

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

Diễn biến giá cổ phiếu SLS và VNIndex

Thông tin giao dịch (01/10/2019)

Giá hiện tại (đồng/cp)	41.400
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	72.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	36.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	9,79
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	9,79
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	5.461
% sở hữu nước ngoài	0,95
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	405
P/E trailing 12 tháng (lần)	6,4x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	6.458

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Mía đường Sơn La
Địa chỉ	TT Hát Lót, Mai Sơn, Sơn La
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh đường, mật rỉ
Chi phí chính	Thu mua mía nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Thổ nhượng 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

TĂNG SỨC CẠNH TRANH VỚI GIÁ THÀNH THẤP, RỦI RO CHIẾM DỤNG VỐN ĐƯỢC CẢI THIỆN
1. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NIÊN VỤ 2018/19

Doanh thu năm 2018/19 đạt 878 tỷ đồng (+46,1% yoy), LNST đạt 63,1 tỷ đồng (-45,6% yoy). Trong đó, doanh thu từ kinh doanh đường đạt 771 tỷ đồng (+66,2% yoy). Sản lượng tiêu thụ đạt 79.696 tấn đường (+106% yoy).

Lợi nhuận gộp đạt 119 tỷ đồng (-24,7% yoy) do ngành đường trong nước chịu áp lực cạnh tranh từ đường lậu Thái Lan, giá bán đường của SLS giảm sâu, đạt 9.616 đồng/kg (-20% yoy).

Rủi ro chiếm dụng vốn giảm, giá trị các khoản phải thu của SLS đã giảm 67% so với đầu kỳ, còn 57 tỷ đồng. Tỷ lệ phải thu/doanh thu được cải thiện, giảm từ 54% còn 22%.

Phân phối lợi nhuận 2018/19 với cổ tức bằng tiền 5.000 đồng/cp (+67% yoy).

Kế hoạch 2019/20: Doanh thu đạt 864 tỷ đồng (-1,6% yoy). LNST đạt 25,5 tỷ đồng (-59,5% yoy). Trả cổ tức với tỷ lệ 10% vốn điều lệ, chưa quyết định cổ tức tiền mặt hay cổ phiếu.

2. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu SLS tại thời điểm hiện tại với mức giá mục tiêu là **51.150** đồng/cp (+24% mức giá hiện tại) với những luận điểm sau:

► **Giá đường trong nước phục hồi nhẹ trong vụ 2019/20 và duy trì trên mức 9.000 đồng/kg (chi tiết)**

Ngành đường Việt Nam hiện đang gặp áp lực cạnh tranh từ Hiệp định ATIGA và đường lậu Thái Lan giá rẻ. Chúng tôi dự đoán giá đường trong nước tiếp tục đi ngang và ở mức trung bình từ 10.500 – 11.000 đồng/kg trong niên vụ 2019/20 và duy trì trên mức 9.000 đồng/kg.

► **SLS có tỷ suất sinh lời cao hơn trung bình ngành nhờ giá thành sản xuất thấp (chi tiết)**

Vụ 2018/19, giá thành sản xuất đường của SLS ước khoảng 9.120 đồng/kg (-5,5% yoy) và thấp hơn mức trung bình ngành nhờ (1) Giá mua mía rẻ, (2) Điều kiện thổ nhưỡng thuận lợi cho phát triển mía nguyên liệu, (3) Dây chuyền sản xuất hiệu quả.

► **Dự phóng kết quả kinh doanh niên vụ 2019/20 (chi tiết)**

Chúng tôi ước tính với giá bán đường tại mức 9.800 đồng/kg, doanh thu của SLS năm 2019/20 ước đạt 855,1 tỷ đồng (-2,6% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 62,6 tỷ đồng (-1% yoy).

3. CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

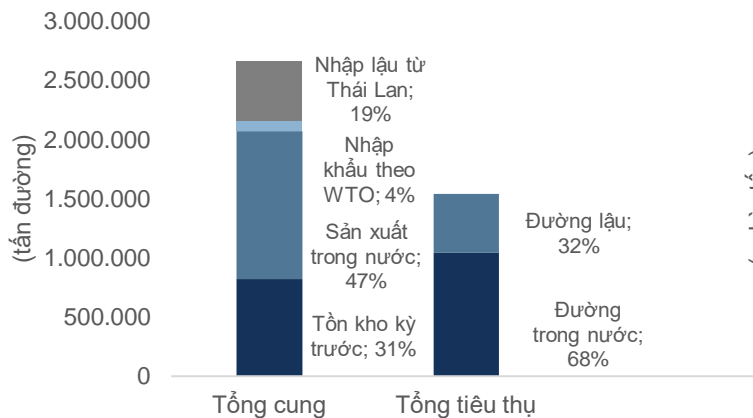
Từ 2020, hiệp định ATIGA chính thức có hiệu lực, ngành đường Việt Nam sẽ phải đối mặt với không chỉ đường lậu mà còn có đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch vào nước ta, ảnh hưởng trực tiếp tới giá đường trong nước. Chi tiết xem thêm tại [Báo cáo ngành Đường – T07/2019](#).

Chi tiết: Báo cáo cập nhật định giá Tháng 05/2019

I. TỔNG QUAN NGÀNH ĐƯỜNG VIỆT NAM

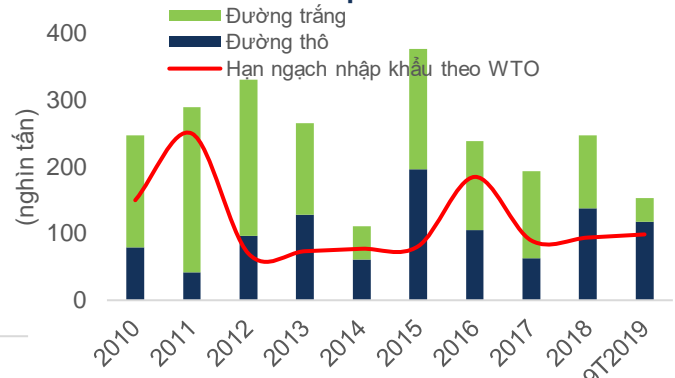
1. Niên vụ 2018/19: Giá đường ở mức thấp nhất 10 năm do tiếp tục cạnh tranh với đường lậu Thái Lan

