

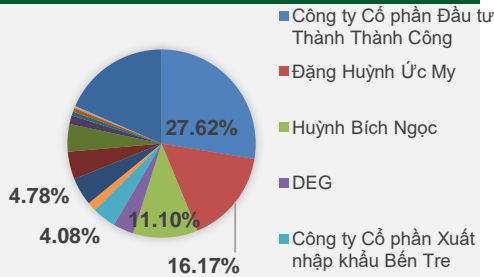
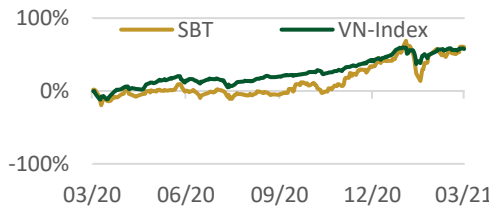
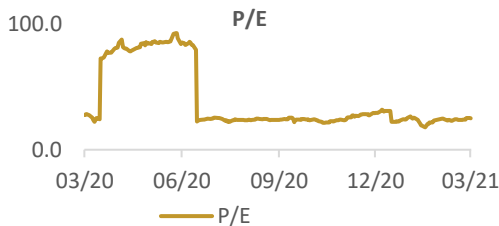
**MUA [+29%]**

Ngày cập nhật: 23/03/2021

 Giá hợp lý                      30,000    VNĐ  
 Giá hiện tại                    23,300    VNĐ

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

 CP đang lưu hành (triệu)                      638.7  
 Free-float (triệu)                                    255.5  
 Vốn hóa (tỷ đồng)                                15,138  
 KLGD TB 3 tháng                                  4,655,231  
 Sở hữu nước ngoài                                11.03%  
 Ngày niêm yết đầu tiên                        25/02/2008

**Cổ đông lớn**

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

**Lịch sử định giá**


Nguồn: Bloomberg, PHFM tổng hợp

**Biên lãi gộp cải thiện vượt trội**

**Cập nhật KQKD 6 tháng niên độ 2020-2021:** Lũy kế 6 tháng đầu niên độ 2020/2021, SBT ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,567 tỷ đồng (+23% YoY) và đạt 53% kế hoạch cả năm. Đường vẫn đóng vai trò chủ lực trong cơ cấu doanh thu với doanh thu lũy kế 7,315 tỷ đồng (+26%YoY), chiếm 97%. SBT đã tiêu thụ 650 ngàn tấn đường (+37%YoY). Biên lợi nhuận gộp của sản phẩm đường đạt 13%, tăng mạnh 7 điểm phần trăm so với cùng kỳ nhờ công ty đã kiểm soát tốt chi phí đầu vào. Ngoài ra, chi phí hoạt động cũng được Công ty kiểm soát tốt hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Vì vậy, lợi nhuận ròng của Công ty tăng 457%YoY lên tới 287 tỷ đồng.

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Triển vọng tích cực của Ngành mía đường Việt Nam từ chính sách phòng vệ của Chính Phủ:** QĐ số 2466/QĐ-BTC về điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp mía đường từ Thái Lan và QĐ số 477/QĐ-BCT về việc áp dụng biện pháp chống bán phá giá và chống trợ cấp tạm thời đối với sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan khiến sản lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan từ 952,812 tấn xuống còn 378,760 tấn vào cuối năm 2020. Động thái này của Chính phủ kỳ vọng giúp giá đường cải thiện lên 16,000 đồng/kg, tăng khoảng 19% trong niên độ 2020/2021.

**Cải thiện biên lãi gộp:** Trong 6 tháng đầu niên độ 2020/2021, SBT đã ghi nhận biên lãi gộp cải thiện lên mức 13% so với 6% của cùng kỳ năm ngoái nhờ các yếu tố (1) SBT tự chủ vùng nguyên liệu đầu vào hơn 64,000 ha, chiếm 25% tổng vùng nguyên liệu của cả nước; (2) Công ty nỗ lực gia tăng các sản phẩm có biên lãi gộp tốt như đường - đây cũng là sản phẩm cốt lõi mà SBT hướng đến trong dài hạn; (3) SBT chủ động ký kết hợp đồng nguyên liệu với nông dân từ 6 tháng – 1 năm nhằm giảm thiểu biến động giá của nguyên liệu đầu vào; và (4) Chủ động điều phối nguồn nguyên vật liệu đầu vào với giá thành cạnh tranh thông qua GMC - Nhà thương mại hàng hóa quốc tế.

**Phát triển chuỗi các sản phẩm nông nghiệp:** SBT chính thức trở thành đối tác chiến lược Cargill trong dự án nuôi heo với quy mô 3,000 con heo nái và 36,000 con heo thịt tại nông trường Thành Long vào cuối 2020. Việc đầu tư vào mảng kinh doanh chăn nuôi cũng giúp SBT tận dụng nguồn nước thải, phân heo để tưới, bón nhằm tăng năng suất cho cây mía cũng như các cây trồng khác theo phương pháp hữu cơ. Ngoài ra, SBT hiện cũng đang nghiên cứu và phát triển sản phẩm phân bón Organic và thức uống dinh dưỡng cung cấp năng lượng, dự kiến tung ra vào thị trường vào tháng 6/2021.

