

14.09.2012  
VietNam

**Overweight**

## Tiềm năng cho đầu tư dài hạn; Giữ hạng OVERWEIGHT

### Tình hình nửa đầu năm 2012

- Trong nửa đầu năm 2012, giá trị xuất khẩu bánh kẹo và ngũ cốc tăng 8.36%, trong khi giá trị nhập khẩu giảm 29.35% so với cùng kỳ năm ngoái.

Tổng giá trị xuất khẩu các sản phẩm bánh kẹo và ngũ cốc trong 6 tháng đầu năm 2012 tăng 8.4% lên 192 triệu USD so với cùng kỳ 2011, trong khi giá trị xuất sang Campuchia và Trung Quốc, 2 thị trường xuất khẩu chính, giảm tương ứng 3% và 2% so với cùng kỳ. Mặt khác ở các thị trường mới nổi như Thái Lan và Ba Lan đã có mức tăng đáng kể và bù đắp được sự sụt giảm ở thị trường phát triển như Mỹ và Nhật Bản. Tại Campuchia, thị trường xuất khẩu bánh kẹo lớn nhất của Việt Nam, sự cạnh tranh khốc liệt của các sản phẩm đến từ Trung Quốc và Thái Lan đang ngày càng khốc liệt. Để giành lợi thế trong cuộc cạnh tranh này, các công ty bánh kẹo Việt Nam cần đa dạng hóa các sản phẩm của mình và tập trung vào cải thiện chất lượng sản phẩm. Trong năm nay chúng ta đã đạt thành tựu đáng kể khi khai thác thị phần tại các thị trường mới nổi. Tuy nhiên, nếu ngành bánh kẹo Việt Nam muốn đạt mức tăng ấn tượng trong tương lai, cần phát triển thêm doanh số ở thị trường mới.

STT	Giá trị xuất khẩu	6 tháng 2012 (USD)	Tỷ trọng (%)	6 tháng 2011 (USD)	Tỷ trọng (%)	Thay đổi (%)
1	Campuchia	40,346,577	21%	41,531,764	23%	-2.9%
2	Trung Quốc	14,457,363	8%	14,749,376	8%	-2.0%
3	Mỹ	13,190,236	7%	13,369,561	8%	-1.3%
4	Nhật Bản	12,909,321	7%	13,301,933	8%	-3.0%
5	Hàn Quốc	11,057,245	6%	10,370,925	6%	6.6%
6	Thái Lan	11,040,804	6%	7,552,398	4%	46.2%
7	Ba Lan	7,951,925	4%	5,700,135	3%	39.5%
8	Khác	81,156,822	42%	70,705,467	40%	14.8%
	<b>Tổng</b>	<b>192,110,293</b>		<b>177,281,559</b>		<b>8.4%</b>

Nguồn: PHS & TCHQ

Ngoài ra, Việt nam cũng nhập khẩu các sản phẩm bánh kẹo. Giá trị nhập khẩu nửa đầu 2012 giảm 29.35% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tại thị trường nhập khẩu chính, Indonesia, đạt mức tăng 84.5% so với cùng kỳ trong khi các thị trường khác đều có mức giảm đáng kể, trừ Trung Quốc. Hiện nay, Việt Nam và Indonesia đang tăng cường các hoạt động xúc tiến thương mại và hợp tác đầu tư. Cả hai bên đều nhất trí mục tiêu thương mại song phương từ 4.5 tỉ USD trong năm 2011 lên 4.6 tỉ USD trong năm 2012 và 5 tỉ USD trong năm 2015. Theo tiêu chí trên, tổng giá trị nhập khẩu từ Indonesia đạt 1.07 tỉ USD trong 6 tháng đầu năm, trong đó hải sản và các sản phẩm bánh kẹo và ngũ cốc chiếm tỷ trọng chính.

