

# Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa

Mã chứng khoán: BHS / Sàn: HOSE

Ngành:

Mía đường

Giá hiện tại (26.04.2011):

VND28,100/CP

## Hoạt động kinh doanh ổn định trong năm 2011 với mức cổ tức 35%, giữ nguyên kiến nghị **NẮM GIỮ**

Năm 2010, tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 69% và tăng trưởng LNR đạt 21%. Dự phóng năm 2011, doanh thu tăng chậm hơn ~ 20%, LNR giảm 4% do biên LNG giảm nhẹ và chi phí lãi vay tăng. LNR 2011 ước tính ở mức VND140 tỷ ~ EPS VND7,553/cp. Q1/2011, công ty đã ghi nhận VND40 tỷ LNTT. BHS dự kiến trả cổ tức 2011 bằng tiền mặt theo tỷ lệ 35% ~ lợi suất 12.5% trên giá hiện tại (VND28,100). Dựa trên lợi suất cổ tức tương đối ổn định và kỳ vọng hoạt động tiêu thụ đường sẽ tiếp tục thuận lợi, chúng tôi giữ nguyên kiến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu BHS. Giá mục tiêu trong năm 2011 là VND31,000/cp, cao hơn 10% so với giá hiện tại, được xác định trên cơ sở P/E forward ~ 4x.

## Những điểm nổi bật trong ĐHCĐ 2011

### LNR năm 2010 tăng 21%

2010 là năm ghi nhận sự tăng trưởng đột biến của BHS với tốc độ tăng doanh thu cao nhất từ trước đến nay. Doanh thu đạt VN2,005 tỷ (+ 69% yoy) và LNR đạt VND146 tỷ (+ 21% yoy). Doanh thu tăng mạnh nhưng LNR không tăng tương ứng do những nguyên nhân sau:

- Tăng trưởng doanh thu 69%**, trong đó gia tăng sản lượng tiêu thụ đóng góp 24% (từ 102,531 tấn lên 127,188 tấn). Giá bán bình quân được cải thiện trên 36% (ước tính từ VND11,098/kg lên VND15,109/kg).
- Biên LNG giảm nhẹ từ 13.6% xuống 12.4%**. Thực tế, tỷ suất LNG hoạt động sản xuất đường (~ 71% doanh thu 2010) có cải thiện từ 14.3% lên 15.1% do giá mía và đường thô tăng chậm hơn giá bán thành phẩm. Tuy nhiên, biên LNG hoạt động kinh doanh đường (~ 24% doanh thu) giảm mạnh từ 8.3% xuống 4.9% làm ảnh hưởng đến tỷ suất LNG. Nhìn chung, do khả năng tự chủ nguyên liệu thấp (~ 50%) và mảng thương mại đường khá mạnh so với các công ty khác, biên LNG của BHS không biến động nhiều và thường dao động trong mức 12% - 15%.
- Thu tài chính ròng giảm mạnh** (từ VND10 tỷ xuống VND-29 tỷ) kéo theo tỷ suất LNR giảm từ 10.1% xuống 7.3%. Nguyên nhân do: i) Chi phí lãi vay gấp 2.4 lần năm 2009 (từ VND18 tỷ lên VND43 tỷ) chủ yếu do gia tăng vay ngắn hạn (bình quân từ VND161 lên VND303 tỷ) nhằm phục vụ nhu cầu tồn kho (bình quân từ VND169 tỷ lên VND363 tỷ). ii) Hoàn nhập dự phòng đầu tư chứng khoán giảm VND14 tỷ (từ VND18 tỷ xuống VND4 tỷ).

### LNTT Q1/2011 tăng 14% (yoy) ~ 27% kế hoạch năm 2011

So với kết quả khả quan năm 2010, BHS đưa ra các chỉ tiêu khá khiêm tốn cho năm 2011. Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến giảm 4%, chủ yếu ở hoạt động kinh doanh đường. Doanh thu tăng nhẹ 8% (~ VND2,171 tỷ), nhưng LNTT giảm 11% (~ VND147 tỷ). Nguyên nhân do công ty nhận định yếu tố tăng trưởng giá năm nay sẽ không thuận lợi như giai đoạn 2009 – 2010, trong khi đó giá mía vẫn tăng mạnh. BHS cho biết giá bán đang có xu hướng giảm và hiện đã thấp hơn VND1,500 – 2,000/kg so với đầu năm. Chi phí mía bình quân tại khu vực phía Nam tăng từ VND780 – 950/kg (vụ 2009/10) lên VND1,100/kg (vụ 2010/11).

