giá thành sản xuất giảm 30% trong giai đoạn 2013 - 2018**

Biểu đồ 05: Giá bán và giá thành đường SLS


Nguồn: SLS, FPTS Tổng hợp

Giai đoạn 2013 – 2018, SLS đã cải thiện được hiệu quả sản xuất mía và đường. Giá thành sản xuất đường của doanh nghiệp đã giảm hơn 30% trong giai đoạn này, ở mức 9.600 đồng/kg (thấp hơn trung bình ngành khoảng 26%). Lợi thế của SLS đến từ (1) Vùng nguyên liệu đem lại mía có năng suất và chữ đường cao và (2) Giá mua mía rẻ.

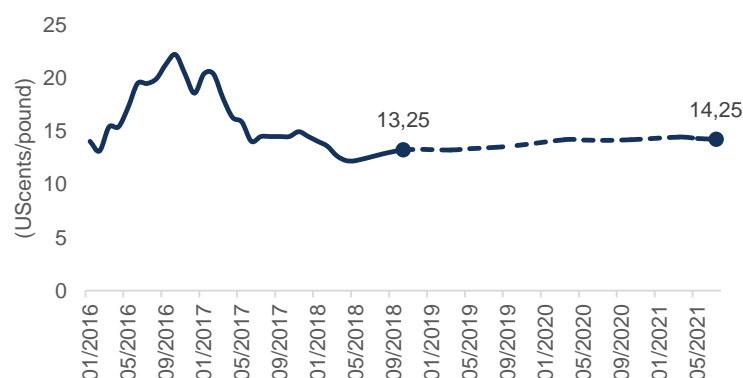
Năm 2017/18, sau khi hoàn thành các dự án đầu tư, giá thành sản xuất đường ở mức 9.655 đồng/kg (+0.6% y-o-y) do chi phí khấu hao tăng. FPTS dự phóng, giá thành sản xuất đường của SLS từ năm 2018/19 sẽ ở mức trung bình 10.087 đồng/kg (+4.5%).

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2019 – 2023

1. Giá đường quốc tế và trong nước phục hồi trong 2018/19

Niên vụ 2017/18 là giai đoạn khó khăn của ngành đường thế giới. Tháng 05/2018, giá đường thô thế giới giảm xuống 10,4 Uscents/pound (6.300 đồng/kg) (-33% y-o-y) do tình trạng dư cung toàn cầu. Sản lượng đường sản xuất trong niên vụ đạt 191,8 triệu tấn (+10,3% y-o-y), tiêu thụ đạt 174 triệu tấn (+2% y-o-y). Tình trạng này đến từ sản lượng sản xuất kỷ lục tại các quốc gia sản xuất đường lớn trên thế giới như Ấn Độ (+46% y-o-y), Thái Lan (+37% y-o-y) và EU (+15% y-o-y).

Tháng 10/2018, giá đường thô theo hợp đồng giao tháng 3/2019 đã tăng hơn 20% so với tháng trước, lên 13,25 Uscents/pound (6.820 đồng/kg). Theo dự báo của ISO (Hiệp hội đường thế giới) và USDA (Bộ nông nghiệp Mỹ), giá đường sẽ phục hồi trong niên vụ 2018/19, cung đường toàn cầu được dự báo sẽ giảm 2%, đạt 188 triệu tấn đường. Nguyên nhân do:

Biểu đồ 06: Dự báo giá đường thế giới 2018 – 2021


Nguồn: Bloomberg, ISO, USDA, Rabobank, ICE, FPTS Tổng hợp

(1) Thời tiết khô hạn khiến sản lượng sản xuất tại Brazil và EU được dự báo sẽ giảm lần lượt 12% và 4%. Đây là khu vực sản xuất đứng #1 và #3 thế giới.

(2) Xu hướng sản xuất ethanol từ mía của Brazil, Ấn Độ và Thái Lan: giá đường thế giới giảm sâu khiến các nhà máy sản xuất đường ở các quốc gia sản xuất lớn trên thế giới chuyển sang sản xuất Ethanol từ mía phục vụ nhu cầu trong nước, khiến cung đường thế giới giảm.

(Theo USDA – Bộ Nông nghiệp Mỹ)

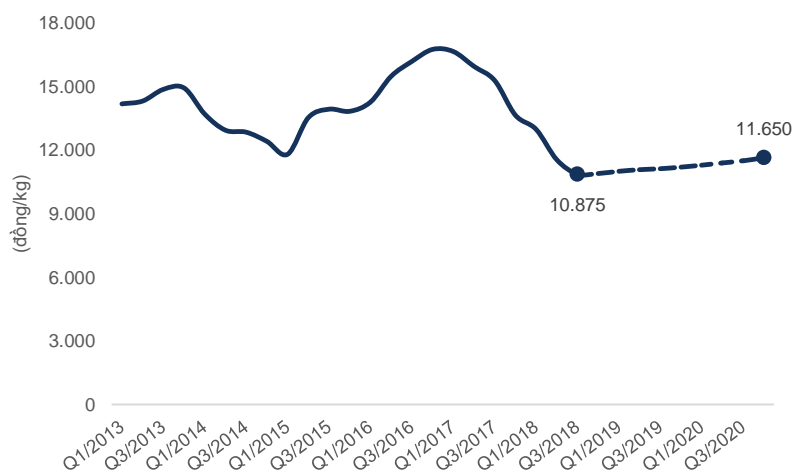
Bên cạnh đó, FPTTS dự phóng, giá đường trong nước sẽ phục hồi tới hết năm 2020 với những luận điểm sau:

- **Tạm hoãn ATIGA, đường trong nước chưa phải cạnh tranh với đường Thái nhập khẩu chính ngạch:**
Trong niên vụ 2017/18, ngành đường Việt Nam đối mặt với hơn 500.000 tấn đường nhập lậu từ Thái và đường lỏng 0% thuế suất, không hạn ngạch từ Trung Quốc. Ngày 01/01/2018, Hiệp định thương mại ATIGA của khối ASEAN được dự kiến có hiệu lực. Tâm lý chờ đường Thái chính ngạch giá rẻ của các khách hàng sử dụng đường khiến cho giá đường trong nước giảm sâu. Việc hoãn hiệu lực của ATIGA tới hết 2020 sẽ khiến cho đường Thái chưa thể nhập khẩu vào Việt Nam qua đường chính ngạch với số lượng lớn. Giá đường trong nước chưa thể tăng cao nhưng sẽ phục hồi trở lại trong 02 năm tới.
- **Thay đổi chính sách ngành đường Thái Lan, giá đường Thái nhập vào Việt Nam sẽ tăng khoảng 5%:**
Đường lậu từ Thái Lan qua cửa khẩu Tây Nam hiện có giá rẻ hơn đường trắng bán buôn trong nước khoảng 10% (10.000 – 10.300 đồng/kg). Giá thành sản xuất đường của Thái Lan thấp hơn Việt Nam khoảng 40%, ở mức 8.000 đồng/kg.

Giá thành sản xuất đường tại Thái được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ sau vụ kiện với Brazil tại WTO năm 2017. FPTTS đánh giá, giá thành sản xuất đường tại Thái Lan sẽ ở mức 8.500 – 9.500 đồng/kg (tăng 5-10%) từ niên vụ 2018/19 sau khi tiến hành: (1) Hủy bỏ cơ chế hạn ngạch, (2) Thả nổi giá đường trong nước và (3) Thay đổi chính sách chia lợi nhuận. Do đó, chúng tôi dự phóng, giá đường nhập lậu từ Thái Lan về Việt Nam sẽ ở mức 10.500 – 11.000 đồng/kg.

Từ phân tích giá đường thế giới, tác động của các yếu tố lên giá đường Việt Nam, chúng tôi đưa ra dự phóng giá bán buôn đường RS tại Việt Nam như sau:

Biểu đồ 07: Dự báo giá bán buôn đường RS trong nước (2018 – 2020)



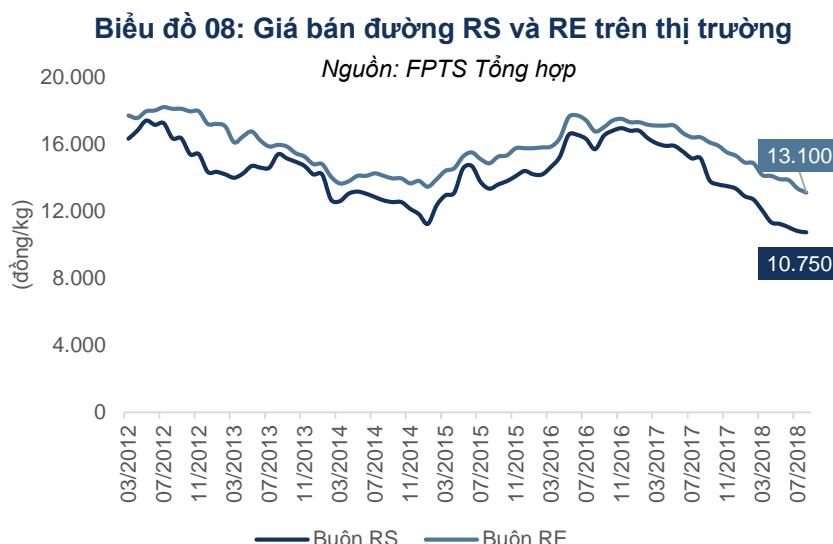
Nguồn: FPTTS Tổng hợp

[Phụ lục 04: Chi phí sản xuất đường Việt Nam – Thái Lan](#)
[Phụ lục 05: Thay đổi trong chính sách ngành đường Thái Lan](#)

2. Triển vọng từ tiêu thụ đường RE trong dài hạn

(1) Giá bán đường RE cao hơn 10% so với RS

Tháng 8/2018, giá bán buôn đường RE cả nước ở mức 13.100 đồng/kg, và giá bán đường RS ở mức 10.750 đồng/kg. Đường RE thường có giá bán trung bình cao hơn 10% so với đường RS, do chất lượng cao hơn và lượng cung ít hơn (33% lượng đường cả nước).



(2) Ít cạnh tranh tại thị trường miền Bắc và tiềm năng từ khách hàng mới

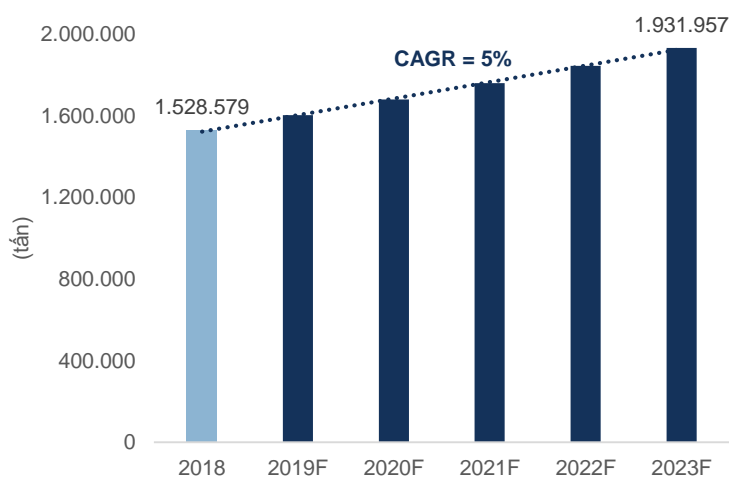
Hiện nay, cả nước chỉ có 5 doanh nghiệp có khả năng sản xuất đường RE (SBT, LSS, SLS, NIVL và KCP Việt Nam). Trong đó, SLS là doanh nghiệp duy nhất sản xuất đường RE tại khu vực miền núi phía Bắc và Đồng bằng Sông Hồng (các doanh nghiệp còn lại ở Bắc Trung bộ và Đông Nam Bộ).

