

NGÀNH ĐƯỜNG
Ngày 08 tháng 12 năm 2017

CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG SƠN LA (HNX: SLS)

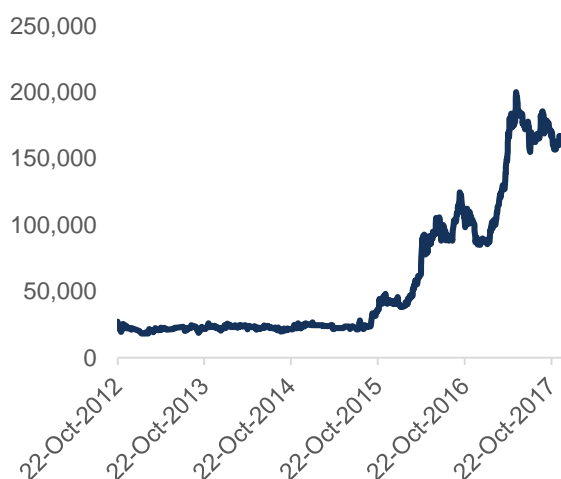
Dương Bích Ngọc
 Chuyên viên phân tích
 Email: ngocdb@fpts.com.vn
 Điện thoại: (8424) – 3773 7070
 Ext: 4312

Giá hiện tại: **167,000**
 Giá mục tiêu: **175,800**
 Tăng/Giảm: **5%**

Khuyến nghị:

THEO DÕI

Biến động giá cổ phiếu SLS



Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu SLS của Công ty Cổ phần Mía đường Sơn La, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh PE, chúng tôi xác định giá mục tiêu của SLS là **175,800** đồng/cp, cao hơn 5% so với giá hiện tại.

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu ngắn hạn. Rủi ro đầu tư lớn nhất đối với doanh nghiệp là rủi ro về sản lượng và giá bán đường khi cạnh tranh với đường Thái Lan sau khi hiệp định ATIGA có hiệu lực năm 2018.

Thông tin giao dịch (08/12/2017)

Giá hiện tại (VNĐ)	167,000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	200,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	85,000
Số lượng CP niêm yết	8,159,983
Số lượng CP lưu hành	8,159,983
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	11,193
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	0.17%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	81.6
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1,362.72

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Điểm hấp dẫn đầu tư vào doanh nghiệp:

- (1) Thỏ nhưỡng và điều kiện tự nhiên của Sơn La đem lại mía có năng suất và chữ đường cao nhất miền Bắc
- (2) SLS đạt hiệu quả cao trong sản xuất do có hiệu suất mía/đường thấp nhất cả nước
- (3) Vùng nguyên liệu mía ổn định, được chú trọng phát triển và ít bị tác động bởi yếu tố thời tiết
- (4) Giá thu mua mía của SLS thấp hơn so với các doanh nghiệp niêm yết khác
- (5) SLS đang được miễn thuế Thu nhập doanh nghiệp từ hoạt động chế biến nông sản do vị trí nhà máy ở địa bàn có điều kiện kinh tế - xã hội đặc biệt khó khăn

Thông tin chung

Tên CTCP Mía đường Sơn La

Địa chỉ TT Hát Lót, Mai Sơn,
Sơn La

Doanh thu chính Sản xuất và
kinh doanh đường

Chi phí chính Mua mía nguyên liệu

RỦI RO ĐẦU TƯ**(1) Cạnh tranh về giá với đường Thái Lan**

Rủi ro chung của ngành đường Việt Nam khi hiệp định ATIGA được đưa vào hiệu lực ngày 01/01/2018. Đường Thái Lan hiện đang rẻ hơn đường Việt Nam từ 8 – 10%. Khi hiệp định này xóa bỏ toàn bộ hạn ngạch và đưa mức thuế nhập khẩu đường trong khu vực của Việt Nam từ 30% về 5%, đường Việt Nam sẽ gặp khó khăn.

(2) Bị chiếm dụng vốn do khoản phải thu từ các công ty thương mại liên quan tăng cao

SLS phân phối phần lớn qua các doanh nghiệp thương mại như công ty TNHH Thái Liên, công ty TNHH Kim Hà Việt của cổ đông lớn (bà Trần Thị Thái). Việc các công ty thương mại này vừa là cổ đông lớn vừa là khách hàng lớn làm cho khả năng mặc cả của SLS thấp. Điều này khiến SLS bị chiếm dụng vốn, khoản phải thu niên vụ 2016/2017 đạt 122 tỷ, tăng gần 40 lần so với cùng kỳ.

(3) Vùng nguyên liệu đồi núi, manh mún khó cơ giới hóa

90% diện tích vùng nguyên liệu của SLS là đồi núi dốc, khó khăn trong việc áp dụng cơ giới hóa trong việc gieo trồng cũng như thu hoạch mía, ảnh hưởng tới năng suất và gây khó khăn trong tổ chức sau thu hoạch.

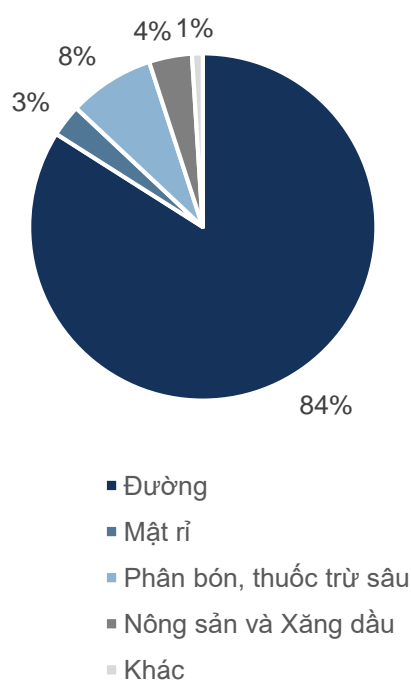
Cổ đông lớn

Bà Trần Thị Thái	27.43%
Công ty TNHH Thái Liên	15%
Bà Tạ Ngọc Hương	2.89%
Bà Trần Thị Liên	1.47%
Ông Trần Ngọc Hiếu	1.35%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP
1. Khái quát về Doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Mía đường Sơn La có trụ sở tại Km 34, thị trấn Hát Lót, huyện Mai Sơn, tỉnh Sơn La. Công ty được khởi công xây dựng năm 1995, khi ngành đường Việt Nam tiến hành chương trình 1 triệu tấn đường. Sau hơn 10 năm hoạt động, Công ty hoạt động kém hiệu quả và có chiều hướng đi xuống, nhiều khả năng phải phá sản. Để tháo gỡ khó khăn cho Công ty Mía đường Sơn La, Công ty Mua bán Nợ và Tài sản tồn đọng của Doanh nghiệp – Bộ Tài chính (DATC) đã thực hiện mua lại các khoản nợ tồn đọng của công ty Mía đường Sơn La, nhằm tái cơ cấu lại toàn bộ hoạt động và tình hình tài chính của Doanh nghiệp để chuyển đổi thành Công ty Cổ phần. Năm 2008, nhà nước chính thức rút 100% vốn và chuyển đổi doanh nghiệp thành Công ty Cổ phần Mía đường Sơn La. Sau khi tái cơ cấu, Công ty Cổ phần Mía đường Sơn La đã phát triển đi lên và bắt đầu kinh doanh có hiệu quả. Tháng 9 năm 2012, Cổ phiếu Công ty Cổ phần Mía đường Sơn La niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (Mã chứng khoán: SLS).

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu niên vụ 2016/2017



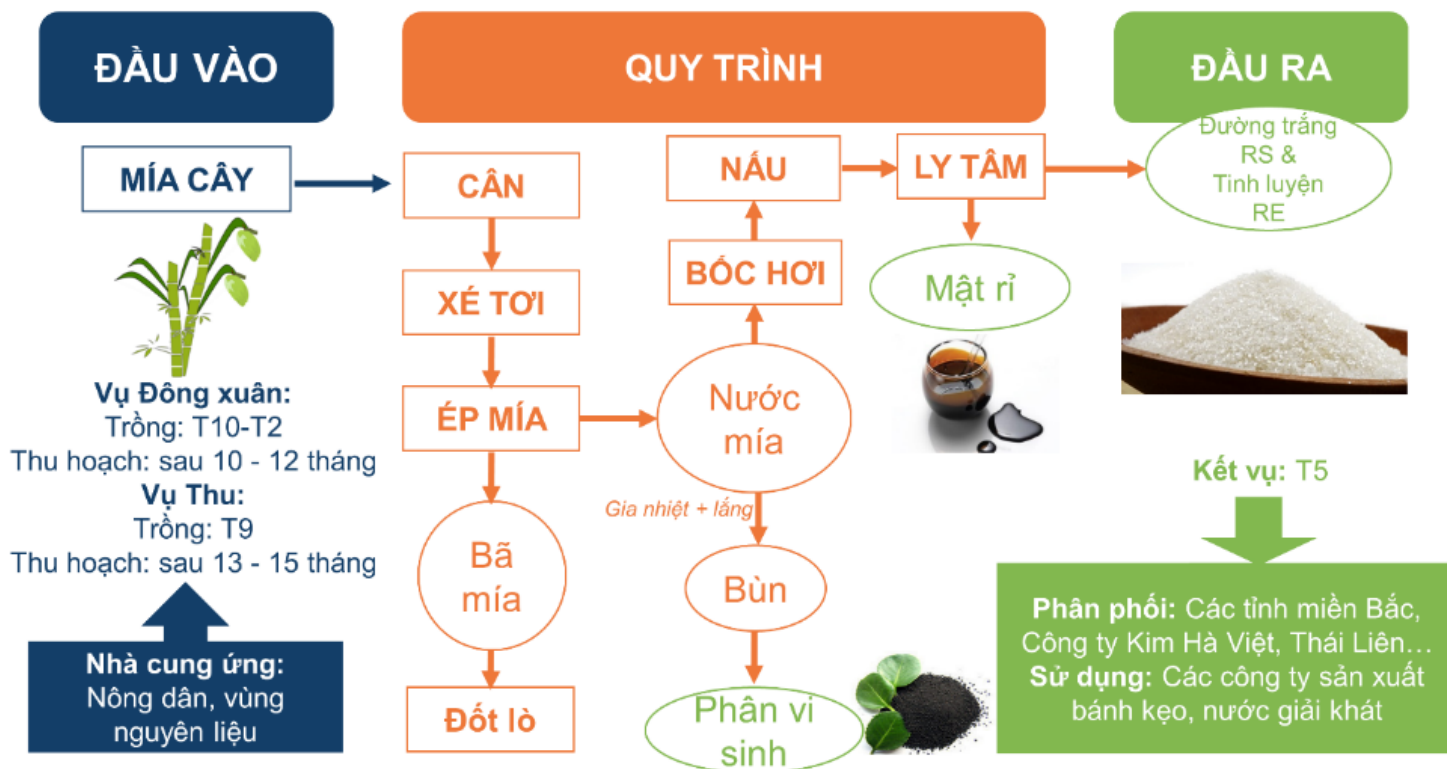
Nguồn: SLS

2. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính: Sản xuất và kinh doanh đường

Hoạt động kinh doanh chính của SLS là sản xuất và kinh doanh đường, luôn chiếm hơn 80% doanh thu của doanh nghiệp. Những hoạt động khác như sản xuất và kinh doanh phân bón đóng góp 8% vào doanh thu cùng kỳ, sản xuất và kinh doanh nông sản, kinh doanh xăng dầu đóng góp 4%, doanh thu khác chiếm 1% tổng doanh thu. Bên cạnh đó, doanh thu của doanh nghiệp cũng tăng trưởng hàng năm cùng với việc đầu tư phát triển vùng nguyên liệu mía, nâng cấp dây chuyền thiết bị công nghệ tiên tiến nhằm củng cố vững thị phần kinh doanh chính của doanh nghiệp.

