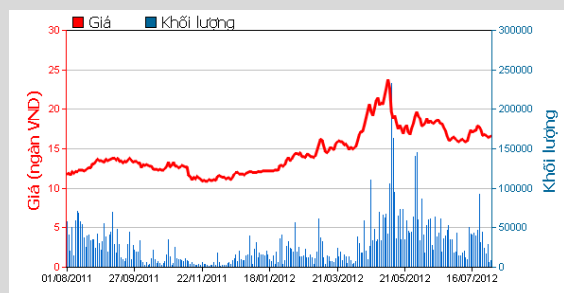


MCK: SBT (HSX)**CÔNG TY CỔ PHẦN BOURBON TÂY NINH****NẮM GIỮ****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ****18.900****Chuyên viên: Đặng Thảo Nguyên****Email: nguyen.dt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 6/8/03/12) (VND)	16.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	21.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	9.700
Số CP đang lưu hành	127.405.800
KLGBQ/phần (10 phần gần nhất)	294.742
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.140
Trailing P/E (x)	7,6
Forward P/E (x)	5,7
P/BV (BV 31/12/11) (x)	1,4

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: Tỷ đồng	2011	6T2012	KH12	2012E
DT	2.050,3	1.176,7	1.810	2.271,6
LNTT	571,0	230,1	400	440,9
LNST	553,0	199,9	N/A	418,9
VĐL	1.419,3	1.419,3		1.419,3
VCSH	1.794,2	1.666,6		1.900,0
TTS	2.323,0	2.434,6		2.566,8
ROE (%)	30,8%	-		22,0%
ROA (%)	23,8%	-		16,3%
EPS (VND)	0	1.482		2.952
GTSS (VND)	12.642	11.743		13.387
Cổ tức	30%	-	20%	20%

Nguồn: BCTC SBT, RongViet Securities tổng hợp

HÀNG TIÊU DÙNG – MÍA ĐƯỜNG

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu SBT tại thời điểm này xoay quanh mức 18.900 đồng (tương đương mức vốn hóa 2.408 tỷ đồng) cao hơn 12,5% so với giá tham chiếu ngày 7/8/2012. Người phân tích khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu **SBT** cho mục tiêu đầu tư **TRUNG HẠN**. Khuyến nghị này dựa trên những luận điểm đầu tư như sau:

SBT là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định và khả năng tăng trưởng sản lượng tốt. Tốc độ tăng trưởng bình quân gộp CAGR của SBT đạt khoảng 25% giai đoạn 2007-2011. Trong bối cảnh chung năm 2011 nhiều doanh nghiệp mía đường tăng trưởng chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán, thì khả năng gia tăng sản lượng tiêu thụ của SBT khá tốt, đạt ~98,5 nghìn tấn, tăng 66% so với năm 2010. 6T2012, mặc dù nhiều nhà máy đường gặp khó khăn trong việc tiêu thụ do tình trạng dư cung trong nước, song SBT đạt 1.177 tỷ đồng doanh thu, tăng 16%, chủ yếu dựa trên việc gia tăng sản lượng. Nửa cuối năm 2012 dự báo khả năng tiêu thụ đường của SBT tiếp tục khả quan.

Năng lực sản xuất dồi dào với hệ thống nhà xưởng, máy móc hiện đại. Nhà máy ép mía của SBT được thiết kế khung với công suất mở rộng 2 giai đoạn là 16.000 TMN/ngày. Vụ 2011/2012, SBT hoạt động với công suất nhà máy ép mía là 9.000 TMN/ngày, cao nhất so với các doanh nghiệp trong ngành. Năm 2012, SBT dự kiến sẽ lắp đặt thêm một số máy móc thiết bị nhằm nâng công suất nhà máy lên 9.800TMN đưa vào sản xuất vụ mới 2012/2013.

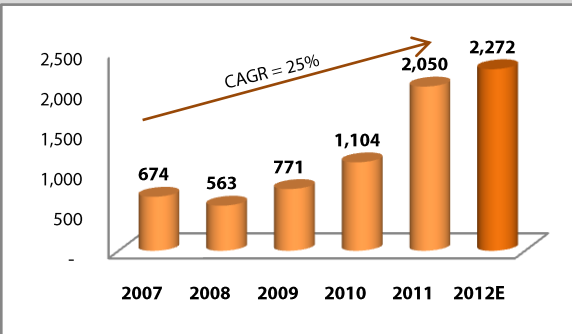
Diện tích vùng nguyên liệu duy trì ổn định và có khả năng sẽ mở rộng tốt trong thời gian tới. Hiện tại diện tích vùng nguyên liệu của SBT duy trì khoảng 12 nghìn ha. Tuy nhiên, để chuẩn bị cho vụ mới 2012/2013 SBT đã tích cực đầu tư cho người trồng mía tại tỉnh Tây Ninh nhằm nâng diện tích trồng mía vụ lên 15 nghìn ha. Bên cạnh đó, SBT bước đầu cũng đã đầu tư trồng mía thêm 2,3 nghìn ha tại tỉnh Svay Rieng – Campuchia. Trong thời gian tới, khi các vấn đề về hệ thống thoát nước, hệ thống giao thông giữa 2 tỉnh được hoàn thiện, khả năng diện tích vùng nguyên liệu của SBT sẽ được mở rộng đáng kể.

6T2012, SBT thanh lý nhiều khoản đầu tư tài chính với định hướng tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. 6T2012, đầu tư tài chính của SBT chiếm khoảng 690 tỷ đồng ~ 28,3% tổng tài sản, trong đó hơn 83% là đầu tư cho người trồng mía và các doanh nghiệp trong ngành. Việc sở hữu cổ phần lớn tại là BHS (22,72%) và La Ngà (25%) không loại trừ khả năng SBT sẽ tạo ra những thương vụ mua bán & sáp nhập trong tương lai nhằm mở rộng quy mô, giảm cạnh tranh vùng nguyên liệu, nâng cao hiệu quả sản xuất. Đối với việc đầu tư vào cổ phiếu, 6T2012 SBT đã thanh lý STB và SCR ghi nhận khoản lợi nhuận 110 tỷ đồng. Khoản mục đầu tư vào Bourbon An Hòa (SBT 49% ~ 245 tỷ đồng) hiện công ty đã có chủ trương thoái vốn và đang trong giai đoạn đàm phán.