Sản lượng đường RE từ các nhà máy đạt hơn 430.000 tấn/năm trên toàn quốc (33% tổng cung đường), đáp ứng được khoảng 65% nhu cầu sử dụng đường RE trong nước. Bên cạnh đó, thị trường đường RE không gặp phải cạnh tranh với đường Thái Lan ở thời điểm hiện tại do đường nhập lậu từ Thái Lan chủ yếu là đường RS và đường thô. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, SLS đang chuẩn bị cho công tác bán đường RE cho các khách hàng mới là các công ty thực phẩm – đồ uống khu vực phía Bắc, với khoảng 20.000 tấn, bắt đầu từ năm 2020/21.

(3) Nhu cầu đường nội địa tăng trưởng 5%/năm giai đoạn 2019 – 2023

Ngành đường Việt Nam đang tiêu thụ hơn 1,5 triệu tấn đường/năm, bình quân theo đầu người là 16 kg/người/năm, thấp hơn trung bình thế giới 7 kg/người. Chúng tôi dự đoán, nhu cầu tiêu thụ đường cả nước sẽ tăng khoảng 5% so với hiện nay vào năm 2023, tiêu thụ khoảng 1,8 triệu tấn từ các yếu tố như: tốc độ tăng dân số của Việt Nam trong giai đoạn 2019 – 2023 ở mức 1,12%/năm (theo IMF), tốc độ tiêu thụ đường ở các nước đang phát triển là 2%/năm (OECD), tốc độ tăng trưởng ngành thực phẩm – đồ uống tại Việt Nam là 11%/năm (OECD), tăng trưởng tiêu thụ bình quân đạt 5%/năm (OECD), tăng trưởng trong quá khứ là 5%/năm (USDA).

Biểu đồ 09: Dự phóng tăng trưởng nhu cầu đường Việt Nam 2019 – 2023

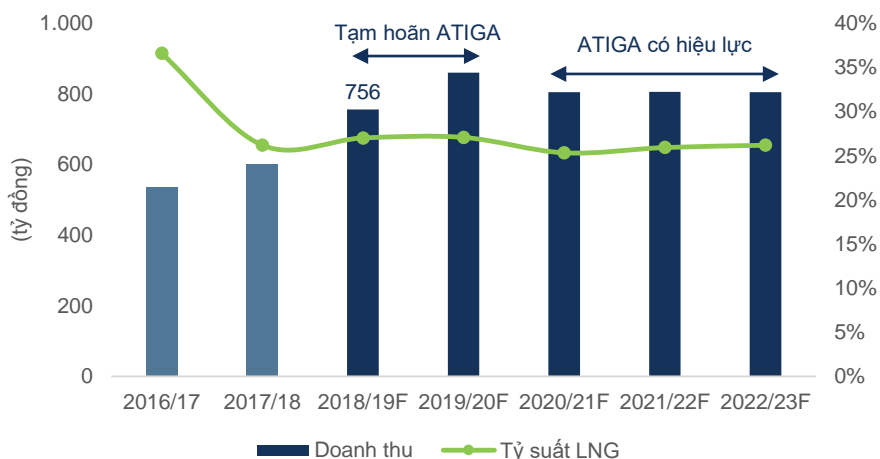


Nguồn: FPTTS Tổng hợp

3. Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2019 – 2023

Từ những triển vọng trong tiêu thụ đường RE trong dài hạn cùng sự phục hồi của giá đường trong niên vụ 2018/19, chúng tôi đưa ra những phân tích về tiềm năng phát triển của SLS như sau:

Biểu đồ 10: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của SLS 2019 – 2023



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

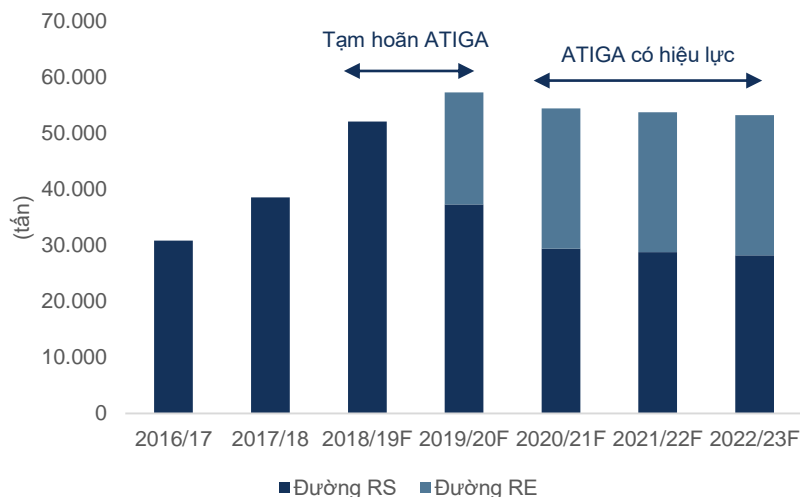
(1) Sản lượng đường sản xuất ổn định ở mức khoảng 60.000 tấn/năm:

SLS hiện chưa có kế hoạch tiếp tục mở rộng vùng nguyên liệu. Diện tích vùng nguyên liệu ở mức 7.800 ha, đem lại hơn 530.000 tấn mía sạch mỗi năm. SLS duy trì hiệu quả sản xuất đường với hiệu suất 8 tấn mía/tấn đường. FPTTS dự phóng, sản lượng đường sản xuất sẽ ổn định ở mức khoảng 60.000 tấn/năm, trong đó có từ 20.000 – 30.000 tấn đường RE.

