

CTCP MÍA ĐƯỜNG SƠN LA (HNX: SLS)
Dương Bích Ngọc

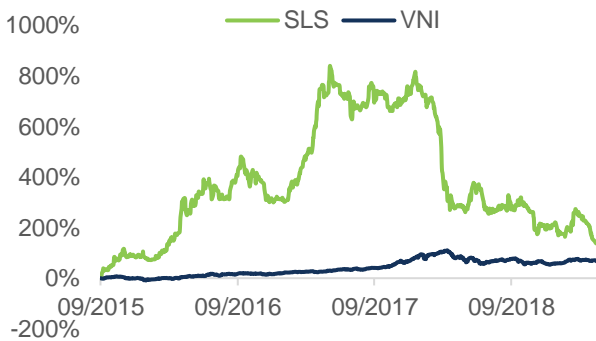
Chuyên viên phân tích

Email: ngocdb@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4312

 Giá hiện tại: **39.000**

 Giá mục tiêu: **46.100**

 Tăng/giảm: **+18%**
**KHUYẾN NGHỊ
THEO DÕI**
Diễn biến giá cổ phiếu SLS và VNIndex

Thông tin giao dịch (10/05/2019)

Giá hiện tại (đồng/cp)	39.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	82.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	38.500
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	9,79
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	9,79
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	6.770
% sở hữu nước ngoài	0,11%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	376,9
P/E trailing 12 tháng (lần)	6,7x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	5.810

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Mía đường Sơn La
Địa chỉ	TT Hát Lót, Mai Sơn, Sơn La
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh đường, mật rỉ
Chi phí chính	Thu mua mía nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Thổ nhượng và điều kiện tự nhiên đem lại mía có chữ đường và năng suất cao
Rủi ro chính	Biến động giá mía và giá đường thành phẩm; Rủi ro chiếm dụng vốn

**NGÀNH ĐƯỜNG CHƯA HẾT KHÓ KHĂN,
CẠNH TRANH GAY GẮT VỚI ĐƯỜNG LẬU THÁI LAN**

Chúng tôi tiến hành cập nhật phân tích và định giá mã cổ phiếu SLS. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu SLS là **46.100 đồng/cp**, cao hơn mức giá hiện tại 18% ([chi tiết](#)). Do ngành đường trong nước đang gặp khó khăn với những diễn biến tiêu cực của giá đường, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu ngắn và trung hạn để chờ những dấu hiệu tích cực trong diễn biến giá đường trong nước. Nhà đầu tư có thể xem xét mua khi SLS về mức giá 34.500 đồng/cp, với lợi nhuận kỳ vọng đạt 25%.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

► **Giá đường trong nước đang ở mức thấp nhất 10 năm nhưng khó có thể giảm dưới 9.000 đồng/kg ([chi tiết](#))**

Trong 9T đầu niên vụ 2018/19, giá đường trong nước không phục hồi như kỳ vọng do sản lượng lớn đường lậu từ Thái Lan qua Việt Nam. Tháng 3/2019, giá đường trắng RS trong nước đang ở mức 10.600 đồng/kg (giảm 7,8% so với cuối năm 2018), thấp ngang với giá đường lậu từ Thái Lan. Theo ước tính của FPTSA, giá bán đường Thái tại Việt Nam dao động ở mức 9.500 – 10.500 đồng/kg. Do đó, trong trường hợp thị trường đường tiếp tục diễn biến xấu do áp lực cạnh tranh với đường lậu Thái Lan, giá bán đường trắng RS của Việt Nam khó có thể giảm dưới mức 9.000 đồng/kg.

► **Kết quả hoạt động kinh doanh của SLS không tốt do diễn biến xấu của giá đường ([chi tiết](#))**

Doanh thu 9T vụ 2018/19 của SLS đạt 577 tỷ đồng (+26,3% yoy), trong đó, doanh thu từ đường và mật rỉ đạt lần lượt 546 tỷ đồng (+34% yoy) và 12 tỷ đồng (-52% yoy).

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường và mật rỉ chỉ đạt 14,4% (thấp hơn mức 28,7% cùng kỳ) do giá bán đường của SLS giảm 20% yoy, ở mức 9.877 đồng/kg.

Chúng tôi ước tính với giá bán đường tại mức 9.800 đồng/kg, doanh thu của SLS năm 2018/19 ước đạt 740,3 tỷ đồng (+23% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt gần 47 tỷ đồng (-59% yoy) ([chi tiết](#)).

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

Diễn biến tiêu cực của giá đường trong nước ảnh hưởng xấu tới lợi nhuận gộp toàn ngành đường. Từ năm 2020, hiệp định ATIGA chính thức có hiệu lực, ngành đường Việt Nam sẽ phải đối mặt với không chỉ đường lậu mà còn có đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch vào nước ta.

