

1/3/2019

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	19,800
Upside	N/A

Đặng Quang (ptkt)

quangd@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	21,150
Giá đóng cửa	19,800

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành	525,140,552
Vốn hóa (VND. bil)	10,529
Giá cao nhất trong 52 tuần	
KLGD trung bình 10 phiên	1,712,807
Sở hữu nước ngoài	10.58%

Cổ đông lớn (%)

CTCP Đầu tư Thành Thành Công	28.64%
CTCP Global Mind Việt Nam	17.88%
Đặng Huỳnh Úc My	13.00%
CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa	10.50%
CTCP TMĐT Thuận Thiên	6.46%

Chart (1 year)



Tổng quan công ty: SBT là công ty hoạt động trong lĩnh vực trồng trọt, chế biến các sản phẩm đường và cạnh đường. Công ty đang sở hữu 58,800 ha vùng nguyên liệu, tương đương với 25% diện tích trồng mía cả nước. Công ty đang vận hành 9 nhà máy luyện đường và 3 trung tâm luyện đường thô, với tổng công suất 48,600 TMN.

CÒN NHIỀU THÁCH THỨC

Định giá

Kết thúc phiên giao dịch ngày 1/3/2019, SBT đóng cửa tại mức giá 19,850 VND/cp, tương ứng với mức P/B là 1.9x.

Dự phóng KQKD của SBT sẽ được chúng tôi cập nhật trong báo cáo tới.

Catalyst

- Chào bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược
- Thoái vốn từ các khoản đầu tư ngoài ngành

Rủi ro đầu tư

- Cạnh tranh với các sản phẩm đường không thương hiệu, đường lậu từ nước ngoài
- Biến động giá bán đường đầu ra và giá mua mía nguyên liệu

Cập nhật kết quả kinh doanh

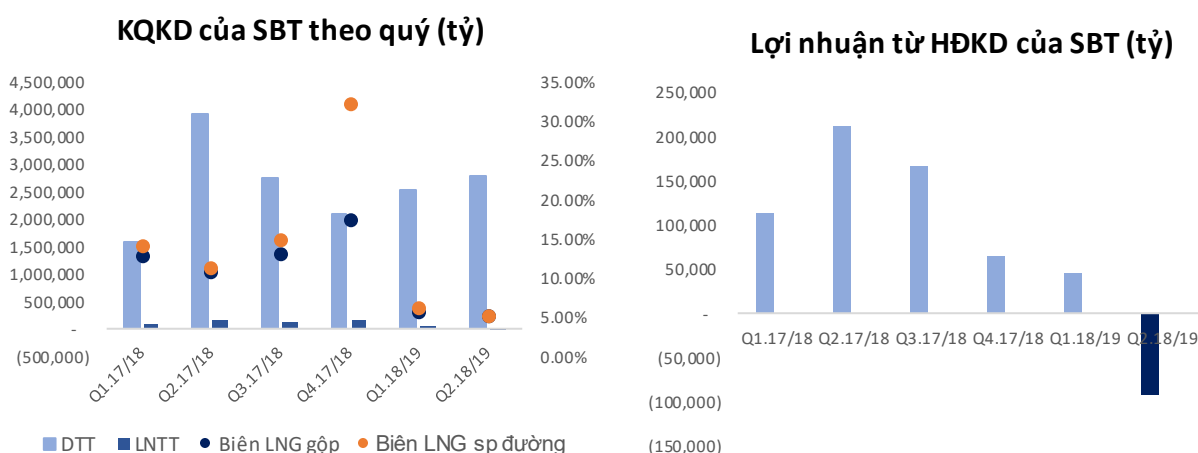
Trong 6T đầu FY 2018/19, SBT đạt DTT 5,300 tỷ (-3.07% YoY) và LNST đạt 13 tỷ (-94.9% YoY). Riêng Q2, DTT đạt 2,777 tỷ (-28.8% YoY) và ghi nhận khoản lỗ 23.8 tỷ. Biên LNG giảm xuống mức 5.2% do giá bán trung bình giảm khá nhiều, dao động quanh mức 12.6 triệu/tấn (-18.5% YoY).

