

CTCP THÀNH THÀNH CÔNG – BIÊN HÒA (HSX: SBT)
Bùi Thị Thu Diễm

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: DiemBTT@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 (Ext: 8585)

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Kiều Oanh

Trưởng phòng tư vấn đầu tư

Biến động giá cổ phiếu SBT & VNIndex


Thông tin giao dịch	30/05/2025
Giá đóng cửa (VNĐ/CP)	18.200
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	18.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	9.800
Số lượng CP niêm yết (Triệu CP)	814
Số lượng CP lưu hành (Triệu CP)	814
KLGD BQ 30 ngày (Triệu CP/ngày)	2,715
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	12,61
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	12.055
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/CP)	1.067
P/E Trailing 12 tháng	14,81

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa
Địa chỉ	Tân Hưng – Tân Châu – Tây Ninh
HĐKD chính	Sản xuất và kinh doanh đường thành phẩm
Chi phí chính	Nguyên vật liệu: mía, đường thô
Rủi ro chính	Biến động giá đường thô nhập khẩu

Giá hiện tại:	18.200
Giá mục tiêu:	19.600
Tăng/(Giảm):	+ 7,7%

Khuyến nghị
THEO DÕI
TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC ĐÃ PHẢN ÁNH VÀO GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu CTCP Thành Thành Công-Biên Hòa (HSX: SBT). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu SBT là **19.600** đồng/cp, cao hơn **7,7%** so với giá đóng cửa ngày 30/05/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** và xem xét mua vào tại giá 16.000 đồng/cp, với mức sinh lời kỳ vọng **+22,5%** dựa trên kết quả định giá và triển vọng như sau.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Doanh thu thuần niên độ 24/25F dự kiến đạt 32.539 tỷ đồng (+12,1% YoY) và tăng trưởng với CAGR = 9,3%/năm giai đoạn 24/25 – 28/29F dựa trên dự báo:

- **Sản lượng tiêu thụ tăng với CAGR = 7,6%/năm**, do (1) liên tục mở rộng vùng nguyên liệu mía, SBT sẽ nâng tổng vùng nguyên liệu mía lên 90.000 ha (+26,7% YoY) ([chi tiết](#)) (2) Sản lượng tiêu thụ tăng với CAGR = 7,6%/ năm, trong đó xuất khẩu tăng với CAGR = 9,8%/năm nhờ tận dụng ưu đãi thuế từ các hiệp định thương mại CPTPP, EVFTA, RCEP và nội địa tăng với CAGR = 5,9%/năm nhờ tiếp tục hưởng lợi từ chính sách bảo hộ ngành đường([chi tiết](#)).
- **Giá bán đường của SBT niên độ 2024/25F dự báo đạt 19.500đ/kg, xấp xỉ so với mức nền cao của niên độ trước và tăng trưởng với CAGR = 1,3%/năm giai đoạn 2025/26 – 2028/29F.** Nguyên nhân nhờ sản lượng sản xuất sụt giảm tại các quốc gia sản xuất đường lớn ở Brazil (-5% YoY) khi điều kiện thời tiết khô hạn và Ấn Độ (-12% YoY) do chính sách khuyến khích sản xuất ethanol từ mía([chi tiết](#)).

LNST niên độ 24/25F và 25/26F dự báo đạt 1.312 tỷ đồng (+62,9% YoY) và 1.470 tỷ đồng (+12,1% YoY), tương ứng biên LNST đạt 4,0% (+1,2 đpt YoY), nhờ biên LNG cải thiện khi giá đường thô hạ nhiệt và khoản lợi nhuận tài chính đột biến từ thoái vốn, đạt lần lượt 240 tỷ đồng (18,3% LNST) và 360 tỷ đồng (24,5% LNST). **LNST niên độ 26/27F đạt 1.160 tỷ đồng (-21,1% YoY)** do không còn khoản đột biến, và tăng trưởng CAGR = 7,3%/năm giai đoạn 26/27 – 28/29F nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và biên LNG tăng 0,2 đpt/năm khi giá bán đầu ra tăng trung bình 1,3%/năm và gia tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu ([chi tiết](#)).

YẾU TỐ THEO DÕI

- Dự thảo thuế tiêu thụ đặc biệt 10% với đồ uống có đường nếu được thông qua có thể làm giảm sản lượng đường tiêu thụ qua kênh B2B của SBT([chi tiết](#)).
- Trung Quốc áp lệnh tạm cấm nhập khẩu đường Thái Lan từ tháng 12/2024 mở ra cơ hội gia tăng sản lượng đường SBT sang Trung Quốc ước tính tăng 12% YoY niên độ 2024/25F([chi tiết](#)).

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển



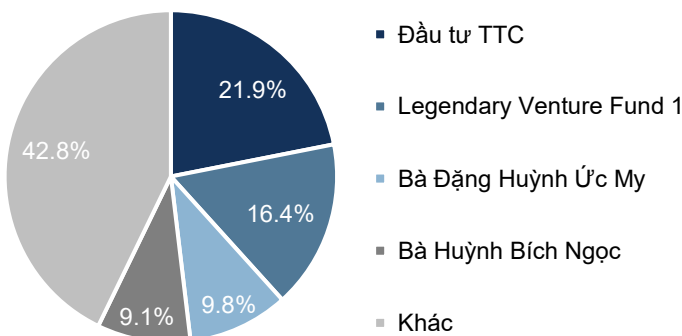
Công ty Cổ phần Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT) là doanh nghiệp tiên phong trong ngành mía đường với lịch sử phát triển gần 30 năm. Trải qua nhiều lần sáp nhập và tái cấu trúc, SBT hiện sở hữu vùng nguyên liệu mía và công suất sản xuất lớn nhất ngành với 71.797 ha nguyên liệu và tổng công suất thiết kế 4.690 tấn đường/ngày. So với các doanh nghiệp trong ngành, SBT có thế mạnh ở việc phát triển các sản phẩm giá trị gia tăng cao như đường organic, đường lỏng công nghiệp và là doanh nghiệp xuất khẩu hàng đầu do có quy mô sản xuất đường RE cao nhất ngành.

Năm	Sự kiện
1995	Thành lập Công ty Cổ phần Mía đường Nhiệt điện Gia Lai – tiền thân của SBT. Công suất 8.000 TMN (tấn mía/ngày).
2008	Cổ phiếu SBT chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE). Với vốn điều lệ là: 1.419 tỷ đồng.
2015	Sáp nhập một số công ty mía đường trong hệ thống Thành Thành Công, mở rộng quy mô hoạt động. Nâng công suất lên 15.800 TMN.
2017	Sáp nhập với CTCP Đường Biên Hòa (BHS). Đổi tên thành Công ty Cổ phần Thành Thành Công – Biên Hòa (SBT), trở thành doanh nghiệp mía đường có quy mô lớn nhất Việt Nam.
2018-2020	Mở rộng vùng nguyên liệu tại Việt Nam, Lào và Campuchia lên 64.000 ha. Nâng công suất lên 22.800 TMN. Tăng vốn điều lệ lên 6.084 tỷ đồng.
2023	Chuyển đổi sang mô hình phát triển chuỗi sản phẩm nông nghiệp bền vững, sản xuất sản phẩm tuần hoàn từ cây mía. Nâng công suất lên 41.000 TMN.

Nguồn: SBT

2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông (31/3/2025)



Nguồn: SBT

Cơ cấu cổ đông khá cô đặc, với nhóm cổ đông nội bộ và bên liên quan hiện nắm giữ tổng cộng 41,41%. Cụ thể, bà Đặng Huỳnh Ước My là chủ tịch HĐQT nắm giữ 9,8%, bà Huỳnh Bích Ngọc (mẹ của Đặng Huỳnh Ước My) sở hữu tổng cộng 31% trong đó gián tiếp 21,9% thông qua Tập đoàn Thành Thành Công (do bà làm Tổng giám đốc) và trực tiếp 9,1%. Trước T07/2024, nhóm cổ đông liên quan đã từng chiếm 51,68% cổ phần, có quyền chi phối hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trước khi bà Đặng Huỳnh Ước My và một số thành viên HĐQT thoái bớt vốn trong giai đoạn 2024-2025.

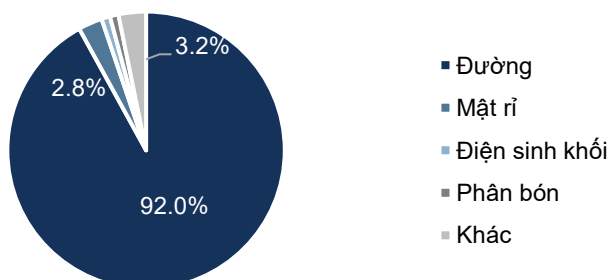
Ngoài nhóm cổ đông nội bộ và bên liên quan, Quỹ Legendary Venture Fund 1 nắm giữ 16,4% và cổ đông khác chiếm 42,8%.

3. Cơ cấu tổ chức

Tại ngày 31/03/2025, SBT có 8 công ty con trực tiếp, 20 công ty con gián tiếp và 06 công ty liên kết ([chi tiết](#)). Trong đó 20 công ty hoạt động trong lĩnh vực trồng mía, sản xuất, kinh doanh và đóng gói đường và phụ phẩm; 7 công ty trong lĩnh vực sản xuất và phân phối điện; 3 công ty trong lĩnh vực chăn nuôi, cao su, đồ uống và chế biến thực phẩm; 4 công ty trong lĩnh vực đầu tư, kinh doanh bất động sản, xây dựng hạ tầng khu công nghiệp và sản xuất hóa chất phục vụ ngành nông nghiệp.

4. Hoạt động kinh doanh chính

Tỷ trọng doanh thu niên độ 2023/24



Nguồn: SBT, FPTS tổng hợp

Hoạt động kinh doanh chính của SBT là sản xuất kinh doanh đường với đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 92% và 95% giai đoạn niên độ 2019/20 – 2023/24.

Các mảng khác bao gồm mật rỉ (3,2%), điện sinh khối (2,8%) và phân bón (1,1%) chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu.

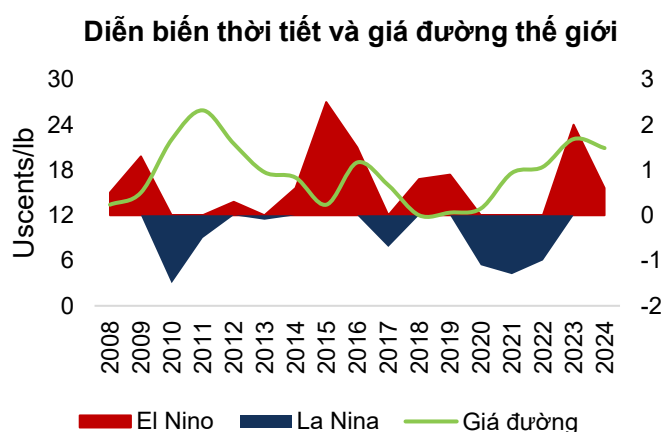
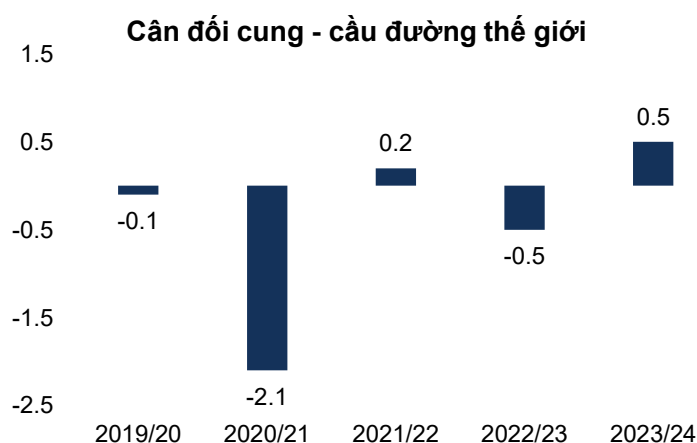
Do đó, trong phạm vi báo cáo này chúng tôi sẽ tập trung phân tích và đánh giá hoạt động của mảng đường của SBT.

B. TỔNG QUAN NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

1. Ngành mía đường thế giới - Giá đường niên độ 2023/24 neo ở mức cao do sự thay đổi nguồn cung tại các quốc gia sản xuất lớn.

Giai đoạn 2019/20 – 2023/24, giá đường thế giới tăng mạnh với **CAGR = 9,2%/năm** do vấn đề thâm hụt cung cầu đường ngày càng gia tăng do yếu tố thời tiết, từ mức thâm hụt 0,1 triệu tấn niên độ 2019/20 lên 1,31 triệu tấn niên độ 2023/24 trong khi nhu cầu tăng trưởng 2,5%/năm.

Năng suất và chất lượng cây mía bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết như lượng mưa, độ ẩm,... Thời tiết ôn hòa sẽ giúp tăng năng suất cây mía; trong khi thời tiết cực đoan như El Nino và La Nina khiến cây mía bị khô héo, tỉ lệ thu hồi đường từ mía thấp, làm giảm sản lượng đường sản xuất toàn cầu. Ngoài ra, xu hướng chuyển dịch sang sản xuất ethanol từ mía nhiều hơn đường của Brazil và Ấn Độ (hai quốc gia chiếm 41% sản lượng sản xuất và 53,7% sản lượng xuất khẩu của thế giới) khi giá dầu thô tăng trong những năm gần đây cũng làm giảm sản lượng đường thế giới, góp phần làm giá đường tăng cao.



Nguồn: ISO, OECD, FPTS tổng hợp và ước tính

Niên độ 2023/24 giá đường thế giới từng chạm mức cao nhất trong 11 năm với hơn 27 cents/lbs (cuối tháng 11/2023) trước khi điều chỉnh giảm nhưng vẫn duy trì ở mức 22 - 24 cents/lbs. Giá đường đầu niên độ tăng mạnh 35% YoY do tình hình thời tiết được dự báo Elnino kéo dài và nguồn nguyên liệu cho sản xuất đường bị thu hẹp khi giá dầu thô tăng cao khuyến khích việc chuyển đổi một phần mía sang sản xuất ethanol, nên các tổ chức lớn

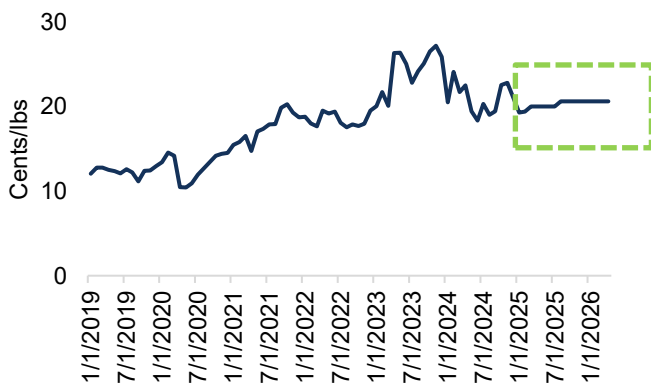
như ISO¹, Green Pool² dự báo thâm hụt tăng cao 3,7 triệu tấn. Tuy nhiên, thời tiết diễn biến thuận lợi so với dự báo nên sản lượng đường sản xuất toàn cầu đạt 106,1 triệu tấn, thặng dư 0,5 triệu tấn nhờ sản lượng đường sản xuất tại Brazil tăng mạnh 17,12% YoY. Trong khi đó, sản lượng sản xuất đường tại Ấn Độ giảm 6% YoY và Thái Lan giảm mạnh 26,27% YoY do hạn hán nghiêm trọng.

Dự báo giá đường thế giới vẫn neo cao trong niên độ 2024/25F dao động khoảng 18 - 22 cents/lbs (theo ISO) do sản lượng đường sản xuất dự kiến giảm 4% YoY, trong khi nhu cầu tiêu thụ đường dự kiến tăng khoảng 1,2% YoY (theo USDA). [\(quay lại\)](#)

Sản lượng đường sản xuất niên độ 2024/25F dự báo giảm 9,7 triệu tấn chủ yếu đến từ hai quốc gia sản xuất đường lớn nhất thế giới.

