

CÔNG TY CỔ PHẦN THÀNH THÀNH CÔNG - BIÊN HÒA

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC
Huỳnh Thị Thu Thảo, thao.htt@miraeasset.com.vn;

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh ấn tượng: Doanh thu năm tài chính (01/07/2023 - 30/6/2024) đạt 29,035 tỷ - tăng 17% so với niên độ trước, vượt 41% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt đạt 906 và 796 tỷ, tăng 26% và 32% YoY.

Phát triển nền nông nghiệp tuần hoàn bền vững - Phát triển đa dạng danh mục sản phẩm với mục tiêu FBMC. Với mô hình phát triển mới, ban lãnh đạo kỳ vọng doanh thu vào năm 2030 đạt 60.000 tỷ, trong đó 60% từ đường-đạt 1,7 triệu tấn và 40% đến từ FBMC.

Quy chế Quản trị Công ty thông lệ quốc tế - Hướng đến toàn diện ESG tăng khả năng thu hút vốn đầu tư quốc tế. Dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam hiện nay thận trọng hơn và có xu hướng tập trung vào các công ty có phát triển bền vững và đáp ứng các tiêu chuẩn ESG. Vào tháng 8 năm 2024, quỹ Lendgarry của Singapore ghi nhận mua 5,7 triệu cổ phiếu, nâng tổng sở hữu lên hơn 122 triệu cổ phiếu, chiếm 16,5% sở hữu.

Triển vọng mở rộng vùng nguyên liệu sản xuất 90.000 ha đáp ứng nhu cầu trong nước và quốc tế cùng với giá đường duy trì trung bình cao. Diện tích và sản lượng mía tiếp tục tăng trưởng năm thứ 3 liên tiếp. Dự kiến tiếp tục phát triển vùng nguyên liệu để đáp ứng nhu cầu thị trường, mục tiêu đến 2030 đạt 90.000 ha vùng nguyên liệu.

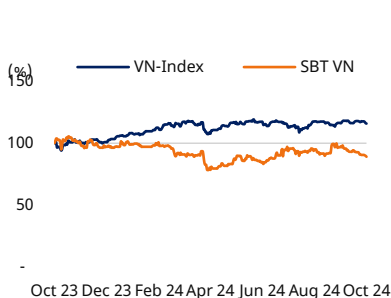
M&A các công ty đồ uống xuất khẩu F&B trên thế giới. Tháng 9/2024, SBT đầu tư 1,5 triệu AUD vốn vào East Forged. Tháng 10/2024 SBT hoàn tất khoản đầu tư 40% cổ phần của CTCP Xuất nhập khẩu Bến Tre - Giúp SBT tăng cường khả năng tiếp cận các thị trường xuất khẩu tiềm năng.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối P/E. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST hợp nhất 2025F của SBT lần lượt là 31.343 tỷ đồng và 2.097 tỷ đồng dựa trên các giả định chính: (1) Trong giai đoạn 2024-2030, dự kiến vùng nguyên liệu tiếp tục được mở rộng và đạt 90.000 ha; kết hợp việc phát triển các sản phẩm FBMC; (2) Nhu cầu tiêu thụ trong nước còn thiếu và sự phát triển của F&B góp phần đẩy mạnh tiềm năng. (3) Chi phí lãi vay tiếp tục xu hướng tăng như trong dữ liệu lịch sử, khi cần huy động mở rộng qui mô kinh doanh.

Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng cổ phiếu SBT với giá mục tiêu 12T dự kiến là 14.800 đồng (lợi nhuận kỳ vọng: +20,8%), tương đương với P/E mục tiêu là 14x.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (04/11/2024, VND)	11,800	Vốn hóa (tỷ đồng)	8960
LNHĐ (24F, tỷ đồng)	1817	SLCP lưu hành (triệu cp)	741
Tăng trưởng EPS (24F, %)	30	Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	55,5
Kỳ vọng thị trường (24F, %)	24%	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	N/A
P/E (24F, x)	10,8	Beta (12M)	0,9
P/E thị trường (24F, x)	12,9	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	10700
VN-Index	1255	Cao nhất 52 tuần (đồng)	14700

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.889	14.925	18.319	24.743	29.021	31.343
LNHĐ (tỷ đồng)	627	1.123	1.007	1.445	1.646	1817
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	4,9	7,5	5,5	5,8	5,7	5,8
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	364	645	875	537	748	807,8
EPS (đồng)	506	773	989	570	834	1090
ROE (%)	5,2	7,4	8,8	4,7	6,4	6,7
P/E (x)	22,4	23,1	16,0	26,6	14,1	10,8
P/B (x)	1,1	1,6	1,4	1,2	0,9	1,1
Cổ tức/thị giá (%)	3,0	2,4	2,0	#N/A	#N/A	#N/A