[Chi tiết: Báo cáo cập nhật định giá Tháng 10/2018](#)

I. DIỄN BIẾN NGÀNH ĐƯỜNG THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM 09 THÁNG VỤ 2018/19

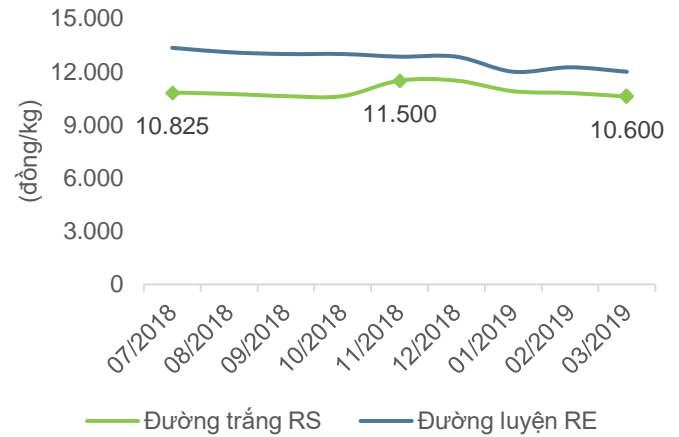
1. Giá đường thế giới phục hồi nhẹ, giá đường trong nước đang ở mức thấp nhất giai đoạn 2010 - 2019

Lịch sử giá đường RS Việt Nam và giá đường thô thế giới (T1/2010 - T3/2019)



Nguồn: Cục quản lý giá, IndexMundi

Diễn biến giá đường trong nước 9 tháng vụ 2018/19



Nguồn: Cục quản lý giá

Tháng 8/2018, giá đường thô thế giới chạm mức 0,24 USD/kg (5.564 đồng/kg), mức thấp nhất trong 10 năm trở lại đây. Tuy nhiên, giá đường đã phục hồi từ tháng 9/2018 đến nay. Tới tháng 3/2019 giá đường thô thế giới đã tăng 16,7% so với tháng 8/2018 và đạt mức 6.492 đồng/kg. Nguyên nhân cho sự phục hồi giá đường đến từ cung đường thế giới được dự báo sẽ giảm 4% trong ngắn hạn (niên vụ 2018/19), còn khoảng 186 triệu tấn do:

(1) Diễn biến thời tiết xấu trong năm 2019 được dự báo sẽ khiến sản lượng đường sụt giảm tại các khu vực sản xuất và xuất khẩu đường lớn như Thái Lan (-4% yoy), EU (-7% yoy).

(2) Xu hướng sản xuất ethanol từ mía làm giảm cung đường từ Brazil (-21% yoy), đây là quốc gia sản xuất đường dẫn đầu thế giới vụ 2017/18.

Theo Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), trong niên vụ 2018/19, Tăng trưởng trong sản xuất đến từ Ấn Độ (+5% yoy), Trung Quốc (+5% yoy) và Úc (+4% yoy). Đây sẽ là lần đầu tiên trong 16 năm, Ấn Độ vượt qua Brazil để trở thành nhà sản xuất đường hàng đầu thế giới ([chi tiết](#)).

Trong khi đó, tại Việt Nam, giá đường ghi nhận sự phục hồi nhẹ 6% vào dịp cuối năm 2018 so với đầu niên vụ, đạt mức 11.500 đồng/kg (tháng 11 – 12/2018). FPTs đánh giá mức tăng này đến từ tác động tăng của đường thế giới cũng như nhu cầu sử dụng đường để sản xuất thực phẩm – đồ uống cho dịp Tết nguyên đán. Trong đầu năm 2019, giá đường trong nước giảm trở lại và hiện đang ở mức 10.600 đồng/kg (tháng 3/2019). Đây là mức giá thấp nhất trong 10 năm trở lại đây.

2. Giá đường thô thế giới dài hạn được dự báo tăng với tốc độ CAGR 1,4% trong giai đoạn 2018 - 2027

Theo báo cáo của Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD) kết hợp với Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc (FAO) kỳ vọng giá đường sẽ tăng nhẹ với tốc độ CAGR 1,4% trong giai đoạn 2018 – 2027, và đạt \$392/tấn đường thô (~9.000.000 đồng) vào năm 2027.

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

Dự phóng giá đường thế giới (USD/tấn)