Tình hình cung - cầu đường niên vụ 2018/19



Nguồn: VSSA, FPTS Tổng hợp và Ước tính

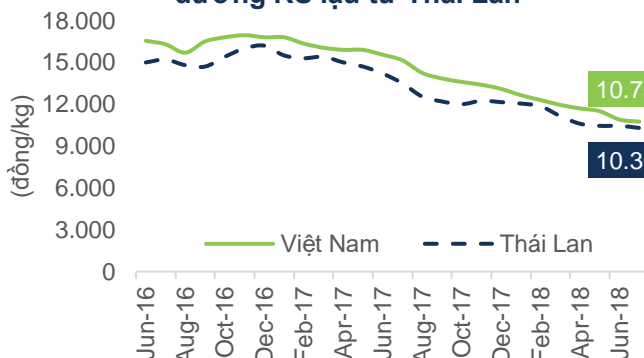
Sản lượng đường Thái Lan xuất khẩu sang Việt Nam và hạn ngạch nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: Bộ Thương mại Thái Lan, USDA, FPTS Tổng hợp

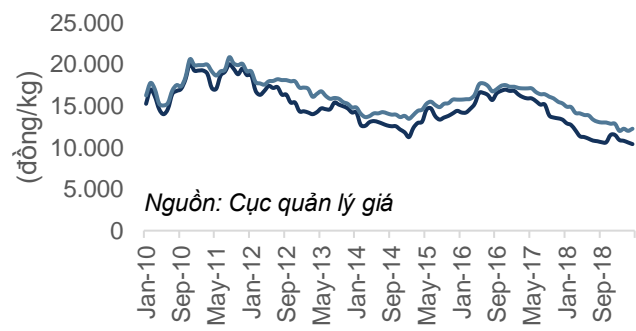
Niên vụ 2018/19, ngành đường Việt Nam cung cấp được gần 1,3 triệu tấn đường (-20% yoy), với 94.000 tấn đường nhập khẩu theo hạn ngạch WTO và hơn 1,2 triệu tấn đường sản xuất trong nước. Trong khi đó, tình hình tiêu thụ gặp nhiều khó khăn do áp lực lớn đến từ đường lậu Thái Lan có giá rẻ hơn đường trong nước từ 10% – 15%. Bên cạnh đó, một số doanh nghiệp đường trong nước nhập đường thô giá rẻ vào Việt Nam và tinh luyện dưới dạng tạm nhập – tái xuất nhưng thay vì xuất khẩu lại tiêu thụ trong nước cũng tác động tiêu cực tới giá đường mía nội địa. Tháng 3/2019, giá đường trong nước giảm xuống mức thấp nhất trong 10 năm, chỉ còn hơn 10.400 đồng/kg (-10% yoy và -30% so với cùng kỳ năm 2017).

Giá bán đường RS Việt Nam và đường RS lậu từ Thái Lan



Nguồn: USDA, FPTS Tổng hợp

Diễn biến giá đường trong nước (T1/2010 - T4/2019)



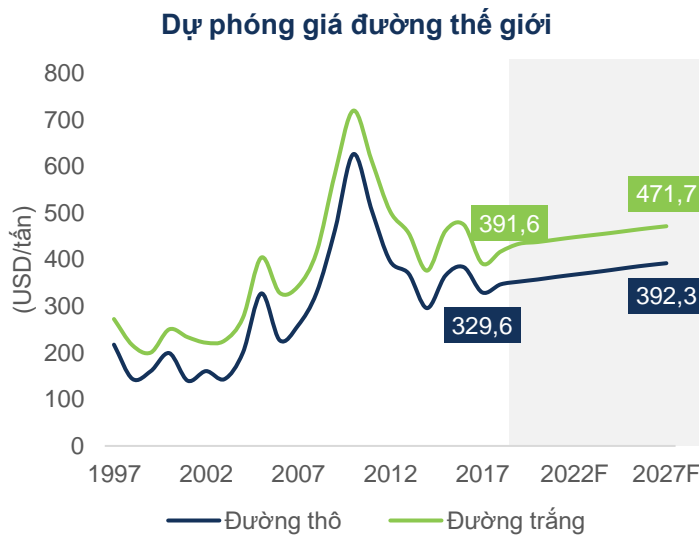
Nguồn: Cục quản lý giá

— Đường trắng RS — Đường luyện RE

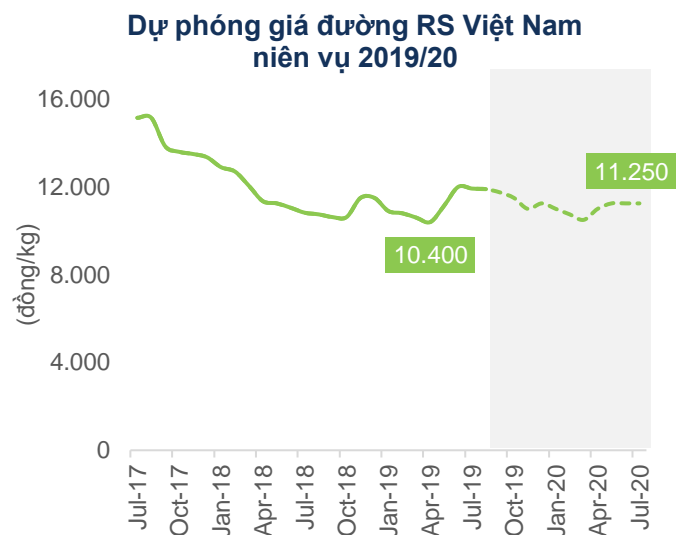
Tới thời điểm hiện tại, hạn ngạch nhập khẩu đường vào Việt Nam vẫn bị giới hạn bởi hạn ngạch WTO. Tuy nhiên, những số liệu về sản lượng đường xuất khẩu của Thái Lan sang Việt Nam mỗi năm đều lớn hơn mức hạn ngạch cho phép (Số liệu từ Bộ Thương mại Thái Lan), cho thấy sản lượng đường nhập lậu vào Việt Nam từ Thái Lan luôn ở mức cao. Theo chia sẻ của Hiệp hội mía đường Việt Nam VSSA, đường lậu được đưa vào Việt Nam với số lượng nhỏ mỗi lần, nhưng diễn ra liên tục và rất khó kiểm soát, khiến cho sản lượng đường lậu lên tới con số rất lớn. Sản lượng đường lậu được VSSA thống kê ước khoảng 300.000 – 500.000 tấn/năm (~30% tiêu thụ cả nước), nhưng Hiệp hội cũng cho biết, con số này thực tế có thể lên tới gần 01 triệu tấn đường (~67% cung đường Việt Nam).

