

23.08.2012  
HOSE – Việt Nam

## Underweight

**Giá (2012/08/23) : VND 15,500**

**Giá mục tiêu : VND 15,000**

Pham Nhat Bich  
(+84-8) 5413-5479  
bichpham@phs.vn

### Dữ liệu chính

Vốn điều lệ (tỷ VND)	154
CP đang lưu hành (triệu cổ)	15.4
Biên độ giá trong 52 tuần (VND)	28,400 – 11,100
Mức vốn hóa (tỷ VND)	276
Tổng tài sản (Q2/12) (tỷ VND)	735
Giá trị ròng (Q2/12) (tỷ VND)	546
(QFII) Tổng Room (triệu cổ)	7.54
(QFII) Room hiện tại (triệu cổ)	1.59
Sở hữu nước ngoài (%)	38.6%
EPS 2012E (VND)	2,053
P/E	7.5
P/B	0.4
% Cổ tức tiền mặt (Mệnh giá)	12%
Lợi suất cổ tức (%) (Cổ tức/Giá thị trường)	7.74%
ROE 2012E (%)	5.4%
ROA 2012E (%)	4.1%

\* Giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp VN là 49%.

### Thay đổi giá trong 6 tháng



Thay đổi giá	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-3.1	+3.1	+5.5
Phần trăm (%)	-15.3	+22.1	+47.4

## Kết quả 2Q12 không như mong đợi; lợi nhuận sau thuế bị âm

- Cập nhật KQKD quý II** Mặc dù sản phẩm bánh Hura đã được tung ra thị trường nhưng doanh thu quý II của BBC lại giảm 11% so với quý trước đó và LNST bị âm 8.2 tỷ đồng chủ yếu là do (1) 6 tháng đầu năm là mùa thấp điểm của ngành thực phẩm và thức uống; (2) biên lợi nhuận gộp bị sụt giảm do việc thay đổi phương pháp kế toán và chi phí nguyên liệu đầu vào gia tăng. Cụ thể, BBC phải ghi nhận chi phí khuyến mãi bằng sản phẩm vào giá vốn hàng bán theo Nghị định 123/2008/NĐ-CP cùng với việc giá đường nội địa (chiếm phần lớn trong NVL đầu vào) đã tăng 2% trong 2Q2012 dẫn đến giá vốn hàng bán gia tăng đáng kể; (3) thu nhập tài chính giảm còn 463 triệu đồng từ 1.02 tỷ đồng của 1Q12 chủ yếu do giảm tiền gửi ngân hàng. Số dư tiền mặt chỉ có 6.8 tỷ đồng, giảm 62% so với 17.9 tỷ đồng của quý trước đó do BBC rút tiền gửi ngân hàng để sửa chữa dây chuyền sản xuất Lottepie. Vì thế lũy kế 6 tháng doanh thu đạt 373.8 tỷ đồng, tương ứng với 28% kế hoạch năm và LNST bị âm 6.5 tỷ đồng. Ban quản trị của BBC đang cân nhắc việc điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận giảm 15%, từ 50 tỷ xuống còn 42.4 tỷ đồng.

- Triển vọng 6 tháng cuối năm 2012 sẽ khả quan hơn nhưng khó có thể hoàn thành kế hoạch ĐHCĐ đề ra** Do đặc trưng của ngành, nhu cầu về thực phẩm và thức uống thường gia tăng đáng kể vào cuối năm hỗ trợ các DN tạo ra doanh thu và lợi nhuận luôn cao hơn 20 – 25% so với 6 tháng đầu năm. Do đó, BBC sẽ tạo ra mức lợi nhuận tốt trong những tháng tiếp theo. Mặc dù công ty hoạt động không hiệu quả trong nửa năm đầu, PHS kỳ vọng BBC sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa năm cuối với doanh thu và lợi nhuận ròng tương ứng vào khoảng 619.9 tỷ đồng (+66% HoH) và 38.1 tỷ đồng. Theo báo cáo tài chính quý II, số dư hàng tồn kho hiện đang là 134 tỷ đồng, tăng 11% so với 120 tỷ đồng của 4Q11 cho thấy công ty tập trung trữ hàng cho mùa cao điểm sắp tới. Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi dự báo doanh số và lợi nhuận ròng FY2012 sẽ xấp xỉ 994 tỷ đồng (-2% YoY) và 31.6 tỷ đồng (-32% YoY) và EPS khi đó sẽ tương đương 2,053 với P/E tương ứng ở mức 7.5x.