Triển vọng năm 2012. Năm 2012, doanh thu SBT ước đạt 2.272 tỷ đồng, tăng 10,8%, chủ yếu dựa vào khả năng tăng sản lượng. Ước tính sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 110 nghìn tấn, tăng ~12% và giá bán bình quân 18.200 đồng/kg.

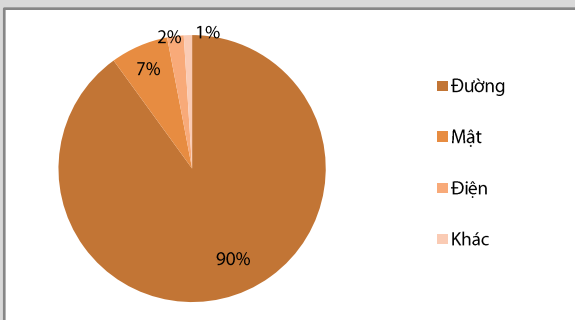
Tỷ suất lợi nhuận gộp giữ ở mức 22,2%, giảm mạnh 7,2% so với năm trước do giá nguyên liệu đầu vào tăng và giá bán giảm. Tỷ lệ CPBH/DT và CPQLDN/DT không có nhiều thay đổi. Khoản trích lập dự phòng giảm giá thêm cho Bourbon An Hòa được bù đắp bởi lợi nhuận từ việc thanh lý cổ phiếu STB và SCR nên không ảnh hưởng nhiều kết quả kinh doanh. Theo đó, LNST ước tính đạt 419 tỷ đồng, giảm 24,2% so với năm 2011. EPS tương ứng đạt 2.952 đồng/cp, P/E forward 5,6x.

Doanh thu giai đoạn 2007-2012 (tỷ đồng)



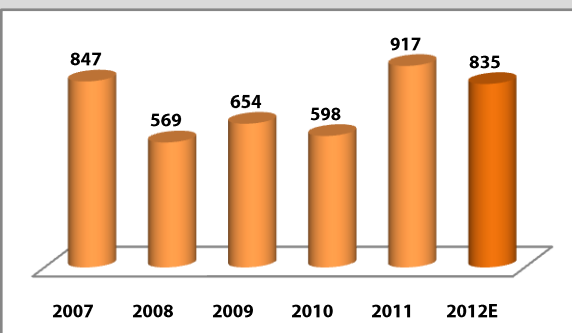
Nguồn: SBT, RongViet Securities tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2011



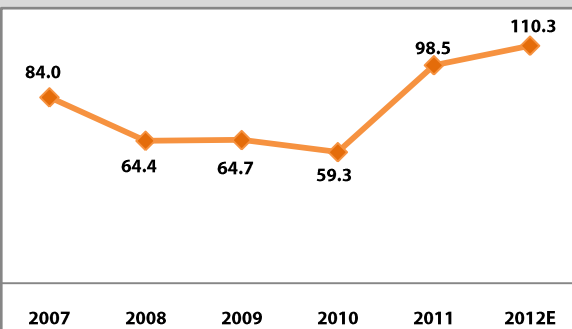
Nguồn: SBT, RongViet Securities tổng hợp

Sản lượng mía ép (nghìn tấn)



Nguồn: SBT, RongViet Securities tổng hợp và dự phóng

Sản lượng đường tiêu thụ (nghìn tấn)



Nguồn: SBT, RongViet Securities tổng hợp và dự phóng

PHÂN TÍCH VÀ DỰ PHÓNG

Doanh thu

SBT là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định với tốc độ tăng trưởng bình quân gộp CAGR khoảng 25% giai đoạn 2007-2011. Doanh thu công ty đến từ 3 nhóm sản phẩm là đường tinh luyện, mật rỉ và điện. Trong đó, đường tinh luyện là sản phẩm chủ đạo, đóng góp khoảng 90% doanh thu. Đường túi bán lẻ mặc dù có tăng về sản lượng tiêu thụ nhưng chỉ chiếm khoảng 5% tổng sản lượng, 95% còn lại là đường bao công nghiệp. Các nhóm sản phẩm khác là mật rỉ và điện lần lượt chiếm 7% và 2% trong cơ cấu doanh thu.

Năm 2011, SBT đạt 2.050 tỷ đồng doanh thu, vượt 28% kế hoạch và tăng ~86% so với năm 2010. Doanh thu có sự tăng mạnh dựa trên cả hai yếu tố sản lượng và giá bán. Trong đó, giá bán bình quân năm 2011 giữ ở mức 18.700 đồng/kg, tăng 12%. Phần còn lại đến từ việc gia tăng sản lượng tiêu thụ. Đây là một điểm sáng tích cực của SBT trong bối cảnh chung các doanh nghiệp mía đường tăng doanh thu chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán. Năm 2011, sản lượng đường tiêu thụ của SBT đạt ~98,5 nghìn tấn, tăng 66% so với năm 2010. Có được mức tăng ấn tượng như vậy là nhờ vụ mía 2010/2011 SBT đã tăng cường mở rộng diện tích vùng trồng mía cũng như đầu tư cho nông dân nên sản lượng mía ép đạt ~920 nghìn tấn, tăng 52%. Bên cạnh đó, năm 2011 cũng là năm đầu tiên SBT thực hiện việc nhập đường thô sản xuất hàng xuất khẩu do đó sản lượng đường thô nguyên liệu năm 2011 cũng tăng gấp 3,5 lần so với năm trước, đạt 21,8 nghìn tấn, góp phần tăng sản lượng đường tiêu thụ của SBT.

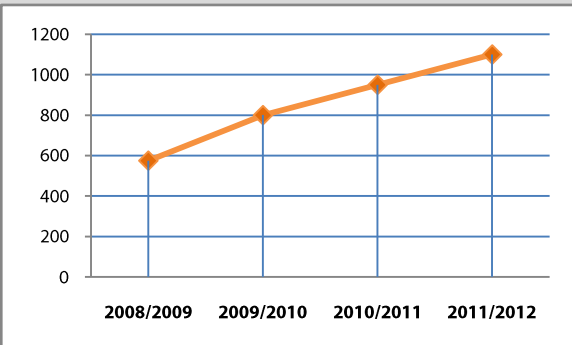
Năm 2012, diện tích vùng nguyên liệu của SBT duy trì khoảng 12 nghìn ha, tương đương 2 vụ trước. Tuy nhiên, do điều kiện thời tiết không thuận lợi, mưa nhiều nên năng suất cây mía giảm, sản lượng mía ép vụ 2011/2012 ước đạt 835 nghìn tấn, giảm 9% so với vụ 2010/2011. Để bù đắp cho phần sụt giảm này, STB đã tăng nhập khẩu và tinh luyện đường thô, ước tính vào khoảng 30,5 nghìn tấn, qua đó giúp tổng sản lượng đường sản xuất năm nay tương đương năm ngoái.