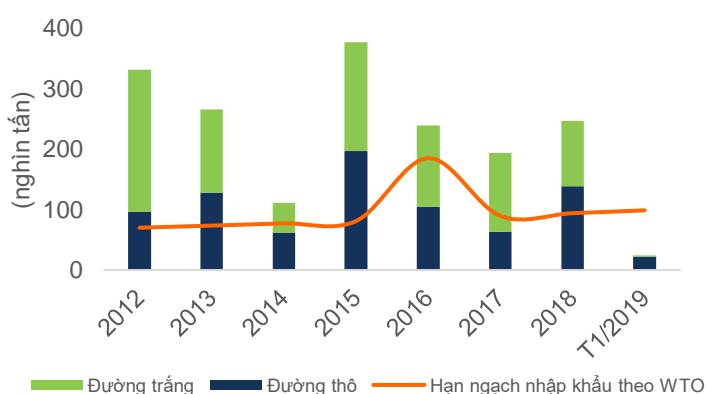

Nguồn: OECD-FAO, FPTS Tổng hợp

3. Giá đường trong nước khó có thể giảm dưới mức 9.000 đồng/kg

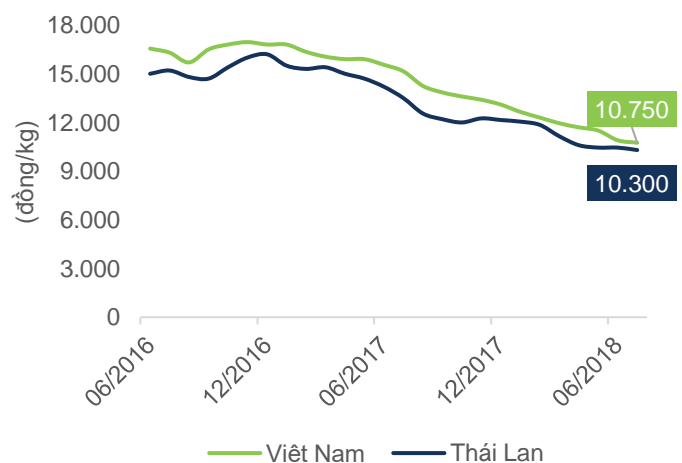
Tháng 12/2018, các nhà máy đường (NMD) trong nước vào vụ ép mía và sản xuất đường mới cho niên vụ 2018/19, kéo dài tới tháng 5-6/2019. Theo Hiệp hội mía đường Việt Nam (VSSA), lũy kế tới tháng 3/2019, cả nước có 36 NMD hoạt động, ép được hơn 9 triệu tấn mía, sản xuất được hơn 873.000 tấn đường. Theo dự báo của VSSA, sau khi kết thúc vụ mía vào tháng 5/2019, sản lượng đường sản xuất trong niên vụ 2018/19 ước đạt 1,5 triệu tấn đường, tồn kho cuối vụ ước ở mức 500 - 800 nghìn tấn đường.

Trong 9T đầu niên vụ 2018/19, giá đường trong nước không phục hồi như kỳ vọng do sản lượng lớn đường lậu từ Thái Lan qua Việt Nam hiện đang được giao dịch với mức giá 10.300 – 10.500 đồng/kg. Giá đường trắng RS trong nước đã xuống thấp ngang với giá đường lậu. Đường lậu được đưa vào Việt Nam qua đường sông từ Campuchia, chủ yếu ở miền Tây, qua biên giới Tây Nam và được phân phối phần lớn ở thị trường miền Nam nước ta. Theo chia sẻ của VSSA, đường lậu được đưa vào Việt Nam với số lượng nhỏ mỗi lần, nhưng diễn ra liên tục và rất khó kiểm soát, khiến cho sản lượng đường lậu lên tới con số rất lớn. Sản lượng đường lậu được VSSA thống kê ước khoảng 300.000 – 500.000 tấn/năm, nhưng Hiệp hội cũng cho biết, con số này thực tế có thể lên tới gần 1 triệu tấn đường (~67% sản lượng đường sản xuất trong nước).

Chúng tôi đã tổng hợp sản lượng xuất khẩu – nhập khẩu đường ghi nhận tại Thái Lan và Việt Nam tới tháng 1/2019. Theo báo cáo của Bộ Thương mại Thái Lan, năm 2018, nước này đã xuất khẩu 247.000 tấn đường qua Việt Nam, trong khi đó, hạn ngạch nhập khẩu chính ngạch của nước ta chỉ ở mức 94.000 tấn.

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


Nguồn: Bộ Thương mại Thái Lan, Hải quan Việt Nam, FPTS Tổng hợp

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


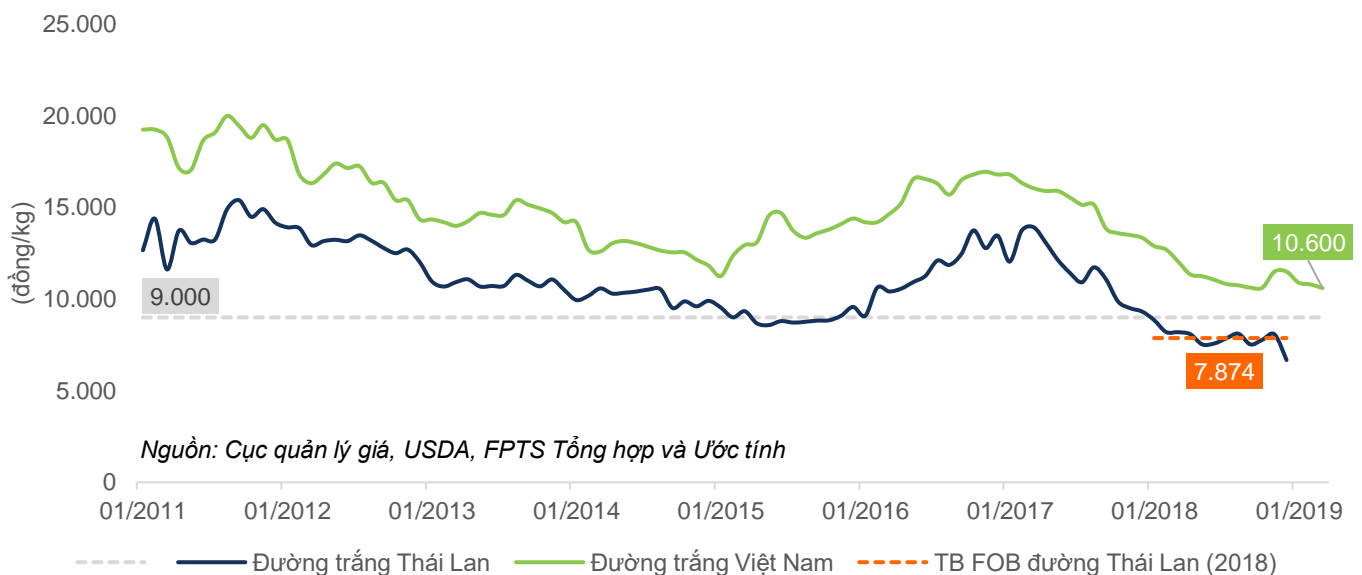
Nguồn: Cục quản lý giá, VSSA, FPTS Tổng hợp

