

BBC CTCP BÁNH KẸO BIÊN HÒA
Bánh kẹo
TRUNG LẬP

Giá mục tiêu **16,300**
Giá mục tiêu cũ 16,700
Giá hiện hành 18,200

Lê Trung Hiếu
hieut.l@sbbs.com.vn
Ext: 8874

Lương Thị Thảo, CFA
thao.l@sbbs.com.vn
Ext: 8878

Khó đạt mục tiêu tăng trưởng

BIBICA đánh cược vào 6 tháng cuối năm 2012.

Hoạt động kinh doanh của BIBICA trong quý 2/2012 khá trầm lắng, doanh thu không cao như kỳ vọng chỉ đạt 174 tỷ đồng (-1.3% y-o-y). Dòng sản phẩm Lotte Pie, được xem là động lực quan trọng nhằm thúc đẩy tăng trưởng của doanh thu, lại tạo ra doanh thu rất thấp. Tỷ suất lợi nhuận gộp lại có sự trượt dốc nghiêm trọng, giảm 30.5% y-o-y. Công ty có đề cập đến một số yếu tố gây ảnh hưởng trong phần giải trình. Nếu không có sự ảnh hưởng của các nhân tố đó thì lợi nhuận gộp (LNG) đã có thể đạt 44.5 tỷ đồng (giảm 8.3% y-o-y) thay vì 33.7 tỷ đồng. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp có thể đã đạt 25.6% thay vì 19.4% (Vui lòng xem phần trang 2 để biết thêm chi tiết).

Chi phí tài chính giảm do BBC hoàn nhập dự phòng đầu tư dài hạn 1,4 tỷ đồng trong quý này. Theo đó, tổng thu nhập tài chính vẫn đạt được kết quả tích cực mặc dù lãi tiền gửi có sụt giảm. Tuy nhiên, phần lợi nhuận này không thể bù cho các khoản mục chi phí, nên LNST bị âm 8.3 tỷ đồng.

Điều chỉnh mô hình: Những năm trước, Bibica thường hoàn thành khoảng 33% đến 40% doanh thu cả năm trong vòng 6 tháng đầu. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2012 BBC có vẻ không mấy khả quan. Theo đó, chúng tôi đã điều chỉnh hầu như toàn bộ dự phóng năm 2012. Sự thay đổi đáng kể nhất là doanh thu (giảm 14.3%) nhằm phản ánh doanh thu bán hàng kém trong 6 tháng đầu năm. Lợi nhuận ròng theo đó giảm 22.7% so với dự phóng trước đây.

Khuyến nghị: Do chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận năm 2012, giá mục tiêu cũng giảm nhẹ từ 16,700 đồng/CP còn **16,300 đồng/CP** (-2.4%). Giá hiện hành là 18,200 đồng/CP, cao hơn 11.6% so với giá mục tiêu. Chúng tôi kỳ vọng BBC sẽ duy trì quanh mức giá này trong các quý còn lại. Do vậy, chúng tôi nâng khuyến nghị từ THU LỢI NHUẬN lên **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu BBC.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

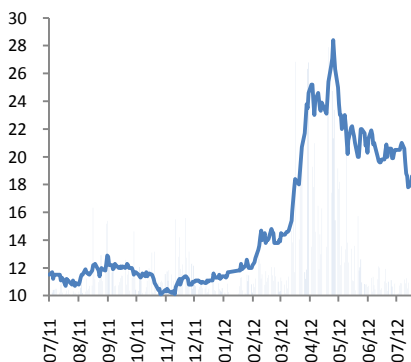
Mã chứng khoán	BBC
SLCP đang lưu hành (triệu)	15.3
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	273.6
Giá cao/thấp 52 tuần	28.4/9.6
KLGD trung bình 3 tháng	49,661
Hệ số Beta	1.4
Sở hữu nước ngoài (%)	49%

CỔ ĐÔNG LỚN

Lotte Confectionery	38.6%
SSI Vision Fund-SSIVF	13.1%
SSI Asset Management-SSIAM	5.1%
Viet Capital Fund (VCF)	4.7%

BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU

	3M	6M	12M
Tương đối (%)	-20%	58%	67%
Tuyệt đối	(4.6)	6.8	7.4



Kết thúc năm tài chính 31/12	2009	2010	2011	2012 ^E	2012 ^P
Doanh thu (tỷ đồng)	627.0	787.8	1,000.3	1,121.6	1,353.0
L ròng (tỷ đồng)	57.29	41.78	46.37	40.2	52.0
% tỷ lệ tăng trưởng	174.8%	-27.1%	11.0%	-13.3%	12.1%
EPS (VND)	3,727	2,718	3,017	2,614	
BV (VND)	33,932	35,428	37,363	38,756	
DPS (VND)	1,600	1,000	1,200	1,200	
Tỷ suất cổ tức	6.2%	5.0%	10.8%	6.6%	
ROA	7.8%	5.5%	5.9%	5.2%	
ROE	15.7%	8.0%	8.4%	7.0%	
P/E (x)	6.90	7.43	3.68	6.96	
P/BV (x)	0.76	0.57	0.30	0.47	

Nguồn: BBC, SBS

E: SBS dự phóng, P: kế hoạch ban đầu của BBC

Áp lực từ doanh thu bán hàng giảm

Quý 2 năm 2012, hoạt động kinh doanh của Bibica khá lắng đọng. Doanh thu không cao như kỳ vọng, giảm nhẹ xuống còn 174 tỷ đồng (-1.3% y-o-y và -10.6% q-o-q). Công ty đã cung cấp văn bản giải trình về kết quả trên, theo đó nguyên nhân chính là do dòng sản phẩm Lotte Pie (được xem là động lực quan trọng nhằm thúc đẩy tăng trưởng của doanh thu) tạo ra doanh thu rất thấp.

BBC không có đủ hàng LottePie để bán trong quý này do lô hàng nhập khẩu tháng 7/tháng 8/tháng 9 năm 2011 đã có một số sự cố về chất lượng (khoảng 150,000 thùng với tổng giá trị 70,000 USD). Tuy nhiên, BBC đã yêu cầu đối tác của mình là Lotte chịu tất cả chi phí về lô hàng này. Cùng kỳ năm ngoái, công ty gặp vấn đề về sản xuất do hỏa hoạn gây thiệt hại đến dây chuyền sản xuất Lotte Pie. Tuy nhiên, dây chuyền này đã bắt đầu hoạt động trở lại từ tháng 2/2012.

	BIBICA				BÁO CÁO P&L		
tỷ đồng	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2Q12 1Q12	2Q12 2Q11
Doanh thu thuần	176.1	259.6	354.6	194.5	173.8	-10.6%	-1.3%
Lợi nhuận gộp	48.5	85.5	106.5	54.4	33.7	-38.0%	-30.5%
Tỷ suất LNG	27.6%	33.0%	30.0%	28.0%	19.4%		
Thu nhập tài chính	1.2	1.6	(3.7)	0.8	1.5	91.5%	19.7%
LN trước thuế	6.6	14.5	25.8	2.2	(8.3)		
Lợi nhuận ròng	5.5	11.9	22.3	1.8	(8.3)		
Tỷ suất LNR	3.1%	4.6%	6.3%	0.9%	-4.8%		

Nguồn: BBC, SBS

Lợi nhuận gộp sụt giảm bất thường

Sự giảm nhẹ ở doanh thu rõ ràng là không tương ứng với mức độ suy giảm lợi nhuận gộp (giảm 30.5% y-o-y). Tuy nhiên, công ty đã đề cập đến một số yếu tố gây ảnh hưởng như sau:

Những ảnh hưởng lên lợi nhuận gộp (2Q12)

- 2.75 tỷ đồng Khấu hao dây chuyền Lotte Pie
- 2.29 tỷ đồng¹ Chi phí nhân công tăng
- 1.07 tỷ đồng¹ Chi phí bảo hiểm y tế tăng
- 4.73 tỷ đồng² Tạm thời thay đổi chính sách kế toán
- 10.8 tỷ đồng Tổng cộng**

Lợi nhuận gộp đã có thể đạt **44.5 tỷ đồng** (giảm 8,3% y-o-y) nếu không có sự ảnh hưởng trên. Theo đó, tỷ suất LNG sẽ là **25.6%** thay vì 19.4%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ suất LNG năm nay sẽ giảm nhẹ do dòng sản phẩm Lotte Pie có biên lợi nhuận thấp (như đã giải thích ở các báo cáo trước).