(2) Sản lượng tiêu thụ tăng 35% trong năm 2018/19:

Sau niên vụ 2017/18, SLS còn khoảng 48.000 tấn đường tồn kho. Chúng tôi dự phóng, trong năm 2018/19, doanh nghiệp sẽ tiêu thụ được hơn 52.000 tấn đường (+35% y-o-y) do (1) Chất lượng đường của SLS đã được cải thiện, đáp ứng được yêu cầu của các khách hàng công nghiệp, (2) Hiệp định ATIGA tạm hoãn khiến áp lực về giá và cạnh tranh trong nước được giảm nhẹ. Từ vụ 2019/20, SLS sẽ hoàn tất công tác chuẩn bị cho tiêu thụ đường RE cho các khách hàng công nghiệp trong ngành thực phẩm - đồ uống và giảm tỷ trọng bán đường RS. Sau 2020, sản lượng bán của doanh nghiệp sẽ giảm nhẹ do ảnh hưởng từ hiệu lực của hiệp định ATIGA.

Biểu đồ 11: Dự phóng sản lượng tiêu thụ của SLS

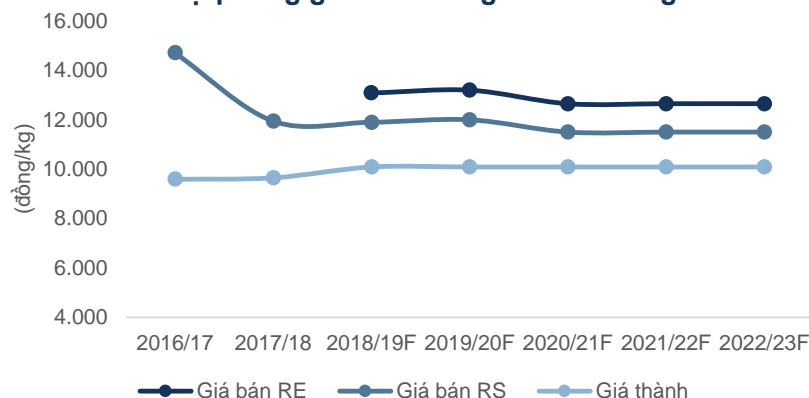


Nguồn: FPTTS Tổng hợp

(3) Giá bán đường hồi phục trong 2019 – 2020

Giá bán đường trong nước sẽ tăng trong giai đoạn 2019 – 2020 và giảm sau khi hiệp định ATIGA có hiệu lực. Chúng tôi giả định giá bán đường RS của SLS sẽ tăng lên 12.000 đồng/kg tới hết 2020. Trong khi đó, giá thành sản xuất sẽ tăng khoảng 4,5% do chi phí khấu hao tăng.

Biểu đồ 12: Dự phóng giá thành và giá bán đường của SLS



Nguồn: FPT S Tổng hợp

Qua ĐHCĐ ngày 25/09/2018, Ban lãnh đạo Công ty cũng như ĐHCĐ đã giao phó chỉ tiêu cho năm tài chính 2018/19. Trong Quý 1/2019, SLS đã thực hiện vượt kế hoạch LNST, đạt 21 tỷ đồng. FPT S đánh giá khả năng thực hiện kế hoạch năm 2018/19 của SLS như sau:

Bảng 03: Kế hoạch sản xuất, kinh doanh năm 2018/19 và kết quả HĐKD Q1/2019 (kết thúc 30/09/2018)

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2018/19	% +/- so với TH 2017/18	FPTS Dự phóng	Q1/2019	% y-o-y	%/KH
Doanh thu (tỷ đồng)	901	+50%	756	197	+41%	22%
Tổng chi phí (tỷ đồng)	881	+82%	631	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	20	-83%	125	21	-30%	105%
Cổ tức (đồng/cp)	1.000	-	1.000	-	-	-

Nguồn: SLS, FPT S Tổng hợp

IV. CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

1. Biến động giá đường và diễn biến các chính sách hỗ trợ ngành đường

Diễn biến giá đường trong nước và quốc tế có ảnh hưởng lớn tới ngành đường Việt Nam. Chúng tôi sẽ theo dõi và cập nhật diễn biến giá đường cùng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong các báo cáo tiếp theo.

Trong năm 2018, Hiệp hội Mía đường Việt Nam VSSA đã kiến nghị với các cơ quan quản lý Nhà nước đề xuất xây dựng cơ chế chính sách để quản lý và phát triển ngành mía đường bền vững, trong đó có:

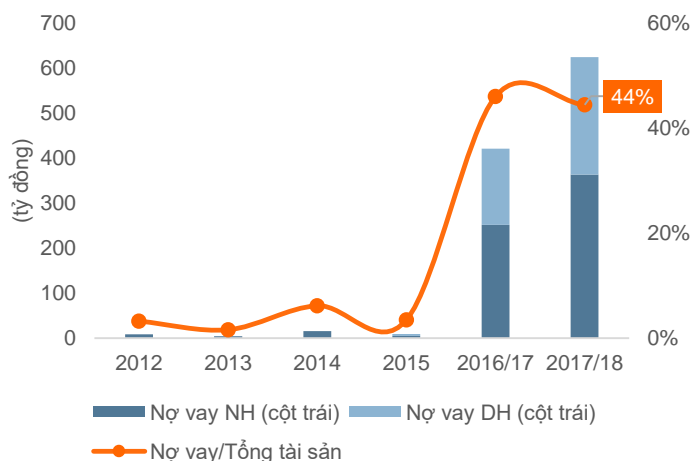
- Dự thảo Nghị định Mía đường
- Quy hoạch Mía đường đến 2020 và tầm nhìn 2030, hình thành cụm công nghiệp mía đường và điện năng đối với các NMD có công suất từ 6.000 TMN trở lên
- Quỹ phát triển mía đường, chính sách phân chia lợi nhuận giữa nhà máy đường và nông dân
- Biện pháp phòng vệ và hạn chế đường lỏng HFCS từ Trung Quốc
- Quyết định về hội nhập ATIGA sau 2020