Có thể thấy, giá đường trong nước phụ thuộc rất lớn vào giá đường Thái Lan nhập lậu vào nước ta. Bắt đầu từ tháng 1/2020, hiệp định ATIGA chính thức có hiệu lực ([chi tiết](#)). Đường từ khu vực ASEAN nhập khẩu vào Việt Nam sẽ không có hạn ngạch và thuế nhập khẩu chỉ ở mức 5%. Như vậy, ngành đường trong nước hiện đang chịu áp lực rất lớn bởi đường Thái Lan nhập khẩu. Trước mắt, khi chỉ có đường lậu Thái Lan, các doanh nghiệp mía đường trong nước sẽ cạnh tranh với đường lậu tại phân khúc khách hàng tiêu dùng – bán lẻ (B2C) và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). Từ năm 2020, khi đường Thái Lan được nhập khẩu chính ngạch với số lượng lớn, thì cạnh tranh ở phân khúc khách hàng công nghiệp lớn (B2B) sẽ gia tăng sau hội nhập.

Theo ước tính của chúng tôi, giá thành sản xuất đường trắng tại Thái Lan đạt mức trung bình 8.000 đồng/kg đường trắng ([chi tiết](#)). Giá xuất khẩu FOB đường trắng của Thái Lan trong năm 2018 đang ở mức trung bình 10,8 baht/kg (7.874 đồng/kg - theo USDA). Hiện tại giá xuất khẩu đường của Thái Lan đang thấp ngang với mức giá thành của họ, nhằm mục đích cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu thế giới.

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

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



[\(Quay lại trang 1\)](#)

II. KẾT QUẢ KINH DOANH SLS 09 THÁNG VỤ 2018/19 *(Quay lại trang 1)*

Đơn vị tính: tỷ đồng	9 tháng 2018/19	9 tháng 2017/18	%yoy	%TH/KH 2018/19	FPTS Dự phóng 2018/19	%TH vs Dự phóng	Diễn giải
Doanh thu	577	457	+26%	64%	756,1	76,3%	
Đường	546	408	+34%		620,1	88%	Doanh thu mảng đường tăng 34% do sản lượng đường bán tăng 67%. Cụ thể: Sản xuất: Ép 492.393 tấn mía, luyện 62.122 tấn đường (lũy kế tới 06/05/2019), tỷ lệ thu hồi đường tốt hơn 9% so với vụ 2017/18. SLS dự kiến sẽ kết thúc vụ ép mía vào tháng 6/2019, tổng đường sản xuất ước đạt hơn 77.000 tấn (+23% yoy). Tiêu thụ: 55.781 tấn đường (+67% yoy) và cao hơn 7% dự phóng của FPTS. Doanh thu mật rỉ giảm 52% do sản lượng sản xuất và tiêu thụ giảm 52% yoy (tỷ lệ thu hồi đường tốt hơn khiến sản lượng mật rỉ thu về giảm).
Mật rỉ	12	25	-52%		38,6	31%	
Khác	19	24	-21%		97,4	19%	
Lợi nhuận gộp	85	126	-32%		204,4	41,5%	Giá bán đường trung bình 9 tháng đạt 9.877 đồng/kg (-20% yoy) và thấp hơn 17% so với dự phóng của FPTS. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường và mật rỉ chỉ đạt 14,4% (giảm so với mức 28,7% cùng kỳ). Giá thành sản xuất ước khoảng 8.600 đồng/kg (-11% yoy) do giá mua mía vụ 2018/19 giảm 6% và hiệu quả sản xuất đường tăng 9%.
Đường và mật rỉ	81	124	-35%		153,9	52%	
Doanh thu tài chính	5	12	-53%		0,03	-	Trong 9T, doanh thu từ tiền gửi và tiền cho vay của SLS đạt 33 triệu đồng. Dự phóng của FPTS chưa bao gồm tiền lãi từ cho vay đầu tư vùng nguyên liệu (2,8 tỷ đồng) và lãi trả chậm tiền hàng (2,6 tỷ đồng).
Chi phí lãi vay	36	24	+48%		46,5	76%	
Chi phí bán hàng	2,9	3,0	-3%		5,8	50%	
Chi phí QLDN	12	14	-12%		27,3	46%	
Lợi nhuận từ HĐKD	39	96	-59%		124,9	31,6%	
Lợi nhuận khác	2	5	-55%				
Lợi nhuận trước thuế	42	101	-59%				
Lợi nhuận sau thuế	42	101	-59%	207%	124,6	33,4%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14,7%	27,5%					
Đường & mật rỉ	14,4%	28,7%					
CP bán hàng/DT	0,50%	0,65%					
CP quản lý/DT	2,2%	3,1%					
Tỷ suất LN từ HĐKD	6,8%	21,1%					
Tỷ suất LNST	7,20%	22,03%					