Ghi chú

1: Công ty đã điều chỉnh tăng lương tối thiểu và chi phí bảo hiểm sức khỏe

Được quy định bởi các văn bản:

108/2010/NĐ-CP
70/2011/NĐ-CP
375/TB-BHXH-HCM

2: BIBICA phải thay đổi cách hạch toán các sản phẩm khuyến mãi. Trong 2Q12, BBC đã hạch toán chi phí khuyến mãi bằng sản phẩm vào giá vốn hàng bán. Tuy nhiên, bắt đầu từ 3Q12, Công ty sẽ ghi nhận khoản chi phí trên vào chi phí bán hàng.

Được quy định bởi văn bản sau:
123/2008/NĐ-CP

Chi phí ổn định

Cả hai chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp gần như tương đồng so với cùng kỳ năm trước, vì vậy tỷ trọng của 2 khoản chi phí này trên doanh thu không thay đổi nhiều, lần lượt đạt 19.7% và 5.5%. (Vui lòng xem phụ lục để biết số liệu cụ thể).

6T12

Chi phí bán hàng:	77.5 tỷ đồng	(+13.5% y-o-y)
Chi phí quản lý DN:	20.4 tỷ đồng	(+2.7% y-o-y)
Tổng cộng:	97.9 tỷ đồng	(+11.1% y-o-y)

Doanh thu tài chính sụt giảm

Doanh thu tài chính giảm đáng kể từ 4.3 tỷ đồng xuống còn 0.5 tỷ đồng (-89% y-o-y), phần lớn là do khoản tiền gửi bị thu hẹp. Trong 2Q11, tiền và các khoản tương đương tiền của BBC đạt 91.7 tỷ đồng, bao gồm khoản tiền mặt (16.7 tỷ đồng) và các khoản tương đương tiền (75 tỷ đồng), ngược lại trong 2Q12, Công ty chỉ còn 6.8 tỷ đồng tiền mặt. Trước đó trong 1Q12, BBC vẫn còn tiền gửi ngân hàng (10 tỷ đồng). Tuy nhiên, BBC cần tiền để hồi phục dây chuyền Lotte Pie bị cháy.

Công ty đã ghi nhận hoàn nhập dự phòng đầu tư dài hạn 1.4 tỷ đồng trong quý này, lý giải được vì sao chi phí tài chính âm gần 1 tỷ đồng (trái ngược với khoản chi phí 3 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái). Chi phí lãi vay trong quý này chỉ có 0.6 tỷ đồng, theo quan điểm của chúng tôi khoản chi phí này có thể tăng nhẹ trong 3Q12. Số dư nợ vay ngắn hạn và dài hạn tăng nhẹ lên 2.1 tỷ đồng (tăng 0.7 tỷ đồng so với quý trước).

6T12

Doanh thu tài chính:	1.5 tỷ đồng	(-84.1% y-o-y)
Chi phí tài chính:	-0.8 tỷ đồng	(-112.6% y-o-y)
Thu nhập tài chính:	2.3 tỷ đồng	(-27.3% y-o-y)

Lợi nhuận sụt giảm

Mặc dù thu nhập tài chính khá tích cực và chi phí không tăng, nhưng chính sự sụt giảm lợi nhuận gộp đã khiến lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh âm 8.6 tỷ đồng. Các thu nhập khác chỉ có thể thu hẹp khoản lỗ xuống còn âm 8.3 tỷ đồng (lợi nhuận sau thuế).

6T12

Lợi nhuận trước thuế:	-6.1 tỷ đồng	(-151.7% y-o-y)
Lợi nhuận sau thuế:	-6.5 tỷ đồng	(-151.7% y-o-y)

Thắng kiện Bông Bạch Tuyết (BBT)

Ngày 15/6/2009, BIBICA đã đệ đơn kiện CTCP Bông Bạch Tuyết (BBT) về khoản tiền 5 tỷ đồng BBC đã cho BBT vay vào năm 2008. Ngày 14/06/2012, sau ba năm đệ đơn, BBC đã thắng kiện, và theo bản án, BBT có nghĩa vụ thanh toán cho BBC toàn bộ số nợ và khoản lãi vay chưa thanh toán lên tới hơn 9 tỷ đồng.