Tới năm 2020, khi hiệp định ATIGA có hiệu lực đối với mặt hàng đường, toàn bộ hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN sẽ bị xóa bỏ và thuế nhập khẩu sẽ ở mức 5%. Khi ấy, ngành đường Việt Nam không chỉ đối mặt với đường lậu Thái Lan mà còn có cả đường Thái nhập chính ngạch giá rẻ vào nước ta, ảnh hưởng trực tiếp tới giá đường trong nước ([Chi tiết nội dung và tác động của Hiệp định ATIGA](#)).

2. Niên vụ 2019/20: Giá đường trong nước phục hồi nhẹ và duy trì trên mức 9.000 đồng/kg



Nguồn: OECD-FAO, FPTs Tổng hợp



Nguồn: Cục quản lý giá, FPTs Dự phóng

Giá đường thế giới:

Báo cáo của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) kết hợp với Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc (FAO) kỳ vọng **giá đường thế giới sẽ tăng nhẹ trong ngắn hạn** do nguồn cung đường thế giới trong năm 2018/19 giảm khoảng 8% yoy, còn khoảng 179 triệu tấn do:

(1) Diễn biến thời tiết xấu trong năm do hiện tượng El Nino sẽ diễn ra từ đầu năm tới mùa thu 2019 (với xác suất xảy ra lên tới hơn 80%) khiến sản lượng đường vụ 2018/19 sụt giảm tại các khu vực sản xuất và xuất khẩu đường lớn như EU (-12,7% yoy), Ấn Độ (-3,6% yoy) và Thái Lan (-3,5% yoy).

(2) Xu hướng sản xuất ethanol từ mía làm giảm cung đường từ Brazil (-24,1% yoy), đây là quốc gia sản xuất đường dẫn đầu thế giới vụ 2017/18 ([Chi tiết](#)).

Theo Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), cung đường thế giới sẽ phục hồi nhẹ, đạt 180,7 triệu tấn đường trong niên vụ 2019/20. Do ngành đường được dự báo tiếp tục tình trạng thặng dư, giá đường thế giới sẽ chỉ tăng nhẹ trong ngắn hạn. Trong trung hạn, giá đường dự kiến sẽ phục hồi do nhu cầu gia tăng ở các quốc gia có mức tiêu thụ bình quân đầu người thấp so với mức trung bình của thế giới (Châu Á và Châu Phi). Tuy nhiên, mức tăng sẽ khiêm tốn vì nguồn cung dự kiến sẽ vẫn dồi dào sau khi ngành đường thế giới trải qua những giai đoạn giá cao trong những năm gần đây.

Giá đường trong nước:

Trong khi đó, giá đường trong nước có xu hướng phục hồi nhẹ vào các dịp cận kề Tết Trung Thu và Tết Nguyên đán, phục vụ cho nhu cầu sản xuất bánh kẹo đồ uống của các doanh nghiệp thực phẩm. Tuy nhiên, ngành đường Việt Nam sẽ tiếp tục gặp khó khăn do áp lực từ đường lậu Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam. Ngoài ra, Hiệp định ATIGA sẽ có hiệu lực vào 01/01/2020 sẽ khiến các doanh nghiệp tiêu thụ đường trong nước có tâm lý chờ đường giá rẻ nhập chính ngạch từ Thái Lan. **Chúng tôi dự đoán giá đường trong nước tiếp tục đi ngang và ở mức trung bình từ 10.500 – 11.000 đồng/kg trong niên vụ 2019/20 và duy trì trên mức 9.000 đồng/kg** ([Chi tiết](#)).

[\(Quay lại trang 1\)](#)

II. KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH NIÊN VỤ 2018/19

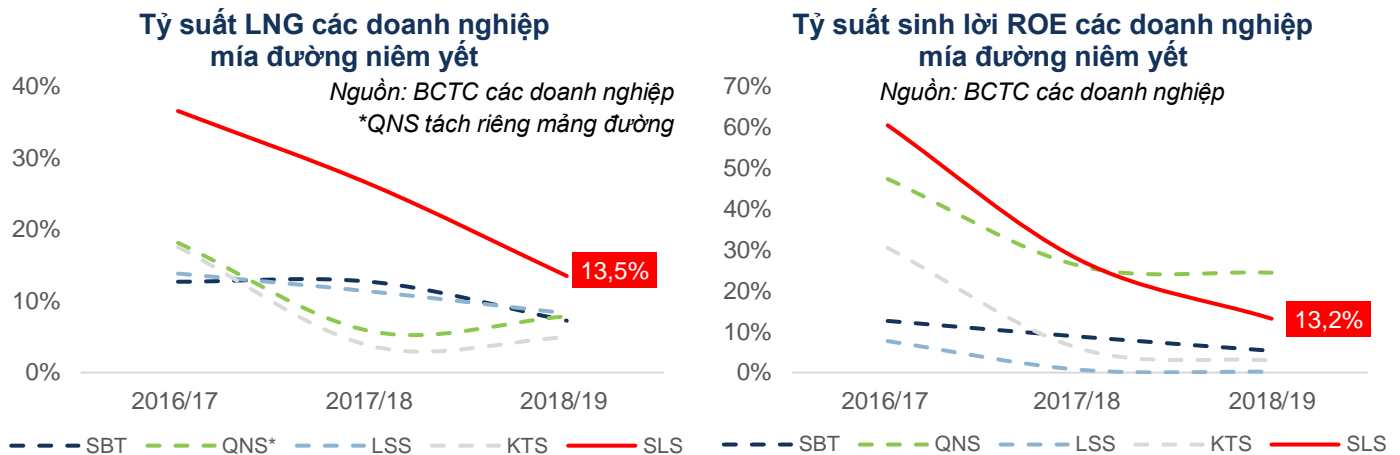
1. Kết quả hoạt động sản xuất và kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	2018/19	2017/18	%yoy	%TH/KH 2018/19	FPTS Dự phóng 2018/19	%TH vs Dự phóng	Diễn giải
Doanh thu	877,6	600,7	+46,1%	97%	740,3	118,5%	
Đường	770,8	463,8	+66%		605,3	127%	<p>Doanh thu mảng đường tăng 66%, sản lượng đường bán tăng 106%. Cụ thể:</p> <p>Sản xuất: Ép 619.892 tấn mía (+13,7% yoy), luyện 81.360 tấn đường (+29,3% yoy), cao hơn 5,7% so với mức dự phóng của FPTS. Tỷ lệ thu hồi đường đạt 7,6 tấn mía/tấn đường, tốt hơn 12% so với vụ 2017/18 do điều kiện thời tiết tương đối thuận lợi trong thời gian thu hoạch.</p> <p>Tiêu thụ: 79.696 tấn đường (+106% yoy) và cao hơn 28,5% dự phóng của FPTS.</p> <p>Giá bán đường trung bình đạt 9.616 đồng/kg (-20% yoy) và thấp hơn 2% so với dự phóng của FPTS.</p> <p>Giá thành sản xuất ước khoảng 9.120 đồng/kg (-5,5% yoy và cao hơn 5,6% so với dự phóng của FPTS) do: (1) Giá mua mía vụ 2018/19 giảm 6%; (2) Tuy nhiên thời gian ép mía vụ 2018/19 kéo dài tới giữa T6/2019 là giai đoạn có chi phí nhân công cao và vào mùa mưa khiến hiệu suất thu hồi vào cuối vụ ép giảm, giá thành sản xuất trung bình cao hơn dự kiến.</p>
Mật rỉ	29,2	39,5	-26%		37,7	77%	
Khác	77,7	97,3	-20%		97,4	80%	
Lợi nhuận gộp	118,6	157,5	-24,7%		106,5	111,4%	
Doanh thu tài chính	9,8	17,2	-43%		13,8	71%	<p>Niên vụ 2018/19, lãi bán hàng trả chậm của SLS đạt 5,5 tỷ đồng (-54,2% yoy) và thấp hơn 44% so với dự phóng của FPTS do cải thiện thu hồi khoản phải thu.</p>
Chi phí lãi vay	48,3	36,3	+33%		46,9	103%	
Chi phí bán hàng	4,6	4,2	+10%		4,4	105%	
Chi phí QLDN	14,6	19,9	-26%		22,2	66%	
Lợi nhuận từ HĐKD	60,9	114,4	-46,8%		46,8	130,0%	
Lợi nhuận khác	2,2	1,6	+38%		-		
Lợi nhuận trước thuế	63,1	115,9	-46%		-		
Lợi nhuận sau thuế	63,1	115,9	-45,6%	314%	46,8	134,7%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,5%	26,2%			14,4%		
CP bán hàng/DT	0,53%	0,70%			0,6%		
CP quản lý/DT	1,7%	3,3%			3,0%		
Tỷ suất LN từ HĐKD	6,9%	19,0%			6,3%		
Tỷ suất LNST	7,18%	19,30%			6,3%		

