

13/04/2012



Giang Hoang
Chuyên viên cao cấp
Giang.hoang@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 142

SBT đặt mục tiêu thận trọng cho năm 2012

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu **17.500**
Tăng/Giảm **2%**

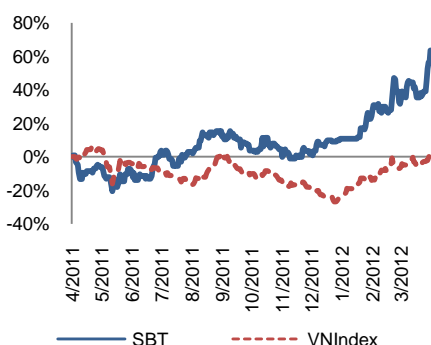
Đường

Các chỉ số chính

Giá @ 12/04/2012	17.200
Giá mục tiêu	8.750
Mức cao nhất 52 tuần	17.200
Giá trị giao dịch bình quân 30 ngày	160.813
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	128
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	2.303
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	110
TL sở hữu nước ngoài	7%

Định giá	2010	2011	2012F
EPS đã điều chỉnh	2.432	3.974	3.599
Tăng trưởng EPS	64,4%	63,4%	-9,4%
P/E (thị trường)	4,8	3,5	3,7
P/B (thị trường)	0,9	1,1	1,0
EV / EBITDA	4,0	3,2	3,1
ROE	20,1%	30,5%	27,4%
ROA	18,2%	25,5%	21,5%
ROIC	19,3%	27,6%	23,1%
Nợ/Vốn CSH %	1,3%	19,4%	17,9%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	24,1%	57,6%	63,5%
Tương đối %	15,2%	44,3%	61,9%



Cơ cấu cổ đông

Thành Thành Công	28,8%
Đặng Thành	24,7%
Vinamilk	5,0%
Tập đoàn Kinh Đô	4,9%

Vào ngày 12/04/2012 chúng tôi đã tham dự đại hội cổ đông của SBT tại Tây Ninh. Chúng tôi xin cung cấp các thông tin quan trọng từ đại hội và cập nhật dự báo năm 2012 của chúng tôi:

Đặt mục tiêu thận trọng cho năm 2012 – SBT đặt chỉ tiêu 1.810 tỷ đồng doanh thu (giảm 12% so với năm ngoái) và 400 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (giảm 30% so với năm ngoái) cho năm 2012. Chúng tôi cho rằng các chỉ tiêu này khá khiêm tốn trong bối cảnh giá bán đã có dấu hiệu tăng trở lại sau khi Nhà nước cho phép xuất khẩu thẳng dư đường. Ngoài ra, trong Quý 1/2012, dù không phải là mùa cao điểm, công ty vẫn đạt 110 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, hoàn thành 25% chỉ tiêu cả năm.

Đánh giá của chúng tôi về SBT về cơ bản không thay đổi – chúng tôi giữ định giá cổ phiếu SBT ở mức 17.500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi nhận thấy giá cổ phiếu SBT đã tăng 27% từ khuyến nghị gần đây nhất của chúng tôi vào ngày 10/02/2012 và đóng cửa tại ngưỡng 17.200 đồng vào ngày 12/04/2012. Dựa trên thang khuyến nghị của chúng tôi, với mức giá hiện tại, cổ phiếu SBT được xếp loại **NĂM GIỮ**. Chúng tôi sẵn sàng định giá lại khi có thêm thông tin về việc mua lại cổ phần BHS.

Lợi nhuận tăng mạnh năm 2011 do sản lượng tăng – sản lượng mía vụ mùa 2010/11 đạt 917.742 tấn (tăng 53% so với cùng kỳ năm trước) dù diện tích trồng mía vẫn là 12.000 ha nhờ năng suất tăng lên 76 tấn/ha (tăng 50% so với cùng kỳ năm trước). Lượng đường bán ra đạt 98.490 tấn (tăng 66% so với cùng kỳ năm trước) trong khi giá bán trung bình tăng khoảng 12% lên 18.500 đồng/kg. Năm 2011, công ty đạt 2.052 tỷ đồng doanh thu (tăng 86% so với cùng kỳ năm trước) và 553 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 60% so với cùng kỳ năm trước).

Tăng cổ tức bằng tiền mặt từ 20% lên 30% - đợt thanh toán lần hai sẽ diễn ra vào tháng Năm; tổng giá trị thanh toán vào khoảng 256 tỷ đồng sẽ được lấy từ lợi nhuận giữ lại, hiện vào khoảng 468 tỷ đồng tại ngày 31/12/2011.

Chuyển nhượng cổ phần tại Bourbon An Hòa để thu tiền mặt đầu tư vào hoạt động kinh doanh chính – Năm 2011, SBT đã cho đối tác An Hòa Bourbon vay ngắn hạn và dài hạn với tổng giá trị 190 tỷ đồng, tiền lãi tích lũy vào khoảng 50 tỷ đồng. SBT hiện tại sở hữu 49% cổ phần Bourbon An Hòa – một công ty có vốn điều lệ 500 tỷ đồng, vì vậy tổng số vốn SBT đầu tư vào đối tác này là 485 tỷ đồng.