Tuy nhiên, do BBT chưa thanh toán số nợ trên cho BBC, số tiền 5 tỷ đồng vẫn được hoạch toán vào khoản phải thu. Hy vọng BIBICA sẽ sớm thu được số tiền trên.

KHUYẾN NGHỊ

Tiến độ năm 2012

Dựa trên các số liệu trước đây, phần lớn doanh thu thường rơi vào 6 tháng cuối năm do tính chất mùa vụ của ngành bánh kẹo (nhu cầu mua sắm cho mùa tết trung thu và Tết nguyên đán). Thông thường BIBICA sẽ đạt khoảng 33% đến 40% doanh thu cả năm trong vòng 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên 6 tháng đầu năm 2012 có vẻ không mấy khả quan, theo đó kế hoạch ban đầu có vẻ sẽ khó thực hiện trước kết quả kinh doanh thực tế như hiện nay. Do vậy chúng tôi cũng đã điều chỉnh dự phóng 2012.

Điều chỉnh mô hình định giá

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng trên hầu hết tất cả các hạng mục P&L năm 2012. Thay đổi đáng kể nhất thể hiện trên doanh thu (giảm 14.3%) nhằm phản ánh doanh thu bán hàng kém trong sáu tháng đầu năm, và theo đó lợi nhuận ròng giảm 22.7%. Theo dự phóng mới, Công ty đã hoàn thành 32.8% mục tiêu doanh thu 2012 của chúng tôi.

	BIBICA				TIẾN ĐỘ NĂM 2012	
tỷ đồng	*6M11	*6M12	2012 ^P	2012 ^E	Tiến độ ^P	Tiến độ ^E
Doanh thu thuần	386.2	368.3	1,353.0	1,121.6	27.2%	32.8%
Lợi nhuận gộp	98.3	88.1	366.7	316.3	24.0%	27.9%
<i>Tỷ suất LNG</i>	25.5%	23.9%				
LN trước thuế	15.0	(6.1)	62.4	49.0		
LN sau thuế	12.6	(6.5)	49.9	40.2		

Nguồn: BBC, SBS

P: kế hoạch ban đầu của BIBICA(2012)

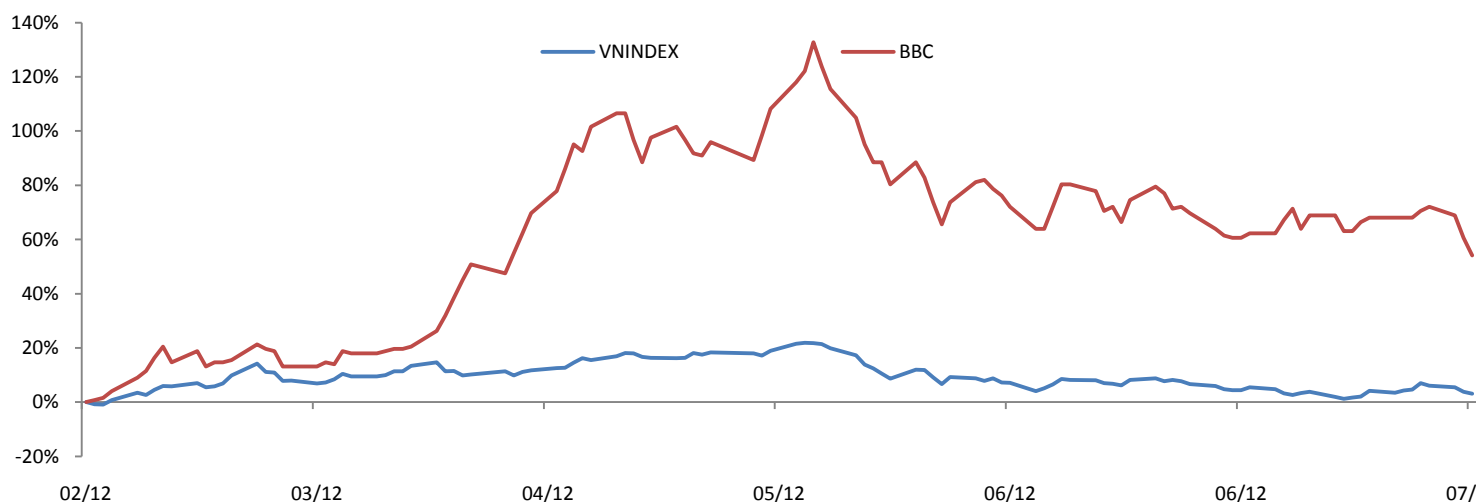
E: dự phóng mới của SBS(2012)