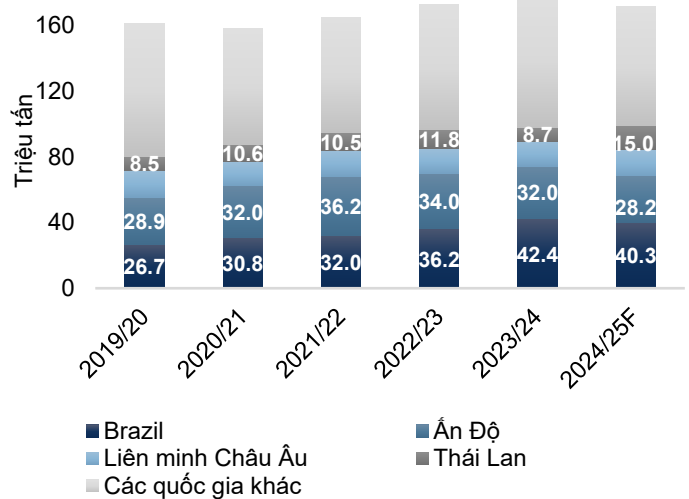
- Brazil: dự báo sản lượng sản xuất giảm khoảng 5% YoY, xuống còn 40,3 triệu tấn do điều kiện thời tiết khô hạn ảnh hưởng tiêu cực đến vụ thu hoạch và xu hướng dịch chuyển của các nhà máy sang sản xuất Ethanol nhằm tận dụng lợi thế từ giá nhiên liệu sinh học.
- Ấn Độ: dự báo sản lượng sản xuất đạt 32 triệu tấn (giảm 12% YoY) do chính phủ nước này khuyến khích sản xuất ethanol từ mía, hướng tới việc pha trộn 20% ethanol vào xăng nhiên liệu vào năm 2025 nên hạn chế xuất khẩu đường.

Dự báo giá đường thế giới niên độ 2024/25F



Nguồn: ISO, OECD, FPTs tổng hợp và ước tính

Sản lượng đường thế giới giai đoạn 2019-2025



Nguồn: Agromonitor, VSSA, FPTs tổng hợp và ước tính

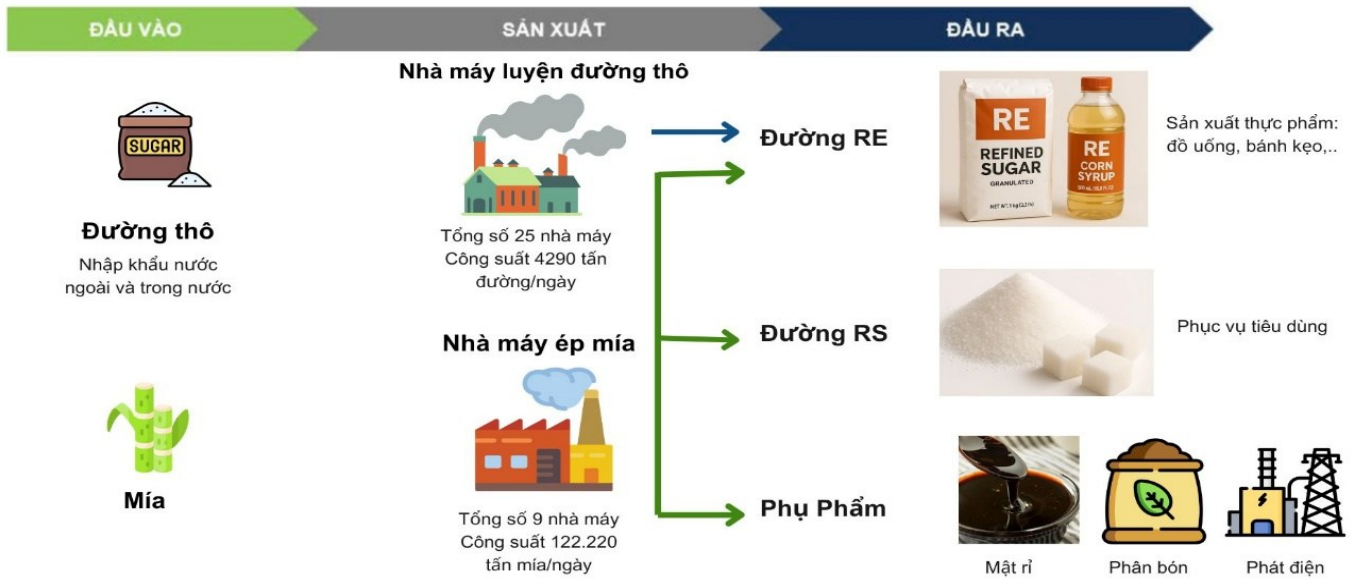
Niên độ 2025/26F giá đường dự kiến tăng nhẹ 3% nhờ sản lượng toàn cầu tiếp tục sụt giảm 5% YoY do thời tiết khắc nghiệt tại Brazil, Thái Lan và Ấn Độ, làm giảm sản lượng sản xuất.

¹ ISO: (International Sugar Organization) – Tổ chức Đường Quốc tế

² Green Pool: tổ chức tư vấn & phân tích thị trường mía đường quốc tế có trụ sở tại Úc.

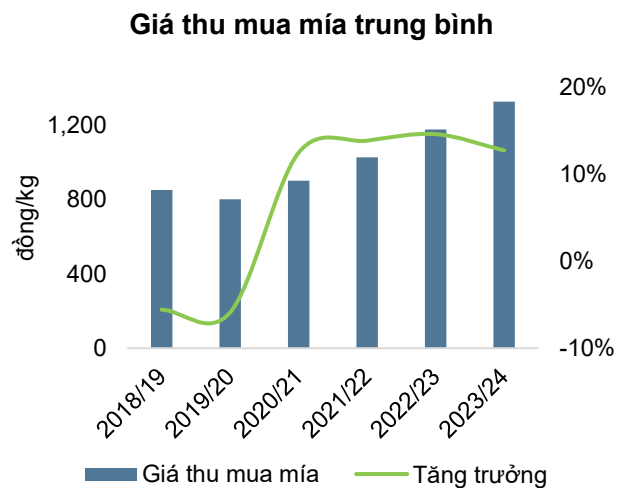
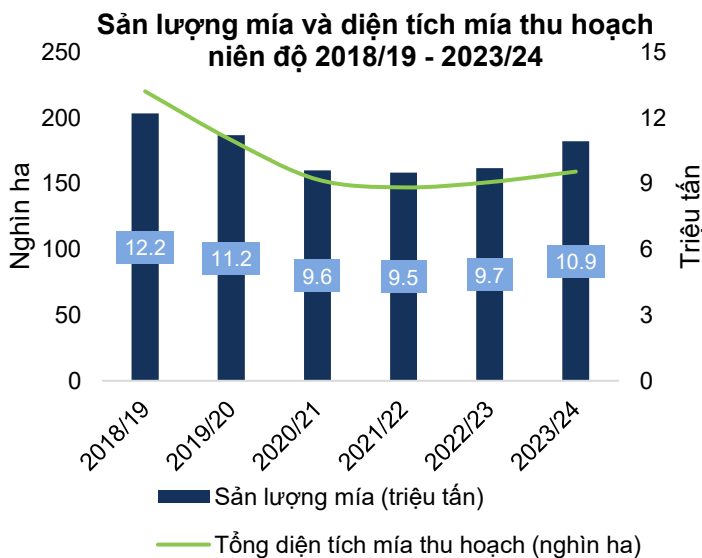
2. Ngành mía đường trong nước: Sản lượng sản xuất trong nước dự kiến tăng nhờ chính sách phòng vệ thương mại (PVTM) làm giảm sản lượng nhập khẩu.

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH MÍA ĐƯỜNG VIỆT NAM



Nguồn: FPTS tổng hợp

- 2.1. Đầu vào - Nhập khẩu đường thô chiếm 33,8% chi phí nguyên liệu đầu vào nhằm khắc phục yếu tố mùa vụ của cây mía.



Nguồn: VSSA, FPTS tổng hợp và ước tính

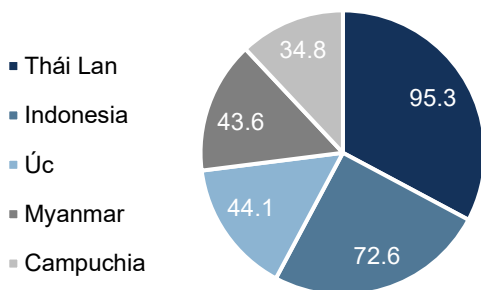
Mía nguyên liệu chiếm khoảng 66,2% chi phí nguyên liệu đầu vào của ngành – dễ bị tác động bởi tính cạnh tranh của đường nhập khẩu. Các doanh nghiệp trong ngành thường kết hợp giữa tự canh tác và thu mua từ hộ nông dân thông qua mô hình liên kết vùng nguyên liệu. Giai đoạn 2018/19–2020/21, sản lượng mía giảm với CAGR = - 6,1%/năm do diện tích trồng thu hẹp mạnh, từ 220 nghìn ha xuống còn 153 nghìn ha (tương đương -6,5%/năm), chủ yếu tại các vùng trồng hộ dân. Thị trường trong nước chịu áp lực lớn từ đường Thái Lan giá rẻ, khiến giá thu mua mía giảm liên tục từ 850 đồng/kg (niên độ 2018/19) xuống 800 đồng/kg (niên độ 2019/20). Bên cạnh đó, tâm lý e ngại khi ATIGA chính thức có hiệu lực từ 01/01/2020 – thuế nhập khẩu đường từ ASEAN về 0% ([chi tiết hiệp định ATIGA và tác động](#)) – càng làm nông dân không mặn mà với cây mía.

Giai đoạn 2021/22 – 2023/24, sản lượng mía và tổng diện tích trồng mía cải thiện trở lại, tăng lần lượt với CAGR = 7,2%/năm và 4,0%/năm do chính sách thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp (CBPG và CTC) 47,46% đối với đường Thái Lan bắt đầu có hiệu lực vào tháng 6/2021 làm giảm lượng đường nhập khẩu giá rẻ từ Thái Lan và các doanh nghiệp tăng mạnh giá thu mua mía (+14,7%/năm) để kích thích người dân mở rộng diện tích trồng mía. Ngoài ra, thời tiết thuận lợi, bắt đầu chuyển sang Lanina từ cuối 2021, chất lượng cây mía được cải thiện nhờ đó gia tăng sản lượng mía. Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), niên độ 2023/24, diện tích mía thu hoạch đạt 159 nghìn ha, tăng 12% YoY và sản lượng mía ép đạt 10,9 triệu tấn, tăng 13% YoY. Chúng tôi dự phóng niên độ 2024/25F tổng diện tích mía thu hoạch tăng 6% YoY lên 169 nghìn ha.

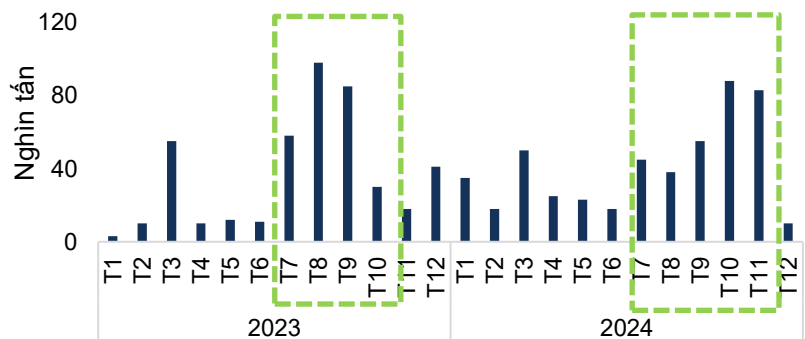
Đường thô nhập khẩu chiếm 33,8% chi phí nguyên liệu đầu vào - giúp các doanh nghiệp sản xuất quanh năm khắc phục tính mùa vụ của vùng nguyên liệu mía trong nước.

Niên vụ mía chỉ kéo dài từ 4 – 6 tháng (từ tháng 10 đến tháng 3) nên các doanh nghiệp thường nhập khẩu đường thô để sản xuất vào tháng 7 – tháng 11 nhằm tối ưu công suất nhà máy và đảm bảo nguồn cung ứng đường quanh năm. Niên độ 2023/24, sản lượng đường thô nhập khẩu đạt 488 nghìn tấn, tăng 13,2% YoY, ghi nhận tổng giá trị khoảng 290,4 triệu USD (tăng 21,5% YoY), chủ yếu nhập khẩu từ Thái Lan (chiếm 32,8% giá trị), Indonesia (25%), Úc (15,2%) Myanmar (14,8%) và Campuchia (12%).

Trị giá nhập khẩu đường thô năm 2024 (triệu USD)



Sản lượng đường thô nhập khẩu theo tháng 2023 - 2024



Nguồn: TrendEconomy, FPTS tổng hợp và ước tính

Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

2.2 Sản xuất - Sản lượng sản xuất đường nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu tạo dư địa tăng trưởng cho doanh nghiệp trong nước

Có hai phương thức sản xuất đường chính là sản xuất từ mía nguyên liệu và sản xuất từ đường thô nhập khẩu, với sự khác biệt lớn nhất nằm ở sản phẩm đầu ra và phụ phẩm thu được. Sản xuất từ mía nguyên liệu tạo ra đa dạng sản phẩm như đường trắng RS, đường tinh luyện RE, đường nâu, đường phèn cùng các phụ phẩm như mật rỉ dùng trong công nghiệp cồn, xăng sinh học, nước màu và bã mía để phát điện hoặc làm phân bón. Sản xuất từ đường thô nhập khẩu chỉ chủ yếu tạo ra đường tinh luyện RE ([phân biệt đường RE RS](#)). Do đó, sản xuất đường từ mía nguyên liệu có lợi thế về tận dụng phụ phẩm, tạo ra giá trị gia tăng nhiều hơn so với sản xuất đường từ đường thô.

Ngành đường cả nước có 25 nhà máy đường hoạt động với tổng công suất thiết kế là 124.200 tấn mía/ngày (theo VSSA) và 2,9 triệu tấn đường/năm. Trong đó, 9/25 nhà máy có khả năng sản xuất đường bằng cả hai phương thức với công suất luyện đường thô tối đa là 1,2 triệu tấn đường/năm, các nhà máy còn lại chỉ sản xuất đường từ mía với công suất ép tối đa được 1,7 triệu tấn đường/năm. Các doanh nghiệp sản xuất mía đường hàng đầu tại Việt Nam đang niêm yết đều hoạt động ở cả hai phương thức, bao gồm SBT, QNS (CTCP Đường Quảng Ngãi), LSS (CTCP Mía đường Lam Sơn), SLS (CTCP Mía đường Sơn La); riêng KTS (CTCP Đường Kon Tum) chỉ sản xuất đường từ ép mía. Chúng tôi sẽ phân tích và so sánh quy mô sản xuất của các doanh nghiệp mía đường niêm yết trong phần phân tích hoạt động kinh doanh của SBT.

Bảng: Sản lượng và công suất ngành đường niên độ 2023/24

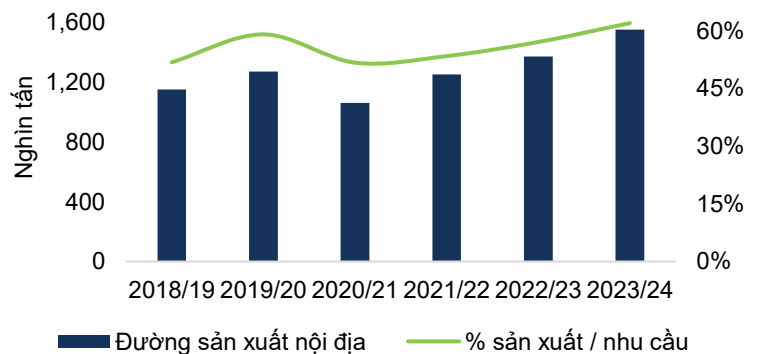
Niên độ 2023/24	Ép mía	Luyện đường thô
Số lượng nhà máy	25	9
Công suất tối đa (triệu tấn đường/năm)	1,7	1,2
Sản lượng đường sản xuất (triệu tấn)	1,13	0,44
Hiệu suất vận hành	66,5%	36,7%

Nguồn: VSSA, FPTTS tổng hợp và ước tính

Sản lượng đường sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 62% nhu cầu do nguồn mía nguyên liệu chưa đủ sản xuất và cạnh tranh gay gắt bởi nguồn đường nhập khẩu giá rẻ.

Giai đoạn 2018/19 – 2023/24, sản lượng đường sản xuất tăng từ 1,15 triệu tấn lên 1,57 triệu tấn với tốc độ tăng trưởng CAGR = 6,4%/năm nhờ các chính sách PVTM [\(chi tiết\)](#) làm giảm đường nhập khẩu từ đó khuyến khích nông dân trồng mía với giá thu mua cao hơn. Theo đó, tỷ trọng đường sản xuất nội địa đã đáp ứng được 62% nhu cầu cả nước, tăng từ 51,8% nhu cầu niên độ 2018/19.