6T2012, SBT đạt 1.177 tỷ đồng doanh thu, tăng 16% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu đường đạt 1.015 tỷ đồng, chiếm 86% cơ cấu doanh thu, tăng ~14% chủ yếu dựa trên việc gia tăng sản lượng.

Về giá bán, do sản lượng đường sản xuất năm nay của các nhà máy đã đủ để phục vụ nhu cầu tiêu thụ trong nước, chưa kể lượng đường không nhỏ nhập lậu hàng năm đã gây sức ép làm giảm giá đường trong 6 tháng đầu năm. Giá bán bình quân đường RS tại kho các nhà máy phổ biến ở mức 16.500 đồng/kg, thấp hơn khoảng 8-10% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, mức giảm giá của SBT chỉ khoảng 4% do công ty chỉ chuyên sản xuất đường RE (Refined Extra) có chất lượng và giá bán cao hơn so với đường RS (Refined Standard). Bên cạnh đó, việc thiếu hụt 1 lượng đường RE tại thị trường miền Bắc đã giúp cho giá đường RE không giảm giá nhiều. Giá bán bình quân 6T2012 của SBT vào khoảng 17.600 – 18.000 đồng/kg và dự báo sẽ tăng nhẹ vào 2 quý cuối năm ở mức 18.500 đồng/kg do tính mùa vụ.

Nửa cuối năm 2012 dự báo khả năng tiêu thụ đường của SBT tiếp tục khả quan do đây là thời gian tiêu thụ cao điểm của ngành đường xuất phát từ nhu cầu lớn của các doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, nước ngọt, mứt phục vụ nhu cầu cho các dịp lễ tết, trung thu. Bên cạnh đó việc sụt giảm sản lượng đường RE tại thị trường miền Bắc cũng phần nào giúp khả năng tiêu thụ của SBT tốt hơn. Năm 2012, ước tính tổng sản lượng đường tiêu thụ của SBT đạt khoảng 110,3 nghìn tấn, tăng ~12% so với năm trước, giá bán bình quân 18.200 đồng/kg, tương ứng với doanh thu từ đường vào khoảng 2.009 tỷ đồng. Các sản phẩm khác như mật, điện, phân bón mang lại 262,3 tỷ đồng. Như vậy, doanh thu năm 2012 ước tính đạt khoảng 2.272 tỷ đồng, tăng 10,8% so với năm 2011.

Giá mía nguyên liệu bình quân (nghìn đồng/tấn)



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời

Đvt: %	2008	2009	2010	2011	2012E
LN Gộp/DT	20,5	26,3	34,8	29,4	22,2
LN HKKD/DT	14,3	22,0	30,9	26,3	18,3
LNST/DT	14,5	27,3	31,3	27,0	18,4
ROE	12,8	12,7	19,3	30,8	22,0
ROA	10,7	11,4	17,6	23,8	16,3

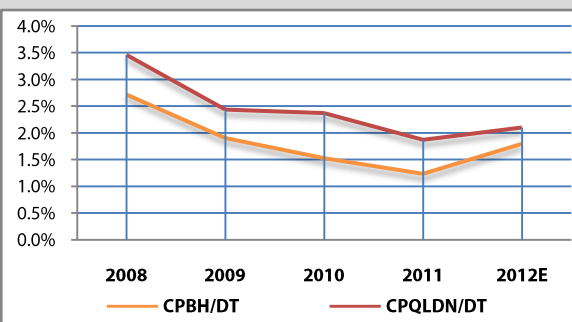
Nguồn: BCTC SBT, RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời các doanh nghiệp trong ngành

2011	SBT	LSS	BHS	NHS	SEC
LN Gộp/DT	29,4	30,0	10,5	18,3	27,6
LN HKKD/DT	26,3	22,8	5,8	11,6	20,2
LNST/DT	27,0	20,3	5,7	10,3	17,9
ROE	23,8	18,8	11,5	13,5	16,1
ROA	30,8	29,7	26,8	29,5	45,7

Nguồn: SBT, LSS, BHS, NHS, SEC, RongViet Securities tổng hợp

CPBH/DT và CPQLDN/DT giai đoạn 2006-2011



Nguồn: BCTC SBT, RongViet Securities tổng hợp

Từ năm 2013-2016, việc mở rộng năng lực sản xuất kết hợp với việc đầu tư thêm các vùng nguyên liệu mới là yếu tố chủ đạo thúc đẩy tăng trưởng của công ty. Trước mắt, trong năm 2012 SBT dự kiến sẽ nâng năng lực sản xuất nhà máy ép mía từ 9.000 TMN/ngày lên 9.800 TMN/ngày để phục vụ cho vụ ép mía 2012/2013 sắp tới. Đồng thời công ty tiếp tục đầu tư 9 triệu/ha cho nông dân trồng mía tơ nhằm nâng diện tích trồng mía vụ 2012/2013 lên 15 nghìn ha.

Bên cạnh đó, SBT bước đầu cũng đã mở rộng diện tích trồng mía thêm 2,3 nghìn ha tại tỉnh Svay Rieng – Campuchia giáp với 2 huyện Châu Thành và Bến Cầu tỉnh Tây Ninh – Việt Nam. Trong thời gian tới, khi các vấn đề về hệ thống thoát nước, hệ thống giao thông giữa 2 tỉnh được hoàn thiện, khả năng diện tích vùng nguyên liệu của SBT sẽ được mở rộng đáng kể.

Dự phóng doanh thu theo sản phẩm

(Đvt: tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	2016
Đường	2.009	2.165	2.464	2.807	3.199
Mật	82	101	125	153	188
Điện	45	51	57	65	73
Khác	135	162	194	233	280
Tổng doanh thu	2.272	2.479	2.840	3.258	3.739

Khả năng sinh lời

Trong số các doanh nghiệp mía đường niêm yết, SBT là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh khá tốt và ổn định. Các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời của SBT tương đối hấp dẫn và có xu hướng cải thiện dần qua các năm.