Điều chỉnh khuyến nghị

Do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận năm 2012, nên giá mục tiêu cũng giảm nhẹ từ 16,700 đồng/CP còn **16,300 đồng/CP** (-2.4%). Trong báo cáo phát hành vào ngày 04/05/2012, chúng tôi đã khuyến nghị THU LỢI NHUẬN đối với cổ phiếu BBC tại mức giá 25,400 đồng/CP, cao hơn 52% so với mức giá mục tiêu trước đây của chúng tôi.

BIBICA sau đó trượt giá gần 40% và giá hiện nay là 18,200 đồng/CP, cao hơn khoảng 11,6% so với mức giá mục tiêu mới. Chúng tôi kỳ vọng BBC sẽ duy trì quanh mức giá này trong thời gian còn lại của năm nay. Do vậy, chúng tôi nâng khuyến nghị THU LỢI NHUẬN lên **TRUNG LẬP**.

Tại mức giá mục tiêu, BBC sẽ có mức giao dịch P/E là 6.24 lần (FY12) và P/B là 0.42 lần (FY12).



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
Tổng tài sản	769.7	752.0	755.1	735.0
Tài sản ngắn hạn	359.1	293.1	398.5	339.8
Tài sản dài hạn	410.6	458.9	356.6	395.2
Tài sản cố định	390.9	438.6	336.8	374.3
Đầu tư dài hạn	4.8	4.6	4.6	6.0
Nguồn vốn	769.7	752.0	755.1	735.0
Nợ phải trả	218.3	175.9	200.2	188.4
Nợ ngắn hạn	191.8	175.5	197.6	184.5
Nợ dài hạn	26.5	2.5	2.5	3.8
Vốn chủ sở hữu	551.3	576.1	554.9	546.6
Nguồn vốn	551.3	573.9	554.9	546.6
Vốn điều lệ	154.2	154.2	154.2	154.2
Thặng dư vốn	302.7	302.7	302.7	302.7
LN chưa phân phối	23.1	45.3	1.1	-7.2

