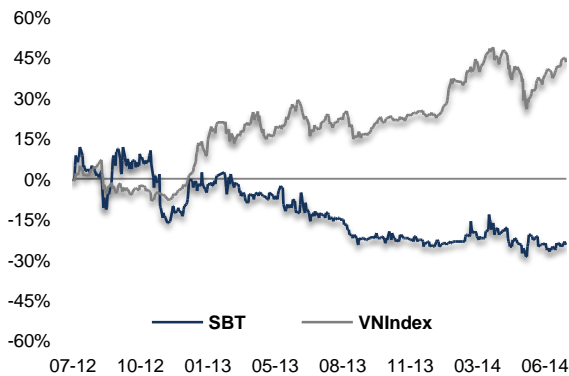


CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG THÀNH THÀNH CÔNG TÂY NINH (HSX: SBT)

Phạm Lê Duy Nhân Chuyên viên phân tích Email: nhanpld@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593	Giá hiện tại:	12.200					
	Giá mục tiêu:	15.400					
	Tăng/giảm:	+26,2%					
	Tỷ suất cổ tức:	8,2%					
			-18%	-7%	0%	+7%	+18%
			Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
							MUA

Biến động giá SBT 07/2012 – 07/2014



Tóm tắt nội dung

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu mã cổ phiếu SBT của CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng ngân lưu tự do FCFF để xác định giá trị nội tại một cổ phiếu SBT trong vòng 12 tháng tới là **15.400 đồng/cp**, cao hơn **26,2%** so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2014 của SBT đạt **2.167 tỷ đồng** (-2,4% YoY), LNST 2014 ước đạt **196 tỷ** (-17,6% YoY) tương ứng với EPS 2014 đạt **1.319 đồng/cp** (-17,6% YoY). Có thể thấy trong năm 2014, hoạt động kinh doanh của SBT vẫn còn nhiều khó khăn dưới những biến động bất lợi của giá đường, thặng dư cung nội địa cũng như toàn cầu. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng vào sự phục hồi mang tính chu kỳ, vốn là một đặc thù của ngành mía đường, cùng với những dự báo về nhu cầu tiêu thụ nội địa để đưa ra đánh giá về triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp trong trung và dài hạn. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2014 – 2023 ước tính khoảng **4,2%/năm**.

- SBT là doanh nghiệp sản xuất đường lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ, vị trí nhà máy gần các khu công nghiệp lớn nằm trong vùng tam giác kinh tế trọng điểm TP.HCM – Đồng Nai – Bình Dương nên có lợi thế cung cấp trực tiếp cho các khách hàng công nghiệp lân cận.
- Vùng nguyên liệu rộng 15.000 ha và công suất thiết kế đạt 9.800 tấn mía/ngày dễ dàng đạt được hiệu quả kinh tế theo quy mô. Tuy khó mở rộng vùng trồng thời điểm hiện tại nhưng doanh nghiệp đang tập trung phát triển theo chiều sâu: nghiên cứu giống mía mới, triển khai mô hình cánh đồng mẫu lớn, áp dụng cơ giới hoá để gia tăng năng suất và chữ đường trong mía.
- Khả năng luyện đường thô từ 30.000 đến 35.000 tấn/năm giúp giảm tính thời vụ trong hoạt động sản xuất đường từ mía. Đầu tư nâng cấp công suất nhà máy điện từ 24 MW lên 34 MW để đón đầu chính sách tăng giá điện sinh khối theo Quyết định số 24/2014/QĐ-TTg.
- Dự án Ethanol thực phẩm đi vào hoạt động từ vụ 2015/16 giúp giảm giá thành đường thêm từ 500 đồng/kg

Thông tin giao dịch	17/07/2014
Giá hiện tại	12.200
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	14.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	11.400
Số lượng CP niêm yết (CP)	148.480.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	143.506.160
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	129.330
% sở hữu nước ngoài	17,24
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.485
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.751

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh
Địa chỉ	Xã Tân Hưng, huyện Tân Châu, tỉnh Tây Ninh
Doanh thu chính	Đường tinh luyện RE, mật rỉ, điện thương phẩm
Chi phí chính	Mía nguyên liệu, nhân công
Lợi thế cạnh tranh	Khách hàng lớn và ổn định; công suất và vùng trồng lớn; hợp tác chặt chẽ với nông dân
Rủi ro chính	Giá mía nguyên liệu; giá đường

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
CTCP Đầu tư Thành Thành Công	24,56%
Công ty TNHH Thương mại Đầu tư Thuận Thiên	24,43%
Halley Sicav-Halley Asian Property	6,23%
Công ty cổ phần Điện Gia Lai	6,00%
Đặng Huỳnh Ước My	4,95%
CTCP Sữa Việt Nam	4,92%
Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô	4,91%
Khác	24,00%

ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	Đơn vị	Giá trị
WACC 2014	13,5%	Thời gian dự phóng	năm	9
Chi phí sử dụng nợ 2014	7,9%	Tổng hiện giá dòng tiền	tỷ	2.004
Chi phí vốn CSH 2014	16,9%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	tỷ	376,0
Lãi suất phi rủi ro	8,7%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	tỷ	1.007
Phần bù rủi ro	5,0%	Giá trị vốn cổ phần	tỷ	1.373
Hệ số Beta 2014	0,78	Lợi ích cổ đông thiểu số	tỷ	15,2
Tăng trưởng bình quân 2014-2023	4,2%	Đầu tư vào công ty liên kết	tỷ	748,5
Tăng trưởng dài hạn	1,0%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	tỷ	2.107
Thuế suất dài hạn*	10%	Cổ phiếu lưu hành	triệu	142,3
* SBT được hưởng ưu đãi thuế 10% suốt vòng đời dự án		Giá kỳ vọng 12 tháng	đồng/cp	15.430

ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hoá (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	12T ROE (%)	P/E	P/B	EV/ EBITDA
THANH THANH CONG TAY NINH	Việt Nam	83,0	103,1	13,5	7,2	0,9	6,4
SUEDZUCKER AG	Đức	4171,2	10315,4	8,6	7,1	0,6	4,7
SAO MARTINHO SA	Brazil	2026,0	684,3	6,5	29,8	1,9	7,2
AGRANA BETEILIGUNGS AG	Áo	1680,5	4058,6	9,6	7,7	0,7	4,7
ILLOVO SUGAR LTD	Nam Phi	1226,7	1307,9	14,9	13,6	1,9	6,8
MSM MALAYSIA HOLDINGS BHD	Malaysia	1068,5	683,0	14,1	10,7	1,4	6,0
KHON KAEN SUGAR INDUSTRY PCL	Thái Lan	732,4	542,2	14,8	10,9	1,6	12,2
DANGOTE SUGAR REFINERY PLC	Nigeria	666,5	647,9	23,3	10,0	2,3	3,0
MITSUI SUGAR CO LTD	Nhật Bản	538,8	967,5	8,9	6,7	0,6	4,6
ROGERS SUGAR INC	Canada	398,9	521,3	14,1	11,9	1,6	8,0
VICTORIAS MILLING CO INC	Phillipines	262,1	106,0	31,1	11,8	3,2	5,0
KHONBURI SUGAR PCL	Thái Lan	191,9	190,2	16,1	11,4	1,5	5,5
ROXAS HOLDINGS INC	Phillipines	146,9	171,5	8,5	9,7	0,9	4,7
NEW TOYO INTERNATIONAL HLDGS	Singapore	104,2	225,2	9,9	9,0	0,8	4,6
TAIWAN FRUCTOSE CO LTD	Đài Loan	82,7	51,0	11,9	10,5	1,2	16,2
ANDHRA SUGARS LTD	Ấn Độ	65,4	178,3	7,9	7,7	0,6	3,7
TOYO SUGAR REFINING CO LTD	Nhật Bản	54,7	144,6	6,9	7,3	0,5	6,3
SAKTHI SUGARS LTD	Ấn Độ	39,5	327,9	25,7	0,3	0,1	7,5
BIEN HOA SUGAR JSC	Việt Nam	35,8	132,3	5,3	14,7	0,9	12,3
PONNI SUGARS ERODE LTD	Ấn Độ	22,7	27,8	15,9	7,3	1,1	10,9
GIA LAI CANE SUGAR THERMOELE	Việt Nam	20,5	28,2	16,0	11,5	0,9	8,6
HARISCHANDRA MILLS PLC	Sri Lanka	17,2	20,0	18,4	18,4	2,3	10,3
FARAN SUGAR MILLS LTD	Pakistan	9,1	47,5	38,5	4,2	1,2	0,8
AL-NOOR SUGAR MILLS LTD	Pakistan	8,0	69,7	5,7	7,5	0,4	4,9
SHAHMURAD SUGAR MILLS LTD	Pakistan	5,4	51,2	9,7	5,9	0,6	3,6
EASTERN SUGAR & INDUSTRIES	Ấn Độ	1,0	0,9	14,1	7,9	0,1	102,2
P/E trung vị					9,7		
P/B trung vị						0,9	
EV/EBITDA trung vị							6,0

Phương pháp P/E		7,7	8,7	9,7	10,7	11,7
EPS 2014	1.376 đồng/cp	10.564	11.939	13.315	14.691	16.066
Phương pháp P/B		0,4	0,6	0,9	1,1	1,4
BPS 2014	12.756 đồng/cp	5.016	8.205	11.394	14.583	17.772
Phương pháp EV/EBITDA		5,5	5,7	6,0	6,2	6,5
EBITDA 2014	382 tỷ đồng	12.729	13.400	14.070	14.740	15.411
Giá bình quân tổng hợp 3 phương pháp		đồng/cp		12.926	SBT	

Nguồn: FPTIS; Bloomberg

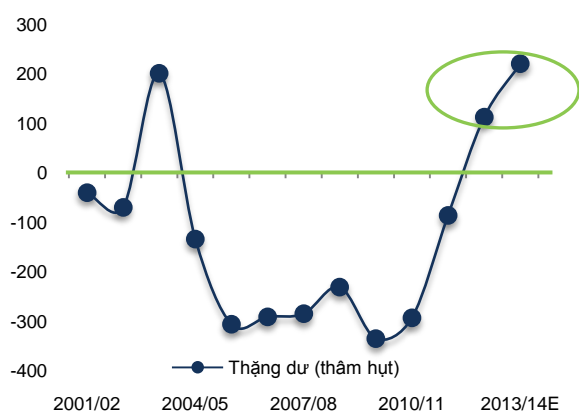
Các số liệu tổng hợp và dự phóng giai đoạn 2014-2018F

Chỉ tiêu	Đvt	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	tỷ	2.220	2.167	2.187	2.473	2.480	2.480
LN gộp	tỷ	281	308	365	346	359	447
LN sau thuế	Tỷ	239	196	244	211	219	294
EPS	đồng/cp	1.679	1.376	1.711	1.414	1.478	2.010
DPS	đồng	1.000	1.000	1.200	1.000	1.100	1.500
DPS/EPS	%	60%	73%	70%	71%	74%	75%
Tăng trưởng DT	%	13,2%	-2,4%	0,9%	13,1%	0,3%	0,0%
Tăng trưởng LN gộp	%	-24,1%	9,5%	18,8%	-5,4%	4,0%	24,3%
Tăng trưởng LNST	%	-35,4%	-18,1%	24,4%	-13,3%	3,9%	34,1%
Tỷ suất LN gộp	%	12,7%	14,2%	16,7%	14,0%	14,5%	18,0%
ROE	%	13,5%	10,5%	12,6%	10,6%	10,7%	13,9%
ROA	%	8,1%	6,1%	7,7%	6,6%	6,7%	8,7%
P/E	lần	7,3	8,9	7,1	8,6	8,3	6,1
P/B	lần	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8

Nguồn: FPTIS dự phóng

1. RỦI RO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Chênh lệch sản xuất tiêu thụ nội địa
(ngàn tấn) qua các vụ**



Nguồn: FPTIS

1.1. Rủi ro dư thừa nguồn cung gây áp lực lớn lên giá bán đường

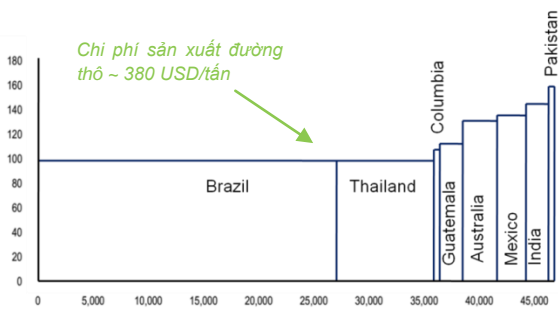
Theo Cục Chế biến Nông lâm thủy sản và Nghề muối, kết thúc vụ ép 2013/14, các nhà máy đã ép được 16,15 triệu tấn mía, giảm 162.900 tấn; sản xuất được 1,585 triệu tấn đường, tăng 77.030 tấn so với cùng kỳ năm trước nhờ sự cải thiện về chữ đường trên phạm vi cả nước, tăng hơn 0,5 CCS. Tồn kho đầu vụ 167.000 tấn, nhập khẩu theo hạn ngạch thuế quan 77.200 tấn. Như vậy, tổng nguồn cung đường trong năm khoảng 1,84 triệu tấn. Tiêu thụ nội địa khoảng 1,4 triệu tấn; xuất khẩu khoảng 200 nghìn tấn, sau khi cân đối cung cầu sẽ còn thừa hơn 200.000 tấn. Tuy nhiên theo chúng tôi, lượng đường dư thừa vào cuối vụ 2013/14 sẽ lên đến hơn 500.000 tấn do có thêm khoảng 300.000 tấn đường nhập lậu từ Thái Lan. Thêm vào đó, chúng tôi còn quan ngại vấn đề cấm biên tại cửa khẩu với Trung Quốc sẽ làm cho việc giải phóng tồn kho đường khó khăn hơn.

