

**CTCP ĐƯỜNG BIÊN HÒA**

Mía đường

**MUA**
**Giá mục tiêu 21,700**

Giá mục tiêu cũ 21,700

Giá hiện hành 18,400

**Nguyen Hoang Bich Ngoc**  
 ngoc.nhb@sbsc.com.vn  
 Ext: 8854

**Le Thi Khanh An**  
 an.ltk@sbsc.com.vn  
 Ext: 8857

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

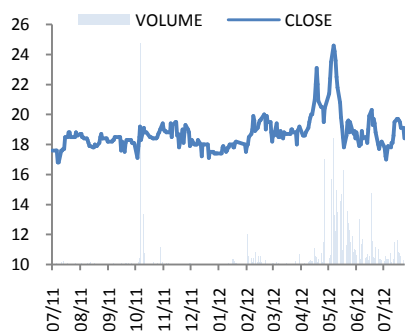
Mã chứng khoán	<b>BHS</b>
SLCP đang lưu hành (triệu)	30
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	551.9
Giá cao/thấp 52 tuần	22.6 15.2
KLGD trung bình 3 tháng	49,649
Hệ số Beta	1.5
Sở hữu nước ngoài (%)	0.4

**CỔ ĐÔNG LỚN**

Bourbon Tay Ninh Sugar	22.7%
Vinasugar II Co, Ltd.	11.3%
Thai Thi Thanh Tuyen	6.2%

**BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU**

	3M	6M	12M
Tương đối (%)	-12%	3%	-1%
Tuyệt đối	(2.5)	0.6	(0.1)


**Kết quả thực tế 6T12 không khác biệt so với kết quả sơ bộ**

Trong Q2/12, công ty ghi nhận doanh thu 692 tỷ đồng (+40% y-o-y) và lợi nhuận trước thuế 14 tỷ đồng. So với cùng kỳ, LNST quý 2/2012 tăng gấp 2 lần, đạt 12 tỷ đồng. Sản lượng tiêu thụ cao hơn và chi phí lãi vay giảm là yếu tố quan trọng mang lại sự tăng trưởng như vậy. Trong 6 tháng đầu năm, BHS đã tạo ra 1,383 tỷ đồng doanh thu (+25% y-o-y) và 51 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (+8% y-o-y), tức là đã hoàn thành 48% và 32% mục tiêu doanh thu và mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2012. Những con số thực tế ở trên khá sát với số liệu sơ bộ được công bố vào ngày 06/7/2012, duy chỉ có doanh thu bán hàng thực tế cao hơn 8%.

**Duy trì dự phóng lợi nhuận năm 2012.** Chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu của BHS năm 2012 ước đạt 2,798 tỷ đồng (+9% y-o-y) với mức giá bán bình quân thấp hơn và sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ. Tuy nhiên, phần lớn sản lượng tăng thêm sẽ đến từ hoạt động mua bán đường với tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với hoạt động sản xuất chính. Sản lượng đường thương mại đạt khoảng 13,370 tấn trong 6 tháng đầu năm 2012, hoàn thành 76% mục tiêu năm. Giá bán bình quân giảm đã kéo doanh thu hoạt động kinh doanh chính giảm. Mặt khác, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế ước đạt 167 tỷ đồng với kỳ vọng thu nhập tài chính sẽ khả quan hơn, do chi phí lãi vay trong 6 tháng đầu năm 2012 thấp hơn so với ước tính ban đầu. Dự phóng của chúng tôi về lợi nhuận sau thuế vẫn đứng tại mức 145 tỷ đồng (tương đương với kết quả năm 2011).

**Khuyến nghị MUA tại mức giá mục tiêu không đổi 21,700 đồng.** Chúng tôi vẫn duy trì mức giá mục tiêu không đổi tại 21,700 đồng, với P/E chốt tại 4.5 lần (chiết khấu 10% so với PE trung bình ngành do thanh khoản của cổ phiếu thấp) và EPS năm 2012 là 4,821 đồng. Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 18% so với giá hiện hành là 18,400 đồng. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BHS.

