

CTCP ĐƯỜNG BIÊN HÒA (BHS)

Khả năng tiêu thụ tốt giúp duy trì doanh thu và LNR

Lợi nhuận ròng tăng 5% y-o-y trong Q3/2011. BHS đã công bố doanh thu và lợi nhuận ròng tương ứng lần lượt đạt VND518 tỷ (+1% y-o-y hoặc +4% q-o-q) và VND38 tỷ (+5% y-o-y hoặc cao hơn 10 lần q-o-q). Lợi nhuận thu được chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 10% (từ 25,000 tấn tăng lên 27,500 tấn), tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định ở mức 13.1% và kết quả tốt hơn từ hoạt động tài chính (từ VND -16 tỷ tăng lên VND-13 tỷ). Lũy kế 9 tháng đầu năm 2011, doanh thu đạt VND1,626 tỷ (+20% y-o-y) và lợi nhuận ròng đạt VND80 tỷ (-7% y-o-y), hoàn thành 66% dự phóng của chúng tôi. Mặc dù còn 39% kế hoạch chưa hoàn thành, BHS vẫn kỳ vọng đạt con số mục tiêu lợi nhuận trước thuế VND147 tỷ vào cuối năm 2011.

Điều chỉnh dự phóng. Chúng tôi nâng nhẹ dự phóng lợi nhuận năm 2011 lên 7% đạt VND129 tỷ (-11% y-o-y) dựa trên kết quả kinh doanh 9M11. Dự kiến doanh thu đường của BHS trong quý 4/2011 sẽ đạt VND740 tỷ, dựa trên ước tính sản lượng tiêu thụ khoảng 40,000 tấn (bao gồm 4,000 tấn đường tạm nhập tái xuất và 36,000 tấn tiêu thụ trong nước) với giá bán trung bình là VND18,500/kg. Giả định tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính ở mức 9%, mặt hàng đường có thể đem về VND66 tỷ lợi nhuận trước thuế. Chi phí lãi vay dự kiến khoảng VND20 tỷ, dẫn đến lợi nhuận tài chính âm VND11 tỷ. Vì vậy, dự kiến lợi nhuận ròng Q4/2011 ở mức VND49 tỷ. Theo đó, kết quả kinh doanh cả năm 2011 ước đạt VND2,366 tỷ doanh thu (+16% y-o-y), VND145 tỷ lợi nhuận trước thuế (-13% y-o-y, tương đương với kế hoạch của BHS là VND147 tỷ), và lợi nhuận sau thuế đạt VND129 tỷ (-11% y-o-y).

TRUNG LẬP với giá mục tiêu được điều chỉnh là VND19,400/cổ phiếu. Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu của BHS lên VND19,400/cổ phiếu, dựa trên P/E 4.5 lần và EPS dự phóng là VND4,312 (đã pha loãng). Giá mục tiêu này chỉ cao hơn giá hiện hành 5% (VND18,500); do vậy, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ BÁN lên TRUNG LẬP đối với cổ phiếu BHS.

Triển vọng tốt cho vụ mía 2011/12. Theo BHS, công ty đã mở rộng vùng nguyên liệu (tại Tây Ninh và Trại An) lên tổng diện tích 13,200ha (est., +32% y-o-y). Công suất nhà máy cũng được mở rộng tương ứng (từ 4,000 tấn tăng lên 6,000 tấn mía/ngày). Sản lượng đường sản xuất dự kiến đạt khoảng 106,500 – 111,800 tấn trong vụ mới, cao hơn 6% - 12% so với mục tiêu năm 2011. Chúng tôi sẽ tiến hành cập nhật chi tiết và dự phóng năm 2012 trong báo cáo tiếp theo khi có thêm thông tin cụ thể về vụ mía mới. Hiện nay, việc thu hoạch mía đã được tiến hành tại khu vực Trại An, tuy nhiên đến giữa tháng 11/2011 vùng mía tại Tây Ninh mới bắt đầu thu hoạch.

