

29.11.2012
VietNam

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc
(+84-8) 5413-5479
ngocnguyen@phs.vn

Thách thức lớn hơn trong 2013

Khả năng dư cung đường theo triển vọng khả quan của vụ mía 2012/13

➤ Cân bằng cung cầu lần đầu tiên kể từ năm 2005

Vụ 2011/12 đã kết thúc với tổng lượng mía ép đạt 14.5 triệu tấn (+16% so với vụ trước). Kết quả khả quan này đến từ sự cải thiện của cả hai yếu tố:

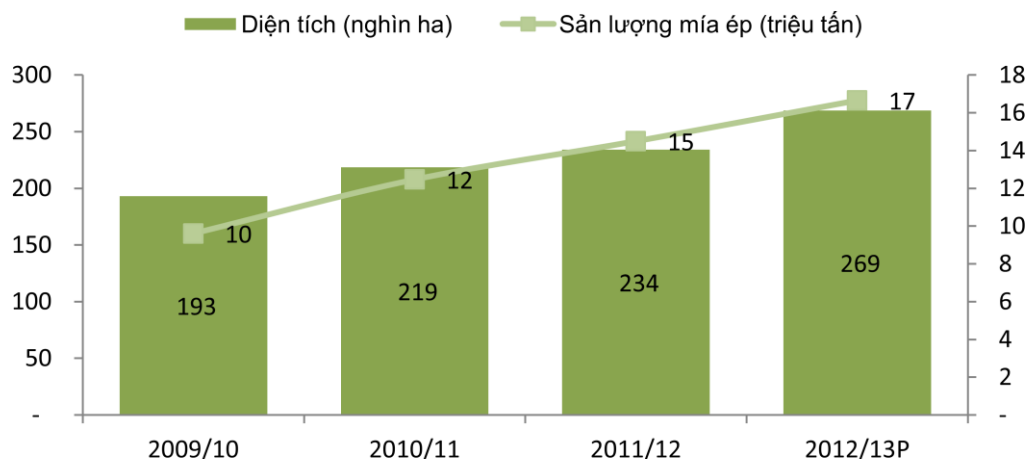
- Năng suất mía tăng 8.5% từ 57 lên 61.9 tấn/ha.
- Vùng nguyên liệu được mở rộng 7.1% từ khoảng 219,000 ha lên 234,000 ha.

Tổng lượng đường sản xuất trong vụ đạt 1.3 triệu tấn (+13% so với vụ trước). Kết hợp với 70,000 tấn đường nhập khẩu theo quota, lần đầu tiên nguồn cung (theo các kênh chính thức) đáp ứng đầy đủ nhu cầu thị trường kể từ năm 2005.

➤ Tiếp tục phát triển diện tích trồng mía trong vụ 2012/13

Mặc dù cung cầu đường đã hầu như đạt điểm cân bằng, diện tích vùng nguyên liệu vẫn tiếp tục được mở rộng trong vụ thu hoạch này. Theo quan điểm của chúng tôi, sự mở rộng này nhằm mục đích cung cấp đủ nguyên liệu theo công suất đã thiết kế, do hiệu suất hoạt động trung bình của ngành vẫn ở mức thấp khoảng 74% trong vụ 2011/12. Theo Bộ Nông Nghiệp và Phát Triển Nông Thôn (MARD), tổng diện tích mía dự kiến tăng xấp xỉ 15% so với vụ trước lên 269,000ha. Năng suất giữ ở mức không đổi. Theo đó, tổng sản lượng mía ép có khả năng đạt 16.7 triệu tấn (+15% so với vụ trước). Sản lượng đường sản xuất tương ứng đạt khoảng 1.6 triệu tấn (+23% so với vụ trước), dựa trên kỳ vọng chữ đường cải thiện 0.6 điểm phần trăm (từ 8.9% lên 9.6%).