Ngoài ra, đối với mặt hàng đường thì Việt Nam chỉ còn một mốc thời gian là ngày 01/01/2015 với linh hoạt đến 2018 để dỡ bỏ hạn ngạch và đồng thời đưa mức thuế suất nhập khẩu về 0%. Đây là mối đe dọa lớn đối với ngành công nghiệp mía đường nội địa.

1.2. Rủi ro cạnh tranh xuất phát từ chi phí sản xuất quá cao

Với việc chi phí mía nguyên liệu quá cao và chiếm hơn 90% chi phí sản xuất đường (chưa trừ giá trị phụ phẩm thu hồi), giá thành sản xuất đường bình quân tại Việt Nam cũng dao động ở mức cao, ước tính từ 517-611 USD/tấn tùy loại đường (RS, RE hay

Chi phí sản xuất đường thô tại Brazil và Thái Lan thấp nhất thế giới



Nguồn: LMC; USDA

đường thô). Đây là mức giá cao hơn nhiều so với giá tham chiếu hiện tại trên thị trường toàn cầu của đường thô theo hợp đồng số 11 (~370 USD/tấn) và đường trắng theo hợp đồng số 5 (~470 USD/tấn).

Tuy là một doanh nghiệp sản xuất đường có quy mô lớn bậc nhất nội địa nhưng giá thành đường tinh luyện tại SBT hiện vẫn đang ở mức cao, khoảng hơn 588 USD/tấn. Hoạt động tại khu vực Đông Nam Bộ, SBT tuy có lợi thế địa lý gần với các khu kinh tế trọng điểm nhưng lại chịu sự cạnh tranh mạnh mẽ của đường nhập lậu, thậm chí từ Thái Lan. Trong vụ 2013/14, giá thành sản xuất đường thô tại quốc gia xuất khẩu đường thứ 2 thế giới này chỉ ở mức 375 USD/tấn, giá xuất khẩu FOB đường tinh luyện khoảng 559 USD/tấn (theo USDA); còn thấp hơn cả chi phí sản xuất đường bình quân của SBT.

1.3. Rủi ro nguyên vật liệu

Biến động giá cả nguyên vật liệu và sự ổn định của vùng nguyên liệu theo từng vụ mùa ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của các công ty mía đường, trong đó có cả SBT. Trồng mía là một hoạt động nông nghiệp mang tính chu kỳ cao và dễ bị thay thế bằng các loại cây công nghiệp khác (cao su, sắn), khi diện tích gieo trồng và nguồn cung mía tăng lên quá cao dẫn đến dư thừa đường sẽ gây áp lực làm giảm giá thu mua. Lợi nhuận bị thu hẹp sẽ khiến nông dân chặt mía và chuyển đổi cây trồng. Trên thực tế, trong vụ 2013/14 vừa qua diện tích đầu tư mía nguyên liệu của SBT đã bị sụt giảm đi 1.000 ha so với vụ trước.

2. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Vị trí địa lý của doanh nghiệp



Nguồn: SBT

2.1. Lịch sử hoạt động

Công ty TNHH Mía đường Bourbon Tây Ninh thành lập ngày 15/07/1995 dưới hình thức liên doanh giữa Tập đoàn Bourbon (Pháp), Tổng Công ty Mía đường II và Công ty Mía đường Tây Ninh. Năm 2008, doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE với mã chứng khoán là SBT. Đến cuối năm 2010, Tập đoàn Bourbon chuyển nhượng toàn bộ số cổ phần sở hữu cho đối tác Việt Nam trong đó CTCP Đầu tư Thành Thành Công là cổ đông lớn chiếm đến 24,5%. Ngày 02/12/2013, công ty chính thức đổi tên thành CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh.

2.2. Vị trí địa lý và cung cầu tại khu vực

Vị trí nhà máy và vùng nguyên liệu của SBT đặt tại tỉnh Tây Ninh, nằm gần vùng kinh tế trọng điểm Đông Nam Bộ. Tính đến năm 2012, đây là khu vực tập trung 16,3% dân số cả nước và có tỷ lệ tăng dân số cao nhất (3,2%/năm) do thu hút nhiều dân nhập cư từ các vùng khác đến. Đông Nam Bộ là khu vực phát triển kinh tế năng động, tập trung nhiều trung tâm kinh tế, công nghiệp thương mại, dịch vụ, khoa học kỹ thuật, đầu mối giao thông và giao lưu quốc tế, có hệ thống đô thị phát triển, các khu công nghiệp phát triển mạnh.

Xét riêng về vấn đề tiêu thụ đường, vùng Đông Nam Bộ là khu vực

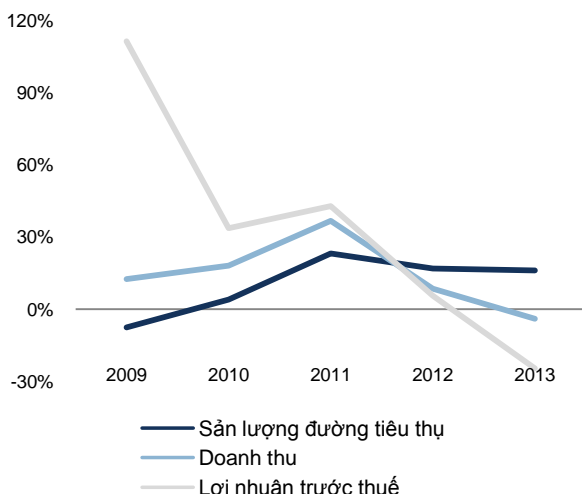
Bản đồ phân bố các công ty đường trên cả nước

(nguồn: Hiệp hội mía đường VN)



Nguồn: VSSA

So sánh kế hoạch và thực hiện qua các năm của SBT



Nguồn: SBT; FPTS tổng hợp

có mức tiêu thụ cao nhất cả nước do: (1) Tập trung nhiều công ty sản xuất thực phẩm và đồ uống lớn (Vinamilk, Pepsi Co, CocaCola, Dutch Lady, Nestle, Vinacafe...); (2) Mức thu nhập và tỷ lệ đô thị hoá cao hơn so với mặt bằng chung; (3) Thời tiết nắng nóng. Cả ba lý do trên khiến cho nhu cầu tiêu thụ đường trong công nghiệp cũng như trong tiêu dùng đạt mức cao, mức tiêu thụ bình quân đầu người năm 2012 lên đến 30 kg/năm/người so với mức trung bình 16 kg/năm/người của cả nước. Tổng nhu cầu tiêu thụ đường tại khu vực này vào khoảng 430.000-500.000 tấn (theo LMC).

Xét về nguồn cung đường tại khu vực, vùng Đông Nam Bộ tập trung tổng cộng 05 nhà máy với tổng công suất thiết kế đạt 19.500 tấn mía/ngày và cung cấp ra thị trường gần 200.000 tấn đường mỗi năm. Ngoài ra, hằng năm còn một lượng lớn đường nhập lậu, thẩm lậu Thái Lan qua biên giới Campuchia (và cả Lào) ước tính khoảng từ 300.000-500.000 tấn, có giá bán lẻ rẻ hơn đường Việt Nam từ 1.500-2.000 đồng/kg.

** Có thể thấy, cung cầu đường tại Đông Nam Bộ đang tương đối cân bằng và dư địa tăng trưởng cho các công ty trong khu vực này là không còn quá nhiều nếu không mở rộng tìm kiếm được những thị trường như miền Trung, miền Bắc hay thị trường xuất khẩu.*

2.3. Quản trị điều hành của Ban lãnh đạo

Hội đồng Quản trị hiện tại bao gồm 5 thành viên, đều là những người có kinh nghiệm hoạt động lâu năm trong ngành mía đường về mảng kinh doanh lẫn nghiên cứu nông nghiệp. Tương tự, 3 thành viên trong Ban Tổng Giám đốc đều đã từng kinh qua vị trí lãnh đạo cấp cao tại những công ty mía đường khác ngoài SBT. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đội ngũ lãnh đạo SBT sẽ không có tính độc lập tương đối do đang kiêm nhiệm tại các công ty cùng ngành hoặc công ty nằm trong chuỗi cung ứng của ngành.

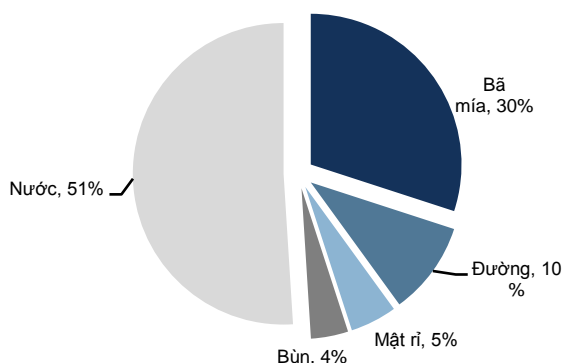
Về năng lực quản trị và điều hành, chúng tôi đánh giá dựa trên một khảo sát đơn giản là khả năng lập kế hoạch và hoàn thành kế hoạch qua các năm. Qua 3 chỉ tiêu được khảo sát trong giai đoạn 5 năm vừa qua, có thể thấy được độ lệch rất lớn giữa kết quả thực hiện cuối năm và kế hoạch đề ra đầu mỗi năm. Đối với một doanh nghiệp sản xuất hàng hoá từ nông sản như SBT, chúng tôi cho rằng khả năng dự báo thị trường và kiểm soát tác động của giá bán lên kết quả hoạt động của doanh nghiệp là chưa thật sự tốt.

2.4. Sản phẩm chính là đường RE, phụ phẩm mật rỉ và điện giúp giảm giá thành

Đường tinh luyện RE (Refined Extra) có độ Pol > 99,9%, màu < 15 Icumsa. Đây là loại đường được các doanh nghiệp lớn trong ngành sản xuất thực phẩm và đồ uống ưa chuộng sử dụng do có độ tinh khiết cao hơn và màu trắng hơn so với đường RS (Refined Standard). Tuy nhiên tại các cơ sở sản xuất nhỏ thì đường RS hay thậm chí cả đường thô vẫn được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào do giá thành luôn rẻ hơn đường RE từ 2.000-3.000 đồng/kg (*số liệu đầu năm 2014*).

Mật ri thu được trong quá trình kết tinh đường, được dùng cho các nhà máy sản xuất bột ngọt, cồn. Trong thành phần của cây mía thì

Các thành phần trong cây mía

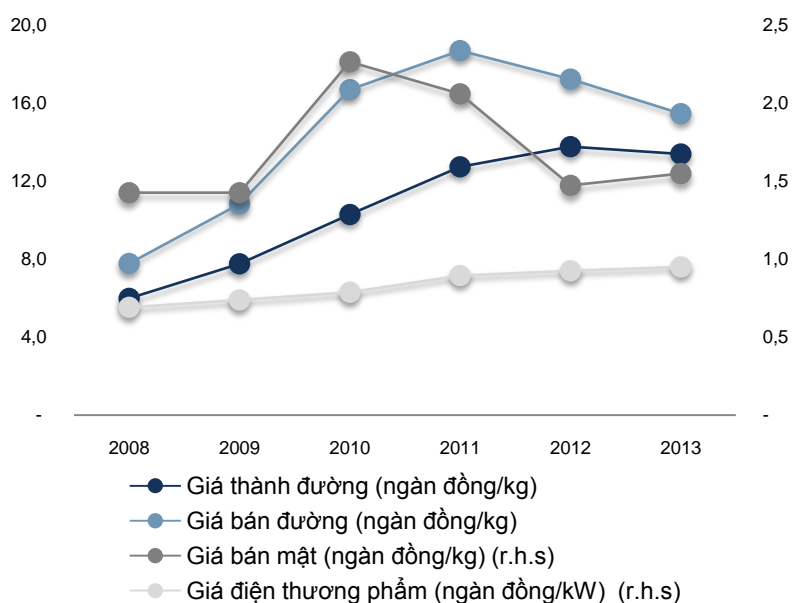


Nguồn: FPT S

mật chiếm từ 4-5%, phụ phẩm này được SBT ghi nhận như một khoảng làm giảm giá thành sản xuất đường. Giá bán mật của SBT năm 2014 vào khoảng 1.700 đồng/kg.

