

Ngành Mía Đường

Báo cáo cập nhật Q1/2016

26 tháng 04, 2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **28.600**

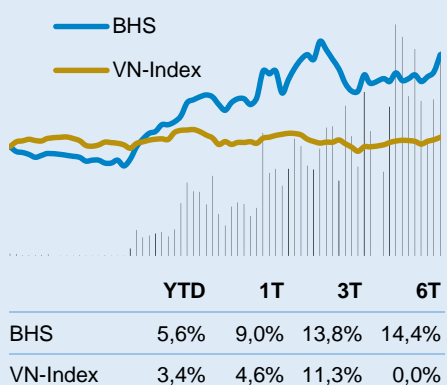
Giá thị trường (26/04/2015) 20.600

Lợi nhuận kỳ vọng 38,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	8.990-21.990
Vốn hóa	2.541 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	123.343.998 CP
KLGD bình quân 10 ngày	4.316.653 CP
% sở hữu nước ngoài	10,89%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,4%
Beta	0,64

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 621

phanthuytrang@baoviet.com.vn

CTCP Đường Biên Hòa

Mã giao dịch: BHS

Reuters: BHS.HM

Bloomberg: BHS VN

Sáp nhập giúp tăng cường cơ hội cho doanh nghiệp: tính minh bạch tăng & quản trị chi phí sẽ tốt lên

BHS là một trường hợp khá đặc thù trong ngành đường được hưởng lợi hơn các doanh nghiệp đường trong nước khác khi cam kết AEC đối với ngành đường có hiệu lực. Mức độ ảnh hưởng về giá bán là như nhau đối với tất cả các doanh nghiệp nhưng BHS được hưởng lợi nhiều hơn về giá đầu vào. Nguyên nhân là do mức thuế cho nhập khẩu đường thô hiện là 25% trong hạn ngạch và 80% ngoài hạn ngạch. Khi cam kết AEC đối với ngành đường có hiệu lực kể từ năm 2018, hạn ngạch đường sẽ được gỡ bỏ và BHS có thể nhập khẩu đường ngoài hạn ngạch với thuế suất 5% từ các nước trong cộng đồng AEC thay vì 80% như hiện nay.

Việc sáp nhập giữa BHS và NHS sẽ tăng tính minh bạch thông qua giảm tình trạng mua bán lòng vòng giữa các công ty thành viên, giúp quản trị chi phí tốt hơn và tăng năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp khi hội nhập.

Hiện tượng El Nino 2015/2016 giúp cho giá đường diễn biến tích cực. Tình trạng hạn hán mạnh nhất trong vòng hai thập kỷ đã ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng đường tại nhiều quốc gia. Tổ chức đường quốc tế (ISO) đã nâng mức dự báo thiếu hụt lên khoảng 5 triệu tấn đường trong niên vụ 2015/2016 thay vì 3,5 triệu tấn, qua đó sẽ tác động tích cực lên giá đường thế giới. Giá đường trong nước cũng được hưởng lợi do diễn biến cùng chiều với giá đường thế giới. Giá đường trung bình trong quý 3 niên độ 2015/2016 của BHS đã tăng khoảng 7% so với giá đường trung bình 2 quý đầu niên độ.

Giá thành đang trên đường cải thiện một cách tương đối nhờ đầu tư vùng nguyên liệu mía 1.200 ha tại Nông trường Biên Hòa Thành Long với chi phí nguyên liệu thấp hơn 45% so với chi phí thu mua từ các hộ nông dân. Năng suất thu hoạch có thể đạt tới 90 tấn/ha nhờ diện tích vùng nguyên liệu tập trung rộng lớn thay vì manh mún nhỏ lẻ như diện tích mía của các hộ nông dân, thuận tiện cho quá trình cơ giới hóa và áp dụng kỹ thuật canh tác.

Khuyến nghị đầu tư. Việc sáp nhập với NHS mang lại nhiều lợi thế cho BHS và cổ đông chính (TTC Group), trong đó cộng hưởng lớn nhất là chi phí sẽ được quản lý tốt hơn. Ngoài việc đầu tư thêm cho vùng nguyên liệu năng suất cao để hạ giá thành sản xuất, BHS trước đây đã từng có kế hoạch sáp nhập với SBT để tạo thành group có quy mô lớn nhất ngành đường. Vốn chủ sở hữu hiện tại của SBT sau khi sáp nhập với SEC khoảng 2.447 tỷ đồng, của BHS sau khi sáp nhập với NHS khoảng 1.967 tỷ đồng. Nếu việc sáp nhập giữa SBT và BHS thành công, quy mô vốn chủ sở hữu của group mới ít nhất khoảng 4.400 tỷ đồng. Việc sáp nhập theo đánh giá của chúng tôi sẽ mang lại nhiều lợi thế cho cả SBT và BHS trong việc chiếm lĩnh thị phần nhằm củng cố năng lực cạnh tranh khi hội nhập. Với nhiều nhân tố tích cực trong dài hạn, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BHS, mức giá mục tiêu của chúng tôi là **28.600 đồng/cổ phần**.