Tổng diện tích & sản lượng mía ép Việt Nam qua các vụ



Nguồn: MARD

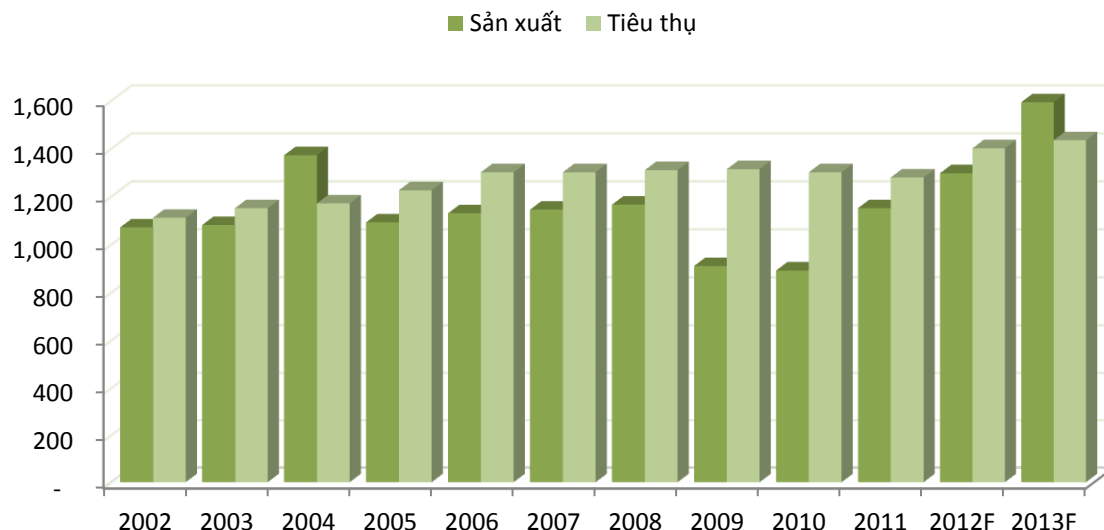
➤ Áp lực giảm giá bán theo nguồn cung gia tăng

Vụ ép 2012/13 đã bắt đầu vào thời điểm chính vụ. Tính đến 15/10/2012, tổng sản lượng mía ép đạt 620,000 tấn, tăng gấp 3.5 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Sản lượng đường sản xuất tương ứng đạt 47,800 tấn (+2.2x so với cùng kỳ), đẩy lượng đường tồn kho lên đến 110,400 tấn (+95% so với cùng kỳ) vào giữa tháng 10/2012. Theo đó, mặc dù nhu cầu đường nguyên liệu cho mùa Tết tăng cao, chúng tôi không kỳ vọng sự cải thiện giá bán đường trong quý cuối năm nay.

Chúng tôi cho rằng áp lực giảm giá bán sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2013, dựa trên khả năng tăng trưởng đáng kể của tổng cung đường – không những từ nguồn cung chính thức mà còn lo ngại về lượng đường nhập lậu:

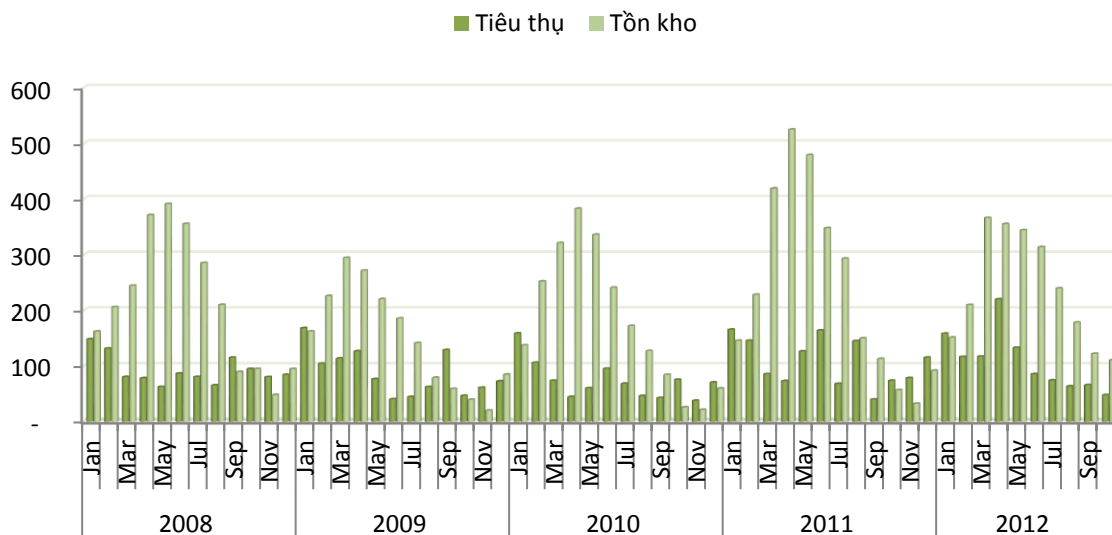
- Tổng cung đường chính thức có khả năng đạt khoảng 1.67 triệu tấn, dự kiến vượt hơn 200,000 tấn so với nhu cầu thị trường trong năm tới. Sản lượng trên đến từ 1.6 triệu tấn đường sản xuất từ mía nguyên liệu trong vụ và xấp xỉ 73,500 tấn đường nhập khẩu theo quota (tăng 5%/năm, theo các điều khoản WTO).
- Bên cạnh nguồn cung chính thức, ước khoảng 200,000 – 500,000 tấn đường nhập lậu hàng năm cũng góp phần không nhỏ vào xu hướng giảm giá đường nội địa.