Niên độ 2023/24, tổng sản lượng đường sản xuất tại Việt Nam đạt khoảng 1,57 triệu tấn, tăng 14,6% YoY; trong đó, đường sản xuất từ mía đạt hơn 1,13 triệu tấn (tăng 18,4% YoY), từng bước giảm sự phụ thuộc vào đường thô nhập khẩu. Theo đó, hiệu suất vận hành các nhà máy ép mía và luyện đường thô lần lượt đạt 66,5% và 36,7%; cho thấy dư địa tăng trưởng sản lượng đường sản xuất nội địa còn nhiều khi áp lực cạnh tranh với nguồn đường nhập lậu giảm dần nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại.

Sản lượng đường sản xuất so với nhu cầu đường trong nước


Nguồn: VSSA, FPTTS tổng hợp và ước tính

2.2. Đầu ra - Chính sách bảo hộ của Nhà nước phát huy hiệu quả làm giảm áp lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp nội địa.

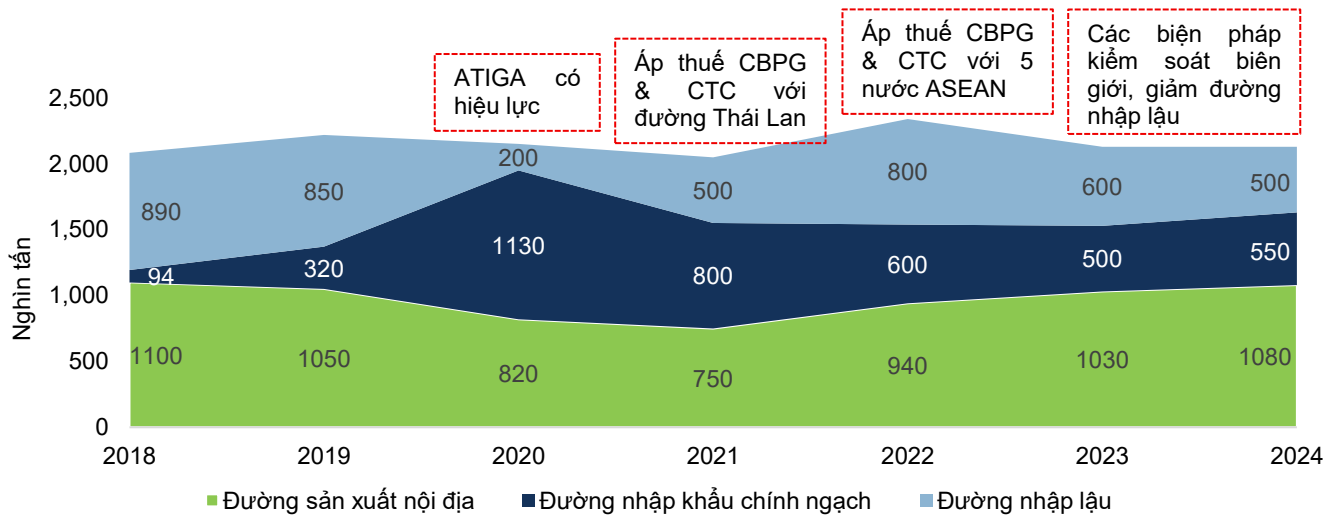
Cơ cấu nguồn cung đường tại Việt Nam giai đoạn niên độ 2018/19 – 2023/24 có sự thay đổi rõ rệt nhờ tác động của các chính sách phòng vệ thương mại.

Giai đoạn 2018 - 2021, tỷ trọng đường nhập khẩu tăng mạnh từ 984 nghìn tấn lên 1300 nghìn tấn qua hai kênh chính ngạch và nhập lậu. Trong đó, khi hiệp định ATIGA - xóa bỏ hạn ngạch và thuế đường nhập khẩu có hiệu lực vào T1/2020, tỷ trọng đường nhập khẩu chính ngạch tăng mạnh lên 61,8% từ mức 47% nguồn cung đường cả nước niên độ 2018/19.

Từ giai đoạn 2021 - 2022, Chính Phủ lần lượt đẩy mạnh các biện pháp bảo hộ ngành đường, cụ thể là (1) áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp 47,64% với đường nhập khẩu chính ngạch Thái Lan từ T6/2021, (2) áp thuế chống lẩn tránh 47,46% đối với đường Thái Lan nhập khẩu từ 5 nước ASEAN vào T8/2022 và (3) tăng cường kiểm

soát biên giới từ 2023. Theo đó, tỷ trọng đường nhập khẩu (bao gồm chính ngạch và nhập lậu) đã giảm xuống còn 1100 nghìn tấn, tương đương 38% nguồn cung đường cả nước niên độ 2023/24.

Biểu đồ: Cơ cấu nguồn cung đường Việt Nam 2018/19 - 2023/24



Nguồn: Agromonitor, ISO, FPTs tổng hợp

Bảng: Tác động của chính sách đến sản lượng đường nhập khẩu chính ngạch và đường nhập lậu

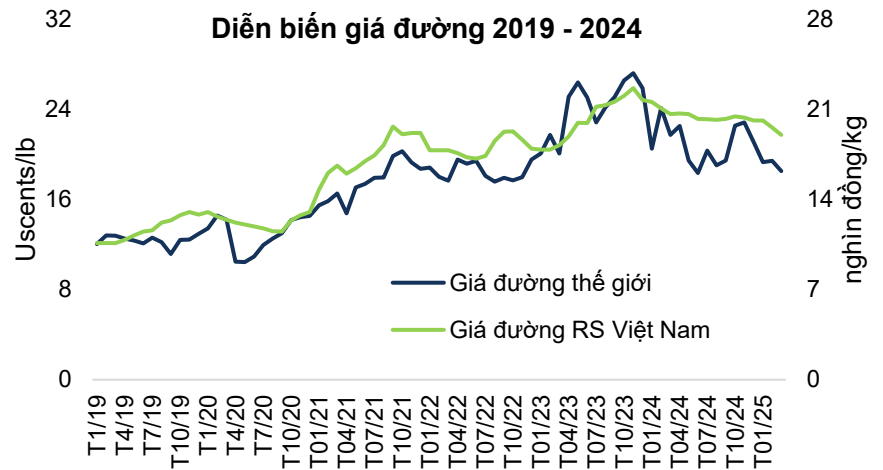
Thời gian	Chính sách thuế	Tác động đến nhập khẩu chính ngạch	Tác động đến nhập lậu	Tác động đến sản xuất trong nước
T1/2020	Thuế nhập khẩu ATIGA 0%: xóa bỏ hạn ngạch đường giữa các quốc gia	Tăng mạnh 3 lần, nhất là từ Thái Lan (chiếm >90%).	Giảm, do đường chính ngạch đã rất rẻ.	Giá đường nội địa giảm, sản xuất gặp khó
T6/2021	Áp thuế chống bán phá giá & chống trợ cấp (47,64%) với đường Thái Lan.	Giảm mạnh 28%	Tăng 2,5 lần do đường Thái Lan bị cản trở chính ngạch nên đi qua biên giới Campuchia, Lào.	Giá đường phục hồi, sản lượng nội địa tăng
T8/2022	Áp thuế chống lẩn tránh với đường từ 5 nước ASEAN (47,64%)	Giảm hơn 50%, do không thể lách thuế qua Lào, Campuchia	Tiếp tục tăng, thương nhân tìm cách lách thuế qua biên giới Tây Nam.	Duy trì giá tốt, tạo điều kiện cho nông dân quay lại trồng mía
2023-2024	Tăng cường kiểm soát chặt chẽ biên giới	Tăng nhẹ với giá đường cạnh tranh hơn	Giảm dần, chủ yếu qua biên giới Tây Nam	Sản lượng tiêu thụ nội địa tăng ổn định

Nguồn: FPTs tổng hợp

Giá đường Việt Nam diễn biến cùng chiều và thường cao hơn khoảng 35 - 40% so với giá đường thế giới do các chính sách bảo hộ thị trường nội địa.

Thị trường đường Việt Nam vẫn còn chịu sự cạnh tranh lớn với đường nhập khẩu (khoảng 54% thị phần đường trong nước đến từ nguồn nhập khẩu) do đó diễn biến giá đường nội địa có xu hướng cùng chiều đường thế giới. Tuy nhiên, đường sản xuất nội địa thường có giá thành cao hơn 39% so với đường thế giới do được nhà nước bảo hộ nhờ các chính sách thuế phòng vệ thương mại, chống bán phá giá và chống trợ cấp. Giai đoạn 2019 – 2024 giá đường trong nước tăng trung bình 7,1%/năm (giá đường thế giới tăng 9,2%/năm).

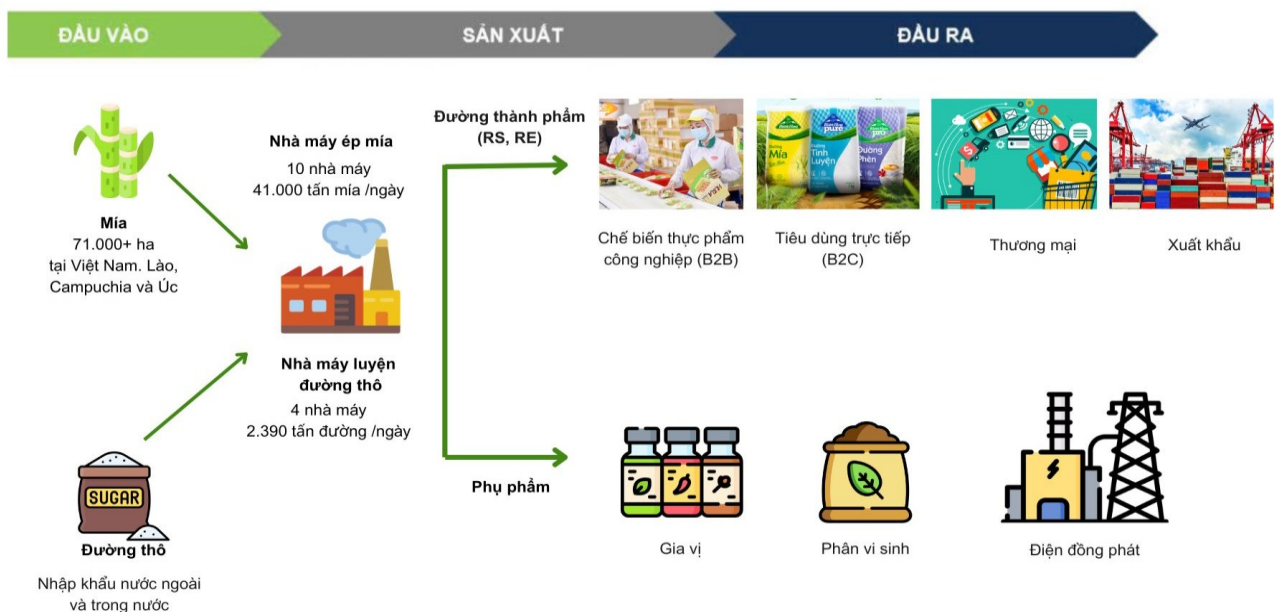
Chúng tôi dự báo giá đường trong nước sẽ tiếp tục giữ mức cao 19.000 – 20.000 đồng/kg đến cuối năm 2025 nhờ (1) giá đường thế giới dự báo duy trì ở mức cao 18 – 22 cents/kg niên độ 2024/25F (chi tiết) (2) Nguồn cung đường Thái Lan chính ngạch và nhập lậu tiếp tục giảm nhờ chính sách phòng vệ thương mại, các biện pháp kiểm soát đường nhập lậu ngày càng thắt chặt và (3) Giá mua mía của các nhà máy tiếp tục neo ở mức 1.300 – 1.400 đồng/kg.



Nguồn: Agromonitor, ISO, FPTs tổng hợp

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA SBT NIÊN VỤ 2023/24

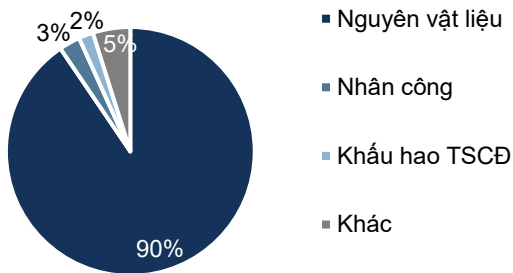


Nguồn: FPTs tổng hợp

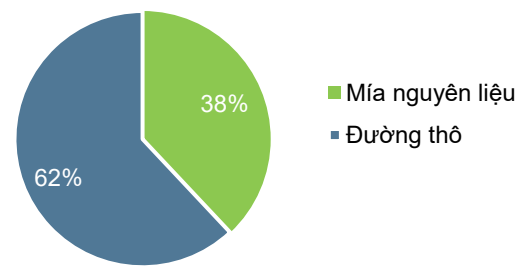
- Đầu vào - Mở rộng vùng trồng mía tại nhiều quốc gia giúp SBT đảm bảo nguồn cung nguyên liệu ổn định, không bị gián đoạn theo mùa vụ tại Việt Nam.**

Cơ cấu nguyên vật liệu chiếm đến hơn 90% trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố. Trong đó, hai nguồn nguyên liệu chính là mía nguyên liệu chiếm 38% và đường thô chiếm 62% chi phí nguyên liệu niên độ 2023/24.

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố niên độ 2023/24



Cơ cấu nguyên liệu đầu vào niên độ 2023/24

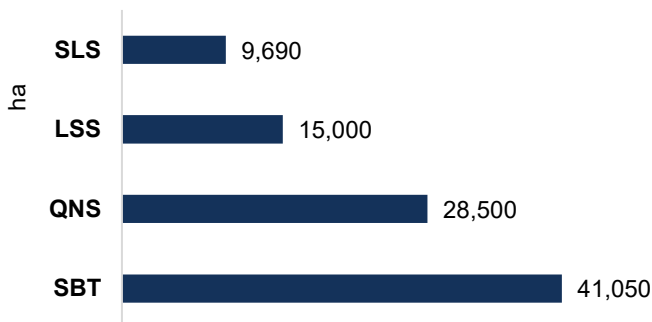


Nguồn: SBT, FPTS tổng hợp

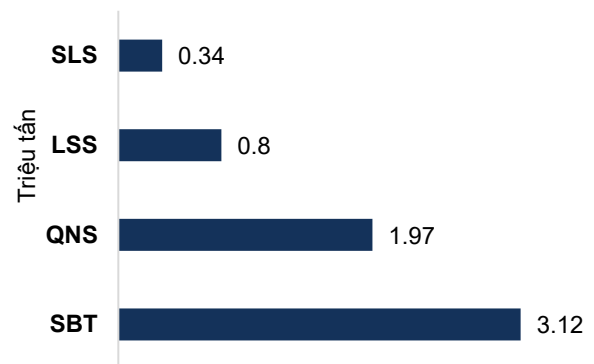
Về mía nguyên liệu, SBT là doanh nghiệp sở hữu vùng mía nguyên liệu lớn nhất nước đạt 71.797 ha năm 2024 và liên tục mở rộng với CAGR = 4,48%/năm giai đoạn 2018/19 – 2023/24. Trong đó:

- (1) Diện tích trồng tại Việt Nam đạt 41.050 ha niên độ 2023/24 (tăng trưởng với CAGR = 2,6%/năm giai đoạn 2018/19 – 2023/24). Bao gồm khoảng 20.000 ha tập trung tại Tây Nguyên, Đông Nam Bộ và Duyên hải Nam Trung Bộ – những nơi có điều kiện khí hậu thuận lợi cho canh tác, còn lại khoảng 21.000 ha là hợp tác bao tiêu với nông dân. So với các doanh nghiệp cùng ngành, SBT vượt trội về quy mô vùng nguyên liệu, lớn hơn nhiều so với SLS (9.699 ha), LSS (15.000 ha) và QNS (28.500 ha). Theo đó, sản lượng mía của SBT dẫn đầu với 3,12 triệu tấn, cao gấp hơn 1.5 lần so với QNS (1,97 triệu tấn), gấp 3,9 lần LSS (0,8 triệu tấn) và 9,17 SLS (0,34 triệu tấn).

