

CTCP BOURBON TÂY NINH

Lợi nhuận 2012 tăng thêm nhờ hoạt động tài chính

Điều chỉnh giảm mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2012 xuống 12%, từ VND455 tỷ giảm còn VND400 tỷ. Đại hội cổ đông (ĐHCĐ) thường niên đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2012 với doanh thu đạt VND1,810 tỷ (-12% y-o-y) và lợi nhuận trước thuế đạt VND400 tỷ (-30% y-o-y), thấp hơn tương ứng 6% và 12% so với dự kiến trước đây (tháng 1/2012). Những thay đổi chính gồm (i) Sản lượng đường thấp hơn trong mùa vụ 2011/12 (do năng suất thấp hơn), một phần được tiêu thụ vào cuối năm 2011, và (ii) xu hướng giá đường giảm. Theo quan điểm của chúng tôi, việc điều chỉnh này do tác động phần nào của tình hình thị trường hiện tại cũng như kết quả đạt được sơ bộ quý 1/2012 không thực sự khả quan. Theo đại diện của SBT, trong quý 1/2012 lợi nhuận trước thuế của công ty chỉ đạt **VND110 tỷ (-44% y-o-y và -25% q-o-q)** với sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 32,000 tấn, hoàn thành 37% mục tiêu sản lượng tiêu thụ và 28% mục tiêu lợi nhuận năm 2012.

Cơ cấu lại danh mục đầu tư để chi trả cổ tức bằng tiền và mua thêm cổ phần BHS. SBT đã tăng cổ tức bằng tiền năm 2011 từ VND2,000 lên VND3,000/cổ phiếu. Như vậy, mức cổ tức VND2,000/cổ phiếu chưa được chi trả sẽ có thể đem lại tỷ suất cổ tức 9.7%. Kế hoạch cổ tức năm 2012 dự kiến như thường lệ là VND2,000/cổ phiếu. Bên cạnh đó, công ty cũng có ý định nâng tỷ lệ sở hữu trong BHS, SBT có kế hoạch chuyển nhượng toàn bộ cổ phiếu STB (7.5 triệu cổ phiếu), SCR (4 triệu cổ phiếu) và đăng ký bán cổ phiếu quỹ. Kết hợp với số dư tiền mặt cuối năm 2011, lượng tiền mặt thu được từ hoạt động chuyển nhượng các cổ phiếu trên kỳ vọng sẽ đủ để chi trả cổ tức và mua thêm cổ phần từ BHS (tỷ lệ chi trả chính xác chưa được công bố).

SBT tạm ngưng đầu tư vào các dự án bất động sản. (i) Với kết quả kinh doanh không đạt hiệu quả của Khu Công Nghiệp Bourbon An Hòa (BAC), SBT dự kiến chuyển nhượng toàn bộ cổ phần tại BAC và sử dụng khoản tiền thu được sử dụng đầu tư cho hoạt động kinh doanh chính (ii) công ty đã công bố chỉ góp đất (không đầu tư tiền mặt) cho hoạt động đầu tư vào Trung tâm thương mại Espace Bourbon Tây Ninh.

Duy trì khuyến nghị THU LỢI NHUẬN với giá mục tiêu 12 tháng được điều chỉnh là VND16,500. Trong báo cáo cập nhật ngày 15/2/2012, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng năm 2012 đạt VND366 tỷ và giá mục tiêu là VND14,800/cổ phiếu, được xác định dựa trên hoạt động kinh doanh chính của Công ty, không tính đến những khoản thu nhập tài chính từ hoàn nhập dự phòng hoặc thanh toán cổ phiếu. Nhận định của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng của ngành đường cũng như tiềm năng hoạt động kinh doanh chính của SBT vẫn không có gì thay đổi so với báo cáo trước. Tuy nhiên, do lợi nhuận tài chính ước tăng thêm khoảng VND124 tỷ, nên LNST 2012 sẽ khả quan hơn so với ước tính trước đó và đạt VND456 tỷ đồng (-16% y-o-y). Do đó, giá trị hợp lý của SBT được xác định là VND16,800/cổ phiếu, cao hơn 13.5% so với giá mục tiêu cũ nhưng thấp hơn 19% so với giá thị trường hiện tại (VND20,700). Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **THU LỢI NHUẬN** và tích lũy tại mức giá thấp hơn.