Điện sản xuất được tận dụng từ nguồn năng lượng đốt bã mía trong quá trình sản xuất đường, được cung cấp để vận hành cụm nhà máy và bán lên lưới điện quốc gia. Trung bình, một tấn mía nguyên liệu sau khi ép thu được khoảng 0,3 tấn bã mía và có thể tạo ra khoảng 50-70 KW điện. Theo Quyết định số 24/2014/QĐ-TTg về cơ chế hỗ trợ phát triển các dự án điện sinh khối tại Việt Nam, theo đó điều chỉnh tăng 35-40% giá mua điện sử dụng năng lượng sinh khối lên 1.220 đồng/kWh (5,8 cent/Kwh, chưa bao gồm thuế VAT và sẽ được điều chỉnh theo biến động tỷ giá VND/USD). SBT nằm trong số các doanh nghiệp mía đường có bán điện thương phẩm lên lưới quốc gia nên được hưởng lợi.

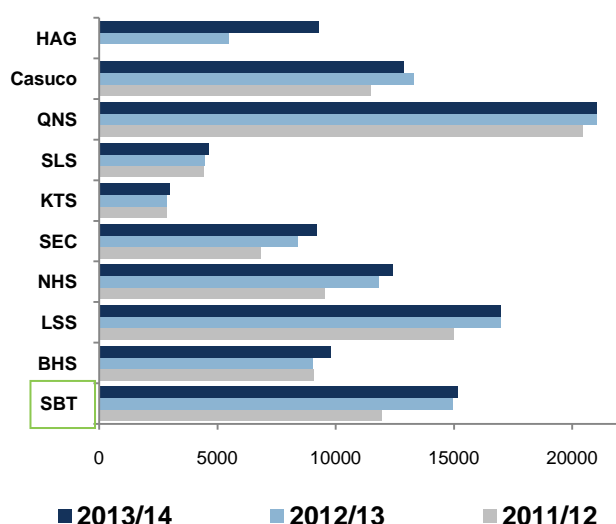
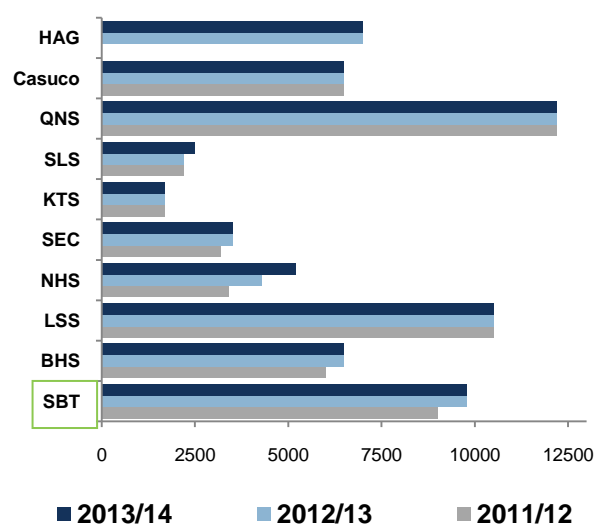
Giá thành và giá bán các loại sản phẩm giai đoạn 2008 - 2013



Nguồn: SBT; FPT S tổng hợp

2.5. Vị thế doanh nghiệp

SBT là doanh nghiệp sản xuất đường lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ, vị trí nhà máy gần các khu công nghiệp lớn nằm trong vùng tam giác kinh tế TP.HCM – Đồng Nai – Bình Dương. Sản phẩm chính là đường RE có độ tinh khiết cao, phục vụ cho sản xuất công nghiệp. Với công suất ép mía thiết kế 9.800 tấn mía/ngày và diện tích vùng trồng lên đến 15.000 ha trong vụ 2013/14, SBT là công ty có quy mô lớn trong số gần 40 nhà máy hoạt động trong ngành sản xuất mía đường nội địa. Trong vụ 2012/13 SBT sản xuất được 133.070 tấn đường, chiếm khoảng 8,6% sản lượng đường cả nước. Xét riêng về cung đường RE nội địa, SBT là một trong số tám công ty có khả năng sản xuất được loại đường này bên cạnh Việt Đài, La Ngà, Biên Hoà, KCP, NIVL, Nghệ An T&L và LSS.

Diện tích vùng trồng qua các vụ (hecta)

Công suất thiết kế qua các vụ (tấn mía/ngày)


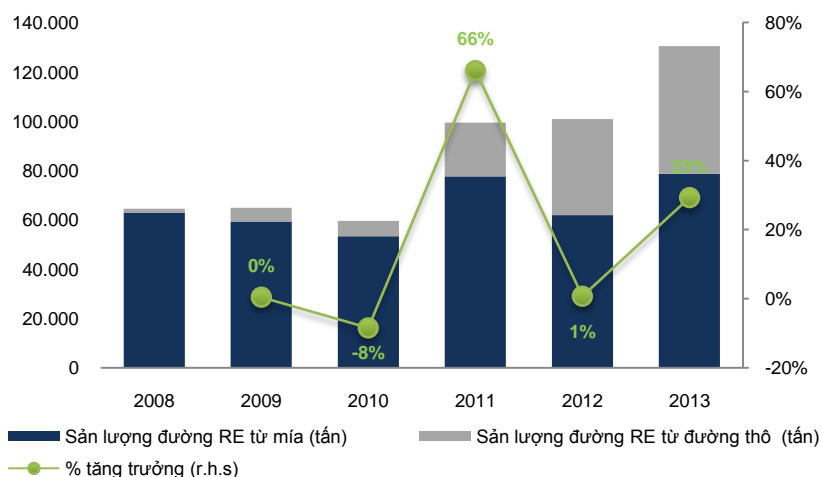
Nguồn: FPTTS tổng hợp

2.6. Năng lực sản xuất

Đường tinh luyện RE từ mía: Công suất thiết kế của nhà máy đạt mức 9.800 tấn mía/ngày, tối đa có thể ép được hơn 1,3 triệu tấn mía trong một vụ kéo dài từ tháng 11 đến tháng 4. Tương ứng, lượng đường RE sản xuất từ mía có thể đạt 100.000 – 120.000 tấn/năm. Tuy nhiên, công suất ép mía thực tế của SBT trong vụ 2013/14 chỉ đạt khoảng 8.200 tấn mía/ngày, tương đương 84% tổng công suất thiết kế.

Đường tinh luyện RE từ đường thô: Ngoài hoạt động sản xuất đường RE từ mía, SBT còn thu mua đường thô từ các công ty mía đường khác để tinh luyện thành đường RE với giá thành không có sự chênh lệch lớn so với giá thành từ mía (~12.500 đồng/kg). Khả năng luyện đường RE từ đường thô của SBT sau khi hoàn thành dự án Affinage vào khoảng từ 30.000-35.000 tấn/năm.

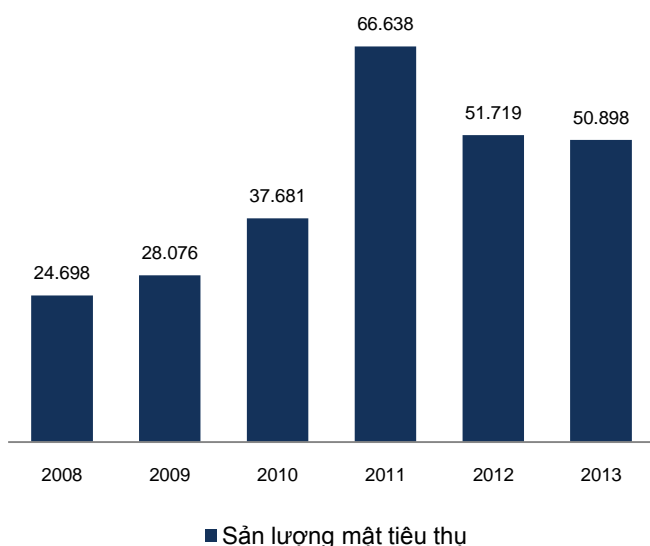
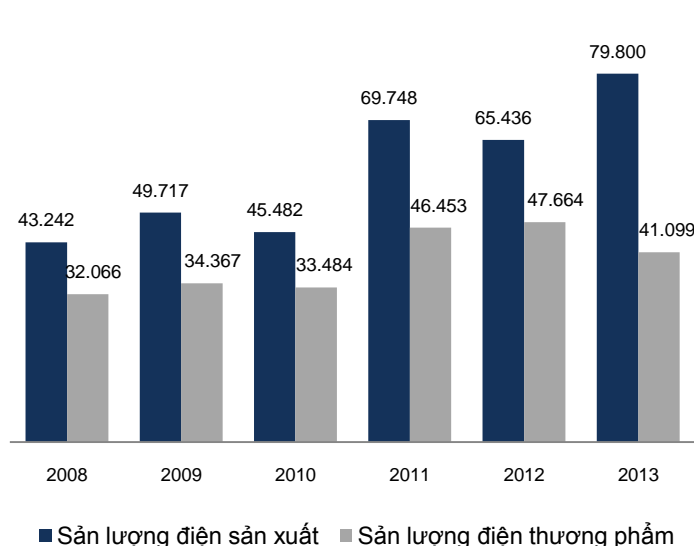
Sản lượng đường sản xuất giai đoạn 2008-2013



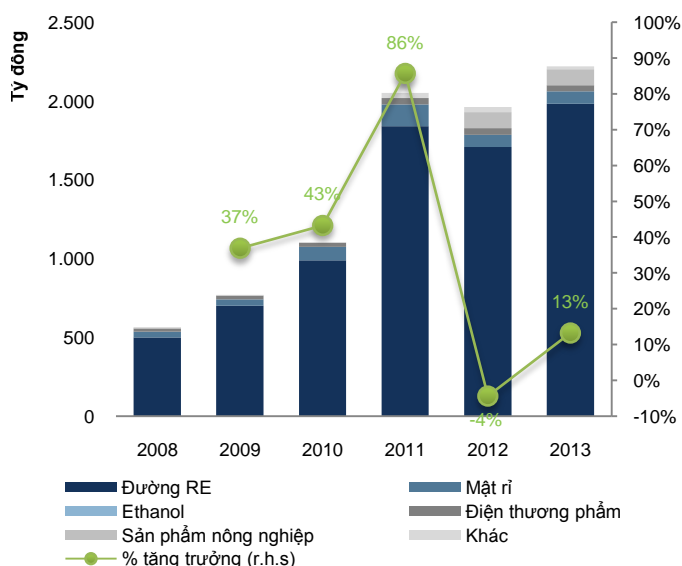
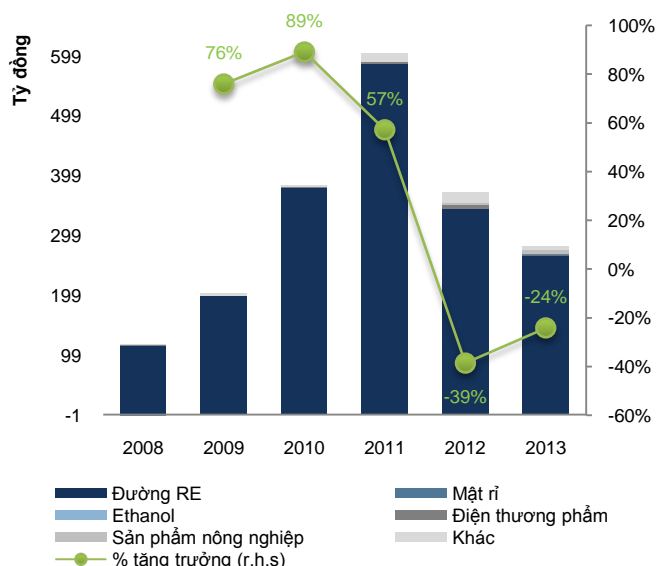
Nguồn: SBT; FPTTS

Mật rỉ: sản lượng sản xuất đạt khoảng 40-50 ngàn tấn/năm tùy thuộc vào sản lượng mía đưa vào ép. Ngoài ra, việc thu được nhiều hay ít mật rỉ trong một tấn mía còn phụ thuộc vào hiệu suất thu hồi đường. Nếu chữ đường trong mía càng cao thì mật thu được sẽ ít đi và ngược lại. Trong mùa vụ 2013/14, hiệu suất thu hồi mật tại SBT đạt khoảng 4,6%.

Điện: Công suất nhà máy điện sinh khối của SBT tính đến thời điểm hiện tại là 24 MW, hoạt động liên tục trong suốt một vụ ép mía kéo dài khoảng 115-135 ngày. Hiện cụm nhà máy của doanh nghiệp tiêu thụ nội bộ gần 40% công suất, phần còn lại được bán lên lưới điện quốc gia. Sản lượng điện thương phẩm hằng năm của doanh nghiệp này khoảng 47.000 MWh.

