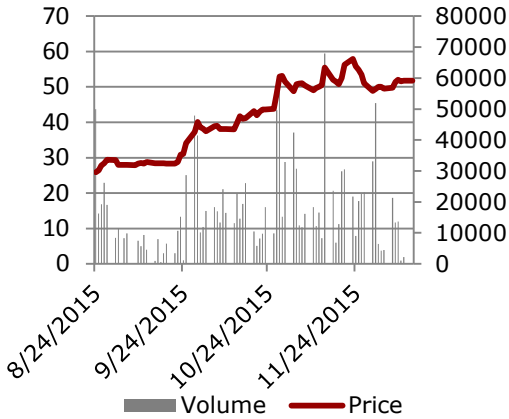


**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	<b>MUA</b> 67,700
Giá hiện tại (VND)	52,000
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	30%

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	52,000
EPS (VND):	9,970
P/E:	5.2
Giá trị sổ sách (VND):	32,260
Hệ số Beta:	N/A
KLGD trung bình:	15,181
KLCP đang niêm yết:	6,800,000
KLCP đang lưu hành:	6,800,000
Vốn hóa (Tỷ VND):	352.24

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Trần Thị Thái	27.43%
Công ty Thái Liên	15.00%
Tạ Ngọc Hương	2.89%
Trần Thị Liên	1.47%
Trần Ngọc Hiếu	1.35%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

Km 34 thị Trấn Hát Lót, huyện Mai Sơn, tỉnh Sơn La

Tel: +84 022 3843 274  
Fax: +84 022 3843 406

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của SLS ở mức **67,700** đồng. Giá hiện tại của SLS là 52,000 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 62%.

**Điểm nổi bật:**

- ❖ **Ngành mía đường đang tạo động lực tăng trưởng và thị trường chung tốt cho doanh nghiệp trong ngành.** Cụ thể: (1) năm 2014 là đáy của chu kỳ 5 năm trong ngành mía đường, các doanh nghiệp sẽ cải thiện được biên lợi nhuận khi giá nguyên liệu xuống mức thấp. (2) Đường nhập lậu Thái Lan đã bị siết chặt quản lý dẫn tới một phần nhu cầu đối với đường nội địa tăng trưởng.
- ❖ **Lợi thế cạnh tranh đến từ vùng nguyên liệu ổn định và độc quyền.** Doanh nghiệp có mối gắn kết chặt chẽ với nông dân trồng và điều này giúp cho (1) chi phí đầu vào ổn định, (2) năng suất cây trồng cao 70 tấn/ha cao hơn hẳn so với trung bình ngành ở mức 60 tấn/ha.
- ❖ **Tỷ lệ đòn bẩy thấp sẽ giúp SLS không phải chịu chi phí lãi vay.** Ngoài ra việc này sẽ giúp công ty có thể mở rộng quy mô trong tương lai nhờ huy động nguồn vốn vay dài hạn.
- ❖ **Biên lợi nhuận và tỷ suất sinh lời cao so với doanh nghiệp trong ngành.** ROE của SLS năm 2014 là 12% cao hơn so với SBT và BHS dưới 4%. Năm 2015, dự đoán ROE của SLS sẽ cao hơn 25%.
- ❖ **Thị trường đường vẫn còn nhiều động lực tăng trưởng trong tương lai** vì cơ cấu dân số trẻ và đang trưởng. Cùng với đó nhu cầu tiêu thụ đường ở Việt Nam là 16 kg/người/năm thấp hơn so với nhu cầu tiêu thụ đường của thế giới khoảng 20 kg/người/năm.

**Điểm hạn chế:**

- ❖ **Rủi ro cạnh tranh từ đường Thái từ năm 2018 trở đi khi hạn ngạch được loại bỏ.** Tuy nhiên 3 năm đủ dài để các doanh nghiệp tăng quy mô và cải thiện công suất, gia tăng đầu tư để nâng cao lợi thế cạnh tranh. Vì cần tính thêm chi phí vận chuyển, và đường Thái chỉ đắt hơn đường Việt Nam khoảng 10% nên hiện nay yếu tố này chưa đáng lo ngại.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>
DTT (tỷ đồng)	529.958	575.084	411.667	670.426
+/- yoy	62.3%	-3.0%	-28.4%	62.9%
LNST (tỷ đồng)	69.056	50.882	17.160	57.385
+/- yoy	98.9%	-26.3%	-66.3%	234.4%
TTS (tỷ đồng)	254.232	253.630	243.175	330.351
+/- yoy	2.6%	-0.2%	-4.1%	35.8%
VCSH (tỷ đồng)	159.230	179.946	165.822	223.208
+/- yoy	59.8%	13.0%	-7.8%	34.6%
Nợ/TTS	0.358	0.262	0.318	0.324
TS LN gộp	19.75%	15.83%	8.78%	14.29%
TS LN ròng	11.6%	8.8%	4.2%	8.6%
EPS (đồng)	10,155	7,482	2,523	8,439
ROA	28%	20%	7%	24%
ROE	53%	30%	10%	41%

## MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Phân tích ngành	P04
Hoạt động SXKD	P05
Phân tích tài chính	P08
Triển vọng	P10
Định giá	P11

## TỔNG QUAN

### Lịch sử thành lập

Công ty cổ phần mía đường Sơn La tiền thân là nhà máy đường Sơn La được khởi công xây dựng từ ngày 16/09/1995. Ngày 12/08/1997, nhà máy có quyết định để thành lập doanh nghiệp Nhà nước công ty mía đường Sơn La.