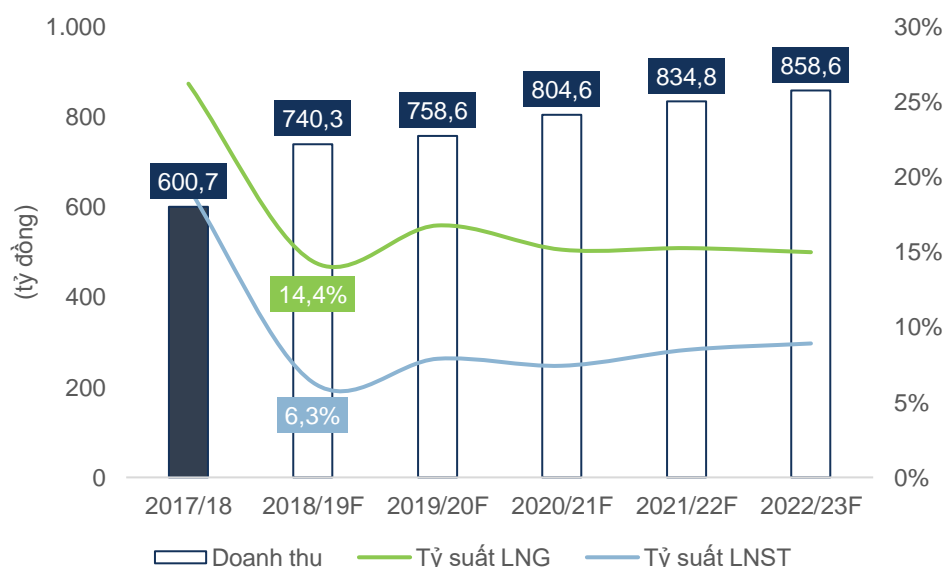
Nguồn: BCTC SLS, FPTS Tổng hợp
Chi tiết: Báo cáo cập nhật định giá Tháng 10/2018

III. CẬP NHẬT DỰ PHÒNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH *(Quay lại trang 1)*

Do diễn biến tiêu cực của ngành đường trong nước, chúng tôi tiến hành cập nhật dự phòng hoạt động kinh doanh cổ phiếu SLS với những thay đổi lớn như sau:

Chỉ tiêu	Cập nhật 10/2018 (Chi tiết)	Cập nhật 05/2019	Diễn giải
Hoạt động sản xuất niên vụ 2018/19			
Diện tích vùng nguyên liệu (VNL) (ha)	7.800	9.300	Niên vụ 2018/19, diện tích vùng nguyên liệu mía đạt khoảng 9.300 ha (+18,2% yoy) do SLS thực hiện mua thêm mía nguyên liệu của nông dân khi họ gặp khó khăn trong việc bán mía cho thương lái.
Sản lượng sản xuất (tấn)	61.720	77.000	Do diện tích vùng nguyên liệu tăng 18,2% và hiệu quả sản xuất đường tăng 9%, chúng tôi ước tính sản lượng đường sản xuất trong vụ 2018/19 đạt 77.000 tấn (+23% yoy).
Giá thu mua mía (đồng/kg)	850	800	Do thị trường đường gặp khó khăn, giá thu mua mía trên toàn quốc giảm từ 5% - 10%. Tuy nhiên, FPT S đánh giá, mức 800 đồng/kg mía sẽ là mức giá tối thiểu của SLS, vì những lý do đảm bảo an sinh xã hội cho nông dân trồng mía, doanh nghiệp khó có thể tiếp tục giảm giá mua mía.
Giá thành sản xuất (đồng/kg)	10.081	8.630	Nhờ cải thiện năng lực sản xuất và giá thu mua mía, chúng tôi ước tính SLS sẽ duy trì mức giá thành 8.630 đồng/kg đường (-11% yoy), thấp hơn 14% so với dự phòng T10/2018.
Hoạt động kinh doanh niên vụ 2018/19			
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	52.111	62.000	Giá bán đường trung bình của 9T vụ 2018/19 đạt 9.877 đồng/kg, mức giá này hiện đang thấp hơn giá bán đường RS trung bình của Việt Nam 6,8% và thấp hơn giá bán đường lậu Thái Lan tại Việt Nam khoảng ~4%. Chúng tôi giả định giá bán đường của SLS ổn định tại mức 9.800 đồng/kg trong các năm tiếp theo với mục đích duy trì khả năng cạnh tranh trên thị trường.
Giá bán trung bình (đồng/kg)	11.900	9.800	
Doanh thu (tỷ đồng)	756,1	740,3	
LNG (tỷ đồng)	204,4	106,5	
LNST (tỷ đồng)	124,6	46,8	

FPTS dự phóng kết quả kinh doanh của SLS trong 05 năm tiếp theo như sau:



Nguồn: FPTS Ước tính

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

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu của SLS là **46.100 đồng/cp** (+18% so với giá đóng cửa ngày 10/05/2019). Do ngành đường trong nước đang gặp khó khăn với những diễn biến tiêu cực trong giá đường, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu SLS cho mục tiêu ngắn và trung hạn để chờ những dấu hiệu tích cực trong diễn biến giá đường thế giới và trong nước. Nhà đầu tư có thể xem xét mua khi SLS về mức giá 34.500 đồng/cp, với lợi nhuận kỳ vọng đạt 25%.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	46.000	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	46.200	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		46.100	

Mức giá mục tiêu của SLS giảm 46% so với cập nhật định giá T10/2018 (86.320 đồng/cp – [chi tiết](#)). Bên cạnh thay đổi giả định hoạt động kinh doanh, chúng tôi cập nhật các giả định của mô hình định giá như sau:

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Cập nhật T10/2018 (Chi tiết)	Cập nhật T05/2019	Giả định mô hình	Cập nhật T10/2018 (Chi tiết)	Cập nhật T05/2019
WACC 2019/20	10,66%	12,74%	Phần bù rủi ro (ERP)	10,4%	10,95%
Chi phí sử dụng nợ (Kd)	7,43%	7,23%	Hệ số Beta	0,41	0,5
Chi phí sử dụng VCSH (Ke)	14,07%	18,35%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
Lãi suất phi rủi ro (10 năm)	5,3%	5,1%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	1.137,01
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	7,15
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	692,2
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	449,6
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	9,79
Giá mục tiêu (đồng/cp)	46.200
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	450,26
Giá mục tiêu (đồng/cp)	46.000