- Hạ giá mục tiêu** Chúng tôi đã điều chỉnh lại dự phóng cho EPS FY2012 và 2013 do những biến động KQKD trong 6 tháng đầu năm. Mặc dù thu nhập 2Q2012 không như dự báo nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của quý III và IV tương ứng sẽ là 51% và 33% QoQ do BBC sẽ bước vào giai đoạn hồi phục trong vòng 4 tháng tới. Mặt khác, các yếu tố như giá nguyên liệu tăng cao, thu nhập tài chính giảm và gia tăng chi phí quản lý doanh nghiệp đều ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả định giá của chúng tôi và ăn mòn vào thành quả cuối năm. Tổng hợp các yếu tố đã điều chỉnh, khiến giá mục tiêu hạ xuống 15,000 đồng.

- Ngành thực phẩm cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn** Trong những năm gần đây, nhiều nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường bánh kẹo, tạo nên sự cạnh tranh trong ngành đã trở nên khốc liệt. Cộng thêm các chi phí đầu vào tăng cao nên lợi nhuận của các DN trong ngành ở mức thấp trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, những tháng cuối năm luôn là thời gian thuận lợi để các công ty tăng tốc và đạt được mục tiêu đề ra. Chúng tôi hy vọng giá cổ phiếu trong ngành sẽ biến động tích cực trong những tháng cuối năm. Bên cạnh đó, ngành chế biến thực phẩm chiếm tỷ lệ khá lớn trên GDP của Việt Nam. Theo báo cáo của BMI, tốc độ tăng trưởng ngành hàng năm khoảng 15% từ 2011-2013. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng ngành thực phẩm nói chung có mức tăng trưởng tốt trong dài hạn.

(tỷ VND)

Năm	Doanh thu (tỷ)	(%)	LN ròng (tỷ đồng)	(%)	CP đang lưu hành	EPS (VND)	P/E (x)	ROE	ROA
2010	793	26%	42	-27%	15,400,000	2,709	5.7	7.7%	5.5%
2011	1,009	27%	47	12%	15,400,000	3,034	5.1	8.2%	6.2%
2012E	994	-2%	32	-32%	15,400,000	2,053	7.5	5.4%	4.1%
2013E	1,193	20%	44	39%	15,400,000	2,860	5.4	7.2%	5.3%