So sánh vùng nguyên liệu mía trong nước



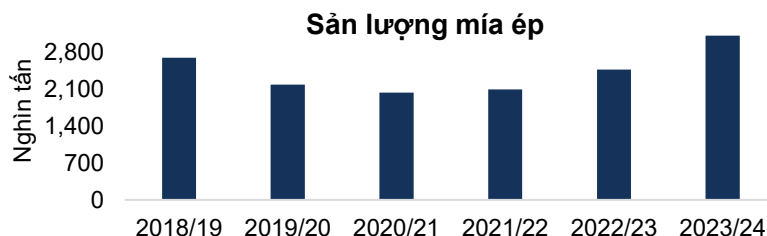
Sản lượng mía niên độ 2023/24



Nguồn: FPTS tổng hợp từ BCTN các doanh nghiệp

Mặc dù diện tích trồng mía liên tục gia tăng nhưng sản lượng mía biến động không cùng chiều do ảnh hưởng từ sản lượng mía tại Việt Nam. Giai đoạn 2018/19 đến 2020/21, sản lượng mía liên tục sụt giảm với CAGR = 6,2%/năm chủ yếu ghi nhận sụt giảm ở các vùng trồng liên kết hộ nông dân tại Việt Nam cùng chung với xu thế ngành đã phân tích. Sản lượng mía tăng trưởng trở lại với CAGR = 18%/năm giai đoạn 2021/22-2023/24 nhờ các chính sách bảo hộ ngành đường nội địa có hiệu lực, cải thiện giá thu mua mía giúp nông dân tích cực trồng trở lại. Sản lượng niên độ 2023/24 đạt 3.120 tấn tăng 25,9% YoY.

Chúng tôi ước tính niên độ 2024/25 sản lượng mía tiếp tục xu hướng tăng 21,7% YoY đạt 3,8 triệu tấn nhờ thời tiết thuận với và diện tích trồng mía tăng mạnh 26,7%YoY.

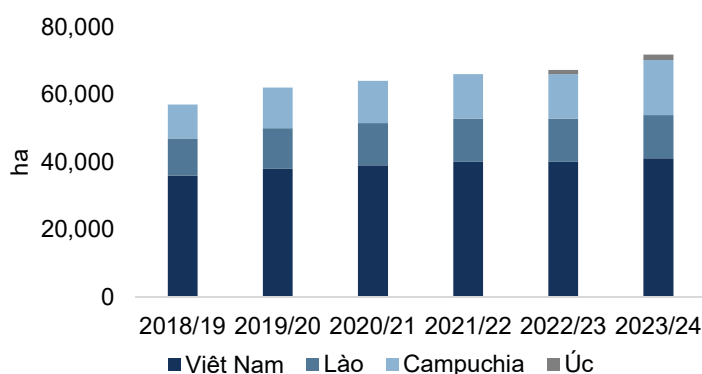


Nguồn: FPTTS tổng hợp và ước tính

(2) SBT hiện là doanh nghiệp duy nhất trong ngành sở hữu vùng trồng mía nguyên liệu tại nước ngoài với tổng diện tích đạt 30.481 ha niên độ 2023/24 (tăng trưởng mạnh với CAGR = 13%/năm giai đoạn 2018/19 – 2023/24); chủ yếu tập trung tại Lào (12.860 ha), Campuchia (16.280 ha) và Úc (1.341 ha).

- Vùng nguyên liệu tại Lào và Campuchia tăng trưởng liên tục với CAGR = 8,4%/năm từ 36.000 ha niên độ 2018/19 lên 53.920 ha niên độ 2023/24. SBT phát triển vùng trồng tại 2 quốc gia này từ niên độ 2011/12 do chi phí sản xuất (bao gồm: tiền thuê đất, nhân công,..) ước tính thấp hơn 30 - 40% so với chi phí sản xuất tại Việt Nam. Bên cạnh đó, SBT tận dụng chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp tại Lào (miễn thuế thuê đất tại Attapeu) và Campuchia (thuế TNDN 9% cho ngành mía đường) giúp tối ưu lợi nhuận. Đường sản xuất tại vùng nguyên liệu của 2 quốc gia này chủ yếu phục vụ cho kênh xuất khẩu của SBT.
- Vùng nguyên liệu tại Úc bắt đầu mở rộng từ 2022 và có kế hoạch nâng diện tích vùng trồng lên 20.000 ha trong năm 2025 nhằm đảm bảo sản lượng mía ép quanh năm, do mùa vụ tại Việt Nam kéo dài từ tháng 10 đến tháng 3 năm trong khi mùa vụ tại Úc kéo dài từ tháng 6 đến tháng 12.

Vùng nguyên liệu mía 2028/19 - 2023/24



Nguồn: SBT, FPTTS tổng hợp

Bảng: Thống kê thời gian thu hoạch vụ mía

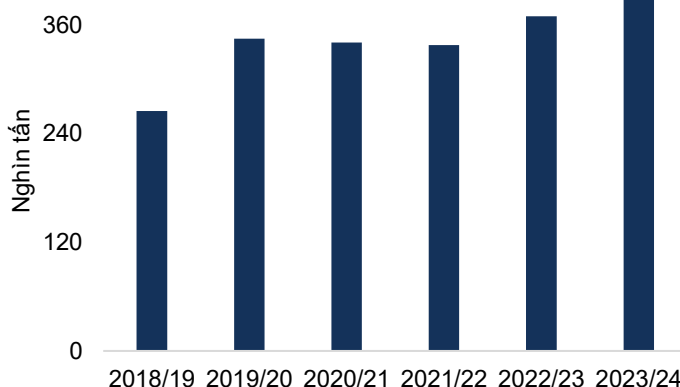
Quốc gia	Thời gian thu hoạch chính (vụ ép)
Việt Nam	Tháng 10 – tháng 3
Lào	Tháng 12 – tháng 6
Campuchia	Tháng 1 – tháng 7
Úc (Queensland)	Tháng 6 – tháng 12

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Đường thô chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguyên liệu đầu vào của SBT, trung bình khoảng 60% chi phí trong cơ cấu nguyên liệu giai đoạn 2018/19 - 2023/24. Nguồn nguyên liệu đường thô chủ yếu được nhập khẩu từ các quốc gia khác (Thái Lan, Australia, Brazil,...) thông qua công ty con Global Mind, còn lại thu mua từ các nhà máy sản xuất đường thô trong nước. Ngoài nhập khẩu, SBT còn thực hiện nghiệp vụ giao dịch hợp đồng tương lai đường thô thông qua công ty này để phòng ngừa rủi ro biến động giá đường thô. Mặc dù đã thoái toàn bộ 69,23% vốn tại công ty này kể từ tháng 10/2024, SBT vẫn nhập khẩu chính đường thô từ doanh nghiệp này và chỉ tạm ngưng hoạt động phòng ngừa rủi ro biến động giá đường thô.

Sản lượng đường thô nhập khẩu giai đoạn 2018/19 - 2023/24 tăng trưởng với CAGR = 6,7%/năm đạt 390 tấn niên độ 2023/2024. Từ niên độ 2019/20, khi Hiệp định ATIGA chính thức có hiệu lực, SBT đẩy mạnh nhập khẩu đường thô từ Thái Lan, tận dụng lợi thế thuế quan bằng 0% và lợi thế giá rẻ. Sản lượng nhập khẩu tăng mạnh 40% so với cùng kỳ (YoY), với đường từ Thái Lan chiếm tới 80% tổng lượng nhập khẩu. Tuy nhiên, từ tháng 6/2021, sau khi Việt Nam áp dụng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp với tổng mức 47,64% đối với đường Thái Lan, tỷ trọng nhập khẩu từ thị trường này giảm mạnh xuống còn 30% vào niên độ 2023/24. Nguồn cung được thay thế chủ yếu bởi đường từ các nước không chịu mức thuế tương ứng như Lào, Campuchia và Indonesia.

Sản lượng đường thô nhập khẩu của SBT giai đoạn 2018/19 - 2023/24

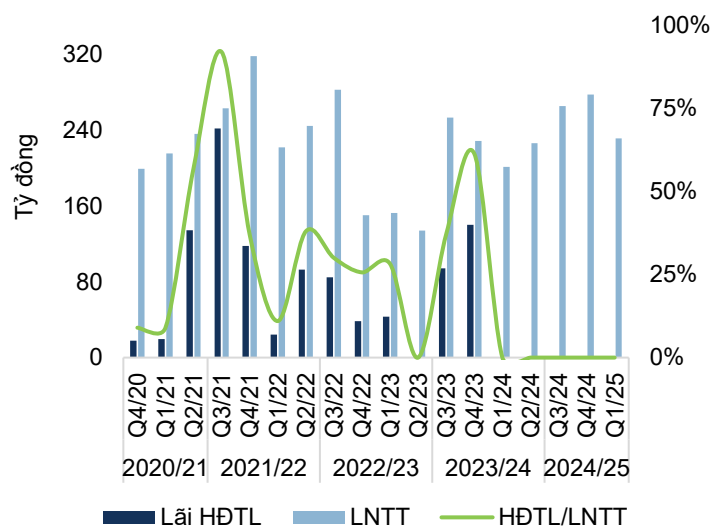


Nguồn: FPTSS tổng hợp và ước tính

Hợp đồng tương lai do Global Mind thực hiện để phòng ngừa rủi ro biến động giá đường thô nhập khẩu. Giai đoạn 2020/21 – 2023/24, lợi nhuận từ hợp đồng tương lai chiếm trung bình khoảng 26%/năm lợi nhuận trước thuế, giúp doanh nghiệp tối ưu lợi nhuận khi giá nhập khẩu đường thô giai đoạn này tăng trung bình 8,7%/năm.

Tuy nhiên, SBT đã tạm ngưng thực hiện nghiệp vụ này kể từ Q2/2024 do doanh nghiệp đang trong quá trình tái cấu trúc tập đoàn. Sau tái cấu trúc, hoạt động này sẽ được chuyển giao về cho công ty con khác và dự kiến sẽ được tiếp diễn.

Lợi nhuận Hợp đồng tương lai



Nguồn: SBT, FPTSS tổng hợp

2. Sản xuất - Công suất ép mía lớn nhất nước và sở hữu nhà máy luyện đường thô giúp SBT duy trì sản xuất đường quanh năm

Sản xuất đường từ mía: SBT sở hữu 10 nhà máy ép mía với tổng công suất thiết kế lớn nhất ngành, tổng công suất thiết kế (công suất ép tối đa) đạt 41.000 tấn mía/ngày (TMN).

Với một vụ ép mía kéo dài từ 4 – 6 tháng (bắt đầu vào tháng 12 và kết thúc vào tháng 5 năm sau), công suất thiết kế SBT có thể ép được khoảng 4,9 triệu tấn mía/vụ tương ứng 500.000 tấn đường/vụ. Sản phẩm đầu ra hoạt động sản xuất đường từ mía của SBT chủ yếu là đường trắng RS và đường tinh luyện RE. Niên độ 2023/24 sản lượng mía ép đạt 3,12 triệu tấn, tương đương 63,7% công suất thiết kế. Hiệu suất vận hành nhà máy ép mía của SBT thấp hơn so với QNS và SLS do công suất nhà máy lớn hơn nhiều so với quy mô vùng trồng. Do đó, SBT còn nhiều dư địa tăng sản lượng ép mía khi mở rộng quy mô vùng nguyên liệu mía thông qua tăng thu mua mía từ nông dân.

Bảng: So sánh công suất ép mía của các doanh nghiệp niên độ 2023/24

Yếu tố	SBT	QNS	LSS	SLS	KTS
Số nhà máy đường	10	1	2	1	1
Công suất ép (tấn/ngày)	41.000	18.000	10.500	5.200	2.500
Sản lượng tối đa (tấn/vụ)	4.900.000	2.160.000	1.260.000	800.000	300.000
Hiệu suất vận hành (%)	63,7	91,2	63,4	42,5	41,5

Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

SBT có thể sản xuất đường RE từ cả hai nguồn là mía và đường thô với công suất lớn nhất cả nước (05 nhà máy sản xuất đường RE với công suất 2.740 tấn đường RE/ngày). Niên độ 2023/24, SBT sản xuất khoảng 490.000 tấn đường RE từ luyện đường thô và mía, tương đương khoảng 49,6% công suất thiết kế. Dự kiến, sản lượng đường RE tăng thêm 7% YoY niên độ 2024/25 đạt mức 524.300 tấn và hiệu suất vận hành nhà máy tăng lên 53%. Động lực tăng trưởng nhờ: (1) năng lực sản lượng đường RE trong nước đạt khoảng 450.000 tấn/năm, chỉ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu (khoảng 900.000 tấn/năm) và (2) giá đường RE Thái Lan nhập khẩu chính ngạch tăng lên sau khi áp thuế CBPG & CTC với đường Thái Lan, SBT sẽ ưu tiên sản xuất đường RE do không bị cạnh tranh bởi đường nhập lậu.

Bảng: Công suất sản xuất đường từ đường thô của các doanh nghiệp mía đường niêm yết

Yếu tố	SBT	QNS	LSS	SLS	KTS
Khả năng sản xuất đường RE (tấn/ngày)	2.740	1.000	500	50	0

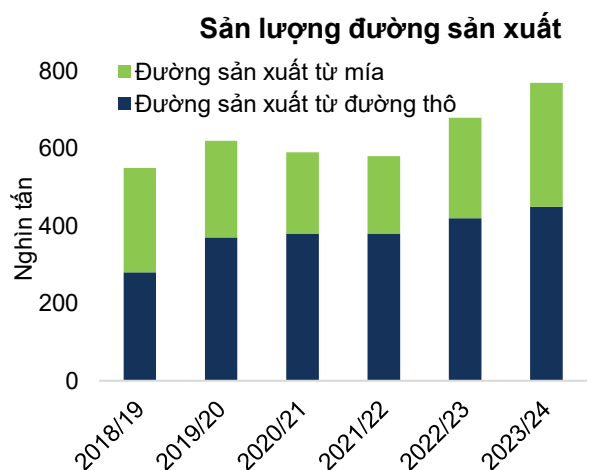
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Sản xuất đường thành phẩm từ đường thô: Sở hữu quy mô luyện đường thô lớn nhất cả nước giúp SBT có thể sản xuất đường thành phẩm quanh năm.

SBT có khả năng luyện đường thô ở quy mô lớn với 4 nhà máy tinh luyện đường thô trong số 9 nhà máy tại Việt Nam. Tổng công suất luyện đường thô của SBT đạt 2.390 tấn đường thô/ngày chiếm 60% tổng công suất luyện đường thô của các doanh nghiệp mía đường niêm yết ([Các nhà máy đường của SBT](#)), tương ứng công suất sản xuất đường thành phẩm từ đường thô ước đạt tối đa 800.000 tấn/năm. Sản phẩm đầu ra của quá trình luyện đường thô là đường tinh luyện RE và đường lỏng công nghiệp, chủ yếu tiêu thụ qua kênh xuất khẩu. Việc sở hữu nhà máy luyện đường thô giúp SBT không bị giới hạn bởi yếu tố mùa vụ mía (chỉ kéo dài 4 - 6 tháng và chịu ảnh hưởng bởi thời tiết), từ đó duy trì sản xuất đường quanh năm và tối ưu hóa công suất nhà máy. Niên độ 2023/24, sản lượng đường thành phẩm được sản xuất từ đường thô ước tính đạt khoảng 450.000 tấn đường, tương đương 56% công suất thiết kế.

Giai đoạn 2018/19 - 2023/24 sản lượng đường sản xuất của SBT tăng trưởng với CAGR = 7,0%/năm. Trong đó, sản lượng đường sản xuất từ đường thô tăng trưởng với CAGR = 8,2%/năm, chiếm tỷ trọng trung bình 60% trong cơ cấu sản lượng đường sản xuất của SBT. Tuy nhiên, sau khi áp thuế CBPG và CTC lên đường Thái Lan từ niên độ 2021/2022, chi phí sản xuất đường tinh luyện từ đường thô nhập khẩu tăng (ước tính tăng 21%), SBT liên tục mở rộng vùng nguyên liệu mía để giảm sự phụ thuộc vào đường thô nhập khẩu. Theo đó, sản lượng đường sản xuất từ mía tăng mạnh 26,5%/năm trong giai đoạn 2021/22 - 2023/24.