Sản lượng tiêu thụ mật (tấn) giai đoạn 2008 - 2013

Sản lượng điện (MWh) giai đoạn 2008 - 2013


Nguồn: SBT; FPTs tổng hợp

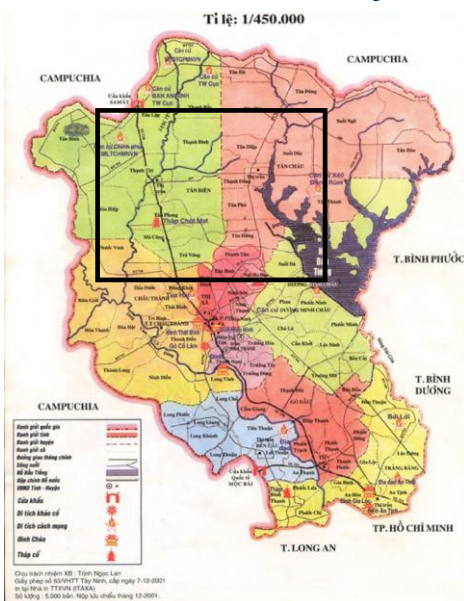
Doanh thu giai đoạn 2008 - 2013

Lãi gộp giai đoạn 2008 - 2013


Nguồn: SBT

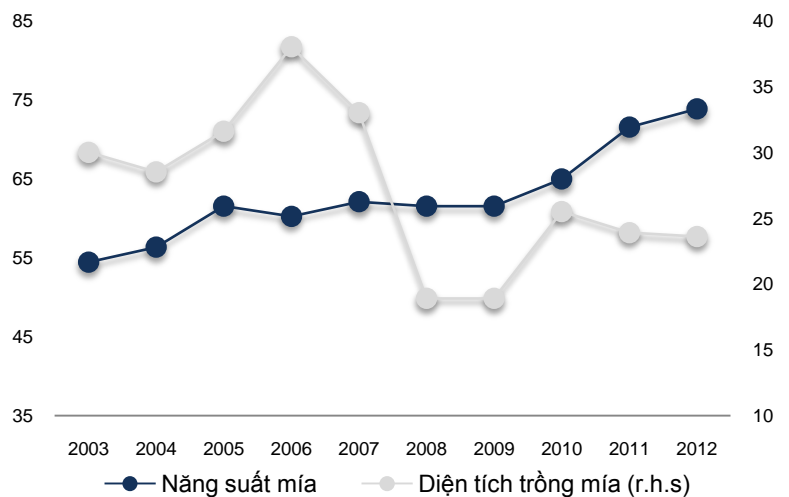
2.7. Nguồn nguyên liệu đầu vào

Vùng trồng mía của SBT nằm trên địa bàn 4 huyện của tỉnh Tây Ninh, trong đó tập trung chủ yếu ở huyện Tân Châu và Tân Biên. Trong khi diện tích trồng mía tại khu vực tỉnh Tây Ninh cho thấy sự sụt giảm mạnh trong giai đoạn 10 năm qua dưới sự cạnh tranh lớn đến từ cây cao su và cây sắn thì năng suất mía đã có sự tăng trưởng rất tốt. Khu vực này hằng năm có 6 tháng mùa mưa và 6 tháng mùa khô, nếu giải quyết được vấn đề nguồn nước tưới cho các tháng mùa khô thì sẽ rất thuận lợi để phát triển cây mía về chiều sâu. Tuy nhiên khả năng mở rộng vùng nguyên liệu trở nên ngày càng khó khăn do (1) lợi nhuận từ hoạt động trồng mía ngày càng kém hấp dẫn; (2) thu nhập bình quân đầu người tại khu vực này ngày càng tăng trưởng nhanh, nông dân đã trở nên giàu có hơn trước và (3) quá trình đô thị hoá lan toả từ những khu kinh tế trọng điểm lân cận.

Bản đồ hành chính tỉnh Tây Ninh



Diện tích trồng mía (ngàn ha) và năng suất mía (tấn/ha) tỉnh Tây Ninh giai đoạn 2003 - 2012

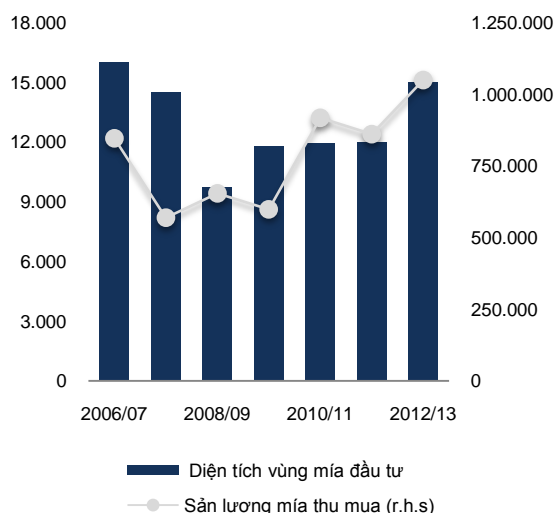


Nguồn: SBT; FPTs tổng hợp

Diện tích mía thu hoạch của SBT trong vụ 2013/14 ước đạt khoảng 15.600 ha, tuy nhiên sang đến vụ tới dự kiến giảm xuống dưới 15.000 ha do áp lực giảm giá thu mua mía và tương quan lợi nhuận giữa cây mía với các loại cây trồng khác (cao su, sắn). Chúng tôi cho rằng trong vòng năm năm tới, SBT chỉ có thể cố gắng bảo toàn diện tích đầu tư ở mức 14.600 – 15.000 ha trong khi khả năng mở rộng vùng trồng là tương đối thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng SBT có thể sáp nhập vùng trồng từ những công ty mía đường nhỏ trong khu vực như CTCP Đường Nước Trong (công suất 1.000 tấn mía/ngày, diện tích mía 2.700 ha) vốn sẽ phải chịu làn sóng đào thải mạnh mẽ thời gian sắp tới.

Trong năm 2012, cùng với CTCP Đường Biên Hoà (BHS) thì SBT cũng công bố dự án đầu tư dự án nguyên liệu tại tỉnh Svay Rieng, Campuchia và cho biết đã trồng được 2.281 ha. Tuy nhiên có vẻ

Diện tích mía (ha) và sản lượng mía (tấn) của SBT qua các vụ



Nguồn: SBT

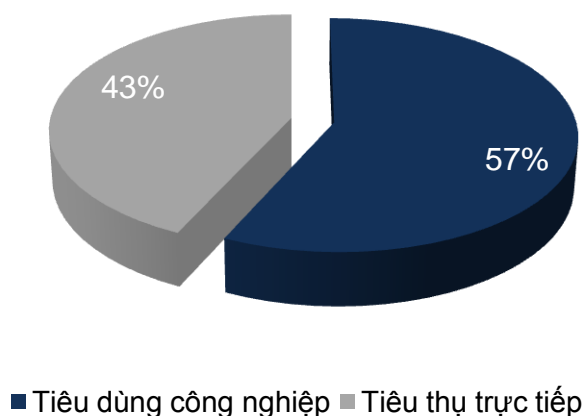
như các hoạt động trồng mía của các doanh nghiệp mía đường Việt Nam tại Campuchia hiện tại đang gặp khá nhiều khó khăn và đình trệ. Cách đây không lâu, CTCP Đường Biên Hoà cũng đã phải thanh lý khoản đầu tư của mình tại Svay Rieng sau một thời gian đầu tư không hiệu quả.

Năng suất mía trong những vụ gần đây của SBT khá bấp bênh do chịu ảnh hưởng lớn bởi thời tiết cũng như việc đánh giá sai lệch năng suất trong quá trình chuyển giao vùng nguyên liệu với Nhà máy đường Biên Hoà Tây Ninh. Trong vụ 2013/14, năng suất thực tế chỉ đạt khoảng 59 tấn mía/ha, nhưng bù lại chữ đường (CCS) thực tế bình quân đạt trên mức 9,5%.

Giống mía: Hiện tại, vùng nguyên liệu của SBT sử dụng tổng cộng hơn 30 giống mía. Tuy nhiên các giống mía này đa phần đều là mía nhập nội từ Thái Lan, tuy có thông số kỹ thuật tốt nhưng khả năng thích nghi với thổ nhưỡng và khí hậu tại khu vực là không thực sự cao. Về trung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng vào việc thành lập CTCP nghiên cứu và ứng dụng Mía đường Thành Thành Công vào năm 2013 (SBT góp 24%) sẽ chú trọng vào công tác lai tạo, phát triển và xây dựng một bộ giống mía riêng hoàn chỉnh và phù hợp cho khu vực này, tạo điều kiện phát triển ổn định sau 8-10 năm tới.

Công tác cơ giới hoá: Hiện SBT đã triển khai được 6 cánh đồng mẫu lớn, mục tiêu phấn đấu sở hữu tối thiểu 3.000 ha đất trồng mía để có thể chủ động nguyên liệu cũng như gia tăng tỷ lệ cơ giới hoá. Các công đoạn như trồng, thu hoạch và vận chuyển mía hiện vẫn đang được cải tiến để có thể giảm thiểu chi phí sản xuất mía và tăng nhanh thời gian giao mía về nhà máy để đảm bảo chữ đường.

Cơ cấu tiêu thụ đường cả nước theo đối tượng năm 2012



Nguồn: LMC

2.8. Mạng lưới phân phối và thị trường tiêu thụ

SBT chủ yếu chỉ phát triển kênh phân phối B2B bán sỉ đến các khách hàng công nghiệp, bao gồm các công ty sản xuất thực phẩm và các công ty thương mại đường làm trung gian phân phối. Một số khách hàng lớn như Pepsi, Vinamilk, Trung Nguyên và URC...Nhóm khách hàng công nghiệp hiện chiếm tới 90-95% lượng khách hàng của SBT. Đối với nhóm khách hàng tiêu dùng trực tiếp (5-10%), hiện SBT đang phát triển hai thương hiệu bán lẻ là đường Mimosa và Bonsu.

Phân bố kênh bán hàng của SBT có sự chênh lệch khá lớn so với tỷ lệ tiêu dùng công nghiệp/tiêu thụ trực tiếp của cả nước (theo LMC). Việc phụ thuộc vào nhóm khách hàng công nghiệp tuy có thể giúp SBT tiết giảm được các loại chi phí bán hàng, quản lý, marketing... nhưng cũng dẫn đến rủi ro mất khách hàng nếu đối thủ cạnh tranh chào bán những mức giá thấp hơn. Nên nhớ rằng, tại khu vực Đông Nam Bộ nói riêng và miền Nam nói chung, mức độ cạnh tranh là khá cao so với miền Trung và miền Bắc. Mặt hàng đường tinh luyện, cũng giống như những sản phẩm có nguồn gốc nông nghiệp khác đều có tính khác biệt (product differentiation) không cao giữa các nhà sản xuất. Chính vì thế, yếu tố cạnh tranh về giá thực sự quan trọng.

2.9. Các dự án đầu tư lớn

Dự án Ethanol thực phẩm

Trong tháng 03/2014, SBT đã ra thông báo về việc góp 189 tỷ đồng để thành lập CTCP sản xuất thương mại cồn Thành Thành Công (TTCE), tương ứng chiếm 90% tổng vốn điều lệ của công ty nhận góp vốn. Dự án xây dựng nhà máy cồn Ethanol thực phẩm có công suất 100.000 lít/ngày có tổng mức đầu tư lên đến 20 triệu USD và dự kiến vận hành vào vụ 2015/16.

Ethanol thực phẩm được dùng để pha chế rượu và các loại đồ uống có cồn, quá trình chưng cất phức tạp hơn so với chế tạo ethanol nhiên liệu do cần phải tách triệt để các chất có hại cho sức khỏe con người như cồn đầu, dầu fusel, adehyte...nhưng không cần phải tách nước. Sản phẩm này có thể được sản xuất bằng cách lên men mật rỉ, một phụ phẩm trong quá trình chế biến đường.

Với tỷ lệ chuyển đổi ethanol/mật vào khoảng 0,26 và tỷ lệ mật/mía của SBT khoảng 4,6%, chúng tôi ước tính doanh nghiệp này có khả năng sản xuất khoảng 12-13 triệu lít ethanol/năm. Nếu muốn lấp đầy công suất thiết kế ước tính khoảng 21 triệu lít/năm, SBT bắt buộc phải thu mua thêm khoảng 35.000 tấn mật rỉ từ bên ngoài. Chúng tôi cho rằng khả năng này với SBT là khá dễ dàng do doanh nghiệp có mối quan hệ đối với CTCP Thương mại Thành Thành Công, vốn là đầu mối thu mua mật rỉ từ các công ty thành viên trong hệ thống Tập đoàn Thành Thành Công với sản lượng hàng năm lên đến hơn 200.000 tấn.