Chi tiêu tài chính tóm tắt

VND'bn	FY09	FY10	FY11F	Kế hoạch FY11	9M11
Doanh thu	1,189	2,005	2,366	2,171	1,626
LN trước thuế	128	166	145	147	90
LN ròng	120	146	129		80
Tỷ lệ tăng trưởng		21%	-11%		-7%
EPS(VND)	6,480	7,871	4,312		4,328
DPS (VND)	2,500	3,500	2,000	3,500	
Tỷ suất cổ tức	10%	11%	11%	19%	
BV	23,124	27,023	18,403		29,136
ROA(%)	28%	29%	25%		
ROE(%)	16%	15%	11%		
P/E(x)	3.9	4.0	4.3		
P/B(x)	1.1	1.2	1.0		

Nguồn: HVG, SBS dự phóng

TRUNG LẬP

Giá hiện tại	VND 18,500
Giá mục tiêu	VND 19,400
Giá trước đây (pha loãng)	VND 18,300

Thông tin cổ phiếu

Bloomberg Ticker	BHS VN
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ)	300
Vốn hoá thị trường (VNDtỷ)	606
Giá cao thấp nhất 52 tuần	34.9 19.4
Khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng ('000)	14.2
Beta (x)	0.79
Giá trị sổ sách (VND)	17,998

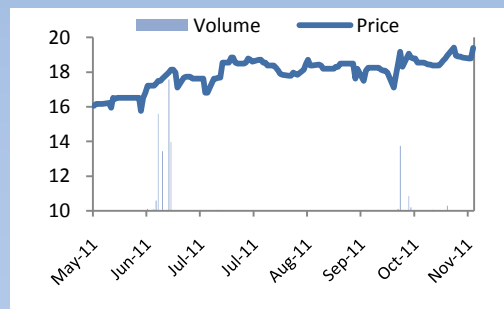
Cổ đông lớn

Bourbon Tay Ninh Sugar	22.7
Sacombank	10.0
Vinasugar II Co, Ltd.	11.1

Biến động giá cổ phiếu

Tháng	Giá trị (VND1,000)	(%)
1 tháng	(1.8)	(9.0)
3 tháng	(0.8)	(4.0)
6 tháng	1.2	6.6
12 tháng	(2.8)	(12.9)

Biến động giá cổ phiếu trong 6 tháng



Nguyễn Hoàng Bích Ngọc
ngoc.nhb@sbsc.com.vn

Lương Thị Thảo, CFA
thao.lt@sbsc.com.vn

Cập nhật kết quả quý 3/2011

VND'tỷ	3Q11	3Q10	y-o-y	q-o-q	9M11	9M10	y-o-y	Nhận định trong quý 3/2011 (y-o-y)
Doanh thu	518	510	1%	4%	1,626	1,354	20%	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng tiêu thụ đường tăng 10% (từ 25,000 tấn tăng lên 27,500 tấn), bù đắp giá bán trung bình giảm 8%. Theo BHS, giá đường trong nước vẫn ổn định tại mức VND19,600 - 19,700/kg đối với khách hàng doanh nghiệp và VND21,250 - 22,250/kg cho phân khúc bán lẻ. Tuy nhiên, Q3/2011 công ty tiêu thụ 5,000 tấn đường tạm nhập tái xuất (với chi phí sản xuất thấp hơn VND12,000/kg) hầu như chỉ hòa vốn. Vì vậy, đơn giá tiêu thụ bình quân Q3/2011 bị kéo xuống thấp hơn so với cùng kỳ.
Lợi nhuận gộp	68	67	1%	53%	194	173	12%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.1%	13.1%			11.9%	12.8%		<ul style="list-style-type: none"> Tỷ suất lợi nhuận gộp hoạt động sản xuất đường (chiếm 62% và 92% tổng doanh thu tương ứng quý 3/2010 và quý 3/2011) giảm từ 16.2% xuống 12.8% chủ yếu là do giá bán trung bình giảm. Biên lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh đường (chiếm 36% và 5% tương ứng lần lượt tổng doanh thu trong quý 3/2010 và quý 3/2011) ổn định tại mức 7.7% (3Q10 ~ 7.0%)
Tỷ lệ chi phí hoạt động (cho doanh số bán hàng)	2.5%	2.4%			3.2%	3.1%		
Lợi nhuận tài chính	(13)	(16)			(53)	(30)		Hoàn nhập dự phòng VND4 tỷ cho 1.44 triệu cổ phiếu STB (3Q10 – dự phòng VND3 tỷ) và cổ tức được nhận ~ VND2 bn đã bù đắp phần chi phí lãi vay cao hơn (từ VND12 tỷ tăng lên VND18 tỷ).
LN sau thuế	38	36	5%	10x	80	87	-7%	
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7.3%	7.0%			4.9%	6.4%		