Hoạt động dưới hình thức vốn nhà nước khiến doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả, thường xuyên thua lỗ và có nguy cơ phá sản trong giai đoạn 1997 – 2006.

Ngày 01/10/2006, Công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp – Bộ tài chính (DATC) đã phối hợp với công ty mía đường Sơn La mua lại khoản nợ tồn đọng. Việc DATC tham gia đã giúp doanh nghiệp tái cơ cấu lại hoạt động và tình hình tài chính để qua đó chuyển đổi công ty mía đường Sơn La thành công ty cổ phần.

Ngày 16/10/2012, Công ty mía đường Sơn La chính thức giao dịch trên sàn chứng khoán, mã cổ phiếu là SLS.

Từ khi niêm yết đến nay, SLS trải qua 1 lần tăng vốn, thông tin chi tiết được trình bày dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2011	50,000
2012	68,000

### Cơ cấu cổ đông

SLS có cơ sở hữu gia đình. Hai cổ đông lớn nhất bà Trần Thị Thái và Công ty TNHH Thái Liên đang nắm giữ hơn 40%. Trong đó công ty TNHH Thái Liên thuộc sở hữu của bà Thái và em gái Trần Thị Liên. Bên cạnh là cổ đông lớn của SLS, bà Thái còn tham gia ban quản trị và nắm giữ 10% của mía đường Sóc Trăng, 6% mía đường Cần Thơ và 2% mía đường KonTum. Bà Thái sinh năm 1939, có hiểu biết rõ và kinh nghiệm am hiểu thị trường mía đường Việt Nam. Gia đình bà Thái tổng cộng đang nắm giữ gần 50% của SLS. Thông tin chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Trần Thị Thái	27.43%
Công ty TNHH Thái Liên	15.00%
Tạ Ngọc Hương	2.89%
Trần Thị Liên	1.47%
Trần Ngọc Hiếu	1.35%

### Ban lãnh đạo

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Ghi chú
Chủ tịch	Đặng Việt Anh	Con trai của bà Trần Thị Thái
Phó chủ tịch	Trần Ngọc Hiếu	Đồng thời là giám đốc công ty SLS, em trai của bà Trần Thị Thái
Thành viên	Nguyễn Anh Tú	Đại diện bên DATC
Thành viên	Bùi Hưng Thịnh	
Thành viên	Đặng Xuân Phúc	Đồng thời là Phó Tổng giám đốc công ty cổ phần mía đường Sơn La, chịu trách nhiệm chính điều hành nhà máy chế biến

## **PHÂN TÍCH NGÀNH**

**Thị trường đường mang đặc thù nội địa cao do tính nhạy cảm của ngành hàng được các chính phủ bảo hộ, hiện nay, 71% đường tiêu thụ tại ngay quốc gia sản xuất, sản lượng tiêu thụ là 174,8 triệu nhưng quy mô thương mại dưới 60 triệu tấn. Có 4 nước sản xuất mía đường lớn nhất lần lượt là: Brazil (22%), Ấn Độ (15%), Trung Quốc (8%) và Thái Lan (6%). Tuy nhiên Trung Quốc và Ấn Độ đang trong tình trạng thiếu cung nên các nước xuất khẩu đường mía chính là Brazil (chiếm khoảng 45% đến 50% lượng đường xuất khẩu) và Thái Lan. Trung Quốc là bạn hàng tiêu thụ đường xuất khẩu chính của Việt Nam. Còn Thái Lan là nước cạnh tranh chủ yếu với ngành đường ở thị trường nội địa.**

**Động lực tăng trưởng của ngành đường Việt Nam cao hơn so với thế giới** do cơ cấu dân số trẻ và đang trưởng. Cùng với đó nhu cầu tiêu thụ đường ở Việt Nam là 16 kg/người/năm thấp hơn so với nhu cầu tiêu thụ đường của thế giới khoảng 20 kg/người/năm.

**Giá mía nguyên liệu ở Thái là 600,000 đồng/tấn trong khi ở VN là 850,000 đồng đến 1,100,000 đồng/ tấn tùy năm.** Việt Nam có chi phí giá vốn đường cao hơn do 3 nhược điểm:

(1) Vùng trồng mía còn manh mún không thể cơ giới, mức cơ giới hóa hiện nay ở Việt Nam mới chỉ 10 đến 20% trong khi ở Thái Lan là 80% đến 90%. Ước tính nếu cơ giới hóa toàn bộ thì chi phí sản xuất sẽ giảm được 20%, năng suất đường sẽ tăng 15% đến 20%. Hiện nay việc phải sử dụng lao động tay chân khiến năng suất thấp và chi phí bị đội lên (chi phí nhân công chiếm khoảng 18 – 20% giá vốn mía).

