

CÔNG TY CỔ PHẦN BÁNH KẸO BIÊN HOÀ

TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG TỪ MỞ RỘNG CÔNG SUẤT

Báo cáo lần đầu

26/7/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi đánh giá BBC là một công ty tương đối tốt trong ngành bánh kẹo với tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm tương đối cao, biên lợi nhuận được cải thiện và tình hình tài chính lành mạnh. Sự hợp tác với Lotte của BBC đã tạo ra những lợi thế cho công ty về mặt nguồn vốn, công nghệ và thương hiệu. Trong thời gian tới, khi nhà máy tại Hưng Yên được hoàn thành sẽ nâng năng lực sản xuất của BBC lên gấp đôi và sẽ đóng góp vào sự tăng trưởng của BBC. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phần của BBC với mức giá kỳ vọng là **44.000** đồng/cổ phần.

Tốc độ tăng trưởng cao. Trong giai đoạn từ 2008 – 2011, BBC đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 22%/năm và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trung bình đạt 31%/năm. Trong năm 2011, BBC đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu là 27% và tốc độ tăng lợi nhuận sau thuế là 11%. Biên lợi nhuận gộp năm 2011 cũng đã có sự cải thiện đáng kể và đạt mức 29% trong khi con số này năm 2010 chỉ đạt 26,6%.

Tình hình tài chính lành mạnh. Trong bối cảnh nền kinh tế đang gặp khó khăn, nhiều công ty trong các lĩnh vực khác nhau đang gặp khó khăn về tiếp cận nguồn vốn hoặc phải chịu gánh nặng chi phí tài chính. Tuy nhiên, tình hình tài chính của BBC tương đối tốt với tỷ lệ nợ thấp (hệ số tổng nợ phải trả/tổng tài sản cuối năm 2011 là 27%) và các hệ số về khả năng thanh toán đều ở mức an toàn. Tại thời điểm cuối năm 2011, BBC không có các khoản nợ vay dài hạn và số dư nợ ngắn hạn chỉ là 876 triệu đồng.

Hỗ trợ từ vốn và công nghệ từ đối tác chiến lược nước ngoài. Sự hợp tác với Lotte, một trong những công ty bánh kẹo hàng đầu của Hàn Quốc đã hỗ trợ cho Bibica về công nghệ, vốn để mở rộng năng lực sản xuất, phát triển thêm sản phẩm mới, cũng như củng cố thương hiệu tốt hơn. Lotte hiện đang nắm giữ gần 39% cổ phần của Bibica. Sự hợp tác của Lotte và Bibica hiện đã tạo ra sản phẩm Lottepie, cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm bánh Chocopie của Orion.

Tiềm năng tăng trưởng khi nhà máy mới hoàn thành. Trong năm 2012, BBC đã phục hồi lại dây chuyền sản xuất Lottepie từ tháng 2 và dự kiến sẽ đóng góp vào doanh thu trong 9 tháng cuối năm. Đồng thời, BBC cũng đang đầu tư vào nhà máy mới tại Hưng Yên để mở rộng năng lực sản xuất. Một khi nhà máy Bibica Hưng Yên đi vào hoạt động, sản phẩm của BBC có thể tăng gấp đôi và tạo ra sự tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận.

Một số chỉ tiêu dự báo của BBC

Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu (tỷ VND)	627	788	1,000	1,350	1,756
EBITDA (tỷ VND)	86	86	92	96	117
EBIT (tỷ VND)	66	50	62	66	86
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	57	42	46	49	64
EPS (VND)	3,715	2,709	3,007	3,169	4,120
P/E (x)	5.3	7.3	6.6	6.2	4.8
P/B (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROA (%)	9%	6%	6%	7%	8%
ROE (%)	11%	8%	8%	8%	10%

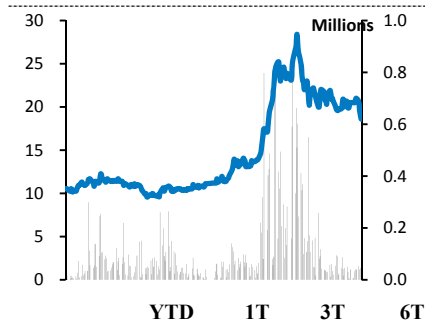
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	44.000
Giá thị trường (26/7/2012)	18.800
Khoảng giá 52 tuần	9.590 - 28.400
Khuyến nghị	MUA
Triển vọng 1 quý	Đi ngang
Triển vọng 1 năm	Tăng nhẹ
Triển vọng dài hạn	Tích cực



