

CTCP MÍA ĐƯỜNG NHIỆT ĐIỆN GIA LAI (SEC)

Kết quả kinh doanh trên đà tăng trưởng

Doanh thu và lợi nhuận ròng tăng trưởng đáng kể. SEC đã báo cáo doanh thu tăng 181% y-o-y (3Q11: VND123 tỷ) và lợi nhuận ròng cao hơn 3.2 lần y-o-y (3Q11: VND21 tỷ). Tốc độ tăng trưởng doanh thu đột biến đến từ sự gia tăng sản lượng tiêu thụ (+127% y-o-y), giá bán trung bình (+13% y-o-y), và các khoản doanh thu khác. Mặc dù, chi phí lãi vay tăng (từ VND5.2 tỷ tăng VND9.4 tỷ), lãi tiền gửi và cho vay cũng cải thiện tương ứng (từ VND0.13 tỷ tăng VND4.3 tỷ), đem lại kết quả hoạt động tài chính ổn định. Vì vậy, hầu hết các yếu tố tích cực như trên đã đem lại mức tăng trưởng lợi nhuận ròng khá tương ứng trong Q3/2011. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2011, doanh thu đạt VND479 tỷ (+105% y-o-y) và lợi nhuận ròng đạt VND91 tỷ (+67% y-o-y), hoàn thành 96% kế hoạch năm của SEC.

Điều chỉnh dự phóng. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận năm 2011 tăng 12% đạt VND103 tỷ (+71% y-o-y) dựa trên kết quả kinh doanh 9M11 khả quan. Với giá định sản lượng tiêu thụ đạt 5,800 tấn đường từ vụ mía 2011/12 theo giá bán trung bình VND17,000/kg, doanh thu bán hàng trong quý 4/2011 ước đạt VND99 tỷ. Tuy nhiên, chi phí mía ngày càng tăng (từ VND960/kg lên VND1,040/kg) có thể ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính của công ty. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến giảm xuống 19%, theo đó lợi nhuận trước thuế từ hoạt động sản xuất đường có thể đạt khoảng VND14 tỷ. Chi phí lãi vay được bù đắp bởi lãi tiền gửi và cho vay (est., chủ yếu từ lãi đầu tư cho nông dân), dẫn đến lợi nhuận tài chính âm không đáng kể ~ VND-0.4 tỷ. Vì vậy, lợi nhuận ròng trong quý 4 ước đạt khoảng VND11.4 tỷ. Qua đó, doanh thu năm 2011 sẽ đạt khoảng VND578 tỷ (+95% y-o-y, ~ dự phóng trước đây của chúng tôi là VND575 tỷ) và lợi nhuận ròng đạt VND103 tỷ (+71% y-o-y, cao hơn 12% so với dự phóng trước).

Giữ nguyên khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu được điều chỉnh là VND24,200. Mức giá mục tiêu điều chỉnh dựa trên P/E 4.1 lần và lợi nhuận ròng dự phóng năm 2011 khoảng VND103 tỷ ~ EPS dự phóng là VND5,904. Mặc dù giá mục tiêu cao hơn 27% so với giá hiện hành (VND19,000), tuy nhiên tính thanh khoản thấp vẫn là điểm yếu của cổ phiếu SEC (khối lượng giao dịch trung bình trong 3 tháng là 3,200 cổ phiếu). Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị TRUNG LẬP với cổ phiếu SEC.