Nguồn: BCTC SLS, FPTS Tổng hợp
 Chi tiết: Báo cáo cập nhật định giá Tháng 05/2019

2. Một số chỉ tiêu tài chính *(Quay lại trang 1)*

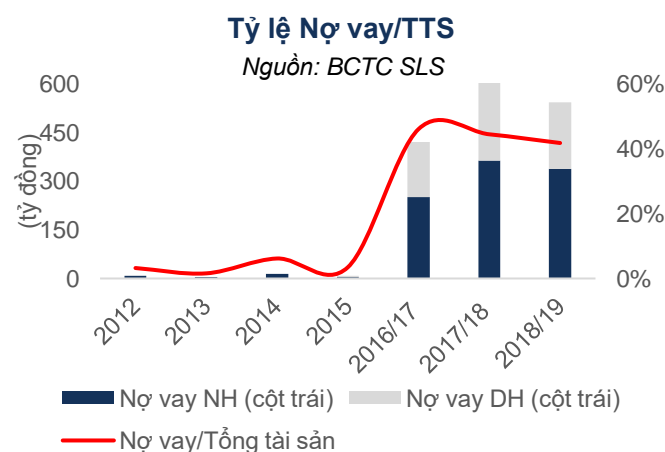
(1) Tỷ suất sinh lời cao hơn trung bình ngành nhờ giá thành sản xuất thấp



Giá đường giảm sâu từ niên vụ 2017/18 đến nay khiến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp mía đường niêm yết giảm đáng kể. Tính riêng hoạt động sản xuất và kinh doanh đường, tỷ suất lợi nhuận gộp của ngành dao động ở mức 8 – 10% trong niên vụ 2018/19. Trong đó, SLS có tỷ suất lợi nhuận gộp (13,5%) và tỷ suất sinh lời ROE (13,2%) cao hơn trung bình ngành, với giá thành sản xuất đường ở mức 9.120 đồng/kg (thấp hơn trung bình cả nước ở mức ~ 13.000 đồng/kg) nhờ những yếu tố sau:

- ▶ Lợi thế giá mua mía rẻ ở mức 800 – 850 đồng/kg mía (so với trung bình cả nước ở mức 1.000 – 1.600 đồng/kg).
- ▶ Điều kiện thổ nhưỡng thuận lợi cho phát triển mía nguyên liệu có chữ đường cao.
- ▶ Nâng cấp dây chuyền sản xuất từ vụ 2016/17 giúp hiệu quả sản xuất đường được đẩy mạnh (+12% yoy).

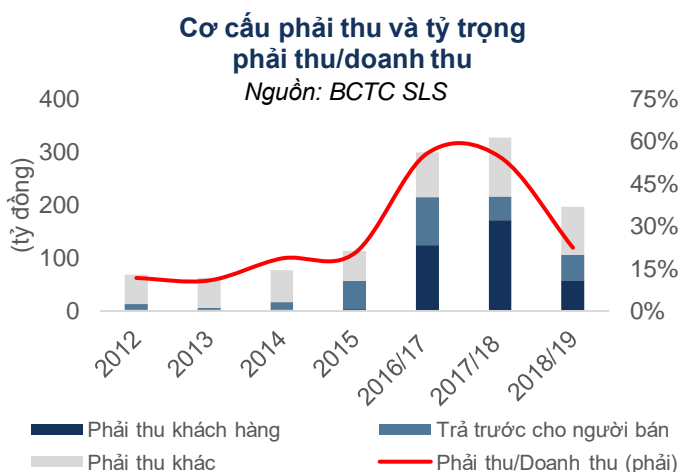
(2) Dự kiến hoàn thành nghĩa vụ tài chính vào năm 2021/22



Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản trong niên vụ 2018/19 của SLS đã thấp hơn 02 vụ trước đó, ở mức 40%. Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành, SLS đang có tỷ lệ nợ vay/TTS cao hơn mức trung bình (~30%) do doanh nghiệp vay nợ dài hạn để đầu tư nâng cấp nhà máy, dây chuyền luyện đường từ năm 2016/17 với lãi suất trung bình khoảng 8%/năm, lãi vay dài hạn ~20 tỷ đồng/năm.

Theo ước tính của FPT S, với giả định không đầu tư dự án mới trong giai đoạn tới, doanh nghiệp sẽ hoàn thành các nghĩa vụ tài chính của các khoản vay dài hạn vào năm 2021/22.