Đây là một bước sản xuất làm gia tăng chuỗi giá trị của SBT và doanh nghiệp cho biết dự án sẽ giúp làm giảm giá thành sản xuất đường thêm ít nhất 500 đồng/kg. Được biết, trước đây giá trị mật rỉ thu hồi đã giúp giảm giá thành sản xuất giảm khoảng 850 đồng/kg. SBT cũng cho biết đầu ra của sản phẩm này sẽ được một doanh nghiệp nước ngoài bao tiêu nhưng chưa công bố danh tính cụ thể của đối tác này. Chúng tôi dự đoán rằng đối tác này là bên sở hữu 10% còn lại của TTCE.

Các nhà máy sản xuất cồn thực phẩm nội địa hiện tại

Nhà máy	Vị trí	Công suất (triệu lít/năm)	Chủ sở hữu	Tình trạng
Lam Sơn	Thanh Hoá	25	CTCP Đường Lam Sơn	Đang hoạt động
NIVL	Long An	10	CTCP NIVL	Đang hoạt động
Kim Hà Việt	Tuy Hoà	n/a	CTTNHH Kim Hà Việt	Đang hoạt động

Nguồn: LMC

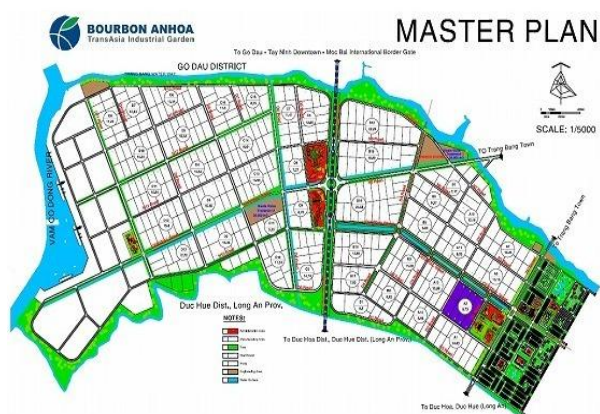
Dự án nâng áp lực lò hơi

Nâng áp lực lò hơi lên 45 bars và tăng công suất phát từ 24 MW lên 34 MW để hưởng ứng Quyết định số 24/2014/QĐ-TTg của Chính phủ. Dự án này có mức đầu tư khoản 5 triệu USD, giúp tăng thêm 36% sản lượng phát điện và đóng góp thêm 36 tỷ đồng vào doanh thu.

2.10. Hoạt động đầu tư tài chính

Danh mục đầu tư tài chính của SBT tính đến thời điểm 31/03/2014 có giá trị lên đến hơn 775 tỷ, bao gồm những khoản đầu tư liên kết vào các công ty mía đường khác cùng với khoản đầu tư vào CTCP Khu Công nghiệp Thành Thành Công (tên cũ: CTCP Bourbon An Hoà).

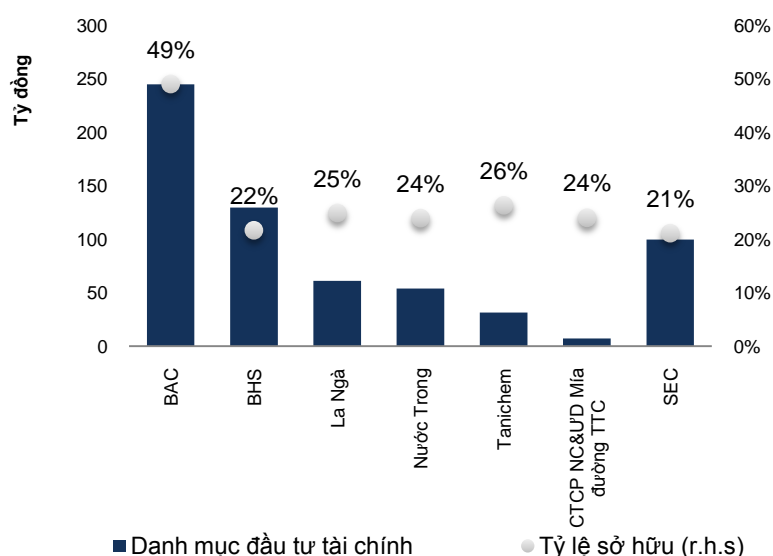
Bản đồ phân lô và thông tin dự án khu Công nghiệp Thành Thành Công



Thông tin	Chi tiết
Tổng diện tích khu công nghiệp	760 ha
Đất công nghiệp xây dựng nhà máy	447,98 ha
Đất công trình hành chính, dịch vụ	15,02 ha
Đất các khu kỹ thuật đầu mối	15,27 ha
Đất cây xanh	119,50 ha
Đất giao thông	162,05 ha
Đất công nghiệp đầy đủ hạ tầng	Các lô đất được san lấp đạt cao độ +1,9m (theo cao độ Hòn Dấu), hệ số nén chặt nền tối thiểu là $K \geq 0,85.s$
Hạ tầng trong khu công nghiệp	Hệ thống đường giao thông, cấp điện, cấp thoát nước, thông tin liên lạc được xây dựng, lắp đặt đến ranh khu đất thuê

Nguồn: Viipip.com; Bourbonanhhoa.com

Danh mục đầu tư tài chính



Nguồn: SBT

- Đối với các khoản đầu tư liên kết, dự kiến trong vòng một năm sắp tới sẽ có nhiều sự thay đổi. Cụ thể, khi CTCP đường Ninh Hoà (NHS) sáp nhập với CTCP Đường Biên Hoà (dự kiến hoàn thành vào tháng 10/2014) thì tỷ lệ sở hữu của SBT tại BHS sẽ bị pha loãng từ 22% xuống còn 15,9% và không còn là công ty liên kết. Ngoài ra, với kế hoạch M&A giữa SBT và CTCP Mía đường Nhiệt điện Gia Lai (SEC) đã được rò rỉ cách đây ít lâu thì nhiều khả năng SEC sẽ sáp nhập thành công ty con của SBT, tuy nhiên hiện tại tỷ lệ chuyển đổi giữa 2 cổ phiếu vẫn chưa rõ ràng và thời gian hoàn tất thương vụ này theo chúng tôi phải mất ít nhất từ 4-6 tháng nữa. Do đó những dữ liệu về SEC không được chúng tôi đưa vào mô hình trong lần định giá SBT này. Thương vụ M&A giữa SBT và SEC, theo chúng tôi là một động thái hợp lý và có lợi cho SBT ở những điểm sau:

(1) Mở rộng thị trường của doanh nghiệp ra miền Trung và xa hơn nữa trong điều kiện tiêu thụ đường tại khu vực miền Nam đang tiến đến điểm cân bằng;

(2) Gia tăng nguồn cung cấp đường thô giá rẻ (khoảng 11.500 đồng/kg) hằng năm lên đến hơn 54.000 ngàn tấn để SBT có thể tinh luyện thành đường RE trong mùa thấp điểm. Nên nhớ, doanh nghiệp cũng đã hoàn tất dự án Affinage (luyện đường thô) để đón đầu thương vụ này;

(3) Vấn đề cộng hưởng vùng nguyên liệu hay cộng hưởng công suất sản xuất gần như sẽ không có tác động

gì lớn do SBT và SEC nằm ở hai khu vực tương đối xa nhau trong khi cây mía đòi hỏi phải được đưa về nhà máy xay ép trong vòng 24 tiếng kể từ khi chặt để tránh thất thoát chũr đường.

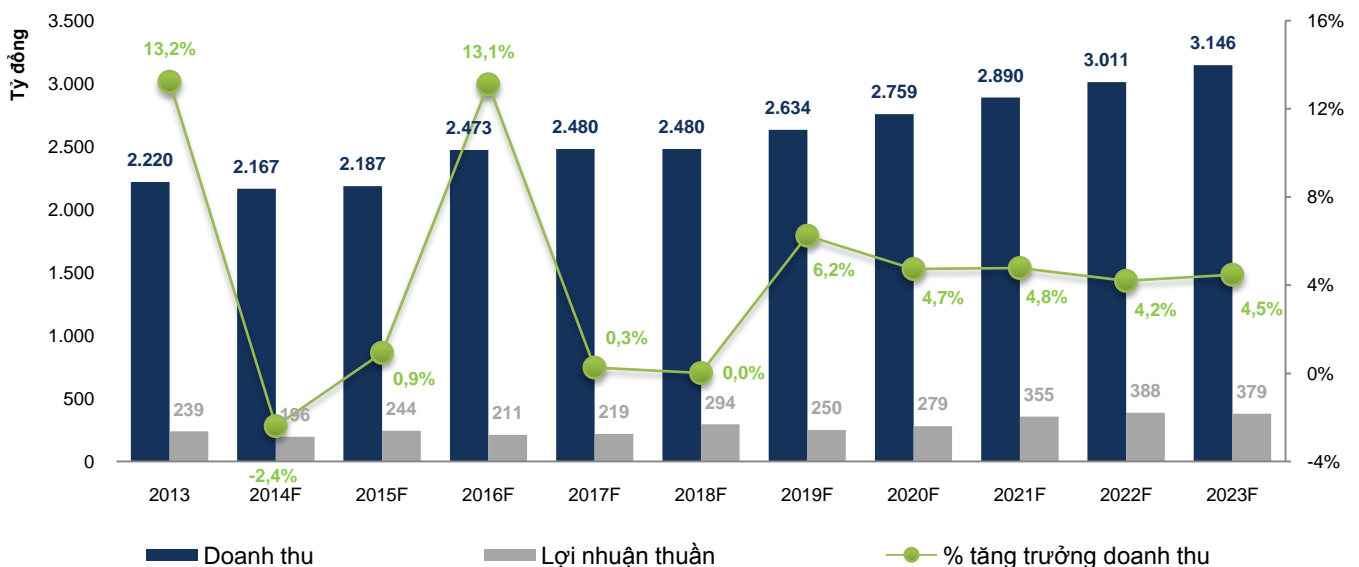
- Khu Công nghiệp Thành Thành Công nằm trên trục đường Xuyên Á nối TP.Hồ Chí Minh với cửa khẩu quốc tế Mộc Bài đi Campuchia. Đây là một công ty liên kết mà SBT nắm giữ đến 49%, tương đương với khoản đầu tư 245 tỷ đồng cộng thêm một khoản vay có dư nợ tính đến 31/12/2013 là 171,5 tỷ và dự phòng 52,9 tỷ. Từ phía SBT cho biết, lợi nhuận năm 2013 của khu công nghiệp rộng 760 ha này đạt 15 tỷ đồng và tỷ lệ lấp đầy khoảng 10%. Công ty cũng dự kiến sẽ hoàn thành việc thanh toán nợ cho SBT vào năm 2015. Theo quan sát thực địa của chúng tôi thì tỷ lệ lấp đầy trong khu công nghiệp này còn rất thấp và công tác xây dựng cơ bản vẫn đang trong quá trình hoàn thiện.

3. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

3.1. Tiêu điểm

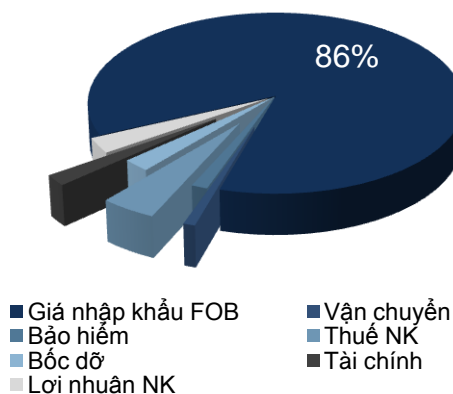
Chúng tôi đánh giá rằng, triển vọng trong trung hạn của SBT nói riêng và ngành mía đường nội địa nói chung phụ thuộc khá lớn vào thời điểm tháo dỡ hoàn toàn các biện pháp bảo hộ thuế quan lẫn phi thuế quan mà Việt Nam đã cam kết trong hiệp định CEPT/AFTA với các nước trong khối ASEAN. Tuy thời điểm gỡ bỏ có thể là năm 2015, nhưng đối với mặt hàng nhạy cảm như đường, chúng tôi cho rằng cả thuế suất lẫn hạn ngạch nhập khẩu đường sẽ vẫn được chính phủ Việt Nam duy trì bằng cách xin gia hạn đến năm 2018. (Xem thêm Phụ lục 3 và [báo cáo ngành mía đường T4/2014](#))