Những chính sách trên nếu được phê duyệt sẽ có tác động tích cực đối với toàn ngành đường Việt Nam. Bên cạnh đó, diễn biến của hiệp định thương mại ATIGA cũng có những tác động tích cực với việc nhập đường thô sản xuất của doanh nghiệp. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật khi có những thay đổi ảnh hưởng tới doanh nghiệp.

2. Khả năng trả nợ vay và thu hồi khoản phải thu

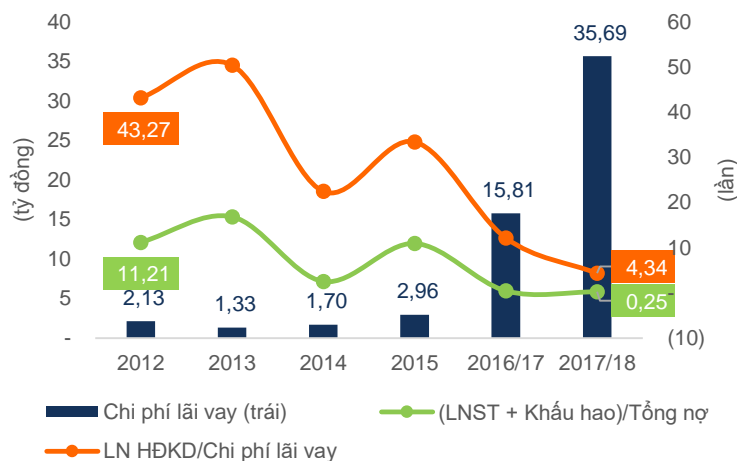
2.1. Áp lực tài chính tăng do vay nợ tài trợ dự án mới

Biểu đồ 13: Nợ vay/Tổng tài sản của các doanh nghiệp mía đường niêm yết



Nguồn: SLS

Biểu đồ 14: Khả năng trả nợ của SLS

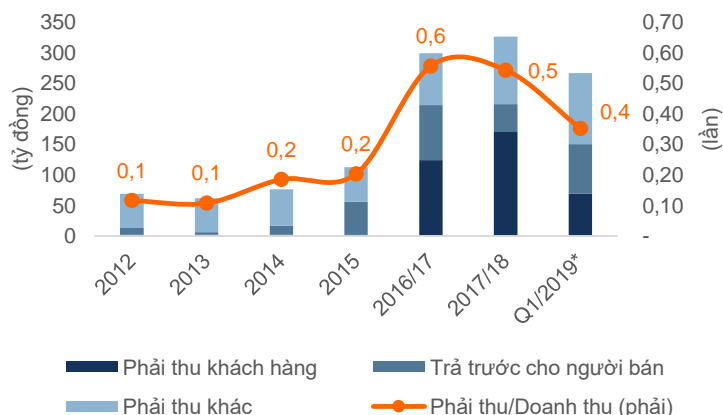


Nguồn: SLS

Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của SLS đạt 44,5%, tương đương với trung bình ngành (44%) và thấp hơn năm 2016/17 (46%). Giai đoạn 2012 – 2015, SLS sử dụng chủ yếu nợ vay ngắn hạn để phục vụ cho hoạt động sản xuất và kinh doanh trong niên vụ. Từ năm 2016/17, công ty thực hiện vay dài hạn cho các dự án nâng cấp dây chuyền sản xuất, với lãi vay trung bình khoảng 8%/năm. Năm 2017/18, tổng nợ vay của SLS là 625 tỷ đồng (+48% y-o-y). Sử dụng đòn bẩy tài chính lớn khiến chi phí lãi vay của doanh nghiệp tăng cao (+125% y-o-y). Chi phí lãi vay năm 2017/18 đạt 36 tỷ đồng (tương đương với 23% lợi nhuận gộp). Khả năng trả nợ vay và lãi vay của SLS giảm còn 0,25 lần và 4,34 lần, nhưng vẫn ở mức an toàn. [\(Quay lại trang 1\)](#)

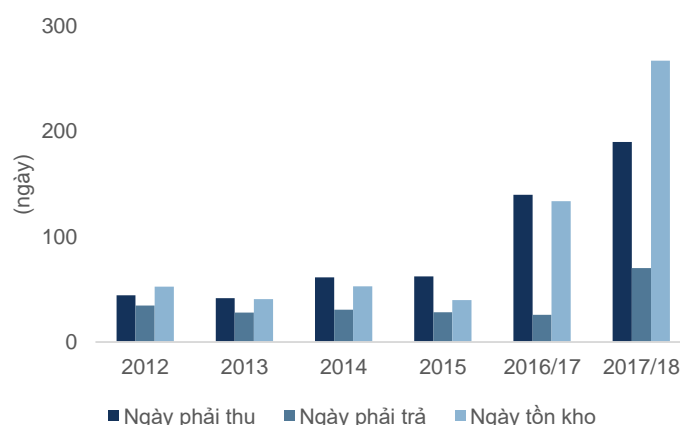
2.2. Rủi ro chiếm dụng vốn

Biểu đồ 15: Cơ cấu phải thu và tỷ trọng phải thu/doanh thu



Nguồn: SLS (*Q1/2019 kết thúc 30/09/2018)

