

**GIỮ [+6%]**

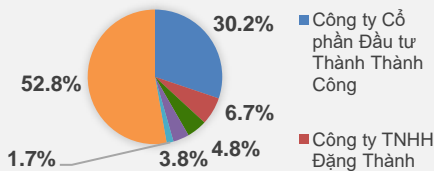
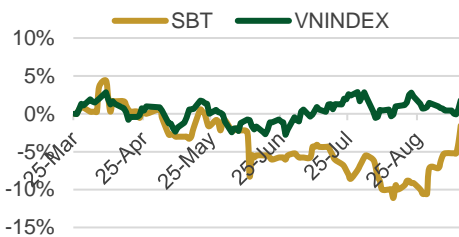
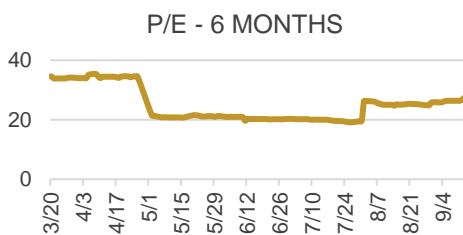
Ngày cập nhật: 11/12/2019

 Giá mục tiêu 19,660 VNĐ  
 Giá hiện tại 18,600 VNĐ

**PHS**

 (+82-28) 5 413 5479 – [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)
**Thông tin cổ phiếu**

CP đang lưu hành (triệu)	608.3
Free-float (triệu)	262.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,190
KLGD TB 3 tháng	1,249,482
Sở hữu nước ngoài	9.44%
Ngày niêm yết đầu tiên	25/02/2008

**Cổ đông lớn**

**Biến động giá cổ phiếu so với Index**

**Lịch sử định giá**


Nguồn: Fiinpro

**SBT nỗ lực cải thiện biên lợi nhuận và duy trì vị trí đứng đầu trong ngành mía đường Việt Nam**
**Sơ lược về công ty:**

Công ty Cổ Phần Mía Đường Bourbon Tây Ninh (SBT) tiền thân là Công ty liên doanh giữa Tập đoàn Group Sucrecries Bourbon (G.B), Liên hiệp mía đường II (LHMĐ II) và Liên hiệp mía đường Tây Ninh (LHMĐTN). Với sản phẩm đa dạng, hình thành chuỗi giá trị khép kín (hơn 50 dòng sản phẩm đường, 5 sản phẩm Candy Đường - Sau Đường và một số sản phẩm khác như cao su, sữa, bia,...) với hệ thống phân phối trải dài 63 tỉnh thành và xuất khẩu, thị phần SBT tính tới thời điểm hiện tại đã lên đến 42% - dẫn đầu thị phần nội địa.

**Cập nhật KQKD:**

Trong niên độ 2018-2019, SBT đã ghi nhận doanh thu thuần lũy kế cả niên độ đạt 10,857 tỷ đồng (+6% YoY), hoàn thành 95% kế hoạch và Lợi nhuận trước thuế (LNST) đạt 422 tỷ đồng (-38% YoY). Với chiến lược “Thị phần là vĩnh cửu”, công ty tiếp tục dẫn đầu thị trường mía đường Việt Nam với thị phần khoảng 42%. Bên cạnh đó, tổng sản lượng đường tiêu thụ trong niên độ 2018-2019 của SBT cũng tăng vượt trội so với các niên độ trước khi đạt 749 ngàn tấn (+31% YoY).

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Cải tiến và đa dạng hóa sản phẩm cốt lõi – đường:** SBT có chiến lược chuyển từ việc cung cấp đường như một mặt hàng tiêu dùng đơn thuần trở thành sản phẩm tốt và có lợi cho sức khỏe. Những nhóm sản phẩm đường như đường hữu cơ, đường ăn kiêng, đường phèn cao cấp,.. vừa mang lại lợi ích cho sức khỏe người tiêu dùng, vừa mang lại giá trị cao giúp biên lợi nhuận công ty tăng lên vượt trội.

**Phát triển những kênh phân phối còn nhiều dư địa tăng trưởng cho mục tiêu ổn định trung và dài hạn:** Kênh tiêu thụ công nghiệp SME được chú trọng hơn khi Việt Nam có hơn 90% doanh nghiệp là SME và đóng góp tới 45% GDP cho nền kinh tế. Bên cạnh đó, SBT cũng tận dụng tốt nhất hệ thống phân phối rộng khắp của BHS sau sáp nhập giúp kênh B2C phát triển tích cực hơn. Ngoài ra, công ty đang thử nghiệm hệ thống bán lẻ thông qua kênh thương mại điện tử và kỳ vọng khi đi vào hoạt động ổn định sẽ hỗ trợ gia tăng lợi nhuận.

**Định giá & khuyến nghị:**

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của SBT trong niên độ 2019 -2020 lần lượt là 11,834 tỷ đồng (+9%YoY) với ước tính sản lượng đường tiêu thụ đạt 771 ngàn tấn (+3% YoY) và mức giá bán đường tối thiểu dao động trong khoảng 10,000 – 15,000 đồng. LNST đạt 399 tỷ đồng (+53% YoY) với giá định SBT biên lợi nhuận gộp ở mức 12.4%.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu SBT khoảng 19,660 đồng/cổ phiếu trong niên độ 2019 - 2020 (+6% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu này.

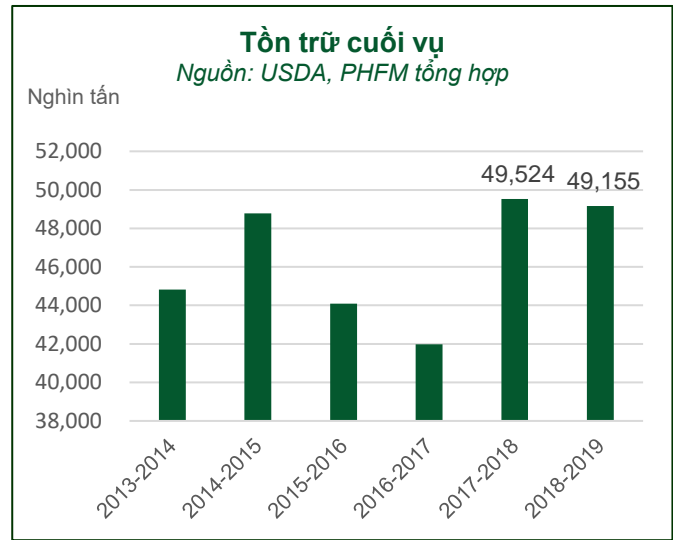
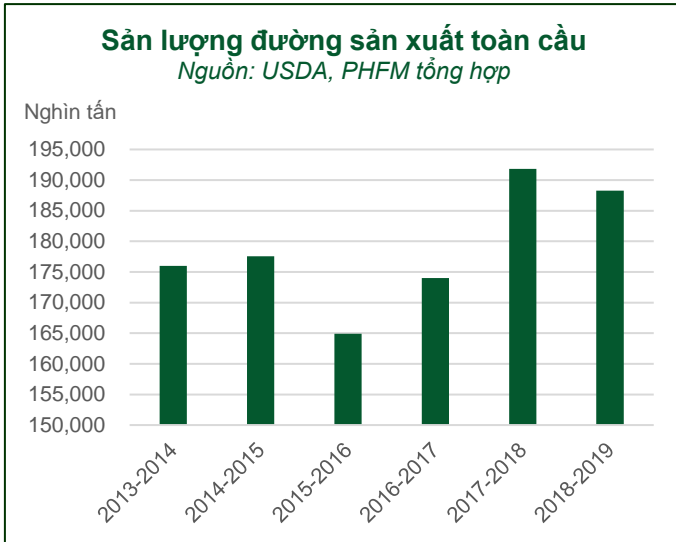
**Rủi ro:**

