

CẬP NHẬT NGÀNH ĐƯỜNG:

# Triển vọng “ngọt” cho ngành mía đường

## Tổng quan ngành

- Các công ty sản xuất đường công bố KQKD tích cực trong Q3/2021**, phần lớn do giá bán trong nước tăng (+13% QoQ). Giá đường được hỗ trợ bởi giá đường thế giới tăng (+49% YoY và +10% QoQ) và tác động từ thuế chống bán phá giá (AD) và thuế chống trợ cấp (AS). Tất cả các công ty đường trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đạt tăng trưởng mạnh trong Q3/2021.
- Nguồn cung đường giảm tại Brazil trong khi tăng tại Thái Lan.** Trong niên vụ 2021-2022, Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) ước tính sản lượng mía thu hoạch tại Brazil giảm -10% YoY, với sản lượng xuất khẩu giảm còn 26 triệu tấn (-19% YoY). Trong khi đó, tình trạng khô hạn nghiêm trọng đã cản trở hoạt động sản xuất mía trong niên vụ 2022-2023 với sản lượng mía đầu ra tại Brazil chỉ tăng 4% YoY. Ngược lại, tại Thái Lan, sản lượng mía đã vượt ước tính trước, đạt 90 triệu tấn (+36% YoY). Do đó, sản lượng sản xuất đường ước tính đạt 10 triệu tấn, theo Tập đoàn Mía đường Thái Lan (TSMC). Ấn Độ, quốc gia sản xuất đường lớn thứ hai và xuất khẩu đường lớn thứ ba thế giới, ước tính chuyển sản lượng tương đương 3,5 triệu tấn đường để sản xuất ethanol trong năm nay, trong khi có mùa vụ mía ổn định. Mặc dù chưa công bố dự báo nguồn cung thế giới trong niên vụ 2022-2023, tình trạng thiếu cung trong niên vụ 2021-2022 nằm trong khoảng 3-4 triệu tấn.
- Nguồn cung trong nước ước tính đạt 873 nghìn tấn (+27% YoY)**, nhờ tăng diện tích cây trồng (+17% YoY) và năng suất mía do thời tiết thuận lợi. Một số công ty đường (CTCP Đường Sóc Trăng, LSS, Casuco) đã tăng 10% giá thu mua mía cho niên vụ 2021-2022. Giá mua tại đầu vụ ép mía dao động từ 820.000 – 1.100.000 đồng/tấn (tại ruộng), sát với ước tính của chúng tôi.
- Quá trình điều tra lần tròn thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp** đang được tiến hành, các cơ quan chức năng sẽ thu thập bằng chứng từ bản câu hỏi điều tra dành cho các công ty sản xuất/ xuất khẩu nước ngoài đến hết ngày 1/12/2021. Chúng tôi ước tính kết quả sơ bộ sẽ công bố vào đầu năm 2022.
- Cổ phiếu khuyến nghị: QNS (Khả quan, 61.300 đồng/cp), SLS (MUA, 186.000 đồng/cp)**

## Công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa (SBT: HOSE): Lợi nhuận Q1/2022 năm tài chính mạnh mẽ nhờ giao dịch hợp đồng tương lai

SBT công bố doanh thu thuần và lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) là 4,3 nghìn tỷ đồng (+18% YoY) và 195 tỷ đồng (+98% YoY), hoàn thành 26% và 35% kế hoạch năm. Tăng trưởng doanh thu thuần là do giá bán trung bình tăng (+36% YoY), trong khi tăng trưởng NPATMI đến từ lãi giao dịch hợp đồng tương lai (241 tỷ đồng) trong Q1/2022 năm tài chính.