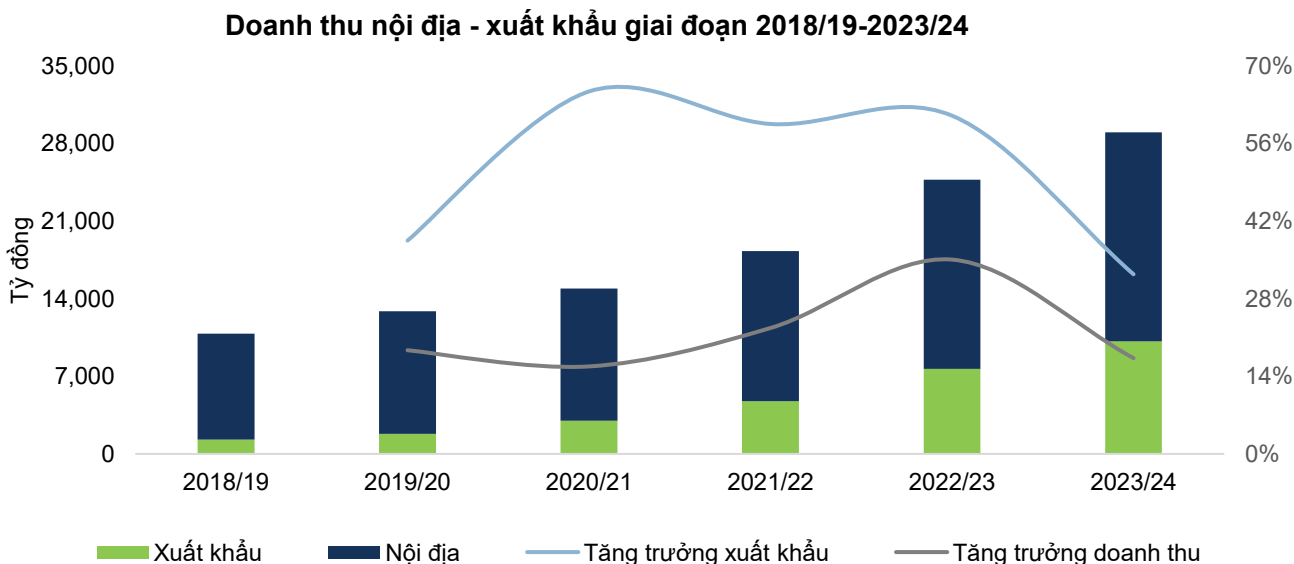
Niên độ 2024/25F, sản lượng đường sản xuất của SBT ước tính đạt 880 nghìn tấn, tăng 10,3% YoY; trong đó, sau 9 tháng của niên độ 2024/25, sản lượng đường đạt 560 nghìn tấn.



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

3. Đầu ra - Thị phần dẫn đầu thị trường nội địa, kênh xuất khẩu tăng trưởng là động lực tăng trưởng dài hạn

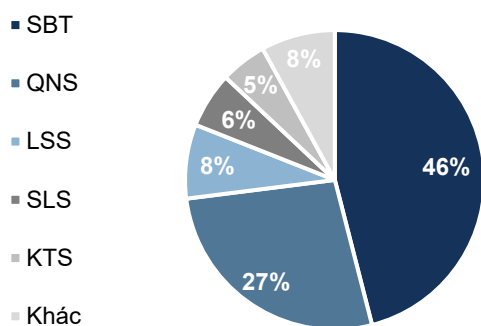
Giai đoạn 2018/19 – 2023/24, doanh thu tăng trưởng mạnh với CAGR = 21,84%/năm chủ yếu nhờ tăng trưởng kênh xuất khẩu. Doanh thu xuất khẩu tăng với CAGR = 51,4%/năm nhờ doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh hưởng lợi từ các hiệp định thương mại CPTPP, EVFTA, RCEP và áp lực cạnh tranh đường giá rẻ từ Thái Lan gia tăng sau ATIGA (T1/2020). Trong khi đó, doanh thu kênh nội địa tăng với CAGR = 14,7%/ năm nhờ các chính sách bảo hộ ngành đường phát huy hiệu quả.



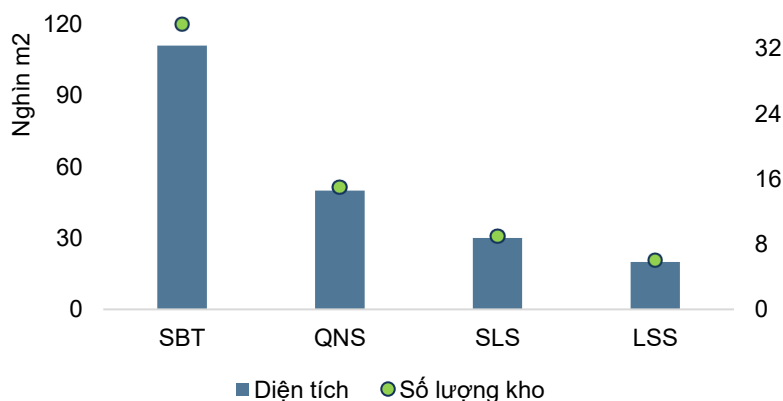
Nguồn: FPTSS tổng hợp và ước tính

3.1 Kênh nội địa (chiếm 65% doanh thu niên độ 2023/24), SBT duy trì vị trí dẫn đầu với 46% thị phần.

Thị phần phân phối đường nội địa 2024



Hệ thống kho bãi nội địa các doanh nghiệp mía đường

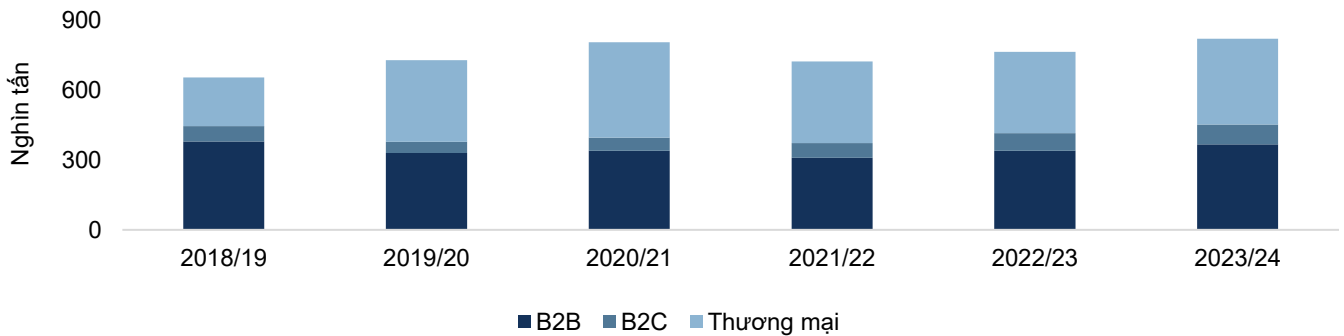


Nguồn: FPTSS tổng hợp và ước tính

Lợi thế cạnh tranh của SBT đến từ quy mô sản xuất lớn nhất ngành và hệ thống kho bãi rộng lớn liên kết chặt chẽ với các vùng nguyên liệu trong và ngoài nước. SBT là sở hữu hệ thống kho bãi lớn nhất gồm 35 kho bãi tại Việt Nam với tổng diện tích lên đến 110.000 m². Trong khi, các doanh nghiệp trong ngành như SLS có 9 kho bãi với sức chứa khoảng 30.000 m², LSS sở hữu 6 kho với tổng diện tích khoảng 20.000 m² và QNS sở hữu 15 kho với diện tích lưu trữ 50.000 m².

Giai đoạn 2018/19 – 2023/24, sản lượng tiêu thụ kênh nội địa tăng trưởng ổn định với CAGR = 4,6%/năm chủ yếu được thúc đẩy tiêu thụ tại kênh thương mại. Trong đó:

Sản lượng tiêu thụ theo kênh phân phối nội địa

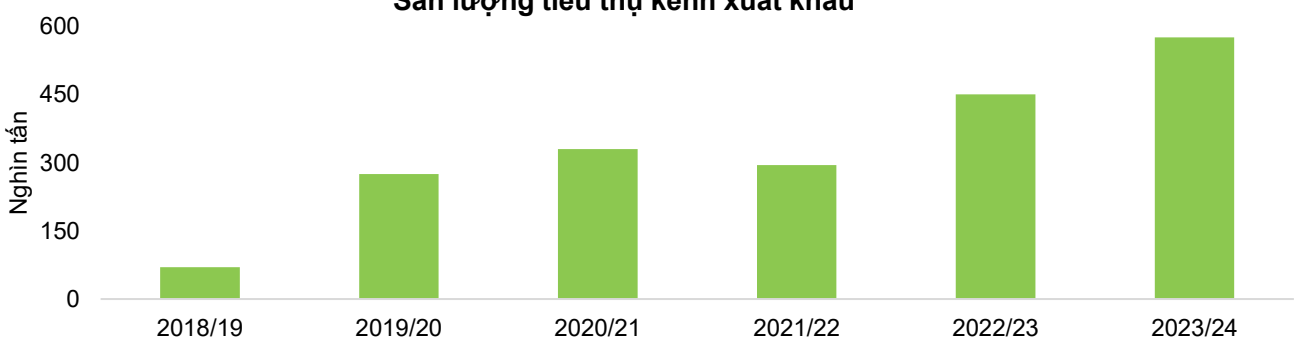


Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

- Kênh thương mại (chiếm khoảng 27%) phân phối qua chợ đầu mối, đại lý bán sỉ để bán lẻ cho người tiêu dùng, kênh này dễ bị cạnh tranh bởi đường nhập lậu giá rẻ và chịu ảnh hưởng mạnh từ các biến động thị trường ngắn hạn do nhóm khách hàng này không yêu cầu chất lượng. Ngoài đường tự sản xuất, doanh nghiệp có nhập khẩu đường tinh luyện để phân phối ở kênh này. Giai đoạn 2018/19 – 2020/21, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng với CAGR = 11,9%/năm do hiệp định ATIGA có hiệu lực vào 01/01/2020 làm xóa bỏ hạn ngạch nhập khẩu đường, SBT gia tăng nhập nguồn đường giá rẻ từ các nước Thái Lan và khối ASEAN nhằm tăng phân phối kênh thương mại. Giai đoạn 2021/22 – 2022/23, sản lượng qua kênh thương mại đi ngang quanh mức 350 nghìn tấn do đường nhập lậu tăng và hoạt động thương mại không còn mang lại hiệu quả cao. Từ niên độ 2023/24 sản lượng đường thương mại tăng 5,7% YoY nhờ Chính Phủ bắt đầu triển khai các biện pháp kiểm soát đường nhập lậu.
- Kênh khách hàng công nghiệp - B2B (chiếm 26%) sản lượng tiêu thụ đi ngang do các khách hàng doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống lớn như Pepsi, Coca-Cola, Suntory, Vinamilk, Nestlé, Mondelez Kinh Đô,... thường ký hợp đồng dài hạn từ 3 đến 5 năm với mức giá ổn định (không phụ thuộc vào biến động giá đường) nên đảm bảo sản lượng tiêu thụ ổn định.
- Kênh tiêu dùng trực tiếp - B2C (chiếm khoảng 6%), SBT hiện chiếm 70% thị phần trong phân khúc này nên sản lượng tiêu thụ qua các năm tương đối ổn định do sản phẩm kênh này phân phối qua siêu thị và cửa hàng tiện lợi, nơi yêu cầu nguồn gốc xuất xứ, thương hiệu rõ ràng nên không bị cạnh tranh với các sản phẩm đường lậu.

3.2 Kênh xuất khẩu (chiếm 35% doanh thu niên độ 2023/24) là động lực tăng trưởng dài hạn.

Sản lượng tiêu thụ kênh xuất khẩu



Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

Sản lượng tiêu thụ kênh xuất khẩu tăng trưởng ấn tượng từ 70 nghìn tấn niên độ 2018/19 lên 576 nghìn tấn niên độ 2023/24 với CAGR = 52,43%/năm. Động lực tăng trưởng nhờ:

- Doanh nghiệp chuyển hướng chiến lược mở rộng sang xuất khẩu nhằm ứng phó với áp lực cạnh tranh từ đường Thái Lan giá rẻ tràn vào Việt Nam với thuế suất 0% theo hiệp định ATIGA năm 2020. Từ tháng 1/2020, SBT đã chính thức mua lại 69,23% công ty Global Mind Commodities Trading để phục vụ cho việc phân phối đường xuất khẩu của SBT tại thị trường quốc tế. Mặc dù đã thoái vốn trong tháng 10/2024, doanh nghiệp này hiện vẫn là đối tác xuất khẩu chính của SBT cho đến nay. ([chi tiết mối quan hệ giữa SBT và nhóm Global Mind](#)).
- Các ưu đãi thuế từ CPTPP, EVFTA, RCEP đã tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản và khối ASEAN:

Bảng: Các hiệp định tác động đến xuất khẩu đường

Hiệp định	Mốc thời gian	Chính sách ưu đãi	Thị trường xuất khẩu
CPTPP	1/1/2019	Giảm từ 15%-20% xuống 0% trong 5-10 năm	Nhật Bản, Canada
EVFTA	1/8/2020	Thuế 0%	EU
RCEP	1/1/2022	Giảm dần từ 10%-15% xuống gần 0% theo lộ trình 15 năm.	Trung Quốc, Singapore, Úc, Nhật Bản, Hàn Quốc, ASEAN, New Zeland

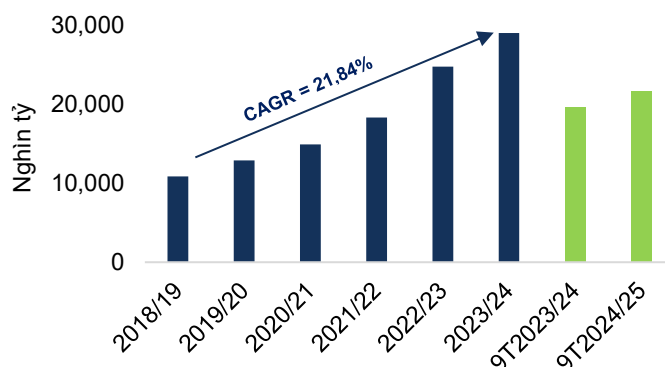
Nguồn: FPTs tổng hợp

D. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và giá bán

Giai đoạn 2018/19 – 2023/24, doanh thu tăng trưởng mạnh với CAGR = 21,84%/năm nhờ giá bán và sản lượng tiêu thụ đều tăng trưởng với CAGR lần lượt là 7,36%/năm và 10,09%/năm. Sản lượng tăng trưởng chủ yếu nhờ tăng trưởng xuất khẩu sau khi SBT mua lại Global Mind đẩy mạnh phát triển thị trường quốc tế. Giá bán trung bình tăng do: (1) giá xuất khẩu tăng theo xu hướng tăng của giá đường thế giới, trong bối cảnh thị trường đường toàn cầu thiếu hụt cung và (2) giá bán đường nội địa tăng khi thuế phòng vệ thương mại có hiệu lực giúp giá đường trong nước tăng tương đương với giá đường nhập khẩu chính ngạch sau áp thuế.

Doanh thu giai đoạn 2018/19 đến 2023/24

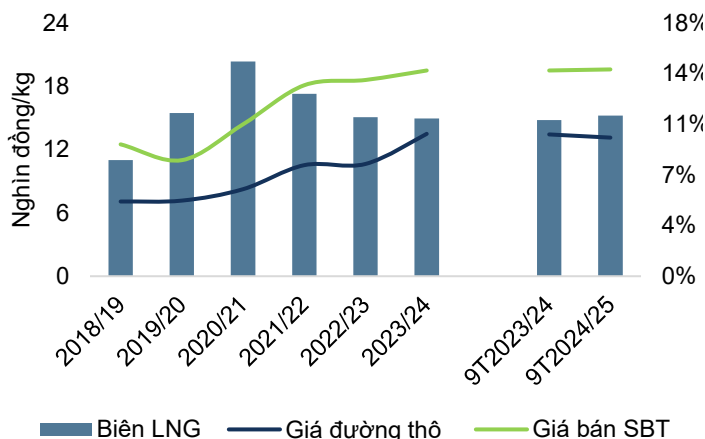


Nguồn: SBT, FPTs tổng hợp

9T2024/25, doanh thu SBT đạt 21.687 tỷ đồng tăng 10,8% YoY với doanh thu xuất khẩu ước tính tăng 11,5% YoY trong khi doanh thu kênh thương mại tăng 15% YoY. Doanh thu xuất khẩu tăng chủ yếu sang thị trường Trung Quốc khi nguồn đường Thái Lan bị tạm cấm. Như vậy, SBT đã hoàn thành 82,9% kế hoạch doanh thu niên độ 2024/25F.