(1) Biến động giá mía nguyên liệu và giá đường thành phẩm (2) Rủi ro cạnh tranh về giá đường thành phẩm sau khi gia nhập ATIGA (3) Rủi ro về tính trạng đường nhập lậu tràn qua Việt Nam ngày càng nhiều

Chỉ số tài chính	2015-2016A	2016-2017A	2017-2018A	2018-2019A	2019-2020F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,027	4,498	10,285	10,856	11,834
LNST (tỷ VND)	295	339	560	260	399
EPS (VND)	1,587	1,341	1,005	442	656
Tăng trưởng EPS (%)	26%	-16%	-25%	-56%	48%
Giá trị sổ sách (VND)	14,562	12,296	10,945	9,571	12,339
P/E	19.66	26.47	15.43	38.95	29.98
P/B	2.14	2.89	1.42	1.80	1.59
Cổ tức tiền mặt (%)	7%	0%	0%	8%	6%

## “Vị đắng” ngành mía đường Việt Nam

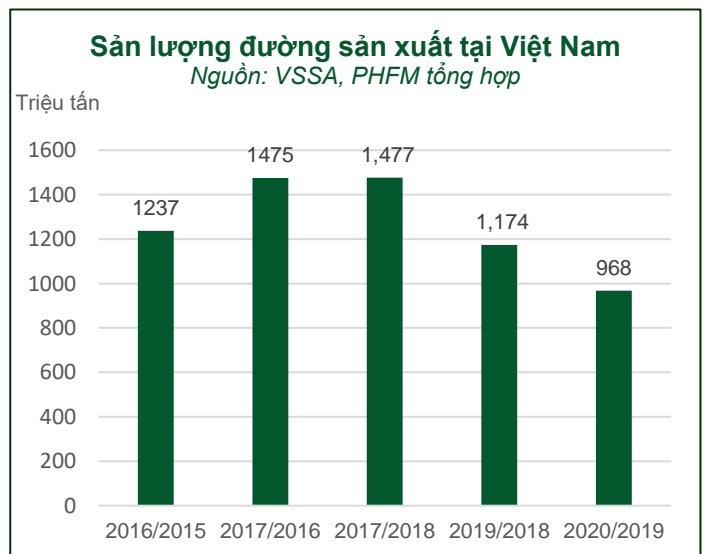
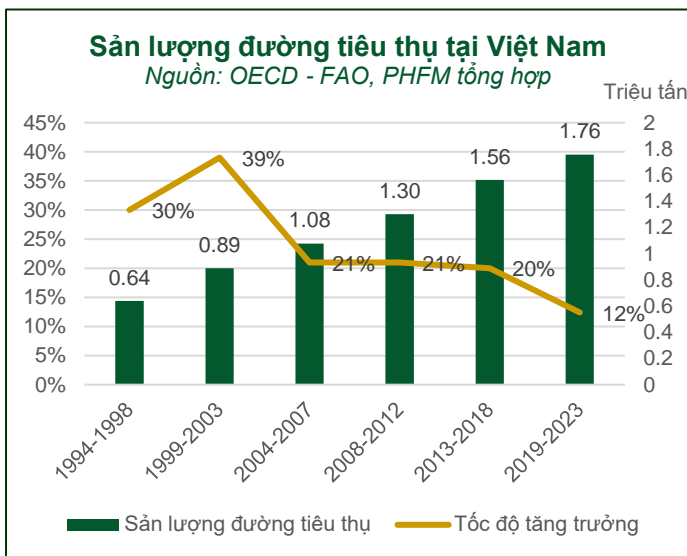
### (1) Sơ lược về thị trường mía đường thế giới



Theo báo cáo về thương mại và thị trường thế giới 2019, dự báo sản lượng đường toàn cầu sẽ giảm 6 triệu tấn từ tháng 10/2019 so với niên vụ trước, về mức 174 triệu tấn trong niên vụ 2019-2020. Mức giảm này chủ yếu là do một số nguyên nhân: **(1)** Sản lượng đường và diện tích trồng mía từ Ấn Độ giảm. Quốc gia này có thể chứng kiến sản lượng đường giảm đến 5 triệu tấn trong niên vụ 2019-2020, rơi về mức 29.3 triệu tấn bởi điều kiện thời tiết kém thuận lợi, lượng mưa tại bang sản xuất mía hàng đầu của Ấn Độ-Uttar Pradesh đang đạt dưới mức trung bình; **(2)** Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) cho biết Fall Armyworm (FAW), một loại sâu hại cây trồng - lần đầu tiên được phát hiện ở Trung Quốc vào tháng 1/2019 đang tác động đến khoảng 90,000 ha sản xuất ngũ cốc, chủ yếu là ngô và mía; **(3)** Tại Brazil – quốc gia sản xuất đường lớn nhất thế giới đang có chính sách đẩy mạnh sản xuất ethanol (tăng từ 64.85% lên 67.71%), chính vì vậy các nhà máy tại quốc gia này chỉ sử dụng 35% lượng mía cho sản xuất đường trong năm 2019.

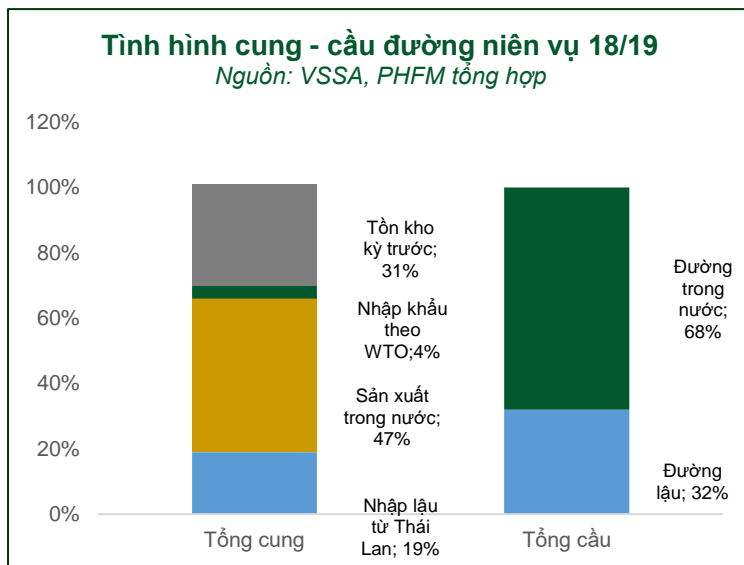
Lượng đường tồn trữ cuối vụ của toàn cầu trong hai niên độ gần đây đều có chiều hướng tăng mạnh, cụ thể Pakistan tồn trữ có thể sẽ tăng lên 4.7 triệu tấn vì Chính phủ đã thông báo sẽ không trợ cấp xuất khẩu trong niên vụ 2018-2019 hay Thái Lan cũng có lượng tồn trữ đạt kỷ lục cao khoảng 7 triệu tấn do tiêu thụ có nhiều khả năng sẽ giảm nhẹ và nhu cầu trong lĩnh vực công nghiệp sục giảm bởi nước ngọt bị đánh thuế tiêu thụ đặc biệt.