3) Cải thiện rủi ro chiếm dụng vốn



Đa số các khách hàng của SLS là các doanh nghiệp thương mại đường có liên quan tới cổ đông lớn, do đó tỷ lệ phải thu/doanh thu tăng cao trong 02 niên vụ 2016 – 2018 đem lại rủi ro chiếm dụng vốn cho SLS.

Tới niên vụ 2018/19, tỷ lệ phải thu/doanh thu đã giảm đáng kể từ 54% (2017/18) còn 22% (2018/19). Rủi ro chiếm dụng vốn được cải thiện.

Năm 2018/19, phải thu khác chiếm khoảng 50% cơ cấu phải thu của SLS. Trong đó, chủ yếu là phải thu từ ứng trước đầu tư vùng nguyên liệu mía cho nông dân (85,5 tỷ đồng).

III. CẬP NHẬT DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NIÊN VỤ 2019/20 *(Quay lại trang 1)*

FPTS cập nhật các giả định về hoạt động kinh doanh và đánh giá khả năng thực hiện kế hoạch năm 2019/20 của SLS như sau:

Chỉ tiêu	FPTS 2018/19F	Thực hiện 2018/19	FPTS 2019/20F	Diễn giải
Hoạt động sản xuất				
Diện tích vùng nguyên liệu (VNL) (ha)	9.300	9.381	7.800	<p>Theo chia sẻ của doanh nghiệp, diện tích VNL mía vụ 2018/19 tăng 18,2% yoy phát sinh từ VNL ngoài hợp đồng, nằm xa nhà máy, thời gian thu hoạch kéo dài tới tháng 6 (mùa mưa) khiến chi phí mía nguyên liệu tăng 11% vào giai đoạn cuối vụ.</p> <p>Trong 2018/19, SLS đã đầu tư 9,6 tỷ đồng cho 30% vốn điều lệ của Nông trường Tô Hiệu (hiện sở hữu 1.300 ha quỹ đất nông nghiệp tại Sơn La, trong đó có 300 ha mía năng suất cao ở mức 100 tấn mía/ha), kỳ vọng sẽ giúp SLS bước đầu phát triển vụ mía thu, đẩy nhanh thời gian thu hoạch.</p> <p>Để đảm bảo hoạt động ép mía kết thúc đúng vụ (trước mùa mưa), SLS đặt kế hoạch thu hẹp diện tích VNL trong vụ 2019/20 còn 7.800 ha.</p>
Sản lượng (tấn) <i>Đường RS</i> <i>Đường RE</i>	77.000	81.360 77.618 3.742	67.620 <i>64.620</i> <i>3.000</i>	<p>Chúng tôi ước tính sản lượng đường sản xuất trong vụ 2019/20 đạt 67.620 tấn (-18,2% yoy), trong đó có ~3.000 tấn đường RE.</p>
Giá mua mía (đồng/kg)	800	800	850	<p>Giá thu mua mía trên toàn quốc giảm từ 5-10% vụ 2018/19 do thị trường đường gặp khó khăn. Tuy nhiên, FPTS đánh giá, SLS sẽ nâng mức giá mua mía lên 850 đồng/kg mía trong 2019/20 để (1) Thúc đẩy hiệu quả trồng mía của các hộ đã ký hợp đồng; (2) Đảm bảo an sinh xã hội cho nông dân trồng mía.</p>
Giá thành sản xuất (đồng/kg)	8.630	9.120	9.442	<p>Do thời gian ép mía 2018/19 kéo dài tới giữa T6/2019 khiến chi phí nhân công cao và hiệu suất thu hồi vào cuối vụ giảm, giá thành sản xuất ở mức 9.120 đồng/kg (-5,5% yoy), cao hơn dự kiến của FPTS. Trong niên vụ 2019/20, chúng tôi ước tính giá thành sản xuất đường của SLS sẽ ở mức 9.442 đồng/kg với giả định tăng giá mua mía nguyên liệu.</p>
Hoạt động kinh doanh				
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	62.000	79.696	75.000	<p>Giá bán đường vụ 2018/19 đạt 9.616 đồng/kg, thấp hơn giá bán đường RS của Việt Nam 12% và thấp hơn giá bán đường lạt Thái Lan tại Việt Nam khoảng ~8%. Chúng tôi thận trọng giả định giá bán đường RS và RE của SLS sẽ ở mức trung bình 9.800 – 10.780 đồng/kg trong giai đoạn dự phóng 2019 – 2024F. Từ đó, chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ cải thiện năng lực cạnh tranh trong ngành và tiêu thụ ~75.000 tấn đường/năm; tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ở mức 1%/năm.</p>
Giá bán trung bình (đồng/kg)	9.800	9.616	9.800 - 10.780	

Qua ĐHCĐ ngày 26/09/2019, Ban lãnh đạo Công ty cũng như ĐHCĐ đã giao phó chỉ tiêu cho năm tài chính 2019/20 như sau:

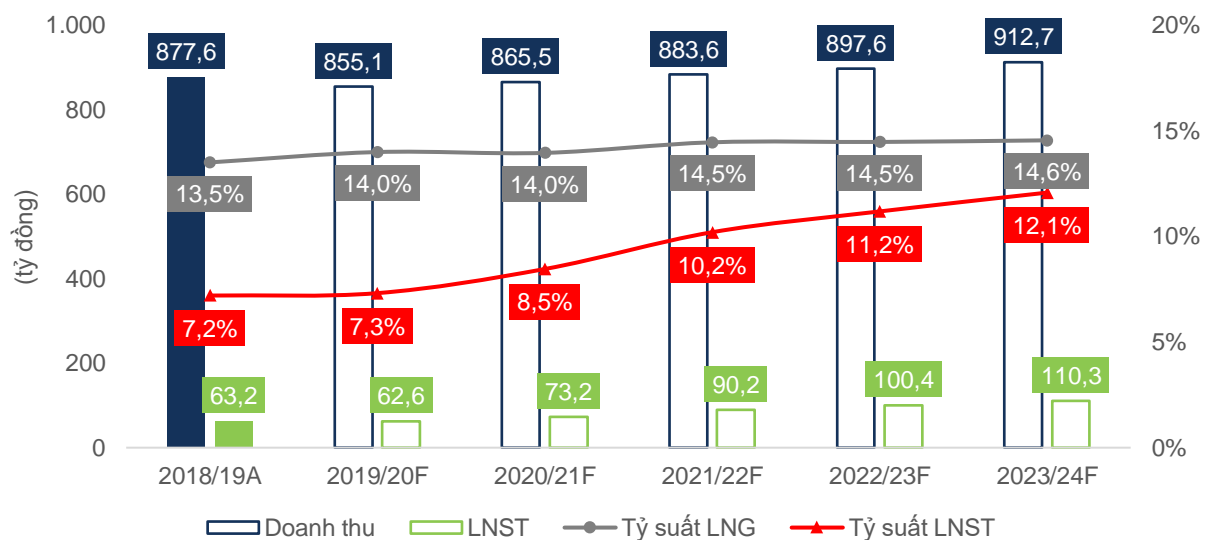
Kế hoạch sản xuất, kinh doanh năm 2019/20