Sản lượng đường tiêu thụ lũy kế 6T đạt 362,000 tấn: trong đó, Kênh Doanh nghiệp: 182,000 tấn, Kênh Tiêu dùng: 30,000 tấn, Kênh Thương mại: 94,000 tấn và Kênh Xuất khẩu: 56,000 tấn.

Chữ đường của SBT trong niên vụ 2017/18 đạt 11, tăng từ mức 10.5 trong niên vụ trước. Giá thu mua mía nguyên liệu niên vụ 2017/18 đạt 900,000 VND/tấn, giảm -25% so với cùng kỳ.

CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT)

KQKD 6T niên độ 2018/19 giảm do giá bán được điều chỉnh giảm, trong khi giá vốn trong kỳ vẫn ở mức cao. Trong 6T đầu FY 2018/19, SBT đạt DTT 5,300 tỷ (-3.07% YoY) và LNST đạt 13 tỷ (-94.9% YoY). Riêng Q2, DTT đạt 2,777 tỷ (-28.8% YoY) và ghi nhận khoản lỗ 23.8 tỷ. Sản lượng đường tiêu thụ trong Q2 đạt 188,000 tấn, trong khi đó, giá bán trung bình đạt 12.6 triệu/tấn (-16.6% YoY). Công ty cho biết biên LNG giảm mạnh do giá bán đầu ra giảm mạnh và nhanh hơn giá vốn: đơn giá bán bình quân thấp hơn so với cùng kỳ, trong khi đường tồn kho vụ trước (chi phí cao hơn) vẫn còn chuyển qua. Sang Q3 niên độ 2018/19, công ty kỳ vọng biên LNG sẽ được cải thiện khi các nhà máy bắt đầu đi vào sản xuất từ nguyên liệu mía giá thấp: 700,000 – 900,000 VND/tấn so với 1,000,000 – 1,200,000 VND/tấn.



Nguồn: BCTC Q2 ND 1819 SBT

Trong bối cảnh khó khăn của ngành Đường, SBT hiện tập trung Chiến lược mở rộng thị phần, thay vì cải thiện lợi nhuận: phát triển đồng thời 4 Kênh tiêu thụ cũng như hạ giá thành sản xuất nhằm kích thích tăng trưởng sản lượng.

(1) Tập trung phát triển Kênh tiêu dùng và Xuất khẩu

Tại kênh Tiêu dùng, SBT chủ yếu phát triển các sản phẩm của BHS, với giá bán cao nhất trong các kênh. Tuy nhiên, công ty cho biết chi phí phát triển hệ thống phân phối, marketing cho Kênh tiêu dùng khiến biên LN Kênh tiêu dùng ngang bằng với Kênh tiêu thụ khác. Tại kênh Xuất khẩu, công ty thúc đẩy xuất khẩu tới các thị trường Mỹ, Châu Âu, Singapore với giá xuất khẩu ngang với giá đường thế giới (thấp hơn 40% giá nội địa).

	Sản lượng tiêu thụ (tấn)		Giá bán TB (VND/kg)		
	2017/18	6T 2018/19	2017/18	6T 2018/19	% Thay đổi
Kênh Doanh nghiệp	304,000	182,000	16,416	12,898	-21.4%
Kênh Tiêu dùng	63,000	30,000	17,065	16,149	-5.4%
Kênh Thương mại	123,300	94,000	16,318	12,795	-21.6%