### (2) Niên vụ 2019-2020 ngành sản xuất đường tại Việt Nam tiếp tục gặp khó khăn:



**Diện tích trồng mía sụt giảm:** Theo số liệu của Hiệp hội Mía đường (VSSA), trong niên vụ 2018 - 2019, sản lượng đường sản xuất tại Việt Nam đạt 1,174 tấn, thấp hơn so với mức 1,477 nghìn tấn đường được sản xuất trong năm ngoái. Dự đoán sản lượng đường sản xuất sẽ tiếp tục giảm trong niên độ 2019 – 2020 chỉ đạt 968 nghìn tấn. Nguyên nhân do tổng diện tích mía nguyên liệu của Việt Nam hiện nay đã giảm khoảng 15% - 20%, chỉ còn 200,000 ha. Việc thiếu mía nguyên liệu khiến các nhà máy phải duy trì sản xuất với công suất thấp khoảng 10 - 11 triệu tấn mía. Bên cạnh

đó, chi phí đầu tư cho mỗi công mía ( khoảng 100m<sup>2</sup>) khoảng 7 triệu đồng nhưng khi thu hoạch thì chỉ bán bằng một nửa, có nhiều nông dân phải bỏ luôn ruộng mía vì càng đầu tư càng lỗ.



**Lượng đường tồn kho gia tăng:** Sản lượng tiêu thụ đường tại Việt Nam trong giai đoạn 2013 – 2018 đạt 1.56 triệu tấn với tốc độ tăng trưởng kép CAGR khoảng 20%. Trong những năm trước 2013, tốc độ tăng trưởng kép của sản lượng tiêu thụ đường nội địa để ở mức hai chữ, dao động từ 21% - 39%. Tuy nhiên, theo dự báo của OECD-FAO, tiêu thụ đường nội địa tại Việt Nam sẽ đạt khoảng 1.8 triệu tấn vào năm 2023, mức tiêu thụ trung bình ước đạt khoảng 1.76 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2019 – 2023 với tốc độ tăng trưởng kép chỉ còn 12% do tình hình tiêu thụ đường trong nước khá khó khăn khi lượng đường nhập lậu tràn vào Việt Nam được tính theo cấp số nhân, cụ thể là giai đoạn 2009-2015, lượng đường nhập lậu gấp 3 lần giai đoạn 1999 - 2008, khoảng 350,000 tấn/năm. Ước tính đường nhập lậu vào Việt Nam từ năm 2018 đến cuối 9/2019 trên khoảng 800,000 tấn/năm, số lượng này tương đương với khoảng 50% nhu cầu cả nước. Theo báo cáo từ Hiệp Hội Mía đường Việt Nam (VSSA), vào tháng

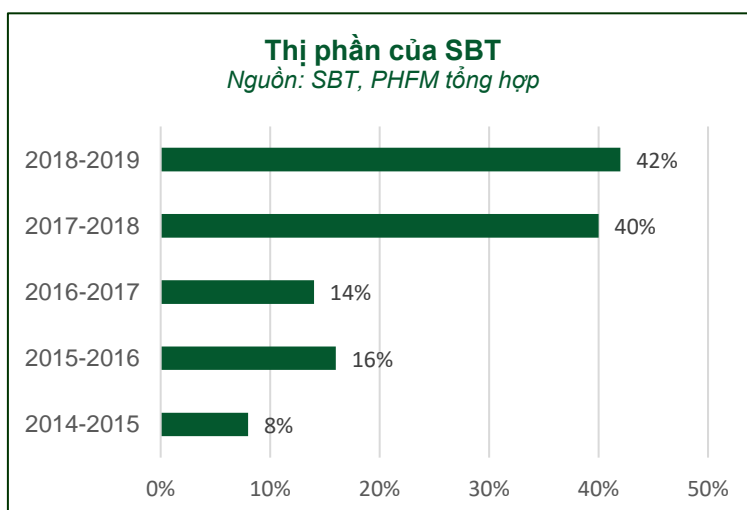
3/2019 đường lậu vào nhiều và giá đang ở mức rất thấp so với giá đường được sản xuất tại Việt Nam, điều này khiến đường trong nước không tiêu thụ được, góp phần tăng lượng đường tồn kho của các doanh nghiệp. Tính đến cuối tháng 9/2019, Việt Nam còn tồn kho khoảng 650,000 tấn đường.

**Áp lực từ việc thực thi cam kết ATIGA:** Từ ngày 1/1/2020, Hiệp định Thương mại hàng hoá ASEAN (ATIGA) chính thức được áp dụng, mặt hàng đường từ các nước trong khối ASEAN vào Việt Nam sẽ được xóa bỏ hạn ngạch nhập khẩu, với thuế suất nhập khẩu chỉ 5%. Việc gia nhập và thực thi Hiệp định ATIGA sẽ càng tạo ra những áp lực rất lớn đối với ngành mía đường. Mía đường Việt Nam sẽ phải cạnh tranh trực tiếp từ các doanh nghiệp mía đường nước ngoài trong khu vực Đông Nam Á. Đáng lo ngại nhất là Thái Lan khi giá đường từ Thái Lan với mức giá chỉ khoảng 8,000 – 9,000 đồng/kg được nhập khẩu vào thị trường Việt Nam, thấp hơn so với giá bán của các nhà máy đường trong nước khoảng 2,000 – 3,000 đồng/kg. Theo VSSA, nếu năm 2020 thực hiện ATIGA, đường nhập khẩu chính ngạch tràn vào Việt Nam, giá đường trong nước sẽ phải giảm thêm 15 - 20% khiến doanh nghiệp đường trong nước và 33 vạn hộ nông dân chịu tác động lớn. Riêng 22 nhà máy đường có công suất dưới 5,000 tấn/ngày sẽ phải phá sản, đóng cửa do không thể cạnh tranh.

**Lo ngại đối với quyết định áp thuế tiêu thụ đặc biệt đối với nước ngọt:** Bộ Tài chính đã đề xuất đối với sản phẩm nước ngọt có đường áp dụng mức thuế tiêu thụ đặc biệt 10% và nâng thuế VAT thêm 2% lên 12% và nâng mức thuế VAT cho đường từ 5% lên 6%. Nếu dự thảo Luật này được thông qua và có hiệu lực sẽ gây khó khăn rất lớn đối với các doanh nghiệp nước giải khát cũng như các doanh nghiệp sản xuất đường. Ước tính doanh thu của ngành mía đường sẽ giảm khoảng 3,928 tỉ đồng, dẫn tới thu nhập từ hoạt động sản xuất của toàn ngành kinh tế giảm khoảng 0.16% và GDP giảm khoảng 0.12%.

## Lợi thế cạnh tranh của SBT trong bối cảnh khó khăn của ngành mía đường Việt Nam

### (1) SBT dẫn đầu thị trường mía đường Việt Nam



Sau khi sáp nhập 100% cổ phần của Đường Biên Hòa (BHS), SBT đã trực tiếp và gián tiếp sở hữu một loạt doanh nghiệp mía đường lớn khác như Đường Biên Hòa – Ninh Hòa, Mía đường Phan Rang, Mía đường Tây Ninh, Mía đường TTC Attapeu,... Từ đó nâng thị phần nội địa của SBT lên 40% trong niên độ 2017 - 2018. Đến niên độ 2018 – 2019, SBT tiếp tục nâng thị phần lên 42% nhờ vào đa dạng hóa danh mục sản phẩm và đầu tư mạnh vào hệ thống phân phối, đồng thời mở rộng 21 thị trường xuất khẩu toàn cầu, trong đó có một số thị trường lớn và “khó tính” như Mỹ, Châu Âu và Singapore.