STT	Giá trị nhập khẩu	6 tháng 2012 (USD)	Tỷ trọng (%)	6 tháng 2011 (USD)	Tỷ trọng (%)	Thay đổi (%)
1	Indonesia	17,942,899	26%	9,725,278	14%	84.5%
2	Thái Lan	12,212,832	18%	13,706,024	20%	-10.9%
3	Malaysia	7,061,362	10%	8,907,146	13%	-20.7%
4	Trung Quốc	4,691,711	7%	3,355,701	5%	39.8%
5	Singapore	3,274,633	5%	5,937,564	9%	-44.8%
6	Khác	24,253,177	35%	56,644,122	58%	
	<b>Tổng</b>	<b>69,436,614</b>		<b>98,275,835</b>		<b>-29.3%</b>

Nguồn: PHS & TCHQ

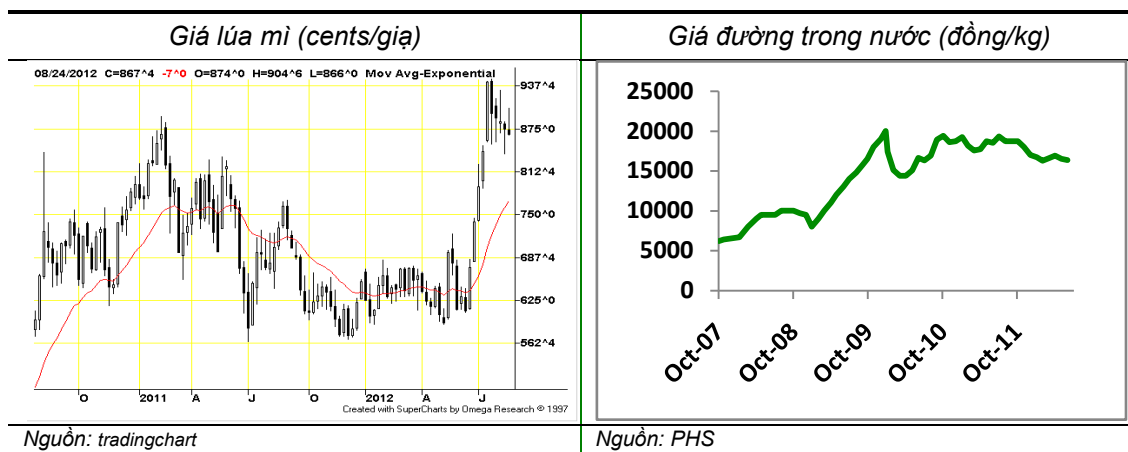
Phạm Nhật Bích  
(+84-8) 5413-5479  
bichpham@phs.vn

### ➤ Áp lực từ chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng...

Chi phí nguyên vật liệu chiếm từ 55% đến 60% chi phí giá vốn hàng bán. Trong đó, chi phí bột và đường chiếm tỷ trọng lớn nhất. Do đó, mức tăng giá các nguyên liệu này trong nửa đầu 2012 đã gây áp lực lên lợi nhuận của ngành bánh kẹo Việt Nam.

Do Việt Nam nhập khẩu hầu hết lượng bột mì nên giá bột mì trong nước sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp từ giá lúa mì thế giới. Theo báo cáo của Hiệp Hội Ngũ cốc Quốc Tế (IGC), sự biến đổi điều kiện thời tiết ở các vùng sản xuất chính tại châu Âu, sản lượng lúa mì của thế giới có khả năng bị sụt giảm và đẩy giá lúa mì lên mức cao kỷ lục trong niên vụ 2012/2013. Tại ngày 24/8, giá lúa mì kỳ hạn tháng 12 tăng 38.7% tương đương 242 cents lên mức 867 cent/giạ từ mức 625 cent/giạ của tháng 1/2012.

Ngược lại, phần lớn nguồn cung đường đến từ nội địa. Thị trường mía đường thoát khỏi sự mất cân bằng cung-cầu như những năm trước, niên vụ 2012/2013 là lần đầu tiên mà sản lượng đường Việt Nam, gồm cả sản xuất, nhập khẩu theo WTO và lượng tồn kho – có thể đáp ứng nhu cầu trong vài tháng tới. Tuy nhiên, nhu cầu đường có xu hướng tăng cao trong tháng Trung thu nên chúng tôi dự báo giá đường sẽ tăng nhẹ khoảng 4% trong năm nay, vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng 24% năm 2010 và 6% năm 2011.



## Triển vọng nửa cuối 2012 và 2013

### ➤ Mức tăng doanh thu nửa cuối 2012 tích cực nhưng...

Chúng tôi đã phân tích xu hướng tiêu dùng để dự báo doanh thu của các doanh nghiệp bánh kẹo. Bắt đầu từ Trung thu cho đến tháng 12, doanh số bán bánh sẽ tăng trung bình 20% so với các tháng trước. Thêm vào đó, nhà cung cấp thường được hưởng lợi từ việc tăng giá bánh lên khoảng 10-15%. Dựa trên 2 lý do trên, chúng tôi dự đoán doanh thu của các doanh nghiệp trong nửa cuối 2012 sẽ tốt hơn nhiều so với nửa đầu năm.

