

## CÔNG TY CỔ PHẦN BOURBON TÂY NINH (MCK: SBT)

Nhóm ngành: Thực phẩm

### THÔNG TIN CƠ BẢN

Trụ sở chính: Công ty cổ phần mía đường Bourbon Tây Ninh

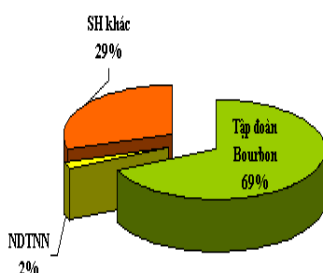
- Điện thoại: (066) 753 250
- Fax: (066) 839 834
- Website: [www.bourbontn.com.vn](http://www.bourbontn.com.vn)
- Email: [sbtttninh@hcm.vnn.vn](mailto:sbtttninh@hcm.vnn.vn)

### CÁC MỐC PHÁT TRIỂN CHÍNH

- Công ty cổ phần Bourbon Tây Ninh tiền thân là Công ty TNHH Mía đường Bourbon Tây Ninh được thành lập 1995 do Tập đoàn Pháp sở hữu 100%.
- Nhằm khai thác tiềm năng hiện có công ty chuyển sang hình thức cổ phần vào ngày 23/3/2007.

### Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Bourbon: 68.4%  
NDTNN: 2.12%  
Sở hữu khác: 29.48%



### Cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số CP sở hữu (CP)	Tỉ lệ sở hữu (%)
Tập đoàn Bourbon	97.081.628	68.4
Công ty cổ phần Sữa Việt Nam	7.096.290	5
Công ty TNHH Kinh Đô	7.046.290	4.97

### HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

#### Ngành nghề kinh doanh:

- Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm có sử dụng đường hoặc sử dụng phụ phẩm, phế phẩm từ sản xuất đường.
- Sản xuất điện thương phẩm và điện để tự sử dụng từ nguyên liệu chính là bã mía hoặc than đá.
- Trồng mía và đầu tư trợ giúp nông dân phát triển việc trồng mía.
- Xây dựng và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp, các công trình dân dụng.

**Sản phẩm chính:** Đường tinh luyện (R.E) thương hiệu Mimosa, mật rỉ và điện sản xuất. Đường tinh luyện mang lại doanh thu và lợi nhuận nhiều nhất cho công ty.

### Kết quả kinh doanh

DVT: triệu đồng

Báo cáo lãi lỗ (Triệu VND)	2006	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	679,860	674,272	562,805	770,617
Lợi nhuận gộp	196,802	179,025	115,255	202,871
Lợi nhuận trước thuế	192,525	119,321	84,351	225,900
Lợi nhuận sau thuế	192,525	191,321	81,524	214,605
Cân đối kế toán (Triệu VND)				
Tài sản ngắn hạn	566,729	758,882	658,962	614,555
Tài sản dài hạn	952,396	956,767	1,107,121	1,231,458
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,519,125</b>	<b>1,715,649</b>	<b>1,766,083</b>	<b>1,846,013</b>
Nợ ngắn hạn	65,540	72,092	288,819	163,471
Nợ dài hạn	34,326	32,978	31,609	28,519
Vốn chủ sở hữu	1,419,259	1,610,579	1,445,655	1,654,023
Số cổ phiếu (triệu CP)	152,404	141,925	141,925	141,252
Các chỉ số tài chính				
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	8.0%	-0.8%	-16.5%	36.9%
Lợi nhuận gộp	39.5%	-9.0%	-35.6%	76.0%
LN trước thuế	59.2%	-38.0%	-29.3%	167.8%
Lợi nhuận ròng biên	59.2%	-0.6%	-57.4%	163.2%
ROA	12.7%	11.2%	4.6%	11.6%
ROE	13.6%	11.9%	5.6%	13.0%
EPS	1,263	1,348	574	1,519
Tổng nợ /Vốn chủ sở hữu	7.04%	6.52%	22.16%	11.61%