## (2) Sở hữu nền tảng sản xuất vượt trội



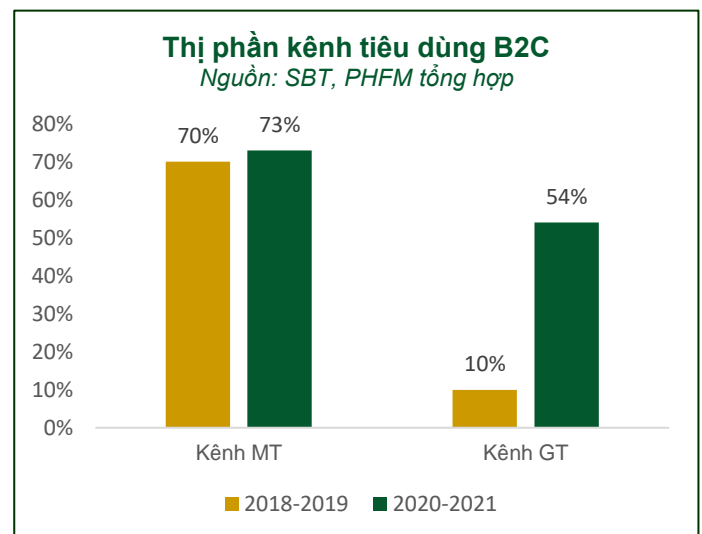
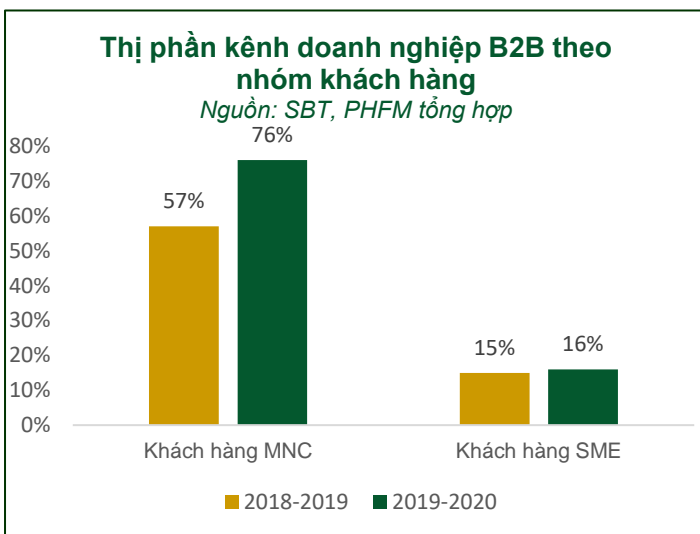
SBT hiện đang sở hữu 9 Nhà máy luyện Đường với tổng công suất sản xuất là 620,000 tấn đường, trong đó có 4 Nhà máy có khả năng sản xuất từ Đường thô là TTCS, Biên Hòa - Ninh Hòa, Biên Hòa - Trị An và Biên Hòa Đồng Nai. Đặc biệt Biên Hòa - Đồng Nai là nhà máy duy nhất có khả năng luyện đường quanh năm với công suất 400 tấn đường/ngày. Do đó, SBT có thể tự chủ tốt hơn về nguồn nguyên liệu đầu vào, tăng thời gian chế luyện cũng như tối đa hóa năng suất hoạt động của các nhà máy. Thông thường, các DN sản xuất đường trong nước lấy nguồn đường thô từ việc đấu thầu nhập khẩu theo quota nhưng

SBT là một trong số ít doanh nghiệp đường Việt Nam có khả năng luyện đường từ cả mía và đường thô nguyên liệu. Bên cạnh đó, SBT còn sở hữu vùng nguyên liệu với diện tích hơn 65,000 ha, chiếm 27% diện tích vùng nguyên liệu cả nước, trong đó tổng diện tích vùng nguyên liệu nông trường là 33,000 ha. Đặc biệt công ty mở rộng diện tích sản xuất đường Organic tại Lào do những vùng đất tại đây còn hoang sơ, chưa bị ô nhiễm bởi quá trình canh tác hóa học, có thể thuê diện tích canh tác lớn và liền thửa, dễ dàng cơ giới hóa trên cánh đồng mẫu lớn để sản xuất mía Organic theo tiêu chuẩn Châu Âu. Đây là những bước đi then chốt để bảo đảm duy trì và tiếp tục vươn xa thị phần đường trong nước vào niên độ 2020-2021

## (3) Đa dạng hóa sản phẩm và tập trung sản xuất các sản phẩm có biên lợi nhuận cao

SBT đa dạng hóa các sản phẩm đường, trong đó, tập trung sản xuất nhóm sản phẩm có lợi cho sức khỏe như đường hữu cơ, đường ăn kiêng, đường phèn cao cấp,.... Những sản phẩm này có giá trị gia tăng cao, đặc biệt là biên lợi nhuận cũng sẽ đạt được những bước tiến vượt trội. Ngoài ra, SBT còn khai thác các sản phẩm cạnh đường (*chiếm 15% tổng doanh thu*) như mật rỉ (*nguyên liệu để sản xuất cồn sinh học dùng để sản xuất xăng ethanol E5*), điện thương phẩm, phân vi sinh hữu cơ và nước đóng chai nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động. Dự kiến tới niên độ 2020-2021, cơ cấu doanh thu của các sản phẩm Cạnh Đường - Sau Đường sẽ tăng lên 30% tổng doanh thu so với con số 15% của niên độ trước. Ngoài ra, Công ty sẽ phát triển thêm các sản phẩm khác bao gồm cơ giới Nông nghiệp, cho thuê khu công nghiệp, hậu cần và Chuỗi sản phẩm Nông nghiệp giảm thiểu tối đa rủi ro phụ thuộc quá nhiều vào một sản phẩm chủ đạo. Hiện tại, SBT đang trong quá trình đàm phán để thực hiện liên kết và hợp tác với một số Tập đoàn lớn trong khu vực Châu Á về lĩnh vực trồng trọt, chăn nuôi nhằm tận dụng lợi thế sẵn có và tối ưu hóa lợi nhuận cho công ty.

## (4) Lượng khách hàng hiện hữu lớn và thị phần các kênh tiếp tục tăng trưởng ổn định



Trong niên độ 2018-2019, thị phần kênh doanh nghiệp B2B của nhóm khách hàng MNC đạt 57% thị phần với hơn 30 khách hàng tên tuổi, điển hình như Pepsi, Coca Cola, Red bull, Nestle, Masan, Nutifood, Tân Hiệp Phát... Dự kiến kênh B2B phân khúc khách hàng MNC sẽ tiếp tục tăng lên 76% trong niên độ 2020-2021. Bên cạnh đó, công ty cũng đang tập