**Định giá & khuyến nghị:** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của SBT trong niên độ 2020-2021 là 15,790 tỷ đồng (+22.5%YoY) với ước tính sản lượng đường tiêu thụ đạt 1.27 triệu tấn (+20% YoY) và mức giá bán đường tối thiểu dao động trong khoảng 10,000-15,000 đồng/kg. LNST đạt 744 tỷ đồng (+105% YoY) với giả định biên lãi gộp được cải thiện lên mức 12.8% nhờ kiểm soát tốt chi phí đầu vào.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu SBT khoảng **30,000 đồng/cổ phiếu** (+29% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

**Rủi ro:** (1) Biến động giá mía nguyên liệu nhập khẩu; (2) Rủi ro cạnh tranh về giá sau khi gia nhập ATIGA; (3) Rủi ro về đường nhập lậu tràn vào Việt Nam.

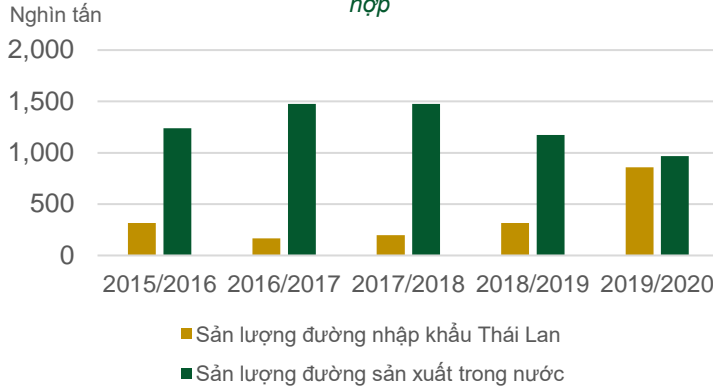
Chỉ số tài chính	2015-2016A	2016-2017A	2017-2018A	2018-2019A	2019-2020	2020-2021F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,027	4,498	10,285	10,856	12,889	15,790
LNST (tỷ VND)	295	339	560	260	363	744
EPS (VND)	1,587	1,341	1,005	442	595	1,165
Tăng trưởng EPS (%)	26%	-16%	-25%	-56%	35%	95%
Giá trị sổ sách (VND)	14,488	12,250	10,852	9,492	12,299	13,578
P/E	13.79	19.48	34.22	28.95	27.90	25.76
P/B	1.27	1.16	1.48	1.18	1.39	2.21
Cổ tức tiền mặt (%)	7%	0%	0%	8%	6%	5%

## Tổng quan thị trường mía đường Việt Nam:

### (1) Niên độ 2019/2020 là năm âm ảm nhất của ngành mía đường Việt Nam:

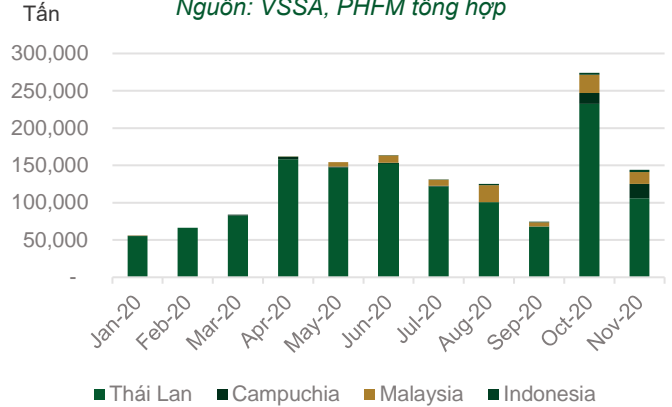
#### Đường sản xuất trong nước và Đường Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam

Nguồn: VSSA, Bộ Thương mại Thái Lan, PHFM tổng hợp



#### Sản lượng đường nhập khẩu vào Việt Nam tăng mạnh sau gia nhập ATIGA

Nguồn: VSSA, PHFM tổng hợp



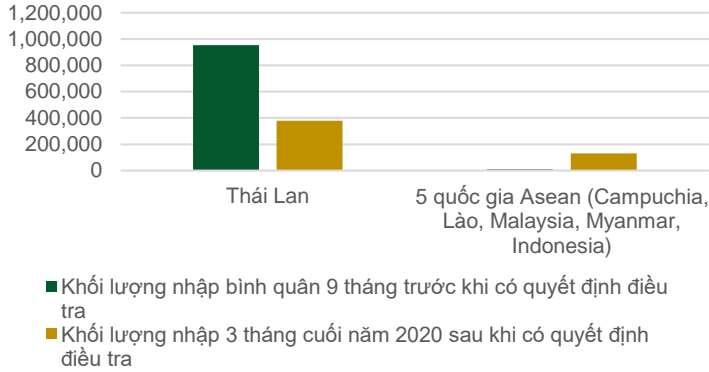
Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA) cho biết, niên vụ 2019/2020 của ngành mía đường Việt Nam kết thúc vào tháng 5 năm 2020. Sản lượng lũy kế từ đầu vụ đến cuối vụ ép mía đạt khoảng 7.4 triệu tấn mía (-39% YoY) và sản xuất gần 770 nghìn tấn đường (-35% YoY). Ngoài ra, diện tích mía nguyên liệu ước tính giảm 18% so với kỳ trước và lùi về 156 ha. Tình trạng thiếu nguyên liệu sản xuất khiến các doanh nghiệp mía đường Việt Nam rơi vào tình cảnh khó khăn. Kết quả là 1/3 số nhà máy đường trong Hiệp hội đã phải đóng cửa. Niên độ 2019/2020 được đánh giá là âm ảm nhất của ngành mía đường Việt Nam bởi diện tích mía đường, số nhà máy đang hoạt động, sản lượng mía đường đều đạt kết quả thấp nhất trong vòng 19 năm trở lại đây. Sự sụt giảm này xuất phát từ những lý do sau:

- **Tác động của ATIGA:** Sản lượng nhập khẩu từ Thái Lan vào Việt Nam tăng vọt sau khi hạn ngạch được xóa bỏ và thuế nhập khẩu cho các nước ASEAN chỉ còn 5% sau khi Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN (ATIGA) có hiệu lực vào ngày 01/01/2020. Qua đó, các sản phẩm trong nước đang chịu sức ép cạnh tranh với các sản phẩm đường giá rẻ hơn nhập khẩu từ Thái. Giá đường Thái Lan xuất khẩu qua Việt Nam bình quân (gồm thô và tinh luyện) dù đã tăng nhưng vẫn chỉ ở mức 327.7 USD/tấn, thấp hơn chi phí mía để làm đường nội địa (hiện khoảng 410 USD/tấn). Kết thúc năm tài chính 2019/2020, sản lượng đường Thái Lan xuất khẩu sang Việt Nam đạt hơn 862 nghìn tấn (gấp 3.3 lần so với năm tài chính 2018/2019), và cao hơn 12.1% so với sản lượng đường mía sản xuất trong nước. Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp sản xuất mía đường của Việt Nam đều có năng lực yếu và chỉ sản xuất ra các sản phẩm đường thô với chất lượng thấp. Do đó, họ không chủ động chuẩn bị chiến lược kinh doanh để tận dụng cơ hội sau khi gia nhập ATIGA.
- **Tác động của đại dịch Covid-19:** Đại dịch Covid-19 là nhân tố ảnh hưởng lớn nhất đến ngành đường khi việc xuất khẩu sang một số nước gặp khó khăn do chính sách cấm vận quốc gia. Hơn nữa, lệnh cách xa xã hội của Chính phủ nhằm ngăn chặn sự lây lan của đại dịch Covid-19 khiến các dịch vụ thực phẩm và nhà máy chế biến bánh kẹo phải tạm ngừng hoạt động.
- **Ảnh hưởng của đường nhập lậu:** Việc quản lý bao bì lỏng lẻo, chỉ dán nhãn phụ trên bao bì nhập khẩu có thể tự do buôn bán, qua đó khó phân biệt đâu là đường nhập khẩu chính ngạch và đâu là đường nhập lậu. Đường nhập lậu từ Campuchia và Thái Lan có thể xuất hiện nhiều hơn trong bối cảnh các hoạt động kiểm soát dịch bệnh được nới lỏng.

## (2) Triển vọng tích cực ngành mía đường trong niên độ 2020/2021

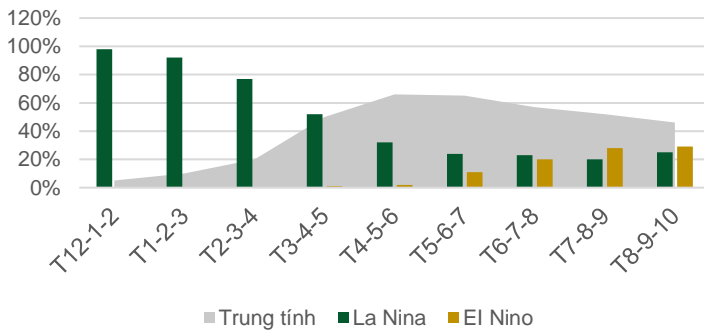
### Kết quả sau khi có quyết định điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá và chống trợ cấp sản phẩm đường mía xuất xứ từ Thái Lan

Nguồn: VSSA, PHFM tổng hợp



### Dự báo hiện tượng La Nina trong năm 2021

Nguồn: Tổ chức khí tượng thế giới - khu vực Châu Á (WMO), PHFM Tổng hợp



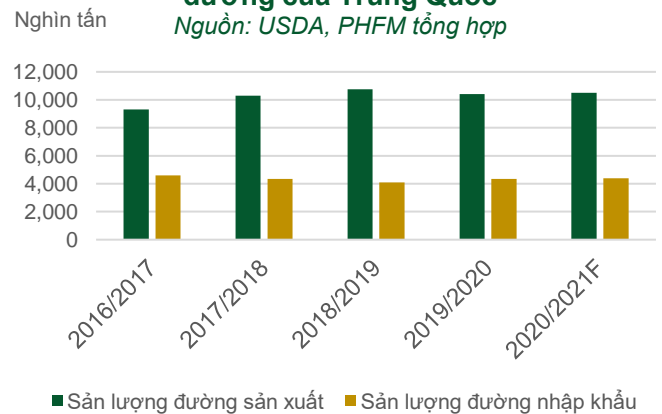
- ❖ **Triển vọng xuất khẩu:** Dưới tác động của dịch Covid-19 và tình hình lũ lụt xảy ra Q3/2020, Trung Quốc đã tăng cường nhập khẩu đường nhằm dự trữ lương thực thiết yếu, trong đó có Việt Nam. Ngoài ra, EVFTA có hiệu lực đã mở ra cơ hội xuất khẩu đường chất lượng cao sang EU. Hạn ngạch thuế quan với mức 10,000 tấn đường trắng và 10,000 tấn sản phẩm chứa trên 80% đường, và thuế suất 339 EUR/tấn đối với đường thô và 419 EUR/tấn đối với đường luyện sẽ giảm dần theo lộ trình. Theo dự báo của USDA, sản lượng đường nhập khẩu của EU trong niên vụ 2020/21 ước đạt 3 triệu tấn (tăng 43% YoY)

