



15/10/2012



Nguyễn Xuân Huy

Chuyên viên cao cấp

Huy.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 139

Chuyển mã đầu tư – Bán LSS, Mua SBT

Gần đây chúng tôi đã phát hành báo cáo cập nhật SBT với khuyến nghị MUA (tăng 22%) và báo cáo cập nhật LSS với khuyến nghị BÁN (giảm 25%).

Chuyển mã đầu tư

		Giá mục tiêu	Tăng / giảm
BÁN	LSS	12.000	(-25%)
MUA	SBT	20.500	(+22%)

Hàng tiêu dùng [Đường]

Chúng tôi khuyến nghị bán LSS với những lý do sau:

- **LSS bị hạn chế trong việc mở rộng vùng trồng mía**, khiến cho lợi nhuận phụ thuộc vào giá đường vốn đang trên đà giảm giá.
- **LSS rất nhạy với giá đường**. Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy khi giá đường thay đổi 1% thì giá mục tiêu xác định theo phương pháp DCF của chúng tôi sẽ thay đổi nhiều hơn cho LSS và ít hơn cho SBT do SBT chủ yếu sản xuất đường RE vốn ít biến động giá hơn, trong khi LSS sản xuất đường RS.
 - Để minh họa, trong 6 tháng đầu năm 2012, giá đường thế giới giảm 11% và giá đường nội địa cũng giảm tương ứng.
 - Chúng tôi ước tính giá đường trung bình của LSS giảm 6,3% so với mức giảm 3,7% của SBT.
 - Biên lợi nhuận gộp của LSS giảm từ 30% năm 2011 xuống 13,7% trong 6 tháng đầu năm 2012 trong khi biên lợi nhuận gộp của SBT giảm từ 29,4% năm 2011 xuống 21,2% trong 6 tháng đầu năm 2012.
- **Chỉ số đòn bẩy tài chính của LSS sẽ tăng** từ mức 0,2 lần năm 2011 lên mức 0,7 lần năm 2012 trong khi hệ số khả năng thanh toán lãi vay sẽ giảm từ mức 18,6 lần năm 2011 xuống mức 2,8 lần năm 2012.
- **Pha loãng do trái phiếu chuyển đổi**: công ty sẽ phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu bắt buộc chuyển đổi sẽ làm pha loãng cổ phiếu 28% trong năm 2014.
 - Trái phiếu có lợi cho các cổ đông hiện hữu do có lợi suất coupon 12% và chuyển đổi tại mức thấp hơn 41% giá hiện tại.
 - Tuy nhiên, trái phiếu bất lợi cho các nhà đầu tư tương lai.
- **LSS cao hơn** giá cổ phiếu các công ty đường khác. LSS hiện đang giao dịch tại mức P/E 8,4 lần, cao hơn 47% mức P/E của SBT (5,7 lần).

Chúng tôi khuyến nghị mua SBT với những lý do sau:

- **SBT đang mở rộng sản xuất** nhờ gần đây đã mở rộng vùng trồng mía ở Campuchia.
 - Công ty có thể vận chuyển mía từ Campuchia về nhà máy ở Việt Nam mà không phải chịu thuế hay hạn ngạch nhập khẩu.
 - 3.000 hecta diện tích trồng mía mới ở Campuchia sẽ được thu hoạch từ tháng Mười Một và nhờ đó chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ tăng thêm 2% trong năm 2013.
 - Và do đó chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2013 của công ty sẽ tăng thêm 23%.
- **Bảng cân đối kế toán của SBT mạnh** nhờ tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu ở mức 0,2 lần (năm 2011) và hệ số khả năng thanh toán lãi vay ở mức 12,7 lần (năm 2011). Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty sẽ vẫn ở mức thấp 0,2 lần và hệ số khả năng thanh toán lãi vay của công ty sẽ tăng lên mức 21,8 lần trong năm 2012.

Bán LSS, Mua SBT

KN chuyển mã đầu tư

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Xuân Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.