

**Ngành Mía đường**

Báo cáo cập nhật

02 tháng 01, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **12.200**

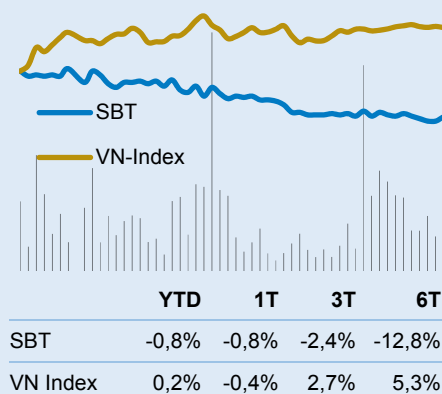
Giá thị trường (02/01/2014) 12.300

Lợi nhuận kỳ vọng 0%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	12.100 - 16.400
Vốn hóa	1.779 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	143.506.160 CP
KLGD bình quân 10 ngày	346.272 CP
% sở hữu nước ngoài	6,19%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	16,1%
Beta	0,73

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



Chuyên viên phân tích

**Dương Đức Hiếu**

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh

Mã giao dịch: SBT

Reuters: SBT.HM

Bloomberg: SBT VN

## Doanh thu tăng, lợi nhuận giảm

Bước vào quý 4/2013 cũng là thời điểm đầu niên vụ 2013/2014, chúng tôi đánh giá tình hình kinh doanh của SBT dự kiến có nhiều cải thiện do nhu cầu đường phục vụ sản xuất dịp cuối năm.

- Sản lượng.** Hiện tại, thị trường đường thế giới và trong nước hiện đều trong tình trạng cung vượt cầu. Dự báo sản lượng tiêu thụ quý 4 của SBT đạt 45.300 tấn. Sản lượng cả năm đạt 133.000 tấn, tăng 30% so với năm 2012.
- Giá bán đầu ra.** Trong quý 4/2013, giá bán đường của SBT đạt khoảng 15.700.000 đồng/tấn, tăng so với mức trung bình 14,7 triệu đồng/tấn so với 3 quý trước, nhưng vẫn giảm mạnh so với mức 17 triệu đồng/tấn năm 2012.
- Giá đầu vào.** Giá mía nguyên liệu quý 4/2013 không có nhiều biến động do công ty thực hiện bao tiêu mía thu hoạch với giá thỏa thuận trước với nông dân.

Dự báo cả năm 2013, BVSC ước tính kết quả kinh doanh của SBT dự kiến đạt 2.244 tỷ đồng doanh thu, tăng hơn 14% so với năm 2012. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 189 tỷ đồng, giảm 47%. Với kết quả này, chúng tôi cho rằng mức cổ tức mục tiêu 20% của SBT sẽ khó có thể thực hiện. Nhiều khả năng Công ty sẽ chỉ có thể chi trả mức cổ tức 10%-15% cho năm tài khóa 2014.

**Khuyến nghị.** Mặc dù SBT đã có nhiều cải thiện trong khâu bán hàng, giải phóng tồn kho và cải thiện doanh thu trong nửa cuối năm 2013, chúng tôi vẫn đánh giá SBT các doanh nghiệp mía đường nói chung vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn trong trung hạn do năng lực sản xuất và giá thành kém cạnh tranh cũng như sự mất cân đối trong cung cầu của ngành đường.

Về ngắn hạn, lợi nhuận của SBT năm 2013 sụt giảm khá lớn. Tuy vậy, công ty vẫn duy trì khả năng sinh lãi và trả cổ tức đều đặn với tỉ suất cổ tức trên 10% thị giá. Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SBT, mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu SBT chúng tôi đưa ra là **12.200 đồng/cổ phần**.