- ❖ **Chính phủ nỗ lực bảo vệ thị trường mía đường nội địa:** QĐ 2466/QĐ-BTC ban hành ngày 21/09/2020 quyết định công bố điều tra chống bán phá giá và trợ cấp đối với các sản phẩm đường từ Thái Lan. Trong bản đề nghị điều tra lên Bộ Công thương, các doanh nghiệp đường trong nước ước tính biên độ phá giá của đường Thái Lan lên tới 37.9%. Trong 9T2020, trước khi có quyết định điều tra, lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan là 952,812 tấn chiếm 91% tổng lượng nhập khẩu. Tuy nhiên trong 3 tháng cuối năm 2020, sau khi có quyết định điều tra, lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan chỉ còn 378,760 tấn chỉ còn chiếm 70% tổng lượng nhập khẩu. Động thái phòng vệ của Chính Phủ đối với sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan kỳ vọng giúp giá đường được kỳ vọng cải thiện lên 16,000 đồng/kg, tăng khoảng 19% trong niên độ 2020/2021.

- ❖ **Thời tiết diễn biến thuận lợi trong 6 tháng đầu năm 2021:** Hiện tượng La Nina duy trì trong mùa khô năm 2021 (đến tháng 3) dự kiến gây mưa nhiều hơn, làm giảm tác động của hạn hán tại miền Trung, Tây Nguyên và xâm nhập mặn tại khu vực Nam Bộ so với năm 2020.

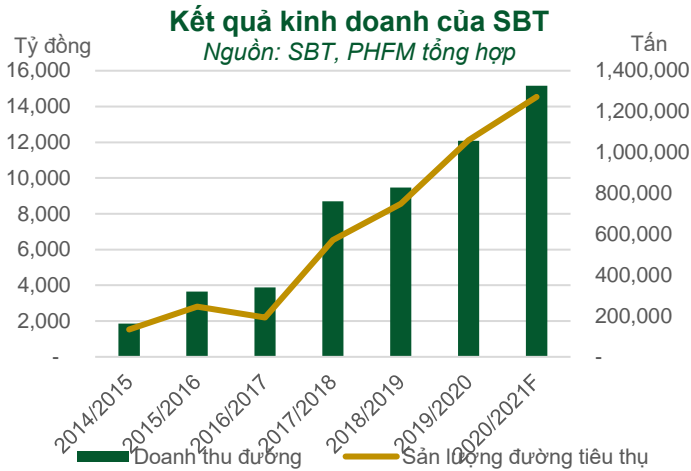
### Sản lượng sản xuất và xuất khẩu đường của Trung Quốc

Nguồn: USDA, PHFM tổng hợp



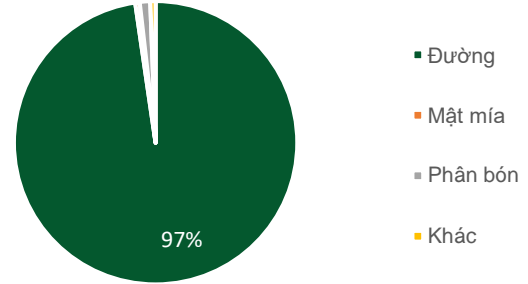
## Cập nhật tình hình kinh doanh 6 tháng đầu niên độ 2020/2021

### (1) Doanh thu tăng trưởng nhờ sản phẩm cốt lõi



### Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

Nguồn: SBT, PHFM tổng hợp

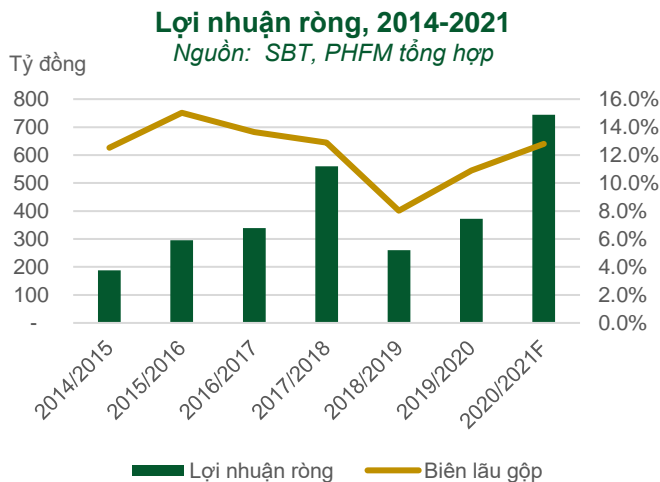


Lũy kế 6 tháng đầu niên độ 2020/2021, SBT tiêu thụ 650 triệu tấn Đường, tăng 37% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần đạt 7,567 tỷ đồng (+23% YoY) và đạt 53% kế hoạch doanh thu cả năm. Đường vẫn đóng vai trò chủ lực trong cơ cấu doanh thu với doanh thu lũy kế 7,315 tỷ đồng, chiếm 97%, tăng 26% so với cùng kỳ.