Báo cáo cập nhật Q1/2016
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0,00%
Sở hữu nước ngoài	10,6%
Sở hữu khác	89,4%

CỔ ĐÔNG LỚN

CTCP Đầu tư Thành Thành Công	23,59%
CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh	16,57%
Công ty TNHH Thương mại Thuận Thiên	6,96%
Tổng công ty mía đường II	6,35%
Đặng Huỳnh Ước My	4,86%
Khác	41,67%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016F
Doanh thu	3.044	2.928	2.975	4.157
Giá vốn	2.764	2.689	2.627	3.566
Lợi nhuận gộp	280	239	348	592
Doanh thu tài chính	56	54	48	118
Chi phí tài chính	50	111	75	119
Lợi nhuận sau thuế	119	37	99	250

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	99	238	39	290
Các khoản phải thu ngắn hạn	285	698	772	1.658
Hàng tồn kho	820	344	703	956
Tài sản cố định hữu hình	522	635	701	1.448
Đầu tư tài chính dài hạn	59	77	83	83
Tổng tài sản	2.108	2.194	2.430	4.619
Nợ ngắn hạn	995	943	1.111	1.811
Nợ dài hạn	107	95	67	216
Vốn chủ sở hữu	573	845	914	1.811
Tổng nguồn vốn	2.108	2.194	2.430	4.619

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)		-3,8%	1,6%	39,7%
Tăng trưởng LNST (%)		-68,7%	164,9%	152,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)		8%	12%	14%
Lợi nhuận thuần biên (%)		1%	3%	6%
ROA (%)		1,7%	4,1%	5,4%
ROE (%)		4,4%	10,8%	13,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)		61%	62%	61%
Tổng nợ/Tổng vốn CSH (%)		160%	166%	155%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)		593	1.571	1.925
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)		13.412	14.504	13.980

Góc nhìn lợi ích sáp nhập: tính minh bạch sẽ tăng lên, đồng thời quản trị chi phí sẽ tốt hơn

Việc sáp nhập giữa BHS và NHS chúng tôi chưa thấy tạo ra nhiều cộng hưởng về mặt quy mô sản xuất cũng như vùng nguyên liệu do cả BHS và NHS trước và sau sáp nhập đều thuộc về Thành Thành Công (TTC Group). Tuy nhiên, việc sáp nhập sẽ tăng tính minh bạch cho Group và góp phần làm giảm tình trạng mua bán lòng vòng giữa các công ty thành viên, giúp quản trị chi phí tốt hơn và tăng năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp khi hội nhập.

Cộng hưởng sau sáp nhập giữa BHS và NHS chủ yếu là tăng tính minh bạch và cắt giảm chi phí