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BBC	87%	-11%	43%	6%
VN Index	19%	-4%	-6%	18%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	BBC
Reuters	BBC.HM
Bloomberg	BBCVN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Hàng hóa tiêu dùng
Lĩnh vực	Bánh kẹo
Vốn hóa	290
SL cổ phiếu lưu hành	15.420.782
KLGD bình quân 10 ngày	46.650

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phi Hùng

(84 4) 3928 8080 ext 607

nguyenphihung@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu khác	51%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	12%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	627	788	1,000	1,350	1,756
Giá vốn	441	578	710	986	1,281
Lợi nhuận gộp	186	210	290	365	474
Doanh thu tài chính	27	14	15	20	28
Chi phí tài chính	7	9	13	17	22
Lợi nhuận sau thuế	57	42	46	49	64

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	205	89	60	81	123
Các khoản phải thu ngắn hạn	43	78	230	125	163
Hàng tồn kho	71	117	121	182	237
Tài sản cố định hữu hình	367	401	344	462	423
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	14	11	5	5	5
Tổng tài sản	737	759	786	888	992
Nợ ngắn hạn	159	184	209	243	315
Nợ dài hạn	56	31	3	42	38
Vốn chủ sở hữu	522	545	574	602	639
Tổng nguồn vốn	737	759	786	888	992

Chỉ số tài chính

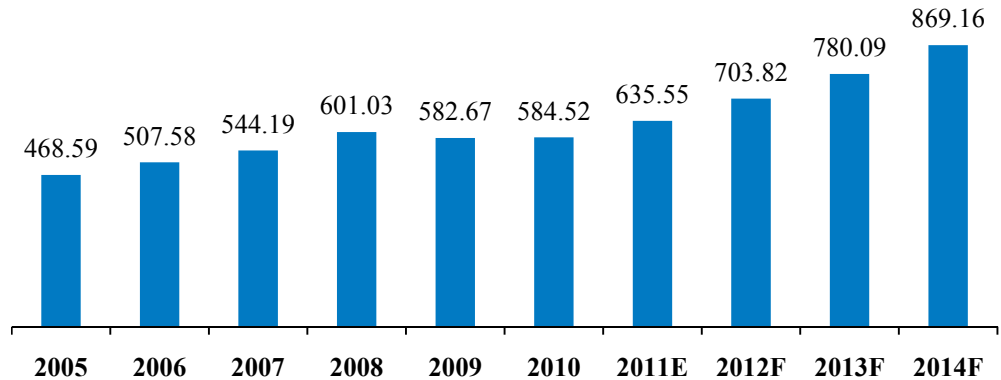
Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	15%	26%	27%	35%	30%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	175%	-27%	11%	5%	32%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	30%	27%	29%	27%	27%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9%	5%	5%	4%	4%
ROA (%)	9%	6%	6%	6%	7%
ROE (%)	11%	8%	8%	8%	10%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29%	28%	27%	32%	36%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	41%	39%	37%	47%	55%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3,715	2,709	3,007	3,169	4,181
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	33,823	35,314	37,242	39,053	41,442

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

TỔNG QUAN NGÀNH BÁNH KẸO VIỆT NAM

Tiềm năng tăng trưởng của thị trường bánh kẹo. Sản lượng bánh kẹo tại Việt Nam năm 2008 vào khoảng 476.000 tấn, đến năm 2012 sẽ đạt khoảng 706.000 tấn (theo ước tính của Công ty Tổ chức và điều phối IBA). Xét về doanh thu thì quy mô thị trường Việt Nam hiện đạt khoảng 635,5 triệu USD. Thị trường bánh kẹo Việt Nam có nhiều tiềm năng tăng trưởng với quy mô dân số lớn, cơ cấu dân số trẻ và tốc độ tăng thu nhập bình quân đầu người cao. Theo dự báo của BMI thì tốc độ tăng trưởng ngành bánh kẹo Việt Nam trong 3 năm tới (2012-2014) đạt khoảng 11%/năm.