Doanh thu Kênh xuất khẩu của TTC Biên Hòa tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ gia tăng sản lượng xuất khẩu các mặt hàng Đường cao cấp, có giá trị gia tăng cao, đồng thời phát triển thêm các thị trường xuất khẩu mới, nâng tổng số thị trường lên 24 Quốc gia. Đặc biệt, Công ty đang chú trọng phát triển dòng sản phẩm Đường Organic, đây là dòng sản phẩm cốt lõi trong dài hạn, hiện đã được xuất khẩu đi 17 nước châu Âu và Mỹ.

SBT hiện là Công ty sở hữu nhiều và đa dạng nhất các Dòng Sản phẩm Đường tại Việt Nam với hơn 72 sản phẩm gồm 6 dòng Đường Organic, 8 dòng Đường Vàng, 6 dòng Đường Phèn, 4 dòng Thực phẩm chức năng, và 3 dòng Đường Lông, 19 dòng Đường RE (Refined extra), 17 dòng Đường RS (Refined standard), phục vụ hầu như tất cả những nhu cầu phát sinh của mọi nhóm khách hàng từ các kênh trọng điểm B2B (Business to business), B2C (Business to customer), xuất khẩu và thương mại. Ngoài ra, Công ty cũng đã khai thác 9 sản phẩm Cạnh Đường - Sau Đường bao gồm Nước uống tinh khiết chiết xuất từ hương mía Miaqua, bã mía, điện sinh khối, mật rỉ và phân vi sinh nhằm đa dạng hóa Chuỗi Giá trị Cây Mía, giúp giảm thiểu rủi ro nguồn thu khi giá đường thế giới có biến động.

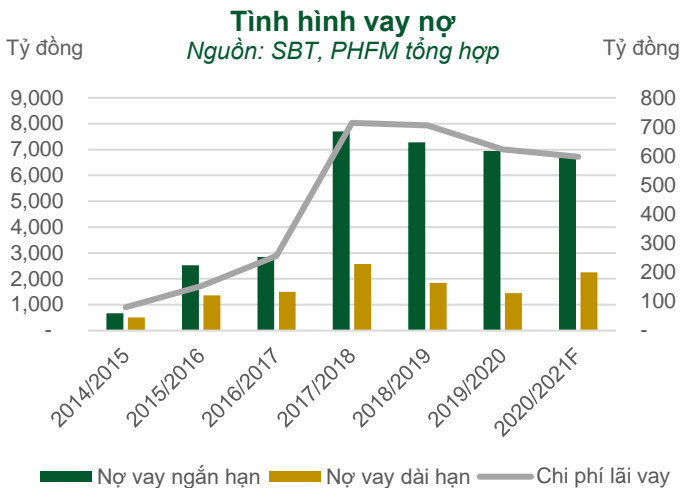
### (2) Biên lãi gộp cải thiện vượt trội



Lợi nhuận gộp của SBT đạt 1,001 tỷ đồng, tăng mạnh 173% so với cùng kỳ. Biên lãi gộp cải thiện lên mức 13%. Chúng tôi cho rằng kết quả này có được nhờ các yếu tố (1) SBT tự chủ vùng nguyên liệu đầu vào hơn 64,000 ha, chiếm 25% tổng vùng nguyên liệu của cả nước; (2) Công ty nỗ lực gia tăng các sản phẩm có biên lãi gộp tốt như đường Organic có biên lãi gộp 30-40% - đây cũng là sản phẩm cốt lõi mà SBT hướng đến trong dài hạn; (3) SBT chủ động ký kết hợp đồng nguyên liệu với nông dân từ 6 tháng – 1 năm nhằm giảm thiểu biến động giá của nguyên liệu đầu vào; và (4) Chủ động điều phối nguồn nguyên vật liệu đầu vào với giá thành cạnh tranh thông qua GMC - Nhà thương mại hàng hóa quốc tế.

Chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng được kiểm soát tốt hơn trong niên độ 2020/2021. Cụ thể, tỷ trọng Chi phí vận hành của Công ty xuống còn 6%, thấp hơn so với mức 6.6% của cùng kỳ năm ngoái. Qua đó, lợi nhuận ròng cũng ghi nhận mức tăng trưởng 457% đạt 287 tỷ đồng tăng hơn, điều này có ý nghĩa chứng minh cho việc tái cấu trúc Công ty đã đi đúng theo đúng lộ trình và gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh lõi.

### (3) Nợ vay giảm và kiểm soát tốt hàng tồn kho



Tại thời điểm 31/12/2020, Tổng tài sản đạt 19,197 tỷ đồng, tăng 6.9% so với đầu năm, trong đó chủ yếu đến từ việc tăng các khoản thuộc Đầu tư ngắn hạn như Kinh doanh chứng khoán và Đầu tư dài hạn như Đầu tư vào công ty con, công ty liên kết... Để đảm bảo tỷ suất đầu tư hiệu quả và tối đa hóa lợi ích mang lại cho Cổ đông, ngoài mảng kinh doanh chính là Mía Đường, SBT cũng đã thực hiện tái cơ cấu danh mục, qua đó đầu tư vào các đơn vị, ngành nghề tiềm năng và phù hợp với chiến lược phát triển của Công ty.

Hàng tồn kho tiếp tục được Công ty kiểm soát tốt khi giảm 16% và đang duy trì ở mức hợp lý 2,126 tỷ đồng.

Nợ vay ngắn hạn giảm 10% hỗ trợ giảm gánh nặng lãi vay và gia tăng hiệu quả hoạt động, SBT đã tiết kiệm được hơn

8 tỷ chi phí lãi vay, giảm hơn 3% so với cùng kỳ. Chỉ số Nợ vay/VCSH và Nợ vay/TTS vẫn duy trì tỷ lệ an toàn đạt lần lượt 1.04 lần và 0.44 lần. Việc tái cấu trúc tài chính đi đúng theo lộ trình giúp Công ty giảm gánh nặng lãi vay, tạo một bức tranh tài chính an toàn nhằm tiếp tục các thương vụ huy động vốn quốc tế trong niên độ 2020/2021. Ngoài ra, các chỉ số về khả năng thanh toán được Công ty đảm bảo ở giới hạn an toàn nhằm hạn chế rủi ro và đảm bảo nguồn vốn lưu động cho các nghiệp vụ kinh doanh, hệ số thanh toán hiện hành tăng 11.5% đạt 1.27 lần và Hệ số thanh toán nhanh tăng 21% đạt 1.03 lần so với đầu niên độ.

## Chiến lược phát triển của SBT

### (1) Ưu tiên phát triển nông nghiệp hữu cơ, phát triển diện tích vùng nguyên liệu Organic

SBT đã bắt đầu phát triển các vùng nguyên liệu theo hướng chuyển đổi mô tuýp canh tác công nghiệp sang canh tác hữu cơ, thiết lập hệ thống quản lý sản xuất đồng bộ nhằm bảo vệ và tăng cường sức khỏe hệ sinh thái nông nghiệp. Khối Nông nghiệp đã hợp nhất hoạt động Trung tâm kinh doanh cơ giới và CTCP Phát triển Nông nghiệp TTC thành đơn vị chuyên kinh doanh các giải pháp nông nghiệp chuyên sâu. Mục tiêu niên độ 2020/2021 năng suất mía được cải thiện từ bình quân 55-60 tấn/ha trong niên độ 2019/2020 lên 65-70 tấn/ha, đặc biệt khu vực miền Trung Tây Nguyên sẽ sớm khôi phục được được năng suất mía nhờ những giải pháp chống hạn mà Công ty đang áp dụng

Công ty cũng đẩy mạnh phát triển vùng nguyên liệu hữu cơ tại Lào và Campuchia với mục tiêu của Công ty là hướng đến top 5 nhà sản xuất Đường hữu cơ hàng đầu thế giới. Dự kiến tổng sản lượng Đường Organic từ diện tích trồng ở đây trong niên độ 2020/2021 có thể lên đến 42,000 tấn, tăng hơn 3 lần so với niên độ trước. Ước tính từ niên độ 2024/2025 trở đi, hơn 10,000 ha diện tích thu hoạch của TTC Attapeu hoàn toàn là mía hữu cơ với tổng sản lượng ~800,000 tấn mía hữu cơ và hơn 100,000 tấn Đường Organic, tăng hơn 766% sản lượng Đường Organic so với niên độ 2019/2020. Tổng doanh thu đóng góp từ các sản phẩm trong niên độ 2020/2021 chiếm từ 3-4% và tăng lên 6-7% trong niên độ 2022/2023.

### (2) Phát triển chuỗi các sản phẩm nông nghiệp:

Năm 2020, sản lượng thịt heo đã thâm hụt 150,000 tấn và dự kiến sẽ tiếp tục thâm hụt trong 5 - 6 năm tới do ảnh hưởng của dịch tả lợn châu Phi. Ngoài ra, cơ cấu ngành chăn nuôi heo đang có sự thay đổi lớn sau dịch ASF chuyển từ các trại chăn nuôi nhỏ lẻ sang các trang trại chăn nuôi lớn (trại cần đầu tư quy mô, áp dụng công nghệ kỹ thuật hiện đại, quy trình kiểm soát an toàn sinh học chặt chẽ hơn). Những yếu tố này hoàn toàn phù hợp với doanh nghiệp của quý đất lớn và có vị trí thuận lợi cho việc xây dựng trang trại heo và tiềm lực tài chính như SBT. Bên cạnh đó, Công ty có thể sử dụng nguồn nước thải, phân heo để tưới, bón cây nhằm tăng năng suất cho cây mía cũng như các cây trồng khác. Vì vậy, SBT đã triển khai ký kết hợp tác chiến lược cùng Cargill - tập đoàn tư nhân hàng đầu Hoa Kỳ với 155 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực chăn nuôi vào cuối năm 2020. Dự án hợp tác đầu tiên sẽ được thực hiện thí điểm tại nông trường Thành Long - tỉnh Tây Ninh. Cargill sẽ hỗ trợ SBT hoạch định chiến lược, xây dựng Trại theo tiêu chuẩn kỹ thuật quốc tế và hỗ trợ vận hành Mảng Kinh Doanh Chăn Nuôi của SBT một cách hiệu quả, bền vững. Ngoài ra, SBT hiện cũng đang nghiên cứu và phát triển sản phẩm phân bón Organic và thức uống dinh dưỡng cung cấp năng lượng, dự kiến tung ra vào thị trường vào tháng 6/2021.