## Báo cáo tài chính (tỷ đồng)

KQ hoạt động kinh doanh	2010	2011	2012E	2013E	Chỉ số cơ bản	2010	2011	2012E	2013E
Doanh thu thuần	793	1,009	994	1,193	<b>Tỷ lệ tăng trưởng</b>				
Giá vốn hàng bán	578	710	725	870	Tăng trưởng doanh thu	26%	27%	-2%	20%
Lợi nhuận gộp	214	299	269	322	Tăng trưởng LN gộp	13%	39%	-11%	20%
Chi phí bán hàng & QLDN	175	238	229	262	Tăng trưởng LN ròng	-27%	12%	-32%	39%
Lợi nhuận gộp	35	52	31	49	Tăng trưởng tài sản	3%	-1%	3%	7%
Doanh thu từ HĐTC	14	15	3	2	Tăng trưởng vốn	4.4%	5.4%	2.2%	4.4%
Chi phí tài chính	9	13	(2)	1	<b>Tỷ suất sinh lợi</b>				
Chi phí lãi vay	5	7	0	0	Biên LN gộp	26.6%	29.0%	26.4%	26.4%
Lợi nhuận trước thuế	45	55	37	52	Biên LN trước thuế	5.7%	5.5%	3.8%	4.4%
Thuế thu nhập DN	3	9	6	8	Biên LN ròng	5.3%	4.7%	3.2%	3.7%
Lợi nhuận sau thuế	42	47	32	44	ROA	5.5%	6.2%	4.1%	5.3%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROE	7.7%	8.2%	5.4%	7.2%
Tổng tài sản	759	752	775	826	<b>Phân tích DuPont</b>				
Tài sản ngắn hạn	333	293	333	380	Biên LN ròng (1)	5.3%	4.7%	3.2%	3.7%
Tiền	89	60	9	10	Vòng quay tổng tài sản (2)	1.04	1.33	1.27	1.43
Hàng tồn kho	117	121	123	148	Số nhân vốn (3)	1.39	1.31	1.32	1.35
Tài sản dài hạn	425	459	441	446	LN/ VCSH = (1)x(2)x(3)	7.7%	8.2%	5.4%	7.2%
Tài sản cố định	401	439	420	421	<b>Tính hiệu quả</b>				
Nguồn vốn	759	752	775	826	Số ngày khoản phải thu	36	35	70	65
Tổng nợ	214	178	188	213	Số ngày hàng tồn kho	74	62	62	62
Khoản phải trả	96	92	106	115	Số ngày khoản phải trả	56	47	53	47
Nợ dài hạn	31	3	4	5	Vòng quay tổng tài sản	1.0	1.3	1.3	1.4
VCSH	545	574	587	612	Vòng quay tài sản dài hạn	1.96	2.28	2.34	2.81
Vốn đầu tư của CSH	154	154	154	154	Vòng quay tài sản cố định	0.51	0.44	0.43	0.36
LNGL	41	45	33	59	<b>Khả năng thanh khoản</b>				
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	Chỉ số thanh toán hiện hành	1.81	1.67	1.81	1.82
LCTT từ hoạt động kinh doanh	32	66	(25)	57	Chỉ số thanh toán nhanh	1.18	0.98	1.14	1.11
Lợi nhuận sau thuế	42	47	32	44	Chỉ số tiền mặt	0.48	0.34	0.05	0.05
Khấu hao	36	31	30	36	<b>Cơ cấu nguồn vốn</b>				
LCTT từ hoạt động đầu tư	(94)	(28)	(9)	(38)	Tổng nợ/ tổng vốn	0.11	0.00	0.00	0.00
LCTT từ hoạt động tài chính	(53)	(67)	(17)	(19)	Tổng nợ/ tổng tài sản	0.08	0.00	0.00	0.00
LCTT trong kỳ	205	89	60	9	Tổng tài sản/ tổng vốn	1.39	1.31	1.32	1.35
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	89	60	9	10	<b>Chỉ số cổ phiếu</b>				
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	205	89	60	9	PE	5.72	5.11	7.55	5.42
					PBV	0.50	0.47	0.46	0.44
					PS	0.34	0.27	0.28	0.23
					EPS	2,709	3,034	2,053	2,860
					Tiền mặt/cổ phiếu	5,028	5,034	4,023	5,223
					Giá trị sổ sách/ cổ phiếu	35,314	37,219	38,051	39,711

Nguồn: BBC and PHS's dự báo

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Overweight (OW)** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Neutral (N)** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Underweight (UW)** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Not Rated (NR)** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

**PhuHung Securities Corporation (PHS)**

5 Floor, Lawrence S. Ting Building

801 Nguyen Van Linh., District 7

HoChiMinh City, Viet nam

**Phone:** (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

**Website:** [www.phs.vn](http://www.phs.vn) | **E-mail:** [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)