Dự phóng doanh thu - lợi nhuận và tăng trưởng giai đoạn 2013 – 2023F

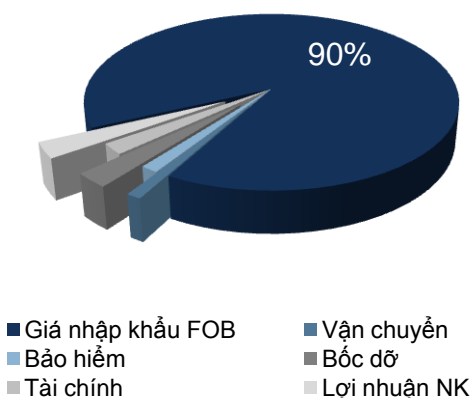


Nguồn: SBT; FPTIS

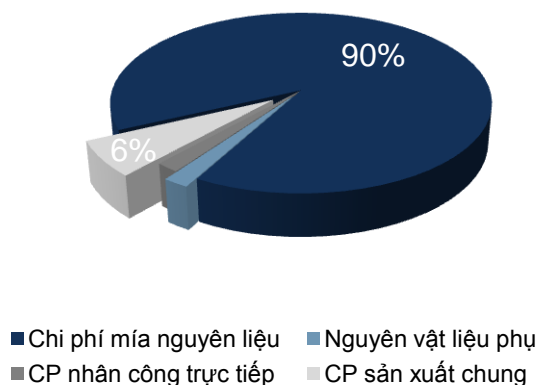
Các thành phần trong giá đường nhập khẩu từ Thái Lan từ 2014F



Các thành phần trong giá đường nhập khẩu từ Thái Lan từ 2018F



Các thành phần trong giá thành sản xuất đường năm 2014F (chưa trừ phụ phẩm)



Nguồn: FPT S

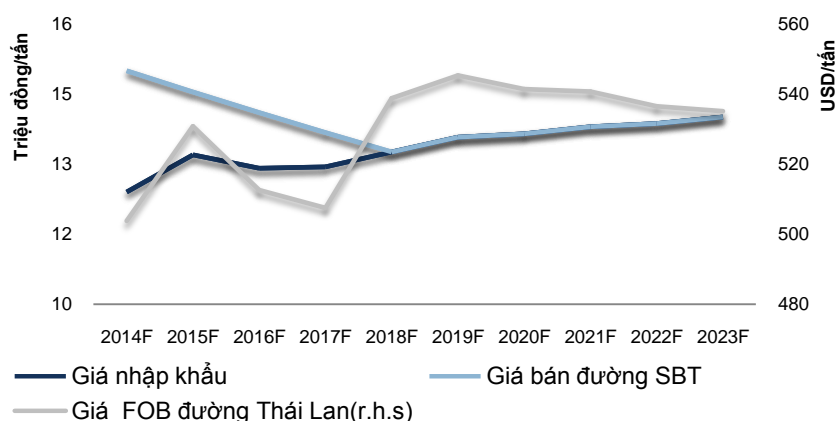
3.2. Hoạt động sản xuất đường

Giá bán bình quân

Sử dụng dự báo giá đường trong báo cáo *OECD – FAO Agricultural Outlook 2013-2022*, chúng tôi tiến hành dự phóng giá bán đường của SBT bằng cách cộng thêm các loại chi phí để có thể nhập chính ngạch đường trắng từ Thái Lan về Việt Nam thông qua đường biển.

Tuy trong giai đoạn mà thị trường đường nội địa vẫn còn trong tình trạng bảo hộ (ước tính đến năm 2018), giá bán đường SBT sẽ cao hơn. Nhưng chúng tôi kỳ vọng sự chênh lệch này sẽ được xóa bỏ khi những hàng rào bảo hộ, đặc biệt là công cụ phi thuế quan được gỡ bỏ hoàn toàn.

Dự phóng giá nhập khẩu tương đương và giá bán đường SBT



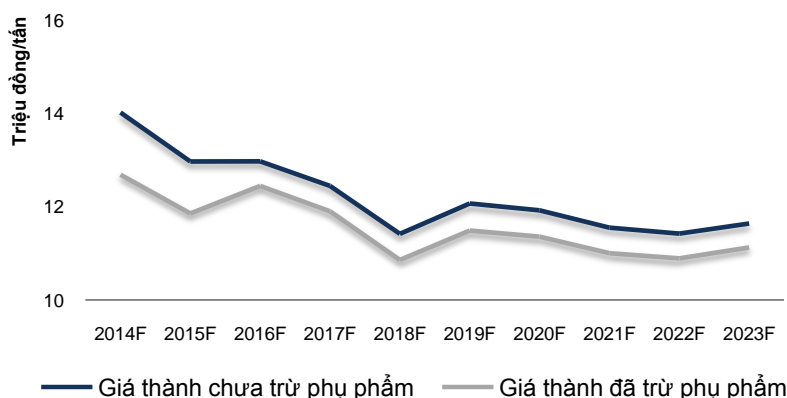
Nguồn: FPT S

Giá thành sản xuất bình quân

Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá thành sản xuất đường của doanh nghiệp là chi phí mía nguyên liệu (>90%). Cơ sở xác định giá thu mua mía là 1 tấn mía nguyên liệu 10 CCS tương đương 60 kg đường bán tại kho của SBT.

Các phụ phẩm như mật rỉ và điện thương phẩm cũng được hạch toán làm giảm giá thành sản xuất, tuy nhiên kể từ 2016 trở đi khi nhà máy sản xuất ethanol từ mật rỉ được đưa vào vận hành thì chúng tôi loại bỏ khoản khấu trừ từ phụ phẩm này.

Dự phóng giá thành sản xuất đường SBT



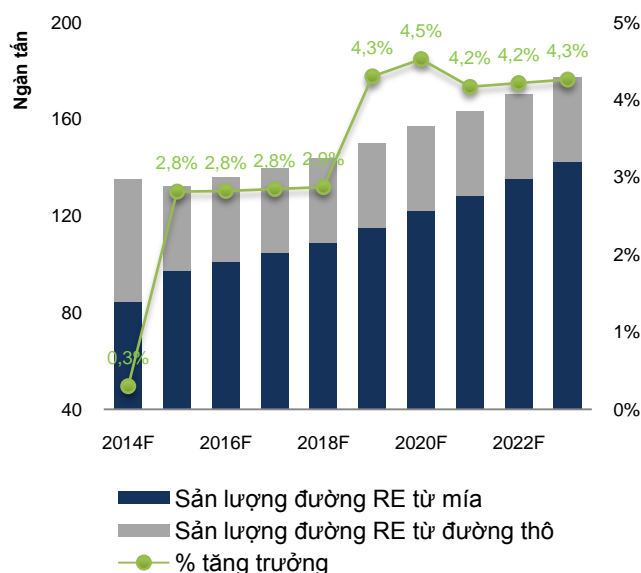
Nguồn: FPT S

Sản lượng đường tiêu thụ

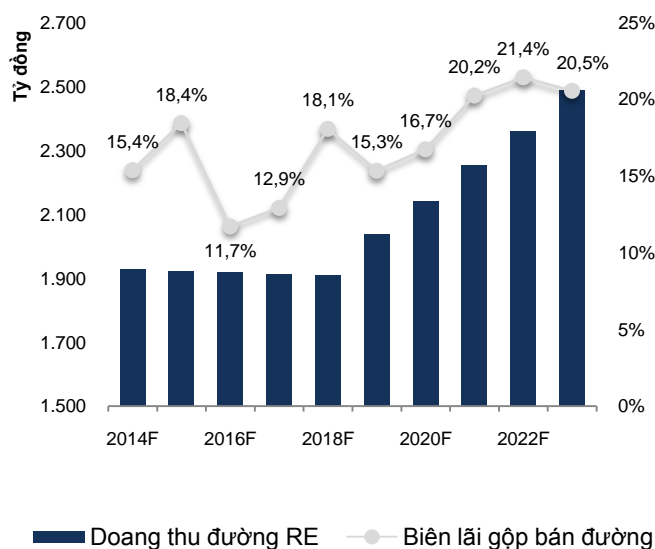
Chúng tôi giả định rằng sản lượng đường của SBT trong giai đoạn 10 năm tới sẽ tăng trưởng với CAGR = 3,64%/năm, thấp hơn nhiều so với mức 14,8%/năm của 6 năm vừa qua. Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ được ước tính dựa trên những dự phóng về:

- Khả năng mở rộng vùng nguyên liệu: 2%/năm kể từ 2018;
- Tốc độ tăng năng suất: 3,08%/năm, bằng với tốc độ tăng trưởng năng suất của cây mía tại tỉnh Tây Ninh trong quá khứ;
- Sự cải thiện chữ đường trong mía: mục tiêu đến năm 2020 đạt 12 CCS, theo “Quy hoạch phát triển mía đường quốc gia” (Quyết định số 26/2007/QĐ-TTg);
- Công suất nhà máy: lấp đầy công suất 9.800 tấn mía/ngày vào năm 2018;
- Khả năng luyện đường thô: 30.000 – 35.000 tấn/năm;
- Dự phóng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ bình quân đầu người là 3,7%/năm và tăng trưởng sản lượng đường cả nước là 4,7%/năm cho giai đoạn 2014F – 2023F (**Phụ lục 2**)

Dự phóng sản lượng giai đoạn 2014F – 2023F



Dự phóng doanh thu và biên lãi gộp hoạt động bán đường giai đoạn 2014F – 2023F



Nguồn: FPT S

3.3. Hoạt động sản xuất ethanol

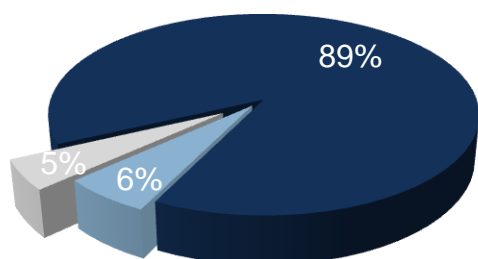
Giá bán ethanol bình quân

Chúng tôi cũng áp dụng phương pháp tính giá nhập khẩu tương đương (cộng vào các khoản chi phí vận chuyển, thuế nhập khẩu...) để dự phóng giá bán ethanol thực phẩm của SBT dựa trên dự báo giá ethanol của báo cáo OECD – FAO Agricultural Outlook 2013-2022.

Sản phẩm này sẽ bắt đầu được đưa vào tiêu thụ kể từ năm 2016 trở đi và theo doanh nghiệp thì đã được bao tiêu đầu ra. Biên lãi gộp trong giai đoạn đầu của dự án ethanol sẽ được lấy tham chiếu từ các doanh nghiệp đang sản xuất ethanol hiện tại trong nội địa

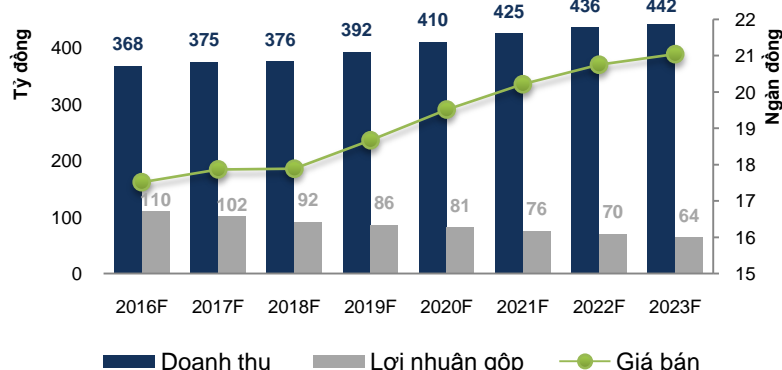
(LSS, NIVL...), xấp xỉ 30%. Tuy nhiên về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp sẽ sụt giảm về mức 14-15%, tham chiếu theo mảng kinh doanh ethanol của Raízen (Brazil) và một số công ty cùng ngành khác trên thế giới.