## Dự báo kết quả kinh doanh niên độ 2020/2021:

Niên độ 2020-2021 ước tính doanh thu cả năm đạt 15,790 tỷ đồng (+22.5% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 744 tỷ đồng (+105% YoY).

(tỷ đồng)	2020/2021F	2019/2020	%g	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>15,790</b>	<b>12,889</b>	<b>22.5%</b>	
- <b>Đường</b>	15,158	12,002	26%	Tập trung sản phẩm cốt lõi – Đường bằng việc đa dạng hóa sản phẩm nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng của mọi đối tượng khách hàng từ cao cấp đến bình dân thuộc Kênh B2C. Cung cấp giải pháp đường cho khách hàng MNC đáp ứng theo yêu cầu của từng khách hàng về chỉ số độ trắng, độ mịn, độ ẩm của đường. Đẩy mạnh xuất khẩu sản phẩm Organic sang Châu Âu và Mỹ.
- <b>Khác</b>	632	887	-28%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,863</b>	<b>1,454</b>	<b>28%</b>	Lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ các yếu tố (1) SBT tự chủ vùng nguyên liệu đầu vào hơn 64,000 ha, chiếm 25% tổng vùng nguyên liệu của cả nước; (2) Công ty nỗ lực gia tăng các sản phẩm có biên lãi gộp tốt như đường Organic có biên lãi gộp 30-40% - đây cũng là sản phẩm cốt lõi mà SBT hướng đến trong dài hạn; (3) SBT chủ động ký kết hợp đồng nguyên liệu với nông dân từ 6 tháng – 1 năm nhằm giảm thiểu biến động giá của nguyên liệu đầu vào; và (4) Chủ động điều phối nguồn nguyên vật liệu đầu vào với giá thành cạnh tranh thông qua GMC - Nhà thương mại hàng hóa quốc tế. Biên lãi gộp niên độ 2020/2021 kỳ vọng duy trì ở mức 12.8%, tăng 1.8 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước.
<b>Chi phí bán hàng</b>	584	446	31%	
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	505	382	32%	
<b>Lợi nhuận từ Hoạt động kinh doanh</b>	<b>879</b>	<b>521</b>	<b>69%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>744</b>	<b>363</b>	<b>105%</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 **30,000 đồng/cổ phiếu** (+29% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

### Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025
Lợi nhuận sau thuế	744	1,223	1,658	2,155	2,713
Lãi vay sau thuế	478	565	651	748	873
CAPEX	(595)	(526)	(557)	(560)	(574)
Khấu hao	501	576	320	406	379
WC	(115)	(161)	(305)	(201)	(508)
FCFF	1,013	1,677	1,768	2,548	2,882
DCF (WACC 11%)	909	1,349	1,275	1,649	1,673
Giá trị cuối cùng (3% g)	21,244				
Nợ ròng	(7,971)				
Giá trị vốn cổ phần	20,128				
SLCP	638,770,380				
<b>Giá hợp lý (VNĐ/cp)</b>	<b>31,561</b>				

### Phương pháp P/E

		DCF	P/E	Giá hợp lý
<b>EPS 2021</b>	<b>1,165</b>			
P/E trung bình ngành	20.4			
<b>Giá hợp lý</b>	<b>23,758</b>			
		<b>Giá hợp lý (VNĐ/CP)</b>		<b>30,000 VNĐ/CP</b>
		<b>Tỷ trọng</b>	<b>80%</b>	<b>20%</b>

## Rủi ro:

- (1) Biến động giá mía nguyên liệu nhập khẩu
- (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

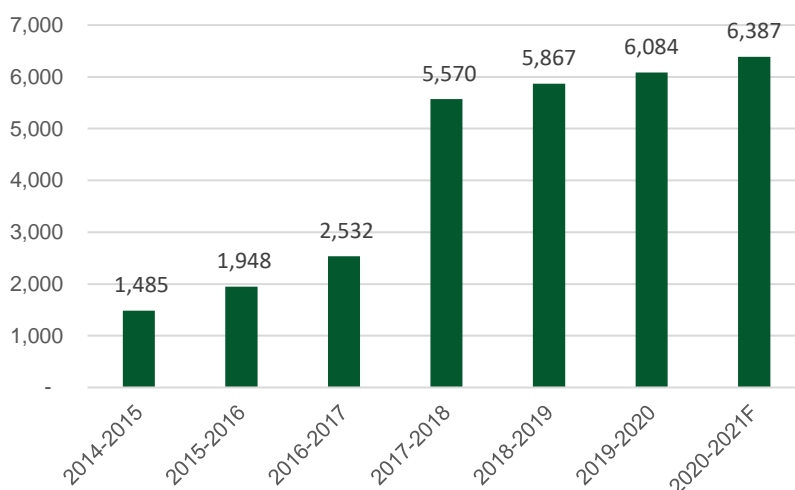
Công ty Cổ Phần Mía Đường Bourbon Tây Ninh (SBT) tiền thân là Công ty liên doanh giữa Tập đoàn Group Sucrecries Bourbon (G.B) và Liên hiệp mía đường II (LHMĐ II) và Liên hiệp mía đường Tây Ninh (LHMĐTN), được thành lập theo Giấy phép Đầu tư số 1316/GP ngày 15/7/1995 do Bộ Kế Hoạch & Đầu Tư cấp. Tổng 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 24 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)