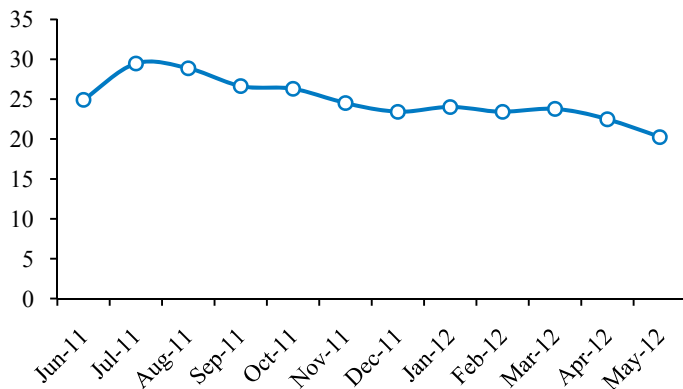
Doanh thu thị trường bánh kẹo Việt Nam (triệu USD)



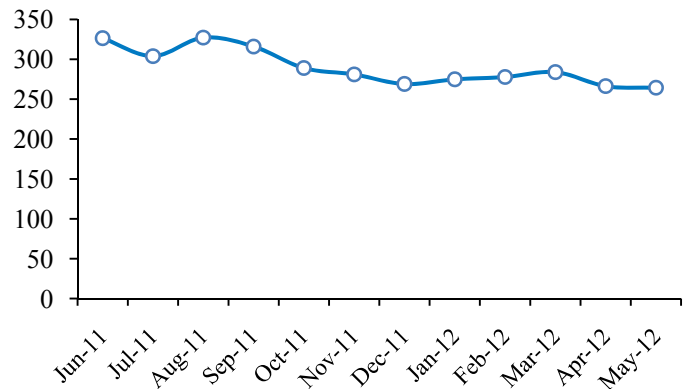
Nguồn: Tổng cục thống kê, BMI

Phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu. Nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu của ngành bánh kẹo chiếm tỷ trọng khá lớn, trong đó bột mì (nhập khẩu gần như toàn bộ), đường (nhập khẩu một phần). Chính vì vậy, sự biến động về giá của các nguyên vật liệu này trên thị trường thế giới và sự biến động của tỷ giá VND/USD sẽ gây ảnh hưởng lớn định đến giá thành sản phẩm bánh kẹo.

Giá đường thế giới (US cent/pound)

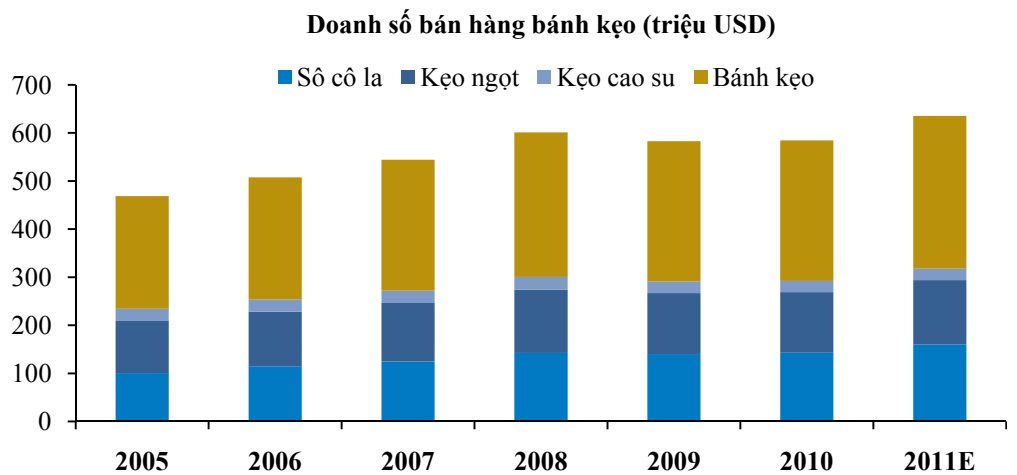


Giá bột mì thế giới (USD/tấn)