**Kết thúc năm tài chính**

31/12	FY09	FY10	FY11	FY12F	mục tiêu BHS
Doanh thu	1,189	2,005	2,565	2,798	2,880
Lợi nhuận trước thuế	128	166	160	167	162
Lợi nhuận sau thuế	120	146	147	145	-
% tỷ lệ tăng trưởng		21%	1%	-2%	
EPS (VND)	6,480	7,871	4,908	4,821	
Cổ tức (VND)	2,500	3,500	3,500	2,000	
Tỷ suất cổ tức	10%	11%	20%	11%	
Giá trị sổ sách (VND)	23,124	27,023	18,821	23,508	
ROA	16%	15%	13%		
ROE	32%	31%	28%	20%	
P/E (x)	3.8	4.0	3.5	3.8	
P/BV (x)	1.1	1.2	0.9	0.8	

Nguồn: BHS và SBS dự phóng

## KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2012

SBS Investment gateway

tỷ đồng	2Q12	2Q11	y-o-y	q-o-y	1H12	1H11	y-o-y	Nhận định quý 2/2012 (y-o-y)
<b>Doanh thu</b>	692	496	40%	0%	1,383	1,108	25%	Doanh thu cải thiện chủ yếu do sản lượng tiêu thụ tăng 41% - 42% (từ 26,300 tấn tăng lên 37,280 tấn).
<b>Lợi nhuận gộp</b>	43	44	-3%	-21%	97	126	-23%	
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	6.2%	8.9%			7.0%	11.4%		<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động sản xuất đường (chiếm 55% và 69% trên tổng doanh thu tương ứng trong quý 2/2011 và 2/2012) giảm từ 8.7% xuống 7.4% do giá bán bình quân giảm.</li> <li>Tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động khác (chiếm 8% và 5% trên doanh thu tương ứng trong quý 2/2011 và 2/2012) cũng giảm về 12% (so với mức 45% trong quý 2/2011).</li> </ul>
<b>Tỷ lệ chi phí hoạt động</b>	3.3%	2.4%			3.7%	3.5%		
<b>Lợi nhuận tài chính</b>	(6.4)	(28.2)			6	(40)		Chi phí lãi vay giảm mạnh (từ 30 tỷ đồng giảm còn 7.6 tỷ đồng), do các khoản vay ngắn hạn đã được thu hẹp (trung bình, từ 582 tỷ đồng giảm xuống 222 tỷ đồng), điều này đã được dự đoán trước vì (i) hạn chế nguyên liệu hàng tồn kho và (ii) chính sách bán hàng thay đổi ảnh hưởng đến thanh toán trả trước và giá bán thấp hơn.)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	14	4.3	3.2x	-64%	51	47	8%	
<b>Thuế suất</b>	14%	10%			13%	10%		Thuế suất cho hoạt động sản xuất tăng từ 7.5% (2011) lên 15% (2012).
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	12	3.9	3.0x	-64%	44	43	4%	
<b>Tỷ suất lợi nhuận ròng</b>	1.7%	0.8%			3.2%	3.8%		

Nguồn: BHS, SBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
<b>Tổng tài sản</b>	<b>884.7</b>	<b>1,015.2</b>	<b>1,281.7</b>
Tài sản ngắn hạn	532.6	618.0	752.9
Tài sản dài hạn	352.1	397.2	528.9
Tài sản cố định	263.8	277.5	406.5
Đầu tư dài hạn	34.4	29.2	30.8
<b>Nguồn vốn</b>	<b>884.7</b>	<b>1,015.2</b>	<b>1,281.7</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>456.2</b>	<b>514.4</b>	<b>733.2</b>
Nợ ngắn hạn	331.8	399.3	628.1
Nợ dài hạn	124.4	115.2	105.1
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>428.5</b>	<b>500.8</b>	<b>548.5</b>
Nguồn vốn	425.5	496.7	548.5
Vốn điều lệ	185.3	185.3	300.0
Thặng dư vốn	154.5	154.5	39.8
LN chưa phân phối	53.0	103.4	125.5

INCOME STATEMENT (VND bn)