Mía là nguyên liệu đầu vào chính sử dụng trong quá trình sản xuất đường, chiếm khoảng 80% cơ cấu chi phí sản xuất. Giai đoạn 2008 - 2011, do cạnh tranh trong việc thu mua giữa các nhà máy cũng như cạnh tranh về hiệu quả kinh tế giữa cây mía và các loại cây khác như cao su, khoai mì khiến giá mía nguyên liệu đi theo xu hướng tăng, ảnh hưởng làm giảm lợi nhuận biên. Tuy nhiên, thuận lợi giá đường tăng mạnh trong giai đoạn này không chỉ giúp SBT bù đắp phần tăng giá đầu vào, mà lợi nhuận biên còn được cải thiện đáng kể.

Vụ mía 2011/2012, giá mía bình quân SBT mua vào khoảng 1,1 triệu đồng/tấn, tăng 15,7% so với vụ trước. Tuy nhiên, năm nay thuận lợi của việc tăng giá không còn do tình trạng thừa cung trong nước. 6T2012, giá bán đường RE của SBT dao động ở mức 17.600 – 18.000 đồng/kg, giảm 6,2% so với giá bình quân năm 2011. Với dự báo nửa cuối năm giá đường tăng nhẹ trở lại, ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2012 vào khoảng 22,2%, tăng nhẹ so với mức 21,2% 6T2012. Tuy nhiên, so với năm 2011 tỷ suất lợi nhuận gộp năm nay giảm đáng kể 7,2%.

Trong những năm tiếp theo, giá mía nguyên liệu dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng khoảng 5-7%/vụ. Tuy nhiên, giá đường dự báo sẽ tăng nhanh hơn do khả năng phục hồi của nền kinh tế và các ngành công nghiệp chế biến. Vì vậy, người viết cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dao động quanh mức 23,5% giai đoạn 2013-2016.

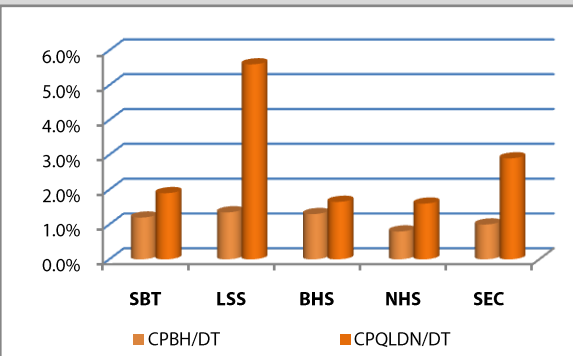
Dự phóng lợi nhuận gộp

Đvt: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	2.272	2.479	2.840	3.258	3.739
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,2%	23,4%	23,8%	23,6%	23,5%
Lợi nhuận gộp	504	580	675	770	880

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

Do phần lớn các sản phẩm của SBT là cung cấp cho khách hàng công nghiệp, chiếm hơn 95% sản lượng, nên hệ thống phân phối của SBT khá gọn. Chi phí bán

CPBH/DT và CPQLDN/DT doanh nghiệp trong ngành năm 2011



Nguồn: SBT, LSS, BHS, NHS, SEC, RongViet Securities tổng hợp

hàng chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ so với doanh thu và có xu hướng giảm qua từng năm do doanh thu tăng mạnh. Năm 2012, ước tính tỷ lệ CPBH/DT sẽ tăng nhẹ đạt khoảng 1,8% so với 1,3% năm 2011 do trong năm nay SBT sẽ tăng cường đẩy mạnh kênh bán lẻ, đặc biệt vào các hệ thống siêu thị nhằm giúp người tiêu dùng biết nhiều hơn các sản phẩm của SBT.

Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng chiếm một tỷ lệ tương đối ổn định dao động ở mức 2% doanh thu. So với các doanh nghiệp cùng ngành, tỷ lệ CPBH/DT và CPQLDN/DT của SBT thấp hơn trung bình ngành cho thấy hiệu quả trong việc quản lý chi phí của công ty.

Hoạt động tài chính

Đầu tư tài chính thường chiếm tỷ lệ lớn trong tổng tài sản công ty và hoạt động này thường mang về cho SBT một khoản lợi nhuận tương đối tốt, tuy nhiên cũng không tránh được những rủi ro trong tình hình thị trường khó khăn. Do vậy, trong những năm gần đây, SBT đã tiến hành thanh lý đối với nhiều khoản mục đầu tư ngoài ngành nhằm tập trung đầu tư cho hoạt động kinh doanh chính.

6T2012, đầu tư tài chính của SBT chiếm khoảng 690 tỷ đồng ~ 28,3% tổng tài sản. Trong đó hơn 55% ~385,2 tỷ đồng dùng để đầu tư cho người trồng mía nhằm bảo đảm diện tích vùng nguyên liệu. Khoản mục này cũng mang lại 26,4 tỷ tiền lãi cho công ty trong 6 tháng đầu năm.

Đối với việc đầu tư vào cổ phiếu, 6T2012 SBT đã thanh lý STB và SCR ghi nhận khoản lợi nhuận 110 tỷ đồng. Đối với việc đầu tư vào các công ty liên kết liên doanh, hiện SBT đang đầu tư 129,5 tỷ đồng ~22,72% cổ phần công ty Đường Biên Hòa (BHS), 61,2 tỷ đồng ~25% cổ phần công ty Đường La Ngà. Khoản mục đầu tư vào Bourbon An Hòa (SBT 49% ~ 245 tỷ đồng) hiện công ty đã có chủ trương thoái vốn tuy nhiên việc chuyển nhượng cho đối tác chỉ mới dừng lại ở mức thỏa thuận. 6T2012, SBT đã trích lập thêm 103 tỷ đồng nâng mức dự phòng giảm giá cho khoản mục đầu tư này lên 132,3 tỷ đồng.

Dự phóng cho cả năm 2012, ước tính hoạt động tài chính sẽ mang về khoảng 24,3 tỷ đồng lợi nhuận.