Thông tin tài chính

VND'bn	FY10	FY11	FY12F	Mục tiêu FY12	FY13F
Doanh thu	1,104	2,050	1,769	1,810	2,152
Lợi nhuận trước thuế	370	571	542	400	490
Lợi nhuận sau thuế	345	553	456		419
Tỷ lệ tăng trưởng	64%	60%	-17%		-8%
EPS (VND)	2,444	3,974	3,216		2,950
DPS	1,800	3,000	2,000		2,000
Tỷ suất cổ tức	13%	25%	10%		10%
Giá trị sổ sách (VND)	12,663	13,681	16,803		17,753
ROA	18%	26%	18%		14%
ROE	20%	31%	22%		17%
P/E (x)	5.5	3.0	6.2		6.7
P/BV (x)	1.1	0.9	1.2		1.1

Nguồn: SBT và SBS dự phóng

THU LỢI NHUẬN

Giá hiện tại	VND20,700
Giá mục tiêu	VND16,800
Giá trước đây	VND14,800

CTCP Đường Bourbon Tây Ninh

Đầu tư trang trại mía và chế biến đường RE từ mía. 90% sản phẩm được phân phối cho các doanh nghiệp.

Thông tin cổ phiếu

Mã Bloomberg	SBT VN
Số lượng CP đã phát hành	1,419
Vốn hoá thị trường	2,648
Giá cao – thấp nhất 52 tuần	20.7 9.5
KLGD trung bình ('000)	179
Beta	0.81
Sở hữu nước ngoài (%)	7.26

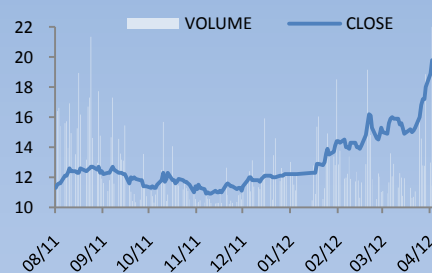
Cổ đông lớn (%)

Thanh Thanh Cong JSC	24.8
Dang Thanh Ltd	24.7
Viet Nam Dairy Products JSC	5.0

Biến động giá cổ phiếu (%)

Tháng	Giá trị	(%)
1m	4.5	29%
3m	7.7	64%
6m	7.9	66%
12m	9.3	89%

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

Điều chỉnh giảm mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2012 xuống 12%, từ VND455 tỷ giảm còn VND400 tỷ. Đại hội cổ đông (ĐHCĐ) thường niên đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2012 với doanh thu đạt VND1,810 tỷ (-12% y-o-y) và lợi nhuận trước thuế đạt VND400 tỷ (-30% y-o-y). Thấp hơn 6% doanh thu và 12% lợi nhuận trước thuế so với mục tiêu trong Nghị quyết Hội đồng quản trị của STB vào tháng 1/2012. Theo SBT, việc đặt mục tiêu thận trọng trong năm 2012 là do:

- SBT đã hoàn thành vụ ép mía 2011/12 với sản lượng mía ép đạt 861,000 tấn (-6% y-o-y) do năng suất giảm (từ 77 giảm xuống 72 tấn mía/ha) trong khi tổng diện tích trồng mía vẫn là 12,000ha. Do vậy, mặc dù tổng sản lượng đường sản xuất tăng lên 107,900 tấn, nhưng trong đó khoảng 25% sản lượng được tinh chế từ đường thô có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn.
- Sản lượng tiêu thụ thấp hơn 13% đạt 85,900 tấn, do một phần sản lượng của mùa vụ 2011/12 đã được tiêu thụ vào cuối năm 2011.
- Giá bán dự kiến thấp hơn VND1,500 – 1,700/kg so với giá bán bình quân năm 2011.