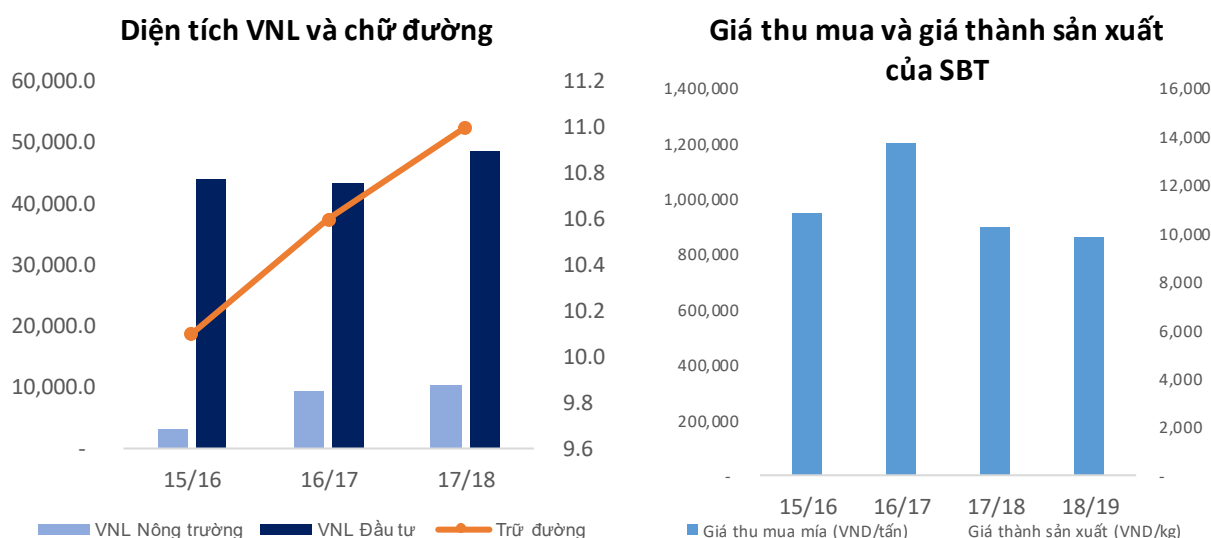
CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT)

Kênh Xuất khẩu	81,400	56,000	11,881	9,407	-20.8%
----------------	--------	--------	--------	-------	--------

Nguồn: SBT, BSC Research

(2) Hạ giá thành sản xuất để cạnh tranh với đường giá rẻ từ nước ngoài: Giá thu mua mía nguyên liệu giảm cùng với việc tích cực tăng tỷ lệ vùng nguyên liệu cơ giới hóa

Hiện tại, công ty đang thu mua mía nguyên liệu với mức giá dao động quanh 860,000 VND/tấn (-6.5% YoY). Do mía nguyên liệu chiếm 80 – 85% cơ cấu giá vốn, công ty kỳ vọng giá thành sản xuất giảm tương ứng từ Q3 niên độ tài chính. Tuy nhiên, BSC cho rằng hiện giá thu mua mía hiện ở mức thấp nhất trong 4 năm trở lại đây nên chúng tôi không chắc chắn khả năng giá thu mua mía tiếp tục giảm trong thời gian tới.



Nguồn: SBT

Về dài hạn, để giảm chi phí sản xuất, SBT đang tích cực tăng tỷ lệ cơ giới hóa tại vùng nguyên liệu: nghiên cứu, sử dụng giống mía có năng suất, chữ đường cao; tưới hữu hiệu, cày耨,...Việc sử dụng máy móc trong hoạt động sản xuất sẽ làm giảm đáng kể giá mía (do chi phí nhân công ước tính chiếm 60% giá vốn của mía). Hiện tại, vùng nguyên liệu của SBT có tổng diện tích là 58,800 ha: vùng nguyên liệu nông trường (liên kết với người dân) là 48,500 ha; vùng nguyên liệu đầu tư (đã cơ giới hóa 100%) có diện tích 12,000 ha. Công ty cho biết sẽ không tăng diện tích VNL trong thời gian tới, thay vào đó, công ty sẽ tập trung tăng tỷ trọng cơ giới hóa. Tại Việt Nam, tỷ lệ cơ giới hóa trong ngành đường chỉ đạt 10% (so với 90% tại Thái Lan) khiến năng suất Việt Nam thấp (~65 tấn/ha so với ~100 tấn/ha tại Thái Lan).

Tuy công ty tích cực phát triển các kênh tiêu thụ mới cũng như hạ giá thành sản phẩm, chúng tôi cho rằng nguồn cung vượt cầu (do đường lậu nhập khẩu) vẫn đang tạo áp lực đối với ngành đường: mức giá bán thấp và tiêu thụ đường nội địa chậm.