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### Giá

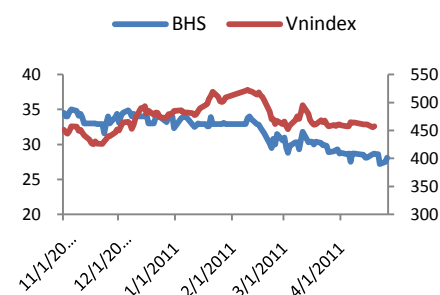
|                     |           |
|---------------------|-----------|
| Cao nhất (52 tuần)  | VND36,100 |
| Thấp nhất (52 tuần) | VND27,200 |

### Cổ Phần

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| Cổ phiếu đang lưu hành       | 18,531,620 |
| Mệnh Giá                     | VND10,000  |
| Vốn hóa                      | VND521 tỷ  |
| Tỷ lệ nước ngoài đang sở hữu | 4.8%       |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước        | 11.3%      |

Nguồn: Công ty, SBS

## GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: SBS

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (VND'Tỷ)

| Năm                | 2009  | 2010  | 2011F |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (VND'tỷ) | 1,189 | 2,005 | 2,399 |
| Lợi nhuận gộp      | 162   | 249   | 286   |
| LNST               | 120   | 146   | 140   |
| Tổng tài sản       | 885   | 1,015 | N/A   |
| ROE (%)            | 28%   | 29%   |       |
| EPS (VND/CP)       | 6,487 | 7,879 | 7,553 |

Nguồn: SBS

### Ngô Thị Minh Huyền

Trưởng nhóm ngành thực phẩm

Email: [huyen.ntm@sbsc.com.vn](mailto:huyen.ntm@sbsc.com.vn)

### Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

Nhân viên phân tích

Email: [ngoc.nhb@sbsc.com.vn](mailto:ngoc.nhb@sbsc.com.vn)

Q1/2011, công ty công bố LNTT đạt không dưới VND40 tỷ (+ 14% yoy) ~ 27% kế hoạch năm 2011. Sản lượng đường kinh doanh hàng năm chiếm tỷ lệ tương đối cao (17% - 23%) tổng lượng tiêu thụ, vì vậy kết quả kinh doanh của công ty ít phản ánh tính thời vụ hơn so với các công ty khác. Thông thường, lợi nhuận Q1 chiếm 20% - 25% tổng lợi nhuận cả năm tài chính.

#### Tiếp tục đầu tư tăng công suất và mở rộng vùng nguyên liệu

**Đầu tư trong năm:** Tổng vốn đầu tư dự kiến là VND146 tỷ, tập trung gia tăng công suất ép mía lên 6,000 TMN (so với 3,500 TMN hiện tại). Thực tế, vụ 2010/11 BHS đã hoạt động với hiệu suất cao hơn công suất thiết kế 11% tại nhà máy Tây Ninh (~ 2,800 TMN) và 36% tại nhà máy Trị An (~ 1,400 TMN). Tuy nhiên, 6,000 TMN là một con số khá lớn so với khả năng đầu tư nguyên liệu của BHS.

Vùng mía của công ty trong nước đang bị giới hạn ở mức 6,000 – 7,000 ha tại Tây Ninh, 2,000 – 3,000 ha tại Trị An và khó có khả năng mở rộng, đặc biệt tại Tây Ninh. Diện tích trên chỉ có thể cung cấp tối đa 650,000 tấn mía theo năng suất 65 tấn/ha (vụ 2010/11). Vì vậy, ước tính các nhà máy sẽ hoạt động với hiệu suất 68% - 77% trên công suất 6,000 TMN trong 2 – 3 năm tới.

| Các dự án đầu tư |  |                     |
|------------------|--|---------------------|
|                  | Hạng mục   | Vốn đầu tư (VND'tỷ) |
| 2011             | Phân xưởng đường luyện                                       | 24                  |
|                  | Hệ thống xử lý nước thải                                     | 9                   |
|                  | Nâng công suất nhà máy Trị An (từ 1500 TMN lên 2,000 TMN)    | 14                  |
|                  | Nâng công suất nhà máy Tây Ninh (từ 2,500 TMN lên 4,000 TMN) | 99                  |
| Dài hạn          | Sản xuất đường tại Campuchia (giai đoạn 1)                   | 500                 |
| Nguồn: BHS       |  |                     |

**Dự án sản xuất mía đường tại Campuchia:** Trước sự giới hạn về nguồn cung mía nội địa, BHS đang tiến hành đàm phán thuê 20,000ha đất trồng mía tại Campuchia. Theo công bố trong đại hội, công ty cho biết việc đầu tư tại Campuchia được hưởng những ưu đãi nhất định:

- Ưu đãi thuê đất dài hạn, lên đến 70 – 90 năm với mức giá cố định (có khả năng đạt USD1/ha).
- Ưu đãi thuế quan khi xuất khẩu đường sang EU từ Campuchia. Hiện tại, EU miễn thuế cho các mặt hàng nông sản của Campuchia, bao gồm cả mặt hàng đường; trong khi các quốc gia khác trong WTO chịu mức thuế EUR98/tấn đường thô ~ 27% giá bán.