3. Quy trình sản xuất đường

Biểu đồ 2: Chuỗi giá trị lĩnh vực sản xuất và kinh doanh đường của SLS



Nguồn: SLS – FPTs Research

Hoạt động kinh doanh mang lại nguồn thu lớn nhất cho SLS là sản xuất và kinh doanh đường, ngoài ra các sản phẩm phụ sau đường hoặc trong quá trình sản xuất như mật rỉ, phân vi sinh cũng nằm trong chuỗi giá trị của hoạt động sản xuất đường.

Đầu vào của Chuỗi giá trị là mía cây (mía nguyên liệu) được cung ứng từ nông dân và vùng nguyên liệu của doanh nghiệp. Trong quá trình sản xuất đường, những phụ phẩm thu được từ mía gồm có: Bã mía, Bùn lọc, Mật rỉ. Trong đó bã mía chiếm 25 – 50% trọng lượng mía ép. Ở SLS, bã mía được dùng làm nguyên liệu đốt lò hơi. Hơi của lò một phần nhỏ dùng cho hệ thống ly tâm, phần lớn còn lại dùng cho hệ thống tua bin máy phát điện, sau đó được chuyển qua đường ống đến các thiết bị sử dụng hơi như gia nhiệt, nấu đường. Sau quá trình chày của lò hơi, bã mía được đưa đến hệ thống băng tải vớt tro, tro cùng với bùn lọc sau khi đã lọc từ nước mía được dùng để sản xuất phân vi sinh.

Bên cạnh đó, mật rỉ chiếm từ 3 – 5% trọng lượng mía đem ép. SLS sau khi thu được mật rỉ sẽ bán trực tiếp chứ không tiếp tục chế biến thành các sản phẩm khác như rượu, tinh dầu hay nhiên liệu đốt.

Sau quy trình chế biến đường, **SLS thu được sản phẩm là đường kính trắng RS (Refined Standard)**. Sản phẩm này có độ đường kê từ 96 – 99%, tinh thể đường có bám một lớp mật đường màu vàng. Tuy vẫn được sử dụng trong tiêu dùng hàng ngày, nhưng mục đích chính của đường RS là dùng để **sản xuất đường tinh luyện RE (Refined Extra)** – dùng trong chế biến thực phẩm cao cấp, đầu vào chế biến thực phẩm, nước giải khát.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Thổ nhưỡng và điều kiện tự nhiên của Sơn La đem lại mía có năng suất và chữ đường cao nhất miền Bắc

Vùng nguyên liệu là yếu tố quan trọng nhất cần được tập trung và phát triển của các doanh nghiệp mía đường. SLS hiện có vùng nguyên liệu rộng 6,164.33 ha. Dù không phải là doanh nghiệp có vùng nguyên liệu rộng lớn, nhưng SLS có thế mạnh về điều kiện tự nhiên so với các doanh nghiệp khác. Nhờ đó, năng suất mía nguyên liệu của doanh nghiệp cao hơn, cũng như đem lại mía có chữ đường cao hơn các doanh nghiệp trong nước.

Bảng 1: So sánh chữ đường mía một số doanh nghiệp trong ngành (2016/2017)

Doanh nghiệp	Vùng nguyên liệu (ha)	Năng suất mía (tấn/ha)	Chữ đường (CCS)	Tỷ lệ tiêu hao Mía/đường
Đường Sơn La	6,164	69.4	10.0	7.78
Đường Cao Bằng	2,300	60.0	10.4	8.80
Đường Sơn Dương - Tuyên Quang	10,095	53.1	10.4	9.66
Đường Lam Sơn	13,000	67.0	10.0	9.47
Đường Kon Tum	3,000	68.4	8.69	9.58
Đường Thành Thành Công Tây Ninh	24,449	69.0	8.58	10.30
Đường Cần Thơ	15,000	65.6	10.08	10.67

Nguồn: FPTs Research

Vùng nguyên liệu mía của SLS nằm tập trung ở 2 huyện Mai Sơn và Yên Châu. Mặc dù khu vực Trung du và Miền núi phía Bắc gặp khó khăn trong việc phát triển vùng nguyên liệu do địa hình đồi núi, cơ giới hóa khó khăn nhưng điều kiện thổ nhưỡng tại tỉnh Sơn La đã đáp ứng tương đối tốt các điều kiện sinh trưởng của cây mía.

Bảng 2: Điều kiện tự nhiên ảnh hưởng tới vùng nguyên liệu

Yếu tố tự nhiên	Yêu cầu	Sơn La	Đánh giá
Địa hình	Độ dốc không quá 15 độ	Đồi núi, khuất phía Tây dãy Hoàng Liên Sơn	Trung bình
	Cao: 700 – 800m	Đất bị chia rẽ nhiều. Cao 600-700m	
Nhiệt độ	20 – 25 độ C	20 – 25 độ C	Tốt
Ánh sáng	Tối thiểu 1,200 giờ nắng	1,800 – 2,000 giờ nắng	Tốt
	Tốt nhất: 2,000 – 3,000 giờ nắng		
Đất	pH: 4 - 9, thích hợp nhất là 5.5 – 7.5	Chủ yếu là đất đỏ vàng, ít đất phù sa. pH từ 4.0 – 5.5	Trung bình
	Dễ thoát nước	Đất có độ dốc < 15 độ: 13 – 18% diện tích đất (còn lại là diện tích đồi núi)	
Lượng mưa	1,500 mm/năm	1,400 – 2,000 mm/năm	Tốt

Nguồn: Viện nghiên cứu Mía đường Việt Nam

Mía là cây trồng hàng năm, nhưng lại có thể tái sinh lưu gốc như cây lâu năm, trồng một lần và thu hoạch nhiều vụ (một vụ tơ và các vụ gốc). Một ruộng mía tốt có thể kéo dài từ 5 – 7 năm. Chi phí sản xuất vụ gốc thấp hơn khoảng 30% chi phí sản xuất vụ tơ do giảm chi phí ở khâu làm đất, giống mía và công trồng. Ngoài ra mía gốc tăng trưởng nhanh hơn mía tơ, năng suất cũng như hàm lượng đường trên mía gốc luôn cao hơn mía tơ.

Các yếu tố thời tiết ảnh hưởng rất lớn đến mía cây trong mỗi giai đoạn trưởng thành:

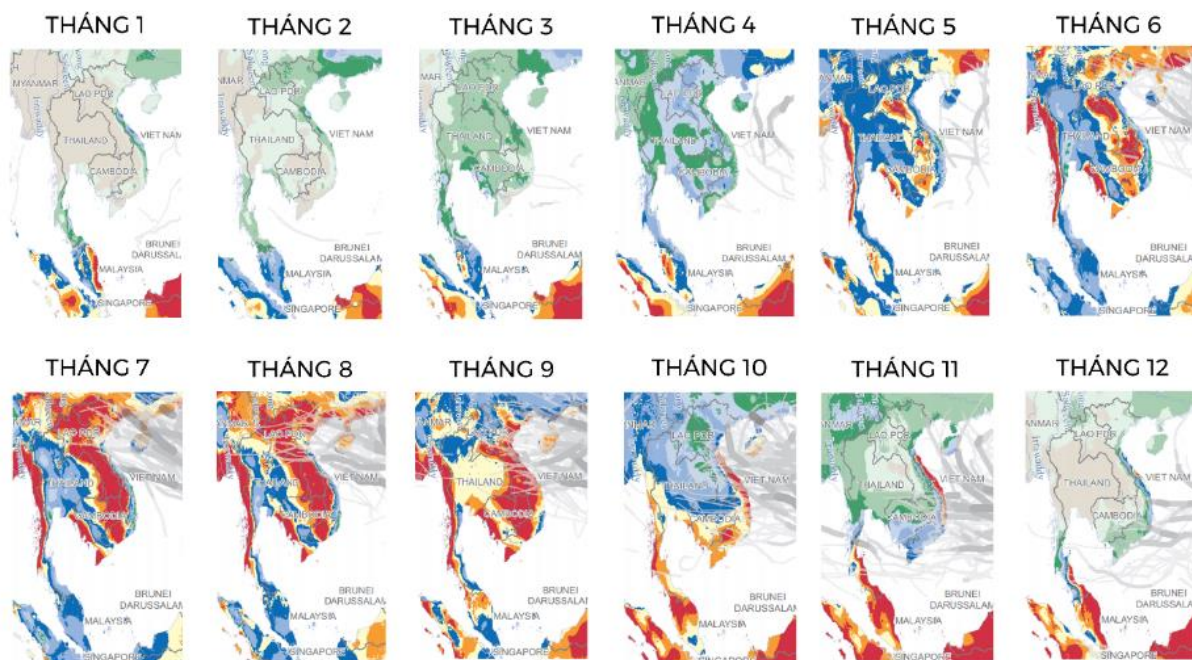
- (1) Thời kỳ nảy mầm, mía cần nhiệt độ trên 15 độ C và dưới 40 độ C, tốt nhất là từ 26 – 33 độ C.
- (2) Thời kỳ sinh trưởng, cây mía cần khoảng 2,000 – 3,000 giờ chiếu sáng và lượng mưa tối thiểu từ 1,500 mm/năm.
- (3) Khi mía chín, hàm lượng đường trong thân mía đạt tối đa nên cần được thu hoạch sau một thời gian khô ráo. Mưa nhiều trong giai đoạn mía chín sẽ làm giảm lượng đường trong mía.