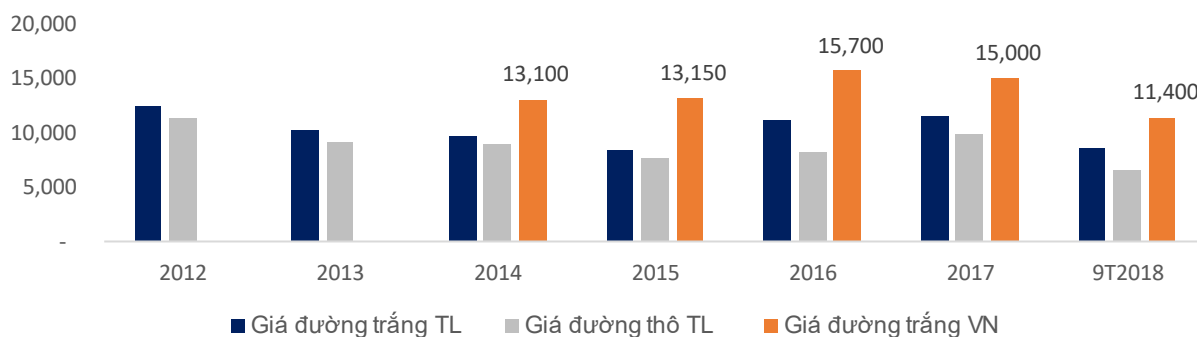
Hoãn thời hạn thực hiện Hiệp định thương mại hàng hóa các nước ASEAN (ATIGA) đối với sản phẩm đường. Theo Báo cáo của Hiệp hội Mía đường, Chính phủ đồng ý sẽ tiếp tục áp dụng quy định về hạn ngạch thuế quan đối với sản phẩm đường đến hết năm 2019. Từ 2020, sau khi thực hiện Hiệp định ATIGA, thuế quan cho mặt hàng đường nhập khẩu từ các nước ASEAN sẽ từ mức 5% giảm về 0%.

CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT)

BSC cho rằng ngoài việc tăng cạnh tranh với đường nội địa, ATIGA cũng góp phần giúp giảm giá thành sản xuất của SBT. Hiện tại, tỷ lệ luyện đường từ đường thô chiếm 40% - 45% nguồn nguyên liệu, dự kiến sẽ tăng lên 55% trong 21/22: đường thô từ nội địa chiếm 32% và đường thô từ nhập khẩu chiếm 68%. Giá nhập ngoài hiện tại nếu tính trung bình thì tương đương với giá tự sản xuất, tuy nhiên, BSC cho rằng giá nhập ngoài đang bị tính thuế (5% cho SL theo WTO và 80% - 85% cho SL ngoài hạn ngạch) cùng với khoảng 5% chi phí vận chuyển mía. Trong TH ATIGA có hiệu lực, các chi phí chênh sẽ không còn và thấp hơn so với giá tự sản xuất.

Cập nhật thị trường đường Việt Nam. Trong BC Outlook 2019 ([Link](#)), BSC cho rằng trong niên độ 2018/19, thị trường đường nội địa vẫn tiếp tục khó khăn. Hiệp hội Mía đường Việt Nam dự kiến nguồn cung đường đạt 2.2 triệu tấn (không tính đường lậu) trong khi nhu cầu tiêu thụ cả nước dự kiến đạt 1.6 triệu tấn, tiếp tục dư cung 0.6 triệu tấn đường. Trong niên vụ 2017/18, giá đường đã giảm 24%, tuy nhiên, mức giá hiện tại vẫn cao hơn 32% so với đường nhập khẩu từ Thái Lan.