Các thành phần trong giá ethanol nhập khẩu từ Thái Lan năm 2016F



■ Giá ethanol Thái Lan
■ Chi phí vận chuyển
■ Thuế nhập khẩu

Doanh thu, giá bán và lãi gộp hoạt động bán ethanol thực phẩm giai đoạn 2016F – 2023F

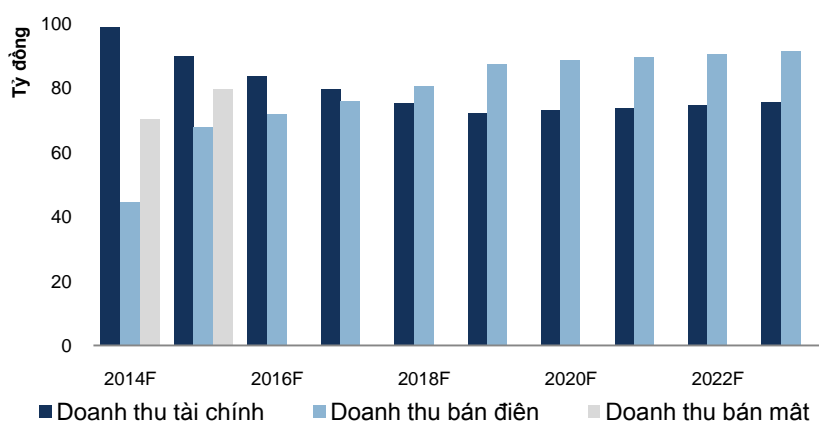


Nguồn: FPTTS

3.5. Các nguồn doanh thu khác

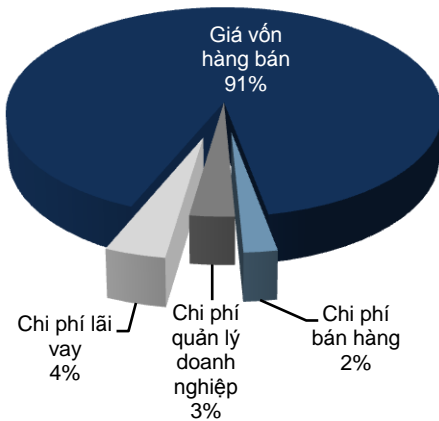
- Điện thương phẩm: với dự án nâng công suất nhà máy điện sinh khối lên 34 MW, SBT có thể sản xuất hơn 90.000 MWh điện, sau khi trừ đi nhu cầu sử dụng cho cụm nhà máy khoảng 29% thì phần còn lại có thể hoà bán lên lưới điện quốc gia với giá 5,8 cent/KWh. Vấn đề cần phải đảm bảo là lượng bã mía đưa vào để đốt lò hơi.
- Doanh thu hoạt động tài chính đến từ các nguồn:
 - + Lãi đầu tư cho nông dân được ước tính dựa vốn đầu tư trên 1 hecta mía nguyên liệu (21 triệu đồng/ha, lãi suất 1,125%/tháng);
 - + Lãi cổ tức nhận được từ danh mục đầu tư tài chính (loại trừ BAC);
 - + Lãi cho vay các bên liên quan.

Dự phóng các nguồn doanh thu khác giai đoạn 2014F – 2023F

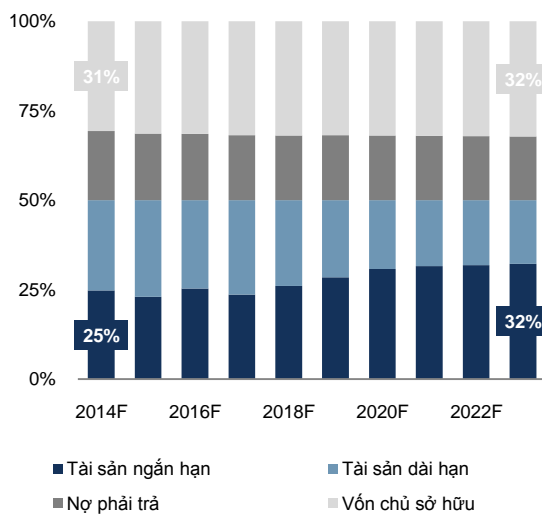


Nguồn: FPTTS

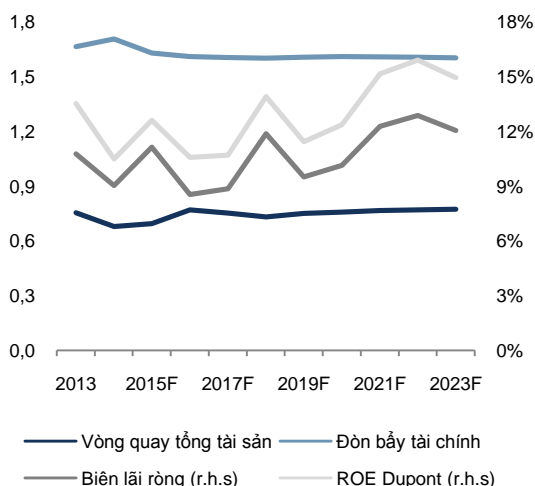
Cấu trúc chi phí năm 2014F



Dự phóng cấu trúc TS – NV giai đoạn 2014F – 2023F



Phân tích ROE Dupont



Nguồn: SBT; FPTTS

3.6. Cơ cấu chi phí

- Với kỳ vọng doanh nghiệp sẽ không có sự thay đổi quá lớn trong cơ cấu bán sỉ/bán lẻ (90/10) như hiện tại và vẫn tập trung chủ yếu nguồn lực vào đối tượng khách hàng công nghiệp, chúng tôi dự báo tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của SBT sẽ được giữ ổn định lần lượt ở mức 2,1% và 2,9% trên tổng doanh thu.
- Về chi phí tài chính, chiếm tỷ trọng chủ yếu vẫn là chi phí lãi vay. Do đặc thù hoạt động kinh doanh của SBT phải liên tục vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động trong vụ mùa nhằm thanh toán cho nông dân, chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay phát sinh mỗi năm dựa trên cơ sở tổng lượng tiền vay trong mỗi năm của SBT và lãi suất vay ngắn hạn 7,9%/năm, dài hạn 10,5%/năm. Bên cạnh đó, chúng tôi còn kỳ vọng SBT sẽ có thể hoàn nhập 52,3 tỷ dự phòng từ khoản vay cho BAC trong vòng 2-5 năm tới, giúp giảm chi phí tài chính.

- Giá vốn hàng bán chủ yếu đến từ hoạt động bán đường, ethanol và điện thương phẩm.

3.7. Cơ cấu tài sản – nguồn vốn

- Do đặc thù của doanh nghiệp phải ứng trước đầu tư cho nông dân trồng mía trước mỗi vụ, cho nên trong cơ cấu tài sản của SBT, các khoản phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng khá lớn (25% - 30%). Với việc kết thúc năm tài chính ngay giữa vụ sản xuất nên thông thường khoản mục hàng tồn kho cũng chiếm tỷ trọng cao, từ 10% - 11%. Tài sản cố định trong giai đoạn sắp tới sẽ có sự tăng trưởng khi đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất cồn ethanol cùng với việc nâng cấp nhà máy điện và đầu tư để duy trì hoạt động khi nhà máy đường hiện tại hết khấu hao (dự kiến 2021). Trong khi đó, danh mục đầu tư tài chính dài hạn vào các công ty mía đường khác của SBT sẽ có sự thay đổi nếu nhận sáp nhập thêm SEC.

- Cơ cấu nguồn vốn của SBT dự kiến sẽ ổn định trong dài hạn ở mức 32% nợ phải trả và 68% vốn chủ sở hữu. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục sử dụng vốn vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động trong những năm tiếp theo do đặc thù hoạt động kinh doanh.

3.8. Phân tích ROE Dupont

Các nhân tố trong phân tích Dupont của chúng tôi cho thấy chỉ số ROE có xu hướng tăng dần trong các năm tới, do một số nguyên nhân chính sau: (1) Tỷ suất lợi nhuận ròng có xu hướng tăng dần từ 10,8% lên trên mức 12% do cải thiện hiệu quả hoạt động sản xuất đường và ethanol; (2) Vòng quay tổng tài sản có xu hướng nhanh hơn, dự kiến từ mức 0,75x năm 2013 lên mức 0,77x cuối năm 2023, chủ yếu do tốc độ tăng trưởng doanh thu (41,7%) cao hơn tốc độ tăng trưởng tài sản (27,6%) trong cùng kỳ.

PHỤ LỤC 1: TRIỂN VỌNG NGÀNH *(Xem thêm tại Báo cáo ngành Mía đường)*

Triển vọng ngành đường thế giới

Trong giai đoạn 10 năm qua, tổng cung đường tăng trưởng với tốc độ 2,1%/năm trong khi nhu cầu tiêu thụ chỉ tăng trung bình khoảng 1,9%/năm. Trong 4 vụ liên tiếp gần đây, sản xuất đường lớn hơn tiêu thụ dẫn đến tồn kho tích lũy tăng cao. Tuy nhiên **thị trường đường thế giới được dự báo sẽ có dấu hiệu cải thiện nhẹ từ niên vụ 2013/14 trở đi** khi tiêu dùng tăng trong khi sản lượng sản xuất lại giảm (2,3% so với -0,7%).

Triển vọng tăng trưởng của ngành đường toàn cầu phụ thuộc vào những yếu tố sau:

- Về ngắn hạn, **nguy cơ xảy ra thảm họa thời tiết El Nino trong năm 2014 lên đến hơn 75%**, có thể gây ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động trồng mía tại các quốc gia nhiệt đới như Brazil, Thái Lan, Ấn Độ và Indonesia. Nhiều khả năng **giá đường sẽ tăng** trong giai đoạn nửa sau năm 2014.
- Giá đường đang trong xu hướng giảm trong khi giá ethanol lại tăng là động lực để các nhà máy tại Brazil chuyển dịch cơ cấu sử dụng mía nguyên liệu từ sản xuất đường sang sản xuất ethanol. Sản lượng ethanol dự kiến tăng bình quân 6%/năm cho đến năm 2022.
- Nhu cầu tiêu thụ tại các quốc gia phát triển sẽ chậm lại do nhận thức tiêu dùng và những nền kinh tế mới nổi hay đang phát triển, có dân số trẻ và đông như Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia sẽ tạo động lực chính cho tăng trưởng. Tổng sản lượng đường dự báo đạt 210 triệu tấn trong vụ 2020/21.
- Thị trường các sản phẩm thay thế vẫn còn ở quy mô nhỏ và chưa giải quyết được vấn đề cơ bản là ảnh hưởng đến sức khỏe khi tiêu dùng đường.

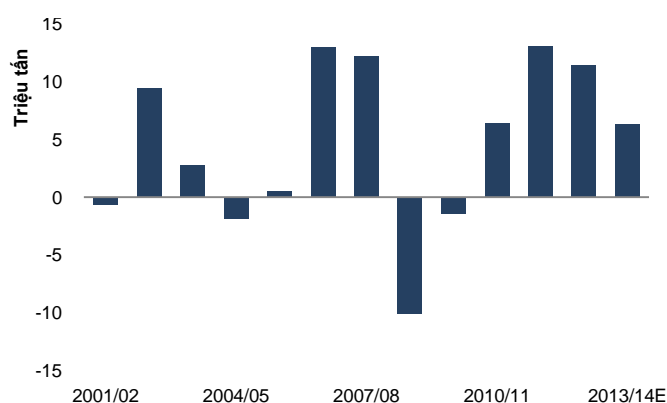
Triển vọng ngành đường Việt Nam

Tồn kho tích lũy vào cuối vụ 2013/14 dự kiến rất cao do sản xuất nội địa đã vượt nhu cầu tiêu thụ, xuất khẩu đang ách tắc và chỉ phụ thuộc vào một thị trường Trung Quốc trong khi đường nhập lậu từ Thái Lan dễ dàng tràn về Việt Nam do có giá thành sản xuất rẻ hơn và trốn thuế. **Tình trạng chênh lệch cung cầu sẽ khó có thể được giải quyết trong ngắn hạn.**

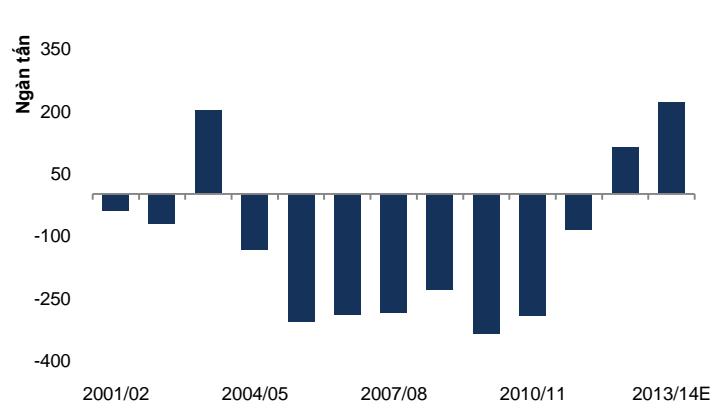
Triển vọng của các doanh nghiệp mía đường nội địa phụ thuộc vào:

- Cung đường nội địa và nhập khẩu từ Thái Lan sẽ bị ảnh hưởng nếu El Nino xảy ra.
- Nhu cầu ngày càng lớn từ Trung Quốc** tạo điều kiện giải phóng bớt hàng tồn kho. Tuy nhiên, hiện tượng cấm biên là điều đáng lo ngại trong thời điểm hiện tại
- Đường nhập lậu từ Thái Lan chiếm đến hơn 15% tổng cung đường cả nước. Giải quyết được vấn đề đường nhập lậu sẽ giúp cung cầu nội địa tự cân bằng.
- Giá bán sỉ đường tại kho và bán lẻ có sự chênh lệch lớn. Giải quyết được khâu trung gian phân phối sẽ giúp biên lãi gộp được cải thiện.
- Chi phí mía nguyên liệu cao do cạnh tranh mạnh mẽ. Nâng cao tỷ lệ cơ giới hóa sẽ giúp giảm giá thành, tăng sức cạnh tranh.
- Nhu cầu tiêu thụ sẽ còn tăng do mức tiêu thụ bình quân hiện khá thấp, khoảng 16 kg/người/năm. Trung bình thế giới đạt 23 kg/người/năm.
- Bên cạnh lợi ích kinh tế, ngành mía đường còn gắn liền với các mục tiêu an sinh – xã hội nên sẽ còn tiếp tục nhận được nhiều hỗ trợ từ phía Chính phủ kể cả khi bảo hộ được dỡ bỏ hoàn toàn.