Ở khu vực Trung du và miền núi phía Bắc, mía được trồng thành 02 vụ:

- (1) Vụ Đông Xuân (vụ chính): trồng từ tháng 11 đến tháng 3 năm sau, thu hoạch khi cây mía được 10 đến 12 tháng tuổi (tức tháng 9 năm sau tới tháng 3 năm sau nữa). Tránh trồng mía giai đoạn tháng giêng khi thời tiết quá lạnh vì khi ấy mía sẽ nảy mầm kém.
- (2) Vụ Thu: trồng tháng 9, thu hoạch sau 13 – 15 tháng (tháng 10 tới tháng 12 năm sau). Do thời gian sinh trưởng kéo dài nên năng suất mía thường rất cao. Nhược điểm là khi cây lớn (tầm 10 – 12 tháng tuổi) trùng với thời điểm mưa bão nhiều (tháng 7 đến tháng 9) nên dễ bị đổ ngã.

Hiện nay, SLS đang trồng vụ chính Đông Xuân, thời gian thu hoạch từ tháng 9 đến tháng 3. Giai đoạn này khu vực Trung du và miền núi Bắc Bộ ít gặp bão lũ hơn khu vực Duyên hải miền Trung và Đông Nam Bộ (Biểu đồ 5). Ngoài ra, SLS đang thực hiện chương trình trồng mía vụ Thu, dự kiến tăng năng suất lên 20 – 30% so với vụ chính Đông Xuân hiện tại. Chương trình này giúp giải quyết được trễ vụ cho người nông dân, tránh trùng với vụ ngô, giải quyết được vấn đề thiếu nhân công và sức ép phải tăng công suất. Như vậy, sắp tới SLS có thể thu hoạch và ép mía trong 6 tháng, từ tháng 9 đến tháng 3.

Biểu đồ 3: Lượng mưa trung bình hàng tháng qua các năm (cập nhật 19/07/2017)

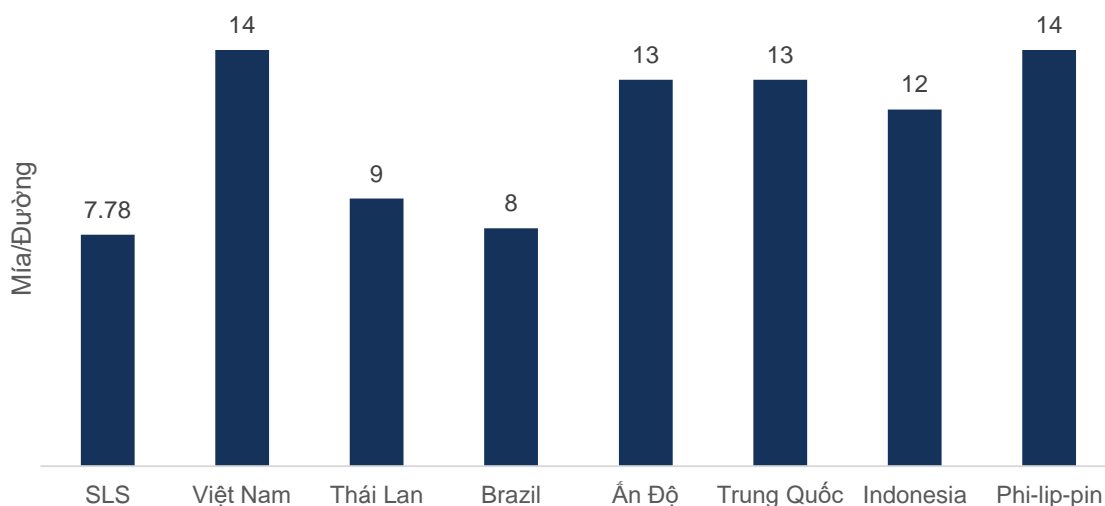


Nguồn: UNESCO OCHA

Nhờ những thuận lợi trên, SLS đạt năng suất mía trung bình cao nhất cả nước và nằm trong top những doanh nghiệp có chữ đường cao toàn ngành.

2. SLS đạt hiệu quả cao trong sản xuất do có hiệu suất mía/đường thấp nhất cả nước

Biểu đồ 4: So sánh hiệu suất mía/đường của SLS và trung bình các nước trên thế giới (2016/2017)



Nguồn: FPT'S Research

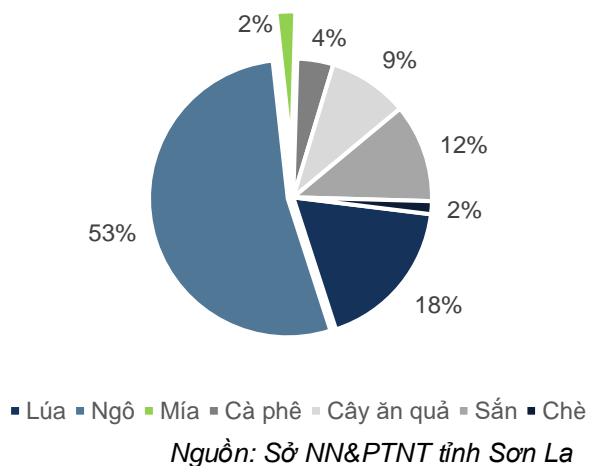
Hiệu suất mía/đường hay còn gọi là tỷ lệ chuyển đổi mía/đường là số lượng mía mỗi nhà máy mía đường sử dụng để luyện 1 tấn đường. Tỷ lệ càng thấp thì hiệu quả càng cao. SLS có hiệu suất mía/đường niên vụ 2016/2017 đạt 7.78, thấp nhất trong các doanh nghiệp mía đường trên cả nước và thấp hơn nhiều so với trung bình của Việt Nam, 14 tấn mía cho sản xuất 1 tấn đường. Hiệu suất 7.78 của SLS gần như tương đồng với hiệu suất trung bình của các quốc gia sản xuất mía đường lớn nhất thế giới là Brazil và Thái Lan. Như vậy, giá thành của SLS rất thấp khi có thể tận dụng triệt để sản lượng mía dùng để luyện đường cũng như giá thu mua mía rẻ.

SLS có hiệu suất mía/đường tốt là do:

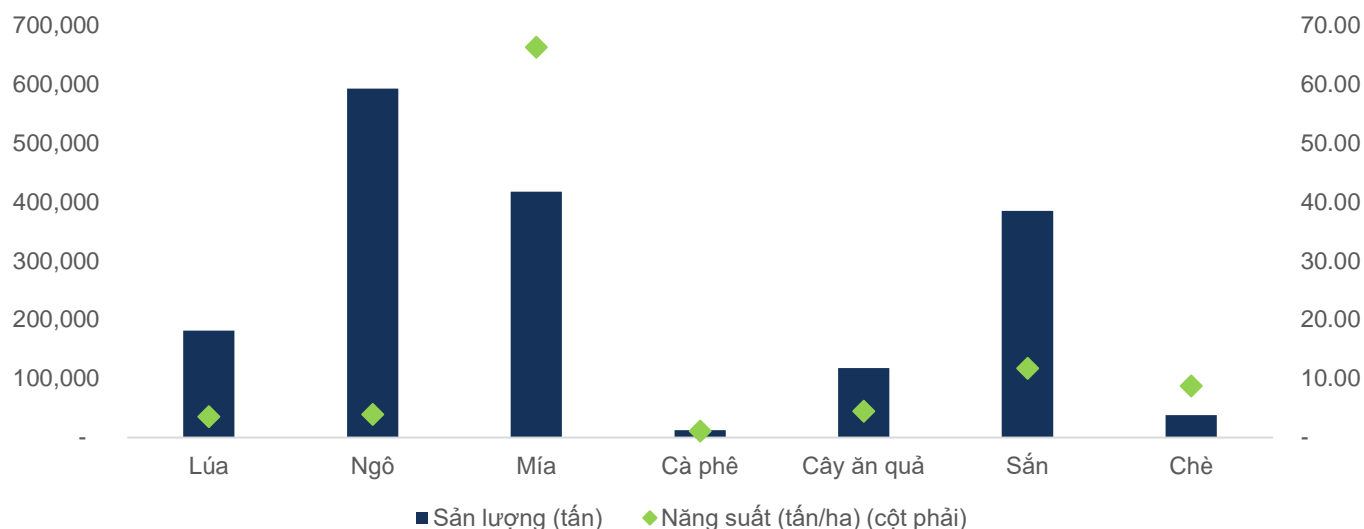
- (1) Chứa đường cao: Như đã phân tích ở trên, điều kiện thổ nhưỡng và thời tiết thuận lợi, cùng với giống mía tốt khiến cho chứa đường mía nguyên liệu của SLS trong top cao cả nước.
- (2) Thay đổi công nghệ ([Phụ lục 1](#)): Niên vụ 2016/2017, SLS đã thay đổi toàn bộ công nghệ cũ từ Trung Quốc thành công nghệ mới Ấn Độ. Có thể thấy dây chuyền sản xuất mới này đã đem lại hiệu quả tích cực cho doanh nghiệp. *Kết quả của dây chuyền được thể hiện rõ nhất qua hiệu suất mía/đường của doanh nghiệp niên vụ 2016/2017 (7.78), giảm 1 tấn mía so với những năm trước kia.*
- (3) Tổ chức sau thu hoạch đạt hiệu quả, công tác thu mua và ép mía kịp thời để giữ được tối đa lượng đường trong mía.

3. Vùng nguyên liệu mía ổn định, được chú trọng phát triển và ít bị tác động bởi yếu tố thời tiết

Biểu đồ 5: Cơ cấu diện tích trồng nông sản tỉnh Sơn La 2016



Tỉnh Sơn La luôn đánh giá cao năng suất cũng như giá trị kinh tế mà cây mía đem lại cho vùng. Tại Sơn La, diện tích đất nông nghiệp trồng mía chỉ chiếm 2% cơ cấu diện tích trồng nông sản trong năm 2016, nhưng đạt sản lượng hơn 400,000 tấn, năng suất cao nhất trong các cây trồng nông nghiệp, đem lại doanh thu gần 400 tỷ đồng cho nông dân (giá thu mua mía khoảng 900,000 đ/kg). Diện tích vùng trồng mía luôn được ổn định và phát triển qua từng năm dưới sự chỉ đạo của lãnh đạo sở ban ngành cùng với ban lãnh đạo SLS, ít cạnh tranh với cây trồng khác. Không chỉ vậy, SLS có lợi thế khi hoạt động ở khu vực có nhà máy đường thừa thớt nên rất ít cạnh tranh về vùng nguyên liệu.

Biểu đồ 6: Sản lượng và năng suất cây nông nghiệp Sơn La năm 2016


Nguồn: Sở NN&PTNT tỉnh Sơn La

Ngoài ra, Sơn La thuộc khu vực ít bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết. Theo đánh giá dữ liệu lịch sử, so với khu vực trồng mía chính khác như Bắc Trung Bộ, Duyên Hải miền Trung và Đông Nam Bộ (Biểu đồ 3), lượng mưa và bão nhiệt đới ảnh hưởng tới Sơn La có cường độ nhẹ hơn.