### Một số chỉ tiêu dự báo của SBT

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q4/2012	Q4/2013F
Doanh thu (triệu VND)	2.050.306	1.960.829	2.244.030	499.937	561.284
EBITDA (triệu VND)	695.976	575.971	378.599	178.547	100.964
EBIT (triệu VND)	619.652	497.617	296.313	158.958	80.392
LN sau thuế (triệu VND)	552.987	370.133	189.425	187.524	52.010
EPS (VND)	3.896	2.608	1.335	2.829	2.245
P/E (x)	3,18	4,75	9,29	4,38	5,52
P/B (x)	0,98	1,04	1,06	1,04	1,06
ROA (%)	26%	15%	7%	16%	11%
ROE (%)	31%	21%	11%	23%	19%

**Báo cáo cập nhật Q4/2013**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	6,19%
Sở hữu khác	93,81%

**CÓ ĐỒNG LỚN**

CTCP Đầu tư Thành Thành Công	24,56%
CT TNHH Đầu tư thương mại Thuận Thiên	24,43%
CTCP Điện Gia Lai	6%
CTCP Sữa Việt Nam	4,92%
CT TNHH Đầu tư Kinh Đô	4,91%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	1.104	2.050	1.961	2.244	2.370
Giá vốn	720	1.447	1.591	1.959	2.068
Lợi nhuận gộp	384	603	370	285	301
Doanh thu tài chính	54	129	313	144	145
Chi phí tài chính	25	100	172	97	99
Lợi nhuận sau thuế	345	553	370	189	197

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	126	89	111	72	74
Các khoản đầu tư TC ngắn hạn	140	125	202	249	263
Các khoản phải thu ngắn hạn	274	512	730	1.059	1.118
Hàng tồn kho	292	280	339	392	455
Tài sản cố định hữu hình	680	653	646	661	621
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	332	555	500	553	553
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.957</b>	<b>2.323</b>	<b>2.634</b>	<b>3.099</b>	<b>3.201</b>
Nợ ngắn hạn	141	505	889	1.424	1.514
Nợ dài hạn	26	24	49	17	17
Vốn chủ sở hữu	1.790	1.794	1.696	1.658	1.670
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.957</b>	<b>2.323</b>	<b>2.634</b>	<b>3.099</b>	<b>3.201</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	43%	86%	-4%	14%	6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	64%	60%	-33%	-49%	4%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	35%	29%	19%	13%	13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	31%	27%	19%	8%	8%
ROA (%)	18%	26%	15%	7%	6%
ROE (%)	20%	31%	21%	11%	12%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0%	14%	27%	40%	41%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0%	18%	42%	74%	78%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	2.432	3.896	2.608	1.335	1.385
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.609	12.642	11.948	11.684	11.769
<b>Chỉ tiêu định giá cổ phiếu</b>					
P/E (lần)	5,10	3,18	4,75	9,29	8,96
P/B (lần)	0,98	0,98	1,04	1,06	1,05

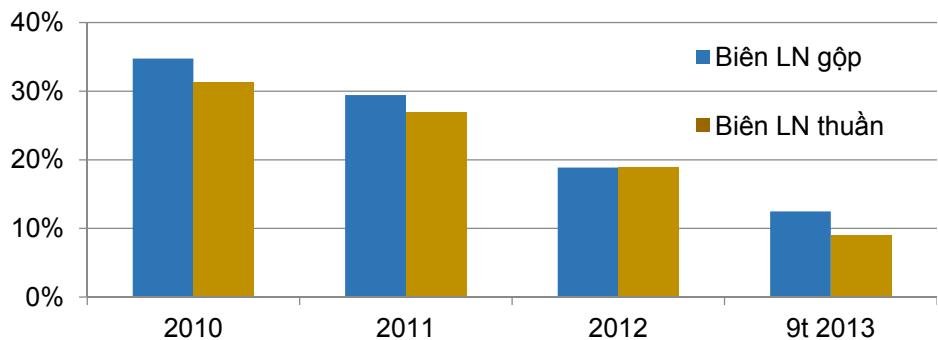
## Lợi nhuận năm 2013 giảm sút do ảnh hưởng từ giá đường