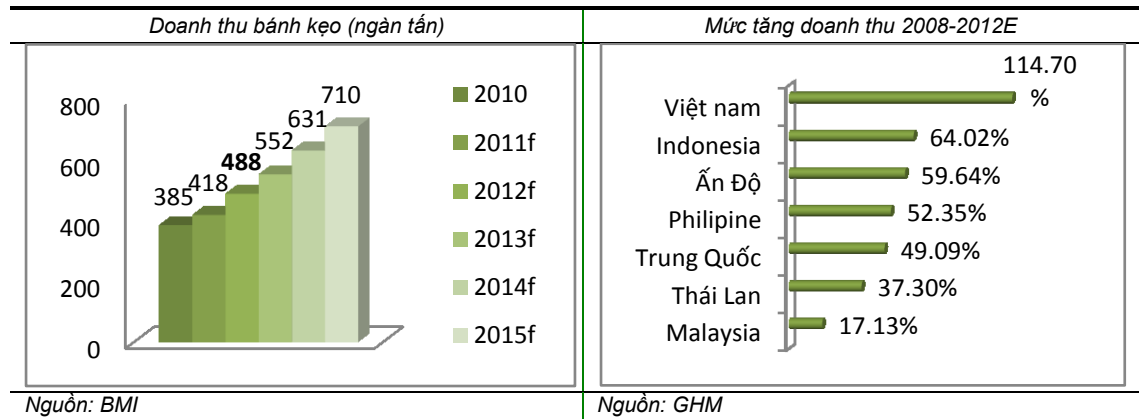
Về mặt chi phí, chúng tôi phân tích chủ yếu vào giá nguyên vật liệu và chi phí bán hàng/quản lý. (i) giá nguyên vật liệu dựa trên giá lúa mì thế giới và giá đường trong nước như chúng tôi đã nêu ở trên. (ii) Dưới áp lực cạnh tranh gay gắt với các sản phẩm đến từ nước ngoài, các công ty trong nước buộc phải tăng cường quảng cáo và khuyến mãi, do đó, chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng và quản lý sẽ tăng đáng kể trong nửa cuối 2012. Phản ánh các nhân tố ảnh hưởng này vào dự báo, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận ròng của ngành bánh kẹo trong năm 2012 sẽ thấp hơn năm trước khoảng 1-2 điểm phần trăm.

### ➤ Mức tăng doanh thu ấn tượng cho giai đoạn 2010-2015

Theo báo cáo của BMI công bố Q2/2012, doanh thu bánh kẹo của Việt Nam năm 2012 được kỳ vọng ở mức 488 triệu USD, tăng 17% so với năm trước. Tỷ lệ tăng doanh thu ước tính đạt 114.71%/năm trong giai đoạn 2008-2012E, một con số ấn tượng hơn nhiều so với các nước châu Á khác, như Trung Quốc ở mức 49.09%; Philippines ở mức 52.35%; Indonesia ở mức 64.02%; Ấn Độ ở mức 59.64%; Thái Lan ở mức 37.3%; và Malaysia ở mức 17.13% (xem Bảng chi tiết về mức tăng doanh thu ở các nước). Báo cáo này dựa trên mức thay đổi dự tính của (i) dân số trẻ, (ii) mức thu nhập bình quân đầu người, và (iii) sức tiêu dùng.

Ngành bánh kẹo là một trong những ngành có mức tăng trưởng cao và ít nhạy cảm với sự biến động nền kinh tế. Lợi thế về dân số của Việt Nam đã thu hút ngày càng nhiều các công ty thực phẩm nước ngoài nhảy vào thị trường. Do đó các doanh nghiệp trong nước phải đối mặt với áp lực cạnh tranh gay gắt. Tuy nhiên, các công ty trong nước có lợi thế trong việc cung cấp các sản phẩm đa dạng với hương vị phù hợp người Việt và giá cả cạnh tranh. Hiện nay, các nhà máy trong nước đang chiếm 75-80% thị phần, trong khi các công ty nước ngoài chiếm phần còn lại 20-25%. Chúng tôi rất tin tưởng rằng các công ty bánh kẹo trong nước có thể giữ được lợi thế cạnh tranh của mình trong tương lai.