Chi tiêu tài chính tóm tắt

VND'bn	FY09	FY10	FY11F	Kế hoạch FY11	9M11
Doanh thu	194	296	578	526	479
LN trước thuế	43	67	122		108
LN ròng	39	60	103	95	91
Tỷ lệ tăng trưởng	-6%	52%	71%		67%
EPS(VND)	3,131	4,764	5,904		5,251
Cổ tức bằng tiền/CP	1,500	1,500		1,500 - 2,500	
Tỷ suất cổ tức		6%		8% - 13%	
BV	12,230	14,147	15,155		14,502
ROA(%)	18%	18%	21%		
ROE(%)	26%	34%	45%		
P/E(x)		4.9	3.2		
P/B(x)		1.7	1.3		

Nguồn: PAC, SBS dự phóng

TRUNG LẬP

Giá hiện tại	VND 19,000
Giá mục tiêu	VND 24,200
Giá trước đây	VND 21,500

Thông tin cổ phiếu

Bloomberg Ticker	SEC VN
Số lượng CP đang lưu hành (tỷ)	174
Vốn hoá thị trường (VND tỷ)	331
Giá cao thấp nhất 52 tuần	30,000-17,600
Khối lượng giao dịch TB 3M ('000)	3.2
Beta (x)	0.69
Giá trị sổ sách (VND)	14,502

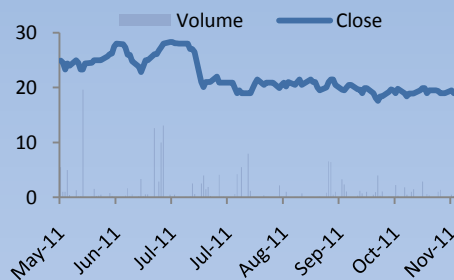
Cổ đông lớn

Gia Lai Electricity JSC	52.3
Dang Thanh Co., Ltd	10.9
Sacombank	10.3

Biến động giá cổ phiếu

Tháng	Giá trị (VND1,000)	(%)
1 tháng	(0.2)	(1.0)
3 tháng	(0.9)	(4.5)
6 tháng	(1.9)	(9.2)
12 tháng	(4.8)	(20.3)

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 kết quả quý 3/2011 (y-o-y)
Doanh thu	123	44	181%	-32%	479	233	105%	Doanh thu được cải thiện do: <ul style="list-style-type: none"> Giá bán trung bình tăng 13% (từ VND15,600/kg lên VND17,600/kg), và sản lượng tiêu thụ tăng 127% (từ 2,780 tấn lên 6,300 tấn). Doanh thu khác cũng tăng từ VND1 tỷ lên VND13 tỷ.
Lợi nhuận gộp	41	14	185%	-1%	139	77	82%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33%	33%			29%	33%		<ul style="list-style-type: none"> Tỷ suất lợi nhuận gộp mặt hàng đường (chiếm 98% và 90% doanh thu Q3/2010 và Q3/2011) tăng từ 33% lên 37% do chi phí sản xuất chỉ tăng khoảng 7% trong khi giá bán được cải thiện 13%. Biên lợi nhuận gộp các sản phẩm khác (đóng góp 2% và 10% doanh thu Q3/2010 và Q3/2011) giữ tại mức 1% (~ y-o-y).
Tỷ lệ chi phí hoạt động	4.7%	4.6%			3.4%	2.9%		
Lợi nhuận tài chính	(5.2)	(5.1)			(14.0)	(8.6)		<ul style="list-style-type: none"> Lãi tiền gửi và cho vay tăng từ VND0.13 tỷ lên VND4.3 tỷ, bù đắp sự gia tăng của chi phí lãi vay (từ VND5.2 tỷ lên VND9.4 tỷ). Bên cạnh lãi suất cao hơn, chi phí lãi vay tăng do công ty đẩy mạnh vay dài hạn (bình quân từ VND121 tỷ lên VND222 tỷ), để đầu tư cho nông dân trồng mía và gia tăng công suất (từ 2,500 lên 3,200 tấn mía/ngày).
LN trước thuế	29.9	7.3	4.1x	7%	108.2	61.0	77%	
Thuế thu nhập doanh nghiệp	8.8	0.8	11x	198%	16.8	6.2	172%	<p>Trong vụ mía 2010/11, SEC tăng công suất ép từ 2,000 lên 2,500 tấn mía/ngày. Lợi nhuận tạo ra từ việc gia tăng công suất chịu mức thuế thu nhập doanh nghiệp 25% thay vì hưởng mức thuế ưu đãi 10%. Tuy nhiên, công ty vẫn nộp thuế theo mức ưu đãi 10% trong 6 tháng đầu năm.</p> <p>Vì vậy, thuế thu nhập doanh nghiệp trong quý 3/2011 bao gồm VND4.8 tỷ phải nộp cho giai đoạn này (~ CIT là 16%) và khoản truy thu thuế VND4 bn (do sự khác biệt của các mức thuế suất nêu trên).</p>
Thuế suất	29%	11%			16%	10%		
Lợi nhuận ròng	21	7	3.2x	-16%	91	55	67%	
Tỷ suất lợi nhuận ròng	17%	15%			19%	24%		