### BIÊN LỢI NHUẬN GIẢM MẠNH DO GIÁ ĐƯỜNG

Trong năm 2013, do nguồn cung dồi dào ở cả thị trường trong nước cũng như quốc tế, giá đường có xu hướng suy giảm rõ rệt. Tại thị trường trong nước, giá bán đường RE trung bình của SBT năm 2011 và 2012 đạt lần lượt 18,7 và 17 triệu đồng/tấn, tuy nhiên trong 9 tháng đầu năm 2013, mức giá bán đã giảm xuống chỉ còn khoảng 14,7 triệu đồng/tấn, tương ứng giảm 13,5% so với năm 2012. Trong khi đó, giá thu mua mía nguyên liệu của SBT vẫn phải duy trì nhằm hỗ trợ nông dân cũng như duy trì diện tích trồng mía. Do đó, biên lợi nhuận gộp 9 tháng 2013 đạt 12,5%, giảm mạnh so với mức 19% năm 2012.

Bên cạnh đó, doanh thu tài chính của công ty cũng giảm do công ty không có lợi nhuận từ hoạt động M&A như năm 2012. Biên lợi nhuận thuần do vậy cũng giảm từ 19% năm 2012 xuống 9% trong 3 quý đầu 2013.

Biên lợi nhuận qua các năm của SBT



### TRIỂN VỌNG QUÝ 4

Trong quý 3, nhờ chủ động giảm giá bán, SBT đã giải phóng được hơn 300 tỉ hàng tồn kho từ quý 2. Bước vào quý 4 cũng là thời điểm cuối năm, các khách hàng lớn của SBT trong lĩnh vực nước giải khát và bánh kẹo thực phẩm như Pepsi, Vinamilk, Redbull, Kinh Đô, Unipresident đẩy mạnh sản xuất nhằm phục vụ nhu cầu cuối năm và Tết Nguyên Đán. Vì vậy triển vọng lợi nhuận của SBT trong quý 4 được cải thiện.

#### Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của SBT

Chỉ tiêu	2012	2013F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.961	2.244	14%	Trong quý 4, phía SBT cho biết dự kiến công ty sẽ tiêu thụ khoảng 45.300 tấn đường với mức giá 15.700 đồng/kg. Tổng doanh thu quý 4 dự kiến đạt khoảng 770 tỉ đồng, tăng 57% so với trung bình 3 quý trước.  Lũy kế cả năm, SBT tiêu thụ 133.000 tấn đường, tăng hơn 30% so với năm 2012. Giá bán trung bình đạt 14,9 triệu đồng/tấn, giảm 12% so với năm 2012. Tổng doanh thu cả năm 2013 đạt khoảng 2.244 tỉ đồng.

Giá vốn	1.591	1.959	23%	Giá vốn tăng chủ yếu do sản lượng đường tiêu thụ tăng 32%. Giá thu mua mía nguyên liệu trong năm 2013 của SBT khá ổn định, dao động khoảng 0,95-1,15 triệu đồng/tấn cho trữ đường 10 CCS, giảm nhẹ khoảng 5-10% so với niên vụ trước.
Lợi nhuận gộp	370	285	-23%	
Doanh thu tài chính	313	144	-54%	Năm 2013 SBT không có doanh thu từ bán chứng khoán như năm 2012
Chi phí tài chính	172	97	-44%	
Chi phí BH	40	48	20%	
Chi phí QLDN	57	79	38%	
LN sau thuế	370	189	-49%	
EPS	2.608	1.355	-48%	

### HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CHƯA MANG LẠI NHIỀU GIÁ TRỊ

Đầu tư trong ngành mía đường: SBT là cổ đông lớn (nắm trên 20% cổ phần) tại 3 công ty mía đường là Biên Hòa, Nước Trong và La Ngà. Tổng giá trị đầu tư khoảng 250 tỉ đồng. Các khoản đầu tư này theo chúng tôi chưa đem lại lợi ích trong ngắn hạn mà chủ yếu phục vụ kế hoạch dài hạn về liên kết hoặc M&A trong nội bộ ngành.