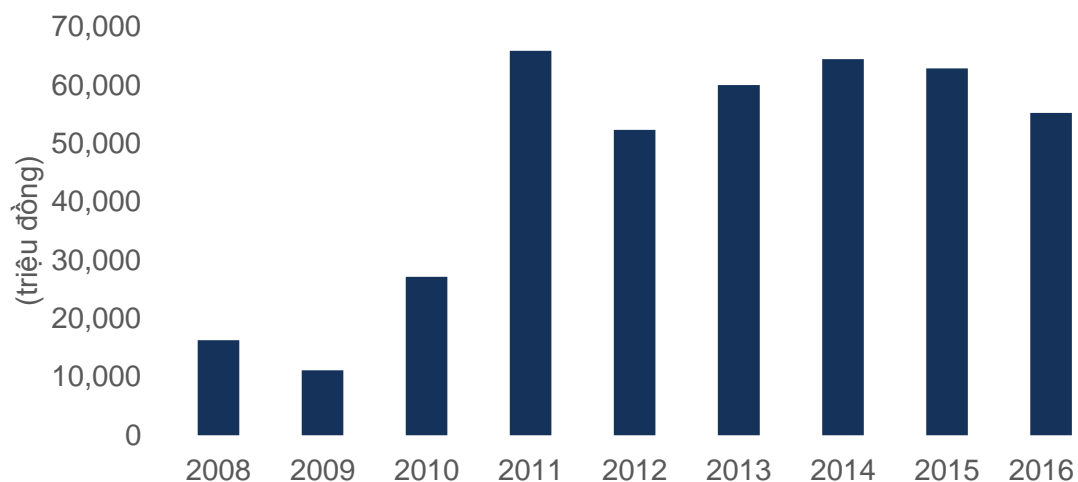
Ví dụ như cơn bão số 10 trong tháng 9/2017 vừa qua, sau khi đổ bộ vào miền Trung đã tàn phá rất nặng nề và gây thiệt hại cho nhiều tỉnh ven biển, không chỉ về tài sản mà cả về người. Sau cơn bão này, Mía đường Lam Sơn (LSS) đã thiệt hại từ 3,000 đến 4,000 ha mía, tương đương với hơn 30% tổng diện tích vùng nguyên liệu. Những năm trước kia, mưa lũ cũng có ảnh hưởng tới SLS, nhưng chỉ ở mức ảnh hưởng từ 200 – 400 ha (4 – 8% diện tích vùng nguyên liệu).

SLS tiếp tục đầu tư và mở rộng vùng nguyên liệu mía, dự đoán đạt 8,800 ha niên vụ 2021/2022

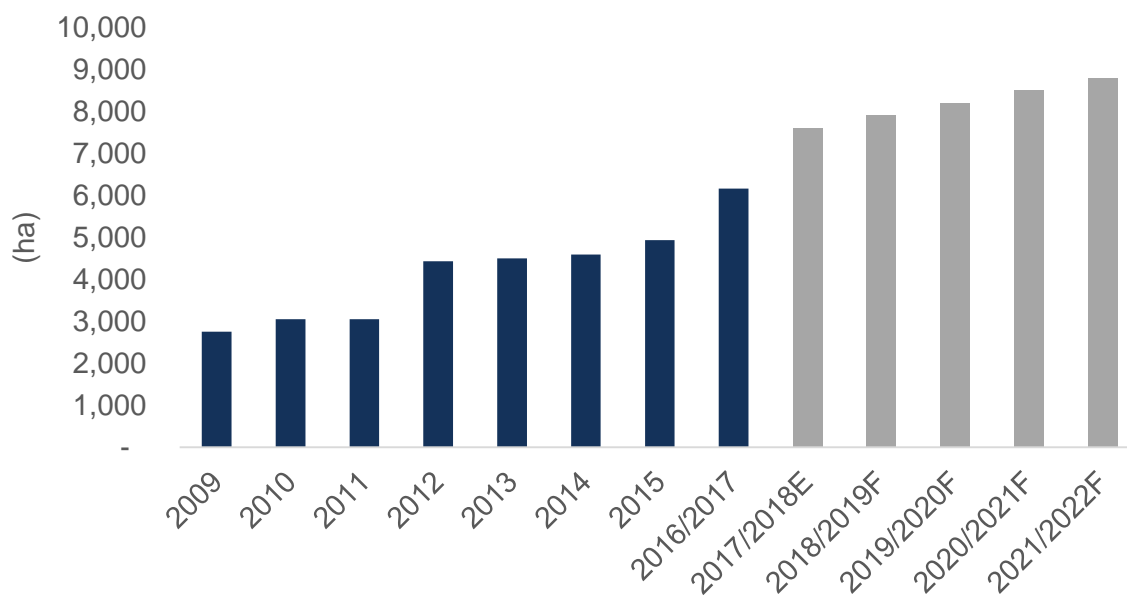
Diện tích vùng nguyên liệu của SLS tăng với tốc độ tăng trưởng 13.9%. Niên vụ 2016/2017, vùng nguyên liệu của SLS đạt 6,164 ha, cao thứ 02 trong các doanh nghiệp mía đường tại khu vực Trung du và miền núi Bắc Bộ, và bằng 2% tổng diện tích mía cả nước. Đạt năng suất gần 70 tấn/ha, cao hơn năng suất trung bình của cả nước ở mức 63 tấn/ha. Niên vụ 2017/2018, SLS nâng diện tích vùng nguyên liệu lên 7,600 ha, vượt kế hoạch 7,000 ha vào năm 2020 trước kia.

Giai đoạn 2012 tới 2016, SLS đã đầu tư nguồn vốn trung bình hơn 50 tỷ mỗi năm (khoảng 20% giá trị tổng tài sản) cho việc phát triển vùng nguyên liệu, chi phí bao gồm chi phí hỗ trợ giá vốn mía giống, phân bón, thuốc sâu cho người nông dân.

FPTS dự đoán, với công suất ép mía 5,000 TMN hiện nay của SLS, công ty có thể ép được tối đa 600,000 tấn đường trong 120 ngày ép. Ngoài ra, chúng tôi dự đoán năng suất mía nguyên liệu của SLS sẽ giữ nguyên ở mức 65 tấn/ha, vì cần theo dõi thêm yếu tố thời tiết trong thời gian tới. Như vậy, từ nay tới 2021/2022, SLS sẽ nâng dần diện tích vùng nguyên liệu lên 8,800 ha.

Biểu đồ 7: Chi phí đầu tư vùng nguyên liệu


Nguồn: SLS

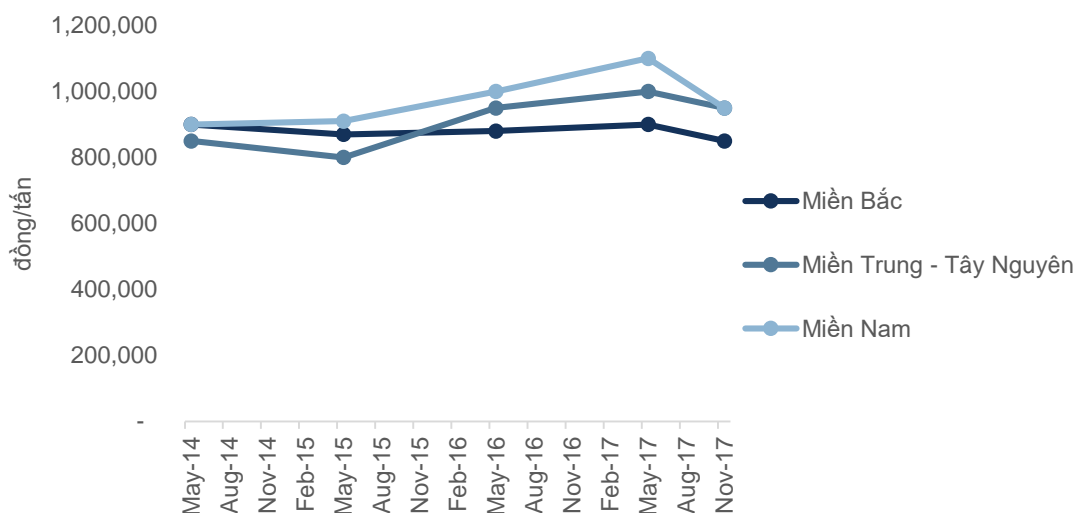
Biểu đồ 8: Dự phóng diện tích vùng nguyên liệu


Nguồn: FPT S Research

4. Giá thu mua mía của SLS thấp hơn so với các doanh nghiệp niêm yết khác

Theo thống kê của Agroinfo, mía nguyên liệu là chi phí lớn nhất của một nhà máy đường, chiếm khoảng 74% chi phí. Đối với SLS, chi phí nguyên liệu niên vụ 2016/2017 chiếm 84% chi phí sản xuất theo yếu tố. Với sản lượng mía đạt 427,805 tấn mía, chi phí dành cho việc thu mua mía, vận chuyển, hỗ trợ cho nông dân trồng mía là 923,000 đồng/tấn mía. Sau khi trừ các chi phí khác, giá thu mua mía của SLS là 850,000 – 880,000 đồng/tấn mía. Trong khi đó, một số doanh nghiệp khác như LSS có giá thu mua mía vào khoảng 1,000,000 đến 1,100,000 đồng/tấn, KTS có giá thu mua mía khoảng 950,000 đồng/tấn mía.

Biểu đồ 9: Biến động giá thu mua mía 10 CCS trên toàn quốc



Nguồn: FPT S Research

Niên vụ 2016/2017, một số nhà máy bắt đầu ép mía từ tháng 7 năm 2016 và kết thúc vụ vào tháng 6 năm 2017. Vào thời điểm tháng 5/2016, giá thu mua mía 10 CCS trên ruộng là 850,000 đến 920,000 đồng/tấn. Tháng 5/2017, giá thu mua mía cho vụ 2017/2018 đạt 950,000 – 1,050,000 đồng/tấn mía (+12% yoy). Hiện tại, giá mua mía tháng 11/2017 cho đợt ép tháng 12 là 850,000 đồng/tấn (-15% yoy).

Như vậy, SLS có lợi thế mua được mía với giá rẻ hơn so với trung bình cả nước và các doanh nghiệp khác.

5. SLS đang được miễn thuế Thu nhập doanh nghiệp từ hoạt động chế biến nông sản do vị trí nhà máy ở địa bàn có điều kiện kinh tế - xã hội đặc biệt khó khăn

Theo Thông tư số 96/2015/TT-BTC ngày 22/6/2015 của Bộ Tài Chính, SLS đang được miễn thuế Thu nhập doanh nghiệp từ hoạt động chế biến nông sản do nhà máy đặt tại thị trấn Hát Lót, một huyện khó khăn của tỉnh Sơn La. Trong niên vụ 2016/2017, SLS chịu mức thuế 0.4%, so với các doanh nghiệp khác như: CBS – 11.5%, LSS – 14.3%.