Lợi nhuận

Theo các thông tin dự phóng ở trên, lợi nhuận sau thuế năm 2012 ước đạt khoảng 419 tỷ đồng, giảm 24,2% so với năm 2011, tương ứng với mức EPS 2012 vào khoảng 2.952 đồng/cp.

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh					
Dvt: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	2.272	2.479	2.840	3.258	3.739
Lợi nhuận trước thuế	441	510	585	661	752
Lợi nhuận sau thuế	419	485	556	628	677
EPS (đồng/cp)	2.952	3.416	3.919	4.427	4.772

Bảng cân đối kế toán

Tài sản cố định - SBT đang ở giai đoạn mở rộng về năng lực sản xuất nên nhà xưởng, máy móc đều được đầu tư thêm mỗi năm. Năm 2012, SBT dự kiến sẽ nâng công suất nhà máy ép mía từ 9.000 TMN/ngày lên 9.800 TMN/ngày để phục vụ cho vụ ép mía 2012/2013 sắp tới. Tổng mức đầu tư cho việc nâng công suất vào khoảng 43 tỷ đồng.

Ngoài ra, cuối năm 2011 SBT đã khởi công dự án Trung tâm thương mại Escape Bourbon Tây Ninh. Dự án được đầu tư thành 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 xây dựng khối văn phòng cho thuê và khu phức hợp siêu thị - nhà hàng – tiệc cưới dự kiến tổng vốn đầu tư khoảng 80 tỷ đồng sẽ hoàn thành vào giữa năm 2013. Giai đoạn 2 xây dựng khu khách sạn.

Cấu trúc tài chính

Dvt: %	2009	2010	2011	2012E
Cấu trúc tài sản				
Tiền/TTS	2,0	6,5	3,8	4,2
ĐTTC ngắn hạn/TTS	5,6	9,6	5,4	12,5
Phải thu/TTS	7,2	14,0	22,0	23,9
HTK/TTS	16,2	14,9	12,1	11,7
TSCĐ/TTS	37,8	34,1	26,5	24,4
Cấu trúc vốn				
Nợ ngắn hạn/TTS	9,1	7,2	21,6	25,0
Tổng nợ/TTS	10,6	8,5	22,7	26,0
Vay ngắn hạn/TTS	4,9	0,1	14,1	15,9
Vay dài hạn/TTS	1,2	1,0	0,8	0,7

Nguồn: BCTC SBT, RongViet Securities tổng hợp

Tổng hợp P/E, P/B một số DN trong ngành

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/12/11
LSS	1.025	2,3	0,7
BHS	543	3,6	1,0
NHS	409	6,0	1,6
SEC	264	2,7	0,9
KTS	142	3,7	1,2
Bình quân		3,4	1,0

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Hàng tồn kho – Trong những năm gần đây hàng tồn kho của SBT duy trì ở mức ổn định khoảng 300 tỷ đồng, song do tổng tài sản tăng mạnh nên tỷ lệ hàng tồn kho/TTS có xu hướng giảm. Hệ số vòng quay hàng tồn kho của SBT cải thiện tốt qua từng năm từ 2,3 lần năm 2008 lên 5,1 lần năm 2011.

6T2012 mặc dù việc tiêu thụ của nhiều doanh nghiệp khó khăn do thừa cung trong nước bên cạnh việc đây không phải thời gian bán hàng cao điểm thì sức tiêu thụ đường RE của SBT khá tốt. Tồn kho cuối Q2/2012 vào khoảng 325,8 tỷ đồng, giảm 32,3% so với cùng kỳ năm trước. Theo quan sát của người viết, mức tồn kho này vẫn đảm bảo lượng hàng cung cấp cho thị trường trong những tháng tiếp theo trước khi vào vụ ép mía mới 2012/2013 kéo dài từ khoảng đầu tháng 11/2012 đến giữa tháng 4/2013.

Với dự báo vùng nguyên liệu vụ mới được mở rộng khoảng 15 nghìn ha (tăng 25%) và công suất được nâng lên 9.800 TMN/ngày (tăng ~9%) thì hàng tồn kho cuối năm 2012 ước tính sẽ đạt ở mức 300 tỷ đồng, tăng 7% so với năm 2011.

Cấu trúc vốn - Xét về cấu trúc vốn, do lượng tiền mặt cũng như lợi nhuận giữ lại của SBT tương đối dồi dào nên tỷ lệ nợ vay/TTS tương đối thấp. Tuy nhiên trong 2 năm gần đây, tỷ lệ nợ vay/TTS đã có xu hướng tăng lên, chiếm khoảng 15-16%, chủ yếu dùng tài trợ cho hàng tồn kho và đầu tư cho người trồng mía.

Dự báo trong những năm tới, tỷ lệ nợ vay của SBT sẽ còn tiếp tục tăng do tài trợ cho vùng nguyên liệu cũng như thực hiện dự án Trung tâm thương mại Escape.

ĐỊNH GIÁ

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E; P/B) để định giá cổ phiếu SBT. Phương pháp FCFF được sử dụng với tỷ suất chiết khấu (WACC) giai đoạn 2011 – 2015 là 20,3% và từ 2015 trở đi là 17,1%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 4,8%.

Dự phóng dòng tiền	2012	2013	2014	2015	2016
Lợi nhuận sau thuế	418,9	518,1	589,5	660,5	706,0
+ Khấu hao	82,0	90,3	93,3	95,7	97,3
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	31,9	30,6	31,3	12,7	5,0
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	532,8	639,0	714,2	769,0	808,4
Thay đổi vốn lưu động	-81,5	-109,3	-98,5	-120,5	-138,2
Chi phí đầu tư thuần	-116,4	-184,1	-77,1	-67,8	-54,1
DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY (FCFF)	334,9	345,6	538,5	580,7	616,0

Hiện có 6 doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh mía đường là SBT, LSS, BHS, NHS, SEC, KTS. So với các doanh nghiệp trong ngành, các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời của SBT tương đối hấp dẫn hơn, bên cạnh tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ năm 2007 đến nay khá tốt. Ngoài ra, khả năng mở rộng vùng nguyên liệu cũng như sản lượng tiêu thụ tốt tạo tiềm năng tăng trưởng trong trung và dài hạn của SBT. Người viết cho rằng P/E và P/B hợp lý của SBT vào khoảng 5,0x và 1,1x.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	23.053	50%	11.527
P/E	14.758	25%	3.689
P/B	14.726	25%	3.681
Giá bình quân		100%	18.897