**Bourbon An Hòa** (SBT sở hữu 49%): SBT sẽ không tăng cường đầu tư thêm vào bourbon An Hòa, bắt đầu từ năm 2014 Bourbon An Hòa sẽ có lãi. KCN Bourbon An Hòa có lợi thế ở quỹ đất lớn (760 ha) gấp 4 lần so với KCN Trảng Bàng, chi phí đầu tư thấp, ngoài ra các khu công nghiệp lân cận đã được lấp đầy cũng là một cơ sở để tin tưởng vào hoạt động kinh doanh trong các năm sau. Dự kiến từ năm 2014, SBT có thể sẽ có nguồn thu từ công ty liên kết nhờ khoản đầu tư này.

**Dự án Ethanol:** tổng mức đầu tư là 25 triệu USD, với công suất khoảng 15 triệu lít/năm. Dự án sẽ giúp hoàn thiện chuỗi giá trị cho các sản phẩm của SBT khi sử dụng mật rỉ, là phụ phẩm trong quá trình sản xuất đường, để sản xuất cồn. Với mức giá ethanol trên thế giới khoảng 15.000 đồng/lít hiện nay, dự án có khả năng đem lại cho SBT khoảng hơn 200 tỉ đồng doanh thu hàng năm. Hiện tại việc nghiên cứu dự án đã hoàn thành và SBT đang kêu gọi đầu tư, hỗ trợ về kỹ thuật. Sản phẩm từ dự án này sẽ là cồn nguyên liệu hoặc cồn cho ngành thực phẩm, tuy nhiên hướng sản xuất sẽ tùy thuộc vào nhu cầu của thị trường, đảm bảo làm sao cho lợi nhuận từ các sản phẩm là cao nhất. Dự kiến phần lớn sản phẩm sẽ được xuất khẩu.

**Dự án TTTM Espace Bourbon Tây Ninh** (SBT là chủ đầu tư, sở hữu 100%): xây dựng trên diện tích rộng 14,743 m<sup>2</sup>. Trung tâm Thương mại Espace Tây Ninh được chia thành 3 phân khu chính, gồm: khu văn phòng (khu A); khu khách sạn, dịch vụ (khu B) và khu trung tâm thương mại (khu C). Giai đoạn 1, SBT sẽ đầu tư xây dựng khu A, khu C và giai đoạn 2 sẽ đầu tư xây dựng tiếp khu B. Với sự khó khăn từ thị trường bất động sản, dự án này bị trì hoãn lâu và

SBT đã từng có ý định chuyển nhượng lại cho một đối tác khác. Tuy nhiên, SBT cho biết quyết định vẫn sẽ tiếp tục thực hiện dự án nhưng việc giải ngân sẽ hạn chế. Hiện tại SBT đã đầu tư 13,8 tỷ đồng cho dự án, chủ yếu là tiền sử dụng đất.

## Khuyến nghị đầu tư

Mặc dù SBT đã có nhiều cải thiện trong khâu bán hàng, giải phóng tồn kho và cải thiện doanh thu trong nửa cuối năm 2013, chúng tôi vẫn đánh giá SBT các doanh nghiệp mía đường nói chung vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn trong trung hạn do năng lực sản xuất và giá thành kém cạnh tranh cũng như sự mất cân đối trong cung cầu của ngành đường.

Về ngắn hạn, lợi nhuận của công ty năm 2013 sụt giảm khá lớn. Tuy vậy, công ty vẫn duy trì khả năng sinh lãi và trả cổ tức đều đặn với tỉ suất cổ tức cao (trên 10% thị giá). Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SBT, mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu SBT chúng tôi đưa ra là **12.200** đồng/cổ phần.

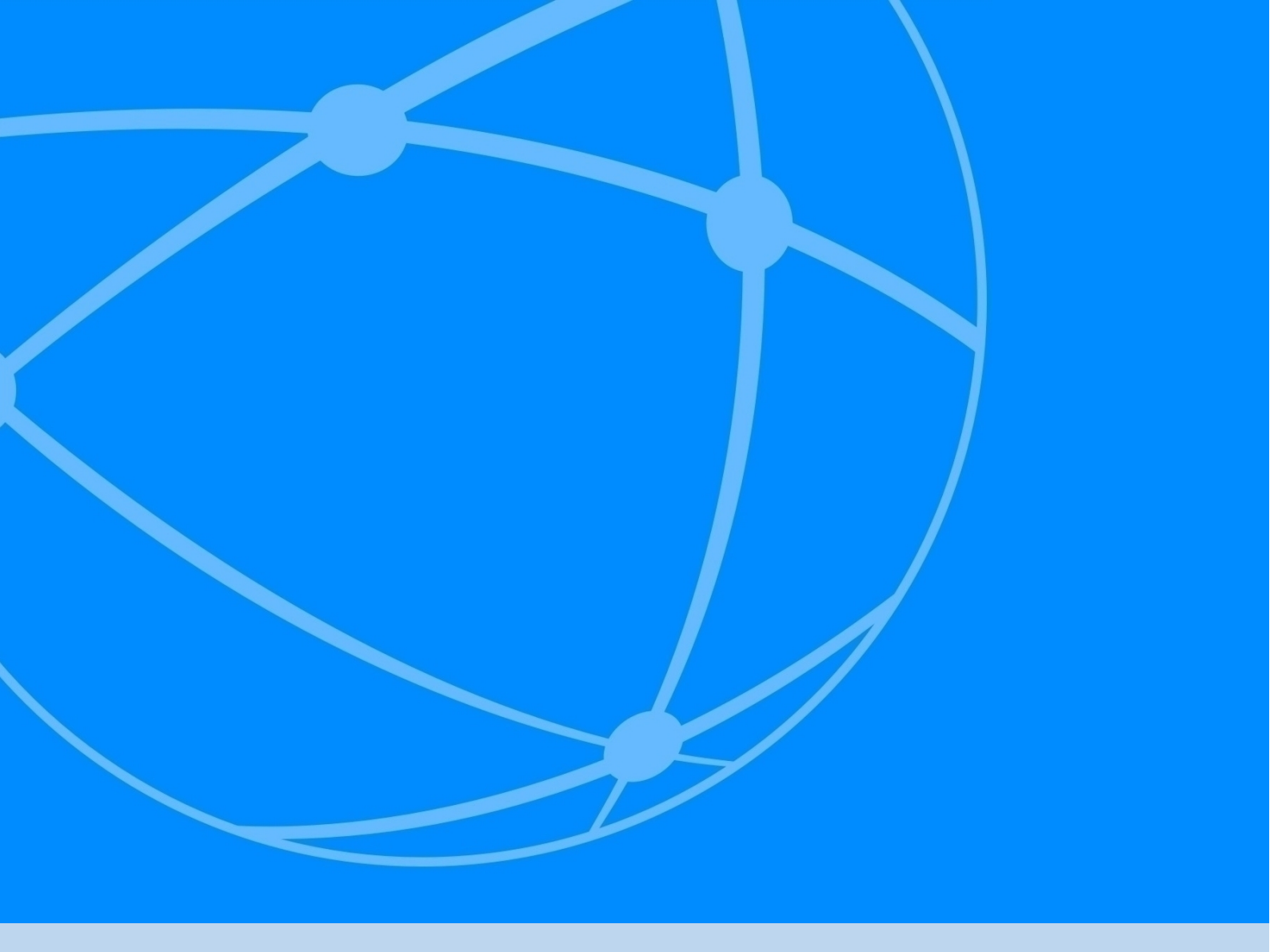
## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999