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.1	5.7	-13.3
Tương đối	-3.9	5.2	-29.8

Luận điểm đầu tư

Kết quả tăng trưởng kinh doanh duy trì ổn định trong giai đoạn khó khăn nhưng biên lợi nhuận còn hạn chế

Duy trì ổn định hoạt động kinh doanh trong giai đoạn nhiều biến động. Doanh thu năm tài chính (01/07/2023-30/6/2024) đạt 29,035 tỷ - tăng 17% so với niên độ trước, vượt 41% kết hoạch năm. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt đạt 906 và 796 tỷ, tăng 26% và 32% YoY.

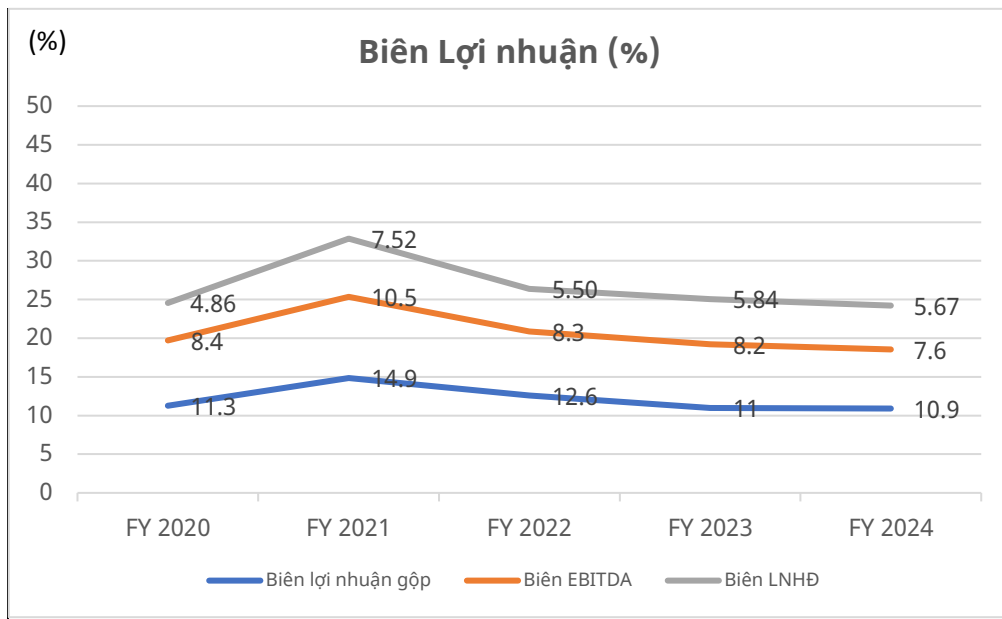
Đặc biệt trong quý 2, doanh thu tăng trưởng ấn tượng 40% so với cùng kỳ - đạt **9.490 tỷ** đồng thời cao nhất trong 4 quý và lợi nhuận sau thuế đạt **gần gấp 3** so với cùng kỳ. Kết quả kinh doanh năm nay đạt lợi nhuận đều trải dài các quý, khác với những năm trước có sự biến động mạnh giữa các quý. Phân bố doanh thu như sau:

Sản phẩm	Tỷ trọng doanh thu năm tài chính 2023-2024	Tăng trưởng YoY
Sản phẩm đường	91,0%	15%
Sản phẩm từ mật đường	2,8%	121%
Kinh doanh điện	1,0%	17%
Kinh doanh phân bón	1,0%	8%
Các sản phẩm khác	3,8%	11%

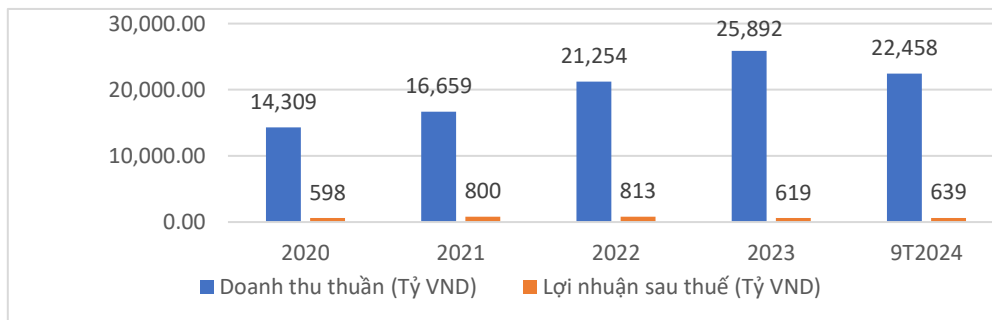
Nguồn: công ty Mirae Asset

Biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp tăng nhẹ từ 2,2% (Q3/2023) lên 2,8% (Q3/2024), phản ánh hiệu quả vận hành được cải thiện. Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp ổn định quanh mức 10 - 11%, cho thấy doanh nghiệp ổn định trong kiểm soát chi phí sản xuất. Ngoài ra, chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu thuần có tăng nhẹ, nhưng vẫn giữ ở mức ổn định từ 5,1 - 5,3%.