Tương ứng với quy mô vùng nguyên liệu, BHS dự định đầu tư nhà máy công suất 12,000 – 16,000 TMN. Trong các năm qua, cung đường thế giới luôn trong tình trạng thiếu hụt. Vì vậy, đây được xem là dự án trọng điểm cho sự phát triển của BHS. Chúng tôi sẽ cập nhật thông tin về dự án này trong các báo cáo tiếp theo.

#### Tăng vốn điều lệ từ VND185 tỷ lên VND300 tỷ

Đầu tháng 4/2011, nhóm cổ đông lớn (Thành Thành Công, Sacombank) đã kiến nghị điều chỉnh kế hoạch tăng vốn điều lệ. Theo đó, công ty chỉ tăng vốn lên VND300 tỷ (bằng CP thưởng), thấp hơn so với dự kiến ban đầu ~ VND370 tỷ (50% CP thưởng, 50% phát hành thêm). Ước tính tỷ lệ thực hiện là 8:5, được tiến hành vào Q4/2011. Kế hoạch này nhằm gia tăng sức mạnh tài chính của công ty khi tham gia đàm phán với các đối tác, đặc biệt trong dự án tại Campuchia.

#### Cổ tức 2011 vẫn giữ ở mức 35% bằng tiền mặt

ĐHCĐ 2011 diễn ra sự tranh luận giữa các cổ đông lớn về mức cổ tức dự kiến. Theo tài liệu ban đầu, mức cổ tức được đề nghị là 35%. Tuy nhiên, đại diện cổ đông nhà nước – Tổng công ty mía đường 2 (~ nắm 11.25% vốn điều lệ) đưa ý kiến điều chỉnh mức cổ tức xuống 20%, dựa trên lợi nhuận kế hoạch sụt giảm cũng như nhu cầu gia tăng đầu tư. Ước tính tổng chi trả cổ tức của BHS 2011 là VND82 tỷ ~ 56% lợi nhuận kế hoạch, nếu áp dụng mức cổ tức 35% và các đợt chi trả tương tự như năm 2010. Tuy nhiên, kết quả biểu quyết vẫn giữ nguyên mức cổ tức 35% ~ lợi suất 12.5% theo

mức giá hiện tại (VND28,100/cp). Đây là mức lợi suất cổ tức tương đối cao trong tình hình hiện nay.

#### **LNTT 2011 dự phóng đạt VND159 tỷ ~ LNR VND140 tỷ, cao hơn 8% so với con số mục tiêu**

##### **Sản lượng và doanh thu**

Vụ 2010/11, tổng lượng mía ép BHS đạt 580,000 tấn, tăng 44% so với vụ trước chủ yếu do năng suất được cải thiện (từ 52 tấn/ha lên 65 tấn/ha). Dự kiến lượng mía trên sẽ cung cấp khoảng 48,000 tấn đường thô cho nhà máy luyện tại Biên Hòa, ~ 53% nhu cầu. Kết hợp với lượng đường thô thu mua, sản lượng đường luyện sản xuất ước đạt 104,000 tấn ~ tổng sản lượng tiêu thụ (bao gồm cả đường kinh doanh) ở mức 127,000 tấn (~ 2010).

Theo BHS, giá bán đang giảm so với thời điểm đầu năm. Tuy nhiên, thực tế Q1/2011, giá đường đã tăng khá mạnh trong thời gian ngắn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng đây chỉ là sự điều chỉnh ngắn hạn theo tính chất chu kỳ và dự kiến giá bán của BHS vẫn ở mức cao ~ VND18,500 – 19,000/kg trong năm nay, do những nguyên nhân sau:

- Theo Bộ NN&PTNT, lượng đường sản xuất vụ 2010/11 đạt khoảng 1.1 triệu tấn (+ 200,000 tấn). Như vậy, nếu tính cả quota nhập khẩu (250,000 tấn) và đường nhập lậu, tổng cung đường đã đạt xấp xỉ nhu cầu tiêu thụ nước ta (khoảng 1.4 – 1.5 triệu tấn).
- Hiện nay, Bộ Công Thương đang xem xét giãn thời gian nhập khẩu sau tháng 7 đối với lượng quota đường đã cấp nhưng chưa mở LC và yêu cầu Hiệp hội Mía Đường tổng hợp nhu cầu vốn sản xuất của từng nhà máy để lên phương án hỗ trợ.