Yếu tố	Cộng hưởng
Đồng nhất về thương hiệu	BHS là một thương hiệu lớn trên thị trường với dòng sản phẩm cao cấp có độ tinh khiết cao, trong khi đó NHS mới chỉ sản xuất được đường thô và đường trắng RS. Việc sáp nhập sẽ giúp NHS nâng cao công nghệ, phát triển các dòng sản phẩm chất lượng cao phù hợp với thị hiếu khách hàng cao cấp và có biên lợi nhuận cao hơn.
Tăng tính minh bạch	<p>Trước khi sáp nhập, BHS và NHS thường có các giao dịch thương mại mua/bán hàng hóa của nhau. Cụ thể như niên vụ 2014/2015, trên báo cáo tài chính của BHS ghi nhận khoảng 622 tỷ đồng giá trị giao dịch với NHS và trong tổng sản lượng đường tiêu thụ cả niên vụ của BHS 214.010 tấn đường có khoảng 36.051 tấn đường thành phẩm từ NHS. Việc hợp nhất sẽ làm giảm giao dịch nội bộ chéo nhau giữa các đơn vị thành viên.</p> <p>BHS mới thành lập công ty con là Công ty Thương mại Xuất Nhập khẩu Biên Hòa với vốn điều lệ 120 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng đây là một động thái nhằm minh bạch hóa hoạt động nhập khẩu đường thô của BHS cũng như chuẩn bị cho việc đẩy mạnh xuất khẩu tận dụng thị trường TPP.</p>
Tận dụng chéo hệ thống bán hàng	Thị trường và địa bàn hoạt động của NHS chủ yếu tại Nam Trung Bộ. BHS chủ yếu tập trung ở thị trường miền Nam với khoảng 20% khách hàng bán lẻ và 80% khách hàng doanh nghiệp. Việc sáp nhập sẽ giúp BHS & NHS xây dựng kênh phân phối trải rộng hơn đồng thời tận dụng nguồn lực sẵn có của nhau. Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu của BHS và NHS trong niên vụ 2014/2015 lần lượt ở mức 2,2% và 1,9%.
Vị trí địa lý khiến cho việc tận dụng vùng nguyên liệu mía chéo là khó khả thi	Năng suất thu hoạch và diện tích mía của Ninh Hòa mới chỉ đủ cung cấp nguyên liệu cho nhà máy đường hiện tại. Việc sáp nhập có thể giúp cải thiện kỹ thuật trồng mía và tăng năng suất cho vùng nguyên liệu của Ninh Hòa, tuy nhiên việc này không giúp được đường Biên Hòa tận dụng được phần nguyên liệu mía tăng thêm do khoảng cách giữa hai vùng nguyên liệu là khá xa. NHS nằm tại tỉnh Khánh Hòa trong khi BHS tại tỉnh Đồng Nai. 23.000 ha là con số diện tích

cộng gộp vùng nguyên liệu sau khi sáp nhập, trong đó vùng nguyên liệu của mía đường Biên Hòa khoảng 12.700 ha với năng suất giao động từ 60 - 70 tấn/ha qua các năm, chữ đường đạt khoảng 9,1% còn vùng nguyên liệu của NHS 10.300 ha với năng suất bình quân 65 tấn/ha, chữ đường khoảng 9%.

BHS có thể tận dụng đường thô do NHS sản xuất

Vùng nguyên liệu mía của BHS từ nhiều năm nay mới chỉ đáp ứng khoảng 37% công suất nhà máy, 63% phần còn lại BHS phải nhập đường thô về tinh luyện để bù đắp sự thiếu hụt mía nguyên liệu. Biên lợi nhuận gộp sản xuất đường từ mía chúng tôi ước tính vào khoảng 16% trong khi biên lợi nhuận gộp sản xuất từ đường thô chỉ khoảng 3%. Sở dĩ biên lợi nhuận sản xuất đường từ đường thô thấp là bởi mức thuế suất nhập đường thô vào Việt Nam tương đối cao, cụ thể mức thuế trong hạn ngạch là 25% và ngoài hạn ngạch là 80% đồng thời chi phí đường thô nguyên liệu trong nước cũng khá cao. Một khi vùng nguyên liệu của NHS được cải thiện về năng suất và chất lượng, sản lượng đường thô nguyên liệu cung cấp cho BHS sẽ được gia tăng. Khi đó, doanh thu nội bộ sẽ bị loại trừ, nhưng hiệu quả lợi nhuận sẽ cao hơn do giá trị sản phẩm cuối cùng là đường tinh luyện cao hơn so với việc thuần sản xuất đường thô. NHS càng cải thiện về năng suất và chất lượng vùng nguyên liệu mía thì sẽ càng làm giảm chi phí nguyên liệu đường thô, qua đó gia tăng lợi nhuận cho BHS. Cụ thể, giả sử năng suất thu hoạch mía của NHS tăng lên 70 tấn/ha thì sản lượng mía gia tăng thêm khoảng 154.500 tấn. Phần nguyên liệu tăng thêm này sẽ giúp cung cấp thêm nguyên liệu đường thô cho BHS và giá thành trên 1 đơn vị sản phẩm của NHS có thể giảm khoảng 5% so với quá khứ, qua đó giúp tăng biên lợi nhuận cho BHS.

Rào cản hạn ngạch nhập khẩu bị gỡ bỏ từ năm 2018 sẽ có lợi cho phần nhập đường thô của BHS

Bên cạnh việc nhập đường thô của NHS để tinh luyện, BHS hàng năm vẫn cần nhập thêm từ bên ngoài khoảng 130.000 tấn đường thô (chiếm tỷ trọng khoảng 60%). Mức thuế cho nhập khẩu đường thô hiện là 25% trong hạn ngạch và 80% ngoài hạn ngạch. Khi cam kết AEC đối với ngành đường có hiệu lực kể từ năm 2018, hạn ngạch đường sẽ được gỡ bỏ và BHS có thể nhập khẩu đường ngoài hạn ngạch với thuế suất 5% từ các nước trong cộng đồng AEC thay vì 80% như hiện nay. BHS là một trường hợp khá đặc thù trong ngành đường được hưởng lợi hơn các doanh nghiệp đường trong nước khác khi cam kết AEC đối với ngành đường có hiệu lực. Mức độ ảnh hưởng về giá bán là như nhau đối với tất cả các doanh nghiệp nhưng BHS được hưởng lợi nhiều hơn về giá đầu vào.