Tỷ lệ sinh lời từ tài sản và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cũng cải thiện dần, với ROE tăng từ 5,5% lên 7,8% và ROA từ 1,7% lên 2,3% trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, chi phí lãi vay vẫn còn cao và duy trì xu hướng tăng kết hợp tỉ lệ tự chủ nguyên liệu mía sản xuất thấp (~20%) khiến biên lợi nhuận ròng vẫn đang dưới 3% khi giá mía giảm/tăng tác động kép đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Yếu tố tác động chính đó là chi phí lãi vay giảm và vùng nguyên liệu tự chủ tăng sẽ giúp doanh nghiệp sáng cửa hơn trong bức tranh tăng trưởng biên lợi nhuận vì SBT chiếm thị phần lớn và dễ dàng mở rộng quy mô khi nguồn cầu tiềm năng rất lớn trong nước và ngoài nước nhờ M&A.



Doanh thu thuần & Lợi nhuận sau thuế SBT giai đoạn 2020 – 9T2024



Nguồn: Mirae Asset

Đáng chú ý, hàng tồn kho giảm dần qua các quý và giảm còn 3.391 tỷ VND trong Q3/2024, cho thấy công ty quản lý hàng tồn kho ngày càng tốt hơn, giúp tối ưu hóa nguồn lực và giảm thiểu chi phí lưu kho.

Với sản lượng chiếm 66% thị trường nội địa và 34% thị trường xuất khẩu:

- **Ở thị trường nội địa**, kênh B2C (Business to Consumer) là kênh bán hàng trực tiếp từ doanh nghiệp đến người tiêu dùng cuối cùng và kênh thương mại tăng ấn tượng lần lượt là 22% và 18%. Kênh B2B (Business to Business) là kênh bán hàng cho các doanh nghiệp khác không biến động nhiều bởi nhu cầu ổn định và chủ yếu nhờ thị phần lớn và tệp khách hàng sản xuất công nghiệp quen thuộc. Kênh B2C vẫn tiếp tục phát triển chứng tỏ khả năng phát triển tệp khách hàng là vẫn còn, kênh thương mại phát triển hiệu quả.
- **Thị trường xuất khẩu** được kỳ vọng phát triển trong niên độ tới với việc ban lãnh đạo khẳng định về tiềm năng sau khi đã M&A với công ty con chuyên về thương mại hàng hóa tại Singapore – Global Mind Commodities và thị trường còn nhiều tiềm năng tăng trưởng và sớm có kết quả trong năm 2024.

Ngoài ra, SBT có kế hoạch thanh lý lại các hạng mục đầu tư không nằm trong chuỗi giá trị nông nghiệp. Danh mục đầu tư gồm 2 Công ty niêm yết, trong đó có 1 công ty Năng lượng, 1 công ty Dịch vụ nhà hàng, khách sạn, và 4 công ty khác chưa niêm yết gồm 1 công ty Bất động sản nghỉ dưỡng, 1 công ty Thương mại logistics và 2 công ty Bất động sản công nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng sẽ mang lại một khoảng doanh thu tài chính cho doanh nghiệp sau khi thanh lý.

Công ty niêm yết

CTCP Điện Gia Lai (HOSE: GEG)

SLCP: 58.289.459 cổ phần
 Tỷ lệ sở hữu: 16,27%

CTCP Du lịch Thành Thành Công (HOSE: VNG)

SLCP: 1.700.000 cổ phần
 Tỷ lệ sở hữu: 1,06%

Công ty chưa niêm yết

CTCP Toàn Hải Vân

SLCP: 73.798.755 cổ phần
 Tỷ lệ sở hữu: 36,03%

CTCP Xuất Nhập Khẩu Tân Định

SLCP: 7.915.020 cổ phần
 Tỷ lệ sở hữu: 23,09%

CTCP Khai Thác và Quản lý Khu Công Nghiệp Đặng Huỳnh

SLCP: 9.070.000 cổ phần
 Tỷ lệ sở hữu: 9,55%

CTCP Đầu Tư Hạ Tầng Cụm Công Nghiệp Tân Hội

SLCP: 1.666.666 cổ phần
 Tỷ lệ sở hữu: 10,07%

Phát triển nền nông nghiệp tuần hoàn bền vững - Phát triển đa dạng danh mục sản phẩm