Chỉ tiêu	Thực hiện 2018/19	Kế hoạch 2019/20	% +/- so với TH 2018/19
Doanh thu (tỷ đồng)	877,6	864	-1,6%
Tổng chi phí (tỷ đồng)	815	838	+2,8%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	63,2	25,5	-59,5%
Cổ tức (đồng/cp)	5.000	1.000	-80%

Nguồn: SLS, FPTS Tổng hợp

Từ những phân tích và giả định hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, FPTS dự phóng kết quả kinh doanh của SLS trong 05 năm tiếp theo như sau:

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh 2019 - 2024F



Nguồn: FPTS Dự phóng

IV. CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ([Quay lại trang 1](#))

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu của SLS là **51.150 đồng/cp** (+24% so với giá đóng cửa ngày 01/10/2019), chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu SLS cho mục tiêu trung và dài hạn.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	49.760	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	52.540	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		51.150	

Mức giá mục tiêu của SLS tăng 11% so với cập nhật định giá T05/2019 (46.100 đồng/cp – [chi tiết](#)). Bên cạnh thay đổi giá định hoạt động kinh doanh, chúng tôi cập nhật các giả định của mô hình định giá như sau:

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giá định mô hình	Cập nhật T05/2019	Cập nhật T09/2019	Giá định mô hình	Cập nhật T05/2019	Cập nhật T09/2019
WACC 2019/20	12,74%	12,52%	Phần bù rủi ro (ERP)	10,95%	10,95%
Chi phí sử dụng nợ (Kd)	7,23%	6,86%	Hệ số Beta	0,5	0,65
Chi phí sử dụng VCSH (Ke)	18,35%	17,81%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
Lãi suất phi rủi ro (10 năm)	5,1%	4,04%	Thời gian dự phóng	5 năm	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)		1.004,2
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)		0,50
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)		490,2
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		514,5
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		9,79
Giá mục tiêu (đồng/cp)		52.540
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		487,3
Giá mục tiêu (đồng/cp)		49.760

Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Thời gian	Link báo cáo chi tiết
THEO DÕI	05/2019	Tại đây
MUA	10/2018	Tại đây
THEO DÕI	12/2017	Tại đây

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ đồng)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Doanh thu thuần	877,6	855,1	865,5	883,6
- Giá vốn hàng bán	759,1	735,4	744,7	755,8
Lợi nhuận gộp	118,6	119,7	120,8	127,8
- Chi phí bán hàng	4,6	5,3	5,0	5,4
- Chi phí quản lí DN	14,6	26,1	26,4	26,9
Lợi nhuận thuần HĐKD	99,3	88,4	89,4	95,5
- (Lỗ)/lãi HĐTC	10,0	12,3	15,4	18,5
- Lợi nhuận khác	2,2	-	-	-
LN trước thuế, lãi vay	111,5	100,7	104,8	114,0
- Chi phí lãi vay	47,7	37,3	30,8	23,0
Lợi nhuận trước thuế	63,2	62,6	73,2	90,2
- Thuế TNDN	-	-	-	-
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	63,2	62,6	73,2	90,2
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cổ đông CT Mẹ	63,2	62,6	73,2	90,2
EPS (đ)	6.458	6.392	7.479	9.209
EBITDA	157,4	161,3	165,4	174,5
Khấu hao	45,9	60,5	60,5	60,5
Tăng trưởng doanh thu	46,1%	-2,6%	1,2%	2,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	-25,6%	-11,0%	1,1%	6,8%
Tăng trưởng EBIT	-26,7%	-9,7%	4,1%	8,7%
Tăng trưởng EPS	-52,3%	-1,0%	17,0%	23,1%
Chỉ số khả năng sinh lời	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,5%	14,0%	14,0%	14,5%
Tỷ suất LNST	7,2%	7,3%	8,5%	0,7%
ROE DuPont	12,9%	12,2%	13,6%	15,8%
ROA DuPont	4,7%	4,7%	5,6%	7,2%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	12,7%	11,8%	12,1%	12,9%
LNST/LNTT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
LNTT/EBIT	56,7%	62,1%	69,8%	79,1%
Vòng quay tổng tài sản	64,8%	64,5%	65,9%	70,5%
Đòn bẩy tài chính	275,6%	257,7%	244,6%	220,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Số ngày phải thu	47,3	74,1	87,1	102,1
Số ngày tồn kho	210,2	208,0	208,0	208,0
Số ngày phải trả	93,0	113,4	113,4	113,4
Thời gian luân chuyển tiền	164,5	168,7	181,7	196,7
COGS / Hàng tồn kho	1,7	1,8	2,1	2,3
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
CS thanh toán hiện hành	1,07	1,08	1,11	1,16
CS thanh toán nhanh	0,34	0,50	0,57	0,65
CS thanh toán tiền mặt	0,01	0,00	0,00	0,00
Nợ / Tài sản	0,42	0,36	0,30	0,24
Nợ / Vốn CSH	1,08	0,93	0,71	0,50
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,67	0,67	0,58	0,50
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,41	0,26	0,12	-
Khả năng TT lãi vay	2,34	2,70	3,40	4,96