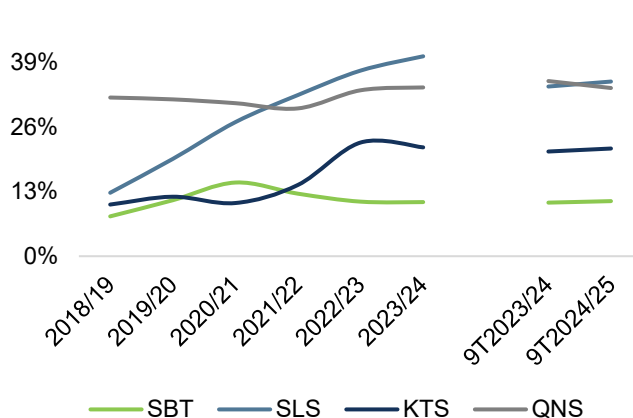
2. Biên lợi nhuận gộp thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành do phụ thuộc lớn vào đường thô nhập khẩu

Biên LNG và giá đường giai đoạn 2018/29 - 2023/24



Nguồn: Agromonitor, ISO, SBT, FPTS tổng hợp và ước tính

Biên LNG các doanh nghiệp mía đường



Nguồn: BCTC của các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

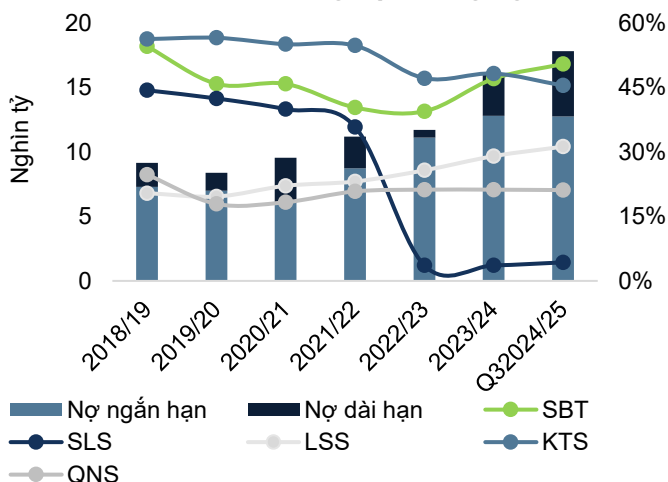
BLNG tăng mạnh từ 8% lên 14,8% trong giai đoạn 2018/19 đến 2020/21 nhờ giá bán đầu ra tăng với CAGR = 7,3%/năm. Sau đó BLNG giảm từ 14,8% niên độ 2020/21 xuống 10,9% niên độ 2023/24 mặc dù giá bán vẫn tăng trung bình 3,8%/năm, do giá đường thô nhập khẩu tăng trung bình 13,8%/năm sau khi đường nhập khẩu Thái Lan bị áp thuế CBPG và CTC 47,64% (năm 2021).

So với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, biên LNG của SBT nhìn chung ở mức thấp hơn, trung bình đạt 11,6% so với SLS (28,27%), QNS (31,95%) và KTS (15,39%) do tỷ lệ đường thô nguyên liệu nhập khẩu của SBT lớn nhất ngành (62% chi phí nguyên liệu đầu vào) trong khi các doanh nghiệp khác như SLS, KTS, QNS chủ yếu sản xuất từ nguồn nguyên liệu mía trong nước.

9T niên độ 2024/25, biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ 0,3 đpt cải thiện từ 10,8% lên 11,1% nhờ giá đường thô bắt đầu hạ nhiệt từ tháng 11/2024 đến tháng 3/2025 so với mức nền cao niên độ trước do Brazil bước vào mùa cao điểm ép mía làm sản lượng đường tăng gần 20% YoY và Ấn Độ bất ngờ nói lỏng xuất khẩu đường từ tháng 1/2025.

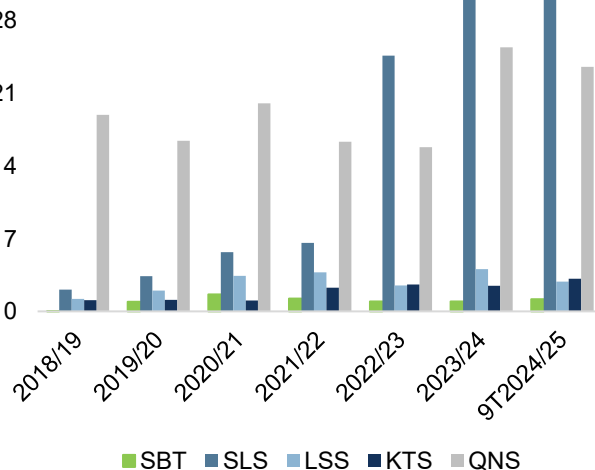
3. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao, khả năng thanh toán thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành

Cơ cấu vay nợ của SBT và Tỷ lệ nợ vay/ TTS các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

Khả năng thanh toán lãi vay



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

Cơ cấu nợ vay/tổng tài sản của SBT trung bình đạt 45,5% giai đoạn 2018/19 đến 2023/24. Trong đó, phần lớn là nợ vay ngắn hạn (chiếm trung bình hơn 75 - 90% tổng nợ vay) chủ yếu phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động: thu mua nguyên liệu và hỗ trợ vốn cho nông dân trồng mía. Niên độ 2023/24, nợ dài hạn của SBT tăng mạnh 5,56 lần YoY (từ 580 lên 3.223 tỷ đồng) chủ yếu để đầu tư mở rộng 18.393 ha vùng nguyên liệu tại Úc.

Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của SBT cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành như SLS, LSS, QNS dẫn đến khả năng chi trả lãi vay luôn ở mức thấp. Nguyên nhân do SBT liên tục mở rộng vùng trồng và đẩy mạnh phát triển kênh thương mại tăng nhập khẩu đường thô khi hiệp định ATIGA xóa bỏ hạn ngạch nhập đường từ các nước ASEAN.

Khả năng chi trả lãi vay của SBT 9T2024/25 vẫn ở mức an toàn 1,17 nhưng luôn thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành do tỷ lệ đòn bẩy cao.

E. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & RỦI RO ĐẦU TƯ

I. Triển vọng kinh doanh

1. Dự báo doanh thu mảng đường niên độ 2024/25F đạt 29.722 tỷ đồng (+11,9% YoY) và giai đoạn 2024/25 – 2028/29F tăng trưởng với CAGR = 6,9%/năm nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ.

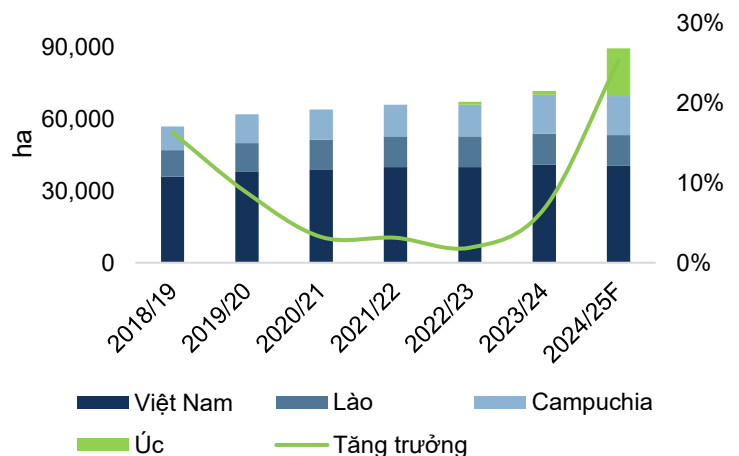
Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đường SBT niên độ 2024/25F tăng lên 29.722 tỷ đồng (+11,9% YoY) và giai đoạn 2024/25 – 2028/29F tăng trưởng với tốc độ CAGR = 6,9%/năm chủ yếu do tăng trưởng sản lượng tiêu thụ với CAGR = 7,6%/năm nhờ (1) sản lượng sản xuất tăng với CAGR = 8,2%/năm nhờ mở rộng vùng nguyên liệu (2) sản lượng tiêu thụ tăng ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu với CAGR lần lượt là 5,9%/năm và 9,8%/năm. Trong đó:

(1) Tăng sản lượng sản xuất nhờ mở rộng vùng nguyên liệu mía lên 90.000 ha (+26,7% YoY). [\(quay lại\)](#)

Niên độ 2024/25F, SBT có kế hoạch mở rộng vùng nguyên liệu tại Úc từ 1.600 ha lên 20.000 ha nâng tổng vùng nguyên liệu mía lên 90.000 ha (+26,7% YoY). Điều này giúp doanh nghiệp (1) giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn đường thô nhập khẩu tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu từ 38% lên 43%, (2) đảm bảo nguồn cung mía ổn định quanh năm, (3) tăng sản lượng xuất khẩu chất lượng cao. Do đó, chúng tôi ước tính sản lượng sản xuất SBT tăng với CAGR = 8,2%/năm giai đoạn 2024/25 – 2028/29F.

Úc là quốc gia dẫn đầu thế giới về cơ giới hóa có giống mía hiệu suất cao với 94 tấn/ha cao hơn 27% so với mức trung bình của thế giới ở mức 74 tấn/ha. Nguyên nhân do (1) sử dụng máy móc hiện đại trong trồng và thu hoạch, (2) áp dụng các phương pháp canh tác tiên tiến và (3) liên tục nghiên cứu cải tiến giống mía.

Mở rộng vùng nguyên liệu 2018/19 - 2024/25F



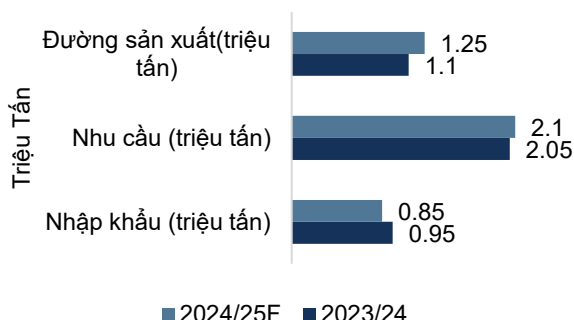
Nguồn: SBT, FPTs tổng hợp và ước tính

Việc mở rộng vùng nguyên vật liệu khiến áp lực nợ vay tăng cao, tổng nợ vay dài hạn dự kiến tăng thêm 2.143 tỷ (+67% YoY) niên độ 2024/25F, theo đó tỷ lệ Nợ/TTS dự kiến ở mức 2,0. Vào ngày 22/10/2024, SBT ký kết Biên bản Ghi nhớ (MOU) với ING (ngân hàng đa quốc gia có trụ sở tại Úc), với khoản vay tài trợ 100 triệu USD để mở rộng vùng nguyên liệu tại Úc phục vụ xuất khẩu nông sản.

(2) Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng với CAGR = 7,3%/năm. Trong đó, sản lượng nội địa tăng nhờ tiếp tục hưởng lợi từ các chính sách phòng vệ thương mại của Chính Phủ và sản lượng xuất khẩu tăng khi tiếp tục hưởng lợi từ các hiệp định thương mại quốc tế. [\(quay lại\)](#)

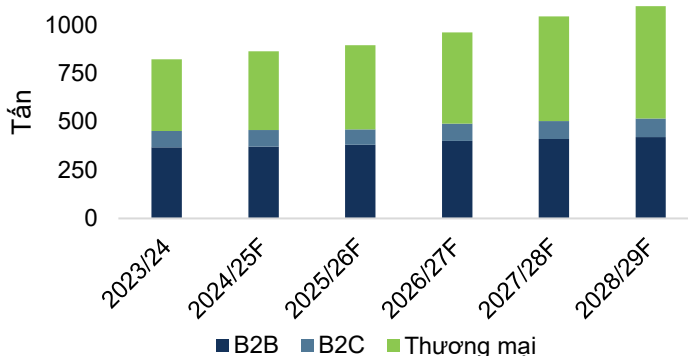
Sản lượng đường tiêu thụ nội địa dự kiến tăng trưởng với CAGR = 5,9%/năm giai đoạn 2024/25 – 2028/29F nhờ hưởng lợi từ tăng trưởng của ngành.

Dự báo nguồn cung đường 2024/25F



Nguồn: VSSA, FPTs tổng hợp và ước tính

Dự phóng sản lượng tiêu thụ nội địa 2024/25 - 2028/29F



Nguồn: FPTs ước tính

Theo VSSA, nhu cầu đường tiêu thụ tại Việt Nam niên độ 2024/25F dự báo tăng 2,4% YoY đạt 2,1 triệu tấn. Trong đó, đường sản xuất nội địa đạt 1,25 triệu tấn (+13,5% YoY) - đáp ứng 59,5% nhu cầu và đường nhập khẩu giảm 8,9% YoY đạt 0,85 triệu tấn nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại (thuế CBPG & CTC và thuế chống lẩn tránh qua các quốc gia ASEAN, kiểm soát đường nhập lậu) tiếp tục phát huy hiệu quả. [\(chi tiết\)](#)

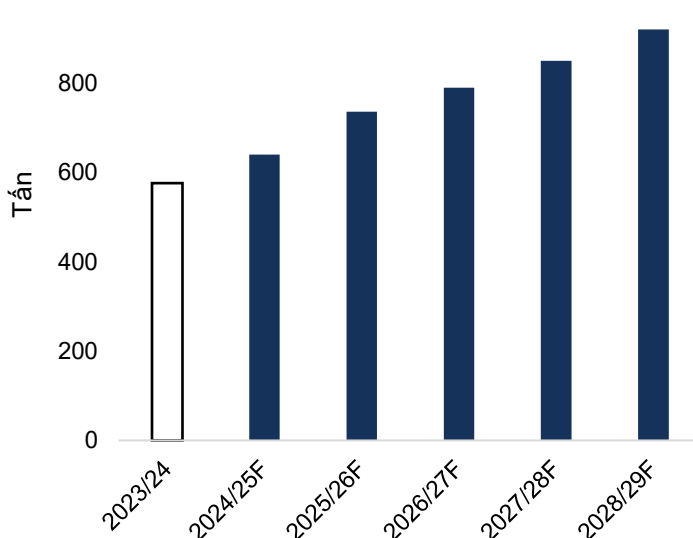
Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng đường tiêu thụ nội địa của SBT niên độ đạt khoảng 863 nghìn tấn (+5,1% YoY) và tăng trưởng với CAGR = 5,9%/năm giai đoạn 2024/25 – 2028/29F do SBT hiện nắm giữ 46% thị phần đường trong nước. Trong đó chủ yếu đến từ tăng trưởng kênh thương mại với CAGR = 9,5%/năm khi SBT liên tục phát triển vùng nguyên liệu để gia tăng sản xuất đường tinh luyện RE, giành lại thị phần đường tinh luyện RE Thái Lan nhờ chính sách bảo hộ của nhà nước.

Dự báo sản lượng đường xuất khẩu tăng trưởng với CAGR = 9,8%/năm nhờ tiếp tục hưởng lợi từ các hiệp định thương mại và đẩy mạnh xuất khẩu đường organic sang các thị trường khó tính Mỹ và EU.

Như chúng tôi đã phân tích SBT tiếp tục hưởng lợi từ các chính sách, hiệp định giảm thuế CPTPP, EVFTA, RCEP từ các thị trường EU, Úc, Singapore,... [\(chi tiết\)](#). Trong đó, nhu cầu nhập khẩu đường của Trung Quốc (thị trường xuất khẩu chính - chiếm 30% sản lượng xuất khẩu) được dự báo tăng 2,3%/năm từ 4,6 triệu tấn (2023/24) lên 5,2 triệu tấn (2028/29F).

Ngoài ra, SBT đang đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm đường organic sang các thị trường khó tính như Mỹ, EU và Nhật Bản. Đường organic sản xuất từ mía organic tại vùng nguyên liệu ở Lào khi xuất sang Châu Âu được miễn thuế theo gói hỗ trợ các quốc gia kém phát triển, do vậy có giá bán cạnh tranh hơn các sản phẩm đường organic từ Thái Lan và Brazil.