Biểu đồ 16: Chỉ số hiệu quả hoạt động của SLS



Nguồn: SLS

SLS bị chiếm dụng vốn bởi các khoản phải thu từ khách hàng, trong đó có các doanh nghiệp khách hàng liên quan tới cổ đông lớn. Trong 02 niên vụ gần đây, toàn ngành đường gặp khó khăn trong bán hàng do cạnh tranh về giá bán với đường lậu từ Thái Lan. Điều này ảnh hưởng không nhỏ tới SLS cũng như các công ty thương mại đường khác. Do bị chiếm dụng vốn khiến SLS phải vay vốn lưu động và vốn đầu tư dự án lớn. Tuy nhiên, tỷ trọng phải thu/doanh thu đã được cải thiện trong năm 2017/18, giảm còn 0,5 lần. [\(Quay lại trang 1\)](#)

V. CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu SLS sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu SLS theo 2 phương pháp có mức bình quân là **86.320 đồng/cp**, cao hơn 27% so với mức giá đóng cửa ngày 23/10/2018. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	85.620	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	87.020	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		86.320	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018/19	10,66%	Phần bù rủi ro	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	7,43%	Hệ số Beta	0,41
Chi phí sử dụng VCSH	14,07%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,3%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)		1.477
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)		0,697
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)		625
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		852
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		9,79
Giá mục tiêu (đồng/cp)		87.020
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		838
Giá mục tiêu (đồng/cp)		85.620

Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Thời gian	Link báo cáo chi tiết
THEO DÕI	12/2017	Tại đây

[\(Quay lại trang 1\)](#)

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ đồng)	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Doanh thu thuần	601	756	860	805
- Giá vốn hàng bán	443	552	627	601
Lợi nhuận gộp	158	204	233	204
- Chi phí bán hàng	4	6	6	5
- Chi phí quản lý DN	20	27	31	29
Lợi nhuận thuần HĐKD	133	171	197	170
- (Lỗ)/lãi HĐTC	17	28	6	6
- Lợi nhuận khác	2	-	-	-
LN trước thuế, lãi vay	152	171	203	176
- Chi phí lãi vay	36	46	46	43
Lợi nhuận trước thuế	116	125	157	133
- Thuế TNDN	0	0	0	0
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	116	125	157	133
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cổ đông CT Mẹ	116	125	157	133
EPS (đ)	13.531	12.722	15.997	13.584
EBITDA	155	178	210	186
Khấu hao	39	53	53	53
Tăng trưởng doanh thu	12%	26%	14%	-6%
Tăng trưởng LN HĐKD	-22%	28%	15%	-14%
Tăng trưởng EBIT	-29%	7%	26%	-15%
Tăng trưởng EPS		7%	26%	-15%
Chỉ số khả năng sinh lời	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26,2%	27,0%	27,1%	25,4%
Tỷ suất LNST	19,3%	16,5%	18,2%	0,9%
ROE DuPont	25,8%	23,1%	23,3%	16,5%
ROA DuPont	10,0%	8,6%	10,1%	8,2%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	25,3%	22,7%	23,6%	21,9%
LNST/LNTT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
LNTT / EBIT	76,2%	72,7%	77,2%	75,6%
Vòng quay tổng tài sản	51,8%	52,4%	55,3%	49,4%
Đòn bẩy tài chính	258,2%	267,8%	231,1%	201,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Số ngày phải thu	89,63	66,49	66,49	66,49
Số ngày tồn kho	267,75	147,78	175,00	200,00
Số ngày phải trả	133,71	105,00	105,00	105,00
Thời gian luân chuyển tiền	223,67	109,28	136,49	161,49
COGS / Hàng tồn kho	1,02	0,95	1,01	0,86
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
CS thanh toán hiện hành	1,16	1,39	1,52	1,70
CS thanh toán nhanh	0,51	0,50	0,66	0,68
CS thanh toán tiền mặt	0,00	0,00	0,18	0,18
Nợ / Tài sản	0,44	0,43	0,37	0,30
Nợ / Vốn CSH	1,31	1,05	0,80	0,57
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,76	0,67	0,60	0,48
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,55	0,39	0,21	0,09
Khả năng TT lãi vay	3,25	2,68	3,42	3,13

CĐKT (tỷ đồng)	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	1	1	129	125
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	326	309	338	323
+ Hàng tồn kho	437	579	623	696
+ Tài sản ngắn hạn khác	12	15	17	16
Tổng tài sản ngắn hạn	775	904	1.107	1.160
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	768	768	768	768
+ Khấu hao lũy kế	(204)	(257)	(311)	(364)
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	563	510	457	404
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	2	2	2	2
+ Xây dựng CBDD	63	63	63	63
Tổng tài sản dài hạn	630	577	524	471
Tổng Tài sản	1.406	1.481	1.630	1.630
Nợ & Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
+ Phải trả người bán	220	218	248	232
+ Vay và nợ ngắn hạn	364	401	447	419
+ Quỹ khen thưởng	2	2	2	2
Nợ ngắn hạn	666	650	729	683
+ Vay và nợ dài hạn	261	231	154	77
+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	261	231	154	77
Tổng nợ	927	881	884	760
+ Thặng dư	4	4	4	4
+ Vốn điều lệ	98	98	98	98
+ LN chưa phân phối	324	439	585	709
Vốn chủ sở hữu	478	600	747	870
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	1.406	1.481	1.630	1.630
LCTT (tỷ đồng)	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Tiền đầu năm	23	1	1	129
Lợi nhuận sau thuế	116	125	157	133
+ Khấu hao	39	53	53	53
+ Điều chỉnh	(26)	(3)	(2)	1
+ Thay đổi vốn lưu động	(103)	(179)	(39)	(76)
Tiền từ hoạt động KD	26	(4)	169	111
+ Chi mua sắm TSCĐ	(220)	-	-	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	17	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(203)	-	-	-
+ Cổ tức đã trả	(49)	(10)	(10)	(10)
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	37	46	(28)
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	(30)	(77)	(77)
Tiền từ hoạt động TC	155	4	(41)	(115)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(22)	0	128	(3)
Tiền cuối năm	1	1	129	125