Đây là một lợi thế của SLS khi hoạt động kinh doanh chính của công ty là sản xuất và kinh doanh đường, một mặt hàng nông sản.

IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA SLS

Niên vụ 2016/2017, SLS đã chuyển hướng sang kinh doanh đường trong nước thay vì bán sang Trung Quốc qua đường tiểu ngạch như trước do Trung Quốc hạn chế nhập khẩu qua tiểu ngạch cũng như đưa ra các chính sách thắt chặt nhập khẩu đường. Sau khi nâng cấp dây chuyền sản xuất cũng như đầu tư nhà máy luyện đường RE, đường của SLS đạt chất lượng cao hơn và tốt hơn, đủ tiêu chuẩn là nguyên liệu đầu vào của một số nhà máy sản xuất bánh kẹo và nước giải khát. Tuy nhiên, SLS không công khai khách hàng sử dụng trực tiếp sản phẩm của mình mà chỉ bán qua các công ty đường thương mại.

Theo nhận định, SLS vẫn có thể đảm bảo được đầu ra tại các công ty thương mại này, trong bối cảnh hội nhập sắp tới, giá bán đường sẽ là yếu tố quyết định tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

FPTS dự đoán, trong niên vụ 2017/2018 sắp tới SLS có thể đạt sản lượng đường từ 50,000 – 60,000 tấn đường (+15% yoy). Ngoài ra, lượng đường tồn kho cuối vụ 2016/2017 đạt giá trị 191 tỷ đồng, khoảng 24,000 – 26,000 tấn đường. Trong Quý 1 niên vụ 2017/2018, SLS đã bán được 10,296 tấn đường trong đó có đường của niên vụ cũ, với mức giá 12,805 đồng/kg.

Dưới đây là dự phóng về sản lượng, doanh thu và giá bán đường của doanh nghiệp trong thời gian tới:

a) Sản lượng đường bán:

Với diện tích vùng nguyên liệu tăng dần lên 8,800 ha niên vụ 2021/2022, cùng với năng suất mía dao động từ 64 – 68 tấn/ha, SLS có khả năng sản xuất được 582,406 tấn mía nguyên liệu niên vụ 2021/2022.

Giả định công ty sẽ sử dụng 92% sản lượng mía để ép, hiệu suất mía/đường ở mức 8 tấn mía ra 1 tấn đường. Như vậy, sản lượng đường sản xuất của doanh nghiệp niên vụ 2017/2018 đạt khoảng 56,313 tấn đường và lên tới 66,320 tấn đường niên vụ 2021/2022. Niên vụ 2017/2018, SLS có khả năng bán được 49,273 tấn đường.

b) Giá bán đường và doanh thu:

Giá thành sản xuất bao gồm chi phí nguyên vật liệu, chi phí khấu hao, chi phí nhân công và một số chi phí khác. Giả định giá thu mua mía trong những niên vụ tới ở mức 900,000 – 940,000 đồng/tấn mía 10 CSS, giá thành sản xuất đường của SLS niên vụ 2017/2018 là 10,472 đồng/kg. Giá bán đường niên vụ này và các vụ sau giữ nguyên ở mức 12,500 đồng/kg.

Dự báo:

Niên vụ 2017/2018, doanh thu thuần từ kinh doanh đường, mật rỉ và các sản phẩm khác dự kiến đạt 714 tỷ đồng (+33% yoy), lợi nhuận gộp trước thuế đạt 92 tỷ đồng (-43% yoy).

V. RỦI RO ĐẦU TƯ

1. Cạnh tranh về giá đường với Thái Lan

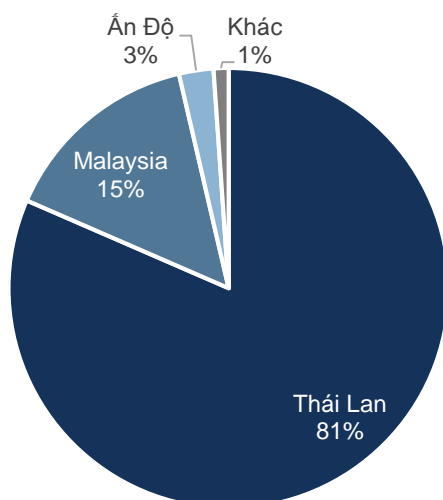
Niên vụ 2017/2018 là một niên vụ khó khăn cho không chỉ riêng SLS mà là cả ngành đường Việt Nam khi hiệp định ATIGA sẽ chính thức có hiệu lực ngày 01/01/2018. Hiệp định này sẽ xóa bỏ toàn bộ hạn ngạch trước đây giữa các quốc gia trong khối ASEAN, đồng thời giảm mức thuế suất 30% về 0%, trừ các quốc gia: Việt Nam (5%), Philipin (5%), Indonesia (5 – 10%), Myanmar (0 – 5%) và Campuchia (5%). Theo lộ trình cam kết, đến năm 2020, thuế này phải giảm về 0%. Hiệp định này sẽ tác động mạnh nhất đến ngành trong thời gian sắp tới.

Trong khối ASEAN, Thái Lan là nước có sản lượng đường lớn nhất (*chi tiết ngành đường Thái Lan: [Phụ lục 2](#)*), chiếm đến 62% sản lượng đường cả khu vực và cũng là quốc gia duy nhất xuất khẩu ròng. Các nước tự cung tự cấp trong khu vực là Việt Nam, Myanmar và Philipin. Các quốc gia nhập khẩu ròng là: Indonesia, Campuchia, Lào và Malaysia. Brunei và Singapore không sản xuất đường.

Biểu đồ 10: Ngành đường ở ASEAN theo sản lượng năm 2016

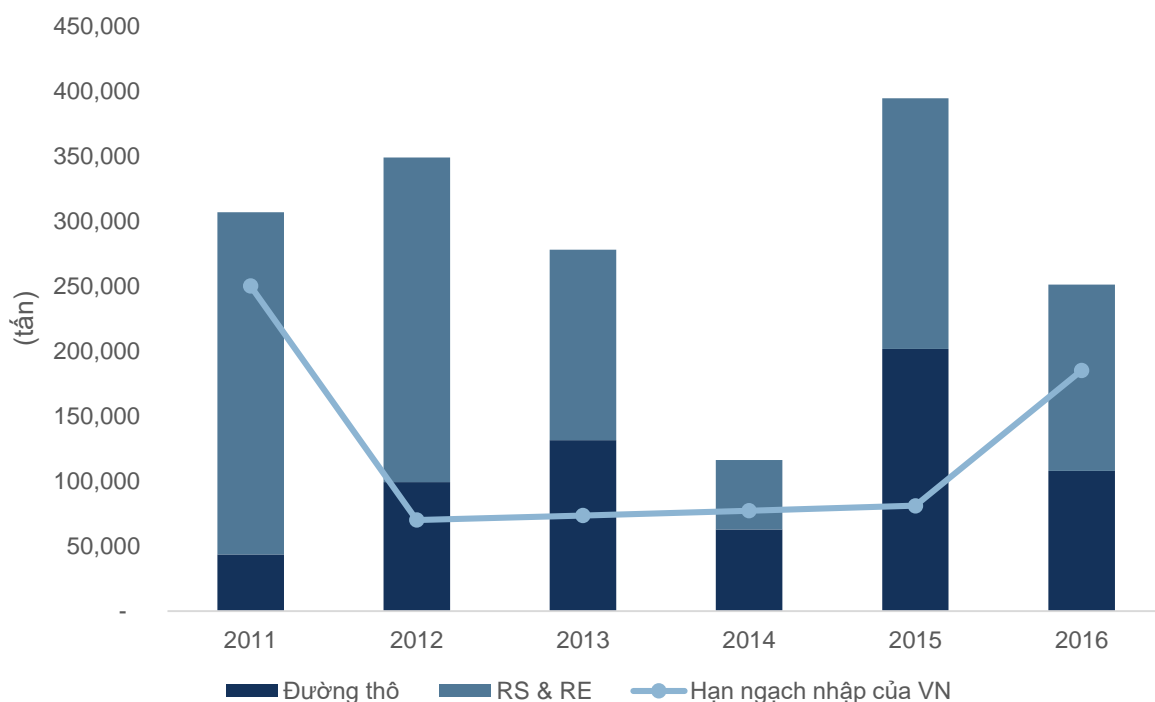


Nguồn: USDA

Biểu đồ 11: Thị trường nhập khẩu đường tinh luyện của Việt Nam


Nguồn: Tổng cục Hải quan

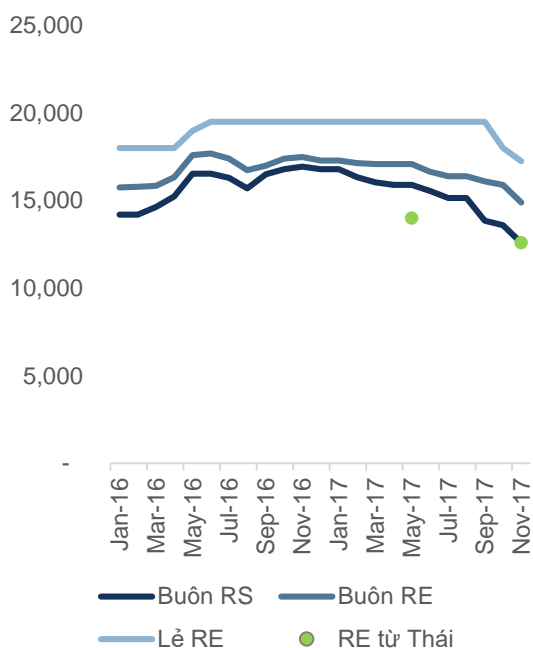
Thái Lan là thị trường nhập khẩu đường chủ yếu của Việt Nam qua các năm. Năm 2016, Việt Nam nhập 81% hạn ngạch nhập khẩu từ Thái Lan, 15% từ Malaysia, 3% từ Ấn Độ và 1% từ các quốc gia khác. Tuy nhiên, theo báo cáo của Bộ Nông nghiệp Thái Lan, sản lượng xuất khẩu đường từ Thái Lan sang Việt Nam luôn cao hơn mức hạn ngạch nhập khẩu cho phép. Năm 2012, sản lượng chênh lệch lên tới 278 nghìn tấn đường, năm 2015 lệch 313 nghìn tấn đường. Như vậy đây là sản lượng đường nhập lậu tối thiểu có thể tính toán đã tràn về Việt Nam trong các năm vừa qua. Theo số liệu các doanh nghiệp ước tính, lượng đường nhập lậu và gian lận thương mại là 400,000 – 500,000 tấn đường.