	2009	2010	2011
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,189.4</b>	<b>2,004.5</b>	<b>2,564.6</b>
Giá vốn hàng bán	1,027.6	1,755.8	2,295.0
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>161.9</b>	<b>248.7</b>	<b>269.7</b>
Lợi nhuận tài chính	13.6	17.8	35.0
Chi phí tài chính	3.3	46.4	80.4
Chi phí lãi vay	17.8	42.5	72.2
Chi phí bán hàng	18.8	26.0	32.7
Chi phí quản lý DN	25.5	28.6	42.4
<b>LN thuần từ HĐKD</b>	<b>127.9</b>	<b>165.5</b>	<b>149.1</b>
Lợi nhuận khác	0.3	4.8	11.4
Chi phí khác	0.0	4.6	0.5
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>128.1</b>	<b>165.7</b>	<b>160.0</b>
Thuế TNDN	8.0	19.8	12.8
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>120.1</b>	<b>145.9</b>	<b>147.2</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>120.1</b>	<b>145.9</b>	<b>147.2</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh</b>			
Tiền thu bán hàng, cung cấp dịch vụ và doanh thu	1,219.5	2,181.0	2,726.7
Tiền chi trả cho người cung cấp	(991.4)	(1,401.0)	(1,730.7)
Tiền chi trả lãi vay	(16.3)	(42.4)	(76.8)
Tiền thu khác từ hoạt động kinh doanh	2,126.2	3,846.1	460.3
Tiền chi khác từ hoạt động kinh doanh	(2,304.8)	(4,350.1)	(1,108.9)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động SX-KD	(15.3)	146.8	164.7
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư</b>			
Tiền thu từ thanh lý và nhượng bán TSCĐ	0.0	4.7	2.0
Tiền chi góp vốn đầu tư vào đơn vị khác	(1.2)	(26.3)	(1.9)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(25.5)	(40.0)	(105.5)
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính</b>			
Tiền vay ngắn hạn và dài hạn đã nhận được	624.6	973.6	1,440.3
Tiền chi trả nợ gốc vay	(498.7)	(1,044.6)	(1,316.9)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	107.5	(133.5)	60.8
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	66.6	(26.7)	120.0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>19.6</b>	<b>86.1</b>	<b>58.8</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>86.1</b>	<b>58.8</b>	<b>178.8</b>

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2009	2010	2011
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)</b>			
Doanh thu	50.5%	68.5%	27.9%
Lợi nhuận gộp	221.7%	53.6%	8.4%
Lợi nhuận ròng	377.5%	21.5%	0.9%
Tổng tài sản	47.8%	14.7%	26.3%
Vốn chủ sở hữu	28.5%	16.7%	10.4%
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>			
Lợi nhuận gộp biên	13.6%	12.4%	10.5%
EBIT biên	12.3%	10.4%	9.1%
Lợi nhuận trước thuế biên	10.8%	8.3%	6.2%
Lợi nhuận ròng biên	10.1%	7.3%	5.7%
ROA	13.6%	14.4%	11.5%
ROE	28.2%	29.4%	26.8%
<b>Phân tích Dupont</b>			
Lợi nhuận ròng biên (1)	10.1%	7.3%	5.7%
Vòng quay tài sản (2)			
Đòn bẩy (3)	207.9%	204.4%	233.7%
ROE = (1)x(2)x(3)	28.2%	29.4%	26.8%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>			
Số ngày phải thu	25.1	7.8	6.7
Số ngày tồn kho	71.5	62.2	53.0
Số ngày phải trả	2.6	10.3	21.0
Vòng quay tài sản	1.3	2.0	2.0
Vòng quay tài sản dài hạn	3.4	5.0	4.8
Vòng quay tài sản cố định	4.5	7.2	6.3
<b>Hệ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	1.6	1.5	1.2
Thanh toán nhanh	1.0	0.8	0.7
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	0.3
<b>Cơ cấu vốn</b>			
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	107.2%	103.6%	133.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	51.6%	50.7%	57.2%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	207.9%	204.4%	233.7%
<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>			
PE	2.95	2.43	3.15
PBV	0.83	0.71	1.04
PS	0.30	0.18	0.18
EPS (đồng/CP)	6,480	7,871	6,068
Doanh thu/CP (đồng/CP)	64,185	108,168	105,694
Giá trị sổ sách (đồng/CP)	22,959	26,801	18,285

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

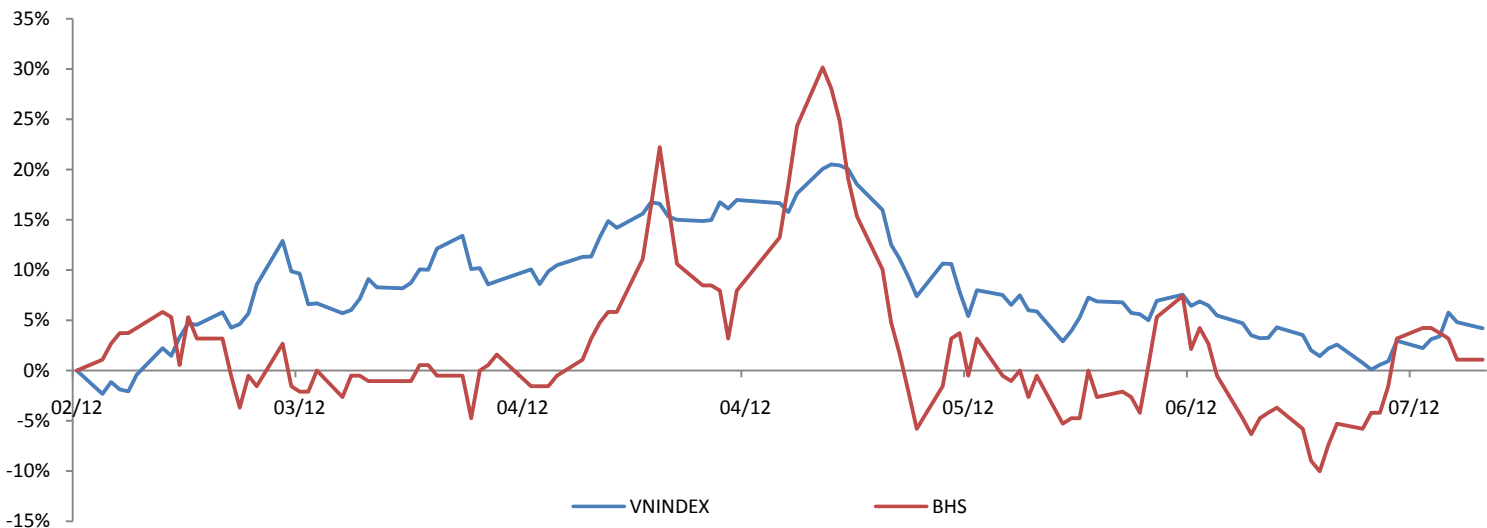
	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,356.2</b>	<b>1,281.7</b>	<b>1,256.3</b>	<b>1,099.2</b>
Tài sản ngắn hạn	857.6	769.8	740.9	571.7
Tài sản dài hạn	498.6	512.0	515.4	527.5
Tài sản cố định	364.8	406.5	406.7	412.5
Đầu tư dài hạn	29.6	30.8	9.0	9.0
<b>Nguồn vốn</b>	<b>1,356.2</b>	<b>1,281.7</b>	<b>1,256.3</b>	<b>1,099.2</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>824.1</b>	<b>733.2</b>	<b>675.7</b>	<b>556.3</b>
Nợ ngắn hạn	695.7	628.1	569.8	441.7
Nợ dài hạn	128.4	105.1	105.9	114.5
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>532.1</b>	<b>548.5</b>	<b>580.5</b>	<b>542.9</b>
Nguồn vốn	532.1	548.5	580.5	542.9
Vốn điều lệ	185.3	300.0	300.0	300.0
Thặng dư vốn	154.5	39.8	39.8	39.8
LN chưa phân phối	109.1	125.5	157.5	90.1