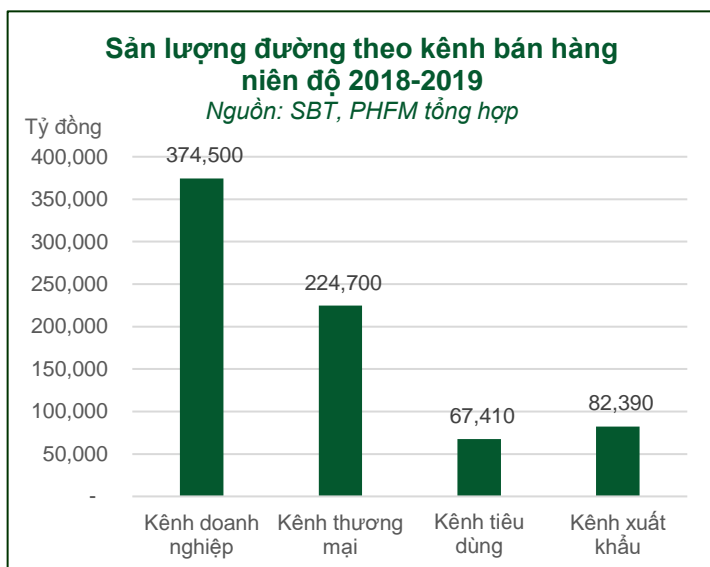
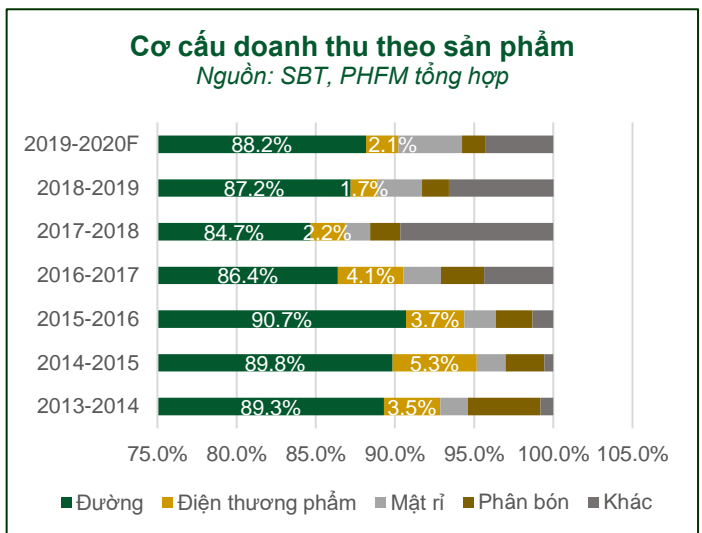
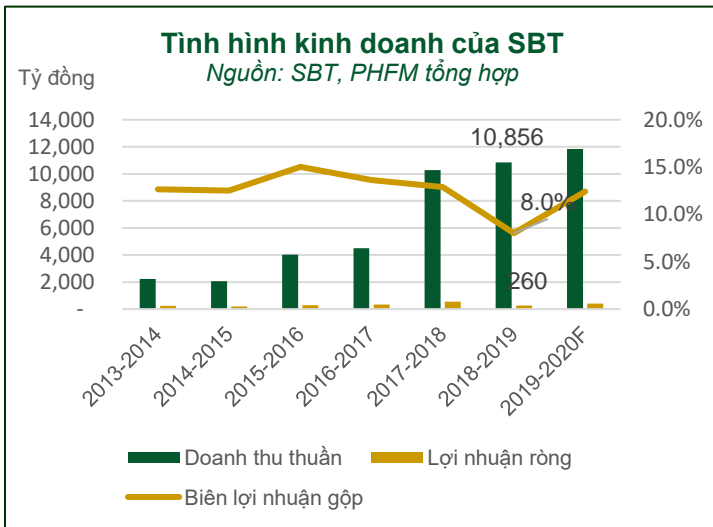
trung mạnh vào phân khúc khách hàng SME trong kênh doanh nghiệp B2B tăng 43% so với niên độ trước, có thị phần 15% với số lượng khách hàng đã lên tới con số 700. Tại Việt Nam, hơn 90% doanh nghiệp là SME và đóng góp tới 45% GDP cho nền kinh tế, đây thực sự là phân khúc cần được đặc biệt chú trọng. Dự kiến tăng thị phần của phân khúc SME lên 16% cho niên độ 2020-2021.

Kênh tiêu dùng B2C đang tăng trưởng tích cực với thị phần kênh MT và GT lần lượt đạt 70% và 10% trong niên độ 2018-2019. Sản phẩm đường của SBT đang được phân phối tại 3,600 siêu thị, cửa hàng tiện lợi và 60,000 cửa hàng bán lẻ. Đây chính là thành quả của SBT khi tận dụng tốt nhất hệ thống phân phối rộng khắp của BHS sau sáp nhập để đưa sản phẩm đến tay từng người tiêu dùng. Ngoài việc cải tiến đóng gói sản phẩm, công ty đang thử nghiệm hệ thống bán lẻ thông qua kênh thương mại điện tử và kỳ vọng khi đi vào hoạt động ổn định sẽ hỗ trợ gia tăng lợi nhuận, giúp sản phẩm đường của thương hiệu TTC Biên Hòa đến tay người tiêu dùng dễ dàng và nhanh chóng hơn. Thị phần khách hàng MT đang đạt mức rất hấp dẫn và dự kiến sẽ tăng lên 73% cho niên độ 2020-2021. Riêng phân khúc khách hàng GT đạt mức khiêm tốn nhưng kỳ vọng sẽ có sự tăng trưởng bùng nổ lên 54% trong vòng 2 năm tới.

Công ty cũng đã đạt được 1 số thành tựu tại kênh xuất khẩu khi tăng gấp hơn 3 lần số thị trường xuất khẩu từ 6 lên 21 thị trường. Những thị trường khó tính được chinh phục là Mỹ, Châu Âu, Hàn Quốc, Singapore. Điều này kỳ vọng sẽ là động lực cho kênh xuất khẩu có thể tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong thời gian tới.

## Cập nhật tình hình kinh doanh và dự báo kết quả kinh doanh niên độ 2019 – 2020 của SBT

### 1) Tình hình kinh doanh của SBT

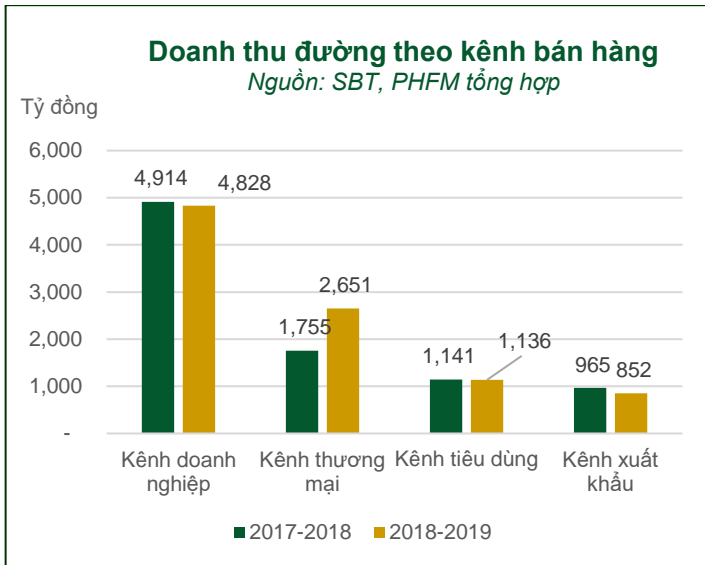


Doanh số của SBT tăng từ 2,200 tỷ đồng lên tới 10,856 tỷ đồng, với tốc độ tăng trưởng kép CAGR khoảng 37.4% trong giai đoạn 2013 – 2019. Mức tăng trưởng doanh thu của SBT trong giai đoạn 2013 - 2018 chủ yếu đến từ đường. Doanh thu của sản phẩm này chiếm gần 90% tổng doanh thu của công ty. Các sản phẩm cạnh đường – sau đường như mật rỉ, phân bón, điện thương phẩm chỉ chiếm từ 10% – 15% tổng doanh thu. Niên độ 2019-2020 đã chính thức bắt đầu từ 1/7/2019 với những triển vọng tích cực của ngành Đường thế giới.