Lịch sử khuyến nghị

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

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ đồng)	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Doanh thu thuần	601	740,3	758,6	804,6
- Giá vốn hàng bán	443	633,8	631,3	682,6
Lợi nhuận gộp	158	106,5	127,3	122,0
- Chi phí bán hàng	4	4,4	4,6	4,8
- Chi phí quản lí DN	20	22,2	22,8	24,1
Lợi nhuận thuần HĐKD	133	79,9	99,9	93,1
- (Lỗ)/lãi HĐTC	17	13,8	10,5	10,3
- Lợi nhuận khác	2	0,0	0,0	0,0
LN trước thuế, lãi vay	152	93,7	110,4	103,4
- Chi phí lãi vay	36	46,5	50,0	43,1
Lợi nhuận trước thuế	116	46,8	59,9	59,8
- Thuế TNDN	0	0,0	0,0	0,0
- Thuế hoãn lại	-	0,0	0,0	0,0
LNST	116	46,8	59,9	59,8
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0,0	0,0	0,0
LNST của cổ đông CT Mẹ	116	46,8	59,9	59,8
EPS (đ)	13.531	4.781	6.120	6.109
EBITDA	155	147	164	157
Khấu hao	39	53	53	53
Tăng trưởng doanh thu	12%	23%	2%	6%
Tăng trưởng LN HĐKD	-22%	-40%	25%	-7%
Tăng trưởng EBIT	-29%	-38%	18%	-6%
Tăng trưởng EPS	-44%	-60%	28%	0%
Chỉ số khả năng sinh lời	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26,2%	14,4%	16,8%	15,2%
Tỷ suất LNST	19,3%	6,3%	7,9%	0,7%
ROE DuPont	25,8%	9,4%	11,0%	10,0%
ROA DuPont	10,0%	3,3%	4,3%	4,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	25,3%	12,7%	14,6%	12,9%
LNST/LNTT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
LNTT / EBIT	76,2%	49,9%	54,3%	57,9%
Vòng quay tổng tài sản	51,8%	52,7%	54,5%	57,9%
Đòn bẩy tài chính	258,2%	281,1%	254,5%	232,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Số ngày phải thu	89,63	33,95	33,95	33,95
Số ngày tồn kho	267,75	290,67	290,67	290,67
Số ngày phải trả	133,71	79,39	79,39	79,39
Thời gian luân chuyển tiền	223,67	245,24	245,24	245,24
COGS / Hàng tồn kho	1,02	1,12	1,06	1,13
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
CS thanh toán hiện hành	1,16	1,27	1,31	1,33
CS thanh toán nhanh	0,51	0,40	0,40	0,46
CS thanh toán tiền mặt	0,00	0,01	0,01	0,08
Nợ / Tài sản	0,44	0,49	0,44	0,41
Nợ / Vốn CSH	1,31	1,33	1,07	0,92
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,76	0,88	0,80	0,79
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,55	0,44	0,27	0,12
Khả năng TT lãi vay	3,25	2,02	2,21	2,40

CĐKT (tỷ đồng)	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	1	7	3	59
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	0	0	0
+ Các khoản phải thu	326	239	243	251
+ Hàng tồn kho	437	568	594	605
+ Tài sản ngắn hạn khác	12	15	15	16
Tổng tài sản ngắn hạn	775	829	854	931
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	768	768	768	768
+ Khấu hao lũy kế	(204)	-257	-311	-364
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	563	510	457	404
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	2	2	2	2
+ Xây dựng CBDD	63	63	63	63
Tổng tài sản dài hạn	630	577	524	471
Tổng Tài sản	1.406	1.406	1.378	1.401
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	220	161	165	175
+ Vay và nợ ngắn hạn	364	461	455	494
+ Quỹ khen thưởng	2	2	2	2
Nợ ngắn hạn	666	653	652	702
+ Vay và nợ dài hạn	261	231	154	77
+ Phải trả dài hạn khác	-	0	0	0
Nợ dài hạn	261	231	154	77
Tổng nợ	927	884	806	779
+ Thặng dư	4	4	4	4
+ Vốn điều lệ	98	98	98	98
+ LN chưa phân phối	324	361	411	461
Vốn chủ sở hữu	478	522	572	622
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	1.406	1.406	1.378	1.401
LCTT (tỷ đồng)	2017/18	2018/19F	2019/20F	2020/21F
Tiền đầu năm	23	1	7	3
Lợi nhuận sau thuế	116	47	60	60
+ Khấu hao	39	53	53	53
+ Điều chỉnh	(26)	-3	0	-1
+ Thay đổi vốn lưu động	(103)	-155	-24	-9
Tiền từ hoạt động KD	26	-57	89	103
+ Chi mua sắm TSCĐ	(220)	0	0	0
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	17	0	0	0
Tiền từ hđ đầu tư	(203)	0	0	0
+ Cổ tức đã trả	(49)	-10	-10	-10
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	204	97	-6	39
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-30	-77	-77
Tiền từ hoạt động TC	155	64	-93	-48
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(22)	6	-4	55
Tiền cuối năm	1	7	3	59

V. PHỤ LỤC
1. Dự báo sản lượng đường thế giới sản xuất niên vụ 2018/19
Dự báo sản lượng đường thế giới sản xuất niên vụ 2018/19 (đơn vị: triệu tấn)
Nguồn: USDA 2018 (tháng 11/2018), FPTs Tổng hợp

Quốc gia	Tỷ trọng sản xuất toàn cầu	Sản lượng dự báo 2018/19	% Tăng/giảm	Nguyên nhân
Ấn Độ	19%	35,8	+5%	<ul style="list-style-type: none"> - Diện tích vùng nguyên liệu mía tăng 4,2% yoy - Chính sách trợ giá mía của Chính phủ đã tăng 10% so với mức trợ giá cho niên vụ 2018/19. - Áp dụng thành công giống mía ngắn ngày mới đã tăng sản lượng và hiệu suất thu hồi đường. - Phần lớn vùng nguyên liệu đều tận hưởng thời tiết thuận lợi.
Brazil	16%	30,6	-21%	<ul style="list-style-type: none"> - Thời tiết khô hạn kéo dài từ tháng 4 đến tháng 7/2018 tại các vùng trồng mía chính làm ảnh hưởng xấu đến sản lượng mía. - Tỷ trọng mía dùng để sản xuất ethanol tăng từ 53,6% lên 57,8%.
EU28	11%	19,5	-7%	Hạn hán trên diện rộng khiến sản lượng củ cải dự kiến giảm còn 21,7 triệu tấn (-6% yoy).
Thái Lan	7%	13,8	-6%	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng mía giảm 4% do lượng mưa thấp tại các vùng trồng mía chính (miền Bắc & miền Trung Thái Lan). - Một bộ phận người trồng mía ở phía Đông Bắc đã chuyển sang trồng lúa do giá gạo tăng khoảng 50 – 70% từ tháng 3/2018.
Trung Quốc	6%	10,8	+5%	<ul style="list-style-type: none"> - Điều kiện thời tiết thuận lợi. - Diện tích mía tăng 3 – 5% nhờ các chính sách hỗ trợ mua giống mía, máy móc, phân bón... cho nông dân. - Sản lượng củ cải tăng nhờ mở rộng vùng nguyên liệu tại Nội Mông Cổ từ năm 2016.
Mỹ	4%	8,2	-3%	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng đường củ cải giảm 5,2% do thời tiết quá lạnh tại vùng trồng củ cải, làm đóng băng củ cải khiến cho công đoạn sản xuất gặp khó khăn, hiệu suất thu hồi đường giảm. - Sản lượng đường mía tăng nhẹ 4% nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, tăng hiệu suất thu hồi.
Pakistan	4%	6,5	-12%	Các nhà máy chậm trả tiền nguyên liệu mía, cùng với giá hỗ trợ cho nông dân bị sụt giảm, dẫn tới sự chuyển đổi cây trồng từ mía sang các loại cây công nghiệp khác. Diện tích mía giảm 16% yoy.
Úc	3%	5,0	+4%	<ul style="list-style-type: none"> - Thời tiết thuận lợi khiến cho hiệu suất thu hồi đường từ mía cao hơn. - Tuy nhiên, các hộ nông dân tại Queensland (vùng trồng mía chính) đang chuyển sang các loại cây trồng khác (cây ăn quả, rau củ), dự báo cạnh tranh cao cho vùng nguyên liệu mía trong tương lai.
Thế giới	100%	185,9	-4%	

[\(quay lại\)](#)

2. Chi tiết hiệp định ATIGA

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

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

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

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

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

Trước ATIGA	Sau ATIGA
<p>1. Hạn ngạch nhập khẩu: Hạn ngạch theo hiệp định WTO (năm 2018 là 94.000 tấn đường, tăng 5%/năm) và hiệp định giữa Việt Nam – Lào (50.000 tấn, thuế 2,5%)</p>	<p>1. Bỏ hạn ngạch nhập khẩu từ các nước ASEAN (không bị tính chung bởi hạn ngạch WTO).</p>
<p>2. Thuế nhập khẩu: Trong hạn ngạch: 5% Ngoài hạn ngạch: 80 - 85%</p>	<p>2. Thuế nhập khẩu từ các nước trong khu vực ASEAN vào Việt Nam sẽ chỉ còn 5%.</p>

→ Tác động tiêu cực:

Do vị trí địa lý nằm gần Thái Lan (quốc gia sản xuất đường #4, xuất khẩu #2 thế giới), đường nội địa sẽ gặp phải cạnh tranh lớn với đường Thái giá rẻ nhập khẩu chính ngạch về Việt Nam, bên cạnh đường lậu nhập khẩu từ nước này. **Đường Thái Lan là đối thủ chính của toàn ngành và các doanh nghiệp mía đường Việt Nam.**

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

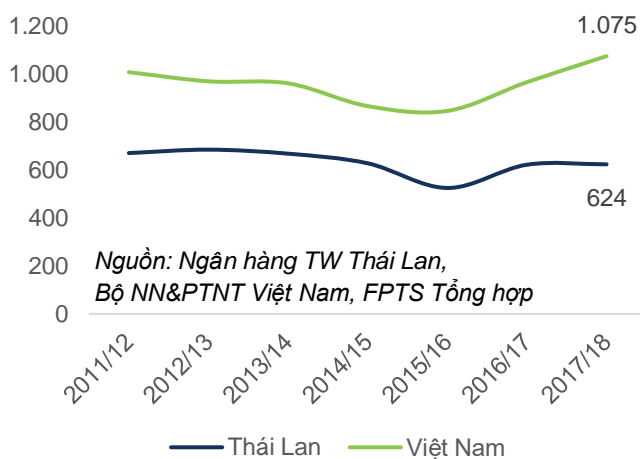
3. Giá thành sản xuất đường tại Thái Lan