Với 4 lợi thế cạnh tranh bao gồm vùng nguyên liệu rộng lớn 71.797 ha tại 4 nước Việt Nam, Lào, Campuchia và Úc. Danh mục sản phẩm đa dạng với 88 sản phẩm đường, 46 sản phẩm từ dừa và hơn 60 sản phẩm khác. Kênh phân phối rộng khắp nội địa và quốc tế với 69 quốc gia và hệ thống kho bãi tối ưu với tổng sức chứa hơn 300.000 tấn, giúp doanh nghiệp linh hoạt hơn trước biến động thị trường.

Quản lý toàn diện chuỗi giá trị giúp tối ưu hoá quy trình từ sản xuất đến phân phối, giảm thiểu lãng phí và tăng cường năng suất. Kiểm soát chặt chẽ từ đầu đến cuối chuỗi giá trị giúp nâng cao chất lượng sản phẩm, đáp ứng yêu cầu an toàn thực phẩm và các tiêu chuẩn quốc tế. Việc phát triển đa dạng sản phẩm từ cây trồng, toàn diện chuỗi giá trị cây trồng giúp doanh nghiệp không chỉ đáp ứng nhu cầu thị trường mà còn gia tăng khả năng cạnh tranh, giúp doanh nghiệp linh hoạt hơn trước biến động thị trường.

Với mô hình phát triển mới, ban lãnh đạo kỳ vọng doanh thu vào năm **2030 đạt 60.000 tỷ**, trong đó 60% từ đường - đạt 1,7 triệu tấn và 40% đến từ FBMC (Food - Beverage - Milk - Confectionery) với 28% đồ uống, 8% thực phẩm và 4% sữa và bánh kẹo.

Quy chế Quản trị Công ty thông lệ quốc tế-hướng đến toàn diện ESG tăng khả năng thu hút vốn đầu tư quốc tế

Nhà đầu tư toàn cầu đang ưu tiên các doanh nghiệp tuân thủ tiêu chuẩn ESG. Vì vậy việc áp dụng các thông lệ quốc tế trong quản trị giúp doanh nghiệp tăng tính hấp dẫn đối với các quỹ đầu tư lớn. Một hệ thống quản trị công ty theo tiêu chuẩn quốc tế đảm bảo tính minh bạch trong việc cung cấp thông tin tài chính và quản lý doanh nghiệp. Cổ đông được đảm bảo tiếp cận đầy đủ thông tin, giảm thiểu nguy cơ bị thao túng hoặc che giấu thông tin, bảo vệ quyền lợi và nâng cao niềm tin trong quá trình đầu tư.

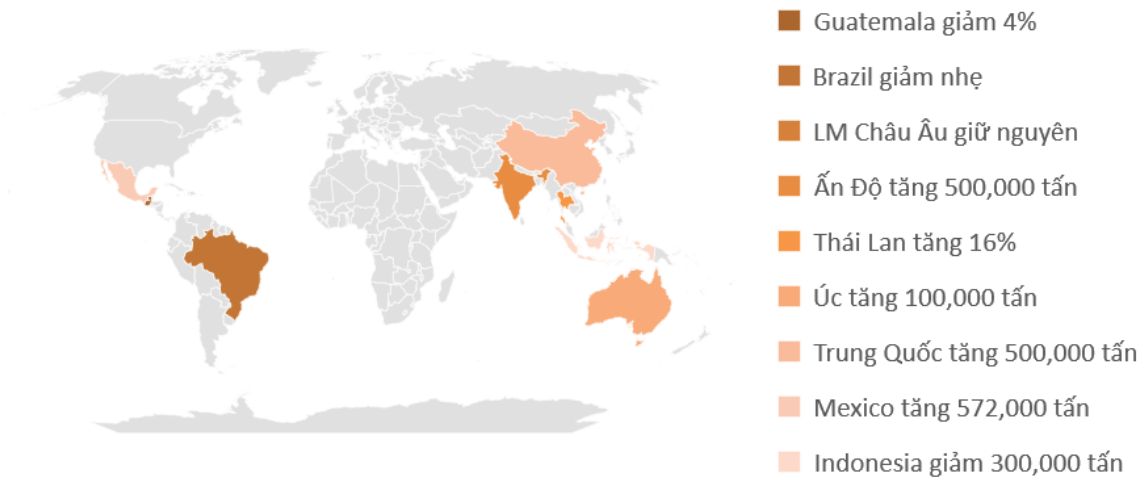
Dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam hiện nay thận trọng hơn và có xu hướng tập trung vào các công ty có phát triển bền vững và đáp ứng các tiêu chuẩn ESG. Vào tháng 8 năm 2024, quỹ Lendgarry của Singapore ghi nhận mua 5,7 triệu cổ phiếu, nâng tổng sở hữu lên hơn 122 triệu cổ phiếu. Tính đến ngày 31 tháng 7 năm 2024, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại TTC AgriS tiếp tục tăng, đạt 22,4%.