Doanh thu sản phẩm đường trong niên độ 2018 – 2019 đạt 9,467 tỷ đồng với mức tăng trưởng kép CGAR lên tới hai chữ số khoảng 36.7%. Trong niên độ 2018 – 2019, mặc dù tình hình ngành mía đường Việt Nam gặp phải nhiều khó khăn khi diện tích mía đang bị thu hẹp dần và tình trạng đường nhập lậu Thái Lan với giá rẻ tràn vào Việt Nam ngày càng gia tăng, doanh thu đường của SBT vẫn

tăng trưởng 7.9% so với năm ngoái nhờ vào sản lượng tiêu thụ tăng 31%, đạt 749,000 tấn.

Kết thúc Q1 niên độ 2019 -2020, SBT đã tiêu thụ hơn 220,000 tấn đường, tăng 27%, ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,181 tỷ đồng, tăng hơn 26% cùng kỳ, tương đương 658 tỷ đồng, hoàn thành gần 30% kế hoạch năm.

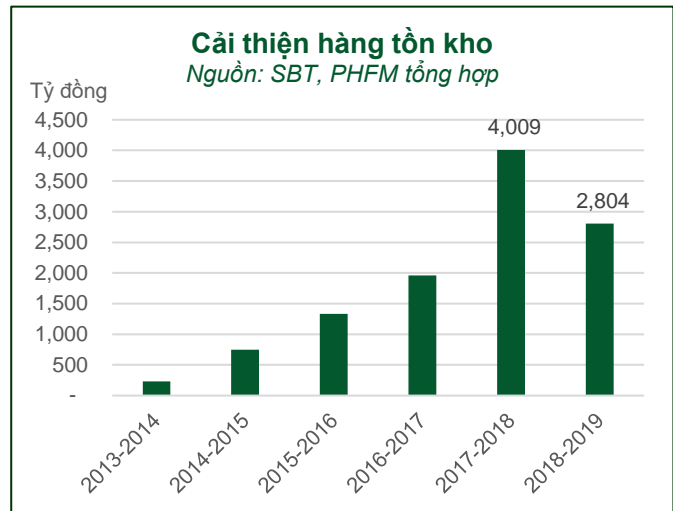
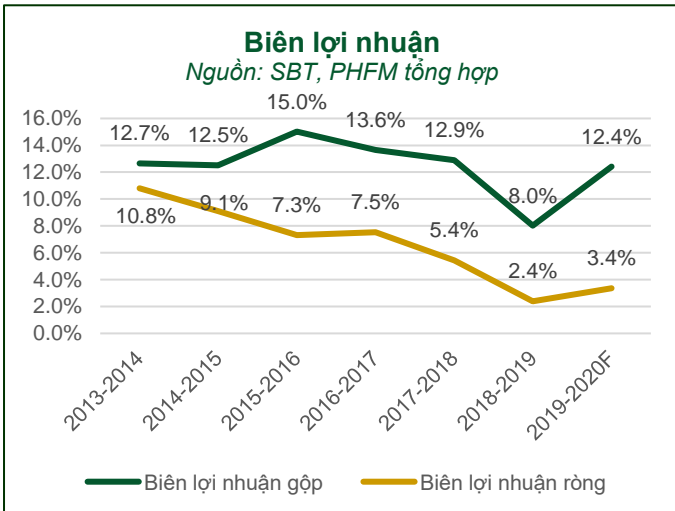


Sản phẩm đường của SBT được phân phối chủ yếu qua kênh doanh nghiệp B2B với sản lượng khoảng 374,500 tấn (+23% YoY) và đóng góp khoảng 45% trong doanh thu trong niên độ 2018 – 2019, trong đó tăng mạnh ở nhóm khách hàng hàng tiêu thủ công nghiệp SME và các nhà thương mại đây đang được xem là cầu nối đưa các sản phẩm Đường TTC Biên Hòa tiếp cận các phân khúc thị trường mới cũng như khu vực Miền Bắc và Miền Trung – những nơi mà SBT chưa có thế mạnh về thị phần. Dự kiến trong niên độ 2020 - 2021, SBT tiếp tục tăng trưởng sản lượng và thị phần với 2 phân khúc mục tiêu là kênh doanh nghiệp B2B và kênh tiêu dùng B2C.

Trong kênh B2B, ước tính thị phần của khách hàng Công nghiệp lớn (MNC) và tiểu thủ công nghiệp - SME sẽ lần lượt đạt 76% (+33% YoY) và 16% (+7% YoY).

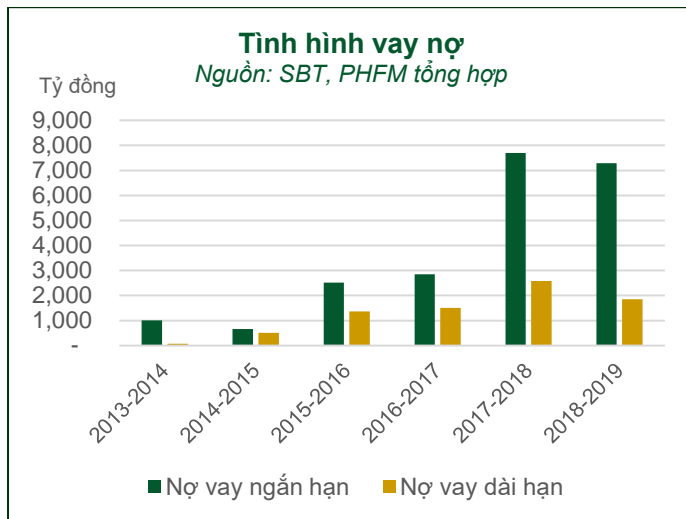
Sau đường thì mật rỉ là sản phẩm mà SBT đang tích cực tập trung để phát triển và mở rộng. Doanh thu của mật rỉ đạt 304 tỷ đồng trong niên độ 2018 – 2019, tăng gấp đôi

so với niên độ trước. Tốc độ tăng trưởng kép CAGR của sản phẩm khoảng 50.8% trong giai đoạn 2013 - 2018. Bên cạnh đó, xu hướng sản xuất nguyên liệu sinh học đang là xu hướng tất yếu của thế giới, SBT đã có kế hoạch sản xuất Ethanol từ Mật rỉ và các sản phẩm phụ kèm theo từ sản xuất Ethanol như CO2, Vinass để mở rộng chuỗi giá trị sản xuất đồng thời nắm bắt cơ hội tăng trưởng trong tương lai.



Trong niên độ 2018 – 2019, biên lợi nhuận chỉ đạt 8%, thấp hơn con số 13% của niên độ 2017 – 2018. Nguyên nhân là do lượng đường tồn kho niên trước với giá vốn cao vẫn còn và được chuyển qua niên này, dẫn đến giá vốn hàng bán trong niên độ 2018-2019 đạt 9,985 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ.