| (tỷ đồng)                                  | 1Q22  | 1Q21  | YoY   | 4Q21  | QoQ    | % hoàn thành KH năm | TSLN  |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|--------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
|  |       |       |       |       |        |                     | 1Q22  | 1Q21  | 4Q21  | 2021  |
| Doanh thu thuần                            | 4.312 | 3.656 | 17,9% | 4.176 | 3,3%   | 26%                 |       |       |       |       |
| Lợi nhuận gộp                              | 497   | 465   | 7,1%  | 713   | -30,2% |                     | 11,5% | 12,7% | 17,1% | 14,8% |
| Lợi nhuận hoạt động                        | 393   | 207   | 89,8% | 431   | -8,8%  |                     | 9,1%  | 5,7%  | 10,3% | 5,3%  |
| EBIT                                       | 455   | 268   | 69,7% | 457   | -0,5%  |                     | 10,6% | 7,3%  | 10,9% | 9,9%  |
| EBITDA                                     | 550   | 382   | 44,0% | 561   | -1,9%  |                     | 12,8% | 10,4% | 13,4% | 12,9% |
| Lợi nhuận trước thuế                       | 262   | 134   | 95,8% | 236   | 11,4%  | 35%                 | 6,1%  | 3,7%  | 5,6%  | 5,3%  |
| Lợi nhuận ròng                             | 195   | 104   | 87,6% | 171   | 13,9%  |                     | 4,5%  | 2,8%  | 4,1%  | 4,4%  |
| Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ | 195   | 99    | 97,8% | 173   | 12,8%  |                     | 4,5%  | 2,7%  | 4,1%  | 4,3%  |

Nguồn: SBT, SSI Research (Năm tài chính bắt đầu từ ngày 1/7)

- Sản lượng tiêu thụ đạt 265 nghìn tấn (-15% YoY) trong quý, trong khi giá bán tăng 36% so với cùng kỳ, giúp doanh thu thuần tăng 18% YoY. Mặc dù công ty không công bố chi tiết, sản lượng tiêu thụ giảm do đường nhập khẩu hạn chế. SBT ghi nhận sản lượng tiêu thụ cao trong giai đoạn Q4/2020-Q2/2021 năm tài chính, với sản lượng hàng quý vượt 300 nghìn tấn, do công ty được hưởng lợi từ đường nhập khẩu theo Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA).
- Biên lợi nhuận gộp giảm còn 11,7% (Q1/2021: 12,5%) do chi phí nguyên liệu tăng (giá đường nhập khẩu), mặc dù giá bán tăng (+36% YoY). Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện trong thời gian còn lại của năm tài chính 2022 do các nhà máy đường bắt đầu vào mùa vụ ép mía, có thể giúp SBT giảm phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu.
- Giao dịch hợp đồng tương lai tiếp tục sinh lãi 241 tỷ đồng trong Q1/2022 năm tài chính (FY Q4/2021: 183 tỷ đồng), trong khi Q1/2021 không có khoản lãi này. Global Mind Commodities (GMC), công ty con 100% vốn của SBT Singapore phụ trách hoạt động này. GMC phụ trách mua nguyên liệu ở nước ngoài (đường thô và đường tinh luyện) qua HĐTL trên nhiều sàn giao dịch hàng hóa. Hoạt động kinh doanh của GMC bắt đầu được hợp nhất từ Q2/2021 (năm tài chính), khi việc điều tra thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường Thái Lan được khởi xướng.
- Chi phí SG&A đã tăng +60% YoY, do chi phí nhân viên (+40% YoY), chi phí thuê ngoài (+53% YoY), và chi phí dự phòng (FY Q1/2022: 35 tỷ đồng so với FY Q1/2021: hoàn nhập 7 tỷ đồng) đều tăng.
- Khoản đầu tư vào GEG ở mức 714 tỷ đồng (45,2 triệu cổ phiếu) với giá mua trung bình là 15.788 đồng/cp. Giá cổ phiếu GEG hiện tại vào khoảng 20.000 đồng/cp.
- ĐHCĐ đã thông qua việc phát hành riêng lẻ tối đa 20% vốn chủ sở hữu trong vòng 6-9 tháng tới. Thông tin chi tiết chưa được tiết lộ.