Chênh lệch sản xuất – tiêu thụ đường toàn cầu



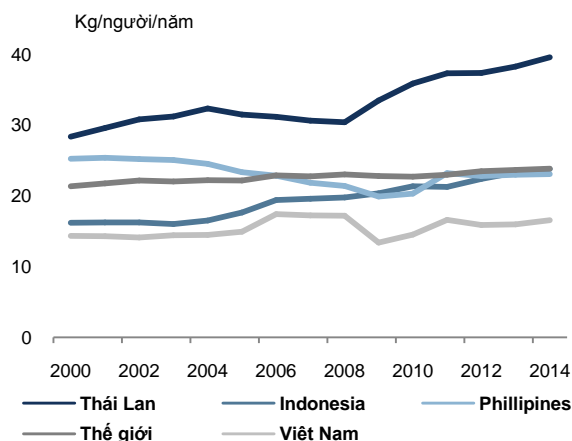
Chênh lệch sản xuất – tiêu thụ đường nội địa



Nguồn: FPTs

PHỤ LỤC 2: DỰ PHÓNG NHU CẦU TIÊU THỤ ĐƯỜNG NỘI ĐỊA GIAI ĐOẠN 2014 - 2023

Tiêu thụ đường bình quân đầu người qua các năm



Nguồn: Bloomberg; FPTs

Chúng tôi cho rằng tiêu thụ đường nội địa phụ thuộc vào mức tiêu thụ bình quân trên đầu người và tốc độ gia tăng dân số. Về nhu cầu tiêu thụ đường trên đầu người, chúng tôi lựa chọn Indonesia năm 2004 làm tham chiếu với những cơ sở tương đồng với Việt Nam năm 2014 như sau:

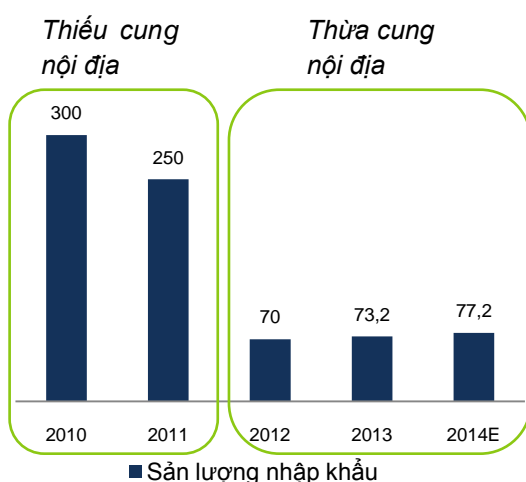
- GDP bình quân đầu người (PPP) tại Indonesia vào năm 2004 là 2.980 USD/người/năm.
- Mức tiêu thụ bình quân đầu người tại Indonesia năm 2004 là 16,5 kg/người/năm.
- Indonesia là quốc gia nhập khẩu đường, có dân số đông.

Như vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ đường trên đầu người của Việt Nam giai đoạn 2014 – 2023 sẽ xấp xỉ mức tăng tại Indonesia giai đoạn 2004 – 2013, tức 3,7%/năm. Với tốc độ này, đến năm 2023 mức tiêu thụ trên đầu người tại Việt Nam sẽ đạt ~23 kg/người/năm, ngang với mức bình quân toàn cầu.

Sau khi đưa vào yếu tố tăng dân số, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng tiêu thụ đường nội địa đạt mức bình quân **4,7%/năm** trong giai đoạn 2014 - 2023. Sau năm 2023, khi mức tiêu thụ bình quân đầu người tại Việt Nam đã xấp xỉ thế giới, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng nhu cầu sẽ tương đương với tốc độ tăng dân số, tức trên dưới **1%/năm**.

PHỤ LỤC 3: ĐƯỜNG NHẬP KHẨU VÀ NHỮNG RÀO CẢN BẢO HỘ

Sản lượng đường nhập khẩu (ngàn tấn) trong hạn ngạch qua các năm



Nguồn: FPTs

Đường nhập khẩu trong hạn ngạch hiện được áp dụng 2 biểu thuế, dành cho đường có xuất xứ từ các nước trong khối ASEAN (hiệp định CEPT/AFTA) và cho các nước ngoài khối ASEAN (cam kết với WTO). Lượng đường nhập theo hạn ngạch được kiểm soát bởi Bộ Công Thương với mục tiêu ưu tiên cân đối cung cầu trong nước, tránh gây tồn kho lớn. Do giá đường nhập khẩu cộng với thuế suất 5% vẫn rẻ hơn đường sản xuất trong nước trong khi hạn ngạch lại rất hạn chế nên việc cấp quota cho đến nay vẫn còn nhiều bất cập và thiếu công khai. Trong khi đó, nhập khẩu đường ngoài hạn ngạch chịu mức thuế khá cao, từ 80-100% tùy loại đường.

Như vậy, hiện Việt Nam đang áp dụng hai biện pháp bảo hộ đối với ngành mía đường là thuế quan và hạn ngạch. Tuy nhiên, theo hiệp định ATIGA ký kết năm 2009 (hiệp định toàn diện đầu tiên của ASEAN điều chỉnh toàn bộ thương mại hàng hóa trong nội khối và được xây dựng trên cơ sở tổng hợp các cam kết đã được thống nhất trong CEPT/AFTA cùng các hiệp định, nghị định thư có liên quan) thì tự do thương mại bao gồm việc xóa bỏ biện pháp cấm nhập khẩu, chấm dứt áp dụng hạn ngạch thuế quan. Đối với mặt hàng đường thì Việt Nam chỉ còn một mốc thời gian là ngày 01/01/2015 với linh hoạt đến 2018 để dỡ bỏ bảo hộ. Chúng tôi đánh giá cao khả năng chính phủ Việt Nam sẽ tiếp tục gia hạn đến 2018 để tạo điều kiện củng cố thêm ngành mía đường đang non yếu hiện tại.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

HĐKD	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu thuần	1.960.829	2.220.040	2.166.760	2.186.760
- Giá vốn hàng bán	1.590.814	1.939.059	1.859.080	1.821.289
Lợi nhuận gộp	370.015	280.981	307.680	365.472
- Chi phí bán hàng	40.496	48.588	46.085	46.511
- Chi phí quản lý DN	56.958	64.477	62.935	63.516
Lợi nhuận thuần HĐKD	272.561	167.916	198.659	255.445
- (Lỗ)/lãi HĐTC	216.780	198.266	107.397	98.410
- Lợi nhuận khác	5.037	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	497.618	371.219	306.056	353.856
- Chi phí lãi vay	75.346	95.728	85.577	80.953
Lợi nhuận trước thuế	422.272	275.491	220.479	272.903
- Thuế TNDN	52.138	36.486	24.666	29.385
LNST	370.134	239.005	195.813	243.517
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	370.134	239.005	195.813	243.517
EPS (đồng/cp)	2.870	1.679	1.376	1.711
EBITDA	577.903	447.837	381.679	433.863
Khấu hao	80.285	76.618	75.623	80.008
Tăng trưởng doanh thu	-4,4%	13,2%	-2,4%	0,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	-49,5%	-38,4%	18,3%	28,6%
Tăng trưởng EBIT	-19,7%	-25,4%	-17,6%	15,6%
Tăng trưởng EPS	-33,6%	-41,5%	-18,1%	24,4%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2012	2013	2014F	2015F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,9%	12,7%	14,2%	16,7%
Tỷ suất LNST	18,9%	10,8%	9,0%	11,1%
ROE DuPont	21,2%	13,5%	10,5%	12,6%
ROA DuPont	15,0%	8,1%	6,1%	7,7%
Tỷ suất EBIT	25,4%	16,7%	14,1%	16,2%
LNTT / LNST	87,7%	86,8%	88,8%	89,2%
LNTT / EBIT	84,9%	74,2%	72,0%	77,1%
Vòng quay tổng tài sản	0,79	0,75	0,68	0,70
Đòn bẩy tài chính	1,42	1,66	1,71	1,63
ROIC	16,6%	8,4%	9,3%	11,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2012	2013	2014F	2015F
Số ngày phải thu	97,2	151,8	135,0	135,0
Số ngày tồn kho	71,1	53,7	62,6	62,6
Số ngày phải trả	11,1	20,7	16,0	16,0
Thời gian luân chuyển tiền	157,2	184,7	181,6	181,6
COGS / Hàng tồn kho	5,1	6,8	6,8	5,8
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2012	2013	2014F	2015F
CS thanh toán hiện hành	1,60	1,35	1,28	1,24
CS thanh toán nhanh	1,22	1,18	1,02	0,97
CS thanh toán tiền mặt	0,12	0,21	0,23	0,18
Nợ / Tài sản	0,29	0,33	0,32	0,31
Nợ / Vốn sử dụng	0,31	0,37	0,35	0,33
Nợ / Vốn CSH	0,45	0,59	0,53	0,49
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,31	0,38	0,32	0,31
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,02	0,02	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	6,60	3,88	3,58	4,37
Định giá	2012	2013	2014F	2015F
P/E	4,3	7,3	8,9	7,1
P/B	0,9	0,9	0,9	0,9
EV / EBITDA	4,9	6,4	2,7	2,3
Giá trị sổ sách	13.148	12.932	13.307	13.818

CĐKT	2012	2013	2014F	2015F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	110.670	277.786	281.150	210.849
+ Đầu tư TC ngắn hạn	202.459	118.542	94.833	71.125
+ Các khoản phải thu	729.503	1.116.751	801.404	808.802
+ Hàng tồn kho	339.388	230.952	318.669	312.191
+ Tài sản ngắn hạn khác	39.270	52.881	52.881	52.881
Tổng tài sản ngắn hạn	1.421.290	1.796.912	1.548.937	1.455.847
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.613.206	1.686.163	1.792.481	1.792.481
+ Khấu hao lũy kế	-1.073.162	-1.148.679	-1.223.202	-1.302.110
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	540.044	537.484	569.278	490.370
+ Đầu tư tài chính dài hạn	499.582	748.566	748.491	748.491
+ Tài sản dài hạn khác	13.256	7.638	6.070	6.070
Tổng tài sản dài hạn	1.213.105	1.453.139	1.576.837	1.709.464
Tổng Tài sản	2.634.395	3.250.051	3.125.774	3.165.311
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	164.852	312.905	190.489	194.310
+ Vay và nợ ngắn hạn	714.178	1.001.678	1.006.647	968.154
+ Quỹ khen thưởng	10.439	16.447	13.443	14.945
Nợ ngắn hạn	889.469	1.331.030	1.210.579	1.177.409
+ Vay và nợ dài hạn	49.166	78.297	0	0
+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn	49.166	78.297	0	0
Tổng nợ	938.635	1.409.327	1.210.579	1.177.409
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	7.594	14.732	14.732	14.732
+ Vốn điều lệ	1.289.787	1.423.423	1.423.423	1.423.423
+ LN chưa phân phối	398.377	402.570	456.040	528.747
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	21.000	21.000
Vốn chủ sở hữu	1.695.758	1.840.725	1.915.195	1.987.902
Tổng cộng nguồn vốn	2.634.395	3.250.051	3.125.774	3.165.311
Lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014F	2015F
Tiền đầu năm	88.726	110.672	277.786	281.150
Lợi nhuận trước thuế	422.272	275.491	220.479	272.903
+ Khấu hao	81.280	84.426	75.623	80.008
+ Điều chỉnh	-306.588	-261.986	6.132	-129.659
+ Thay đổi vốn lưu động	-309.225	-104.590	136.503	38.696
Tiền từ hoạt động KD	-112.261	-6.659	438.737	261.948
+ Thanh lý tài sản cố định	5.797	3.016	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-89.832	-79.837	-259.634	-212.635
+ Tăng (giảm) đầu tư	-14.093	165.922	-75	0
+ Các hđ đầu tư khác	264.924	-188.613	40.006	89.690
Tiền từ hđ đầu tư	166.796	-99.512	-219.703	-122.946
+ Cổ tức đã trả	-447.450	-204.418	-142.342	-170.811
+ Tăng (giảm) vốn	30.450	161.074	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	386.375	287.500	4.969	-38.493
+ Thay đổi nợ dài hạn	31.268	29.131	-78.297	0
+ Các hoạt động TC khác	-33.232	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-32.589	273.287	-215.671	-209.303
Tổng lưu chuyển tiền tệ	21.946	167.116	3.364	-70.301
Tiền cuối năm	110.672	277.788	281.150	210.849
<i>Đvt: Triệu đồng</i>				

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

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 0 cổ phiếu SBT và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu SBT nào.

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 <http://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

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

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) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

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

100 Quang Trung, P. Thạc Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888