Với lượng hàng tồn kho tồn trữ quá lớn trong niên độ 2017 -2018, SBT đã thực hiện chính sách giải phóng hàng tồn khi trong niên độ 2018 – 2019 bằng việc đầu tư mạnh vào hệ thống kênh phân phối để gia tăng độ phủ của sản phẩm trên thị trường, theo đó thúc đẩy tăng trưởng kênh tiêu dùng B2C và kênh tiêu thủ Công nghiệp SME, đây là những kênh bán hàng còn nhiều dư địa để phát triển. Kết quả là công ty đã giải phóng được lượng lớn hàng tồn kho với giá cao khi ghi nhận giảm 30% hàng tồn kho so với đầu niên độ trước. Ngoài ra, công ty cũng đã ký kết hợp tác chiến lược với ED&F Man để đẩy mạnh kênh xuất khẩu, đưa sản phẩm đến với các thị trường khó tính như Mỹ và Châu Âu. Vì vậy, chi phí bán hàng tăng 26% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng nhẹ 2% nhờ vào việc áp dụng hệ thống ERP đã hỗ trợ công ty quản lý tổng thể hoạt động từ đó tiết kiệm thời gian, tăng hiệu quả công việc. Đó đó, biên lợi nhuận ròng trong niên độ 2018 – 2019 giảm và chỉ đạt 2% trong niên độ 2018 -2019. Trong Q1 của niên độ 2019 - 2020, SBT vẫn tiếp tục kiểm soát tốt chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Cụ thể, tỷ trọng tổng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần giảm 31% so với cùng kỳ. Ước tính biên lợi nhuận ròng của SBT sẽ được cải thiện và đạt khoảng 3.4% trong niên độ 2019 -2020.



Tình hình nợ vay của SBT trong niên độ 2018 – 2019 đã được cải thiện khi tổng nợ vay của SBT tại thời điểm 30/6/2019 giảm 11.9% tương đương 1,152 tỷ đồng. Trong đó, nợ vay ngắn hạn giảm 5.4% và nợ dài hạn giảm 30% so với niên độ trước, dẫn tới hệ số Nợ vay/ VCSH và Hệ số Nợ vay/TTS đạt 1.6 lần và 0.5 lần, lần lượt giảm 6% và 17% so với đầu niên độ. Việc nợ vay ngắn hạn và dài hạn giảm mạnh là một điểm sáng trong bức tranh tài chính của SBT niên độ 2018 – 2019, điều này chứng minh việc tái cấu trúc của công ty đang theo đúng lộ trình cơ cấu lại nợ vay theo chiều hướng tích cực, giảm gánh nặng từ lãi vay từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động. Trong 3 tháng đầu niên độ 2019 - 2020, nợ vay ngắn hạn giảm 12% và nợ vay dài hạn cũng giảm nhẹ 0.2% giúp SBT tiết kiệm được khoảng 15 tỷ đồng lãi vay.

## 2) Dự báo kết quả kinh doanh niên độ 2019 - 2020:

Năm 2019 ước tính doanh thu cả năm đạt 11,834 tỷ đồng (+9% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 399 tỷ đồng (+53% YoY).

(tỷ đồng)	2018-2019A	2019-2020F	%g	Điểm nhấn đầu tư
<b>Doanh thu</b>	<b>10,857</b>	<b>11,834</b>	<b>9%</b>	
<b>Sản phẩm Đường</b>	9,471	10,428	10%	Tập trung tăng trưởng doanh thu sản phẩm cốt lõi theo chiến lược giữ vững và chiếm lĩnh thị phần trong nước, mở rộng các thị trường nhập khẩu từ niên độ 2017 – 2018 đến 2020 – 2021. Phát triển kênh phân phối B2C và kênh B2B tiểu thủ công nghiệp SME – là những kênh có nhiều dư địa tăng trưởng.
<b>Sản phẩm Cạnh Đường – Sau Đường</b>	662	894	35%	Nỗ lực khai thác 5 sản phẩm Cạnh Đường – Sau Đường bao gồm nước uống từ Mía, bã Mía, Điện thương phẩm, Mật rỉ và Phân vi sinh để giảm thiểu rủi ro doanh thu từ một nguồn.
<b>Sản phẩm khác</b>	724	513	-29%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>259.5</b>	<b>399</b>	<b>53%</b>	



### Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu SBT khoảng **19,660 đồng/cổ phiếu trong niên độ 2019-2020** (+6% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu này.

#### Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2019-2020F	2020-2021F	2021-2022F	2022-2023F	2023-2024F
EBIT*(1-t)	578	548	491	479	514
CAPEX	(485)	(518)	(486)	(507)	(520)
Khấu hao	570	436	504	254	340
WC	(1,218)	(1,129)	(885)	(939)	(1,306)
Vay nợ ròng	4,078	3,002	2,056	2,143	2,615
FCFE	3,523	2,339	1,681	1,430	1,644
Giá trị hiện tại của FCFE (Ke 13%)	3,116	1,830	1,163	875	890
Giá trị cuối cùng (2% g)	4,442				
Giá trị vốn cổ phần	12,315				
SLCP	608,352,785				
Giá hợp lý (VNĐ/cp)	<b>20,243</b>				

#### Phương pháp P/E

EPS 2020	656
P/E ngành	26.4
Giá mục tiêu	17,318

	DCF	P/E	Giá mục tiêu
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	20,243	17,318	<b>19,660 VNĐ/CP</b>
Tỷ trọng	80%	20%	

#### Rủi ro:

- (1) Biến động giá mía nguyên liệu và giá đường thành phẩm
- (2) Rủi ro cạnh tranh về giá đường thành phẩm sau khi gia nhập ATIGA
- (3) Rủi ro về tình trạng đường nhập lậu tràn qua Việt Nam ngày càng nhiều



## Sơ lược công ty

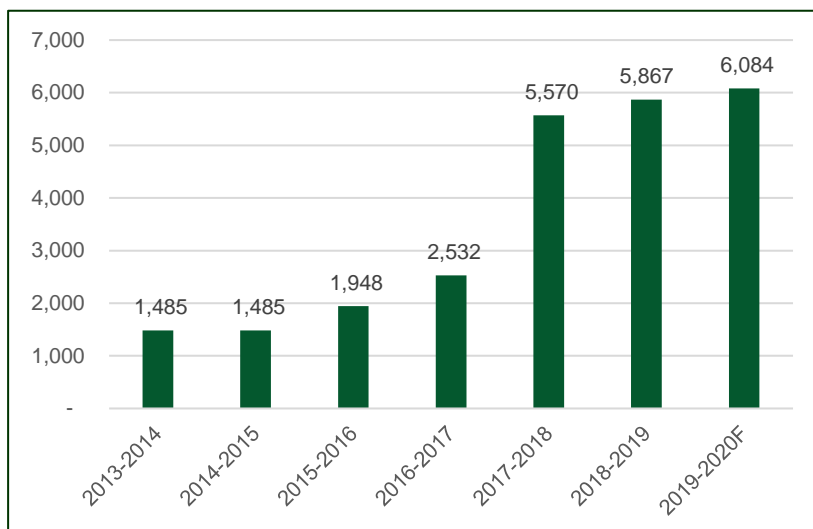
Công ty Cổ Phần Mía Đường Bourbon Tây Ninh (SBT) tiền thân là Công ty liên doanh giữa Tập đoàn Group Sucrecies Bourbon (G.B) và Liên hiệp mía đường II (LHMĐ II) và Liên hiệp mía đường Tây Ninh (LHMĐTN), được thành lập theo Giấy phép Đầu tư số 1316/GP ngày 15/7/1995 do Bộ Kế Hoạch & Đầu Tư cấp. Tổng số vốn đầu tư ban đầu của Công ty là 95 triệu USD và vốn pháp định đăng ký là 28.5 triệu USD. Trong đó G.B sở hữu 70% vốn điều lệ, LHMĐII sở hữu 15% và LHMĐTN sở hữu 15%.