CTCP Bourbon Tây Ninh

Xã Tân Hưng, Huyện Tân Châu, Tỉnh Tây Ninh

ĐT: (84 – 66) 3753 250

Fax: (84 – 66) 3839 834

Website: www.bourbontn.com.vn

Thành lập:	Năm 1995
Cổ phần hóa:	Năm 2007
Niêm yết:	Năm 2008
Lao động:	741 người

Quản trị - Điều hành

- Đặng Huỳnh Ước My, CT.HĐQT
- Lê Văn Dĩnh, PCT.HĐQT
- Huỳnh Bích Ngọc, TV.HĐQT
- Võ Tòng Xuân, TV.HĐQT
- Trần Quế Trang, TV.HĐQT

TỔNG QUAN CÔNG TY

Bourbon Tây Ninh (SBT), tiền thân là công ty TNHH Mía đường Bourbon Tây Ninh thành lập năm 1995 do tập đoàn Pháp sở hữu 100%. Năm 2007, công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần và chính thức niêm yết trên HSX vào 2/2008. SBT hiện đang hoạt động với VDL 1.419 tỷ đồng.

1/12/2010, tập đoàn Bourbon chính thức thoái vốn và chuyển nhượng toàn bộ 97.081.628 cổ phiếu cho Thành Thành Công, tương đương 68,41% vốn của Bourbon Tây Ninh, lượng cổ phiếu này chưa được niêm yết tại HSX.

Hiện tại các cổ đông lớn gồm có: Thành Thành Công (27,67%), Đặng Thành (27,51%), Chứng khoán Sài Gòn (10,2%), SBS (10,2%), KDC (5,53%), VNM (5,0%).

Hoạt động sản xuất kinh doanh**Sản phẩm chính**

Sản phẩm chính của SBT là đường tinh luyện RE (Refined Extra) cung cấp chính cho khách hàng công nghiệp (thương hiệu Mimosa, đóng gói dưới dạng bao công nghiệp 50 kg) và một phần cho người tiêu dùng (thương hiệu BonSu đóng túi 1kg và GoldSu đóng túi 750g). Đây là sản phẩm đóng góp khoảng 90% doanh thu và 98% lợi nhuận cho công ty. Trong đó, đường túi bán lẻ mặc dù có tăng về sản lượng tiêu thụ nhưng chỉ chiếm khoảng 5% tổng sản lượng, 97% còn lại là đường bao công nghiệp.

Quá trình sản xuất đường còn cung cấp cho SBT các sản phẩm phụ khác như mật rỉ (chiếm 5% doanh thu) và điện sản xuất từ bã mía một phần sử dụng cho nhu cầu sản xuất, phần thặng dư được bán cho EVN (chiếm 3% doanh thu), song lợi nhuận từ hai mảng hoạt động này không đáng kể.

Năng lực sản xuất

Điểm nổi bật của SBT là năng lực sản xuất lớn với hệ thống nhà xưởng, máy móc hiện đại. Nhà máy ép mía của SBT được thiết kế khung với công suất mở rộng 2 giai đoạn là 16.000 TMN. Hiện tại, SBT đang hoạt động ở giai đoạn 1 với công suất nhà máy ép mía là 8.000 TMN. Trong năm 2011, SBT đã lắp đặt thêm 1 số máy móc thiết bị nâng công suất nhà máy lên 9.000 TMN để đưa vào sản xuất vụ mới 2011/2012, thời gian hoạt động trung bình 130 ngày/năm, tương đương công suất ép mía tối đa là 1,1 triệu tấn/năm.

Đối với các sản phẩm phụ, hàng năm SBT cung cấp khoảng 50 nghìn tấn mật rỉ và 50 triệu KWH điện thương phẩm.

Vùng nguyên liệu

Diện tích trồng mía SBT trong những vụ gần đây duy trì khoảng 12 nghìn ha. Mặc dù định hướng mở rộng vùng nguyên liệu được SBT rất quan tâm song việc mở rộng tại Tây Ninh khá khó khăn do ở đây hiện có đến 3 nhà máy sản xuất đường lớn là Bourbon, Biên Hòa – Tây Ninh và Nước Trong. Vụ 2011/2012 dự kiến vùng nguyên liệu SBT đạt khoảng 12 nghìn ha, tương đương 2 vụ trước.

Năm 2011, SBT đã xây dựng trại mía giống 300ha tại huyện Bến Cầu, tỉnh Tây Ninh. Đây là mô hình kiểu mẫu cho việc cơ giới hóa từ khâu trồng đến chăm sóc và thu hoạch mía, cung cấp toàn bộ mía giống cho nguồn nguyên liệu của SBT. Ngoài ra, SBT bước đầu cũng đã mở rộng diện tích trồng mía thêm 2,3 nghìn ha tại tỉnh Svay Rieng – Campuchia giáp với 2 huyện Châu Thành và Bến Cầu tỉnh Tây Ninh – Việt Nam.

Thị trường và vị thế Công ty

Hiện tại có 6 doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh mía đường niêm yết trên hai sàn HSX (5 doanh nghiệp) và HNX (1 doanh nghiệp). Trong đó, Công ty cổ phần Mía đường Lam Sơn (LSS), Bourbon Tây Ninh (SBT) và

Đường Biên Hòa (BHS) lần lượt là 3 doanh nghiệp lớn nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết xét cả về vùng nguyên liệu, công suất thiết kế và sản lượng đường sản xuất.

Kết quả sản xuất vụ 2010/2011						
Mã CK	Diện tích (ha)	Năng suất (tấn/ha)	Chữ đường (CCS)	Công suất (TMN)	Sản lượng mía ép (tấn)	Sản lượng đường (tấn)
LSS	12.640	60,0	10,2	7.000	756.700	91.000
SBT	12.178	75,0	8,3	8.000	920.000	81.500
BHS	10.066	63,0	8,3	4.850	634.000	51.830
NHS	7.393	53,9	10,2	3.000	395.000	39.000
SEC	5.238	64,0	N/A	2.500	290.500	26.450
KTS	1.913	65,4	10,2	1.500	180.000	18.480

Nguồn: Báo cáo Hội nghị Mía đường 2011

Hiện tại SBT đang chiếm khoảng 6% thị phần đường cả nước và chủ yếu bán cho các khách hàng công nghiệp như Pepsi, Red Bull, Vinamilk, Acecook... Tuy nhiên, gần đây SBT đã chú trọng đẩy mạnh hơn việc thâm nhập thị trường bán lẻ cho sản phẩm đường túi Bonsu (1kg), GoldSu (750g).