Dự phóng sản lượng kênh xuất khẩu 2024/25 - 2028/29F



Nguồn: FPTs ước tính

2. LNST dự báo tăng mạnh ở niên độ 2024/25F và 2025/26F do thoái vốn các khoản đầu tư. Giai đoạn 2026/27F – 2028/29F, LNST dự kiến tăng trưởng với CAGR = 7,3% nhờ tăng trưởng sản lượng. [\(quay lại\)](#)

LNST niên độ 2024/25F và 2025/26F dự báo lần lượt đạt 1.312 tỷ đồng (+62,9% YoY) và 1.470 tỷ đồng (+12,1% YoY), tương ứng biên LNST niên độ 2024/25F đạt 4,0% (+1,2 đpt YoY) và niên độ 2025/26F đạt 4,0% (+0 đpt YoY). Nguyên nhân đến từ việc biên LNG cải thiện và đóng góp từ lợi nhuận đột biến từ việc thoái vốn các khoản đầu tư. Cụ thể, Biên LNG niên độ 2024/25F và 2025/26F dự kiến tăng nhẹ lần lượt đạt 11,1% (+0,2 đpt) và 11,3% (+0,2 đpt) do giá đường thô dự báo hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2025 trong khi giá bán đi ngang ở mức cao 19.500đ/kg. Trong khi đó, lợi nhuận hoạt động tài chính từ thoái vốn các khoản đầu tư niên độ 2024/25F và 2025/26 dự kiến đạt lần lượt 240 tỷ đồng (đóng góp 18,3% LNST niên độ 2024/25F) và 360 tỷ đồng (24,5% LNST niên độ 2025/26F).

Vào ngày 22/10/2024, ban lãnh đạo đã công bố chủ trương thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành, nhằm tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là nông nghiệp. Theo kế hoạch, SBT sẽ rút vốn khỏi các công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, thương mại, logistics và năng lượng, với mục tiêu hoàn tất trước ngày 30/6/2025.

Tổng giá trị ghi sổ của các khoản đầu tư dự kiến thanh lý lên đến 3.446 tỷ đồng, ước tính lợi nhuận khoảng 600 tỷ đồng bao gồm các khoản sở hữu tại Công ty Cổ phần Điện Gia Lai (GEG), Công ty Cổ phần Du lịch Thành Thành Công (VNG), Công ty Cổ phần Toàn Hải Vân, Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Tân Định, cùng một số công ty khác. Chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế từ thoái vốn đạt 600 tỷ đồng.

Bảng: Giá trị các khoản đầu tư dự kiến thanh lý của SBT

Công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Giá trị ghi sổ (tỷ đồng)	Lĩnh vực hoạt động
CTCP Điện Gia Lai (GEG)	16,27	750	Điện
CTCP Toàn Hải Vân	36,9	1971	Logistics
CTCP Xuất Nhập Khẩu Tân Định	23,1	410	Thương mại
CTCP Khai thác & Quản lý KCN Đặng Quỳnh	9,55	266	Bất động sản KCN
CTCP Du lịch Thành Thành Công (VNG)	7,75	34	Du lịch
CTCP Đầu tư Hạ tầng Cụm Công Nghiệp Tân Hội	10,07	15	Hạ tầng

Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Đến thời điểm 31/03/2025, tiến độ thoái vốn đã thực hiện được 30% các thương vụ. Do đó, chúng tôi ước tính, lợi nhuận từ thoái vốn niên độ 2024/25F sẽ ghi nhận 260 tỷ đồng, đóng góp 18,3% vào LNST niên độ 2024/25F và tiếp tục ghi nhận 340 tỷ đồng, đóng góp 24,5% vào LNST niên độ 2025/26F.

LNST giai đoạn 2026/27 – 2028/29F dự kiến tăng với tốc độ CAGR = 7,3%/năm nhờ sản lượng tiêu thụ tăng với CAGR = 7,6%/năm, tương ứng với biên LNST duy trì ở mức 3,0 – 3,1%. Trong đó, chúng tôi dự báo biên LNG tăng nhẹ 0,2 đpt/năm, nguyên nhân do (1) giá bán đầu ra tăng trung bình 1,3%/năm, (2) tỷ lệ tự chủ nguyên liệu tăng từ 38% lên 43% nhờ mở rộng vùng nguyên liệu mía.

II. Rủi ro & các yếu tố cần theo dõi

1. Dự thảo thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) với đồ uống có đường. [\(quay lại\)](#)

Dự thảo thuế TTĐB 10% đối với đồ uống có đường tăng từ 0% so với hiện tại, nếu được thông qua (dự kiến áp dụng từ ngày 1/1/2026) sẽ gián tiếp ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ SBT tại kênh B2B. Nhóm khách hàng là doanh nghiệp nước giải khát, thực phẩm hiện đóng góp khoảng 26% doanh thu của SBT, việc áp thuế sẽ làm tăng chi phí sản xuất dẫn đến các doanh nghiệp có thể điều chỉnh công thức để giảm lượng đường hoặc chuyển sang nguyên liệu thay thế. Chúng tôi sẽ theo dõi và cập nhật thông tin này mới nhất trong các báo cáo tiếp theo.

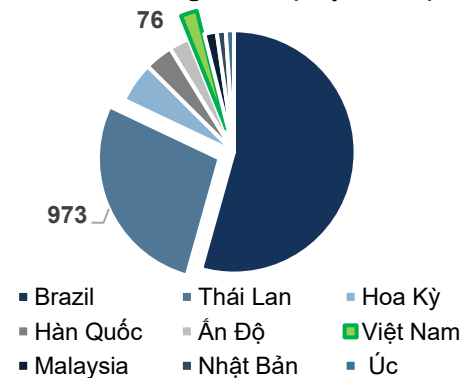
2. Cơ hội gia tăng sản lượng đường xuất khẩu sang Trung Quốc nếu lệnh cấm đường nhập khẩu của Thái Lan sang nước này tiếp tục kéo dài [\(quay lại\)](#)

Vào ngày 10/12/2024, Trung Quốc đã tạm thời đình chỉ nhập khẩu đường từ Thái Lan do lo ngại về vệ sinh tại các nhà máy sản xuất. Trung Quốc đã yêu cầu Thái Lan kiểm tra 78 nhà máy đường trước khi bắt đầu đàm phán về việc gỡ bỏ lệnh cấm. Tính đến giữa tháng 4 năm 2025, Thái Lan chưa nhận được phản hồi từ phía Trung Quốc.

Năm 2023, đường Thái Lan chiếm 25% giá trị đường nhập khẩu của Trung Quốc, đạt khoảng 973 triệu USD. Lệnh cấm này tạo cơ hội gia tăng sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc của các quốc gia khác, trong đó có Việt Nam. Chúng tôi ước tính, giá trị đường xuất khẩu của Việt Nam niên độ 2024/25F tăng 25% nếu lệnh cấm này chưa được gỡ bỏ. SBT với khoảng 30% sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc, dự báo tăng 12,5% YoY sản lượng xuất khẩu vào thị trường này niên độ 2024/25F. Vì vẫn đang trong quá trình đàm phán giữa Thái Lan và Trung Quốc nên chúng tôi không đưa ước tính tăng trưởng này vào mô hình dự phóng.

Mặc khác, rủi ro có thể xảy ra khi Trung Quốc đặt lệnh tạm hoãn nhập đường của Việt Nam để điều tra về vệ sinh các nhà máy sản xuất giống Thái Lan.

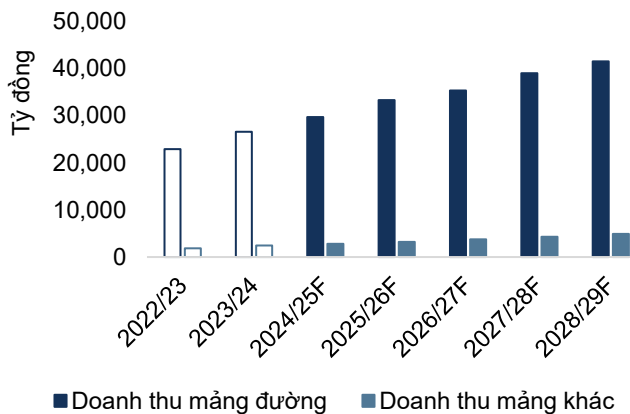
Giá trị nhập khẩu đường năm 2023 của Trung Quốc (triệu USD)



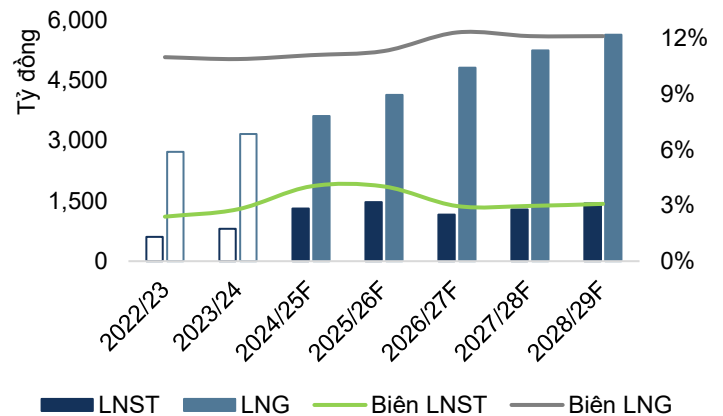
Nguồn: TrendEconomy, FPTs tổng hợp

F. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG GIAI ĐOẠN 2024/25 – 2028/29F

Dự phóng cơ cấu doanh thu của SBT giai đoạn 2024/25 - 2028/29F



Dự phóng kết quả kinh doanh SBT giai đoạn 2024/25 - 2028/29F



Nguồn: FPT S ước tính

Bảng: Tổng hợp giả định dự phóng

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu mảng đường	Mảng đường 2024/25 – 2028/29F tăng trưởng kép CAGR 6,9%/năm, nhờ: Sản lượng: ước niên độ 2024/25F đạt 1,540 triệu tấn – tăng 6,3% YoY so với mức nền cao của niên độ 2023/24. Và tốc độ tăng trưởng CAGR 2024/25-2028/29F 6,8% nhờ (1) sản lượng nội địa tăng với CAGR = 5,9%/năm do mở rộng vùng nguyên vật liệu và biện pháp PVTM tiếp tục phát huy hiệu quả (2) sản lượng xuất khẩu tăng với CAGR = 9,5%/năm do thị trường Trung Quốc thuận lợi và tiếp tục hưởng lợi từ thuế từ EU, Singapore, Úc, Hàn Quốc,... Giá đường: năm 2024/25F dự kiến duy trì đi ngang ở mức cao 19.500đ/kg, song hành với xu hướng quốc tế (18–22 cents/lbs) do sản lượng tại các quốc gia sản xuất lớn giảm. Sang 2025/26F, giá bán dự kiến tăng nhẹ (+3% YoY) khi nguồn cung toàn cầu tiếp tục sụt giảm tại các quốc gia sản xuất lớn.
Doanh thu mảng khác	Mảng khác tăng trưởng kép CAGR = 11,8%/năm giai đoạn 2024/25 – 2028/29F do doanh nghiệp mở rộng cơ cấu sản phẩm, hướng đến 40% doanh thu FBMC trong cơ cấu. (chi tiết).
Lợi nhuận gộp	Niên độ 2024/25F và 2025/26F, biên LNG dự kiến tăng nhẹ lần lượt đạt 11,1% (+0,2 đpt) và 11,3% (+0,2 đpt) do giá đường thô dự báo hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2025 trong khi giá bán đi ngang ở mức cao 19.500đ/kg Giai đoạn 2026/27 – 2028/29F biên LNG tăng 0,2 đpt/năm, nguyên nhân do (1) giá bán đầu ra tăng trung bình 1,3%/năm, (2) tỷ lệ tự chủ nguyên liệu tăng từ 38% lên 43% nhờ mở rộng vùng nguyên liệu mía.
Lợi nhuận sau thuế	LNST niên độ 2024/25F và 2025/26F dự báo lần lượt đạt 1.312 tỷ đồng (+62,9% YoY) và 1.470 tỷ đồng (+12,1% YoY), tương ứng biên LNST niên độ 2024/25F đạt 4,0% (+1,2 đpt YoY) và niên độ 2025/26F đạt 4,0% (đi ngang so với cùng kỳ). Nguyên nhân đến từ việc biên LNG cải thiện và đóng góp từ lợi nhuận đột biến từ việc thoái vốn các khoản đầu tư. Trong đó, lợi nhuận hoạt động tài chính từ thoái vốn các khoản đầu tư niên độ 2024/25F và 2025/26 dự kiến đạt lần lượt 240 tỷ đồng (18,3% LNST niên độ 2024/25F) và 360 tỷ đồng (24,5% LNST niên độ 2025/26F). LNST giai đoạn 2026/27 – 2028/29F dự kiến tăng với tốc độ CAGR = 7,3%/năm nhờ sản lượng tiêu thụ tăng với CAGR = 7,6%/năm, tương ứng với biên LNST duy trì ở mức 3,0 – 3,1%.

G. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** và xem xét mua vào tại giá 16.000 đồng/cp với mức sinh lời kỳ vọng **+22,5%** đối với cổ phiếu SBT với mức giá mục tiêu là **19,600 VNĐ/cp**, cao hơn **7,7%** so với mức giá đóng cửa ngày 30/05/2025.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/CP)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	19.029	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	20.130	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		19.600	

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình		Giả định mô hình	
WACC	10,68%	Phần bù rủi ro	9,89%
Chi phí sử dụng nợ	9,9%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,51
Chi phí sử dụng VCSH	13,01%	Tăng trưởng dài hạn	2,5%
Lãi suất phi rủi ro	3,08%	Thời gian dự phóng	5 năm

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		4%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)		33.211.607
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)		16.001.166
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		16.395.941
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		814.5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		20.130
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		15.498.831
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		19.029

H. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	29,021,273	32,539,377	36,497,550	39,036,054
Giá vốn hàng bán	(25,856,644)	(28,924,505)	(32,361,616)	(34,221,171)
Lợi nhuận gộp	3,164,629	3,614,872	4,135,934	4,814,883
Chi phí bán hàng	(723,092)	(813,484)	(1,074,526)	(1,100,803)
Chi phí quản lí DN	(795,510)	(887,521)	(930,439)	(993,901)
Lợi nhuận thuần HĐKD	1,646,026	1,913,866	2,130,970	2,720,178
(Lỗ)/lãi HĐTC	993,426	1,150,690	998,217	642,541
Lợi nhuận khác	(6,894)	32,539	36,498	39,036
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	2,632,558	3,097,095	3,165,685	3,401,755
Chi phí lãi vay	(1,724,694)	(1,621,903)	(1,513,781)	(2,097,674)
Lợi nhuận trước thuế	907,864	1,475,192	1,651,904	1,304,082
Thuế TNDN	(102,055)	(162,271)	(181,709)	(143,449)
LNST	805,809	1,312,921	1,470,194	1,160,633
Lợi ích CĐ thiểu số	57,869	94,288	105,583	83,351
EPS (đ/cp)	834	1,646	1,843	1,455

	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.9%	11.0%	11.0%	11.2%
Tỷ suất LNST	2.6%	2.8%	3.8%	4.0%
ROE DuPont	7.6%	7.7%	10.4%	11.2%
ROA DuPont	2.3%	2.5%	3.7%	4.0%
Tỷ suất EBIT/ doanh thu	9.1%	8.0%	7.2%	7.2%
LNST/LNTT	34.5%	41.8%	64.8%	67.6%
LNTT / EBIT	82.4%	82.6%	82.6%	82.6%
Vòng quay tổng tài sản	0.9x	0.9x	1.0x	1.0x
Đòn bẩy tài chính	3.3x	3.1x	2.8x	2.8x

Chỉ tiêu	2023	2024F	2025F	2026F
Chỉ số thanh toán hiện hành	1.2x	1.4x	1.3x	1.4x
Chỉ số thanh toán nhanh	1.0x	1.1x	1.0x	1.1x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0.4x	0.5x	0.5x	0.5x
Nợ / Tài sản	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x
Nợ / VCSH	2.1x	2.1x	2.2x	2.3x
Nợ ngắn hạn / VCSH	1.7x	1.6x	1.8x	1.9x
Nợ dài hạn / VCSH	0.3x	0.5x	0.4x	0.4x
Khả năng trả lãi vay	1.5x	1.9x	2.1x	1.6x