Trong năm 2016, cơ chế mới bắt buộc các doanh nghiệp phải đấu giá đường trong hạn ngạch chứ không thực hiện phân giao như những năm trước. Do vậy, sẽ có tác động ngay đối với phần đường thô nhập khẩu của BHS nhưng mới chỉ đối với phần trong hạn ngạch.

Giá thành về dài hạn sẽ giảm do BHS đang đầu tư cho vùng nguyên liệu 1.200 ha với chi phí thấp hơn khoảng 45% so với thu mua từ người nông dân

BHS đang đầu tư cho vùng nguyên liệu tại Nông trường Biên Hòa Thành Long với diện tích 1.200 ha, năng suất dự kiến khoảng 90 tấn/ha. Đây là một bước đi đầu tư vùng nguyên liệu chiến lược của BHS bởi từ xưa mía nguyên liệu tại Việt Nam vẫn chỉ được phát triển tự phát từ các hộ nông dân nhỏ lẻ với khoảng 5 -10 ha/hộ, thậm chí có hộ chỉ có vài sào đất trồng mía. Mức độ tập trung diện tích mía nguyên liệu sẽ giúp BHS áp dụng cơ giới hóa và kỹ thuật canh tác tốt hơn, qua đó cải thiện được năng suất cũng như chi phí nguyên vật liệu/đơn vị sản phẩm. Hiện nay, mặc dù năng suất hiện tại chưa cao, chỉ đem lại khoảng 70.000 tấn mía nguyên liệu cho Biên Hòa, tuy nhiên với chi phí thấp hơn tới 45% và kỳ vọng nâng cao năng suất lên 90 tấn/ha trong tương lai, chi phí nguyên liệu mía trên 1 đơn vị của BHS được kỳ vọng sẽ giảm mạnh trong vòng 3-5 năm tới. Cụ thể, nếu năng suất mía của nông trường Biên Hòa Thành Long tăng lên mức 90 tấn/ha (dự kiến vào năm 2019), chúng tôi ước tính chi phí nguyên liệu mía có thể giảm khoảng 10% so với hiện tại về mức 10.482 đồng/kg. Đồng thời với đó, nếu NHS tăng cao năng suất và chất lượng mía, sẽ càng gia tăng một phần nguyên liệu để sản xuất đường thô cho BHS, giúp tiết giảm chi phí sản xuất đường thô và nâng cao biên lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Dù chưa có lợi thế về giá thành nhưng BHS lại có biên lợi nhuận sản xuất kinh doanh cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành

Cơ cấu giá thành trên mỗi tấn đường tính riêng mía đường BHS (chưa tính sáp nhập NHS) bao gồm chi phí nguyên vật liệu chiếm 87%, chi phí nhân công chiếm 5% và chi phí khấu hao chiếm khoảng 2%. Chúng tôi ước tính giá thành của riêng BHS hiện vào khoảng 13.595 đồng/kg. Đối với NHS, giá thành sản xuất đường vào khoảng 14.623 đồng/kg. Sau khi sáp nhập, giá thành bình quân đường ước tính vào khoảng 13.889 đồng/kg.

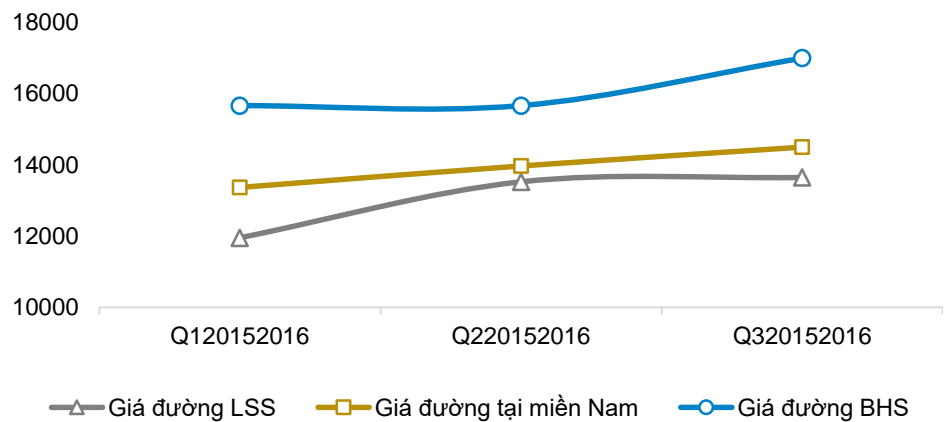
Ước tính giá thành sản xuất của BHS niên vụ 2015-2016