Triển vọng mở rộng vùng nguyên liệu sản xuất đáp ứng nhu cầu trong nước và quốc tế tăng cùng với giá đường duy trì trung bình cao.

Triển vọng Đường thế giới

Triển vọng đường thế giới đang đối mặt với bức tranh thâm hụt, khi sản lượng dự kiến tăng ổn định từ 181 triệu tấn năm 2023 lên 194 triệu tấn vào năm 2030, nhờ những yếu tố tích cực như khí hậu thuận lợi, mở rộng diện tích canh tác khi giá đường tăng, cùng với kế hoạch xây dựng kho dự trữ nhằm đảm bảo an ninh lương thực quốc gia và chủ động nguồn cung.

Theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ ước tính sản lượng của từng khu vực cụ thể trong niên độ 2024-2025 như sau:



Khu vực	Dự báo thay đổi sản lượng đường	Các yếu tố chính
Guatemala	Giảm 4%	Năng suất mía đường giảm do El Niño và chính sách ưu tiên nhu cầu tiêu dùng nội địa
Brazil	Giảm nhẹ	Thời tiết khô hạn ảnh hưởng đến sản lượng mía, nhưng sản xuất vẫn gần mức cao kỷ lục
Liên minh châu Âu	Giữ nguyên	Diện tích trồng củ cải đường tăng, năng suất giảm nhẹ; dự báo tồn kho đầu kỳ tăng
Ấn Độ	Tăng 500,000 tấn	Giống chín sớm, năng suất cao hơn, nhu cầu nội địa trong mùa lễ hội; hạn chế xuất khẩu
Thái Lan	Tăng 16%	Phục hồi sản xuất mía đường, tăng năng suất; tồn kho đầu kỳ giảm do xuất khẩu trong năm tr
Australia	Tăng 100,000 tấn	Thời tiết thuận lợi giúp tăng sản lượng mía đường
Trung Quốc	Tăng 500,000 tấn	Diện tích mía đường và củ cải đường tăng; nhu cầu tiêu dùng dự báo tăng nhờ giá đường thấp hơn
Mexico	Tăng 572,000 tấn	Thời tiết thuận lợi, năng suất tốt hơn; xuất khẩu chủ yếu sang Hoa Kỳ
Indonesia	Giảm 300,000 tấn	Thời tiết bất lợi; nhu cầu tiêu dùng nội địa tăng từ ngành thực phẩm và đồ uống

Nguồn: Mirae Asset tổng hợp

Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ đường toàn cầu cũng được dự báo sẽ tăng trong giai đoạn 2023-2030, bất chấp xu hướng giảm lượng đường trong các sản phẩm F&B. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sự gia tăng dân số, đặc biệt là ở các quốc gia đang phát triển, cùng sự phục hồi của ngành F&B do kinh tế và du lịch hồi phục, như tại Việt Nam. Tuy nhiên, giá đường được dự báo sẽ có nhiều biến động, do tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu. Trong niên độ 2024-2025, giá đường được dự kiến sẽ nằm trong khoảng 18-22 cent/lbs, trong bối cảnh kinh tế thế giới dần phục hồi nhưng vẫn phải đối mặt với nhiều rủi ro như giá xăng dầu, nguyên vật liệu, giá cước vận tải và lạm phát. Điều này đã tác động mạnh đến chi phí sản xuất đường tại các quốc gia hàng đầu như Brazil (15,3-16 cent/lbs), Thái Lan (>20 cent/lbs), và Ấn Độ (>21 cent/lbs), kéo theo việc tăng mặt bằng giá đường toàn cầu trong những niên độ tới.