Nguồn: BHS, SBS

Triển vọng tốt cho vụ mía 2011/12. Theo BHS, công ty đã mở rộng vùng nguyên liệu (tại Tây Ninh và Trị An) với tổng diện tích đạt 13,200ha (est., +32% y-o-y). Sản lượng mía ép dự kiến đạt 745,000 tấn (+28% y-o-y) với chữ đường được cải thiện. Công suất nhà máy cũng được mở rộng tương ứng (từ 4,000 tấn tăng lên 6,000 tấn mía/ngày). Các dây chuyền sản xuất mới đang trong giai đoạn thử nghiệm từ tháng 11/2011, và sẽ hoạt động chính thức vào đầu năm 2012. Với sản lượng mía ép dự kiến nêu trên, công ty có kế hoạch mua ngoài hoặc nhập khẩu thêm 50,000 tấn đường thô. Như vậy, lượng đường sản xuất dự kiến khoảng 106,500 – 111,800 tấn trong mùa vụ mới, ~ cao hơn khoảng 6% - 12% so với mục tiêu năm 2011.



Vụ mía 2011/12

	Tây Ninh	Trị An	Tổng cộng	y-o-y
Diện tích (ha)	8,700	4,500	13,200	32%
Lượng mía ép (tấn)	435,000	310,000	745,000	28%
Sản lượng đường sản xuất (tấn)			106,500 - 111,800	6% - 12%

Nguồn: BHS, SBS dự phóng.

Dự án trồng 20,000ha mía tại Cambodia vẫn đang được xem xét tại Bộ Kế hoạch và đầu tư. Hiện nay, BHS đã phát triển 800ha mía trồng dọc theo biên giới Châu Thành – Tây Ninh (đã được tính vào vùng mía 8,700ha tại Tây Ninh).

Chốt ngày giao dịch không hưởng quyền 9/11/2011:

- **Tạm ứng cổ tức VND2,000/cổ phiếu vào ngày 30/11/2011**, hoàn thành 57% kế hoạch cổ tức năm 2011 là VND3,500/cổ phiếu.
- **Phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 61.9%**, tăng vốn điều lệ từ VND185 tỷ lên VND300 tỷ. Tại ĐHCĐ 2011, BHS cho biết việc tăng vốn được thực hiện nhằm gia tăng sức mạnh tài chính và năng lực đàm phán của công ty, đặc biệt trong dự án trồng mía tại Cambodia.

Thành Thành Công (TTC) đã giảm tỷ lệ nắm giữ cổ phần tại BHS, từ 22.2% (~ 4.1 triệu cổ phiếu) xuống 0%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng lượng cổ phiếu trên được chuyển nhượng cho các bên liên quan của TTC. Do vậy, tỷ lệ chi phối của TTC và các bên liên quan vẫn duy trì tại mức 63.3%.



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'tỷ)

	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tài sản	1,006.4	1,516.7	1,524.1	1,356.2
Tài sản ngắn hạn	609.2	1,156.0	1,136.1	857.6
Tài sản dài hạn	397.2	360.7	388.0	498.6
Tài sản cố định	277.5	263.5	288.0	364.8
Đầu tư dài hạn	29.2	26.6	24.0	29.6
Nguồn vốn	1,006.4	1,516.7	1,524.1	1,356.2
Nợ phải trả	505.6	983.4	1,019.7	816.3
Nợ ngắn hạn	390.4	868.2	893.6	687.9
Nợ dài hạn	115.2	115.2	126.1	128.4
Vốn chủ sở hữu	500.8	533.3	504.4	539.9
Nguồn vốn	496.7	520.9	494.5	532.1
Vốn điều lệ	185.3	185.3	185.3	185.3
Thặng dư vốn	154.5	154.5	154.5	154.5
LN chưa phân phối	103.4	127.7	71.5	109.1