So sánh giá đường Thái Lan và giá đường Việt Nam



CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT)

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q2.17/18	Q3.17/18	Q4.17/18	Q1.18/19	Q2.18/19
Doanh thu thuần	3,902	2,731	2,165	2,523	2,777
LN gộp	420	358	334	141	145
DT tài chính	349	168	119	220	238
CP tài chính	(297)	(182)	(187)	(167)	(232)
Lãi vay	(260)	(133)	(192)	(159)	(195)
CP bán hàng	(118)	(82)	(75)	(74)	(105)
CP QLDN	(161)	(98)	(124)	(76)	(137)
Lãi/lỗ HĐKD	212	166	71	45	(92)
TN nhập khác (ròng)	6	(7)	125	(3)	113
LN trước thuế	218	159	196	42	21
LN sau thuế	176	138	150	37	(24)
LN CĐ thiếu số	2	(4)	(1)	(1)	(1)
LN Cty mẹ	174	142	151	38	(23)
EPS	435	320	151	77	-301

DTT trong 1H.2018 đạt 5,400, đi ngang so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá bán thấp khiến cho biên LNG giảm mạnh, đạt 5.4% so với cùng kỳ là 11.4%.

Nhờ thanh lý tài sản cố định ghi nhận 110 tỷ, LNTT của SBT không bị lỗ.

TS ngắn hạn	10,450	11,189	10,152	9,650	9,463
Tiền và ĐT ngắn hạn	785	686	944	1,153	1,606
Phải thu ngắn hạn	6,604	6,556	5,068	5,597	4,747
Tồn kho	2,498	3,682.27	3,899	2,547	2,700
TS ngắn hạn khác	561	265	241	354	409
TS dài hạn	8,031	7,717	7,820	7,670	7,258
Phải thu dài hạn	289	52	295	542	492
TSCĐ	4,759	4,726	4,746	4,577	4,497
TS dở dang dài hạn	421	439	200	191	197
TS dài hạn khác	1,724	1,697	1,816	1,663	1,596
Tổng TS	18,481	18,906	17,973	17,320	16,721
Nợ phải trả	11,352	11,614	11,685	11,141	10,637
Nợ ngắn hạn	8,020	8,305	8,913	8,502	8,060
Vay ngắn hạn	5,943	6,460	7,720	7,561	6,689
Nợ dài hạn	3,332	3,308	2,772	2,639	2,576
Vay dài hạn	3,200	3,188	2,663	2,519	2,459
Vốn chủ sở hữu	7,129	7,292	6,287	6,180	6,085
Vốn góp	5,570	5,570	5,570	5,570	5,570
LN chưa phân phối	613	753	888	892	746
Tổng nguồn vốn	18,481	18,906	17,973	17,320	16,721

Tiền và các khoản tương đương tiền tăng mạnh, ghi nhận 745 tỷ gửi ngân hàng.

Lũy kế 6T.18/19, khoản phải thu từ khách hàng khác tăng mạnh so với đầu năm, ghi nhận 2,147 tỷ.

HTK giảm khá mạnh so với đầu năm, BSC cho rằng do Q2.18/19 các nhà máy chưa bắt đầu sản xuất mía.

SBT đang giảm dần vay NH và DH. Về tỷ trọng, công ty giảm các khoản vay ngắn hạn của ngân hàng, tăng tỷ trọng các khoản vay từ việc phát hành trái phiếu: trái phiếu NH có lãi suất là 10.5% - 11%/năm; trái phiếu DH chịu lãi suất thả nổi.

% yoy DT	193.2%	140.0%	65.0%	61.5%	-28.8%
Biên ln gộp	10.8%	13.1%	17.1%	5.6%	5.2%
Lãi vay/DTT	6.7%	4.9%	9.5%	6.3%	7.0%
CP bán hàng/DTT	3.0%	3.0%	4.1%	2.9%	3.8%
CP QLDN/DTT	4.1%	3.6%	5.8%	3.0%	4.9%
Biên ln thuần	4.5%	5.0%	7.1%	1.5%	-0.9%

CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT)