##### **Biên lợi nhuận gộp**

Tỷ suất LNG 2011 ước tính giảm nhẹ xuống 11.9% (2010 ~ 12.4%) do:

- i) Biên LNG hoạt động sản xuất đường đạt 13.4%, dựa trên dự phóng giá vốn (VND16,200/kg) và giá bán (VND18,700/kg).
- ii) Tỷ suất LNG hoạt động thương mại đường vẫn ở mức thấp 4.9% (~ 2010).
- iii) Hoạt động sản xuất rượu chỉ hòa vốn; các dịch vụ cung cấp có mức LNG biên cao nhưng chiếm tỷ trọng không đáng kể.

##### **Hoạt động tài chính**

Doanh thu tài chính đạt VND26 tỷ, chủ yếu từ lãi đầu tư trồng mía. Chi phí tài chính dự kiến tăng mạnh do mặt bằng lãi suất cao và nhu cầu đầu tư cải thiện các nhà máy trong năm.

| <b>Dự phóng hoạt động kinh doanh 2011 - 2012</b> |               |                |                |                |                |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|  | <b>2008</b>   | <b>2009</b>    | <b>2010</b>    | <b>2011F</b>   | <b>2011P</b>   |
| <b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>                  |               | <b>102,531</b> | <b>127,188</b> | <b>127,393</b> | <b>122,000</b> |
| Đường luyện                                      |               | 84,866         | 98,288         | 104,111        | 100,000        |
| Đường kinh doanh                                 |               | 17,665         | 28,900         | 23,283         | 22,000         |
| <b>Doanh thu</b>                                 | <b>790</b>    | <b>1,189</b>   | <b>2,005</b>   | <b>2,399</b>   | <b>2,171</b>   |
| Giá vốn hàng bán                                 | 740           | 1,028          | 1,756          | 2,113          |                |
| Lợi nhuận gộp                                    | 50            | 162            | 249            | 286            |                |
| Chi phí bán hàng                                 | 19            | 19             | 26             | 31             |                |
| Chi phí quản lý DN                               | 20            | 26             | 29             | 34             |                |
| <b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>                         | <b>11</b>     | <b>118</b>     | <b>194</b>     | <b>220</b>     |                |
| Thu ròng từ tài chính                            | (55)          | 10             | (29)           | (62)           |                |
| Lợi nhuận khác                                   | 0.4           | 0.2            | 0.2            |                |                |
| Thu nhập trước thuế                              | (43)          | 128            | 166            | 159            | 147            |
| Thuế   | 0.2           | 8              | 20             | 19             |                |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                        | <b>(43)</b>   | <b>120</b>     | <b>146</b>     | <b>140</b>     |                |
| <b>EPS</b>                                       | <b>-2,338</b> | <b>6,487</b>   | <b>7,879</b>   | <b>7,553</b>   |                |

Nguồn: BHS, SBS dự phóng

**CTCP CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN****Trụ sở chính****278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3****TP HCM****Việt Nam**

Tel: +84 (8) 6268 6868

Fax: +84 (8) 6255 5957

www.sbsc.com.vn

**Singapore**

SBS Global Investment Pte Ltd.  
No 3 Shenton Way, #24-03 Shenton House,  
Singapore 068805  
Tel: +65-6592-5709  
Fax: +65-6592-5700  
www.sbsglobalinvest.com

**Cambodia**

Sacombank Securities (Cambodia) PLC  
56 Preah Norodom Blvd  
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,  
Cambodia  
Tel: +855 23 999 890  
Fax: +855 23 999 891

**Laos**

Lanexang Securities Public Company  
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan  
Vientiane Capital  
The Lao P.D.R

**Chi nhánh Sài Gòn**

63B Đường Calmette  
Phường Nguyễn Thái Bình Ward, Quận 1,  
TP HCM  
Việt Nam  
Tel: +84 (8) 3821 4888  
Fax: +84 (8) 3821 3015

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt  
Quận Hoàn Kiếm  
Hà Nội  
Việt Nam  
Tel: +84 (4) 3942 8076  
Fax: +84 (8) 3942 8075  
Email: hanoi@sbsc.com.vn

**Chi nhánh Hoa Việt**

36-38 Đường Phùng Hưng  
Quận 5  
TP HCM  
Việt Nam  
Tel: +84 (8) 3854 7858  
Fax: +84 (8) 3854 7856

**Chi nhánh Tây Đô**

212A Đường Ba Tháng Hai  
Quận Ninh Kiều  
TP Cần Thơ  
Việt Nam  
Tel: +84 (710) 378 3434  
Fax: +84 (710) 378 3436

**Chi nhánh Đà Nẵng**

62 Đường Nguyễn Thị Minh Khai  
Quận Hải Châu  
TP Đà Nẵng  
Việt Nam  
Tel: +84 (5113) 81 86 86  
Fax: +84 (5113) 81 88 86

**Chi nhánh Vũng Tàu**

Tầng 3, 67A Đường Lê Hồng Phong  
TP Vũng Tàu  
Việt Nam  
Tel: +84 (64) 3553 398  
Fax: +84 (64) 3553 390

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.