Loại chi phí	Đơn giá (VND/kg)	Diễn giải
Chi phí nguyên vật liệu	11.941	<p>Chi phí thu mua mía từ người nông dân. BHS đang thực hiện thu mua mía từ người nông dân với mức giá khoảng 1.100.000 đồng/tấn.</p> <p>Chi phí mía nguyên liệu tại nông trường Biên Hòa - Thành Long. Chi phí nguyên liệu của Nông trường Biên Hòa - Thành Long hiện vào khoảng 600.000</p>

	<p>đồng/tấn, thấp hơn 45% so với chi phí thu mua trung bình 1.100.000 đồng/tấn từ các hộ nông dân.</p> <p>Giá thành đường thô nhập khẩu trong hạn ngạch. Niên vụ 2014/2015 BHS nhập khoảng 15.000 tấn đường thô trong hạn ngạch về tỉnh luyện, chúng tôi giả định trong niên vụ này sản lượng đường thô nhập khẩu được phân giao của BHS vào khoảng 15.750 tấn. Giả sử BHS ký hợp đồng thu mua đường thô từ các nước không thuộc khối ASEAN thì sản lượng đường thô này sẽ chịu mức thuế nhập khẩu đối với phần trong hạn ngạch là 25%. Mức thuế nhập khẩu đối với đường thô ngoài hạn ngạch áp dụng là 80%. Tổng chi phí nguyên vật liệu từ đường thô trên 1 đơn vị sản phẩm chúng tôi ước tính vào khoảng 12.151 đồng/kg.</p> <p>Giá thành nguyên vật liệu của NHS. Trong niên độ 2015/2016, El Niño & nắng nóng đã ảnh hưởng mạnh tới sản lượng thu hoạch mía tại tỉnh Khánh Hòa, khiến cho năng suất giảm từ 10%-15%. Năng suất của NHS do vậy chúng tôi ước tính giảm xuống 55 tấn/ha so với mức 65 tấn/ha trung bình hàng năm. Giá thành sản xuất của NHS được chúng tôi ước tính vào khoảng 14.623 đồng/kg.</p>
Chi phí nhân công	808 Tỷ trọng chi phí nhân công của BHS trong các năm quá khứ khoảng 5% giá thành sản xuất. Dựa trên định mức nhân công của BHS, chúng tôi ước tính chi phí nhân công phân bổ vào giá thành mỗi tấn đường khoảng 808.214 VND/tấn.
Chi phí khấu hao	292 Chi phí khấu hao trên 1 đơn vị sản phẩm của BHS thấp hơn so với các công ty mía đường khác trong ngành. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao của BHS niên vụ 2015/2016 vào khoảng 71 tỷ đồng, tương đương với khoảng 292.569 đồng/tấn phân bổ vào giá thành.
Chi phí khác	846
Tổng cộng	13.889

Giá bán của BHS luôn cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành, dẫn tới biên lợi nhuận cao hơn. Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp đường miền Nam thường cao hơn so với các doanh nghiệp miền Bắc do giá đường tại thị trường miền Nam luôn cao hơn 10% - 15% so với giá đường tại thị trường miền Bắc. Đường của BHS thuộc dòng cao cấp có độ tinh khiết cao nên giá bán thường cao hơn giá đường thị trường từ 10% - 15%. Nếu so với một doanh nghiệp đường khá tiêu biểu của khu vực phía Bắc như LSS thì mặc dù giá thành sản xuất của BHS cao hơn, đặc biệt là chi phí nguyên liệu phân bổ trên mỗi đơn vị sản phẩm, nhưng biên lợi nhuận đường của BHS có thể đạt từ 12% - 17% trong khi biên lợi nhuận của mía đường Lam Sơn có tính cộng hưởng từ các hoạt động kinh doanh phụ phẩm sau đường chỉ đạt khoảng 11%.