Ghi nhận lỗ từ thanh lý cổ phiếu HAG và Sabeco – năm 2011, SBT bán 513.000 cổ phiếu HAG và 500.000 cổ phiếu Sabeco. Theo báo cáo thanh lý các khoản đầu tư tài chính lỗ 47 tỷ đồng, trong đó trích lập dự phòng cho khoản lỗ lũy kế của Bourbon An Hòa là 21 tỷ đồng. Vì vậy, SBT đã lỗ 26 tỷ đồng từ các khoản đầu tư này.

CTCP Bourbon Tây Ninh (SBT)

Ghi nhận lợi nhuận từ việc đầu tư vào Sacombank và Sacomreal – SBT mua 7,5 triệu cổ phiếu của STB với giá trung bình là 14.266 đồng, tổng cộng 107 tỷ đồng và 4 triệu cổ phiếu của SCR với giá trung bình là 7.500 đồng, tổng cộng 30 tỷ đồng và tăng cổ phần tại BHS lên 22,72%, tức 4,2 triệu cổ phiếu, tương đương 129 tỷ đồng. SBT đã đăng ký bán cổ phiếu STB của mình và dự kiến sẽ bán cả cổ phiếu SCR. Tại mức giá thị trường hiện tại 25.700 đồng/cổ phiếu STB và 12.700 đồng/cổ phiếu SCR, chúng tôi ước lượng SBT có thể đạt khoảng 112 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế từ các khoản đầu tư này.

Sử dụng nguồn thu từ thanh lý cổ phiếu STB và SCR để mua thêm cổ phần của BHS – như đã đề cập trong [bản tin ngày 11/04](#), chúng tôi cho rằng việc hợp tác giữa hai công ty sẽ làm tăng năng suất và hiệu quả do quan hệ mật thiết với BHS có thể giúp SBT tăng nguồn cung mía nguyên liệu trong bối cảnh chi phí tăng cao nhằm tăng lợi nhuận. Vì vậy, với nguồn thu từ thanh lý cổ phiếu STB và SCR để đầu tư vào BHS, SBT sẽ không phát hành thêm cổ phiếu hay trái phiếu trong thời điểm hiện tại.

Triển vọng và dự báo năm 2012

Do điều kiện thời tiết không thuận lợi vụ mùa 2011-2012, sản lượng mía ước tính là 861.000 tấn, giảm 6% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, SBT đã nhập khẩu và chế biến 27.000 tấn đường thô, qua đó tăng tổng sản lượng đường lên 111.000 tấn, tương đương năm ngoái. Do thị trường trong nước được dự báo sẽ dư cung, chúng tôi ước tính giá bán năm 2012 sẽ ở mức 18.000 đồng/kg, theo đó doanh thu sẽ là 1.800 tỷ đồng. Chúng tôi giả định các sản phẩm khác bao gồm ethanol và điện sẽ mang lại 178 tỷ đồng trong tổng số 1.978 tỷ đồng doanh thu. Chúng tôi lưu ý việc kinh doanh ethanol và điện hiện vẫn chưa mang lại lợi nhuận đáng kể.

Vụ mùa 2011-2012, giá mía đã tăng từ 1,1 triệu đồng/tấn lên 1,2 triệu đồng/tấn, do đó chi phí sản xuất tăng từ 11.800 đồng/kg lên 12.900 đồng/kg. Chúng tôi ước tính năm 2012 lợi nhuận gộp đạt 543 tỷ đồng và hệ số biên lợi nhuận gộp là 27,1%.

Hình 1: Dự báo 2012 cho SBT

	2010	2011	2012F
Vụ mùa	2009/10	2010/11	2011/12
Diện tích trồng mía (hecta)	12.000	12.000	12.600
Năng suất (tấn/hecta)	50	76	71
Sản lượng mía (tấn)	598.449	917.742	861.000
Đường thô (tấn)	-	21.788	27.000
Lượng đường bán ra (tấn)	59.268	98.490	100.000
Giá bán (đồng/kg)	16.700	18.600	18.000
Doanh thu (tỷ đồng)	1.104	2.050	1.978
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	384	603	543

Nguồn: VCSC ước tính

Chúng tôi ước tính ở mức giá thị trường hiện tại, SBT sẽ bán cổ phiếu STB và SCR và ghi nhận 112 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế đối với khoản đầu tư tài chính này. Chúng tôi dự báo năm 2012 SBT sẽ đạt 510 tỷ đồng lợi nhuận ròng. Lưu ý rằng chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2012 sẽ giảm 7% một phần do từ năm 2012 mức thuế thu nhập doanh nghiệp đối với SBT tăng từ 5% lên 10%. Dù EPS không tăng trưởng trong năm 2012, chúng tôi vẫn xem SBT là một trong những công ty tiềm năng nhất trong số các công ty ngành đường. Cổ phiếu SBT hiện đang giao dịch ở mức 4,8 lần mức EPS dự phóng 2012 của chúng tôi.

CTCP Bourbon Tây Ninh (SBT)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Giang Hoàng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Bourbon Tây Ninh (SBT)

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cap cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.