Thị trường tiêu thụ chủ yếu của SBT là khu vực phía Nam và đối thủ cạnh tranh trực tiếp là BHS. BHS có lợi thế về thương hiệu trên thị trường bán lẻ do chiếm hơn 70% thị phần ở thị trường này song đối với khách hàng công nghiệp thì 2 nhà sản xuất này đều được đánh giá cao về uy tín và chất lượng. Ngoài ra, SBT có lợi thế cạnh tranh về giá bán hơn so với BHS nhờ quy trình sản xuất trực tiếp từ mía ra đường tinh luyện.

Bên cạnh đó, một áp lực không nhỏ của SBT nói riêng và các doanh nghiệp mía đường nói chung là đường nhập Thái Lan (chính ngạch và tiểu ngạch) cũng như việc cắt giảm dần thuế nhập khẩu theo cam kết.

Đối với sản phẩm mật rỉ, khách hàng chính là các đại lý và các nhà máy bán buôn như Thành Thành Công, Kim Hà, Đường Biên Hòa, Phát Đạt Thành... và khách hàng của sản phẩm điện là Tập đoàn điện lực Việt Nam EVN.

SƠ LƯỢC NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

Nối tiếp thành công của niên vụ 2010/2011, niên vụ mới 2011/2012 tiếp tục được dự báo với nhiều chỉ tiêu khả quan. Theo báo cáo của Sở Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, diện tích mía của 25 tỉnh nằm trong vùng nguyên liệu mía niên vụ 2011/2012 dự kiến đạt khoảng 259,7 nghìn ha (tăng hơn vụ trước 11 nghìn ha), năng suất mía bình quân đạt 64,9 tấn/ha (tăng 4,4 tấn/ha), sản lượng mía ước đạt 16,8 triệu tấn (tăng hơn 1,8 triệu tấn). Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam, ước tính vụ mùa 2011/2012 sẽ sản xuất được khoảng 1,4 triệu tấn đường, tăng 0,25 triệu tấn so với niên vụ trước. Nếu đạt được sản lượng như dự báo, ngành mía đường niên vụ mới có thể đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước vào khoảng 1,3 -1,4 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, thời gian qua lũ lụt đã xảy ra trên diện rộng ở cả đồng bằng sông Cửu Long và Bắc Trung Bộ, nên nhiều khả năng sẽ có ảnh hưởng đến sản lượng đường dự báo.

6T2012, giá đường trong nước giảm và hiện giữ ở mức ổn định thấp hơn khoảng 6-10% so với cùng kỳ năm trước. Tính đến thời điểm này, vụ mía ép mới 2011/2012 đã kết thúc. Theo số liệu Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, kết thúc vụ mía 2011/2012 các nhà máy đã ép được gần 14,5 triệu tấn mía, sản xuất được 1,3 triệu tấn đường. So với năm trước, lượng ép mía tăng 2,15 triệu tấn, lượng đường sản xuất tăng 159.250 tấn. Với sản lượng đường sản xuất của các nhà máy đủ để phục vụ nhu cầu tiêu thụ trong nước, chưa kể lượng đường không nhỏ nhập lậu hàng năm đã gây sức ép cho đường giảm giá trong 6 tháng đầu năm. Hiện tại, giá bán đường trắng loại 1 đã có thuế VAT tại kho các nhà máy vẫn giữ ổn định, phổ biến ở mức 16.000 - 16.500 đồng/kg, thấp hơn khoảng 6-10% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm nhiều khả năng giá đường sẽ tăng nhẹ trở lại do tính mùa vụ khi nhu cầu sử dụng đường lớn cho các ngành bánh kẹo, nước ngọt phục vụ cho các dịp trung thu, lễ tết.

Bộ Công Thương và Bộ Nông nghiệp Phát triển Nông thôn đang xem xét khả năng thay đổi cơ chế nhập khẩu đường trong thời gian tới. Cơ chế nhập khẩu đường trước đây là Bộ Công Thương sau khi cân đối giữa sản xuất và tiêu dùng trong nước sẽ cấp hạn ngạch nhập khẩu đường từ đầu năm. Cơ chế này đã tỏ ra không hiệu quả trong năm qua khi có những thời điểm hàng tồn kho tại các doanh nghiệp chưa bán được song vẫn có một lượng đường lớn được nhập khẩu thêm, bên cạnh lượng đường nhập lậu không nhỏ tràn vào, gây tình trạng dư thừa cục bộ, ảnh hưởng đến kết quả sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp và khó khăn trong điều tiết cung cầu.

Trước tình hình trên, Hiệp hội mía đường Việt Nam đã kiến nghị Bộ Công Thương và Bộ Nông nghiệp Phát triển Nông thôn thay đổi cơ chế điều hành nhập khẩu đường thời gian tới. Theo kiến nghị của Hiệp hội, việc cấp phép nhập khẩu đường vẫn được thực hiện theo cam kết khi Việt Nam gia nhập WTO, nhưng chỉ cho phép thông quan sau khi kết thúc vụ ép mía. Khi xảy ra dư thừa cung cục bộ trong ngắn hạn, đề nghị cho phép các doanh nghiệp xuất khẩu lượng đường hợp lý để giữ mặt bằng giá trong nước. Sau đó, Bộ Công Thương sẽ cấp hạn ngạch nhập khẩu bổ sung ưu tiên cho các doanh nghiệp đã xuất khẩu. Lượng hạn ngạch nhập sẽ bằng đúng lượng đường đã xuất và cũng chỉ cho thông quan sau khi kết thúc vụ ép mía.

Trong dài hạn, ngành mía đường Việt Nam vẫn còn nhiều khó khăn. Đó là những vấn đề về năng suất mía thấp, chữ đường không cao, công nghệ sản xuất lạc hậu khiến giá vốn cao dẫn đến tính cạnh tranh kém so với các nước trong khu vực. Ngoài ra, vẫn còn nhiều vùng nguyên liệu mâu thuẫn giữa người trồng mía và công ty vẫn chưa được giải quyết triệt để khi giá mua mía không thỏa đáng, khiến cây mía khó cạnh tranh được với các loại cây khác có hiệu quả kinh tế hơn.