Nguồn: USDA News

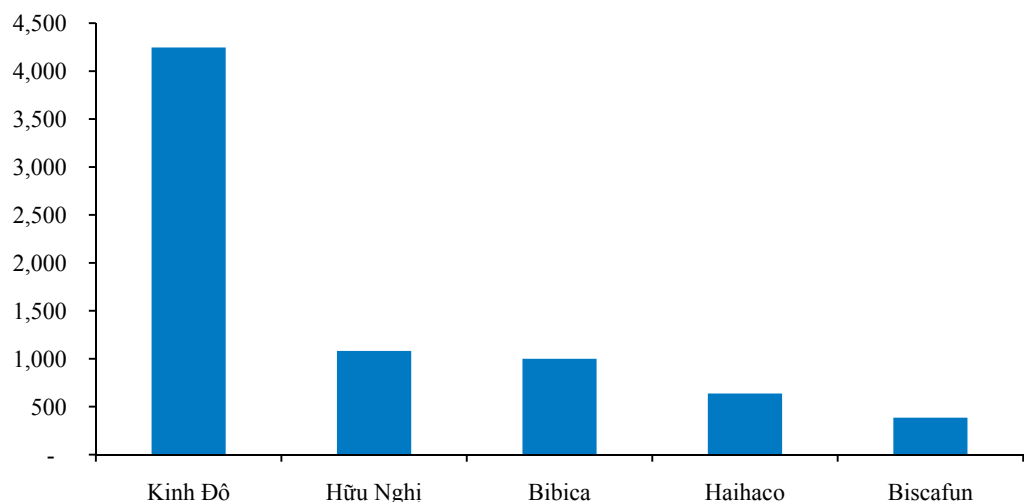
Thị trường tiêu thụ chính là thị trường nội địa. Thị trường tiêu thụ chính của các công ty bánh kẹo Việt Nam hiện nay chủ yếu là thị trường nội địa (chiếm khoảng 90%). Các sản phẩm phổ biến của thị trường chủ yếu là các loại kẹo, bánh quy, bánh bông lan, bánh trung thu, bánh chocolate.



Nguồn: Tổng cục thống kê, BMI

Cạnh tranh trong ngành bánh kẹo. Mức độ cạnh tranh trên thị trường bánh kẹo Việt Nam hiện nay khác gay gắt với khoảng 30 doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, trong đó có những tên tuổi lớn như Kinh Đô, Bibica, Bánh kẹo Hải Hà, và hàng trăm cơ sở sản xuất bánh kẹo nhỏ khác. Kinh Đô hiện là công ty có thị phần lớn nhất Việt Nam, chiếm tới khoảng 32% thị phần (xét theo doanh thu năm 2011). Thị trường tiêu thụ của các doanh nghiệp bánh kẹo Việt Nam chủ yếu là thị trường nội địa và hiện các doanh nghiệp bánh kẹo trong nước đang cung cấp khoảng 80% cho nhu cầu của thị trường và 20% còn lại là bánh kẹo nhập khẩu.

Doanh thu của một số công ty bánh kẹo năm 2011 (tỷ đồng)



Nguồn: BVSC tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN BÁNH KẸO BIÊN HOÀ