PHỤ LỤC

Phụ lục 01: Diễn biến giá đường trong nước

Giá đường Việt Nam giảm 35% so với niên vụ 2016/17, còn 11.250 đồng/kg, do ảnh hưởng của các yếu tố sau:

(1) Áp lực của Hiệp định thương mại ATIGA của khối ASEAN: Ngày 01/01/2018, Hiệp định ATIGA được dự kiến sẽ đi vào hiệu lực. Hiệp định này có 02 vấn đề chính ảnh hưởng tới ngành đường Việt Nam:

Bảng 01: Tác động của hiệp định ATIGA tới ngành mía đường Việt Nam

Trước ATIGA	Sau ATIGA
1. Hạn ngạch nhập khẩu: Hạn ngạch theo hiệp định WTO (năm 2018 là 94.000 tấn đường, tăng 5%/năm) và hiệp định giữa Việt Nam – Lào (50.000 tấn, thuế 2,5%).	1. Bỏ hạn ngạch nhập khẩu từ các nước ASEAN.
2. Thuế nhập khẩu: Trong hạn ngạch: 5% Ngoài hạn ngạch: 80 - 85%	2. Thuế nhập khẩu từ các nước trong khu vực ASEAN sẽ chỉ còn 5% .
→ Do vị trí địa lý nằm gần Thái Lan (quốc gia sản xuất đường #4, xuất khẩu #2 thế giới), đường nội địa sẽ gặp phải cạnh tranh lớn với đường Thái giá rẻ tràn về Việt Nam. Đây là đối thủ chính của toàn ngành cũng như các doanh nghiệp mía đường trong nước.	
→ Hiệp định ATIGA được tạm hoãn tới ngày 01/01/2020 . Ngành đường Việt Nam sẽ có 02 năm thay đổi để giảm khoảng cách cạnh tranh với đường Thái Lan.	

(2) Đường lậu từ Thái Lan qua biên giới Tây Nam: Đường lậu Thái Lan có giá rẻ hơn đường trắng bán buôn trong nước khoảng 10%, được nhập lậu với số lượng lên tới 400.000 – 500.000 tấn/năm (30% tổng tiêu thụ của Việt Nam), dẫn tới lượng đường trong nước tồn kho cao lên hơn 800.000 tấn vào tháng 05/2018.

(3) Đường lỏng (HFCS) với thuế suất 0%, không hạn ngạch tràn về từ Trung Quốc: Do có giá rẻ hơn 10% so với đường trắng trong nước, độ ngọt lại cao hơn 1,2 lần đường mía, loại đường này được nhiều doanh nghiệp sản xuất thực phẩm vừa và nhỏ sử dụng. Mức nhập khẩu đường lỏng về Việt Nam năm 2017 lên tới 89.434 tấn (7% nhu cầu sử dụng đường tại Việt Nam).

[\(Quay lại\)](#)

Phụ lục 02: So sánh SLS với các doanh nghiệp mía đường niêm yết (cập nhật 2017/18)

Chỉ tiêu	Đơn vị	SLS	SBT	LSS	KTS
Số nhà máy đường	NMĐ	01	09	02	01
Công suất ép	TMN	5.000	48.600	11.000	2.500
Diện tích vùng nguyên liệu	ha	7.865	62.000	13.470	1.166
Năng suất bình quân	tấn/ha	70	70	70	70
Sản lượng mía ép	tấn	544.980	3.521.587	964.400	164.875
Sản lượng đường sản xuất	tấn	62.937	620.000	89.309	16.669
Doanh thu thuần	tỷ đồng	601	10.285	1.452	508
Tổng tài sản	tỷ đồng	1.406	17.694	2.879	511
VCSH	tỷ đồng	478	6.097	1.568	154
Tỷ suất LNST	%	18,5%	5,3%	0,3%	1,8%

Nguồn: VSSA, Báo cáo tài chính, FPTS Tổng hợp

[\(Quay lại\)](#)

Phụ lục 03: Chi tiết dự án đầu tư của SLS

(1) Dự án đầu tư 2015 – 2016: Dự án đầu tư nâng cấp thiết bị và sản xuất đường tinh luyện

Tổng mức đầu tư: 229 tỷ đồng

(2) Dự án đầu tư giai đoạn I (2016 – 2017): Dự án đầu tư nâng công suất dây chuyền chế biến đường ổn định 4.000 TMN (giai đoạn 2016 – 2018) – Giai đoạn I (2016 – 2017) đạt công suất 3.000 TMN.