Source: SEC, SBS est.



Sản lượng vụ mía 2011/12 tăng. Theo SEC, công ty đã mở rộng vùng nguyên liệu với tổng diện tích 6,800 ha (est., +31% y-o-y) và năng suất được cải thiện lên 65 tấn/ha (+12% y-o-y). Công suất nhà máy cũng được đầu tư thêm (từ 2,500 tăng 3,200 tấn mía/ngày). SEC sẽ bắt đầu thu hoạch mía từ ngày 15/11 và đi vào sản xuất vào ngày 20/11/2011. Khối lượng mía ép dự kiến khoảng 442,000 tấn, đem lại 44,200 tấn đường thành phẩm trong vụ mía này, cao hơn 52% kế hoạch năm 2011.

Vụ mía 2011/12			
	2009/10	2010/11	2011/12
Diện tích (ha)	3,800	5,200	6,800
Năng suất (tấn/ha)	45	58	65
Lượng mía ép (tấn)	171,000	301,600	442,000

Nguồn: SEC

Thay đổi chủ tịch Hội đồng quản trị. Ông Phùng Nguyễn Âu Đệ được bổ nhiệm làm Chủ tịch Hội đồng quản trị thay Ông Lương Đình Quang, và ông Thái Văn Chuyện được bổ nhiệm làm phó chủ tịch Hội đồng quản trị từ ngày 28/09/2011. Ông Đệ từng giữ chức Phó Chủ tịch Hội đồng quản trị của SEC và Ông Chuyện là Chủ tịch Hội đồng quản trị đường Ninh Hòa (NHS) hiện nay.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'tỷ)

	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tài sản	417.9	454.0	525.1	572.7
Tài sản ngắn hạn	141.1	177.0	255.7	301.1
Tài sản dài hạn	276.8	277.0	269.4	271.7
Tài sản cố định	265.4	259.8	254.5	256.7
Đầu tư dài hạn	7.4	6.9	5.3	5.1
Nguồn vốn	417.9	454.0	525.1	572.7
Nợ phải trả	220.2	237.3	287.6	316.2
Nợ ngắn hạn	104.0	97.3	115.6	44.6
Nợ dài hạn	116.2	140.0	172.0	271.6
Vốn chủ sở hữu	197.7	216.7	237.5	256.6
Nguồn vốn	196.6	210.7	234.7	253.7
Vốn điều lệ	145.1	145.1	145.1	174.1
Thặng dư vốn				
LN chưa phân phối	40.1	45.7	70.8	64.7