1. Sơ lược về công ty.

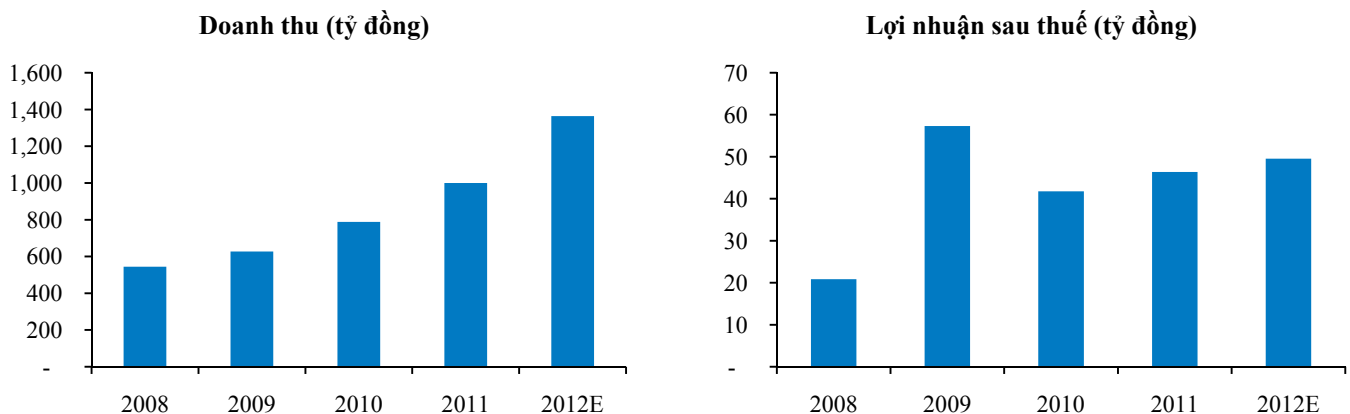
Công ty Cổ Phần Bánh Kẹo Biên Hòa được thành lập theo quyết định số 234/1998/QĐ-TTg ngày 01/12/1998 của Thủ Tướng Chính Phủ cổ phần hóa từ 3 phân xưởng: bánh, kẹo, nha thuộc Công ty Đường Biên Hòa. Ngành nghề kinh doanh chính của Bibica là kinh doanh các sản phẩm bánh kẹo, trong đó các sản phẩm chính của công ty là các loại kẹo, các loại bánh quy, bánh trung thu, bánh bông lan Hura, bánh Lottepie. BBC hiện có vốn điều lệ là 154 tỷ đồng.

2. Hoạt động sản xuất kinh doanh

Tốc độ tăng trưởng cao. Trong giai đoạn từ 2008 – 2011, BBC đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 22%/năm và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trung bình 31%/năm. Trong năm 2011,

BBC đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu là 27% và tốc độ tăng lợi nhuận sau thuế là 11%. Biên lợi nhuận gộp năm 2011 cũng đã có sự cải thiện đáng kể và đạt mức 29% trong khi con số này năm 2010 chỉ đạt 26,6%. Trong năm 2012, BBC đặt kế hoạch doanh thu là 1.353 tỷ đồng (tăng 35% so với năm 2011), và kế hoạch lợi nhuận sau thuế là 49,9 tỷ đồng (tăng 8% so với năm 2011).

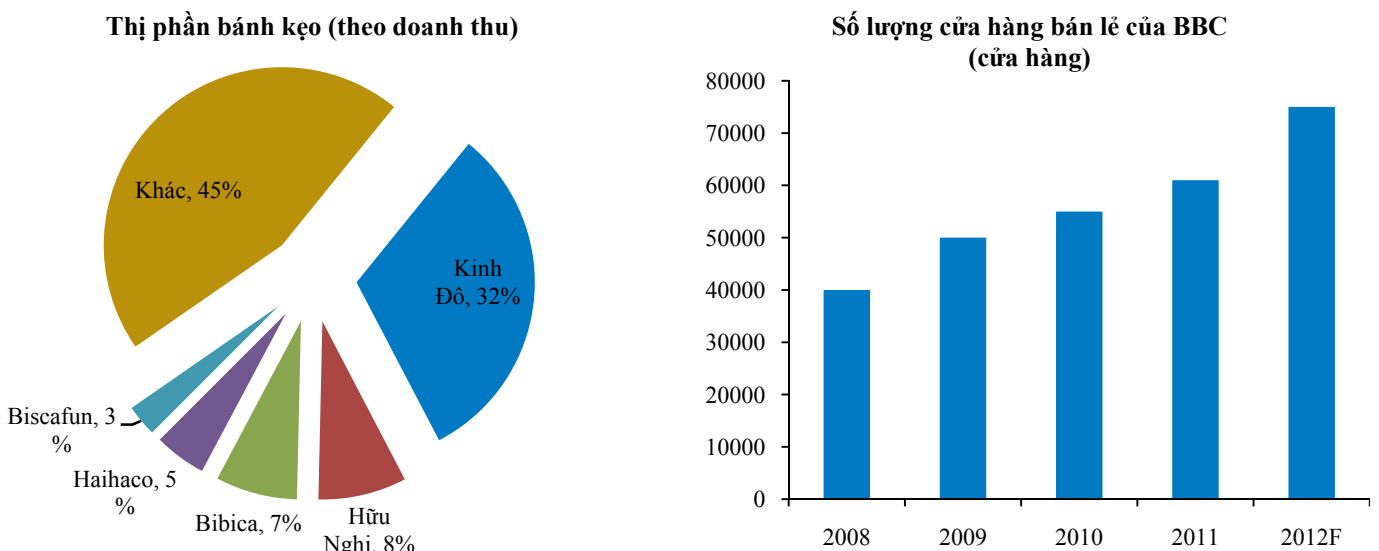
Doanh thu của BBC liên tục tăng trưởng mạnh từ năm 2009 đến nay là do công ty đã liên tục cơ cấu lại các sản phẩm, mở rộng năng lực sản xuất, phát triển hệ thống phân phối với các điểm bán lẻ. Đồng thời, khả năng bán hàng và thương hiệu cũng liên tục được nâng cao với sự hỗ trợ của Lotte (từ năm 2008), là cổ đông chiến lược của công ty và cũng là một công ty bánh kẹo nổi tiếng của Hàn Quốc.