Triển vọng Đường Việt Nam

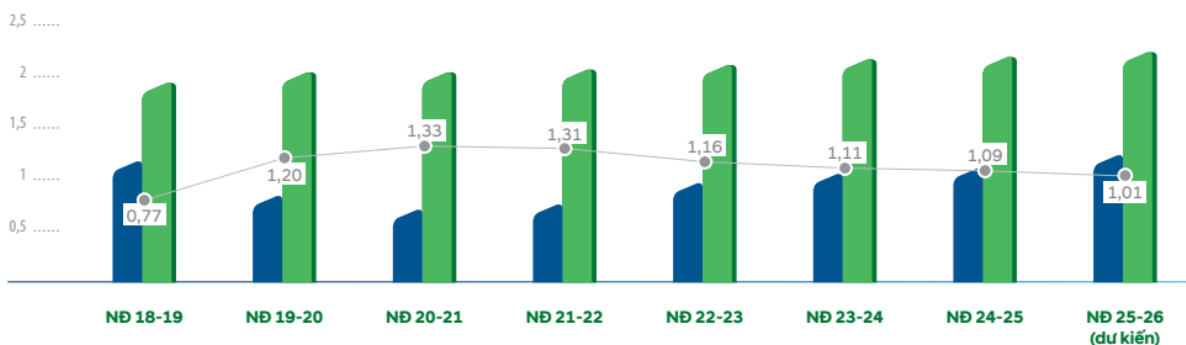
Ngành mía đường Việt Nam đang trên đà tăng trưởng vững chắc trong niên vụ 2023-2024, đánh dấu năm thứ ba liên tiếp diện tích và sản lượng mía tăng trưởng. Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), diện tích mía thu hoạch đạt 159 nghìn ha, tăng 12% so với cùng kỳ, và sản lượng ép mía đạt 10,9 triệu tấn, tăng 13%. Tổng sản lượng đường đạt

hơn 1,1 triệu tấn, tăng 10% so với năm trước. Sự tăng trưởng này một phần do giá mua mía nguyên liệu tăng lên, dao động từ 1,1-1,3 triệu đồng/tấn, ngang với các quốc gia sản xuất mía đường khác trong khu vực. Giá đường trong nước được dự báo duy trì ở mức cao hơn, nhờ vào việc phục hồi vùng nguyên liệu và chủ động trong sản xuất.

Mặc dù sản xuất đường trong nước chỉ đáp ứng khoảng 46% nhu cầu tiêu thụ, Việt Nam vẫn nhập khẩu hơn 50% lượng đường để đáp ứng nhu cầu trong nước, ước tính khoảng 2,2 triệu tấn mỗi năm theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ. Tuy nhiên, với sự hỗ trợ từ Chính phủ Việt Nam thông qua các biện pháp kiểm soát nhập khẩu và phòng vệ thương mại, ngành đường đang có cơ hội phát triển mạnh mẽ.

Cân đối cung cầu Đường

ĐVT: Triệu tấn ■ Đường sản xuất từ mía ■ Nhu cầu ● Nhập khẩu



Nguồn: TTC AgriS tổng hợp

Nguồn: SBT

Ngành thực phẩm và đồ uống (F&B) tiếp tục là động lực lớn cho nhu cầu tiêu thụ đường. Các lĩnh vực tiêu thụ đường nhiều nhất bao gồm đồ uống (32%), bánh kẹo (27%), sữa (13%), và nguyên liệu nấu ăn (5%). Tổng doanh thu ngành F&B toàn cầu dự báo tăng trưởng 9,7% mỗi năm, đạt 4,32 tỷ USD vào năm 2029, tạo cơ hội phát triển ổn định cho ngành đường. Tại Việt Nam, thị trường F&B dự kiến tăng 10,9% vào năm 2024, với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2023-2027. Đến năm 2030, dân số đô thị dự kiến chiếm hơn 50%, và chi tiêu cho F&B chiếm 35% tổng chi tiêu hàng tháng, làm gia tăng tiềm năng tiêu thụ đường.

Ngoài ra, báo cáo của Bộ Công Thương cho thấy mức tiêu thụ nước giải khát tại Việt Nam chỉ đạt 23 lít/người/năm, thấp hơn nhiều so với mức trung bình toàn cầu là 40 lít. Điều này cho thấy tiềm năng lớn cho sự phát triển thị trường nước giải khát không cồn trong những năm tới, đặc biệt là các sản phẩm tốt cho sức khỏe và hương vị độc đáo.

Với tiềm năng phát triển doanh số, SBT nỗ lực mở rộng vùng nguyên liệu thực hiện mục tiêu 2023 đạt 90.000ha để cung ứng cho việc sản xuất. Hiện tại SBT sở hữu 71.019 ha vùng nguyên liệu được phân bố ở Việt Nam (40.538ha), Lào (12.860ha), Campuchia (15.280ha) và Úc (1.341ha). Tổng công suất nhà máy sản xuất đạt 4.790 tấn đường/ngày; 32 tấn phân vi sinh/giờ, ... và các sản phẩm thời vụ khác.