Sau quá trình hình thành và phát triển thông qua các thương vụ đầu tư, sáp nhập với các công ty đường khác, nổi bật nhất là thương vụ M&A lớn nhất trong lịch sử Ngành Đường Việt Nam giữa CTCP Mía Đường Thành Thành Công Tây Ninh và CTCP Đường Biên Hòa nâng tổng tài sản của CTCP Mía đường Thành Thành Công lên 18,906 tỷ đồng, tương đương 785 triệu USD đồng thời trở thành Công ty dẫn đầu Ngành trên mọi phương diện. Với ưu thế về công nghệ, năng lực sản xuất và nguồn nhân lực chất lượng của TTC Biên Hòa; cộng hưởng cùng thương hiệu lâu năm, hệ thống phân phối, danh mục khách hàng cũng như Chuỗi giá trị Ngành Đường mà BHS đang sở hữu đã tạo nên một sự kết hợp hoàn hảo. Tận dụng tốt sức mạnh cộng hưởng và phát huy lợi thế kinh tế theo quy mô (economies of scale) từ các thương vụ sáp nhập đã hỗ trợ TTC Biên Hòa mở rộng và tăng quy mô sản lượng sản xuất, tăng hiệu suất vận hành các nhà máy; qua đó tối ưu hóa chi phí sản xuất, đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ và mở rộng thị phần, bao phủ thêm các phân khúc vừa và nhỏ tại các ngách thị trường tiềm năng, thị trường mục tiêu như Tây Nam Bộ, Miền Bắc... và đặc biệt là đẩy mạnh xuất khẩu.

Công ty hiện nay đã sở hữu 6 thị trường xuất khẩu tiềm năng, trong đó TTC Biên Hòa là Công ty Mía Đường duy nhất đến nay của Việt Nam xuất khẩu Đường sang Mỹ, sau khi đảm bảo được các yêu cầu như Giấy chứng nhận của Cục Quản lý Thực phẩm, Dược phẩm Mỹ (FDA) và chứng minh sản xuất bằng công nghệ Châu Âu với các tiêu chuẩn nghiêm ngặt.

## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)





Nguồn: SBT, PHFM tổng hợp

**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2015-2016A</b>	<b>2016-2017A</b>	<b>2017-2018A</b>	<b>2018-2019E</b>	<b>2019-2020E</b>
Doanh thu thuần	4,027	4,498	10,285	10,856	11,834
Giá vốn hàng bán	(3,422)	(3,884)	(8,959)	(9,985)	(10,364)
Lợi nhuận gộp	605	614	1,326	871	1,470
Chi phí bán hàng	(95)	(87)	(317)	(400)	(425)
Chi phí QLDN	(144)	(150)	(436)	(447)	(463)
Lợi nhuận từ HĐKD	366	377	573	24	582
Lợi nhuận tài chính	(75)	(58)	(94)	288	(212)
Chi phí lãi vay	(153)	(257)	(714)	(705)	(786)
Lợi nhuận trước thuế	310	367	683	422	472
Lợi nhuận sau thuế	295	339	560	260	399
LNST của cổ đông Công ty mẹ	295	340	560	269	399
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2015-2016A</b>	<b>2016-2017A</b>	<b>2017-2018A</b>	<b>2018-2019E</b>	<b>2019-2020E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>4,216</b>	<b>4,473</b>	<b>9,813</b>	<b>9,794</b>	<b>10,760</b>
Tiền và tương đương tiền	855	203	325	1,005	1,274
Đầu tư tài chính ngắn hạn	46	112	614	768	838
Phải thu ngắn hạn	1,931	2,068	4,714	5,036	5,490
Hàng tồn kho	1,333	1,958	3,972	2,781	2,917
Tài sản ngắn hạn khác	50	132	187	203	242
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>2,621</b>	<b>3,334</b>	<b>7,879</b>	<b>6,949</b>	<b>8,015</b>
Phải thu dài hạn	194	248	543	146	251
Tài sản cố định	1,556	1,442	4,698	4,352	4,405
Bất động sản đầu tư	-	131	180	157	230
Chi phí xây dựng dở dang	125	79	134	679	49
Đầu tư tài chính dài hạn	686	1,373	637	125	2,332
Tài sản dài hạn khác	42	45	1,517	1,342	620
Lợi thế thương mại	18	16	170	148	128
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>6,837</b>	<b>7,806</b>	<b>17,692</b>	<b>16,743</b>	<b>18,775</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,134</b>	<b>4,693</b>	<b>11,594</b>	<b>10,923</b>	<b>11,269</b>
Nợ ngắn hạn	2,774	3,169	8,901	8,965	9,207
Nợ dài hạn	1,360	1,523	2,694	1,958	2,062
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,703</b>	<b>3,113</b>	<b>6,097</b>	<b>5,823</b>	<b>7,506</b>
Vốn điều lệ	1,948	2,532	5,570	5,867	6,084
Lợi ích cổ đông thiểu số	14	12	52	48	21
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6,838</b>	<b>7,806</b>	<b>17,691</b>	<b>16,746</b>	<b>18,775</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2015-2016A	2016-2017A	2017-2018A	2018-2019E	2019-2020E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(644)	(532)	1,085	1,435	616
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(451)	(696)	775	559	(385)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	1,813	575	(1,737)	(1,315)	38
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	717	(653)	123	680	268
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	138	855	203	326	1,005
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	856	203	326	1,005	1,274
Chỉ số tài chính (%)	2015-2016A	2016-2017A	2017-2018A	2018-2019E	2019-2020E
Tăng trưởng					
Doanh thu	94.8%	11.7%	128.6%	5.6%	9.0%
Lợi nhuận sau thuế	57.0%	14.9%	65.1%	-53.6%	53.7%
Tổng tài sản	107.5%	14.2%	126.6%	-5.4%	12.1%
Tổng vốn chủ sở hữu	40.8%	15.2%	95.8%	-4.5%	28.9%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	15.0%	13.6%	12.9%	8.0%	12.4%
Tỷ suất EBIT	11.5%	13.9%	13.6%	10.4%	10.6%
Tỷ suất lãi ròng	7.3%	7.5%	5.4%	2.4%	3.4%
ROA	4.3%	4.3%	3.2%	1.6%	2.1%
ROE	10.9%	10.9%	9.2%	4.5%	5.3%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
Số ngày tồn kho	2.6	2.0	2.2	3.6	3.5
Số ngày phải trả	86.9	35.8	30.8	17.4	17.4
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.5	1.4	1.1	1.1	1.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.0	0.8	0.7	0.8	0.9
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.5	1.5	1.9	1.9	1.5
Vay ngắn hạn/VCSH	0.5	0.3	0.9	0.9	1.3
Vay dài hạn/VCSH	0.0	0.3	0.5	0.5	0.4

Nguồn: PHFM



## **Đảm bảo phân tích**

---

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## **Định nghĩa xếp loại**

---

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## **Miễn trách**

---

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### **© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).**

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### **PGD Phú Mỹ Hưng**

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### **Chi nhánh Quận 3**

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### **Chi nhánh Thanh Xuân**

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### **Chi nhánh Tân Bình**

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### **Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### **Chi nhánh Hải Phòng**

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801