Nguồn: BVSC, BBC

Thị phần của BBC. BBC hiện chiếm khoảng 7% thị phần bánh kẹo Việt Nam (tính theo doanh thu). Xét theo từng dòng sản phẩm, sản phẩm bánh bông lan Hura của BBC hiện chiếm tới 30% thị phần bánh bông lan; các sản phẩm bánh quy chiếm thị phần khoảng 20%. Thị phần bánh quy của Kinh Đô (công ty lớn nhất trong ngành) khoảng 45%.

Hầu hết các sản phẩm của BBC được phân phối thông qua hệ thống các đại lý bán lẻ. Trong những năm vừa qua, BBC đã tập trung phát triển hệ thống phân phối và hiện công ty đã đạt được 61.000 cửa hàng bán lẻ. Dự kiến, năm 2012, BBC sẽ tiếp tục nâng số lượng cửa hàng bán lẻ của mình lên 75.000 điểm bán lẻ và năm 2013 sẽ nâng lên 90.000 cửa hàng.



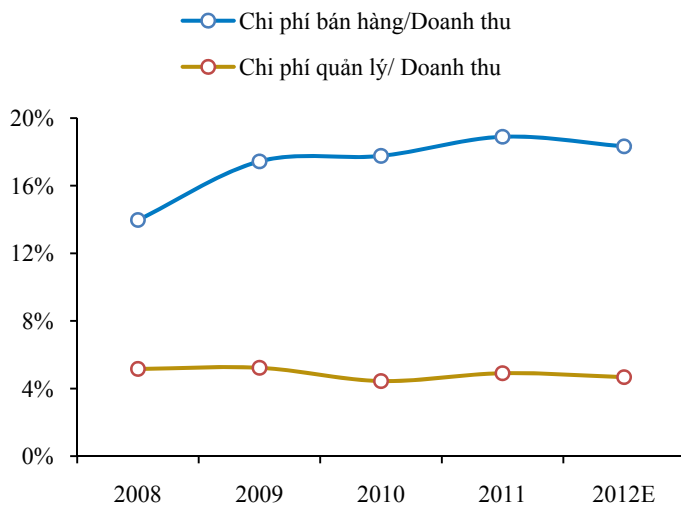
Nguồn: BVSC, BBC

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhưng chi phí bán hàng tăng cao. Kể từ năm 2009, BBC đã có sự cải thiện đáng kể về biên lợi nhuận gộp, chủ yếu do công ty cơ cấu lại các loại sản phẩm theo