(2) Công suất tổng các nhà máy sản xuất mía là 1.88 triệu tấn trong khi mía thu hoạch mới được 1.68 triệu tấn bằng 89.4% công suất thiết kế, việc cung mía nhiều hơn cầu dẫn tới nhiều nhà máy xay mía phải cạnh tranh vùng nguyên liệu với nhau.

(3) Giống mía của Việt Nam cho năng suất thấp vì chi phí tri cho nghiên cứu còn ít. Việt Nam chưa có giống cây trồng đặc hiệu cho đất và khí hậu của mình để nâng cao trữ lượng đường. Với lượng đầu tư nghiên cứu như hiện nay phải ít nhất 3 năm nữa mới có giống mía riêng cho Việt Nam. Hiện nay sản lượng mía ở Việt Nam chỉ được 63.9 tấn/ha thấp hơn 8.8% công suất trung bình của thế giới, ở Thái Lan con số này là 70 đến 72 tấn/ha. Chứ đường của các công ty cũng thấp hơn chỉ khoảng 9.8 ccs trong khi Brazil hay Thái Lan là hơn 10 ccs.

**Đối thủ chính của đường Việt Nam là đường nhập lậu tại Thái Lan chứ không phải đường chính ngạch.** Trước tiên so sánh về giá đường thì đường Thái Lan nếu chỉ tính thuế 25% đến 40% trong hạn ngạch. Hạn ngạch này rất hạn chế chỉ khoảng 81,000 tấn bằng 5% tổng sản lượng tiêu thụ. Nếu vượt quá hạn ngạch này thì thuế áp cho đường Thái Lan sẽ tăng gấp đôi và không thể cạnh tranh được về giá với đường Việt Nam. Đường nhập lậu từ Thái do lợi thế chi phí nên có giá thành rẻ hơn từ 1,000 đến 1,500 đồng so với nội địa. Lượng đường này có khoảng 200,000 đến 300,000 tấn hàng năm chiếm khoảng 18% sản lượng tiêu thụ.

**Đường nhập lậu tại Việt Nam bị kiểm soát chặt chẽ tạo động lực tăng trưởng cho thị trường những năm sắp tới, cung cầu trở nên cân bằng.** Do chiết phá được đường dây nhập lậu từ Thái của Vi Thương Ngạnh chiếm gần 40% tổng đường nhập lậu. NhoLượng tồn kho của các công ty mía đường

trong nước đã giảm hơn 50% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong vòng từ tháng 4 đến tháng 5 tổng lượng đường bán được là 193,510 tấn cao gấp 3 lần so với cùng kỳ năm ngoái là 68,370 tấn.

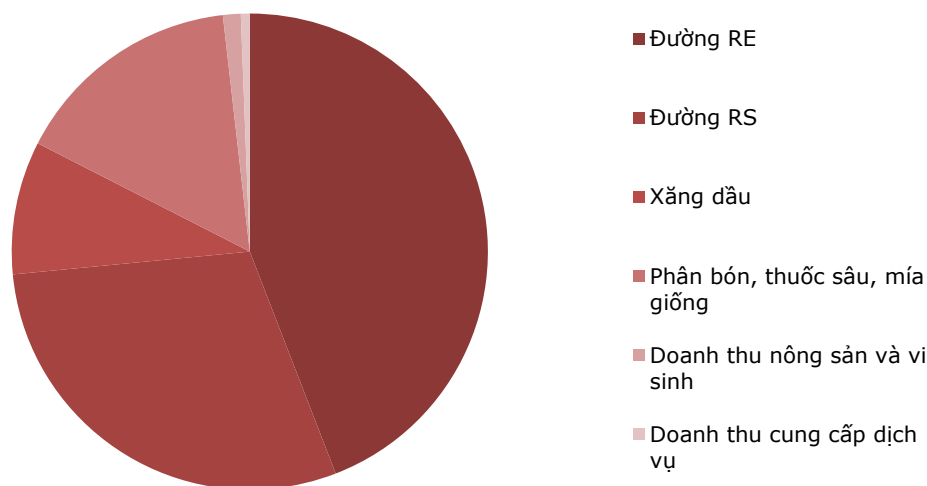
**Cạnh tranh từ đường Thái từ năm 2018 trở đi khi hạn ngạch được loại bỏ.** Tuy nhiên từ giờ đến lúc loại bỏ hạn ngạch còn 3 năm đủ để các doanh nghiệp tăng quy mô và cải thiện công suất, gia tăng đầu tư để nâng cao lợi thế cạnh tranh. Vì cần tính thêm chi phí vận chuyển, và đường Thái chỉ đắt hơn đường Việt Nam chưa đến 2,000 đồng/kg nên hiện nay yếu tố này chưa đáng lo ngại.