Tuy nhiên, hậu quả của nền kinh tế tăng trưởng quá nóng, lạm phát gia tăng, và giá hàng hóa cao đã làm giảm đáng kể lợi nhuận của các công ty bánh kẹo. Do đó, khả năng kiểm soát chi phí cũng như kỹ năng quản lý sẽ là nhân tố chính để các công ty trong nước bảo vệ lợi nhuận của mình.



## Doanh nghiệp trong ngành

Hiện chỉ có 3 công ty bánh kẹo niêm yết ở Việt Nam. Hai trong ba công ty này - Bibica-BBC và Hải Hà-HHC – chiếm 20% và 25% thị phần kẹo và đồ ngọt, trong khi Kinh Đô – KDC chiếm 30-35% thị phần bánh nướng.

Cả BBC và KDC đều không đạt kế hoạch kinh doanh nửa đầu năm 2012 và báo cáo mức lợi nhuận âm. Do chi phí nguyên vật liệu tăng (đối với BBC) và các khoản lỗ đầu tư tài chính (đối với KDC), BBC và KDC chỉ đạt 28.44% và 27.64% kế hoạch doanh thu. Ngược lại, HHC đã đạt kết quả tốt với doanh thu và lợi nhuận đạt tương ứng 300 tỉ và 7 tỉ đồng, hoàn thành 44.12% kế hoạch năm.

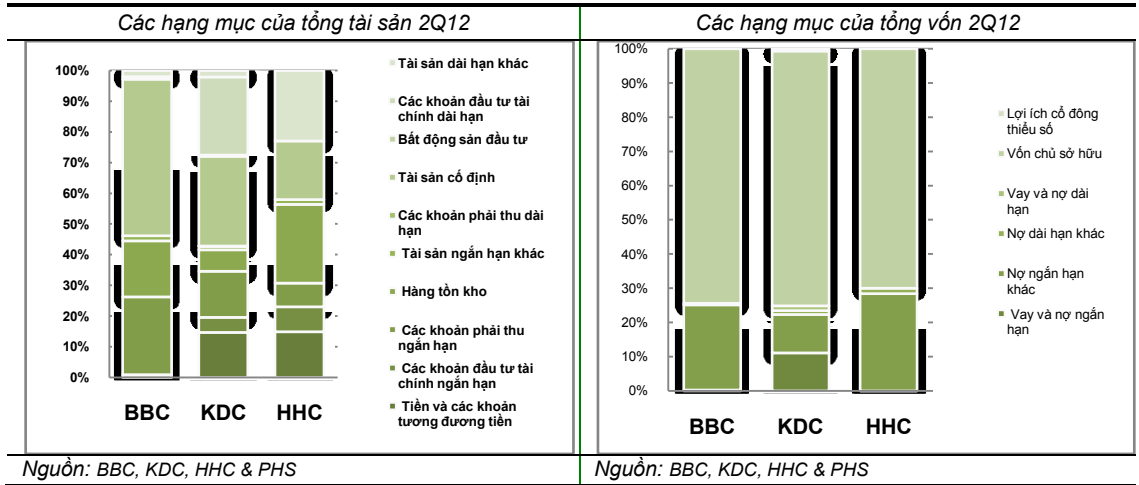
Theo báo cáo tài chính quý 2/2012, KDC có kết quả tốt hơn về mức tăng doanh thu và hiệu quả quản lý chi phí đầu vào so với BBC và HHC. Biên lợi nhuận gộp của KDC là 41.7%, cao hơn 6.2% so với năm ngoái trong khi BBC và HHC chỉ đạt 19.4% và 13.8%. Tuy nhiên, chỉ số chi phí quản lý/doanh thu của KDC là 31.7%, cao hơn nhiều so với 2 đối thủ cạnh tranh. Cùng với khoản lỗ đầu tư 71.3 tỉ đồng ở Nutifood, KDC đã báo cáo mức lỗ ròng 6.9 tỉ đồng trong Q2/2012.