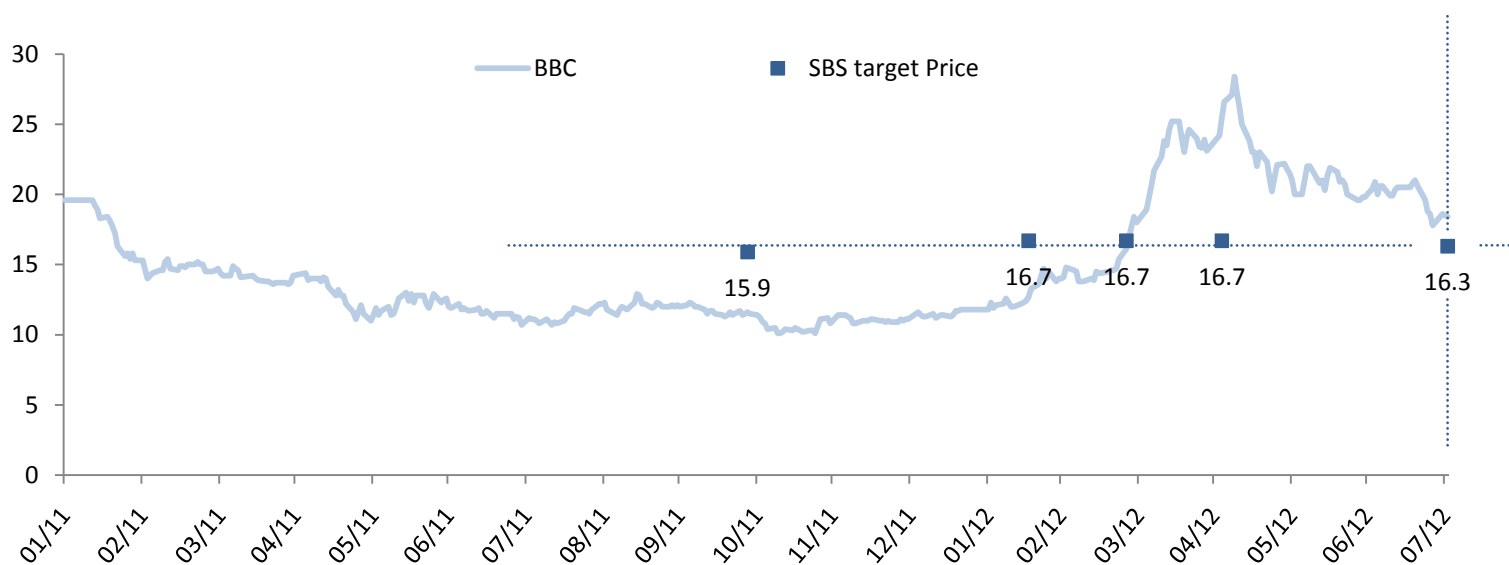
KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
Tổng doanh thu	261.1	356.9	197.4	176.5
Doanh thu thuần	259.6	354.6	194.5	173.8
Giá vốn hàng bán	174.0	248.1	140.0	140.1
Lợi nhuận gộp	85.5	106.5	54.4	33.7
Lợi nhuận tài chính	3.4	1.8	1.0	0.5
Chi phí tài chính	1.8	5.4	0.2	(1.0)
Chi phí lãi vay	1.9	1.3	0.0	0.0
Chi phí bán hàng	61.3	61.9	43.2	34.3
Chi phí quản lý DN	12.6	13.9	10.8	9.6
LN thuần từ HĐKD	13.3	27.1	1.2	(8.7)
Lợi nhuận khác	1.3	2.2	1.2	0.7
Chi phí khác	0.1	3.4	0.1	0.3
Lợi nhuận trước thuế	14.5	25.8	2.2	(8.3)
Thuế TNDN	2.6	3.5	0.5	
Lợi nhuận sau thuế	11.9	22.3	1.8	(8.3)
Lợi nhuận ròng	11.9	22.3	1.8	(8.3)

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QIII-11	QIV-11	QI-12	QII-12
Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)				
Doanh thu	19.6%	17.2%	-7.4%	-1.1%
Lợi nhuận gộp	34%	19%	9%	-31%
Lợi nhuận ròng	12%	-16%	-75%	-251%
Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận gộp biên	33.0%	30.0%	28.0%	19.4%
EBIT biên	6.3%	7.6%	1.2%	-4.8%
Lợi nhuận ròng biên	4.6%	6.3%	0.9%	-4.8%
ROA (4Q)	7.0%	6.4%	5.6%	3.7%
ROE (4Q)	9.3%	8.4%	7.5%	5.0%
Chỉ tiêu quản lý				
Số ngày phải thu	17	17	13	13
Số ngày tồn kho	89	44	87	87
Số ngày phải trả	4	3	6	8
Hệ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành				
Thanh toán nhanh	1.0	1.0	1.3	1.1
Thanh toán tiền mặt	0.5	0.3	0.1	0.0
Cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	39.6%	30.7%	36.1%	34.5%
Tổng nợ/Tổng tài sản	28.4%	23.4%	26.5%	25.6%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	139.6%	131.0%	136.1%	134.5%
Chỉ tiêu trên cổ phần				
PE	5.7	6.2	7.0	10.5
EPS (đồng/CP)	3315	3034	2686	1793

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	28/10/2011	MUA	15,900	11,600
Báo cáo cập nhật	17/02/2012	MUA	16,700	12,700
Báo cáo cập nhật ĐHCĐ	27/03/2012	TRUNG LẬP	16,700	16,100
Báo cáo cập nhật 1Q12	04/05/2012	THU LỢI NHUẬN	16,700	25,400
Báo cáo cập nhật 2Q12	03/08/2012	TRUNG LẬP	16,300	18,200



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