### Ước tính 2021-2022

Chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính doanh thu thuần và NPATMI năm tài chính 2022 lên 20 nghìn tỷ đồng (+34% YoY) và 889 tỷ đồng (+38% YoY). Giả định như sau:

- Sản lượng tiêu thụ tăng +9% YoY lên 1,3 triệu tấn, do sản lượng sản xuất tăng +25% YoY lên 902 nghìn tấn trong khi sản lượng đường thương mại giảm -20% YoY đạt 362 nghìn tấn. Sản lượng đường từ mía tăng +41% YoY lên 333 nghìn tấn, và sản lượng đường từ đường thô nhập khẩu tăng +16% YoY lên 569 nghìn tấn.
- Giá bán đường trung bình tăng 24% lên 15,1 triệu đồng/tấn, và giá thu mua mía tăng 5% YoY. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp là 16,2% đối với đường tự sản xuất (tương tự ước tính 2021) và 10% đối với đường thương mại. Do đó, biên lợi nhuận gộp chung ước tính đạt 15,1%, tăng 24 bps.
- Chi phí tài chính đạt 366 tỷ đồng và chúng tôi ước tính SBT ghi nhận lãi 150 tỷ đồng từ giao dịch HĐTL cho phần còn lại của năm 2022.
- Chi phí SG&A tăng +37% YoY và tỷ lệ chi phí SG&A/ doanh thu đạt 7,5%.

| (tỷ đồng)            | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần      | 4.498  | 10.285 | 10.857 | 12.889 | 14.925 | 20.005 |
| EBITDA               | 766    | 2.025  | 1.619  | 1.663  | 1.930  | 2.351  |
| Lợi nhuận trước thuế | 310    | 682    | 422    | 512    | 784    | 1.077  |
| Lợi nhuận ròng       | 287    | 545    | 259    | 363    | 650    | 894    |
| EPS (VND)            | 394    | 791    | 253    | 545    | 989    | 1.350  |
| BVPS (VND)           | 12.251 | 10.852 | 9.834  | 12.748 | 13.259 | 14.033 |
| ROA                  | 3,9%   | 4,3%   | 1,5%   | 2,1%   | 3,4%   | 4,1%   |
| ROE                  | 9,9%   | 11,8%  | 4,4%   | 5,4%   | 8,2%   | 10,4%  |
| Tỷ suất cổ tức       | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 5,4%   | 2,4%   | 3,1%   |
| Ng/ Vốn CSH          | 1,40   | 1,69   | 1,57   | 1,07   | 1,14   | 1,15   |
| P/E                  | 65,79  | 15,36  | 64,37  | 23,72  | 21,24  | 19,26  |
| P/B                  | 6,10   | 1,38   | 1,74   | 1,07   | 1,58   | 1,82   |
| EV/EBITDA            | 30,11  | 9,05   | 11,62  | 9,52   | 10,97  | 10,81  |

Nguồn: SBT, SSI Research

### Định giá

SBT hiện đang giao dịch tại EV/EBITDA 2022 là 10,8x, nằm trong khoảng 9x-11,7x trong 4 năm qua và sát với mức đỉnh lịch sử. Điều này phản ánh tâm lý lạc quan cho đợt phát hành riêng lẻ sắp tới, vì điều này có thể giúp SBT bù đắp chi phí tài chính.

## Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM): KQKD tích cực từ mảng đường

### Một Q3 tốt nhất từ trước đến nay

QNS công bố doanh thu thuần và LNST đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (+15% YoY) và 348 tỷ đồng (+49% YoY), đây là Q3 có lợi nhuận tốt nhất từ trước đến nay. Lũy kế 9T2021, QNS hoàn thành 69% và 95% kế hoạch năm về doanh thu và LNST, ngoài ra, hoàn thành 76% và 67% ước tính của SSI. Tăng trưởng mạnh là nhờ mảng đường (LNTT đạt 230 tỷ đồng so với lỗ 67 tỷ đồng), trong khi mảng sữa đậu nành có dấu hiệu hồi phục.

| (tỷ đồng)                                  | 3Q21  | 3Q20  | YoY   | 2Q21  | QoQ   | % hoàn thành KH năm | TSLN  |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
|  |       |       |       |       |       |                     | 3Q21  | 3Q20  | 2Q21  | 2020  |
| Doanh thu thuần                            | 2.115 | 1.845 | 14,6% | 2.031 | 4,1%  | 68,9%               |       |       |       |       |
| Lợi nhuận gộp                              | 721   | 589   | 22,4% | 653   | 10,3% |                     | 34,1% | 31,9% | 32,2% | 31,6% |
| Lợi nhuận hoạt động                        | 381   | 265   | 43,9% | 408   | -6,8% |                     | 18,0% | 14,3% | 20,1% | 19,0% |
| EBIT                                       | 411   | 294   | 40,0% | 434   | -5,3% |                     | 19,5% | 15,9% | 21,4% | 20,6% |
| EBITDA                                     | 469   | 345   | 35,8% | 502   | -6,6% |                     | 22,2% | 18,7% | 24,7% | 27,9% |
| Lợi nhuận trước thuế                       | 397   | 281   | 41,2% | 417   | -4,8% |                     | 18,8% | 15,2% | 20,5% | 19,5% |
| Lợi nhuận ròng                             | 348   | 233   | 49,3% | 361   | -3,5% | 95,2%               | 16,5% | 12,6% | 17,8% | 16,2% |
| Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ | 348   | 233   | 49,3% | 361   | -3,5% |                     | 16,5% | 12,6% | 17,8% | 16,2% |

Nguồn: QNS, SSI Research

- **Mảng sữa đậu nành** đạt doanh thu thuần và LNTT là 3,2 tỷ đồng (+6% YoY) và 700 tỷ đồng (-7% YoY), phù hợp với các công ty cùng ngành (VNM: doanh thu thuần +4% YoY và LNTT -5% YoY, MCM: doanh thu thuần +3% YoY và LNTT -5% YoY). Sản lượng tiêu thụ đạt 210 triệu lít (+8% YoY), trong khi giá bán trung bình giảm -1,4% YoY. Biên lợi nhuận gộp giảm -337 bps còn 41,1%, do giá bán giảm và chi phí nguyên liệu tăng (đường và đậu nành).
- **Mảng đường** đạt doanh thu thuần và LNTT là 1,2 nghìn tỷ đồng (+52% YoY) và 230 tỷ đồng (9T2020: lỗ -67 tỷ đồng), do giá bán tăng (+30% YoY) và sản lượng tiêu thụ tăng (84 nghìn tấn so với 72 nghìn tấn trong 9T2020). Trong Q3, QNS đã phân phối 10 ngàn đường RE. Công ty cũng nhập khẩu thêm 20 nghìn tấn đường thô để sản xuất đường RE trong Q4. **Mảng điện sinh khối (biomass)** lỗ -25 tỷ đồng (9T2020: -38 tỷ đồng) và ước tính có lợi nhuận trong Q4/2021 khi vụ ép mía bắt đầu.
- **Các sản phẩm khác** (bánh kẹo, bia, nước khoáng) tiếp tục giảm sản lượng tiêu thụ 5%-10% YoY, trong khi giá bán không đổi.
- Chi phí SG&A tăng 5% mặc dù tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu là 14,3%, giảm 132 bps so với 9T2020. QNS đã giảm chi phí quảng cáo trong năm 2021, ngoài ra công ty cũng giảm giá bán để hỗ trợ khách hàng trong giai đoạn đại dịch.

### Ước tính 2021-2022

Sau Q3/2021, chúng tôi điều chỉnh ước tính LNST 2021 là 1,3 nghìn tỷ đồng (+23% YoY, -2% so với ước tính trước). Trong Q4, chúng tôi ước tính QNS giải phóng đường RS tồn kho trong niên vụ 2020-2021 (khoảng 25 nghìn tấn), và bán thêm 10 nghìn tấn đường RE. Chúng tôi ước tính mảng sữa đậu nành sẽ tiếp tục đà tăng và đạt tăng trưởng sản lượng 10% YoY trong Q4. Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 10,1 nghìn tỷ đồng (+32% YoY, -5% so với ước tính trước) và LNST đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (+28% YoY, không đổi). Giả định chi tiết như sau:

- Tăng trưởng sản lượng sữa đậu nành đạt 8% YoY, giá bán trung bình tăng 1% YoY. Biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành sẽ trở lại mức 43,3% từ mức 2021 là 40,5%, do chi phí nguyên liệu điều chỉnh lại từ mức cao năm 2021 (giá đậu nành). Đối với mảng sữa

đậu nành, chúng tôi ước tính QNS đạt LNTT 1,1 nghìn tỷ đồng (-6,5% YoY) trong 2021 và 1,3 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) trong 2022.

- Mảng đường: Sản lượng đường RS/RE sẽ đạt 158 nghìn và 63 nghìn tấn, (+50%/+216% YoY), do sản lượng mía tăng và nhà máy đường RE hoạt động cả năm. Chúng tôi giả định giá bán đường RS và RE sẽ đạt 16.500 đồng và 17.300 đồng/ tấn, dựa trên giá thu mua mía là 1,15 triệu đồng/tấn – giảm 2% so với ước tính trước. Đối với mảng đường và biomass, chúng tôi ước tính LNTT của QNS sẽ đạt 329 tỷ đồng (so với -40 tỷ đồng năm 2020) trong năm 2021 và 483 tỷ đồng (+47% YoY) trong 2022.

| (tỷ đồng)            | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần      | 7.633  | 8.031  | 7.681  | 6.490  | 7.751  | 10.110 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.138  | 1.405  | 1.543  | 1.266  | 1.527  | 1.955  |
| Lợi nhuận ròng       | 1.027  | 1.240  | 1.292  | 1.053  | 1.311  | 1.661  |
| EPS (VND)            | 3.360  | 4.047  | 4.204  | 3.451  | 4.316  | 5.340  |
| BVPS (VND)           | 21.836 | 21.733 | 21.465 | 21.915 | 23.731 | 25.312 |
| ROA                  | 15,6%  | 16,5%  | 15,2%  | 11,6%  | 14,0%  | 16,1%  |
| ROE                  | 24,5%  | 25,2%  | 21,9%  | 16,1%  | 19,1%  | 22,2%  |
| Tỷ suất cổ tức       | 5,3%   | 4,3%   | 11,1%  | 6,5%   | 5,8%   | 6,5%   |
| Nợ/ Vốn CSH          | 0,35   | 0,32   | 0,26   | 0,26   | 0,19   | 0,23   |
| P/E                  | 7,66   | 7,06   | 6,42   | 11,22  | 11,93  | 9,91   |
| P/B                  | 1,73   | 1,61   | 1,26   | 1,77   | 2,17   | 2,09   |
| EV/EBITDA            | 4,25   | 3,48   | 3,30   | 3,83   | 3,33   | 2,48   |

Nguồn: Báo cáo của công ty, SSI Research

### Định giá

QNS đang giao dịch tại PE 2021 và 2022 là 11,9x và 9,9x. Chúng tôi duy trì PE mục tiêu là 9x cho mảng đường & biomass và 12x cho các mảng khác. Giá mục tiêu mới là 61.300 đồng/cp (tiềm năng +13,1%, tổng mức sinh lời 17,7%), từ mức giá mục tiêu cũ là 60.800 đồng/cp, dựa trên triển vọng lạc quan hơn của mảng sữa đậu nành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với QNS.

## Công ty cổ phần Mía đường Sơn La (SLS: HNX): Phù hợp với ước tính

### KQKD Q3 sát với ước tính

SLS công bố doanh thu thuần và LNST là 146 tỷ đồng (+35% YoY) và 33 tỷ đồng (+129% YoY) trong Q1/2022 năm tài chính, hoàn thành 14% và 45% kế hoạch năm, ngoài ra, đạt 13,5% và 12% ước tính của SSI. Kết quả này sát với ước tính và tăng trưởng doanh thu thuần là nhờ giá bán trung bình tăng. Tăng trưởng LNST (+53% YoY) là nhờ biên lợi nhuận gộp tăng (+1,309 bps).

| (tỷ đồng)                                  | 1Q22 | 1Q21 | YoY    | 4Q21 | QoQ    | % hoàn thành KH năm | TSLN  |       |       |       |
|--|------|------|--------|------|--------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
|  |      |      |        |      |        |                     | 1Q22  | 1Q21  | 4Q21  | 2021  |
| Doanh thu thuần                            | 146  | 109  | 34,7%  | 233  | -37,1% | 14%                 |       |       |       |       |
| Lợi nhuận gộp                              | 49   | 22   | 120,5% | 81   | -38,9% |                     | 33,6% | 20,6% | 34,7% | 16,2% |
| Lợi nhuận hoạt động                        | 41   | 24   | 74,3%  | 81   | -49,2% |                     | 28,1% | 21,7% | 34,8% | 0,5%  |
| EBIT                                       | 41   | 24   | 74,9%  | 81   | -49,0% |                     | 28,2% | 21,7% | 34,8% | 0,0%  |
| EBITDA                                     | 55   | 37   | 47,7%  | 94   | -42,1% |                     | 37,3% | 34,0% | 40,5% | 0,0%  |
| Lợi nhuận trước thuế                       | 33   | 15   | 129,4% | 76   | -56,0% |                     | 22,8% | 13,4% | 32,7% | 11,4% |
| Lợi nhuận ròng                             | 33   | 15   | 129,4% | 76   | -56,0% | 45%                 | 22,8% | 13,4% | 32,7% | 11,4% |
| Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ | 33   | 15   | 129,4% | 76   | -56,0% |                     | 22,8% | 13,4% | 32,7% | 11,4% |

Nguồn: SLS, SSI Research (Năm tài chính bắt đầu từ ngày 1/7)

- Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), giá đường trong nước trung bình tăng +53% YoY, giúp SLS đạt tăng trưởng doanh thu thuần mạnh mẽ. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ giảm -14% YoY do nhu cầu yếu.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 1.309 bps so với cùng kỳ lên 33,6%, do giá bán trung bình tăng (+53% YoY). Tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu tăng lên 5,7% (Q1/2021: 2,8%), do chi phí quản lý tăng (+381% YoY), trong khi chi phí SG&A khác không đổi.

### Ước tính năm tài chính 2022

Chúng tôi ước tính SLS đạt doanh thu thuần và LNST là 1,1 nghìn tỷ đồng (+35% YoY, -9,8% so với ước tính trước) và 271 tỷ đồng (+65% YoY, không đổi) cho năm tài chính 2022. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá bán trung bình cho năm 2022, từ mức tăng 31% YoY xuống 16% YoY trước lo ngại về giá đường thế giới có thể sẽ không tăng mạnh như kì vọng trước đây. Ước tính LNST không đổi do chúng tôi cũng điều chỉnh giảm giá định giá thu mua mía. Giá định chi tiết như sau:

- Sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình tăng 14% và +16% YoY.
- Giá thu mua mía tăng +11% YoY, phù hợp với mức tăng giá thu mua của các công ty khác như LSS, Casuco và Đường Sóc Trăng.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 497 bps lên 30%, do giá bán và công suất tăng. Tỷ lệ chi phí SG&A giá định là 3%.

| (tỷ đồng)            | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022F  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần      | 537    | 601    | 878    | 1.048  | 801    | 1.084  |
| Lợi nhuận trước thuế | 164    | 116    | 63     | 119    | 164    | 271    |
| Lợi nhuận ròng       | 163    | 116    | 63     | 119    | 164    | 271    |
| EPS (VND)            | 16.143 | 10.921 | 5.641  | 11.858 | 15.585 | 26.659 |
| BVPS (VND)           | 51.520 | 48.835 | 51.476 | 58.335 | 67.074 | 85.732 |
| ROA                  | 24,7%  | 10,0%  | 4,7%   | 9,8%   | 14,1%  | 20,8%  |
| ROE                  | 47,3%  | 25,8%  | 12,9%  | 22,2%  | 26,7%  | 36,2%  |
| Tỷ suất cổ tức       | 2,1%   | 10,2%  | 8,0%   | 9,7%   | 5,4%   | 5,1%   |
| Ng/ Vốn CSH          | 1,00   | 1,31   | 1,08   | 0,78   | 0,65   | 0,52   |
| P/E                  | 9,03   | 7,20   | 6,65   | 4,33   | 8,25   | 5,86   |
| P/B                  | 2,83   | 1,61   | 0,73   | 0,88   | 1,92   | 1,82   |
| EV/EBITDA            | 9,92   | 10,62  | 12,68  | 8,99   | 7,69   | 5,20   |

Nguồn: Báo cáo của công ty, SSI Research

**Định giá**

SLS đang giao dịch tại PE 2020 là 5,9x, là tương đối hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi. Do thanh khoản thấp là rủi ro chính, chúng tôi giảm PE mục tiêu còn 8x (từ mức 9x trước đây), và giá mục tiêu 1 năm ở mức 186.000 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 20%). Do đó, chúng tôi nhắc lại khuyến nghị **MUA** cổ phiếu.

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Ngà

Chuyên viên phân tích cao cấp  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích  
tamntd@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyển

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư  
quyenlbn@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng  
kientt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhntk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tunntt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tranglh@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715