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	
1. Khả năng thanh toán						Hệ số thanh toán vẫn trong khoảng an toàn
Hsố TT ngắn hạn	1.30	1.35	1.14	1.14	1.17	
Hsố TT nhanh	0.92	0.87	0.67	0.79	0.79	
2. Cơ cấu vốn						Cơ cấu tài sản của SBT không có thay đổi đáng kể trong 1H.18/19. Công ty đang giảm dần các khoản nợ vay ngắn hạn từ ngân hàng, thay vào đó, công ty phát hành trái phiếu bổ sung vốn.
TSNH/ TTS	0.57	0.59	0.56	0.56	0.57	
TSDH/ TTS	0.43	0.41	0.44	0.44	0.43	
Hsố Nợ/ TTS	0.61	0.61	0.65	0.64	0.64	
Hsố Nợ/ VCSH	1.59	1.59	1.86	1.80	1.75	
Nợ ngắn hạn / TTS	0.43	0.44	0.50	0.49	0.48	
Nợ DH / TTS	0.18	0.17	0.15	0.15	0.15	
3. Năng lực hoạt động						Số ngày hàng tồn kho đang có xu hướng tăng khá nhanh, chủ yếu từ việc tăng các khoản phải thu của khách hàng khác.
Vquay hàng tồn kho	2.86	2.94	2.63	3.99	2.89	
Vquay phải thu	5.73	7.40	6.87	5.80	4.95	
Vquay phải trả	16.67	24.42	31.18	20.53	16.50	
Số ngày HTK	127.6	124.1	138.8	91.5	126.4	
Số ngày phải thu	63.7	49.3	53.1	63.0	73.7	
Số ngày phải trả	21.9	14.9	11.7	17.8	22.1	
CCC	169.4	158.5	180.3	136.6	177.9	
4. Khả năng sinh lời						KQKD suy giảm mạnh ảnh hưởng tiêu cực đến các chỉ số về khả năng sinh lời của công ty.
LNST/DTT (%)	4.5%	5.0%	6.9%	1.5%	-0.9%	
LNST/VCSH (%)	8.5%	9.4%	11.7%	7.6%	4.5%	
LNST/TTS	3.2%	3.6%	3.0%	2.8%	1.7%	
LN từ HĐKD/DTT	5.4%	6.1%	3.3%	1.8%	-3.3%	
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	2.55	2.61	2.74	2.80	2.66	
DT/TTS	0.59	0.71	0.55	0.63	0.57	
EBIT/DT	13.0%	12.2%	13.4%	12.0%	10.8%	
EBT/EBIT	49.7%	49.9%	49.6%	45.3%	38.1%	
lãi ròng/LNTT	84.6%	83.9%	80.1%	81.3%	71.8%	
6. Định giá						
PE	22.53	12.67	15.25	-	-	
PB	1.35	1.30	1.52	-	-	
EPS	1.20	0.88	0.81	-	-	
BVPS	21.53	16.91	15.82	-	-	
7. Tăng trưởng (%)						
TTS	154.9%	136.6%	130.2%	-10.7%	-9.5%	
Nợ	86.25%	67.4%	89.9%	-31.8%	-29.0%	
DTT	193.2%	140.0%	65.0%	61.5%	-28.8%	
LN gộp	179.6%	161.8%	176.5%	-29.7%	-65.5%	
LNST	29.1%	65.2%	396.3%	-58.5%	-113.6%	
EPS	-44.9%	10.0%	277.5%	-80.5%	-169.2%	