**Biểu đồ 12: Sản lượng đường Thái Lan xuất khẩu sang Việt Nam
Và hạn ngạch nhập khẩu đường của Việt Nam**


Nguồn: Tổng cục Hải quan

Như vậy, ngành đường Việt Nam không chỉ phải cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành mà còn cạnh tranh cao với đường nhập lậu từ Thái Lan có giá bán rẻ hơn nhiều so với giá đường trong nước. Theo khảo sát của VSSA, đầu tháng 5/2017, giá bán buôn đường kính trắng ở Hà Nội là từ 15,600 – 16,300 đồng/kg, miền Trung từ 15,000 – 15,400 đồng/kg, TP.HCM từ 15,600 – 16,400 đồng/kg. Trong khi đó, giá đường Thái Lan nhập ở cửa khẩu Lao Bảo (Quảng Trị) chỉ có giá 14,000 đồng/kg, ở Đông Hà (Quảng Trị) là 14,500 đồng/kg, ở biên giới Tây Nam là 14,500 đồng/kg và ở TP.HCM là 15,000 đồng/kg.

Biểu đồ 13: Giá đường trong nước và giá đường Thái Lan tại cửa khẩu



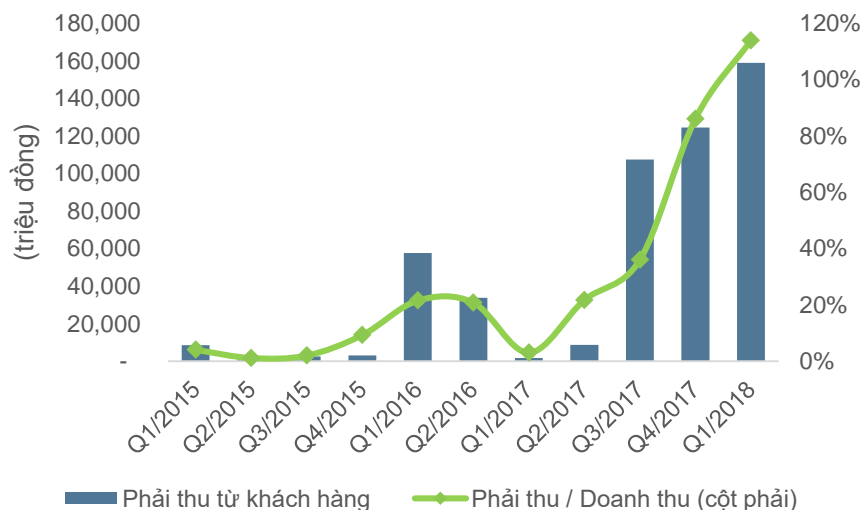
Nguồn: FPTTS Research

Theo dự đoán, khi giá đường Thái Lan giảm 10 – 15% sau khi thay đổi chính sách về giá và hạn ngạch bị xóa bỏ hoàn toàn (Phụ lục 1), giá đường nhập từ Thái Lan về Việt Nam sẽ vào khoảng 12,600 – 13,500 đồng/kg (bao gồm thuế và phí vận chuyển). Trong khi đó, giá bán buôn đường RS của Việt Nam tháng 11/2017 là 12,600 đồng/kg (-16% so với cuối niên vụ trước, tháng 5/2017), giá bán buôn đường RE là 14,900 đồng/kg và giá bán lẻ đường RE là 17,250 đồng/kg.

Áp lực cạnh tranh với đường Thái Lan sẽ khiến giá đường trong nước tiếp tục giảm sâu thêm và tạo nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp mía đường trong nước. Với mức giá bán 12,500 đồng/kg, SLS hoàn toàn có khả năng cạnh tranh với đường Thái Lan.

2. Bị chiếm dụng vốn do khoản phải thu từ các công ty thương mại liên quan tăng cao

Biểu đồ 14: Phải thu từ khách hàng



Nguồn: SLS

SLS không bán trực tiếp đường mà phân phối qua các doanh nghiệp thương mại, làm giảm tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp. Mặt khác, các doanh nghiệp này đều là người trong gia đình của Ban lãnh đạo, điều này làm xuất hiện các nghi ngại trong việc SLS có thể thay đổi giá bán và sản lượng đường bán. Tuy nhiên, ban lãnh đạo và gia đình đều là những người có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực kinh doanh đường nên được đặt nhiều niềm tin và kỳ vọng trong việc lèo lái doanh nghiệp vượt qua những khó khăn sắp tới. Không chỉ vậy, ban lãnh đạo và người thân trong gia đình nắm trên 50% cổ phiếu của SLS nên mọi hoạt động của doanh nghiệp sẽ hướng tới lợi ích lớn nhất của cổ đông.

Khoản phải thu của SLS đã tăng mạnh trong niên vụ vừa rồi đến từ các khoản phải thu với các khách hàng mới: CTCP Vương Quốc Việt, Công ty TNHH An Hà, Công ty TNHH Nam Phương Hà Tiên (chiếm hơn 60% khoản phải thu). Những công ty thương mại này đã đồng ý mua đường của SLS, tuy nhiên trong thời gian vừa rồi, giá đường giảm thấp và các công ty này chưa bán lượng đường này ra dẫn tới việc chậm thu từ các công ty thương mại.

3. Vùng nguyên liệu đồi núi, manh mún khó cơ giới hóa

90% diện tích vùng nguyên liệu của SLS là địa hình đồi núi, gặp nhiều khó khăn trong việc cơ giới hóa. Không chỉ vậy, địa hình đồi núi cũng gây trở ngại cho SLS trong việc tiếp tục mở rộng vùng nguyên liệu, vùng nguyên liệu của SLS rất nhỏ lẻ và manh mún. Để tiếp tục phát triển vùng nguyên liệu, SLS luôn giữ mối quan hệ tốt với nông dân, tạo điều kiện cho người dân địa phương đầu tư vùng nguyên liệu.

VI. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Tỷ suất lợi nhuận cao do giá thành giảm

Bảng 3: Kết quả hoạt động kinh doanh niên vụ 2016/2017

Đơn vị tính: triệu đồng	Cả năm 2015/2016	Cả năm 2016/2017	Tăng trưởng Y-o-Y	Kế hoạch 2016/2017	% TH so với KH
Doanh thu	605,117	548,266	-9%	591,600	92.67%
Lợi nhuận gộp	154,279	196,582	27%		
Lợi nhuận từ HĐKD	134,813	163,782	21%		
Lợi nhuận trước thuế	136,012	163,649	20%	64,600	253.3%
Lợi nhuận sau thuế	136,470	163,073	19%		
Biên lợi nhuận gộp	25%	36%	41%		
Biên lợi nhuận HĐKD	22%	30%	34%		
Biên lợi nhuận thuần	23%	30%	32%		

Nguồn: SLS

ROE niên vụ 2016/2017 đạt 39%, đạt mức cao so với các doanh nghiệp mía đường niêm yết trong ngành.

Tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD và tỷ suất lợi nhuận thuần cũng tăng so với năm ngoái.

Trong đó:

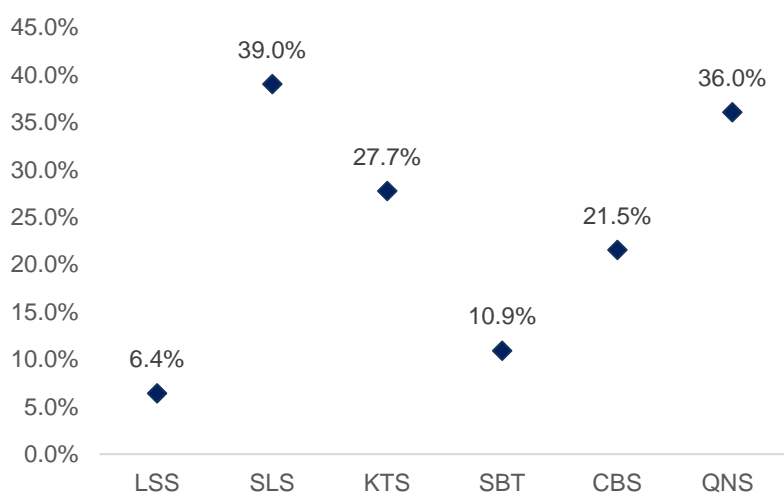
Tỷ suất lợi nhuận gộp Quý 4-2016/2017 giảm 6% so với cùng kỳ. Cả năm tài chính 2016/2017, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 41%, nguyên nhân đến từ tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường và mật rỉ tăng 25% so với niên vụ trước (từ 28% lên 35%) do giá thành thấp nhờ sản lượng tăng. Dự phóng niên vụ 2017/2018 tới, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm do giá bán đường trong nước chịu sức ép từ đường Thái Lan (sau khi thuế suất 30% và hạn ngạch được xóa bỏ từ 01/01/2018) cùng với giá thành bắt đầu tăng do chi phí khấu hao.

Trong Quý 4-2016/2017, tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD giảm 6% so với cùng kỳ năm trước đó mặc dù chi phí bán hàng giảm, doanh thu từ hoạt động tài chính tăng, là do:

(1) Chi phí quản lý doanh nghiệp trong Quý 4-2015/2016 thấp hơn Quý 4-2016/2017 do chi phí đã được đẩy vào 3 quý đầu năm 2015/2016.

(2) Chi phí lãi vay Quý 4-2016/2017 cao gấp 6 lần quý cùng kỳ, do doanh nghiệp bắt đầu trả nợ các khoản vay đầu tư nhà máy.

ROE các doanh nghiệp niêm yết trong ngành 2016/2017



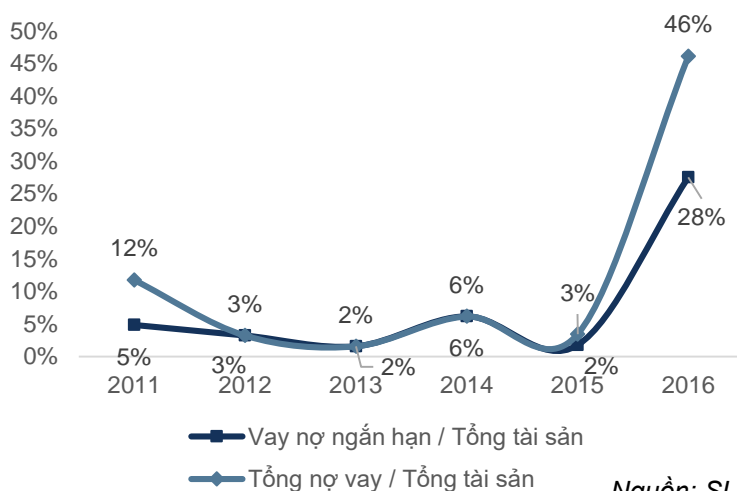
Nguồn: FPTTS Research

Tổng quan 2016/2017, doanh thu của SLS giảm nhưng lợi nhuận vẫn cao là do giá vốn hàng bán của doanh nghiệp vẫn đang ở mức thấp.