**Lịch sử Việt Nam cho thấy rằng mía đường là ngành có tính chu kỳ xấp xỉ 5 năm với giá cả và lợi nhuận của ngành có mối quan hệ nghịch biến với diện tích mía.** Lý do này đến từ sự thiếu quy hoạch của các hộ trồng mía. Những năm giá mía đường lên cao người dân sẽ trồng nhiều mía hơn dẫn tới cung mía tăng làm giảm giá mía. Các doanh nghiệp được giảm chi phí giá vốn nhưng lại không có khả năng mặc cả giá với các nhà buôn dẫn tới bị thiệt. Việc mía không đem lại lợi nhuận cao sẽ khiến nông dân chuyển sang cây trồng khác và dần dần lại gây hụt cung mía. Năm 2013 là đỉnh của ngành mía đường với sản lượng và giá bán cao. Hiện nay năm 2015 sản lượng đã giảm so với 2014 và được dự đoán là giai đoạn thấp nhất trong chu kỳ của ngành mía hiện nay nên đây là cơ hội đầu tư tốt của ngành mía đường.

**Giá đường đã giảm mạnh 3 năm trở lại đây từ hơn 20,000 đồng/kg xuống còn 12,000 đồng/kg do tính chu kỳ.** Hiện nay giá đường đã có dấu hiệu tạo đáy và đang dần hồi phục được giao dịch ở mức giá 13,500 đồng (tăng khoảng 30% so với đầu năm), việc giá đường hồi phục sẽ giúp cho các doanh nghiệp đường có được kết quả kinh doanh tốt hơn.

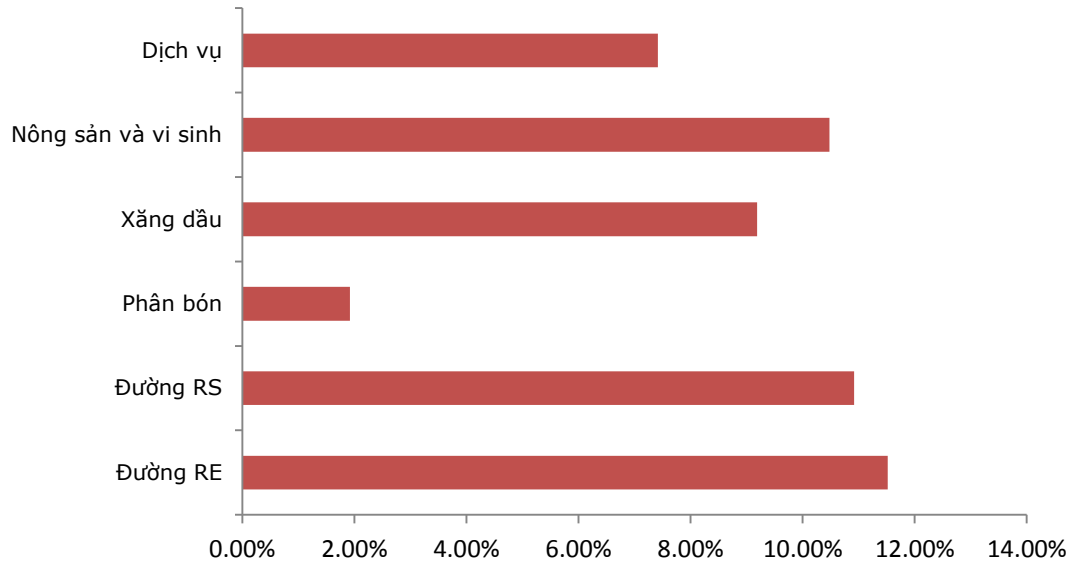
## **HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH**

### **Cơ cấu doanh thu năm 2014**



**Cơ cấu doanh thu chủ yếu của SLS là sản xuất đường đối với những phẩm kèm theo trong quá trình sản xuất không có biên lợi nhuận đáng kể.**

## Biên lợi nhuận gộp các mảng 2014



Mảng kinh doanh đường của SLS gồm 2 nhóm đường chính là RE (đường trắng) và RS (đường tinh luyện). Giá vốn hàng bán của hai nhóm đường này là tương đương nhau vì vậy RE với giá bán cao hơn cho biên lợi nhuận tốt hơn. SLS mục tiêu sản xuất 60% đường RE còn lại là RS khi triển khai dây chuyền sản xuất mới trong năm 2014 và giữa năm 2015 thì lượng tiêu thụ của 2 nhóm là tương đương nhau. Việc sản xuất và tiêu thụ nhiều đường RE hơn sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Mảng kinh doanh xăng dầu, nông sản và vi sinh là nhằm tối đa hóa lợi nhuận cho doanh nghiệp trong quá trình chế biến mía. Xăng dầu công ty sản xuất ra được sử dụng để phục vụ các xe tải quá trình vận chuyển nguyên liệu và thành phẩm giúp công ty tiết kiệm chi phí vận chuyển. Biến động doanh thu của các mảng này hoàn toàn dựa theo sản lượng đường sản xuất được của SLS.

Mảng phân bón, thuốc sâu, mía giống là doanh nghiệp nhằm trợ giúp nông dân có được giống tốt năng suất cao và nuôi trồng hiệu quả qua đó ổn định đầu vào của SLS. Vì vậy mảng này cũng có biên lợi nhuận thấp nhất chỉ khoảng 3%.