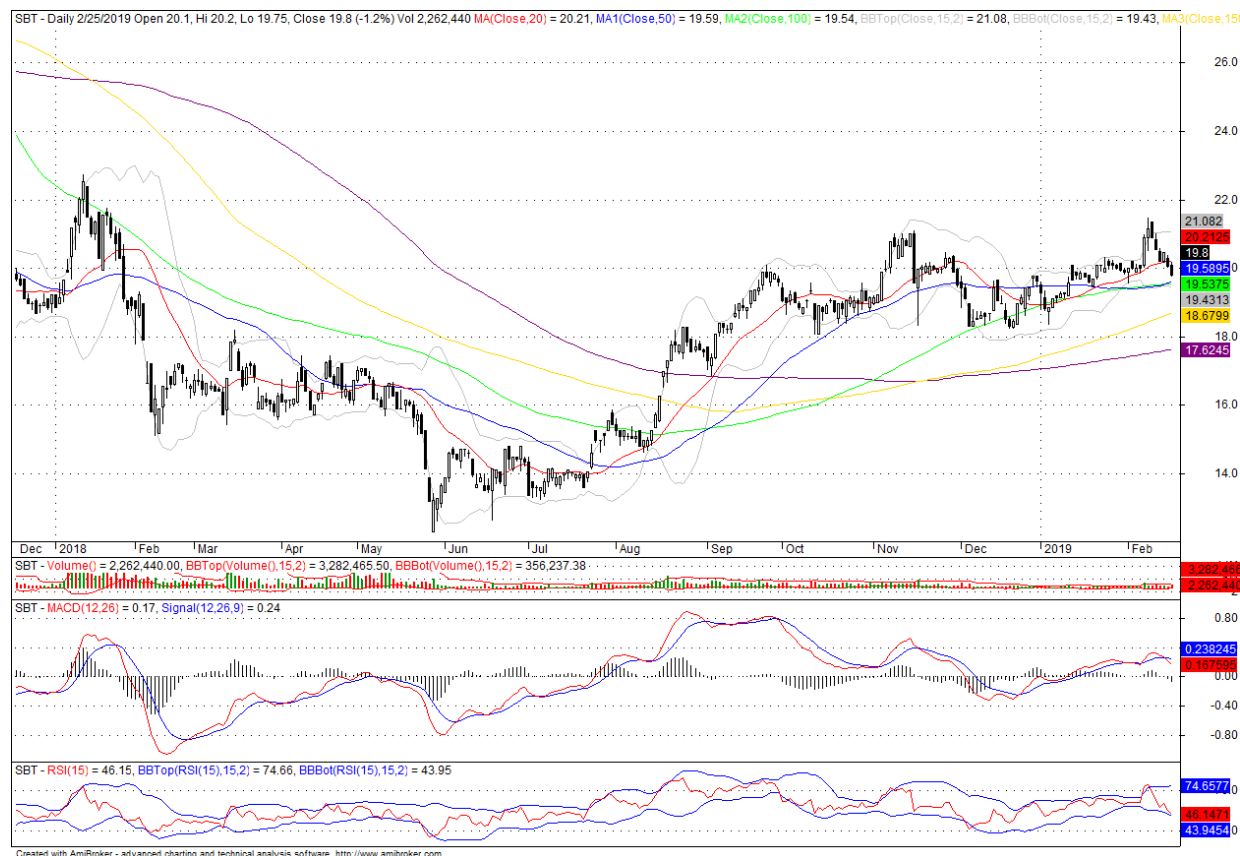
CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT)

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: điều chỉnh ngắn hạn và có thể giữ xu hướng tăng trong trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD tiếp tục giảm và ở dưới đường tín hiệu, vận động hướng về đường trung tâm
- Chỉ báo RSI: trong vùng bán, xu hướng tiếp tục vận động vận động trong vùng bán.
- Đường MA: tất cả các đường MA tiếp tục vận động hướng lên trừ MA 20 đang trong xu hướng giảm và nằm trên đường giá.

Nhận định: SBT đang trong vùng điều chỉnh và vận động quanh mốc hỗ trợ 19.72 (tương ứng với Fibonacci 50%) sau khi đạt đỉnh 21.15 giữa tháng 2. Thanh khoản cổ phiếu ở mức tích cực và có cải thiện đáng kể so với tháng 1. Chỉ báo RSI ủng hộ xu hướng điều chỉnh trong ngắn hạn và chỉ báo MACD cho thấy dấu hiệu SBT tiếp tục bị điều chỉnh giá trong phiên sau. Vận động các đường MA tiếp tục cho thấy đà hồi phục từ giữa tháng 12/2018 sẽ có thể tiếp tục được duy trì. Nếu cổ phiếu tiếp tục vận động trên ngưỡng 19.72, SBT có khả năng sẽ vượt đỉnh 21.15 và tích lũy dưới mốc 22.52 trước khi vượt đỉnh tháng 1/2018.

Khuyến nghị: Vị thế mua ngắn hạn là không thích hợp cho SBT khi cổ phiếu đang trong vùng điều chỉnh. Tuy nhiên nhà đầu tư có thể mở vị thế ngắn hạn khi SBT hồi phục về mốc 21.15 với vùng mua là 21.15 – 21.83 và chốt lời vùng 21.99 – 22.88. Cắt lỗ nếu vùng giá tuột mốc 20.07.



Nguồn: Amibroker, BSC

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