2Q2012 (triệu đồng)	BBC	Tỷ trọng	KDC	Tỷ trọng	HHC	Tỷ trọng
Doanh thu	176,456	100.00%	845,355	100.00%	119,650	100.00%
Các khoản giảm trừ	2,618	1.50%	6,044	0.70%	980	0.80%
Doanh thu ròng	173,838	98.50%	839,311	99.30%	118,669	99.20%
Giá vốn hàng bán	140,116	80.60%	489,400	58.30%	102,306	86.20%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>33,722</b>	<b>19.40%</b>	<b>349,910</b>	<b>41.70%</b>	<b>16,363</b>	<b>13.80%</b>
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>463</b>	<b>0.30%</b>	<b>45,126</b>	<b>5.40%</b>	<b>1,230</b>	<b>1.00%</b>
Chi phí tài chính	-1,031	-0.60%	100,311	12.00%	4	0.00%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>6</i>	<i>0.00%</i>	<i>21,126</i>	<i>2.50%</i>	<i>4</i>	<i>0.00%</i>
<b>Chi phí bán hàng và quản lý</b>	<b>43,881</b>	<b>25.20%</b>	<b>266,450</b>	<b>31.70%</b>	<b>15,660</b>	<b>13.20%</b>
Lợi nhuận hoạt động	-8,665	-5.00%	28,276	3.40%	1,929	1.60%
Lợi nhuận khác	383	0.20%	-10,768	-1.30%	320	0.30%
Lợi nhuận trước thuế	-8,281	-4.80%	17,508	2.10%	2,248	1.90%
Lợi nhuận sau thuế	-8,281	-4.80%	-6,922	-0.80%	1,686	1.40%

Nguồn: BBC, KDC, HHC & PHS

Ngoài ngành kinh doanh cốt lõi, KDC và HHC còn đầu tư vào lĩnh vực tài chính để mở rộng các hoạt động của mình và do đó có lợi nhuận tiềm năng từ mảng đầu tư tài chính. Hơn nữa, KDC và HHC có lượng tiền mặt cao hơn so với BBC, do đó có lợi thế thu nhập đến từ lãi tiền gửi.

Xét về sức khỏe tài chính, KDC có tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu ở mức 16.8% cao hơn so với 2 đối thủ là BBC ở mức 0.3% và HHC là 0.13%. Áp lực chi trả lãi vay đối với KDC là không tránh khỏi, tuy nhiên, hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy sẽ giúp công ty có được hiệu quả kinh doanh tốt hơn. Hơn nữa, trong giai đoạn lãi suất đang xu hướng giảm phần nào giảm bớt gánh nặng chi phí tài chính cho KDC do đó, PHS kỳ vọng KDC sẽ ghi nhận kết quả ấn tượng cho 6 tháng cuối năm 2012.



Cạnh tranh trong ngành bánh kẹo đang ngày càng gay gắt như chúng tôi đã đề cập ở trên. Ngày càng nhiều các công ty mới tham gia vào thị trường. Thậm chí các công ty hàng đầu cũng không dám coi nhẹ vấn đề này. Trong cuộc tranh này, mỗi công ty phải tìm được chỗ đứng của mình để tồn tại và phát triển. Mặc dù đây là cơ hội tốt cho các công ty “tăng tốc” và đạt các mục tiêu của mình trong 4 tháng tới, nhưng áp lực từ giá nguyên liệu đầu vào cũng như chi phí bán hàng/quản lý tăng có thể sẽ gây ảnh hưởng lên thành quả của các công ty. Xem xét ảnh hưởng mùa vụ, chúng tôi kỳ vọng các công ty hàng đầu, bao gồm BBC, KDC, và HHC, sẽ cải thiện được tình hình thu nhập trong mùa cao điểm Trung Thu. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn dự báo rằng các công ty hàng đầu này sẽ không thể đạt được kế hoạch kinh doanh năm của mình.

Đánh giá (TTM)				Hiệu quả (TTM)			
	BBC	KDC	HHC		BBC	KDC	HHC
Giá trên EPS (P/E)	11.01	20.61	5.85	Biên lợi nhuận gộp	28.5%	40.6%	14.1%
Giá trên BVPS (P/B)	0.56	1.32	0.65	Biên LN ròng	2.8%	6.2%	3.2%
Giá trên doanh thu (P/S)	0.31	1.27	0.19	ROA	3.7%	4.4%	7.6%
Thu nhập CP (EPS)	1,798	2,017	2,480	ROE	5.0%	6.2%	11.1%
Giá trị sổ sách CP (BVPS)	35,563	31,084	22,341				
Nguồn: PHS				Nguồn: PHS			

## % thay đổi giá của BBC, KDC, HHC so với VN-index



Nguồn: PHS

## 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.

**Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng (PHS)**

Lầu 5, Tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh., Quận 7

Tp.Hồ Chí Minh, Việt 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)