CĐKT (tỷ đồng)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	3,7	3,1	2,5	0,3
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	196,3	339,5	373,5	415,9
+ Hàng tồn kho	434,3	399,5	353,7	327,8
+ Tài sản ngắn hạn khác	0,1	0,1	0,1	0,1
Tổng tài sản ngắn hạn	634,3	742,2	729,7	744,2
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	791,4	791,4	791,4	791,4
+ Khấu hao lũy kế	(218,4)	(278,8)	(339,3)	(399,7)
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	573,0	512,6	452,1	391,7
+ Đầu tư tài chính dài hạn	9,6	9,6	9,6	9,6
+ Tài sản dài hạn khác	2,8	2,8	2,8	2,8
+ Xây dựng CBDD	80,7	80,7	80,7	80,7
Tổng tài sản dài hạn	667,4	606,8	546,3	485,7
Tổng Tài sản	1.301,7	1.349,0	1.276,0	1.229,9
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	223,6	265,6	268,8	274,4
+ Vay và nợ ngắn hạn	338,4	353,1	320,2	294,8
+ Quỹ khen thưởng	6,2	6,2	6,2	6,2
Nợ ngắn hạn	591,9	687,4	658,7	640,0
+ Vay và nợ dài hạn	205,7	137,1	68,6	-
+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	205,7	137,1	68,6	-
Tổng nợ	797,6	824,5	727,2	640,0
+ Thặng dư	4,0	4,0	4,0	4,0
+ Vốn điều lệ	97,9	97,9	97,9	97,9
+ LN chưa phân phối	349,7	363,4	387,6	428,8
Vốn chủ sở hữu	504,1	524,5	548,8	590,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	1.301,7	1.349,0	1.276,0	1.229,9
LCTT (tỷ đồng)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
Tiền đầu năm	0,7	3,7	3,1	2,5
Lợi nhuận sau thuế	63,2	62,6	73,2	90,2
+ Khấu hao	45,9	60,5	60,5	60,5
+ Điều chỉnh	91,4	0,0	(0,0)	(0,0)
+ Thay đổi vốn lưu động	(44,3)	(27,7)	16,0	(9,9)
Tiền từ hoạt động KD	158,7	95,5	149,7	140,9
+ Chi mua sắm TSCĐ	(34,5)	-	-	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	(9,6)	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	-	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(44,1)	-	-	-
+ Cổ tức đã trả	(30,2)	(49,0)	(49,0)	(49,0)
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	(25,5)	14,6	(32,8)	(25,5)
+ Thay đổi nợ dài hạn	(58,8)	(68,6)	(68,6)	(68,6)
Tiền từ hoạt động TC	(111,5)	(96,1)	(150,4)	(143,0)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	3,0	(0,6)	(0,6)	(2,1)
Tiền cuối năm	3,7	3,1	2,5	0,3

V. PHỤ LỤC

1. Chi tiết hiệp định ATIGA

Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA): Trong số các hiệp định thương mại, hiệp định ATIGA có tác động lớn nhất tới toàn ngành đường trong nước. Tỷ trọng nhập khẩu đường từ ASEAN vào Việt Nam chiếm hơn 60% tổng hạn ngạch nhập khẩu mỗi năm. Hiệp định ATIGA được ký kết từ 02/2009 và có hiệu lực từ năm 2010, cho phép các quốc gia trong khu vực ASEAN được tự do trao đổi hàng hóa, trong đó có mặt hàng đường, mà không bị rào cản bởi thuế và hạn ngạch nhập khẩu. Các nước trong khu vực sẽ giảm mức thuế nhập khẩu đường về 0%, trừ Việt Nam (5%), Philippines (5%), Indonesia (5-10%), Myanmar (0-5%) và Campuchia (5%).

Tác động của Hiệp định ATIGA đối với ngành đường Việt Nam:

Trước khi hiệp định ATIGA có hiệu lực đối với mặt hàng đường, hạn ngạch nhập khẩu được tính chung bởi hạn ngạch WTO (94.000 tấn vào năm 2018), tuy nhiên thuế nhập khẩu chỉ ở mức 5% (thay vì 25% của WTO); sản lượng nhập khẩu ngoài hạn ngạch vẫn sẽ chịu thuế nhập khẩu ở mức 85%.

ATIGA hiện được dự kiến có hiệu lực tại Việt Nam đối với mặt hàng đường vào ngày 01/01/2020. Toàn bộ hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN sẽ bị xóa bỏ, do đó, thuế nhập khẩu sẽ ở mức 5% khi nhập khẩu đường từ các quốc gia ASEAN vào Việt Nam từ ngày 01/01/2020.

Cụ thể, tác động của ATIGA tới ngành đường Việt Nam như sau:

Trước ATIGA	Sau ATIGA
<p>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%)</p>	<p>1. Bỏ hạn ngạch nhập khẩu từ các nước ASEAN (không bị tính chung bởi hạn ngạch WTO).</p>
<p>2. Thuế nhập khẩu: Trong hạn ngạch: 5% Ngoài hạn ngạch: 80 - 85%</p>	<p>2. Thuế nhập khẩu từ các nước trong khu vực ASEAN vào Việt Nam sẽ chỉ còn 5%.</p>

→ Tác động tiêu cực:

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 nhập khẩu chính ngạch về Việt Nam, bên cạnh đường lậu nhập khẩu từ nước này. **Đường Thái Lan là đối thủ chính của toàn ngành và các doanh nghiệp mía đường Việt Nam.**

Nguồn: Trung tâm WTO và Hội nhập (WTO Center - VCCI), FPTTS Tổng hợp [\(quay lại\)](#)

2. Dự báo sản lượng đường thế giới sản xuất niên vụ 2018/19
**Ước tính sản lượng đường sản xuất niên vụ 2018/19
và dự báo cho niên vụ 2019/20 (đơn vị: triệu tấn)**
Nguồn: USDA (tháng 06/2019), FPTs Tổng hợp