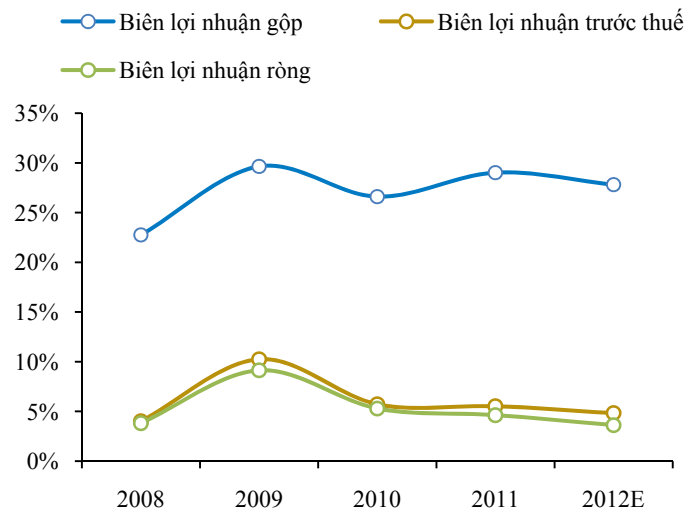
hướng duy trì và phát triển các sản phẩm có biên lợi nhuận cao, đồng thời loại bỏ các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận thấp. Biên lợi nhuận gộp của Công ty kể từ năm 2009 đến nay luôn duy trì ở mức từ 27% - 30%.

Tuy nhiên, do quá trình mở rộng các loại sản phẩm mới nên chi phí bán hàng của công ty cũng gia tăng đáng kể. Sản phẩm bánh chocopie mang thương hiệu Lottepie của BBC hiện vẫn chưa đem lại hiệu quả cao do chi phí bán hàng và quảng cáo cao khi đưa sản phẩm mới ra thị trường. Do vậy, mặc dù biên lợi nhuận gộp có cải thiện nhưng biên lợi nhuận ròng không thay đổi nhiều kể từ năm 2010 đến nay.

Chi phí bán hàng & Chi phí quản lý DN



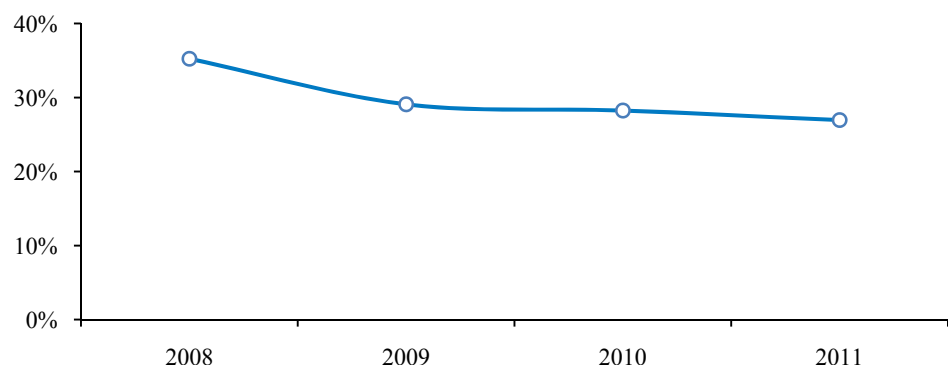
Biên lợi nhuận (%)



Nguồn: BVSC, BBC

Tình hình tài chính lành mạnh. Trong bối cảnh nền kinh tế đang gặp khó khăn, nhiều công ty trong các lĩnh vực khác nhau đang gặp khó khăn về tiếp cận nguồn vốn hoặc phải chịu gánh nặng chi phí tài chính. Tuy nhiên, tình hình tài chính của BBC tương đối tốt với tỷ lệ nợ thấp (hệ số tổng nợ phải trả/tổng tài sản cuối năm 2011 là 27%) và các hệ số về khả năng thanh toán đều ở mức an toàn. Tại thời điểm cuối năm 2011, BBC không có các khoản nợ vay dài hạn và số dư nợ ngắn hạn chỉ là 876 triệu đồng.

Tổng Nợ phải trả/Tổng tài sản



Nguồn: BBC, BVSC

Hỗ trợ từ vốn và công nghệ từ đối tác chiến lược nước ngoài. Sự hợp tác với Lotte, một trong những công ty bán kẹo hàng đầu của Hàn Quốc đã hỗ trợ cho Bibica về công nghệ, vốn để mở rộng năng lực sản xuất, phát triển thêm sản phẩm mới, cũng như củng cố thương hiệu tốt hơn. Lotte hiện đang nắm giữ gần 39% cổ phần của Bibica. Sự hợp tác của Lotte và Bibica hiện đã tạo ra sản phẩm Lottepie, cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm bánh Chocopie của Orion. Hiện nay, Lotte đã giúp BBC thực hiện xây dựng nhà máy bánh kẹo Bibica Miền Đồng giai đoạn 2 (Bình

Dương) và Bibica Miền Bắc (Hưng Yên), góp phần giúp Bibica mở rộng và nâng cao năng lực sản xuất.