Source: SBT, PHFM collect



**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2016-2017A</b>	<b>2017-2018A</b>	<b>2018-2019A</b>	<b>2019-2020A</b>	<b>2020-2021F</b>
Doanh thu thuần	4,498	10,285	10,856	12,889	15,790
Giá vốn hàng bán	(3,884)	(8,959)	(9,985)	(11,434)	(13,927)
Lợi nhuận gộp	614	1,326	871	1,454	1,863
Chi phí bán hàng	(87)	(317)	(400)	(446)	(584)
Chi phí QLDN	(150)	(436)	(447)	(381)	(505)
Lợi nhuận từ HĐKD	377	573	24	521	774
Lợi nhuận tài chính	(58)	(94)	288	(123)	95
Chi phí lãi vay	(257)	(714)	(705)	(685)	(636)
Lợi nhuận trước thuế	367	683	422	512	930
Lợi nhuận sau thuế	339	560	260	363	744
LNST của cổ đông Công ty mẹ	340	560	269	364	744
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2016-2017A</b>	<b>2017-2018A</b>	<b>2018-2019A</b>	<b>2019-2020A</b>	<b>2020-2021F</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>4,473</b>	<b>9,813</b>	<b>9,794</b>	<b>10,030</b>	<b>10,847</b>
Tiền và tương đương tiền	203	325	1,005	1,000	1,105
Đầu tư tài chính ngắn hạn	112	614	768	899	1,135
Phải thu ngắn hạn	2,068	4,714	5,036	5,447	5,594
Hàng tồn kho	1,958	3,972	2,781	2,522	2,722
Tài sản ngắn hạn khác	132	187	203	155	291
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>3,334</b>	<b>7,879</b>	<b>6,949</b>	<b>7,924</b>	<b>9,140</b>
Phải thu dài hạn	248	543	146	102	255
Tài sản cố định	1,442	4,698	4,352	4,180	4,554
Bất động sản đầu tư	131	180	157	592	618
Chi phí xây dựng dở dang	79	134	679	342	43
Đầu tư tài chính dài hạn	1,373	637	125	1,246	2,468
Tài sản dài hạn khác	45	1,517	1,342	1,464	1,091
Lợi thế thương mại	16	170	148	134	111
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>7,806</b>	<b>17,692</b>	<b>16,746</b>	<b>17,955</b>	<b>19,987</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,693</b>	<b>11,594</b>	<b>10,923</b>	<b>10,313</b>	<b>11,290</b>
Nợ ngắn hạn	3,169	8,901	8,965	8,807	8,899
Nợ dài hạn	1,523	2,694	1,958	1,506	2,391
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,113</b>	<b>6,097</b>	<b>5,823</b>	<b>7,642</b>	<b>8,698</b>
Vốn góp	2,532	5,570	5,867	6,084	6,387
Lợi ích cổ đông thiểu số	12	52	48	162	24
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>7,806</b>	<b>17,692</b>	<b>16,746</b>	<b>17,955</b>	<b>19,987</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2016-2017A	2017-2018A	2018-2019A	2019-2020A	2020-2021F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(532)	1,085	1,435	98	1,495
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(696)	775	559	(772)	(519)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	575	(1,737)	(1,315)	608	(871)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(653)	123	680	(6)	105
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	855	203	326	1,005	1,000
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	203	326	1,005	1,000	1,105
Chỉ số tài chính (%)	2016-2017A	2017-2018A	2018-2019A	2019-2020A	2020-2021F
Tăng trưởng					
Doanh thu	11.7%	128.6%	5.6%	18.4%	22.5%
Lợi nhuận sau thuế	14.9%	65.1%	-53.6%	43.4%	105%
Tổng tài sản	14.2%	126.6%	-5.4%	7.9%	10.6%
Tổng vốn chủ sở hữu	15.2%	95.8%	-4.5%	30.9%	14.1%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	13.6%	12.9%	8.0%	10.9%	11.8%
Tỷ suất EBIT	13.9%	13.6%	10.4%	8.8%	9.9%
Tỷ suất lãi ròng	7.5%	5.4%	2.4%	2.9%	4.7%
ROA	4.3%	3.2%	1.6%	2.1%	3.7%
ROE	10.9%	9.2%	4.5%	4.9%	8.6%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	37.1	36.9	37.1	34.2	28.3
Số ngày tồn kho	181.6	161.1	101.1	79.6	70.6
Số ngày phải trả	10.0	11.7	20.7	17.7	17.7
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.4	1.1	1.1	1.1	1.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	0.7	0.78	0.9	0.9
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.5	1.9	1.9	1.4	1.3
Vay ngắn hạn/VCSH	0.3	0.9	0.9	1.3	1.3
Vay dài hạn/VCSH	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3

Source: 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 5, Tòa nhà UDIC Complex, 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 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng

Phone: (84-24) 3 933 4566

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: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby 81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912