### Nhận xét:

➤ Lợi thế của SBT so với các doanh nghiệp cùng ngành là hệ thống máy móc hiện đại với công suất đạt tối đa 2.4 triệu tấn mía/ năm, sản phẩm đường tinh luyện chiếm 18% thị phần cả nước với khách hàng chủ yếu là các công ty thực phẩm bánh kẹo, nguồn nguyên liệu ổn định. Bên cạnh đó, công ty còn được vay dài hạn ưu đãi với lãi suất 4.62%/ năm của AFD.

➤ Năm 2009, công ty đạt kết quả kinh doanh khá khả quan. Trong quý 4/2009, doanh thu SBT đạt 222 tỷ đồng do giá đường tăng hơn 128% so với giá cuối năm 2008, chiếm 29% doanh thu cả năm. Doanh thu cả năm 2009 đạt 770 tỷ đồng, tăng 37% so với năm 2008. Thêm vào đó, công ty hoàn nhập dự phòng hơn 38 tỷ từ khoản đầu tư HAG và Sabeco. Lợi nhuận sau thuế đạt 214 tỷ đồng tăng gấp 2 lần so với năm 2008, tương đương EPS là 1.515 đồng/CP.

➤ Dự kiến trong năm 2010 doanh thu bán đường của SBT đạt khoảng 761 tỷ đồng do giá đường dự báo tăng 10%, công suất khai thác đạt mức tối đa 100-120 nghìn tấn/năm. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 201 tỷ đồng tương đương EPS 1.422 đồng/CP.

**TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN CỦA NGÀNH**

Trong năm 2010, dự báo tình hình thời tiết tại các quốc gia hàng đầu về sản xuất đường như Braxin, Ấn Độ bị ảnh hưởng bởi mưa nhiều làm sản lượng khai thác sụt giảm. Nguồn cung đường toàn cầu trong mùa vụ 2009-2010 sẽ thiếu hụt 7.2 triệu tấn. Dự báo trong năm 2010, giá đường có thể tăng 10% lên mức 30 USD/pound.

Theo dự báo của Business Monitor International, từ nay tới 2013, nhu cầu sử dụng đường trong ngành bánh kẹo sẽ tăng khoảng 28%, thực phẩm đóng hộp tăng trưởng khoảng 37%, ngành đồ uống cũng được dự báo có mức tăng trưởng rất cao trong cùng giai đoạn, do đó tiềm năng phát triển ngành đường là khá lớn.

Năm 2010, nhu cầu tiêu thụ đường trong nước khoảng 1,51 triệu tấn, trong khi đó lượng cung tồn kho chỉ 100 nghìn tấn, thiếu hụt hơn 410 nghìn tấn. Do sự thiếu hụt này nên giá đường có thể đạt mức trên 15.000 đồng/kg giao tại nhà máy trong năm 2010.

**VỊ TRÍ CỦA CÔNG TY TRONG NGÀNH**

Công ty mía đường Bourbon Tây Ninh là một trong những Công ty hàng đầu trong ngành đường Việt Nam về sản lượng và chất lượng sản phẩm. Tuy sản phẩm của Công ty chỉ có mặt gần 8 năm trên thị trường trong nước nhưng công ty vẫn giữ được vị thế ổn định. Sản phẩm của công ty được đa số các nhà sản xuất bánh kẹo và nước giải khát tiêu dùng. Hiện tại thị phần đường tinh luyện của công ty chiếm khoảng 18% cả nước và sản lượng đường chiếm khoảng 6.4% tổng sản lượng cả nước.

**THỊ TRƯỜNG TIÊU THỤ**

Địa bàn hoạt động SBT chủ yếu tập trung ở khu vực phía Nam và Nam Trung Bộ. SBT chủ yếu bán sỉ và bán cho khách hàng công nghiệp. SBT đã bỏ ngỏ thị trường bán lẻ. Nếu mở rộng thêm thị trường bán lẻ doanh thu và lợi nhuận của công ty có thể gia tăng thêm.