Nâng cao năng lực sản xuất. Năm 2011, dây chuyền sản xuất LottePie tại Bình Dương bị cháy gây thiệt hại khoảng 155 tỷ đồng, ảnh hưởng đến năng lực sản xuất và doanh thu của BBC trong năm 2011 (thiệt hại về doanh thu khoảng 166 tỷ đồng). PVI sẽ bồi thường cho BBC khoảng 90% giá trị thiệt hại. Trong năm 2012, BBC đã phục hồi lại dây chuyền sản xuất Lottepie từ tháng 2 và dự kiến sẽ đóng góp vào doanh thu trong 9 tháng cuối năm 2012. Đồng thời, BBC cũng đang đầu tư vào nhà máy mới tại Hưng Yên để mở rộng năng lực sản xuất. Dự kiến năm 2012, BBC sẽ đầu tư 1 dây chuyền sản xuất bánh và năm 2014 sẽ đầu tư thêm một dây chuyền nữa.

3. Triển vọng năm 2012

Trong năm 2012, BBC đặt kế hoạch doanh thu là 1.353 tỷ đồng (tăng 35% so với năm 2011), và kế hoạch lợi nhuận sau thuế là 49,9 tỷ đồng (tăng 8% so với năm 2011). Theo dự báo của chúng tôi thì BBC có thể đạt khoảng 48,8 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế năm 2012, tương đương với EPS là 3.169 đồng/cổ phần.

Trong năm 2012, BBC đã khôi phục lại dây chuyền sản xuất bánh Lotte pie bị cháy tại nhà máy Bibica Bình Dương và có thể bắt đầu đi vào sản xuất từ quý 2/2012. Đồng thời, trong năm 2012 công ty cũng đầu tư 1 dây chuyền sản xuất bánh tại nhà máy Bibica Miền Bắc (Hưng Yên) giai đoạn 1. Những dây chuyền sản xuất mới này sẽ đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và sản lượng của BBC trong năm 2012.

Trong năm 2012, BBC cũng đang được hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào đang giảm (so với năm 2011). Hiện nay giá bột mì thế giới đã giảm khoảng 4% so với thời điểm đầu năm. Tuy nhiên, giá bán của BBC cũng khó có thể tăng lên so với năm 2011 do nền kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn giảm phát, do vậy chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của BBC sẽ không còn giữ được ở mức cao như năm 2011 (29%), mà sẽ giảm xuống còn khoảng 27%. Tăng trưởng doanh thu của BBC trong năm 2012 sẽ chủ yếu do tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ.

Một số chỉ tiêu dự báo năm 2012	2011	2012E	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	1.000	1.350	35%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	46,4	48,9	5%
Số lượng đại lý (cửa hàng)	61.000	75.000	23%

4. Định giá cổ phần

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF (FCFF và FCFE) để định giá cổ phần BBC, kết quả định giá của chúng tôi cho thấy giá hợp lý của cổ phần BBC ở mức 44.000 đồng/cổ phần.

Kết quả định giá		
Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá kỳ vọng
FCFE	50%	41.717
FCFF	50%	46.097
Giá bình quân		44.000

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi đánh giá BBC là một công ty tương đối tốt trong ngành bánh kẹo với tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm tương đối cao, biên lợi nhuận được cải thiện và tình hình tài chính lành mạnh. Sự hợp tác với Lotte của BBC đã tạo ra những lợi thế cho công ty về mặt nguồn vốn, công nghệ và thương hiệu. Trong thời gian tới, khi nhà máy tại Hưng Yên được hoàn thành sẽ nâng năng lực sản xuất của BBC lên gấp đôi và sẽ đóng góp vào sự tăng trưởng của BBC. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phần của BBC với mức giá kỳ vọng là **44.000 đồng/cổ phần**.



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Phi Hùng

nguyenphihung@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn