

Ngành Mía đường

Báo cáo cập nhật

13 tháng 5, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **11.800**

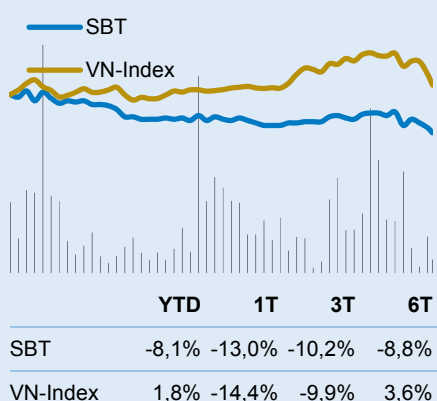
Giá thị trường (13/5/2014) 11.400

Lợi nhuận kỳ vọng 4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.400 - 14.580
Vốn hóa	1.636 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	143.486.160 CP
KLGD bình quân 10 ngày	176.586 CP
% sở hữu nước ngoài	16,76%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,8%
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

Tồn kho cao, giá bán giảm

Kết thúc quý 1/2014, SBT đạt doanh thu 452 tỷ đồng giảm 9,5% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế 29,4 tỷ, giảm mạnh tới hơn 43%. Công ty hoàn thành 21% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế 2014. Giống như nhiều doanh nghiệp mía đường khác, SBT đang chịu áp lực lớn từ việc cung vượt cầu trên thị trường và lượng tồn kho lớn của công ty.

Triển vọng quý 2/2014 dự báo kém khả quan hơn quý 1/2014 do yếu tố mùa vụ. Tiêu thụ đường quý 2 của SBT thường thấp hơn quý 1 khoảng 15%. Do đó kết quả kinh doanh của SBT trong quý 2 không được kì vọng cao. Dự báo doanh thu quý 2 của SBT đạt 384 tỷ, lợi nhuận sau thuế đạt 25 tỷ.

- Sản lượng.** Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ quý 2 của SBT đạt 22.000 tấn, lũy kế 6 tháng đạt khoảng 47.000 tấn
- Giá bán đầu ra vẫn ở mức thấp.** Do lượng đường tồn kho của cả ngành cao, giá bán trong quý 2 khó có cơ hội tăng trưởng. Giá bán trung bình của SBT trong quý 2 chúng tôi ước tính khoảng 14 triệu đồng/tấn.
- Giá đầu vào cao.** SBT thực hiện bao tiêu mía thu hoạch với giá thỏa thuận trước với nông dân, do vậy mặc dù giá đường giảm nhưng giá mía nguyên liệu vẫn ở mức cao hơn trung bình thị trường khoảng 10%, ước tính vào khoảng trên 1,05 triệu đồng/tấn.

Dự báo năm 2014. Hoạt động kinh doanh của SBT đang có chiều hướng đi xuống rõ rệt. Bản thân SBT cũng đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận 2014 lần lượt là 2.096 tỷ và 160 tỷ, giảm lần lượt 6% và 42% so với năm 2013. Dựa trên kết quả quý 1 và bối cảnh khó khăn của ngành đường, chúng tôi ước tính SBT sẽ đạt doanh thu cả năm khoảng 1.894 tỷ. Tuy nhiên, nhờ khả năng có thể được hoàn nhập dự phòng, lợi nhuận sau thuế cả năm của SBT có thể vượt kế hoạch và đạt 174 tỷ.

Cổ tức suy giảm. Cùng với sự đi xuống của KQKD, SBT quyết định chỉ trả cổ tức 10% cho năm 2013 (đã chi), trả cổ tức 5% cho niên độ 6 tháng đầu năm 2014. Tỷ lệ cổ tức đã giảm đáng kể so với mức 20%-30% của các năm trước.

Khuyến nghị. Chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SBT với mức giá kỳ vọng là **11.800** đồng/cổ phần.

Một số chỉ tiêu tài chính của SBT

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q2/2013	Q2/2014F
Doanh thu (triệu đồng)	1.960.829	2.220.040	1.894.377	413.164	384.100
EBITDA (triệu đồng)	575.971	457.282	384.119	92.962	70.119
EBIT (triệu đồng)	497.617	375.216	302.053	72.445	48.554
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	370.133	243.002	174.377	36.976	24.742
EPS (đồng/cổ phần)	2.608	1.636	1.174	2.245	1.010
P/E (x)	4,68	7,46	10,39	5,43	12,07
P/B (x)	0,97	1,02	0,98	1,02	0,98
ROA (%)	26%	15%	8%	13%	5%
ROE (%)	31%	21%	14%	18%	8%

Báo cáo cập nhật Q1/2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	16,76%
Sở hữu khác	83,24%

CỔ ĐÔNG LỚN

CTCP SX-TM Thành Thành Công	24,57%
CT TNHH Đặng Thành	24,43%
CTCP Điện Gia Lai	6%
Halley Asian Prosperity	5,95%
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	2013	2014F
Doanh thu	1.104	2.050	1.961	2.220	1.894
Giá vốn	720	1.447	1.591	1.939	1.676
Lợi nhuận gộp	384	603	370	281	218
Doanh thu tài chính	54	129	313	155	131
Chi phí tài chính	25	100	172	52	61
Lợi nhuận sau thuế	345	553	370	243	174

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	126	89	111	278	221
Các khoản đầu tư TC ngắn hạn	140	125	202	119	217
Các khoản phải thu ngắn hạn	274	512	730	1.175	1.040
Hàng tồn kho	292	280	339	231	294
Tài sản cố định hữu hình	680	653	646	638	633
Các khoản đầu tư TC dài hạn	332	555	500	749	748
Tổng tài sản	1.957	2.323	2.634	3.250	3.204
Nợ ngắn hạn	141	505	889	1.331	1.337
Nợ dài hạn	26	24	49	78	57
Vốn chủ sở hữu	1.790	1.794	1.696	1.841	1.810
Tổng nguồn vốn	1.957	2.323	2.634	3.250	3.204

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

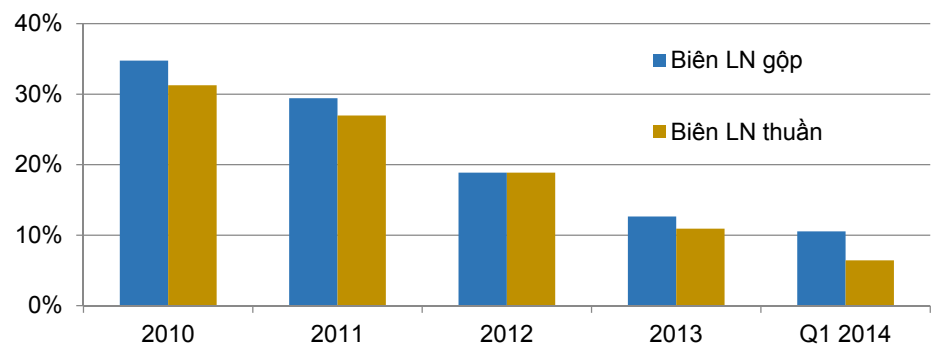
Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	43%	86%	-4%	13%	-15%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	64%	60%	-33%	-34%	-28%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	35%	29%	19%	13%	12%
Lợi nhuận thuần biên (%)	31%	27%	19%	11%	9%
ROA (%)	18%	26%	15%	8%	5%
ROE (%)	20%	31%	21%	14%	9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0%	14%	27%	33%	34%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0%	18%	42%	59%	61%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.432	3.896	2.608	1.636	1.174
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.609	12.642	11.948	12.395	12.188
Chỉ tiêu định giá cổ phiếu					
P/E (lần)	5,02	3,13	4,68	7,46	10,39
P/B (lần)	0,97	0,97	1,02	0,98	1,00

Sản lượng tiêu thụ và giá bán giảm trong quý 1/2014

Đường tồn kho trong nước vẫn ở mức cao. Đầu tháng 4/2014, lượng đường tồn kho tại các nhà máy, các công ty thương mại thuộc Hiệp hội đường VSSA lên đến 650.000 tấn, tăng gần 150.000 tấn so với cùng kỳ năm 2013.

Trong bối cảnh đó, SBT bán được khoảng 25.000 tấn đường trong quý 1/2014. Giá bán cũng giảm khoảng 12% so với cùng kỳ, xuống mức 14 triệu đồng/tấn. Lượng đường tồn kho hiện tại của công ty khoảng 65.000 tấn. Giá bán giảm khiến cho biên lợi nhuận của SBT trong quý 1 giảm so với các năm trước. Biên lợi nhuận gộp chỉ còn 10,5%, lợi nhuận thuần là 6,4%.

Kết thúc quý 1, doanh thu của SBT đạt 452 tỷ đồng giảm 9,5% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 29,4 tỷ, giảm mạnh tới hơn 43%. Công ty hoàn thành 21% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế 2014.



Dự báo triển vọng quý 2/2014 kém khả quan hơn quý 1/2014 do yếu tố mùa vụ

Theo yếu tố mùa vụ, quý 2 thường không phải là quý có lượng đường tiêu thụ cao của SBT. Trong các năm trước, tiêu thụ đường quý 2 của SBT thường thấp hơn quý 1 khoảng 15%.

- ❑ **Sản lượng.** Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ quý 2 của SBT đạt 22.000 tấn, lũy kế 6 tháng đạt khoảng 47.000 tấn do nhu cầu tiêu thụ trong quý 2 thường ở mức thấp. Bên cạnh đó còn do bối cảnh chung của toàn ngành đường đang phải đối mặt với nhiều khó khăn, lượng đường tồn kho lớn.
- ❑ **Giá bán đầu ra.** Do lượng đường tồn kho của cả ngành cao, giá bán trong quý 2 khó có khả năng tăng trưởng. Giá bán trung bình của SBT trong quý 2 chúng tôi ước tính khoảng 14 triệu đồng/tấn.
- ❑ **Giá đầu vào cao.** SBT thực hiện bao tiêu mía thu hoạch với giá thỏa thuận trước với nông dân do không sở hữu vùng nguyên liệu nào mà chỉ cung cấp giống và hỗ trợ chi phí cho người nông dân. Điều này khiến cho khả năng chủ động giảm giá nguyên liệu của công ty ở mức thấp.

bởi nếu giảm giá thu mua, người dân có thể chuyển đổi sang cây trồng khác. Cụ thể là khu vực Tây Ninh cây mía đang bị cạnh tranh khốc liệt với cây khoai mì.

Việc giữ vùng nguyên liệu do vậy luôn có ý nghĩ sống còn với SBT, nếu phải chuyển vùng nguyên liệu sẽ làm tăng chi phí vận chuyển, chưa kể chữ đường có thể bị hao hụt nếu đưa vào ép chậm chể. Đây là lý do tại sao SBT phải tiếp tục giữ giá thu mua cao trong giai đoạn đầu ra thấp. Vụ mía 2013/2014, SBT phải thu mua với mức giá 1,05 triệu đồng/tấn, cao hơn thị trường khoảng 10%.

Chúng tôi dự báo doanh thu quý 2 của SBT đạt 384 tỷ, lợi nhuận sau thuế đạt 25 tỷ. Lũy kế nửa năm SBT ước đạt 837 tỷ doanh thu và 54 tỷ lợi nhuận sau thuế.

Triển vọng 2014

Hiệp hội mía đường và Bộ NN&PTNT hiện đang đề nghị Bộ Công thương cho phép xuất khẩu 400.000 trên 650.000 tấn đường tồn kho. Nếu kiến nghị này được thông qua, các doanh nghiệp mía đường trong đó có SBT sẽ cải thiện đáng kể doanh thu và lợi nhuận. Do vậy, các ước tính sẽ được chúng tôi xem xét lại khi có kết quả cuối cùng của việc nói room xuất khẩu. Dựa trên kết quả quý 1 và tình hình thị trường, chúng tôi ước tính SBT chỉ đạt doanh thu cả năm khoảng 1.894 tỷ. Tuy nhiên nhờ khả năng có thể được hoàn nhập dự phòng, lợi nhuận sau thuế cả năm của công ty có thể vượt kế hoạch và đạt 174 tỷ.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của SBT

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	2.220	1.894	-15%	Giá bán trung bình năm 2014 dự kiến khoảng 14 triệu đồng/tấn. Sản lượng tiêu thụ giảm khoảng 10% so với năm 2013, đạt khoảng 115 nghìn tấn Doanh thu từ điện cải thiện. Theo quyết định số 24/2014/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ ngày 24/03/2014, giá điện bán ra từ các nhà máy điện sinh khối sẽ được nâng lên từ 4 cents/kW lên 5,8 cents/kW, tức tăng 45%.
Giá vốn	1.939	1.676	-14%	Giá vốn giảm tương ứng với sản lượng tiêu thụ
Lợi nhuận gộp	281	218	-22%	
Doanh thu tài chính	155	131	-15%	
Chi phí tài chính	52	61	17%	Hoàn nhập dự phòng 53 tỷ từ khoản vay của Bourbon An Hòa. Liên quan tới khoản vay của Bourbon An Hòa, số dư đầu năm 2012 là gần 300 tỷ, trong năm 2013 An Hòa đã thanh toán một phần nợ gốc khoảng 166 tỷ. Trong năm 2013, SBT cũng hoàn nhập dự phòng 43 tỷ trên tổng số 96 tỷ. Tại 31/3/2014, giá trị và dự phòng cho khoản vay này đạt lần lượt 177 tỷ và 53 tỷ. Với việc nâng lực

thanh toán của Bourbon An Hòa được nâng cao. Chúng tôi cho rằng công ty có thể hoàn nhập khoảng toàn bộ 53 tỷ dự phòng trong năm 2014.		
Chi phí BH	49	40 -18%
Chi phí QLDN	64	57 -11%
LN sau thuế	239	174 -27%
EPS	1.636	1.174 -28%

Lên kế hoạch tăng công suất phát điện từ 24MWh lên 34MWh. Theo quyết định số 24/2014/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ ngày 24/03/2014, giá điện bán ra từ các nhà máy điện sinh khối sẽ được nâng lên từ 4 cents/kW lên 5,8 cents/kW, tức tăng 45%. Do đó SBT đã chủ động lên kế hoạch đầu tư thiết bị để nâng công suất phát từ 24MW lên 34MW, tổng giá trị đầu tư là 5 triệu USD. Với công suất như trên, hằng năm SBT có thể bán cho EVN khoảng trên 100.000 MW, tức gấp đôi mức thực hiện năm 2013, đóng góp khoảng 120 tỷ đồng doanh thu mỗi năm từ mảng năng lượng.

Dự án Ethanol dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2015. SBT cho biết đang đẩy mạnh các thủ tục pháp lý để tiến hành thi công dự án đúng tiến độ, tổng mức đầu tư cho dự án là 20 triệu USD. Dự kiến nhà máy Ethanol sẽ bắt đầu hoạt động từ tháng 8/2015 với công suất 100.000 lít/năm.

Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá SBT và các doanh nghiệp mía đường nói chung vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn do năng lực sản xuất và giá thành kém cạnh tranh cũng như sự mất cân đối trong cung cầu của thị trường đường. Dự báo trong những năm tới, ngành đường sẽ phải đối mặt với áp lực cạnh tranh khá lớn với đường nhập khẩu do các chính sách bảo hộ cho ngành đường sẽ dần được loại bỏ theo cam kết của các hiệp định WTO, AFTA và dự kiến sắp tới là TPP. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu SBT. SBT là một trong những doanh nghiệp lớn trong ngành đường với quy mô doanh thu xấp xỉ 2.000 tỷ/năm; tỷ lệ ROE duy trì được trên mức 10% và tỷ suất cổ tức/thị giá khoảng 8%. Bên cạnh đó, một số hoạt động đầu tư đang được triển khai sẽ giúp đa dạng hóa nguồn thu cho SBT. Mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu SBT chúng tôi xác định vào khoảng **11.800** 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