### **Chi phí nguyên liệu ổn định hơn so với thị trường nhờ lợi thế từ nguồn nguyên liệu**

Chi phí đến từ mía nguyên liệu được thu mua từ nông dân. Ngoài thị trường giá mía nguyên liệu trả cho nông dân dao động từ 850 đồng đến 1,200 đồng/kg. Giá mía của Thái Lan chỉ có 600 đồng/kg. Giá mía này ở VN bao gồm 10% chi phí vận chuyển và 15% là chi phí lao động.

Giá thu mua mía nguyên liệu của SLS duy trì 900 đồng/kg trong vụ 2012-2013, 2013-2014. Vụ 2014-2015 được sử dụng cho đường bán năm 2015 có giá thu mua thấp hơn là 850 đồng/kg khiến biên lợi nhuận gộp năm 2015 sẽ cao hơn so với 2014. Tuy nhiên do thị trường đường năm 2015 có sự thay đổi đột biến về cung cầu, các nhà máy mía đường đang tích cực gia tăng sản lượng khiến giá mía nguyên liệu tăng cao trung bình hiện nay là hơn 1,050 đồng/kg. Chi phí nguyên liệu dự đoán sẽ tăng trong thời gian tới nhưng không phải là bất lợi đối với SLS (sẽ được đề cập ở phần dưới).

### **Lợi thế vùng nguyên liệu so với đối thủ trong ngành**

Nhìn chung các cơ sở chế biến đường đều gặp khó khăn với nguyên liệu đầu vào vì: (1) diện tích trồng mía manh mún người dân không gắn bó với cây mía, (2) tại một vùng nguyên liệu thường có nhiều nhà máy chế biến cùng thu mua.

SLS có lợi thế hơn đối thủ ở điểm này, diện tích trồng mía hàng năm duy trì ổn định và đã tăng từ 4,500 ha đến 5,200 ha hiện nay và có dự định tăng lên

6100 ha vào vụ 2015 – 2016. Trung bình mỗi năm tăng trưởng 900 ha diện tích trồng mía. Diện tích trồng mía của SLS ổn định và tăng trưởng đều là do: (1) vùng nguyên liệu ở ven rìa quốc lộ 6 xung quanh không có nhiều nhà máy mía đường khác cạnh tranh, (2) doanh nghiệp luôn hỗ trợ và có mối quan hệ gắn kết với nông dân, SLS hỗ trợ giống tốt, hướng dẫn nông dân cách trồng hiệu quả, cam kết mua hết lượng mía được trồng và giá bán ổn định giúp người dân yên tâm về đầu ra. Vì vậy diện tích trồng của SLS không bị sụt giảm mà luôn tăng ổn định.

### **Chất lượng mía vượt trội**

Nhờ mối quan hệ chặt chẽ với nông dân, và không có nhà máy khác cạnh tranh giúp cho SLS có được chất lượng và sản lượng mía vượt trội so với những nơi khác. Năng suất của SLS đã tăng từ 60 tấn mía/ha lên 70 tấn mía/ha (**tương đương với năng suất mía của Thái Lan**) vào vụ 2014-2015 trong khi sản lượng bình quân cả nước chỉ ở mức 61 tấn mía/ha. Việc năng suất mía tăng trưởng đột biến đã giúp giá mía nguyên liệu của SLS vốn cố định hàng năm là 900 đồng/kg giảm xuống còn 850 đồng/kg. Vì vậy rủi ro giá mía nguyên liệu tăng sẽ được giảm bớt đối với SLS khi mà vùng nguyên liệu không có cạnh tranh và mía sản xuất được năng suất hơn so với nơi khác, đáp ứng đủ nhu cầu công suất của SLS.

Bên cạnh năng suất cây trồng thì chỉ số lượng cây mía của SLS cũng thuộc top đầu của doanh nghiệp. Tỷ lệ quy đổi trung bình của ngành là 9 đến 10 kg mía được 1 kg đường (SBT là 9.75, SEC là 11), nhưng các doanh nghiệp làm tốt sẽ có tỷ lệ này ở mức 8.5, SLS đã có những năm đạt mức 7.8 và thường xuyên xoay quanh mức 8 đến 8.4. Điều này có được là do SLS luôn muốn cải tiến giống cây trồng, hiện nay công ty vẫn đang tiếp tục thử nghiệm những giống mía mới như: Giống mía Philippin 85-86; VD IT00236 và IT006 nhằm nâng cao năng suất.