Sản phẩm đường tinh luyện là sản phẩm được ưa chuộng bởi các nhà sản xuất trong ngành chế biến thực phẩm, bánh kẹo và nước giải khát chất lượng cao như Công ty nước giải khát Pepsi, Công ty TNHH Red Bull, Nhà máy sản xuất bánh kẹo Perfectly, Công ty cổ phần sữa Việt Nam (Vinamilk), Công ty TNHH Acecook Việt Nam...

Khách hàng chính của sản phẩm mật ri là các đại lý và các nhà máy bán buôn ở Tp HCM như Công ty Thành Thành Công, Công ty Kim Hà, Công ty cổ phần Đường Biên Hòa, Doanh nghiệp tư nhân Phát Thành Đạt...

Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) là khách hàng duy nhất của sản phẩm điện.

**HỆ THỐNG PHÂN PHỐI**

Công ty có hệ thống phân phối gọn nhẹ. Chủ yếu giao ngay tại nhà máy. Công ty hiện cũng cho thuê kho ở Tp HCM để tập kết sản phẩm đường bán trên địa bàn lân cận và để gia công đóng gói các sản phẩm đường túi. Văn phòng thương mại tại TP HCM phụ trách việc tìm kiếm khách hàng, đàm phán và ký kết hợp đồng. Bên cạnh đó cũng làm nhiệm vụ thăm dò thị trường và chăm sóc khách hàng.

**NĂNG LỰC SẢN XUẤT**

SBT là nhà máy đường được xây dựng mới theo công nghệ của tập đoàn Bourbon, bắt đầu hoạt động từ năm 1998. Ngay từ đầu thành lập dự án công ty đã trang bị các máy móc, thiết bị tiên tiến nhất thế giới. Năng lực sản xuất hiện nay:

- Công suất ép: 8.000 tấn mía nguyên liệu/ngày, tương đương 1.200.000 tấn mía/năm với thời gian hoạt động trung bình là 150 ngày/năm. Công ty sản xuất 100.000 tấn đường tinh luyện/năm.
- Mật ri: sản lượng khoảng 50.000 tấn/năm.
- Điện: sản lượng khoảng 50 triệu KWH/năm.
- Kho chứa đường: 4 kho với sức chứa 75.000 tấn.
- Bồn chứa mật ri: 4 bồn với tổng sức chứa là 28.000 tấn.

Ngoài ra SBT được thiết kế với công suất mở rộng 2 giai đoạn: giai đoạn I với công suất như hiện tại. Khi nguyên liệu đầu vào vượt công suất thiết kế giai đoạn này, chỉ cần lắp thêm băng tải, máy ép mía và một số nồi ly tâm nhà máy sẽ được nâng cấp lên giai đoạn II với công suất 16 ngàn tấn mía nguyên liệu/ngày tương đương 2.4 triệu tấn mía/năm.

**NHÀ CUNG CẤP**

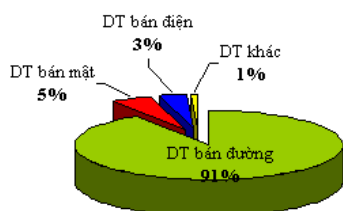
Nguồn nguyên liệu được sử dụng nhiều nhất của SBT là mía nguyên liệu và đường thô. Mía nguyên liệu được cung cấp bởi các hộ nông dân. Để đảm bảo nguồn cung cấp công ty áp dụng các biện pháp để hỗ trợ nông dân trồng mía như cho vay, hỗ trợ kỹ thuật, giới thiệu các loại giống mía tốt phù hợp với thổ nhưỡng Tây Ninh. Công ty mua đường thô từ Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa, công ty Thành Thành Công và công ty Kim Hà. Ngoài ra các nguyên liệu khác như hóa chất, vôi, bao bì, muối được cung cấp bởi các công ty có uy tín trong nước.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Doanh thu:

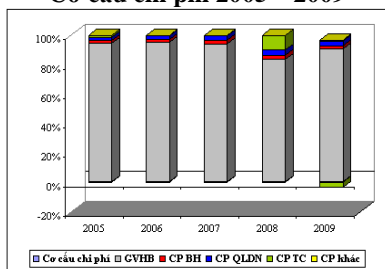
➤ Trong năm 2009, lần đầu tiên doanh thu của SBT có sự đột phá mạnh sau 3 năm sụt giảm liên tiếp, tăng 37% so với cùng kỳ, trong đó nguyên nhân chính là do giá bán đường tăng 128% so với 2008. Về cơ cấu doanh thu, doanh thu từ bán đường là chủ yếu chiếm 91% tổng doanh thu, doanh thu từ mật ri chiếm 5%, doanh thu bán điện cho EVN chiếm 3% tổng doanh thu.

➤ Tuy nhiên, sang năm 2010 chúng tôi cho rằng với diện tích trồng mía không có nhiều thay đổi nên năng suất công ty vẫn giữ ở mức 100.000- 120.000 tấn/ năm, do giá bán tăng nên doanh thu tăng 10% so với 2009.

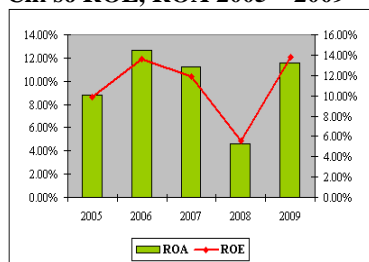


**Chi phí:** Chi phí sản xuất của công ty duy trì ở mức khá ổn định qua các năm, trong đó chi phí chủ yếu là chi phí mua mía nguyên liệu. Trong năm 2009, giá mía nguyên liệu tăng cao lên mức kỷ lục 940 – 1.000 đồng/kg (mía 10 chữ đường) nhưng do tốc độ tăng giá đường nhanh hơn so với tốc độ tăng giá mía, nên tỷ lệ GVHB/DTT vẫn duy trì mức trung bình 73.6%. Ngoài ra chi phí hoạt động tài chính trong năm 2009 giảm 21 tỷ đồng do công ty hoà nhập đầu tư tài chính hơn 38 tỷ đồng.

Cơ cấu chi phí 2005 – 2009



Chỉ số ROE, ROA 2005 – 2009



**Khả năng sinh lợi:** Chỉ báo lợi nhuận biên qua các năm của SBT đạt mức cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chỉ báo ROE, ROA duy trì tương đối ổn định trên 10% qua các năm do nguồn vốn của công ty khá lớn đủ đáp ứng nhu cầu kinh doanh nên hầu như công ty không thực hiện tăng vốn và tăng vay nợ.

**Cấu trúc tài chính:** Nguồn vốn chủ yếu của công ty là vốn chủ với cơ cấu nợ/VCSH duy trì mức thấp 5% - 7% qua các năm cho thấy rủi ro đòn bẩy tài chính của SBT khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Các khoản vay dài hạn của công ty được vay AFD với mức lãi suất ưu đãi 4.62%, làm giảm gánh nặng chi phí lãi vay của công ty.

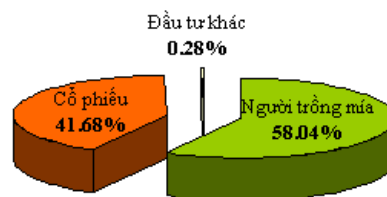
## HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

➤ **Đầu tư tài chính:** SBT hiện đang sở hữu 749.500 cp HAG với mức giá vốn 68.000 đồng/CP và 500.000 cp Sabeco với mức giá vốn 70.000 đồng/CP. Với kết quả giao dịch của HAG và Sabeco vào cuối năm 2009, công ty đã hoà nhập dự phòng 35 tỷ đồng cho khoảng đầu tư này.