Quốc gia	Tỷ trọng vụ 2018/19	Ước tính 2018/19	% yoy	Dự báo 2019/20	% yoy	Nguyên nhân
Ấn Độ	18,5%	33,1	-3,6%	30,3	-8,4%	<ul style="list-style-type: none"> - Diện tích vùng nguyên liệu giảm 8% yoy. - Hạn hán kéo dài ảnh hưởng tới hoạt động tưới tiêu tại Ấn Độ, tác động tiêu cực tới năng suất mía, dự báo kéo dài tới vụ 2019/20. - Tỷ trọng mía dùng để sản xuất ethanol tăng từ 22% lên 28,6% trong vụ 2018/19 và dự kiến đạt 29% trong 2019/20.
Brazil	16,5%	29,5	-24,1%	32,0	+8,5%	<ul style="list-style-type: none"> - Thời tiết khô hạn kéo dài từ tháng 4 đến tháng 7/2018 tại các vùng trồng mía chính làm ảnh hưởng xấu đến sản lượng mía trong vụ 2018/19. Niên vụ 2019/20, thời tiết được kỳ vọng sẽ thuận lợi hơn. - Tỷ trọng mía dùng để sản xuất ethanol tăng từ 53,6% lên 57,8% vụ 2018/19 và 62% vụ 2019/20.
EU28	10,2%	18,2	-12,7%	19,4	+6,9%	<ul style="list-style-type: none"> - Hạn hán trên diện rộng trong vụ 2018/19 khiến sản lượng củ cải dự kiến giảm còn 21,7 triệu tấn (-6% yoy). Thời tiết được dự báo sẽ ổn định hơn trong vụ 2019/20.
Thái Lan	7,9%	14,2	-3,5%	13,9	-2,0%	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng mía giảm 4% do lượng mưa thấp tại các vùng trồng mía chính (miền Bắc & miền Trung Thái Lan). - Một bộ phận người trồng mía ở phía Đông Bắc đã chuyển sang trồng lúa do giá gạo tăng khoảng 50 – 70% từ tháng 3/2018.
Trung Quốc	5,9%	10,6	+2,9%	10,7	+0,9%	<ul style="list-style-type: none"> - Điều kiện thời tiết thuận lợi. - Diện tích mía tăng 3 – 5% nhờ các chính sách hỗ trợ mua giống mía, máy móc, phân bón... cho nông dân. - Sản lượng củ cải tăng nhờ mở rộng vùng nguyên liệu tại Nội Mông Cổ từ năm 2016.
Mỹ	4,5%	8,1	-3,7%	8,3	+1,9%	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng đường củ cải giảm 5,2% do thời tiết quá lạnh tại vùng trồng củ cải, làm đóng băng củ cải khiến cho công đoạn sản xuất gặp khó khăn, hiệu suất thu hồi đường giảm. - Sản lượng đường mía tăng nhẹ 4% nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, tăng hiệu suất thu hồi.
Úc	2,7%	4,9	+2,1%	4,9	0%	<ul style="list-style-type: none"> - Diện tích vùng nguyên liệu mía vụ 2018/19 tăng 4,2% yoy, phần lớn vùng nguyên liệu đều tận hưởng thời tiết thuận lợi. - Chính sách trợ giá mía của Chính phủ đã tăng 10% so với mức trợ giá cho niên vụ 2018/19. - Áp dụng thành công giống mía ngắn ngày mới đã tăng sản lượng và hiệu suất thu hồi đường.
Thế giới	100%	178,9	-8,0%	180,7	+1,0%	

[\(quay lại\)](#)

3. Giá đường Việt Nam phụ thuộc vào giá đường Thái Lan, khó có thể giảm dưới mức 9.000 đồng/kg

Giá đường trong nước phụ thuộc rất lớn vào giá đường lậu Thái Lan. Trước mắt, khi chỉ có đường lậu Thái Lan, các doanh nghiệp mía đường trong nước sẽ cạnh tranh với đường lậu tại phân khúc khách hàng tiêu dùng – bán lẻ (B2C) và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). Từ năm 2020 (ATIGA có hiệu lực), đường Thái Lan được nhập khẩu chính ngạch với số lượng lớn, thì cạnh tranh ở phân khúc khách hàng công nghiệp lớn (B2B) sẽ gia tăng sau hội nhập.

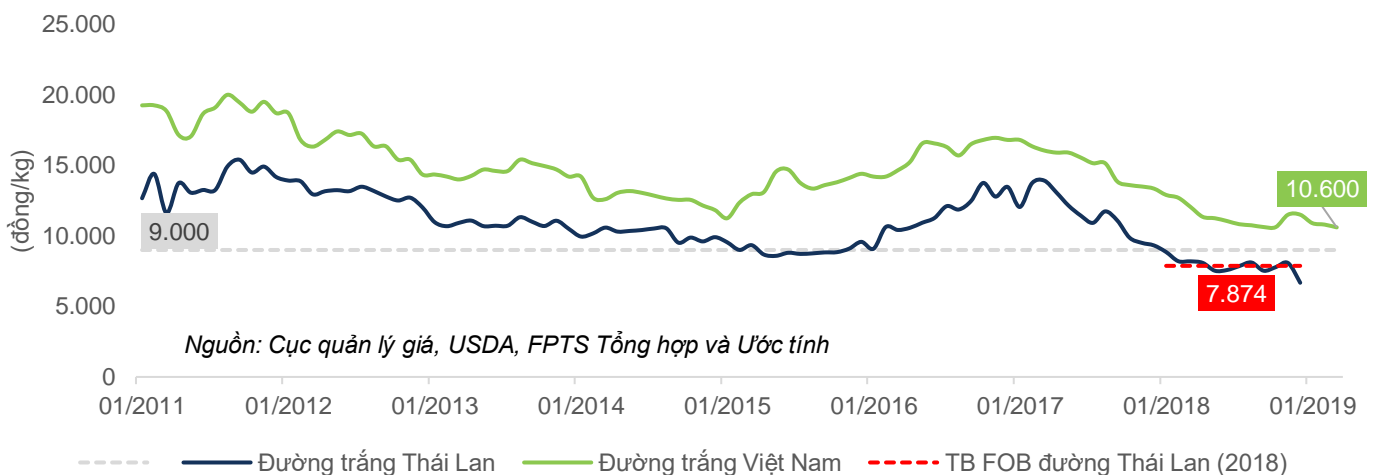
Giá thành sản xuất đường trắng RS trung bình

	Việt Nam	Thái Lan
Giá mía (đồng/tấn)	1.100.000	650.000
Hiệu suất đường/mía (kg đường/tấn mía)	99	109
Chi phí mía/kg đường	10.101	5.963
Giá thành sản xuất đường trắng (đồng/kg)	13.468	7.951

Nguồn: FPTIS Tổng hợp và Ước tính

Theo ước tính của FPTIS, giá thành sản xuất đường trắng tại Thái Lan đạt mức trung bình 8.000 đồng/kg đường trắng. Do giá mua mía tại nước này được ấn định ở mức trung bình 630.000 – 650.000 đồng/tấn. Giá xuất khẩu FOB đường trắng của Thái Lan trong năm 2018 đang ở mức trung bình 10,8 baht/kg (7.874 đồng/kg - theo USDA). Hiện tại giá xuất khẩu của Thái Lan đang thấp ngang với mức giá thành của họ, nhằm mục đích cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu thế giới.

Giá xuất khẩu FOB đường trắng Thái Lan và giá bán đường trắng Việt Nam (2011 - 2018)



FPTIS ước tính chi phí rào cản của đường Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam, chúng tôi ước tính giá bán tối thiểu đường trắng RS của Thái Lan tại Việt Nam ở mức 10.000 – 10.500 đồng/kg nếu nhập chính ngạch; đường lậu sẽ có giá khoảng 9.500 đồng/kg. Như vậy, **trong trường hợp thị trường đường tiếp tục diễn biến xấu do áp lực cạnh tranh với đường lậu Thái Lan, giá bán đường trắng RS của Việt Nam khó có thể giảm dưới mức 9.000 đồng/kg.**

[\(quay lại\)](#)

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 121 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