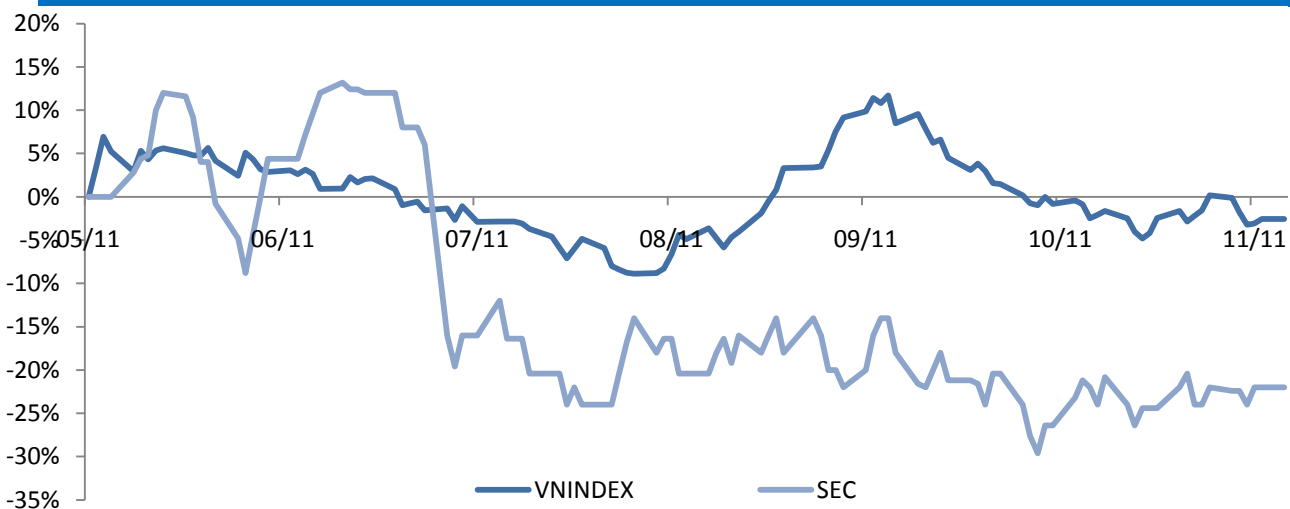
KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'tỷ)

	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tổng doanh thu	63.0	173.1	182.6	123.4
Doanh thu thuần	63.0	173.1	182.6	123.4
COGS	51.7	116.9	141.0	82.3
Lợi nhuận gộp	11.3	56.2	41.6	41.1
Thu nhập hoạt động tài chính	3.3	5.2	1.9	4.3
Chi phí hoạt động tài chính	6.0	6.6	9.3	9.4
<i>Lãi vay phải trả</i>	5.7	6.6	9.3	9.4
Chi phí bán hàng	0.1	0.5	2.3	2.4
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2.6	3.9	3.8	3.4
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	5.9	50.5	28.1	30.1
Thu nhập khác	0.0			
Chi phí khác	(0.0)	0.2	0.0	0.2
Tổng LN trước thuế	5.9	50.3	28.0	29.9
Chi phí thuế TNDN hiện hành	0.9	5.1	3.0	8.8
Lợi nhuận sau thuế	5.0	45.2	25.1	21.1
Lợi nhuận ròng	5.0	45.2	25.1	21.1

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QI-11	QII-11	QIII-11
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	39.5%	180.5%	180.6%
Lợi nhuận gộp	13%	240%	185%
Lợi nhuận ròng	4%	443%	223%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	32.5%	22.8%	33.3%
EBIT biên	32.9%	20.5%	31.8%
Lợi nhuận ròng biên	26.1%	13.7%	17.1%
ROA (4Q)	15.4%	18.7%	19.6%
ROE (4Q)	31.2%	39.2%	43.0%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	2	0	1
Số ngày tồn kho	86	55	10
Số ngày phải trả	38	24	4
Hệ số thanh toán			
Current ratio		2.2	6.8
Thanh toán nhanh	0.7	1.5	6.6
Thanh toán tiền mặt	0.2	0.4	0.6
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	112.7%	122.5%	124.6%
Tổng nợ/Tổng tài sản	52.3%	54.8%	55.2%
Tổng tài sản/Vốn chủ	215.5%	223.7%	225.7%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	4.3	3.3	3.1
EPS (VND/CP)	4526	5833	6329

% BIẾN ĐỘNG GIÁ: VN.INDEX & SEC



Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo lần đầu	18/03/2011	Trung lập	VND 25,000 – VND28,500	VND 28,000
Báo cáo cập nhật	08/08/2011	Trung lập	VND 21,500	VND 19,000

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