Tổng mức đầu tư: 201 tỷ đồng

(3) Dự án đầu tư giai đoạn II (2017 – 2018): Dự án đầu tư nâng công suất dây chuyền chế biến mía đường ổn định 5.000 TMN

Tổng mức đầu tư: 300 tỷ đồng

[\(Quay lại\)](#)

Phụ lục 04: Chi phí sản xuất đường Việt Nam – Thái Lan

Giá sản xuất đường trung bình	Việt Nam	Thái Lan
Giá mía (đồng/tấn)	1.100.000	650.000
Hiệu suất đường/mía (kg/tấn)	99	109
Chi phí mía/kg đường	11.111	5.963
Giá thành sản xuất đường	15.000	8.000

Nguồn: FPTS Tổng hợp, VSSA, OCSB

[\(Quay lại\)](#)

Phụ lục 05: Thay đổi trong chính sách ngành đường Thái Lan

Tháng 06/2017, Brazil kiện chính sách ngành đường của Thái Lan lên WTO, cho rằng chính sách hỗ trợ xuất khẩu của Thái Lan khiến giá đường xuất khẩu của nước này thấp hơn so với các quốc gia xuất khẩu đường khác. Để xử lý vụ kiện, ngày 15/01/2018, chính phủ Thái Lan đã đưa ra những thay đổi tạm thời trong cơ chế và chính sách ngành đường như sau:

	Chính sách cũ (Luật Mía đường 1984)	Dự kiến thay đổi (2018)
	Chính sách sản xuất	
(1) Hạn ngạch sản xuất	<p>Hạn ngạch theo thứ tự Quota A – B – C</p> <p>► Quota A: Sản lượng tiêu dùng nội địa được OCSB tính hàng năm theo nhu cầu thị trường (1,2 – 1,3 triệu tấn/năm) và phân bổ về các nhà máy.</p> <p>► Quota B: Xuất khẩu 800.000 tấn đường thô, trong đó các nhà máy tự xuất khẩu trực tiếp 400.000 tấn, còn lại OCSB sẽ xuất khẩu. Giá xuất khẩu của Quota B sẽ do OCSB đưa ra.</p> <p>► Quota C: Lượng đường còn lại được xuất khẩu thông qua các công ty được cấp phép theo giá hợp đồng tương lai New York #11 (đường thô) và London #5 (đường tinh luyện).</p>	<p>Bỏ hạn ngạch và giá xuất khẩu theo hạn ngạch. Dự kiến, hạn ngạch duy nhất được giữ lại là 250.000 tấn đường nội địa tối thiểu được dự trữ hàng tháng để đảm bảo nhu cầu đường trong thị trường nội địa.</p>
(2) Chính sách chia lợi nhuận	<p>Giá mía được Hiệp hội mía đường Thái Lan ấn định vào đầu niên vụ. Các doanh nghiệp trả phí mua mía theo mức ấn định. Lợi nhuận thu được từ các nhà máy sẽ được chia cho nông dân với tỷ lệ 70:30 (nông dân – nhà máy). Vào cuối vụ, nếu có chênh lệch giá mía khiến nông dân bị thiệt hại thì Quỹ Mía và Đường sẽ hỗ trợ nông dân.</p>	<p>Bỏ chính sách trợ giá cho khoản chênh lệch mua mía đầu kỳ và cuối kỳ. Giá mía nguyên liệu dự kiến sẽ tăng nhẹ, khiến giá thành đường tăng.</p>
(3) Mở rộng diện tích VNL và xây thêm nhà máy	<p>Hiện có tổng số 54 nhà máy luyện đường. Các NMD chỉ được xây dựng khi được nhà nước cấp phép. NMD xây mới không được phép nhỏ hơn 6.000 TMN và chỉ được cách xa vùng nguyên liệu trong bán kính 50 km.</p>	<p>Lập các Vùng nông nghiệp (Agricultural Zoning) để giúp NMD xây dựng vùng nguyên liệu, chuyển dịch các loại cây trồng không hiệu quả sang trồng mía.</p>
	Chính sách tiêu thụ	
(1) Thả nổi giá đường nội địa	<p>Giá đường trong nước cố định ở mức 21 baht/kg (15.000 đồng/kg). Áp dụng mức thuế đặc biệt 5 baht/kg (3.500 đồng). Mức giá này cao hơn giá đường quốc tế khoảng 50%.</p>	<p>Thả nổi giá đường nội địa theo giá quốc tế. Bỏ mức thuế đặc biệt và thay bằng price premium ở mức 5 baht/kg. Khoản tăng thêm được sử dụng để hỗ trợ Quỹ Mía và Đường.</p>
(2) Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ngành Đồ uống		<p>Ngày 15/09/2017, luật thuế tiêu thụ đặc biệt của Thái Lan có hiệu lực. Các loại đồ uống có đường sẽ chịu mức thuế suất cao hơn 5 – 10% so với đồ uống không đường (hoặc chỉ sử dụng chất tạo ngọt nhân tạo). Các doanh nghiệp sản xuất đồ uống có 02 năm để thay đổi công thức sản xuất của doanh nghiệp.</p> <p>→ Nhu cầu sử dụng đường công nghiệp tại Thái được kỳ vọng giảm 2%.</p>

Ảnh hưởng

- 1) Nông dân trồng mía: sẽ không được hưởng trợ cấp nếu như giá mía nguyên liệu thấp hơn kỳ vọng
 - 2) Người tiêu dùng Thái Lan: hưởng lợi từ đường nội địa giá rẻ
 - 3) Nhà máy đường: giá thành sản xuất tăng nhẹ, cần tính lại giá mua mía để đảm bảo lợi nhuận
-

Nguồn: Hiệp hội mía đường Thái Lan OCSB, Bộ Nông nghiệp Mỹ USDA, Rabobank, FPTS Tổng hợp

Những thay đổi trên chỉ là những động thái của Chính phủ Thái Lan đưa ra để xử lý vụ kiện với Brazil. Luật Mía đường mới vẫn chưa được chính thức ban hành và thực hiện, do đó có thể sẽ có những thay đổi khác. Chúng tôi sẽ cập nhật trong những báo cáo tiếp theo.

[\(Quay lại\)](#)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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, FPTS nắm giữ 75 cổ phiếu SLS và chuyên viên phân tích không nắm giữ 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 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 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: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 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: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888