So sánh với các doanh nghiệp trong nước, SLS đạt ROE cao nhất trong ngành. Niên vụ 2016/2017, doanh thu của SLS giảm nhưng lợi nhuận vẫn cao là do giá vốn hàng bán của doanh nghiệp vẫn đang ở mức thấp.

2. Nợ vay tăng cao

Tỷ trọng nợ vay / Tổng tài sản của SLS giai đoạn 2011 - 2016

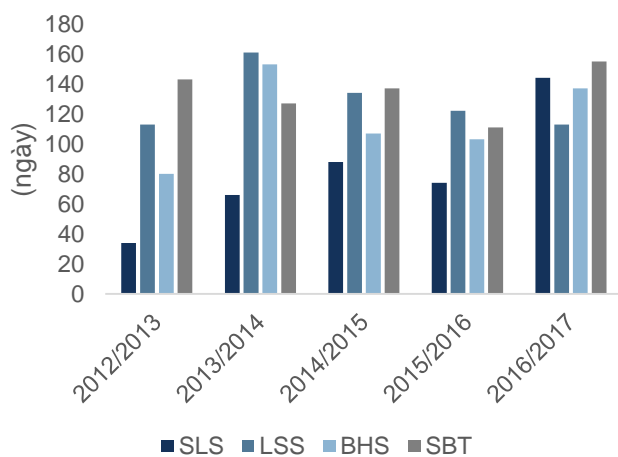


Niên vụ 2016/2017, tỷ lệ Tổng nợ vay/Tổng tài sản tăng lên 46% (niên vụ trước đó là 3%). SLS sử dụng vay ngắn hạn (252 tỷ) cho vốn lưu động phục vụ hoạt động sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp trong niên vụ.

Trong những năm trước đây, SLS hầu như không có vay nợ. Từ năm 2015, SLS vay vốn cho các dự án đầu tư của doanh nghiệp với chi phí lãi vay khoảng 8%.

3. Số ngày tồn kho tăng do chậm bán hàng

Số ngày tồn kho



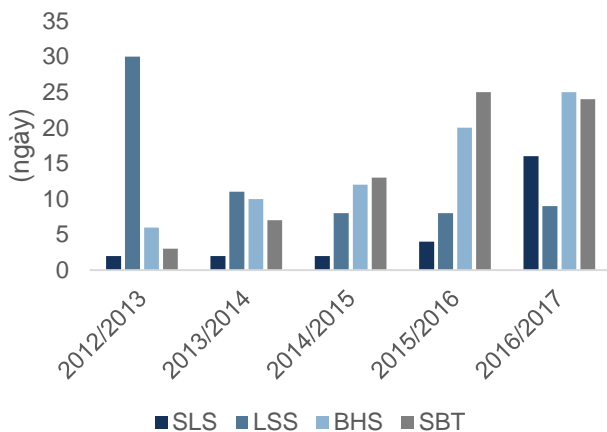
Trước 2015, số ngày tồn kho thành phẩm của doanh nghiệp duy trì ở mức thấp so với các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên ở niên vụ năm 2016/2017, số ngày tồn kho thành phẩm tăng lên rất cao (khoảng 150 ngày), không chỉ ở SLS mà cả các doanh nghiệp niêm yết khác.

Hàng tồn kho cả nước cũng đạt số lượng lớn, tính tới tháng 5/2017, lượng tồn kho cả nước lên tới 717 nghìn tấn. Trong đó, 675 nghìn tấn tồn tại các nhà máy đường, số còn lại là đường tồn kho tại các công ty thương mại.

Nguyên nhân là do niên vụ 2016/2017, đường Việt Nam cạnh tranh gay gắt với lượng đường tạm nhập tái xuất và đường lậu Thái Lan. Hàng tồn kho từ vụ 2015/2016 của SLS là khoảng 5,000 tấn đường, cùng với sản lượng 49,000 tấn đường sản xuất ra trong niên vụ 2016/2017. Sản lượng tiêu thụ của SLS năm qua ở mức 28,000 – 30,000 tấn đường. Lượng đường tồn kho còn khá nhiều, khoảng 24,000 – 26,000 tấn, tương đương với 191 tỷ đồng. Theo báo cáo của SLS, số lượng hàng tồn kho còn lại đã được khách hàng đặt mua.

4. Số ngày phải thu tăng do các doanh nghiệp thương mại chậm bán đường

Số ngày phải thu



Nguồn: FPTS Research

Số ngày phải thu của SLS thấp so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành. Tuy nhiên con số này có xu hướng tăng từ 40 – 60 ngày lên đến hơn 150 ngày niên vụ 2016/2017. Có thể nhận thấy, khó khăn trong bán hàng đã ảnh hưởng tới cả SLS cũng như các đối tác thương mại của Doanh nghiệp.

Số ngày phải thu tăng cao, dẫn tới tình trạng SLS bị chiếm dụng vốn bởi khách hàng, đặc biệt phần lớn các doanh nghiệp khách hàng là những người có liên quan tới cổ đông lớn. Chính điều này đã khiến SLS phải vay vốn nhiều khi quyết định đầu tư những dự án lớn và cho vốn lưu động trong năm.

VII. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá SLS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 80:20. Giá trị cổ phiếu SLS theo 2 phương pháp có mức bình quân là **175,800 đồng/cp**, cao hơn 5% so với mức đóng cửa ngày 08/12/2017. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu ngắn hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	177,207	30%
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	192,716	50%
2	Phương pháp so sánh		
	So sánh P/E	131,442	20%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		175,800	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2017	9.21%	Phần bù rủi ro	9.67%
Chi phí sử dụng nợ	7.30%	Hệ số Beta	0.31
Chi phí sử dụng VCSH	10.88%	Tăng trưởng dài hạn	1.5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5.40%	Thời gian dự phóng	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)		1,882
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)		112
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)		422
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		1,573
Số cổ phiếu lưu hành (tỷ cổ phiếu)		8.160
Giá mục tiêu (đồng/cp)		192,716
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		1,446
Giá mục tiêu (đồng/cp)		177,207

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	Lợi nhuận (tỷ đồng)	P/E
Đường Lam Sơn	LSS	784	2,010	137.7	5.69x
Đường Thành Thành Công	SBT	5,393	4,503	339.3	15.89x
Đường Kon Tum	KTS	166	293	42.4	3.92x
Trung bình					8.50x
Doanh nghiệp định giá	SLS	1,363		126.13	
Giá mục tiêu				đồng/cp	131,442

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (triệu đồng)	2015	2016	2017F	2018F	CĐKT (triệu đồng)	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	553,141	537,311	713,590	758,968	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	457,369	340,729	547,057	636,739	+ Tiền và tương đương	7,860	22,645	111,818	71,941
Lợi nhuận gộp	95,772	196,582	166,534	122,228	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	3,660	2,602	5,603	5,959	+ Các khoản phải thu	112,845	299,135	297,925	300,367
- Chi phí quản lí DN	16,801	21,909	26,428	30,760	+ Hàng tồn kho	37,253	212,324	198,983	231,335
Lợi nhuận thuần HĐKD	75,312	172,071	134,503	85,509	+ Tài sản ngắn hạn khác	4,687	5,609	5,609	5,609
- (Lỗ)/lãi HĐTC	3,204	-8,290	-39,148	-32,337	Tổng tài sản ngắn hạn	162,644	539,714	614,336	609,252
- Lợi nhuận khác	1,782	-132	2,846	3,503	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	220,486	532,028	563,341	574,417
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	80,298	163,649	98,201	56,675	+ Khấu hao lũy kế	(133,490)	(173,483)	(227,053)	(284,255)
- Chi phí lãi vay	0	15,808	39,526	32,876	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	86,996	358,545	336,288	290,162
Lợi nhuận trước thuế	80,298	163,649	92,509	49,670	+ Đầu tư tài chính dài hạn	3,000	-	-	-
- Thuế TNDN	1,429	575	325	175	+ Tài sản dài hạn khác	112	3,097	3,097	3,097
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	8,995	12,323	12,323	12,323
LNST	78,868	163,074	92,184	49,495	Tổng tài sản dài hạn	100,076	374,956	352,699	306,573
					Tổng Tài sản	262,720	914,669	967,035	915,825
Lưu chuyển tiền tệ	2015	2016	2017F	2018F	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Tiền đầu năm	10,695	7,860	22,645	111,818	+ Phải trả người bán	36,309	36,898	49,245	58,940
Lợi nhuận sau thuế	80,298	163,649	92,184	49,495	+ Vay và nợ ngắn hạn	4,627	251,705	136,705	96,705
+ Khấu hao	20,185	29,127	53,571	57,201	+ Quỹ khen thưởng	3,013	3,743	4,743	5,743
+ Điều chỉnh	(10,871)	(17,603)	-	-	Nợ ngắn hạn	43,949	292,346	190,693	161,388
+ Thay đổi vốn lưu động	(3,362)	(280,646)	6,495	(26,330)	+ Vay và nợ dài hạn	4,421	170,026	279,906	249,906
Tiền từ hoạt động KD	82,157	(102,072)	152,249	80,366	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-	Nợ dài hạn	4,421	170,026	279,906	249,906
+ Chi mua sắm TSCĐ	(36,735)	(239,275)	(31,314)	(11,076)	Tổng nợ	64,587	494,270	482,094	421,558
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	3,000	-	-	+ Thặng dư	3,999	3,999	3,999	3,999
+ Các hđ đầu tư khác	1,895	7,519	-	-	+ Vốn điều lệ	68,000	81,600	97,920	107,712
Tiền từ hđ đầu tư	(34,840)	(228,757)	(31,314)	(11,076)	+ LN chưa phân phối	88,530	286,393	323,617	318,152
+ Cổ tức đã trả	(44,200)	(20,400)	(32,640)	(39,168)	Vốn chủ sở hữu	198,133	420,400	484,940	494,267
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	(115,000)	(40,000)	Tổng cộng nguồn vốn	262,720	914,669	967,035	915,825
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	109,880	(30,000)					
+ Các hoạt động TC khác	-	-	5,997	-					
Tiền từ hoạt động TC	(50,152)	328,561	(31,763)	(109,168)					
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(2,836)	(2,268)	89,173	(39,877)					
Tiền cuối năm	7,860	22,645	111,818	71,941					