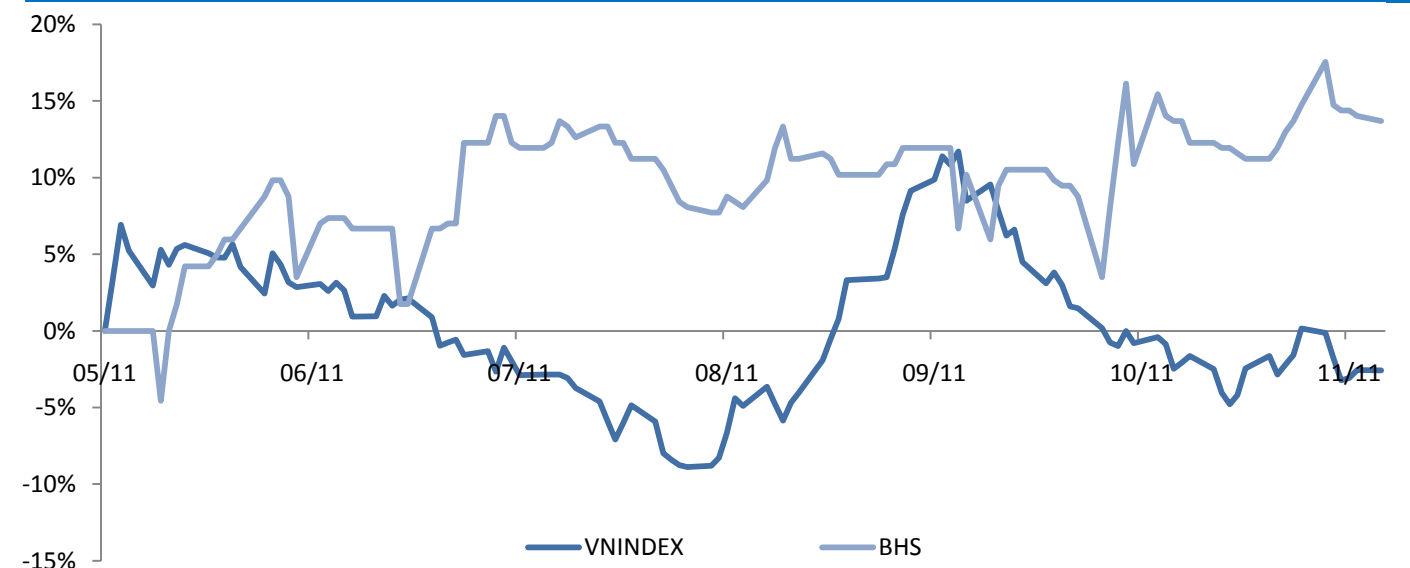
KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'tỷ)

	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tổng doanh thu	650.5	612.7	496.0	518.2
Doanh thu thuần	650.0	612.4	495.6	517.9
COGS	574.1	530.8	451.4	450.2
Lợi nhuận gộp	75.9	81.5	44.3	67.7
Thu nhập hoạt động tài chính	11.9	10.4	5.2	3.0
Chi phí hoạt động tài chính	10.1	22.1	33.4	16.3
Lãi vay phải trả	9.4	16.3	30.1	18.4
Chi phí bán hàng	5.2	10.8	4.6	5.5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	6.9	15.9	7.2	7.4
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	65.6	43.1	4.3	41.6
Thu nhập khác	0.1	0.0	0.0	0.8
Chi phí khác	0.0		0.0	0.1
Tổng LN trước thuế	65.7	43.1	4.3	42.4
Chi phí thuế TNDN hiện hành	6.4	4.4	0.4	4.7
Lợi nhuận sau thuế	59.3	38.7	3.9	37.7
Lợi nhuận ròng	59.3	38.7	3.9	37.7

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QI-11	QII-11	QIII-11
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	35.4%	25.9%	1.5%
Lợi nhuận gộp	25%	9%	1%
Lợi nhuận ròng	29%	-81%	5%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	13.3%	8.9%	13.1%
EBIT biên	9.7%	6.9%	11.7%
Lợi nhuận ròng biên	6.3%	0.8%	7.3%
ROA (4Q)	13.2%	10.6%	10.3%
ROE (4Q)	32.1%	28.0%	27.3%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	10	6	11
Số ngày tồn kho	141	173	112
Số ngày phải trả	6	45	44
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại			1.2
Thanh toán nhanh	0.4	0.3	0.4
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.0
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	188.8%	206.2%	153.4%
Tổng nợ/Tổng tài sản	64.8%	66.9%	60.2%
Tổng tài sản/Vốn chủ	291.2%	308.2%	254.9%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	3.9	4.4	4.3
EPS (VND/CP)	8335	7432	7526

% BIẾN ĐỘNG GIÁ: VN.INDEX & BHS



Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	04/09/2008	N/A	N/A	VND 20,000
Báo cáo cập nhật	29/07/2011	BÁN	VND 29,500	VND 32,100

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

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 (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Chi nhánh Sài Gòn

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

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

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

Laos

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