Chính sách trợ giá của Chính phủ Thái Lan: Giá mua mía tại Thái Lan được Hiệp hội Mía và Đường nước này ấn định vào đầu niên vụ, nhằm giảm áp lực giá thành lên các doanh nghiệp sản xuất đường. Vào cuối vụ mía, lợi nhuận từ kinh doanh đường sẽ được chia cho nông dân & nhà máy với tỷ lệ 70:30. Ngoài ra, giá mía nguyên liệu cũng sẽ được tính lại khi kết thúc vụ mía. Trong trường hợp giá mua mía ban đầu thấp, Quỹ Mía và Đường của Thái Lan sẽ trả phần chênh lệch cho người dân. Nguồn thu của Quỹ này đến từ giá bán đường nội địa cao. Chính sách này của Thái Lan giúp giảm thiểu rủi ro cho nông dân trồng mía (trong những vụ mía được mùa nhưng mất giá) và cũng giảm được gánh nặng về chi phí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất đường (trong những vụ mất mùa, giá mía tăng cao).

FPTS ước tính giá thành sản xuất đường tại Thái Lan:

Trong những năm qua, giá thu mua mía của Thái Lan thường được ấn định ở mức dao động từ 630 – 650 đồng/kg mía tươi. Chi phí mía nguyên liệu chiếm khoảng 75% chi phí sản xuất đường. Do đó, giá thành sản xuất đường trắng tại Thái Lan ước khoảng 8.000 đồng/kg, thấp hơn 40% so với trung bình toàn ngành Việt Nam.

Giá thu mua mía 10 CCS tại ruộng của Việt Nam và Thái Lan (đồng/kg)



Giá thành sản xuất đường trắng trung bình

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

Nguồn: FPTS Tổng hợp và Ước tính [\(quay lại\)](#)

4. Rào cản của đường Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam

(1) Thuế nhập khẩu ở mức 5%:

Đường nhập chính ngạch từ Thái Lan sẽ phải chịu mức thuế nhập khẩu 5% vào năm 2020. Chính phủ Việt Nam cũng đã cân nhắc đưa mặt hàng đường vào danh sách hàng hóa nhạy cảm để bảo hộ các doanh nghiệp đường trong nước. Trong trường hợp không thể tránh được việc gỡ bỏ hạn ngạch, thì việc duy trì mức thuế nhập khẩu sẽ một phần hỗ trợ được đường Việt Nam sau hội nhập.

(2) Chi phí vận chuyển ở mức ~25% giá thành sản xuất:

Đường là hàng hóa nặng, khó bảo quản và vận chuyển. Có 02 cách vận chuyển đường là: (1) Theo đường bộ và đường sông từ Thái Lan qua Campuchia và sang tới Việt Nam, (2) Theo đường biển, thuê container, nhập khẩu thông qua cảng. Chi phí vận chuyển ở mức khoảng 2.000 đồng/kg. Như vậy chi phí vận chuyển sẽ khiến giá bán đường Thái Lan tăng khoảng 25% nếu như nhập chính ngạch vào Việt Nam.

(3) Hệ thống phân phối và lợi thế địa phương ở mức 5% giá thành:

- ▶ **Kênh tiêu dùng:** Đường Thái Lan về Việt Nam sẽ không gặp quá nhiều khó khăn để tiếp cận với khách hàng tiêu dùng gia đình khi các chuỗi siêu thị và cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam đang nằm trong tay người Thái như BigC, Metro Cash&Carry, FamilyMart, B'sMart.
- ▶ **Kênh công nghiệp:** đường trắng RS sẽ hướng tới các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME), trong khi đường RE sẽ được phục vụ cho khách hàng công nghiệp lớn (MNC). Việc lưu kho và bảo quản được đường RE sẽ rất khó khăn. Chính vì thế, chúng tôi dự đoán Thái Lan sẽ chủ yếu xuất sang Việt Nam đường RS hoặc đường thô, sau đó tinh luyện và phân phối tại nhà máy đường ở Việt Nam. Có thể thấy, các doanh nghiệp tại Việt Nam sẽ có lợi hơn Thái Lan khi đã có sẵn nhà máy và các kho chứa hàng. Theo tính toán của FPT S, chi phí này sẽ chiếm khoảng 5%.

Giá bán đường lậu Thái Lan tại Việt Nam (2018)

Giá bán đường lậu tại	đồng/kg
Lao Bảo	10.300
Biên giới Tây Nam	10.200
TP Hồ Chí Minh	10.700
Huế	10.600
Miền Bắc	10.600
Giá thành sản xuất (FPTS Ước tính)	8.000

Nguồn: Hiệp hội Mía đường Việt Nam VSSA, FPT S Tổng hợp và Ước tính

Giá bán tối thiểu đường Thái Lan tại Việt Nam

Chi phí	đồng/kg
Giá thành sản xuất	8.000
Chi phí vận chuyển	1.500 - 2.000
Lợi thế địa phương và phân phối	400 - 1.000
Thuế nhập khẩu (5%)	400
Giá bán đường Thái nhập lậu	9.500
Giá bán đường Thái chính ngạch	10.000 - 10.500

Nguồn: FPT S Ước tính (quay lại)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 19 cổ phiếu SLS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888