Cơ cấu lại danh mục đầu tư để chi trả cổ tức bằng tiền và mua thêm cổ phần BHS. SBT sẽ tăng cổ tức bằng tiền năm 2011 từ VND2,000 lên VND3,000/cổ phiếu theo đề nghị của một số cổ đông lớn, đây là mức cổ tức cao nhất từ trước đến nay dựa trên kết quả kinh doanh tốt của công ty năm 2011. Như vậy, với mức giá hiện tại, phần cổ tức 2011 chưa chi trả là VND2,000/cổ phiếu sẽ có thể đem lại tỷ suất cổ tức 9.7%. Tỷ lệ tiền mặt của SBT sẽ thấp hơn do mức chi trả cổ tức được tăng thêm (khoảng VND256 tỷ), tuy nhiên hiện nay Công ty vẫn chưa công bố thời gian chi trả cụ thể. Kế hoạch cổ tức năm 2012 dự kiến như thường lệ là VND2,000/cổ phiếu. Bên cạnh đó, công ty cũng cần một khoản tiền mặt để thực hiện ý định nâng cao quyền sở hữu chi phối trong BHS, hiện SBT đang sở hữu 22.72%. Công ty đã đăng ký bán toàn bộ cổ phiếu STB (7.5 triệu cổ phiếu) từ ngày 16/4 đến 15/6/2012. Ngoài ra, công ty cũng có dự định bán toàn bộ cổ phiếu SCR (4 triệu cổ phiếu) và đăng ký bán cổ phiếu quỹ, mặc dù thời gian thực hiện cụ thể chưa được công bố, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ sớm thực hiện các giao dịch trên nhờ giá thị trường của các cổ phiếu đang ở mức có lợi cho việc thanh toán và ghi nhận lợi nhuận. Hoạt động thanh lý trên có thể đem lại lợi nhuận ước tính khoảng hơn VND100 tỷ và dòng tiền thu về dự kiến khoảng VND520 tỷ. Chúng tôi kỳ vọng, mặc dù số dư tiền mặt cuối 2011 còn thấp nhưng với dòng tiền mới này, SBT sẽ đủ để tài trợ cho việc chi trả cổ tức và mua thêm cổ phần từ BHS. Bên cạnh đó, Công ty cũng sẽ không phát hành trái phiếu chuyển đổi trong thời gian tới.

Doanh mục đầu tư của SBT

	Khối lượng	Giá vốn	Dự phòng tại 31/12/2011 (VND'tỷ)	Giá CP 13/4/2012	Chênh lệch ước tính (VND'tỷ)
Cổ phiếu quỹ	14,000,000	12,600		18,000	76
STB	7,500,000	14,200		25,500	85
SCR	4,000,000	7,500	(7)	12,800	21

Nguồn: SBT, SBS dự phóng

SBT tạm ngưng đầu tư vào các dự án bất động sản. (i) Với kết quả kinh doanh không đạt hiệu quả của Khu Công Nghiệp Bourbon An Hòa (BAC), SBT dự kiến chuyển nhượng toàn bộ cổ phần tại BAC và sử dụng khoản tiền thu được sử dụng đầu tư cho hoạt động kinh doanh chính. Tính đến ngày 31/12/2012, công ty đã giải ngân VND487 tỷ cho dự án này, bao gồm vốn đầu tư là VND245 tỷ, vốn cho vay là VND190 tỷ, khoản phải thu là VND52 tỷ từ việc bán cổ phiếu BAC cho Thành Thành Công (ii) SBT đã bắt đầu khởi công xây dựng Trung tâm thương mại Espace Bourbon Tây Ninh, công ty đã công bố chỉ góp đất (không đầu tư tiền mặt) cho hoạt động đầu tư này. Dự án được chia thành 3 block, và Sacombank chịu trách nhiệm cho việc phát triển block A, nhằm mục đích sử dụng làm văn phòng cho thuê. Dự kiến hoàn thành vào giữa năm 2013 với tổng đầu tư đạt VND80 tỷ.

Duy trì khuyến nghị THU LỢI NHUẬN với giá mục tiêu 12 tháng được điều chỉnh là VND16,500. Trên cơ sở cơ cấu lại danh mục đầu tư, hoạt động tài chính có thể đóng góp lớn vào lợi nhuận trước thuế năm 2012. Trong báo cáo cập nhật ngày 15/2/2012, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng năm 2012 đạt VND366 tỷ và giá mục tiêu là VND14,800/cổ phiếu, được xác định dựa trên hoạt động kinh doanh chính của Công ty, không tính đến những khoản thu nhập tài chính từ hoàn nhập dự phòng hoặc thanh toán cổ phiếu. Nhận định của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng của ngành đường cũng như tiềm năng hoạt động kinh doanh chính của SBT vẫn không có gì thay đổi so với báo cáo trước. Tuy nhiên, do lợi nhuận tài chính ước tăng thêm khoảng VND124 tỷ, nên LNST 2012 sẽ khả quan hơn so với ước tính trước đó (+25%) và đạt VND456 tỷ đồng (-16% y-o-y). Loại trừ khoản lợi nhuận bất thường, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận duy trì ổn định trong khoảng VND400 – 450 tỷ/năm trong giai đoạn 2012 – 2016. Do đó, giá trị hợp lý của SBT được xác định tại VND16,800/cổ phiếu, theo kết quả kết hợp của mô hình định giá sau: FCFF (70% tỷ trọng), P/E (20% tỷ trọng, P/E là 5x) và P/B (10% tỷ trọng, P/B là 0.9x). Giá mục tiêu mới của chúng tôi cao hơn 13.5% so với giá mục tiêu cũ nhưng thấp hơn 19% so với giá hiện hành (VND20,700). Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **THU LỢI NHUẬN**, nhà đầu tư có thể tích lũy tại mức giá thấp hơn.

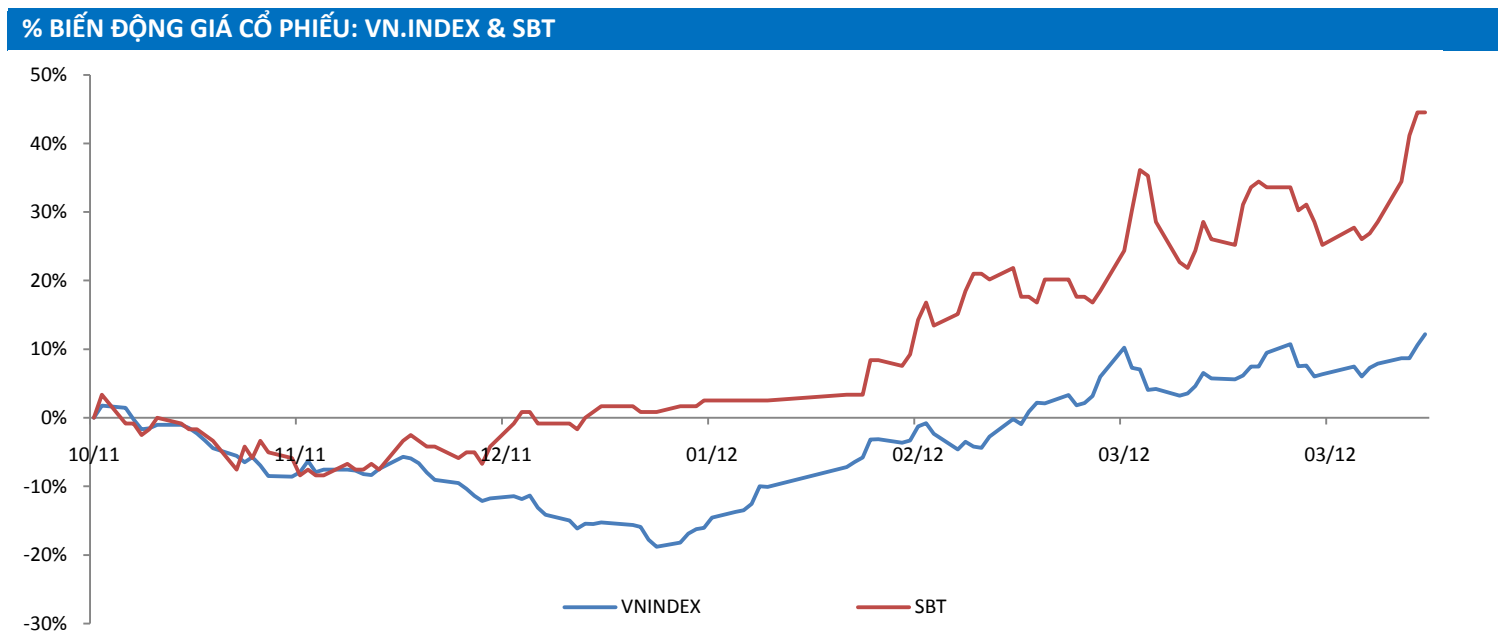
Tại Đại hội cổ đông thường niên, Công ty cũng đã thông qua thông qua các vấn đề sau:

- Đổi tên SBT.** Theo thỏa thuận với Tập đoàn Bourbon, SBT có quyền sử dụng tên hiện tại thêm hai năm sau khi Bourbon Group thoái vốn vào cuối năm 2010. Do vậy, Công ty sẽ phải thay đổi tên trong năm nay.
- Tăng tỷ lệ sở hữu tối thiểu từ 5% lên 10% cho một cổ đông (hoặc nhóm cổ đông)** để thực hiện các quyền sau đây: (i) triệu tập đại hội cổ đông và (ii) đề cử các ứng cử viên cho Hội đồng quản trị và Ban kiểm soát.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'triệu)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tài sản	2,537,260	2,480,792	2,077,140	2,315,424
Tài sản ngắn hạn	1,403,731	1,253,891	830,186	1,010,219
Tài sản dài hạn	1,133,529	1,226,901	1,246,954	1,305,205
Tài sản cố định	664,468	658,000	643,030	652,896
Đầu tư dài hạn	363,684	468,107	499,672	545,438
Nguồn vốn	2,537,260	2,480,792	2,077,140	2,315,424
Nợ phải trả	715,384	671,811	288,960	527,335
Nợ ngắn hạn	689,193	646,945	263,699	502,828
Nợ dài hạn	26,191	24,866	25,261	24,507
Vốn chủ sở hữu	1,821,876	1,808,981	1,788,179	1,788,089
Nguồn vốn	1,832,351	1,803,306	1,786,960	1,786,630
Vốn điều lệ	1,419,258	1,419,258	1,419,258	1,419,258
Thặng dư vốn	-	-	-	-
LN chưa phân phối	389,614	349,868	447,763	460,576

KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'triệu)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tổng doanh thu	546,346	468,681	425,769	612,188
Doanh thu thuần	546,346	468,042	425,065	610,853
COGS	346,171	325,367	320,784	454,615
Lợi nhuận gộp	200,175	142,675	104,281	156,238
Thu nhập tài chính	21,070	44,458	15,351	48,036
Chi phí tài chính	12,365	49,804	9,008	36,660
<i>Lãi vay phải trả</i>	7,240	19,203	11,471	10,751
Chi phí bán hàng	5,472	7,038	5,085	7,756
Chi phí quản lý	8,493	7,798	8,139	13,957
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	194,915	122,493	97,400	145,902
Thu nhập khác	866	4,471	331	1,824
Chi phí khác	203	3,997	-	1,256
Tổng LN trước thuế	195,578	122,967	97,731	146,470
Chi phí thuế TNDN	11,517	7,491	3,756	1,067
Lợi nhuận sau thuế	184,061	126,278	86,300	149,009
Lợi nhuận ròng	184,061	126,278	86,300	149,009

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	QII-11	QIII-11	QIV-11
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	178.5%	6.9%	95.6%
Lợi nhuận gộp	184%	-37%	77%
Lợi nhuận ròng	210%	-41%	77%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	30.5%	24.5%	25.6%
EBIT biên	30.4%	25.7%	25.7%
Lợi nhuận ròng biên	27.0%	20.3%	24.4%
ROA (4Q)	24.6%	21.3%	23.2%
ROE (4Q)	30.3%	26.7%	30.3%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	41	17	27
Số ngày tồn kho	135	63	56
Số ngày phải trả	8	27	6
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện hành	1.9	3.1	2.0
Thanh toán nhanh	1.2	2.3	1.5
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.0	0.2
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	37.3%	16.2%	29.5%
Tổng nợ/Tổng tài sản	27.1%	13.9%	22.8%
Tổng tài sản/Vốn chủ	137.6%	116.2%	129.6%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE			5.4
EPS (VND/CP)	3805	3389	3845



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 lần đầu	17/06/2011	MUA	VND15,000	VND 10,600
Báo cáo cập nhật	04/08/2011	MUA	VND16,800	VND 11,600
Báo cáo cập nhật	15/02/2012	THU LỢI NHUẬN	VND14,800	VND 14,400

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

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 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