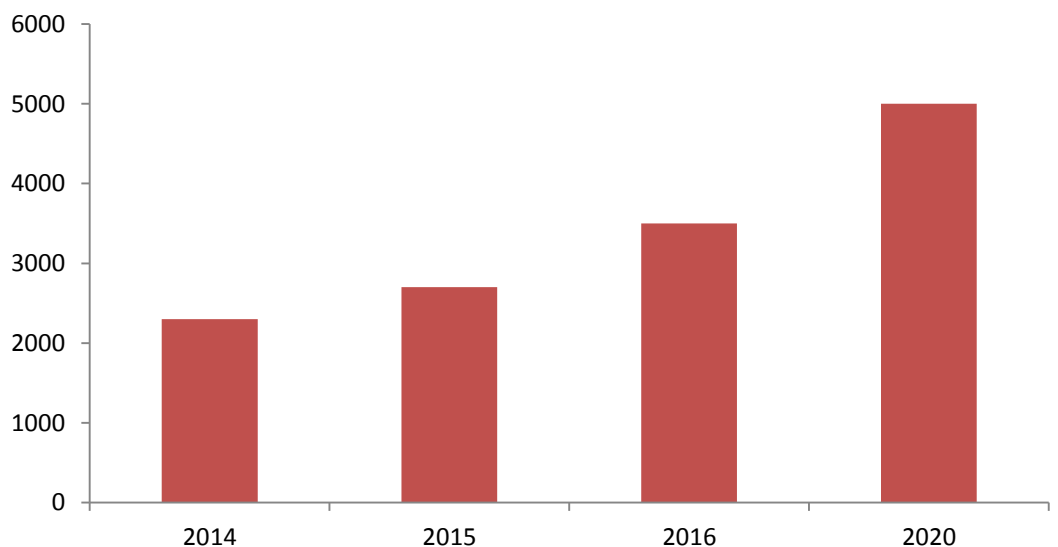
### **Kênh phân phối**

Đối với kênh phân phối B2B là bán buôn tới các công ty bánh kẹo, nước giải khát, sữa. Các công ty này dùng đường RS và cỡ một số sử dụng đường RE.

B2C là kênh bán lẻ, sản phẩm chủ yếu là các túi đường RE cho hộ gia đình. Những sản phẩm này đến tay người tiêu dùng thông qua hệ thống siêu thị hoặc bán cho công ty Kim Hà Việt chuyên kinh doanh đường thuộc sở hữu của bà chủ tịch Trần Thị Thái. Việc này mang đến rủi ro là SLS có thể điều chỉnh doanh thu thông qua sản lượng và giá bán với Kim Hà Việt. Rủi ro này được đánh là hiện nay vẫn chưa xảy ra khi mà giải trình kết quả kinh doanh hàng tháng thì sản lượng và giá bán không có gì bất thường và khác biệt so với thị trường.

### **Công suất nhà máy sẽ gia tăng**

## **Công suất nhà máy (TMN)**



Công suất nâng từ 2,300 TMN lên 2,700 TMN vào năm 2015 với mức đầu tư 28 tỷ đồng, trong đó đầu tư thiết bị 26 tỷ và 2 tỷ là xây dựng cơ bản. Năm 2016 công suất dự tính là 3,500 TMN và mục tiêu 2020 là 5,000 TMN diện tích trồng khoảng 7000 ha.

Công suất nhà máy chưa đủ 7,000 TMN là một hạn chế của SLS nhưng đây là khó khăn chung của toàn ngành mía gặp phải khi vùng nguyên liệu không đủ. Những công ty lớn SBT, BHS mặc dù tổng công suất trên 7000 TMN nhưng là của nhiều nhà máy quy mô nhỏ hơn. Ví như BHS là tổng công suất của 3 nhà máy của đường phả lại (2,000 TMN), NHS và BHS (4,500 TMN), những nhà máy này đều chưa đủ lợi thế quy mô. Vì vậy trong bức tranh ngành đường hiện nay chưa có doanh nghiệp nào đủ mạnh để có lợi thế này cả. Doanh nghiệp muốn có quy mô cần có vùng nguyên liệu chắc chắn, ổn định và điều này là lợi thế của SLS.

### Sản lượng:

Sản lượng đường của công ty sản xuất những năm vừa qua ổn định ở mức 29,000 tấn. Sản lượng không tăng trưởng trong 3 năm 2012 đến 2014 do thị trường tiêu thụ gặp khó khăn. Vụ 2014-2015 vừa qua sản lượng đã tăng đáng kể lên 30,000 tấn, sản lượng tăng do năng suất của cây mía mới và diện tích đất trồng tăng. Thị trường mía đang tiêu thụ thuận lợi do hạn chế đường Thái Lan nhập lậu nên trong tương lai sản lượng sẽ tiếp tục tăng trưởng.

## **PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

### **Kết quả hoạt động kinh doanh**

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
DTT	529.958	575.084	411.667	670.426
+/- yoy	62.3%	-3.0%	-28.4%	62.9%
Lợi nhuận gộp	117.122	91.036	36.143	95.822
+/- yoy	80.4%	-22.3%	-60.3%	165.1%
LNST (tỷ đồng)	69.056	50.882	17.160	57.385
+/- yoy	98.9%	-26.3%	-66.3%	234.4%
EPS	1,411	173	-739	865

Kết quả kinh doanh của SLS diễn biến xấu từ năm 2012 đến 2014, khi mà cả doanh thu và biên lợi gộp đều giảm. Doanh thu của SLS giảm mạnh vì thị trường kinh doanh của ngành đường không thuận lợi: (1) giá bán buôn trung bình năm 2013 là 13,500 đồng giảm xuống còn 11,000 đến 12,000 đồng năm 2014 và mới chỉ có dấu hiệu hồi phục gần đây. (2) Sản lượng tiêu thụ đường của SLS năm 2014 giảm mạnh từ 32,359 tấn xuống còn 24,875 tấn.

Đà suy giảm này sẽ dừng lại từ năm 2014 và năm 2015 SLS đã có kết quả khả quan, cập nhật doanh thu Q3 gấp 3 lần so với cùng kì 2014 và cao hơn so với 2013, 2012. Lượng hàng tồn kho Q3 đã giảm còn nửa do, tình hình kinh doanh của SLS sẽ bắt đầu khả quan và dự đoán tăng trưởng trung bình hơn 15%/năm do: (1) 2014-2015 là đáy của chu kì mía đường giá đường đang tăng trở lại, (2) hiệu ứng đến từ ngăn chặn đường Thái nhập lậu nên sản lượng tiêu thụ của các công ty mía đường sẽ được cải thiện, (3) tiềm năng tăng trưởng của thị trường Việt Nam vẫn còn do cơ cấu dân số và lượng tiêu thụ đường đầu người thấp so với thế giới.

Biên lợi gộp năm 2014 thấp nhất trong vòng các năm trở lại đây chỉ ở mức 9 % (biểu đồ gross profit). Đầu Q1/2015, biên lợi nhuận gộp chỉ cải thiện từ 9% lên 10%. Sau đó biên lợi nhuận gộp đột ngột tăng vọt từ 10% lên hơn 20% liên tiếp trong Q2, Q3 2015 là do: (1) Giá bán buôn đường của SLS tăng từ 10,689 đồng Q4/2014 lên 12,150 đồng Q3/2015 sấp xỉ với giá bán Q4/2013 là 12,435 đồng. (2) chi phí thu mía nguyên liệu của vụ 2014 – 2015 là 850 đồng thấp hơn 900 đồng vụ 2015 – 2016.

Biên lợi gộp năm 2015 sẽ khoảng 16%, năm 2016 biên lợi gộp có khả năng tiếp tục tăng do Q1/2016 sẽ không bị biên gộp thấp 10% như cùng kì năm



ngay. Những lo ngại về việc giá mía nguyên liệu tăng cao sẽ làm bào mòn biên lợi nhuận gộp là có cơ sở (theo thống kê hiện nay giá thu mua mía nguyên liệu vào khoảng 1,100 đồng/kg). Tuy nhiên giá đường mới tăng trở lại gần đây từ đáy, giá đường hiện tại chỉ có 13,500 đồng thấp hơn khá nhiều so với thời kì đỉnh lên đến 18,000 – 25,000 đồng. Giá đường tăng nó sẽ giúp duy trì tỉ suất biên lợi gộp ko bị giảm vì hiện tại thị trường đang cần đường, tồn kho lại đang giảm mạnh nên các nhà sản xuất đang có khả năng mặc cả tốt. Hơn nữa, SLS có vùng nguyên liệu ít cạnh tranh và năng suất cao hơn hẳn so với cùng ngành (70 tấn/ha so với 60 tấn/ha) sẽ làm giảm áp lực tăng giá vốn.

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Thanh toán hiện hành	1.30	2.05	2.49	2.05	2.30
Thanh toán nhanh	0.62	1.25	1.66	1.20	1.43
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.05	0.33	0.59	0.14	0.23
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.71	0.72	0.63	0.65	0.75
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	0.61	0.36	0.26	0.32	0.32
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.36	0.56	0.36	0.47	0.48
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay tổng tài sản	3.50	5.90	7.64	3.70	3.95
Vòng quay khoản phải trả	5.81	13.03	13.71	12.14	12.40
Vòng quay khoản phải thu	4.87	8.58	9.27	5.39	5.50
Vòng quay hàng tồn kho	3.96	7.72	10.41	5.98	6.50
<b>Tỷ suất sinh lời</b>					
Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần	12%	15%	12%	6%	11%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	10%	12%	9%	4%	9%
ROA	17%	28%	20%	7%	24%
ROE	39%	53%	30%	10%	41%

#### Chỉ số tài chính

**Vòng quay hàng tồn kho:** Năm 2014, do hàng tồn kho không bán được dẫn tới SLS bị tồn hàng nhiều hơn so với bình thường, số ngày lưu kho của công ty trung bình hơn 61 ngày tăng từ 31 ngày năm 2013. Số hàng tồn kho này đã được tiêu thụ vào năm nay do lượng cầu trên thị trường tăng trưởng đột biến. Theo agro monitor các doanh nghiệp mía đường miền bắc đã tiêu thụ hết đường tồn kho trong Q3/2015 này. Bức tranh toàn ngành đang tươi sáng và sẽ tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới sẽ giúp giảm số ngày tồn của SLS những năm tới.

**Khả năng thanh toán:** Chỉ số giảm từ năm 2013 sang năm 2014 do đây là năm khó khăn với ngành mía đường, không chỉ giá bán mà cả sản lượng tiêu thụ của tất cả các công ty đều giảm đây là tình hình khó khăn chung của cả ngành. Tuy nhiên kể cả vào năm 2014 thì rủi ro thanh khoản của SLS là thấp, khi tỷ số thanh toán hiện hành là 2.05 và tỷ số thanh toán nhanh là 1.20 cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành như BHS và SBT.

**Cấu trúc tài chính:** SLS có một lợi thế tương đối lớn so với doanh nghiệp cùng ngành. Trong cấu trúc vốn của SLS không có nợ vay dài hạn. Việc này là do sự can thiệp của DATC vào năm 2007 đã mua lại toàn bộ nợ vay của SLS giúp công ty thoát khỏi bờ vực phá sản. Không có nợ vay là một lợi thế lớn của SLS so với doanh nghiệp cùng ngành khi: (1) không phải chịu gánh nặng chi phí lãi vay, (2) có thể huy động vốn vay để mở rộng vùng nguyên liệu và công suất một cách nhanh chóng.

## So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	SLS	LSS	BHS	KTS	SBT	SEC
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	352	595	1,411	67	2,881	484
EPS cơ bản (VND)	9,969	478	1,790	2,469	1,567	844
Book Value (VND)	32,300	21,400	15,100	25,000	17,800	12,500
P/E cơ bản	5.2	17.8	12.5	5.3	12.4	14.7
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.14	0.32	0.06	0.01	0.16	0.13
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.65	0.36	0.66	0.53	0.55	0.40
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	0.32	0.35	0.64	0.09	0.53	0.70
Biên lợi nhuận ròng	19%	3%	3%	-	9%	2%
ROA	10%	2%	2%	-2%	1%	0%
ROE	12%	3%	4%	-2%	2%	1%

**SLS là doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn nhưng lợi suất sinh lời lại cao hơn.** Điều này xuất phát từ việc các doanh nghiệp lớn vẫn chưa tận dụng được lợi thế quy mô như SBT BHS LSS, mặc dù công suất lớn nhưng họ lại không có nguồn nguyên liệu ổn định nên để nhằm đảm bảo đầu vào thì những công ty này sẽ phải mua mía với giá cao hoặc mua đường thô để tinh luyện làm biên lợi nhuận gộp bị giảm đáng kể.

Mặc dù sử dụng 100% vốn tự có và không dùng đòn bẩy nhưng ROE của SLS vẫn làm tốt hơn so với thị trường, nếu SBT hay BHS chỉ duy trì mức 2 – 3% năm 2014 thì SLS là 12%. Làm được điều này là do tỷ suất sinh lời của công ty cao đến từ việc: (1) tận dụng tất cả các phụ phẩm trong quá trình chế biến mía để tăng thêm lợi nhuận như bán xăng, bán mật rỉ v.v., (2) không có kênh phân phối nên không có chi phí bán hàng, (3) gánh nặng lãi vay thấp, (4) vùng trồng mía ổn định, (5) năng suất cây mía cao.

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

SLS đang có triển vọng sáng sủa và sẽ có những bước tăng trưởng đột phá trong thời gian tới. Chúng tôi ước tính thận trọng công ty sẽ có lợi nhuận trước thuế cao đột biến vào năm 2015 và duy trì được lợi thế như vậy từ năm 2016 trở đi. Vì những nguyên nhân sau:

- Thị trường mía đường tại Việt Nam đang được hỗ trợ đặc lực khi tình trạng mía nhập lậu của Thái bị đẩy lùi.
- Cơ cấu dân số Việt Nam đang tiêu thụ đường ít và cơ cấu dân số trẻ sẽ là động lực tăng trưởng cầu dài hạn.
- Doanh nghiệp có lợi thế về vùng nguyên liệu và năng suất cây trồng.
- Kỹ năng quản trị của ban lãnh đạo tốt làm giảm thiểu chi phí và tận dụng mọi phụ phẩm trong quá trình sản xuất để gia tăng lợi nhuận.
- Không phải chịu chi phí lãi vay lớn.
- Quy mô về công suất và vùng nguyên liệu đang gia tăng.

Doanh thu và lợi nhuận của SLS được dự phóng như dưới đây.

### Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu	411,667	670,426	622,157	735,364	848,572
LNST	17,160	57,385	48,814	46,474	54,910

## **ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ**

Đối với cổ phiếu SLS, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF.

### **Phương pháp DCF**

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Doanh thu	411,667	670,426	622,157	735,364	848,572
LNST	68,744	56,538	52,799	62,527	66,798
Lãi suất (1-T)	53,620	45,230	42,239	50,022	53,438
Khấu hao TSCĐ	21,750	23,318	17,949	7,925	9,970
Dòng tiền tự do (FCFF)	4,801	62,392	21,355	19,333	34,841
Giá trị hiện tại (NPV)	4,777	55,644	17,077	13,863	22,401
Giá trị DN sau 2020					316,033
Giá trị doanh nghiệp					429,795
Giá trị nợ					-
Tỷ lệ pha loãng					
Số lượng cổ phiếu					6,800,000
Giá trị cổ phiếu (đồng)					65,657

### **Khuyến nghị**

Giá mục tiêu của SLS là 65,700 đồng. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu SLS, tầm nhìn đầu tư dài hạn hơn 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 30%.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Khánh

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q. Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

**VŨ THỊ THU TRANG**

Trưởng phòng Phân tích

[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

**PHẠM VIỆT DUY**

Chuyên viên Phân tích

[duyvp@apec.com.vn](mailto:duyvp@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649