➤ **Đầu tư cho người trồng mía:** Nhằm tạo ra nguồn nguyên liệu ổn định để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, SBT đã cho hộ gia đình trồng mía vay vốn để phát triển sản xuất, đồng thời tiến hành mua đất trồng mía nhằm chủ động trong nguồn nguyên liệu đầu vào của công ty.

➤ **Đầu tư bất động sản:** SBT có các dự án khá hấp dẫn sắp triển khai: 1 trung tâm thương mại, dịch vụ rộng 1.5ha tại trung tâm thị xã Tây Ninh, 3 khu công nghiệp trong đó khu công nghiệp An Hòa rộng 1000ha và một nhà máy nhiệt điện với công suất 70MW. Điều này nhiều khả năng sẽ đóng góp vào lợi nhuận của công ty trong thời gian tới.

CƠ CẤU ĐẦU TƯ DÀI HẠN SBT 2009



## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro về vùng nguyên liệu:** Vùng nguyên liệu trồng mía ngày càng bị thu hẹp dần do người nông dân chuyển sang trồng các loại cây đem lại lợi nhuận cao hơn, điều này ảnh hưởng khá lớn đến công suất hoạt động của các nhà máy đường và SBT cũng không ngoại lệ.

**Rủi ro đầu tư:** Việc công ty cho nông dân vay vốn để phát triển vùng nguyên liệu làm cho SBT có thể gặp phải rủi ro trong việc thu hồi nguồn vốn này. Hằng năm công ty trích lập dự phòng hơn 30% cho khoản đầu tư cho nông dân vay vốn.

**Rủi ro biến động giá đường:** Sự biến động giá đường có ảnh hưởng cực kỳ lớn đến kết quả kinh doanh của SBT. Dự báo lượng cung đường đa bị thu hẹp dần do ảnh hưởng không thuận lợi của thời tiết.

### DỰ BÁO NĂM 2010

**Doanh thu:** Trong năm 2010, dự báo giá đường tăng 10% do nguồn cung trên toàn thế giới bị thiếu hụt nghiêm trọng, trong đó Việt Nam dự kiến nhập khẩu hơn 410 nghìn tấn đường. Năng suất hoạt động của công ty duy trì ở mức 100.000 – 120.000 tấn/ năm. Chúng tôi dự báo, doanh thu trong năm 2010 đạt 816 tỷ đồng.

**Chi phí nguyên vật liệu đầu vào:** cùng với việc tăng giá đường, giá mía nguyên vật liệu đầu vào dự báo cũng tăng thêm 5% do diện tích trồng mía ngày càng bị thu hẹp trong khi nhu cầu từ các nhà máy đường tăng mạnh. Với mức 10 kg mía sản xuất ra 10 kg đường, đòi hỏi chi phí nguyên vật liệu đầu vào dự báo trong năm 2010 vào khoảng 600 tỷ đồng.

**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp:** không có đột biến và duy trì lần lượt ở mức 2%/DTT và 22%/ doanh thu thuần trong năm 2010.

**Thuế TNDN:** Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm 2010 là 5%.

**Lợi nhuận sau thuế:** Với tốc độ tăng doanh thu và chi phí như trên, chúng tôi ước đạt lợi nhuận sau thuế SBT trong năm 2010 đạt 201 tỷ đồng tương đương EPS là 1.422 đồng/CP.