Tận dụng lợi thế cạnh tranh, bứt phá trên phạm vi toàn cầu - M&A các công ty đồ uống xuất khẩu, tiên phong đón đầu xu hướng F&B thế giới

Tiếp tục chiến lược mở rộng chuỗi giá trị F&B toàn cầu, TTC AgriS đã đẩy mạnh hoạt động mua bán và sáp nhập với các công ty đồ uống tiềm năng. Tháng 9/2024, công ty đã đầu tư 1,5 triệu AUD vào East Forged, một doanh nghiệp Úc chuyên sản xuất trà ủ lạnh nitro, thông qua công ty con Global Mind Australia (GMA). East Forged nổi bật với các sản phẩm trà tự nhiên, không đường, không chất tạo màu hay hương liệu nhân tạo, và đã đạt nhiều giải thưởng.

Tháng 10/2024, TTC AgriS tiếp tục hoàn thành việc mua 40% cổ phần của CTCP Xuất nhập khẩu Bến Tre (Betrimex). Betrimex đang sở hữu lợi thế vùng nguyên liệu 30.000 ha tại Bến Tre, trong đó có 10.000 ha vùng nguyên liệu đạt chuẩn hữu cơ (organic) lớn nhất Việt Nam. Doanh thu của Betrimex gồm 10% đến từ thị trường nội địa, 90% đến từ thị trường xuất khẩu tới hơn 70 quốc gia, bao gồm cả những thị trường khó tính nhất như Mỹ, EU, Nhật Bản, Trung Quốc, Singapore, Các khoản đầu tư này không chỉ giúp SBT đa dạng hóa sản phẩm, mà còn mở rộng khả năng tiếp cận các thị trường quốc tế tiềm năng.

Dự phóng & Định giá

1. Điểm nổi bật 2023

Kết quả kinh doanh:

Trong niên độ 2023-2024 (01/07/2023 - 30/6/2024), SBT ghi nhận tổng doanh thu thuần hợp nhất đạt 29.021 tỷ đồng (+17% so với YOY và hoàn thành 141% kế hoạch năm) và LNST đạt 805,8 tỷ đồng (+33% YoY) do các yếu tố:

- Giá đường được cải thiện tăng cao, nhu cầu tiêu dùng đường ngày càng lớn. Vùng nguyên liệu tiếp tục được phát triển với 71.797 ha củng cố sản lượng cung cấp ngày càng tăng. Chứ Đường (CCS - Commercial Cane Sugar) trong cây mía cao dẫn đến khả năng thu được lượng đường lớn hơn từ quá trình sản xuất.
- Biên lợi nhuận tăng nhẹ từ 2,4% lên 2,8%, mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh. Nguyên nhân là do chi phí đặc biệt là chi phí tài chính lớn.

Tình hình tài chính

- Tại cuối Q2/2024, quy mô tổng tài sản SBT tăng 13% lên 34.078 tỷ đồng, chủ yếu nhờ các khoản tiền gửi có kỳ hạn (chiếm 9% tổng tài sản) tăng 102% lên 3.323 tỷ đồng; đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (chiếm 8,9% tổng tài sản) tăng 70% lên 3.059 tỷ đồng và các khoản phải thu ngắn hạn (chiếm 32% tổng tài sản) tăng 15% lên 11.240 tỷ đồng.
- Dư nợ vay tiếp tục tăng 18% so với niên độ trước, đạt 22.934 tỷ đồng và chiếm 67,3% cơ cấu tổng tài sản.

Bảng 1. Báo cáo kết quả kinh doanh 2024

(Tỷ đồng)	Niên độ 2022-2023	Niên độ 2023-2024	Tăng trưởng (YoY)
Doanh thu thuần	24.743	29.021	17.3%
Giá vốn hàng bán	22.022	25.856	17.4%
Lợi nhuận gộp	2.720	3.164	16.3%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	10,9%	10,9%	
Chi phí bán hàng	637	723	13.5%
Chi phí quản lý	637	795	24.8%
<i>Chi phí SG&A/Doanh thu thuần</i>	5,1%	5,2%	
Lợi nhuận từ HĐKD	735	912	24.0%
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	3,0%	3,1%	
EBITDA	23469	27503	17.2%
<i>Biên EBITDA</i>	94,9%	94,8%	
Lợi nhuận ròng tài chính	-680	-731	7.5%
Lợi nhuận khác	-16	-4	-75.0%
Lợi nhuận trước thuế	718	907	26.3%
Lợi nhuận sau thuế	604	805	33.3%
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	2,4%	2,8%	

Nguồn: SBT, Mirae Asset Vietnam Research

2. Tóm tắt dự phóng

Dựa vào các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST hợp nhất 2025F của SBT lần lượt là 31.343 tỷ đồng và 2.097 tỷ đồng dựa trên các giả định chính:

- Trong giai đoạn 2024-2030, dự kiến vùng nguyên liệu tiếp tục được mở rộng và đạt 90.000 ha; kết hợp việc phát triển các sản phẩm FBMC, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần tăng trưởng 8%.
- Nhu cầu tiêu thụ trong nước còn thiếu và sự phát triển của F&B góp phần đẩy mạnh tiềm năng.
- Chi phí lãi vay tiếp tục xu hướng tăng như trong dữ liệu lịch sử, khi cần huy cần động mở rộng qui mô kinh doanh.

Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh 2024

(Tỷ đồng)	2024-2025F	2025-2026F	2026-2027F	2027-2028F	2028-2029F
Doanh thu thuần	31.343	33.537	35.884	38.396	39.932
Giá vốn hàng bán	27.542	29.413	31.472	33.675	35.023
Lợi nhuận gộp	3.801	4.123	4.412	4.721	4.909
Chi phí SG&A	983	1052	1125	1204	1252
EBITDA	2.818	3.071	3.286	3.516	3.657
Lợi nhuận sau thuế	1.019	1.090	1.166	1.248	1.298

Nguồn: SBT, Mirae Asset Vietnam Research

3. Định giá

Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn của SBT là 4%. Chi phí nợ vay là 7.5% được tính từ báo cáo thường niên.

Bảng 3. Dự phóng FCFF từ 2024-2029F

(Tỷ đồng)	2024-2025F	2025-2026F	2026-2027F	2027-2028F	2028-2029F
Lợi nhuận sau thuế	1.019	1.090	1.166	1.248	1.298
(+) Khấu hao	404	400	395	391	386
(-) Chi tiêu vốn	359	355	351	347	343
(-) Thay đổi vốn lưu động NWC	792	305	733	785	480
Dòng tiền thuần (FCFC)	272	830	477	507	861

Nguồn: SBT, Mirae Asset

Bảng 4. Định giá DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền	2.412
Tỷ lệ tăng trưởng bền vững dài hạn	4,0%
WACC (Tỷ suất chiết khấu bình quân)	6,4%
Giá trị dòng tiền cuối cùng	37.514
Hiện giá của giá trị dòng tiền cuối cùng	27.526
Giá trị hiện tại của toàn công ty	29.939
(+) Tiền và tương đương tiền	4.630
(-) Tổng nợ	22.934
(-) Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	946
Giá trị Vốn chủ sở hữu tại cuối năm	10.689
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành	740.500.993
Giá trị hiện tại trên mỗi cổ phiếu (nghìn đồng)	14,435

Nguồn: SBT, Mirae Asset

Bảng 5. Kết quả tổng hợp

Phương pháp định giá	Kết quả định giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	14,435	50%	7,218
P/E	15,260	50%	7,630

Giá trị trung bình mỗi cổ phiếu (đồng/cp) 14,848

Nguồn: SBT, Mirae Asset Vietnam Research

Kết hợp cả hai phương pháp DCF (50.0%) và P/E (50.0%), định giá nội tại của SBT trên mỗi cổ phiếu đạt mức khoảng 14.800 đồng (+20,8% tiềm năng tăng giá).

Rủi ro

Hiện nay, doanh nghiệp đang đối mặt với nhiều thách thức nghiêm trọng. Đầu tiên là tình trạng đường nhập lậu và gian lận thương mại gia tăng, ảnh hưởng trực tiếp đến thị phần và lợi nhuận.

Bên cạnh đó, chi phí lãi vay ngày càng cao đã ăn vào lợi nhuận, gây áp lực lớn trong việc duy trì hiệu quả tài chính. Một vấn đề khác là mức nợ của doanh nghiệp đang tăng dần qua từng năm, đặc biệt là nợ ngắn hạn, xuất phát từ các kế hoạch mở rộng kinh doanh. Dự kiến, mức nợ sẽ tiếp tục gia tăng mạnh mẽ trong thời gian tới, làm giảm khả năng đạt được sự tăng trưởng lợi nhuận đột phá, mặc dù doanh nghiệp vẫn có tiềm năng phát triển lớn.

Ngoài ra, xu hướng tiêu dùng đang chuyển dần sang các sản phẩm giảm đường do nhận thức về sức khỏe ngày càng

cao trong đời sống. Điều này đặt ra yêu cầu cho doanh nghiệp trong việc xây dựng chiến lược mở rộng sản phẩm, tìm kiếm các dòng sản phẩm ít phụ thuộc vào đường nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường và đảm bảo khả năng cạnh tranh lâu dài.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này. Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây. Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này. MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060

Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336