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

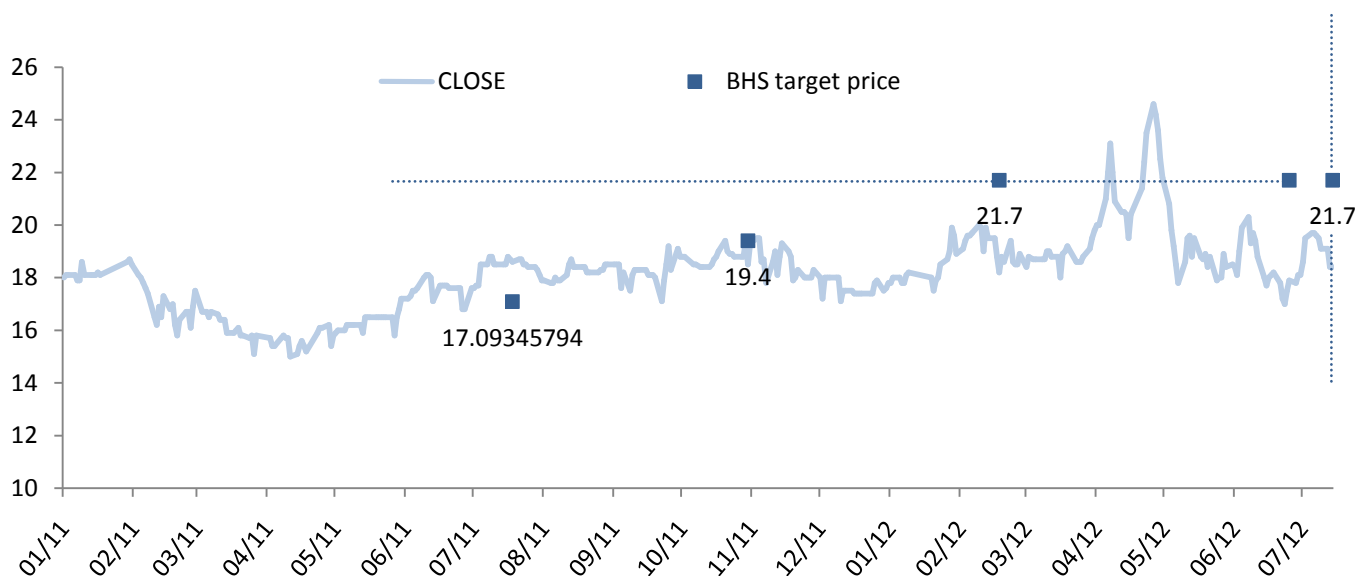
	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>518.2</b>	<b>939.1</b>	<b>690.9</b>	<b>692.6</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>517.9</b>	<b>938.7</b>	<b>690.5</b>	<b>692.2</b>
Giá vốn hàng bán	450.2	862.6	636.4	649.2
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>67.7</b>	<b>76.1</b>	<b>54.1</b>	<b>43.0</b>
Lợi nhuận tài chính	3.0	16.4	17.7	1.3
Chi phí tài chính	16.3	8.5	5.7	7.8
Chi phí lãi vay	18.4	7.5	7.7	7.6
Chi phí bán hàng	5.5	11.8	19.2	14.0
Chi phí quản lý DN	7.4	11.9	9.1	8.9
<b>LN thuần từ HĐKD</b>	<b>41.6</b>	<b>60.2</b>	<b>37.8</b>	<b>13.6</b>
Lợi nhuận khác	0.8	10.5	0.4	0.1
Chi phí khác	0.1	0.4	0.4	0.1
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>42.4</b>	<b>70.3</b>	<b>37.7</b>	<b>13.5</b>
Thuế TNDN	4.7	3.2	5.0	1.9
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>37.7</b>	<b>67.0</b>	<b>32.7</b>	<b>11.7</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>37.7</b>	<b>67.0</b>	<b>32.7</b>	<b>11.7</b>

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)</b>				
Doanh thu	1.5%	44.4%	12.8%	39.6%
Lợi nhuận gộp	1%	0%	-34%	-3%
Lợi nhuận ròng	5%	13%	-15%	202%
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>				
Lợi nhuận gộp biên	13.1%	8.1%	7.8%	6.2%
EBIT biên	11.7%	8.3%	6.6%	3.1%
Lợi nhuận ròng biên	7.3%	7.1%	4.7%	1.7%
ROA (4Q)	10.3%	10.4%	10.4%	11.9%
ROE (4Q)	27.3%	28.1%	26.2%	27.1%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>				
Số ngày phải thu	11	5	5	14
Số ngày tồn kho	112	35	57	31
Số ngày phải trả	44	14	34	1
<b>Hệ số thanh toán</b>				
Thanh toán hiện hành	1.8	1.8	1.4	1.8
Thanh toán nhanh	0.4	0.7	0.6	0.8
Thanh toán tiền mặt	0.0	0.3	0.2	0.1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	154.9%	133.7%	116.4%	102.5%
Tổng nợ/Tổng tài sản	60.8%	57.2%	53.8%	50.6%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	254.9%	233.7%	216.4%	202.5%
<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>				
PE	2.5	2.8	3.3	3.5
EPS (đồng/CP)	7526	6881	5823	5496



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	20,000 đồng
Báo cáo cập nhật	29/07/2011	BÁN	29,500 đồng	32,100 đồng
Báo cáo cập nhật	10/11/2011	TRUNG LẬP	19,400 đồng	18,500 đồng
Báo cáo cập nhật	29/02/2012	TRUNG LẬP	21,700 đồng	18,800 đồng
Báo cáo cập nhật	06/07/2012	MUA	21,700 đồng	17,900 đồng
<b>Báo cáo cập nhật</b>	<b>26/07/2012</b>	<b>MUA</b>	<b>21,700 đồng</b>	<b>18,400 đồng</b>



## Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

**Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới

**Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới

**Thu 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

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

### PHÒNG PHÂN TÍCH

Tel: +84 (8) 6268 6868 (Ext: 8763)

Email: sbs.research@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