CĐKT	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	8,433,370	8,948,775	11,697,687	13,306,485
Các khoản phải thu	11,240,417	12,603,036	14,136,102	15,119,307
Hàng tồn kho	3,953,197	5,784,901	8,090,404	7,638,869
Tài sản ngắn hạn khác	124,793	139,600	156,188	165,163
Tổng tài sản ngắn hạn	23,751,778	27,476,312	34,080,382	36,229,824
Tài sản CĐHH	4,988,018	4,987,333	4,813,313	4,645,049
Nguyên giá	11,642,248	12,194,269	12,598,312	13,027,355
Khấu hao lũy kế	(6,654,229)	(7,206,936)	(7,784,999)	(8,382,306)
Đầu tư tài chính dài hạn	2,997,299	2,997,299	2,997,299	2,997,299
Tài sản dài hạn khác	2,116,146	2,328,344	2,569,336	2,717,437
Xây dựng cơ bản dở dang	225,053	218,053	211,053	204,053
Tổng tài sản dài hạn	10,326,517	10,531,028	10,591,001	10,563,838
Tổng Tài sản	34,078,294	38,007,341	44,671,383	46,793,662

Vay và nợ ngắn hạn	12,777,752	12,110,248	17,054,257	17,535,473
Quỹ khen thưởng	25,964	25,964	25,964	25,964
Nợ ngắn hạn	19,399,729	19,514,833	25,335,647	26,291,235
Vay và nợ dài hạn	3,223,413	5,367,084	4,610,754	5,254,424
Phải trả dài hạn khác	311,119	751,634	934,078	1,099,516
Nợ dài hạn	3,534,532	6,118,718	5,544,832	6,353,940
Tổng nợ	22,934,261	25,633,551	30,880,479	32,645,175
Vốn góp chủ sở hữu	7,405,010	7,405,010	7,405,010	7,405,010
Thặng dư	6,770,105	6,770,105	6,770,105	6,770,105
LN chưa phân phối	1,133,016	2,314,253	3,617,933	3,886,482
Vốn chủ sở hữu	11,144,034	12,373,790	13,790,904	14,148,487
Tổng Nguồn vốn	34,078,294	38,007,341	44,671,383	46,793,662

Chỉ tiêu	2023	2024F	2025F	2026F
Thời gian luân chuyển tiền	102.40	107.00	123.79	130.08
Số ngày phải thu	131.90	133.73	133.70	136.77
Số ngày tồn kho	59.70	61.44	78.25	83.88
Số ngày phải trả	89.19	88.17	88.17	90.58
COGS / Hàng tồn kho	5.7x	7.3x	5.6x	4.2x

I. PHỤ LỤC

1. Danh sách 28 công ty con và 4 công ty liên kết [\(quay lại\)](#).

STT	Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Hoạt động kinh doanh chính
Công ty con trực tiếp			
1	CTCP Phát triển Nông nghiệp Thành Thành Công	100	Sản xuất cò và các sản phẩm liên quan; kinh doanh cò và các sản phẩm liên quan; sản xuất và kinh doanh điện; sản xuất phân bón và trồng mía
2	CTCP Nông nghiệp AgriS Gia Lai	100	Sản xuất đường và các sản phẩm sau đường: mật rỉ, bánh kẹo, đồ uống, sản xuất, truyền tải và phân phối điện; sản xuất phân bón
3	CT AgriS Globe Pte. Ltd.	100	Mua bán, sản xuất và đóng gói đường thô, đường tinh luyện để bán trong lãnh thổ Singapore và xuất khẩu trong khu vực
4	CTCP Hàng Tiêu Dùng Biên Hòa	100	Sản xuất kinh doanh đường và các sản phẩm phụ làm từ mía; sản xuất phân bón, vật tư ngành nông nghiệp; sản xuất và bán điện; tư vấn kỹ thuật
5	CT TNHH MTV Sản xuất Thương mại Dịch vụ TTC An Hòa	100	Dịch vụ đóng gói; sản xuất đường; bán buôn thực phẩm; chiết rót và bán lẻ nước giải khát; sản xuất điện; truyền tải và phân phối điện; lập kế hoạch, thiết kế công trình
6	CTCP Phát triển Sản xuất AgriS	99,98	Tư vấn quản lý trong ngành sản xuất mía đường
7	TSU Australia Pty Ltd.	100	Phát triển vùng nguyên liệu mía và cây trồng loại khác
8	CT TNHH Mía đường Attapeu	100	Kinh doanh đường và các sản phẩm phụ làm từ mía
Công ty con gián tiếp			
1	CTCP Xuất nhập khẩu AgriS Ninh Hòa	100	Sản xuất đường và các phụ phẩm khác từ mía; sản xuất điện; kinh doanh vật tư nông nghiệp; sản xuất và kinh doanh phân bón; cho thuê kho
2	CT TNHH MTV Nhiệt điện Ninh Hòa	100	Sản xuất điện và cung cấp dịch vụ lắp đặt hệ thống điện
3	CTCP Điện AgriS Gia Lai	100	Sản xuất, truyền tải và phân phối điện
4	CTCP Đường Biên Hòa – Phan Rang	95,79	Sản xuất và kinh doanh đường và các sản phẩm phụ từ mía; kinh doanh phân hữu cơ và thực phẩm; kinh doanh xăng dầu và các sản phẩm khác
5	CTCP Biên Hòa – Thành Long	98	Trồng mía; sản xuất và kinh doanh phân bón; vật tư ngành nông nghiệp
6	CT TNHH MTV Mía đường TTC Attapeu (Lào)	100	Trồng mía; sản xuất và kinh doanh đường và các sản phẩm phụ từ mía
7	CTCP Bò giống Miền Trung	92,04	Chăn nuôi bò; trồng mía và các loại cây công nghiệp khác
8	CTCP Cao Su Nước Trong	66,04	Sản xuất và kinh doanh mủ cao su
9	Công ty TNHH Hải Vi	100	Trồng mía; cung cấp dịch vụ trồng trọt; tư vấn kỹ thuật; kinh doanh phân bón, vật tư ngành nông nghiệp; sản xuất và bán điện; tư vấn kỹ thuật
10	CTCP Đường Nước Trong	87,58	Sản xuất đường; trồng cây mía, cây lấy củ có chất bột; lắp đặt máy móc thiết bị công nghiệp thực phẩm; bán buôn tổng hợp

11	CT TNHH NC & Ứng dụng Mía Đường Thành Thành Công	100	Nghiên cứu và lai tạo mía giống; phân tích đất, kỹ thuật canh tác và thuốc BVTV; chế tạo máy móc cơ giới trong sản xuất mía
12	CTCP Mía đường Tây Ninh	78,73	Trồng mía; sản xuất đường, bã mía, cao su, trồng cây lấy củ có chất bột
13	CTCP Công nghệ Nông nghiệp Tuần Hoàn TTC	51	Trồng rau, dâu các loại và trồng hoa
14	CTCP In Thanh Niên	97,94	Kinh doanh bất động sản; quyền sử dụng đất; cho thuê nhà, sử dụng hoặc cho thuê cơ sở hạ tầng
15	CT TNHH MTV Ý tưởng xanh Thành Công	100	Sản xuất, truyền tải và phân phối điện
16	CT TNHH MTV Nông nghiệp Xanh Thành Công	100	Sản xuất điện
17	CT TNHH MTV Thành Công Xanh	100	Sản xuất điện
18	CT TNHH MTV Đầu tư Nông nghiệp Thành Công	100	Sản xuất điện
19	CT TNHH MTV Năng lượng Sạch Ninh Hòa	100	Sản xuất điện
20	CT TNHH MTV Năng lượng Xanh Ninh Hòa	100	Sản xuất điện
Công ty liên kết			
1	CTCP Toàn Hải Vân	35,8	Kinh doanh bất động sản, kho cảng, bến bãi
2	CTCP Xuất nhập khẩu Tân Định	23,1	Kinh doanh bất động sản
3	CTCP Khoai Mì Tây Ninh	30	Sản xuất tinh bột khoai mì và mạch nha
4	CT TNHH Tapica Việt Nam	30	Sản xuất, kinh doanh tinh bột, khoai mì
5	CTCP Xuất nhập khẩu Bến Tre	23,22	Chế biến và bảo quản rau quả
6	Global Mind Investment Management Pte. Ltd	29,5	Đầu tư vào năng lượng tái tạo, cơ sở hạ tầng và nông nghiệp

Nguồn: SBT

2. Phân biệt đường RE RS [\(quay lại\)](#)

Tiêu chí	Đường RE (Refined Extra)	Đường RS (Refined Standard)
Tên gọi đầy đủ	Đường tinh luyện trắng cao cấp	Đường trắng tiêu chuẩn
Độ tinh khiết	Rất cao ($\geq 99.9\%$ saccharose)	Cao ($\geq 99.8\%$ saccharose)
Màu sắc	Trắng tinh khiết	Trắng ngà hoặc hơi vàng nhạt
Nguyên liệu sản xuất	Đường thô (nhập khẩu) hoặc mía nguyên liệu	Mía nguyên liệu
Công nghệ sản xuất	Tinh luyện từ đường thô (quá trình nhiều bước)	Tinh luyện trực tiếp từ nước mía ép
Ứng dụng chính	Chế biến thực phẩm cao cấp, dược phẩm, nước giải khát	Tiêu dùng hàng ngày, sản xuất thực phẩm thông thường
Phụ phẩm	Không có phụ phẩm	Có (mật rỉ, bã mía, nước màu...)
Giá thành	Cao hơn	Thấp hơn RE
Tính ổn định nguồn cung	Dễ điều tiết do nhập khẩu nguyên liệu	Phụ thuộc vào mùa vụ mía trong nước

Nguồn FPTs tổng hợp

3. Danh sách các nhà máy [\(quay lại\)](#)

STT	Nhà máy	Vị trí	Công suất (tấn đường/ngày)	Sản phẩm chính	Thời gian hoạt động	Phụ phẩm	
Nhà máy sử dụng cả đường thô và mía							
1	TTCS	Tây Ninh	980	Đường tinh luyện, Đường lỏng	Theo vụ	Đồng phát điện, Mật rỉ, Bã bùn, Bã mía	
2	AgriS Ninh Hòa	Khánh Hòa	760	Đường tinh luyện, Đường lỏng	300 ngày	Đồng phát điện, Mật rỉ, Bã bùn	
Nhà máy chỉ sử dụng đường thô							
3	Biên Hòa - Đồng Nai	Đồng Nai	400	Đường tinh luyện, Đường lỏng	Quanh năm	Mật rỉ, Bã bùn, Nước màu	
4	Biên Hòa - Trị An	Đồng Nai	250	Đường tinh luyện	Theo vụ	Mật rỉ, Bã bùn	
Nhà máy chỉ sử dụng mía							
5	AgriS Gia Lai	Gia Lai	600	Đường trắng	Theo vụ	Đồng phát điện, Mật rỉ, Bã mía	
6	Biên Hòa - Phan Rang	Ninh Thuận	150	Đường trắng, Đường vàng, Đường thô	Theo vụ	Mật rỉ, Bã bùn, Bã mía	
7	Biên Hòa - Tây Ninh	Tây Ninh	400	Đường thô	Theo vụ	Mật rỉ, Bã bùn	
8	Nước Trong	Tây Ninh	100	Đường trắng	Theo vụ	Mật rỉ, Bã bùn	
9	TTC Attapeu	Lào	700	Đường trắng	Theo vụ	Đồng phát điện, Mật rỉ, Bã bùn	
10	Kasekam	Campuchia	Mía	350	Đường tinh luyện	Theo vụ	Đồng phát điện, Mật rỉ, Bã bùn

Nguồn: SBT

4. Mối quan hệ giữa SBT và nhóm Global Mind. [\(quay lại\)](#)

Tháng 1/2020, SBT mua lại công ty Global Mind Commodities Trading Pte. Ltd (GMC) thông qua công ty con Công ty TNHH Tư nhân Đầu tư TSU (Singapore) với 69,23% cổ phần. Đây là đơn vị kinh doanh hàng hóa, các công cụ phái sinh với hoạt động chính tại thị trường Trung Quốc, Indonesia, Úc, Singapore,... GMC là đơn vị chịu trách nhiệm chính trong xuất nhập khẩu của SBT.

Tháng 8/2022, GMC đã đổi tên thành Global Mind Agriculture Pte. Ltd. (GMA): chiến lược tái định vị với sự chuyển hướng từ việc kinh doanh hàng hóa sang đơn vị chuyên tập trung xây dựng chuỗi giá trị nông sản bền vững, kết nối trực tiếp từ vùng nguyên liệu đến thị trường quốc tế.

Tháng 10/2024, SBT thoái toàn bộ 69,23% tại GMC với nguyên nhân từ phía doanh nghiệp tái cấu trúc tập đoàn. Cụ thể, SBT đang chuyển đổi từ mô hình sản xuất đường truyền thống sang nền nông nghiệp tuần hoàn bền vững, bước đầu là việc thanh lý các khoản đầu tư không liên quan đến chuỗi giá trị và tái cấu trúc tập đoàn.

Tháng 11/2024, SBT mua lại 29,5% cổ phần của Global Mind Investment Management Pte. Ltd.(GMIM). Công ty hoạt động trong lĩnh vực thương mại và đầu tư, với trọng tâm vào lĩnh vực nông nghiệp và năng lượng tái tạo. GMIM là đơn vị sở hữu 13,22% vốn điều lệ của Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Bến Tre (Betrimex). Trong đó, tháng 10/2024 SBT mua lại 40% cổ phần của Betrimex (bà Đặng Huỳnh Ước My hiện là Chủ tịch Hội đồng Quản trị của cả SBT và Betrimex).

GMC và GMIM cùng thuộc hệ sinh thái Global Mind hoạt động trong lĩnh vực thương mại đầu tư nông nghiệp – thực phẩm. Dù chia sẻ thương hiệu và định hướng chiến lược, hai công ty này không có sở hữu chéo. Mối liên kết giữa họ mang tính phối hợp đầu tư – thương mại, thay vì quan hệ công ty mẹ – con.

5. Kế hoạch nâng mảng FBMC của SBT: Mục tiêu tham vọng với định hướng 60.000 tỷ doanh thu năm 2030. [\(quay lại\)](#)

Do hạn chế về mặt thông tin, cùng với việc chúng tôi chưa nhận được xác nhận chính thức về thời điểm triển khai dự án mở rộng nhà máy FBMC, nên chưa đưa nội dung này vào mô hình dự phóng tại thời điểm hiện tại. Chúng tôi sẽ tiến hành cập nhật trong các báo cáo định giá tiếp theo.

SBT đang chuyển đổi từ mô hình sản xuất đường truyền thống sang nền nông nghiệp tuần hoàn bền vững, tận dụng tối đa nguyên liệu và phụ phẩm để gia tăng giá trị, giảm lãng phí và nâng cao hiệu suất sản xuất. Thay vì chỉ tập trung vào sản xuất đường từ mía, công ty xây dựng chuỗi giá trị khép kín, trong đó bã mía được tận dụng sản xuất điện sinh khối, mật rỉ phục vụ ngành công nghiệp, bã bùn làm phân bón hữu cơ, giúp tối ưu chi phí và giảm tác động môi trường. Đồng thời, SBT ứng dụng công nghệ số hóa và tự động hóa để nâng cao năng suất vùng nguyên liệu, cải thiện chất lượng mía và tối ưu hóa sản xuất theo tiêu chuẩn quốc tế. Với chiến lược này, SBT không chỉ duy trì lợi thế cạnh tranh trong ngành đường mà còn hướng tới một hệ sinh thái sản xuất bền vững, đảm bảo tăng trưởng dài hạn.

Bên cạnh đó, SBT mở rộng danh mục sản phẩm theo mô hình FBMC, hướng tới các sản phẩm có biên lợi nhuận cao từ mía và nông sản khác. Công ty không chỉ tập trung vào đường tinh luyện mà còn phát triển đường hữu cơ, đường lỏng, thực phẩm từ mía, phục vụ thị trường tiêu dùng và ngành thực phẩm – đồ uống. Điều này giúp SBT giảm rủi ro từ biến động giá đường và khai thác cơ hội từ xu hướng tiêu dùng lành mạnh.

Với chiến lược này, SBT đặt mục tiêu doanh thu 60.000 tỷ đồng vào năm 2030, trong đó 1,7 triệu tấn đường đóng góp 60% và 40% từ sản phẩm FBMC. Để đạt được mục tiêu này, công ty tập trung mở rộng vùng nguyên liệu, đẩy mạnh xuất khẩu, tối ưu hóa sản xuất và phát triển sản phẩm giá trị gia tăng, củng cố vị thế dẫn đầu ngành đường và mở rộng sang các thị trường quốc tế.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu SBT, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu 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 <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888