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2009A	2010A	2011	2012E
Doanh thu thuần	770,6	1.104,3	2.050,3	2.271,6
Giá vốn	567,7	720,5	1.446,9	1.768,1
Lãi gộp	202,9	383,8	603,4	503,5
Chi phí bán hàng	14,7	16,9	25,4	40,9
Chi phí quản lý	18,8	26,2	38,4	47,7
Lợi nhuận từ HĐKD	169,4	340,7	539,6	414,9
Lợi nhuận từ HĐTC	53,3	29,2	29,3	24,3
Lợi nhuận khác	3,2	0,5	2,0	1,7
EBIT	233,6	390,3	619,7	500,8
Lợi nhuận trước thuế	225,9	370,4	571,0	440,9
Thuế TNDN	15,9	25,1	18,0	22,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	210,0	345,2	553,0	418,9

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010A	2011	2012E
Tăng trưởng				
Doanh thu	36,9%	43,3%	85,7%	10,8%
Lợi nhuận HĐKD	110,5%	101,1%	58,4%	-23,1%
EBIT	170,7%	67,1%	58,8%	-19,2%
Lợi nhuận trước thuế	167,8%	63,9%	54,2%	-22,8%
Lợi nhuận sau thuế	157,6%	64,4%	60,2%	-24,2%
Tổng tài sản	141,8%	6,0%	18,7%	10,5%
Vốn chủ sở hữu	158,6%	8,5%	0,3%	5,8%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	1,5%	5,0%	7,1%	7,1%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	26,3%	34,8%	29,4%	22,2%
LN HĐKD / Doanh thu	22,0%	30,9%	26,3%	18,3%
EBIT/ Doanh thu	30,3%	35,3%	30,2%	22,0%
LNTT/ Doanh thu	29,3%	33,5%	27,8%	19,4%
LNST/ Doanh thu	27,3%	31,3%	27,0%	18,4%
ROA	11,4%	17,6%	23,8%	16,3%
ROIC or RONA	12,5%	19,0%	30,4%	21,8%
ROE	12,7%	19,3%	30,8%	22,0%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	5,8	4,0	4,0	3,7
Vòng quay hàng tồn kho	2,1	2,4	5,1	5,9
Vòng quay khoản phải trả	7,3	5,2	8,2	7,6
Vòng quay TSCĐ	1,1	1,7	3,3	3,6
Vòng quay Tổng tài sản	0,4	0,6	0,9	0,9

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	3,4	6,3	2,0	2,1
Nhanh	1,6	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	0,8	2,2	0,4	0,2

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	11,9%	9,3%	29,4%	35,1%
Tổng nợ / Tổng tài sản	10,6%	8,5%	22,7%	26,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	5,5%	0,1%	18,2%	21,5%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	1,4%	1,1%	1,0%	1,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2009A	2010A	2011	2012E
Tiền	36,2	126,5	88,7	106,9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	104,2	187,5	125,0	320,0
Các khoản phải thu	133,4	274,2	512,0	613,3
Tồn kho	299,8	291,8	280,3	300,6
Tài sản ngắn hạn khác	2,5	6,5	2,8	20,0
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	576,1	886,5	1.008,8	1.360,8
Tài sản cố định hữu hình	695,2	624,1	572,7	586,5
Nguyên giá	1.543,3	1.543,5	1.567,0	1.658,3
Khấu hao	(848,1)	(919,4)	(994,3)	(1.071,7)
Tài sản cố định vô hình	2,3	43,6	43,4	40,4
Nguyên giá	4,7	47,8	50,5	50,5
Khấu hao	(2,4)	(4,2)	(7,1)	(10,0)
Xây dựng cơ bản dở dang	51,8	17,7	36,8	62,6
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	404,0	284,8	555,1	410,0
Tài sản dài hạn khác	16,5	0,2	6,2	6,5
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.269,9	1.070,4	1.314,2	1.206,1
TỔNG TÀI SẢN	1.846,0	1.956,9	2.323,0	2.566,8

Các khoản phải trả ngắn hạn	168,1	140,4	502,8	641,7
Tiền hàng phải trả và ứng trước	39,8	77,6	101,4	123,8
Khoản phải trả ngắn hạn khác	38,2	60,5	74,1	109,0
Vay và nợ ngắn hạn	90,0	2,4	327,4	408,9
Các khoản phải trong dài hạn	28,5	26,3	24,5	25,1
Vay và nợ dài hạn	22,7	20,3	18,3	18,3
Khoản phải trả dài hạn khác	5,8	6,0	6,2	6,8
Tổng nợ	196,6	166,7	527,3	666,8
Vốn chủ sở hữu	1.648,3	1.789,6	1.794,2	1.900,0
Vốn đầu tư của CSH	1.419,3	1.419,3	1.419,3	1.419,3
Thặng dư vốn	-	-	-	-
Cổ phiếu ngân quỹ	(5,5)	(5,5)	(139,4)	(172,6)
Lợi nhuận giữ lại	215,7	346,8	468,1	590,6
Quỹ đầu tư và phát triển	5,3	4,9	4,8	4,8
Quỹ dự phòng tài chính	13,6	24,1	41,4	58,0
Khác	-	-	-	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1,1	0,6	1,5	-
Nguồn vốn chủ sở hữu	1.649,4	1.790,2	1.795,6	1.900,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	1.846,0	1.956,9	2.323,0	2.566,8

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2009A	2010A	2011	2012E
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	141,9	141,9	141,9	141,9
Giá thị trường cuối năm(VND)	7.500	10.600	11.000	18.900
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	1.484	2.444	4.972	2.952
Giá trị sổ sách (VND)	11.614	12.609	12.642	13.387
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.300	1.800	3.000	2.000
P/E (x)	5,1	4,3	2,2	6,4
P/B (x)	0,6	0,8	0,9	1,4
Dividend Yield (%)	17,3%	17,0%	27,3%	10,6%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
----------------	--------------	-------------	------------------------	--------------

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Người phân tích đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của người phân tích.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP. Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà người phân tích cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, người phân tích không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của người phân tích có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2012.**