### ĐỊNH GIÁ

#### Các thông số đầu vào:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu dài hạn: 6%
- WACC: 15.82%
- Doanh thu thuần dự kiến 2010: 816 tỷ đồng.
- Lợi nhuận sau thuế ước đạt 2010: 201 tỷ đồng.
- Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân: 141.252.330 cổ phiếu.
- Book value 2010: 12.127 đồng/CP.
- P/E forward trung bình ngành là: 10.1x
- P/B trung bình ngành: 1.28x

Sử dụng các phương pháp định giá khác nhau, với nguyên tắc thận trọng, chúng tôi ước tính giá trị của SBT vào khoản 13.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 15% so với thị giá của cổ phiếu này tại ngày 4/2/2010.

#### Ma trận định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	12,896	30%	3,869
FCFE	11,195	20%	2,239
P/E	14,220	30%	4,266
P/BV	15,523	20%	3,105
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>13,478</b>



**DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2010 - 2014**

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	743,033	983,465	1,138,390	1,181,093	1,211,678
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	1,172,017	1,017,102	961,642	1,044,821	1,136,347
Tổng tài sản	1,915,049	2,000,568	2,100,031	2,225,914	2,348,025
Tổng nợ	202,064	217,129	237,243	261,530	285,956
Vốn chủ sở hữu	1,712,986	1,783,438	1,862,789	1,964,384	2,062,069
<b>KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Doanh thu thuần	816,854	898,539	988,393	1,087,233	1,195,956
Lợi nhuận thuần từ Hoạt động kinh doanh	180,280	199,476	219,423	241,366	265,502
Lợi nhuận trước thuế	211,976	234,342	257,776	283,554	311,909
Lợi nhuận sau thuế	201,377	222,625	231,999	255,198	280,718
EPS	1426	1576	1642	1807	1987
<b>TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Doanh thu	6.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Lợi nhuận sau thuế	-6.16%	10.55%	4.21%	10.00%	10.00%
Tăng trưởng EPS	-6.16%	10.55%	4.21%	10.00%	10.00%
Tăng trưởng tổng tài sản	3.74%	4.47%	4.97%	5.99%	5.49%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	3.56%	4.11%	4.45%	5.45%	4.97%
<b>KHẢ NĂNG THANH TOÁN</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Khả năng thanh toán hiện hành	4.31	5.29	5.57	5.20	4.85
Khả năng thanh toán nhanh	3.75	4.19	4.50	4.15	3.80
<b>HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Vòng quay các khoản phải thu	4.6	4.3	3.9	3.9	3.9
Vòng quay hàng tồn kho	3.0	4.4	3.4	3.5	3.5
Vòng quay các khoản phải trả	22.9	23.3	23.3	23.3	23.3
<b>KHẢ NĂNG SINH LỢI</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Lợi nhuận gộp / doanh thu	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%
Lợi nhuận sau thuế / doanh thu	24.65%	24.78%	23.47%	23.47%	23.47%
Lợi nhuận sau thuế trên tài sản	10.52%	11.13%	11.05%	11.46%	11.96%
Lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu	11.76%	12.48%	12.45%	12.99%	13.61%
<b>CẤU TRÚC TÀI CHÍNH</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Tổng nợ / Tổng tài sản	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12
Nợ vay/ vốn chủ sở hữu	0.12	0.12	0.13	0.13	0.14

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này được thực hiện với mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị, khuyến cáo, hướng dẫn mua bán hay nắm giữ bất kỳ một chứng khoán cụ thể nào. Tất cả những thông tin trong bản báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau mà chúng tôi cho 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 tất cả các thông tin này. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này chỉ nên xem như một nguồn để tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. DVSC tuyệt đối không chịu bất kỳ trách nhiệm nào liên quan đến việc sử dụng một phần hay toàn bộ báo cáo này để kinh doanh. Bản báo cáo này thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm viết báo cáo và không nhất thiết phải thể hiện quan điểm của DVSC, chúng tôi có thể thay đổi một phần hay toàn bộ nội dung của báo cáo này mà không cần phải báo trước.

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của công ty cổ phần chứng khoán Đại Việt (DVSC). Mọi sự sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của DVSC là trái luật. Bản quyền thuộc DVSC, tháng 2/2010.