Chỉ số khả năng sinh lời	2015	2016	2017F	2018F	Chỉ số hiệu quả vận hành	2015	2016	2017F	2018F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.3%	36.6%	23.3%	16.1%	Số ngày phải thu	1.80	43.35	43.35	43.35
Tỷ suất LNST	14.3%	30.3%	12.9%	6.5%	Số ngày tồn kho	41.57	134.04	134.04	134.04
ROE DuPont	43.3%	52.7%	20.4%	10.1%	Số ngày phải trả	23.96	24.60	24.60	24.60
ROA DuPont	31.2%	27.7%	9.8%	5.3%	Thời gian luân chuyển tiền	19.40	152.79	152.79	152.79
Tỷ suất EBIT/doanh thu	14.5%	30.5%	13.8%	7.5%	COGS / Hàng tồn kho	12.28	1.60	2.75	2.75
LNST/LNTT	98.2%	99.6%	99.6%	99.6%					
LNTT / EBIT	100.0%	100.0%	94.2%	87.6%					
Vòng quay tổng tài sản	218.7%	91.3%	75.8%	80.6%					
Đòn bẩy tài chính	139.0%	190.4%	207.8%	192.3%					

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2015	2016	2017F	2018F
CS thanh toán hiện hành	2.70	1.66	3.04	3.55
CS thanh toán nhanh	2.08	1.01	2.05	2.20
CS thanh toán tiền mặt	0.13	0.07	0.55	0.42
Nợ / Tài sản	0.03	0.46	0.43	0.38
Nợ / Vốn CSH	0.05	1.00	0.86	0.70
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.02	0.60	0.28	0.20
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.02	0.40	0.58	0.51
Khả năng TT lãi vay	-	10.35	2.48	1.72

VIII. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Dự án nâng cấp dây chuyền sản xuất ([quay lại](#))

Dự án nâng cấp dây chuyền sản xuất và xây dựng nhà máy luyện đường RE

Trong niên vụ 2016/2017, SLS đã đầu tư 02 dự án lớn là:

(1) Dự án đầu tư nâng công suất dây chuyền chế biến đường ổn định công suất 4,000 TMN, giai đoạn I (2016 – 2017) đạt công suất 3,000 TMN:

- Tổng mức đầu tư: 203,245,000,000 đồng (chưa bao gồm VAT)
- Tổng kinh phí đã thực hiện: 201,863,313,420 đồng

(2) Dự án đầu tư nâng công suất dây chuyền chế biến đường ổn định công suất 5,000 TMN, giai đoạn II (2017 - 2018) đạt công suất 5,000 TMN:

- Tổng mức đầu tư: 262,678,000,000 đồng (chưa VAT)
- Tổng kinh phí đã thực hiện: 229 tỷ đồng

Trước đó, niên vụ 2015/2016, công ty đã đầu tư dự án: Đầu tư nâng cấp thiết bị và sản xuất đường tinh luyện:

- Tổng mức đầu tư: 151,394,000,000 đồng (ban đầu là 137,630,956,540 đồng)
- Tổng kinh phí đã thực hiện: 133,566,038,826 đồng

Ba dự án đầu tư lớn này là kế hoạch thay đổi của SLS, sẵn sàng đối mặt với những thay đổi trong hội nhập và kinh doanh trong thời gian tới. Trước kia, toàn bộ dây chuyền sản xuất mía đường của SLS là dây chuyền mua lại của Trung Quốc từ năm 1995, chất lượng đường rất kém. Từ năm 2015, SLS đã nâng cao được chất lượng đường kính trắng RS của doanh nghiệp và có thể sản xuất được đường tinh luyện RE.

Kết quả của dự án được thể hiện rõ nhất qua hiệu suất mía/đường của doanh nghiệp niên vụ 2016/2017 (7.78), giảm 1 tấn mía so với những năm trước kia. Tuy nhiên, với tổng mức đầu tư cùng mức vay nợ lớn, chi phí tài chính cũng như chi phí khấu hao của SLS sẽ tăng từ niên vụ 2017/2018, giảm biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Phụ lục 2: Ngành đường Thái Lan ([quay lại](#))

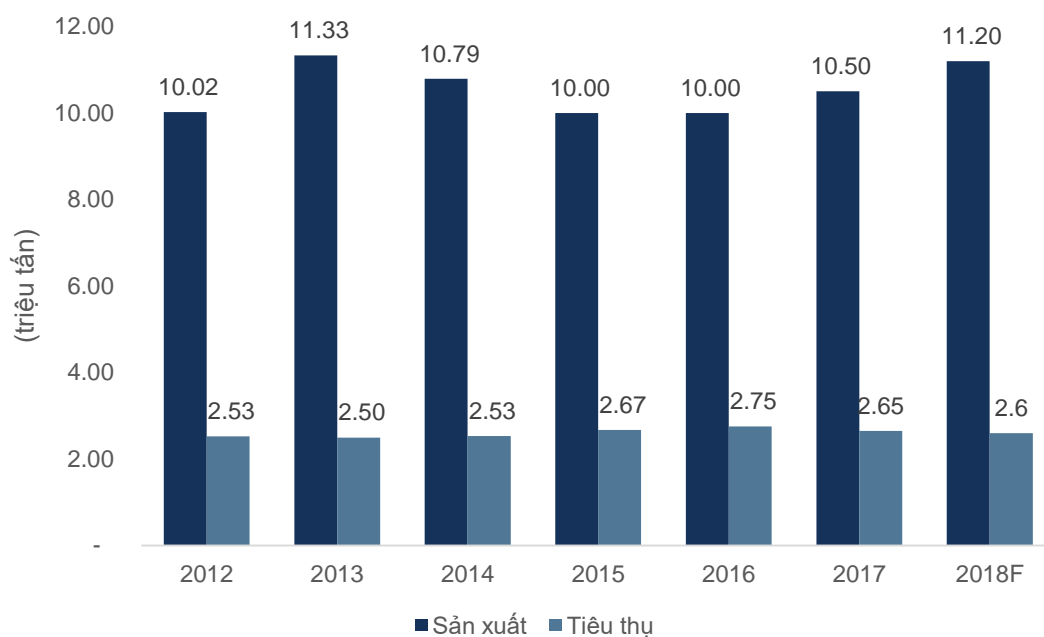
a) Sản xuất:

Thái Lan là nước sản xuất đường lớn nhất trong khu vực và đứng thứ 4 trên thế giới; đứng thứ 2 thế giới về xuất khẩu, chỉ sau Brazil. Diện tích trồng mía của Thái Lan tăng liên tục từ 2010 đến 2016, bình quân tăng 6.34%/năm từ 978 nghìn ha lên 1,415 ha. Diện tích được mở rộng nhờ chính sách khuyến khích nông dân chuyển từ trồng lúa sang trồng mía của chính phủ và lợi ích kinh tế của mía cao hơn so với các cây trồng khác.

Niên vụ 2017/2018, Thái Lan kỳ vọng sẽ sản xuất được 11.2 triệu tấn đường (+12% yoy). Đồng thời, tiêu thụ đường nội địa sẽ giảm 2%, còn 2.6 triệu tấn trong niên vụ tới do chính phủ Thái Lan áp dụng thuế lên

các sản phẩm đồ uống có đường tại nước này, trong khi đó, các công ty nước giải khát tiêu thụ 25% sản lượng đường tiêu thụ trong nước. Theo như thuế suất mới, các loại đồ uống không đường (chỉ sử dụng chất tạo ngọt nhân tạo) sẽ được hưởng mức thuế thấp hơn 5 – 10% so với các loại đồ uống có đường. Như vậy, niên vụ 2017/2018 tới, đường Thái Lan sẽ dư khoảng 9 triệu tấn đường cho xuất khẩu.

Biểu đồ: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ đường Thái Lan



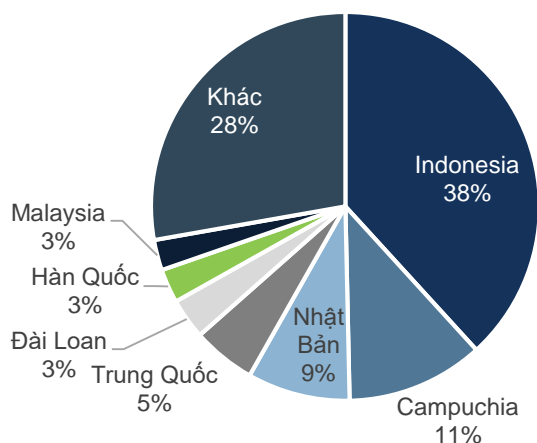
Nguồn: USDA

b) Chính sách mới từ niên vụ 2017/2018:

Sau vụ kiện của Brazil lên WTO, chính phủ Thái Lan quyết định thay đổi các chính sách hỗ trợ ngành đường của mình. Trong đó (1) Gỡ bỏ hạn ngạch đường trắng cho tiêu dùng trong nước. Như vậy, các nhà máy thay vì dự trữ cho đủ hạn ngạch, rồi bán ra tự do như trước, thì nay phải bán đường hàng tháng vì yêu cầu dự trữ được xác định theo kỳ mỗi tháng. (2) Hủy bỏ quy định giá bán lẻ cố định. Hiện nay, giá bán lẻ đường kính trắng RS là 21.85 baht/kg (khoảng 15,200 đồng/kg), đường tinh luyện RE được bán với giá 22.85 baht/kg (15,900 đồng/kg). Thay vào đó, giá đường trong nước sẽ được neo vào giá đường trắng kỳ hạn London theo xu hướng toàn cầu.

Chính sách mới này có thể khiến giá đường trong nước Thái Lan giảm xuống thấp hơn mức giá trước kia theo xu hướng giảm giá đường của thế giới. Giá đường trong nước Thái Lan được kỳ vọng sẽ giảm khoảng 3 baht/kg, tức 10 – 15%.

**Biểu đồ: Cơ cấu xuất khẩu đường
Thái Lan 2016**



Nguồn: Bộ Công thương Thái Lan

c) Xuất khẩu:

Về xuất khẩu, chính phủ Thái Lan còn tiến hành trợ cấp xuất khẩu khiến giá đường xuất khẩu của Thái Lan có sức cạnh tranh hơn. Thị trường xuất khẩu của Thái Lan chủ yếu là Châu Á. Trong đó có Indonesia (38%), Campuchia (11%) Nhật Bản (9%), Trung Quốc (5%). Năm 2016, xuất khẩu đường của Thái Lan giảm 18.7%, trong đó, xuất khẩu đường thô giảm 11%, xuất khẩu đường luyện giảm 25.8% so với niên vụ trước đó, do giá đường thế giới tăng cao. Tuy nhiên, xuất khẩu vào Indonesia vẫn cao (+34.4%) do nhu cầu tiêu thụ đường của nước này tăng cao.

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 kì 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 46 cổ phiếu SLS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu SLS nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

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) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 3773 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) 6290 8686

Fax: (84.28) 6291 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, Việt Nam

ĐT: (84.236) 355 3666

Fax: (84.236) 355 3888