So sánh giá đường giữa các khu vực 3 quý đầu niên vụ 2015/2016 (VND/kg)



Dự báo KQKD niên vụ 2015/2016

KQKD Q1/2016 (Q3 niên vụ 2015/2016). Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận Q3 niên vụ 2015/2016 của BHS sẽ tăng lên khoảng 17% so với mức 12% đầu niên vụ cao hơn so với 2 quý đầu niên vụ nhờ giá đường tăng khoảng 10%. Về sản lượng, chúng tôi ước tính sản lượng trong quý này đạt khoảng 53.500 tấn, thấp hơn so với trung bình 2 quý trước đó. Tuy nhiên, con số sản lượng này vẫn thể hiện rõ tình hình tiêu thụ tốt của doanh nghiệp bởi đây là quý tiêu thụ thấp điểm của doanh nghiệp khi hơn 80% cơ cấu khách hàng công nghiệp đều đã ký hợp đồng và bàn giao sản phẩm trước tháng 12/2015 để chuẩn bị sản xuất các sản phẩm phục vụ tết nguyên đán cũng như trước thời điểm mùa trung thu năm ngoài.

Q3 niên vụ 2015/2016 cũng là quý là KQKD có tính đến sự đóng góp của mía đường Ninh Hòa sau khi tiến hành sáp nhập vào cuối tháng 10 năm ngoài. Do đó, ngoài sự tăng trưởng về giá và sản lượng so với cùng kỳ năm trước, KQKD Q3 niên vụ 2015/2016 còn có sự tăng trưởng do đóng góp từ hợp nhất với NHS. Doanh thu và LNST Q3 niên vụ 2015/2016 chúng tôi ước đạt lần lượt 1.126 tỷ đồng và 90 tỷ đồng.

Lũy kế cả niên vụ 2015/2016, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ dự báo đạt khoảng 244.834 tấn, trong đó có khoảng 54.000 tấn từ đường NHS. Doanh thu và LNST được dự báo đạt lần lượt 4.157 tỷ đồng và 250 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 39,7% về doanh thu và 152,4% về lợi nhuận.

Chỉ tiêu	2015/2016F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu bán đường	3.918	32%
<p>Sản lượng. Chúng tôi giả định NHS sẽ bắt đầu được hợp nhất từ Q3 niên vụ 2015/2016, đồng thời sản lượng đường RS mà NHS bán cho BHS để sản xuất đường tinh luyện vào khoảng 10% tổng sản lượng. Tổng sản lượng đường sản xuất của BHS ước đạt 243.334 tấn, trong đó có khoảng 26.834 tấn do đóng góp từ NHS. Tổng sản lượng tiêu thụ dự báo khoảng 244.834 tấn.</p> <p>Giá bán. Chúng tôi giả định giá đường Q4 niên vụ 2015/2016 sẽ thấp hơn khoảng 3% so với Q3 và giả định sau khi hợp nhất, đường Ninh Hòa với nhãn mác đường</p>		

		Biên Hòa Ninh Hòa, có thể tận dụng và xâm nhập vào các kênh phân phối có sẵn của BHS, giá bán theo đó cũng tương đương. Mức giá bán trung bình được dự báo đạt khoảng 16.184 đồng/kg.
Doanh thu từ Mật rỉ	30	<p>Sản lượng. Với sản lượng mía thu hoạch đạt khoảng 566.500 tấn từ NHS, chúng tôi ước tính sản lượng mật rỉ được hạch toán hợp nhất từ Q3 niên vụ 2015/2016 khoảng 28.325 tấn.</p> <p>Giá bán. Giá bán mật rỉ của BHS & NHS được chúng tôi dự báo khoảng 2.143 đồng/kg cho niên vụ 2015/2016.</p>
Doanh thu bán điện	20	<p>Sản lượng. Tổng sản lượng tiêu thụ điện của BHS ước đạt khoảng 28 triệu kWh.</p> <p>Giá bán. Giá bán điện của BHS vẫn ở mức giá cũ so với mức giá tăng 45% mà chính phủ quy định từ đầu năm 2014 dành cho các dự án hỗ trợ phát triển điện sinh khối, tương đương ở mức 1.399 đồng/kWh.</p>
Doanh thu bùn tro bã	5,5	<p>Sản lượng. Tổng sản lượng bùn tro bã được chúng tôi ước tính vào khoảng 170.000 tấn. Chúng tôi cũng ước tính sản lượng 2 quý cuối niên vụ bằng một nửa so với sản lượng cả năm, theo đó sản lượng hạch toán vào doanh nghiệp sau sáp nhập ước đạt khoảng 85.000 tấn bùn tro bã.</p> <p>Giá bán. Giá bán bùn tro bã của Ninh Hòa Biên Hòa vào khoảng 65 đồng/kg.</p>
Doanh thu phân bón	47	Doanh thu phân bón được chúng tôi giả định bằng mức trung bình 3 năm trở lại của đường Ninh Hòa và tăng trưởng chủ yếu theo lạm phát 3% từ năm 2017.
Doanh thu hợp nhất từ mía đường Phan Rang	136	Doanh thu từ mía đường Phan Rang chúng tôi giả định sẽ được hợp nhất vào kết quả kinh doanh của BHS trong quý 3 và 4 niên vụ 2015/2016 do BHS mới thực hiện nâng tỷ lệ sở hữu tại Mía đường Phan Rang lên 94,51% từ cuối tháng 10/2015. Với công suất ép mía khoảng 1.400 TMN, chúng tôi giả định sản lượng bình quân đường của mía đường Phan Rang vào khoảng 16.800 tấn. Doanh thu hợp nhất ước tính vào khoảng 136 tỷ đồng
Tổng doanh thu	4.157	39,7%
Giá vốn	3.566	36%
Doanh thu tài chính	118	146% Sau khi sáp nhập với mía đường Ninh Hòa, ngoài các khoản mục đem lại thu nhập tài chính như những năm trước, Biên Hòa còn có khoản cho vay giá trị khoảng 497 tỷ đồng với lợi suất ít nhất khoảng 8,5%/năm. Do vậy ngoài nguyên nhân hợp nhất với đường Ninh Hòa, lý do trên cũng là một trong những nhân tố đóng góp cho tăng trưởng doanh thu tài chính trong năm nay so với năm ngoái.
Chi phí lãi vay	107	60% Tham chiếu số dư nợ vay cuối Q2 niên vụ 2015/2016, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay của doanh nghiệp vào khoảng 107 tỷ đồng.
Chi phí bán hàng	105	29% Trong đó chi phí bán hàng hợp nhất từ mía đường Ninh Hòa là 8 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu của công ty sáp nhập sẽ thấp hơn so với việc cộng gộp phần chi phí bán hàng/doanh thu của 2 doanh nghiệp

BHS và NHS như trước đây. Sở dĩ như vậy là NHS hoàn toàn có thể tận dụng được kênh phân phối bán hàng của BHS, qua đó tiết giảm chi phí bán hàng/một đơn vị sản phẩm. Tuy nhiên chúng tôi chỉ xét thay đổi tích cực này từ niên vụ 2016/2017 do hai doanh nghiệp trong niên độ này mới sáp nhập, vẫn cần thời gian để hiệu quả về mặt chi phí được thẩm thấu.

Chi phí QLDN	173	49%	Trong đó chi phí QLDN từ mía đường Phan Rang là 12 tỷ đồng và chi phí QLDN từ mía đường Ninh Hòa là 24 tỷ đồng.
LN sau thuế	250	152%	
EPS	1.925	23%	

Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy KQKD niên vụ 2015/2016 của BHS với giá bán đường trong quý 4 niên vụ 2015/2016. BHS là doanh nghiệp có sản lượng đường tương đối cao, do đó với mỗi % thay đổi giá đường sẽ tác động khá nhiều đến KQKD của doanh nghiệp. Bảng dưới đây mô tả độ nhạy KQKD niên vụ 2015/2016 của BHS thay đổi theo từng trường hợp kịch bản giá đường:

Độ nhạy giá đường với lợi nhuận dự báo của BHS niên vụ 2015/2016					
Tăng/Giảm	Giá đường Q4 vs Q3 niên độ 2015/2016	Giá đường	DT (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	EPS (đồng/cp)
+10%		16.913	4.340	381	2.939
+5%		16.634	4.270	331	2.551
Kịch bản cơ sở		16.184	4.157	250	1.925
-5%		16.078	4.131	231	1.777
-10%		15.799	4.061	180	1.389

Khuyến nghị Đầu tư

Việc sáp nhập với NHS mang lại nhiều lợi thế cho BHS và cổ đông chính (TTC Group), trong đó cộng hưởng lớn nhất là chi phí sẽ được quản lý tốt hơn. Ngoài việc đầu tư thêm cho vùng nguyên liệu năng suất cao để hạ giá thành sản xuất, BHS trước đây đã từng có kế hoạch sáp nhập với SBT để tạo thành group có quy mô lớn nhất ngành đường. Vốn chủ sở hữu hiện tại của SBT sau khi sáp nhập với SEC khoảng 2.447 tỷ đồng, của BHS sau khi sáp nhập với NHS khoảng 1.967 tỷ đồng. Nếu việc sáp nhập giữa SBT và BHS thành công, quy mô vốn chủ sở hữu của group mới ít nhất khoảng 4.400 tỷ đồng. Việc sáp nhập theo đánh giá của chúng tôi sẽ mang lại nhiều lợi thế cho cả SBT và BHS trong việc chiếm lĩnh thị phần nhằm củng cố năng lực cạnh tranh khi hội nhập. Với nhiều nhân tố tích cực trong dài hạn, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BHS, mức giá mục tiêu của chúng tôi là **28.600 đồng/cổ phần**.

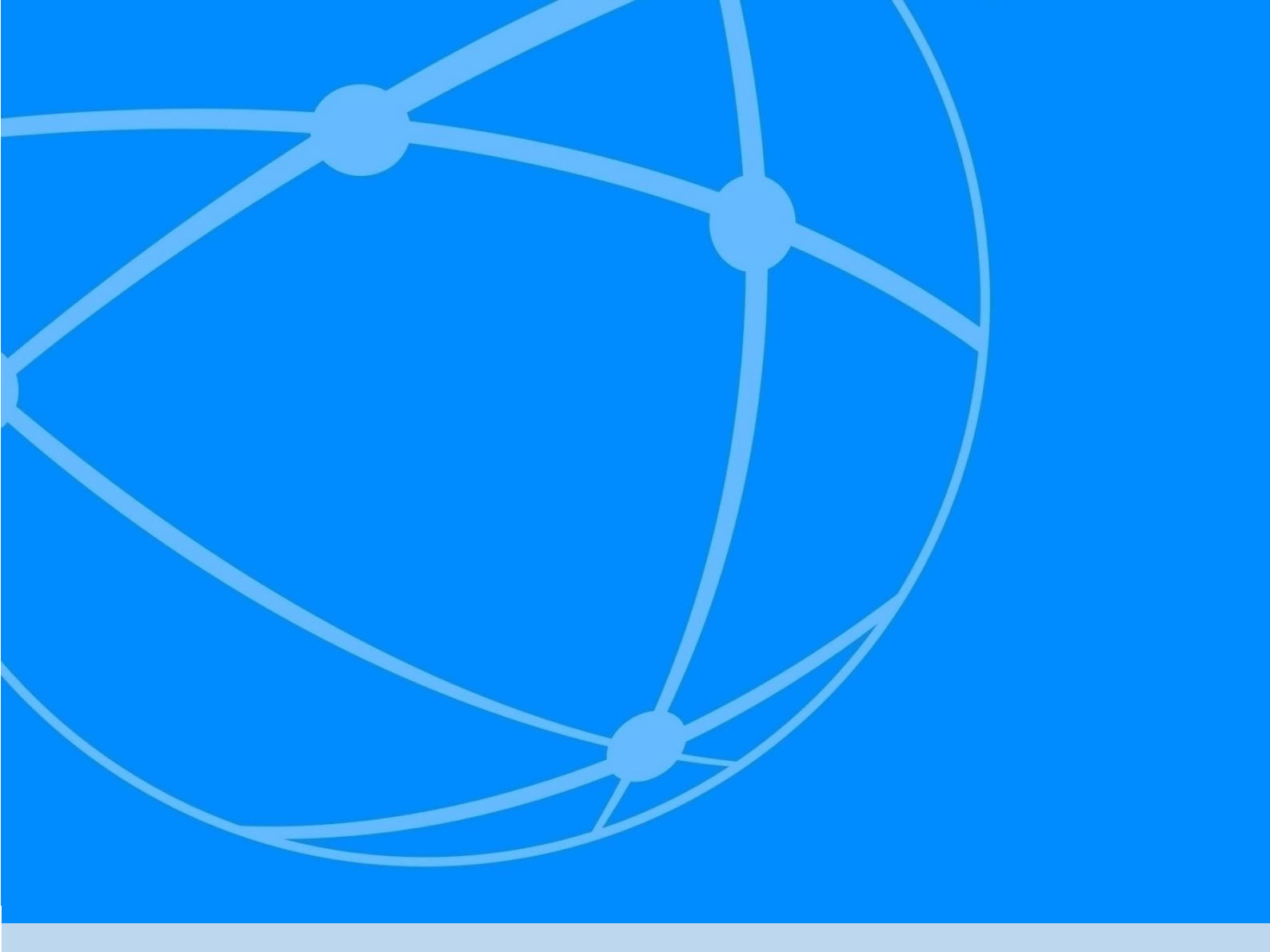
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999