Sản lượng đường sản xuất & tiêu thụ trong nước (nghìn tấn)



Nguồn: MARD

Lượng đường tiêu thụ & tồn kho theo tháng (nghìn tấn)

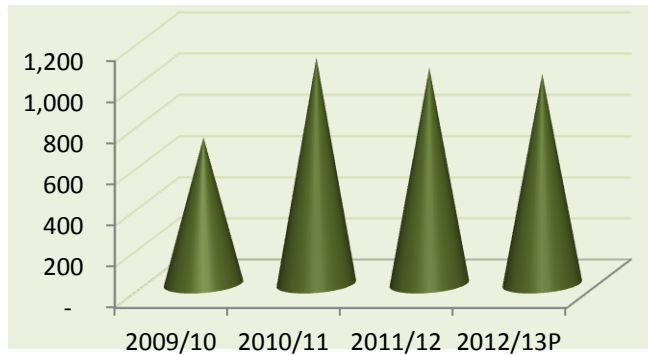


Nguồn: MARD

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận gộp thấp trong 2013

Ngoài tác động từ xu hướng giảm của giá đường, sự ổn định của giá mía đầu vào cũng góp phần thu hẹp lợi nhuận gộp biên của các nhà sản xuất trong năm 2013. Tại Tây Ninh và một số khu vực thuộc đồng bằng sông Cửu Long, giá mía đầu vụ 2012/13 ở mức 0.94 – 1,05 triệu đồng/tấn, hầu như không thay đổi so với vụ ép trước.

Giá mía tại miền Nam (nghìn đồng/tấn)



Nguồn: MARD

Giá đường RS bán sỉ (VND/kg)



Nguồn: MARD

Kết quả kinh doanh Q3/2012 của các doanh nghiệp đường niêm yết

Sự phân hóa rõ nét hơn giữa phân khúc đường RE (Refined Extra) và RS (Refined Standard)

Xu hướng giảm của giá đường đã tác động mạnh trong việc thu hẹp cả doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất. Tuy nhiên, có sự khác biệt trong mức độ giảm giá giữa các công ty tùy theo cơ cấu sản phẩm cung cấp. Trong khi tình trạng dư cung chỉ diễn ra chủ yếu ở phân khúc đường RS, nhu cầu sử dụng đường RE vẫn ở mức cao. RE là sản phẩm được các khách hàng công nghiệp lớn ưu chuộng như VNM, URC, Pepsi... do chất lượng đường tốt. Điều này đã giúp cho giá đường RE chỉ giảm nhẹ 3% - 6% trong Q3/2012 so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi giá đường RS ghi nhận mức sụt giảm mạnh 17% trong cùng khoảng thời gian.

Hiện nay chỉ có khoảng 9 nhà máy trong tổng số gần 40 nhà máy cung cấp đường RE, bao gồm SBT, BHS, LSS, NIVL, La Ngà, Việt Đài, Nghệ An Tate&Lyle... **Trong đó, SBT và BHS chiếm khoảng 60% - 70% tổng cung đường RE trên thị trường (theo đại diện của BHS).** Vì vậy, khả năng giữ giá bán của các doanh nghiệp này tốt hơn so với mặt bằng chung thị trường. Theo chúng tôi, SBT và BHS sẽ tiếp tục tận dụng được lợi thế này trong năm tới. Ngoài ra, theo Thông tư 201/2012/TT-BTC ban hành ngày 16/11/2012, hai công ty trên có cơ hội đẩy mạnh việc phát triển vùng mía tại biên giới Campuchia và có khả năng giảm được giá mía đầu vào tại đây. Cụ thể, sản lượng mía tại các vùng nguyên liệu đầu tư thuộc các tỉnh Campuchia, giáp ranh biên giới Việt Nam tỉnh Tây Ninh khi vẫn chuyển về nhà máy được miễn thuế nhập khẩu và không chịu thuế VAT. Theo đó, chúng tôi sẽ tiếp tục tập trung vào SBT và BHS trong thời gian tới, dựa trên những ưu thế của họ.

	Cơ cấu sản phẩm	Mức độ giảm giá bán trong Q3/2012 so với cùng kỳ
SBT	100% đường RE	-2%
BHS	100% đường RE	-2%
LSS	50% đường RE, 50% RS	-8%
NHS	100% đường RS	-17%
SEC	100% đường RS	-16%
KTS	100% đường RS	-10%

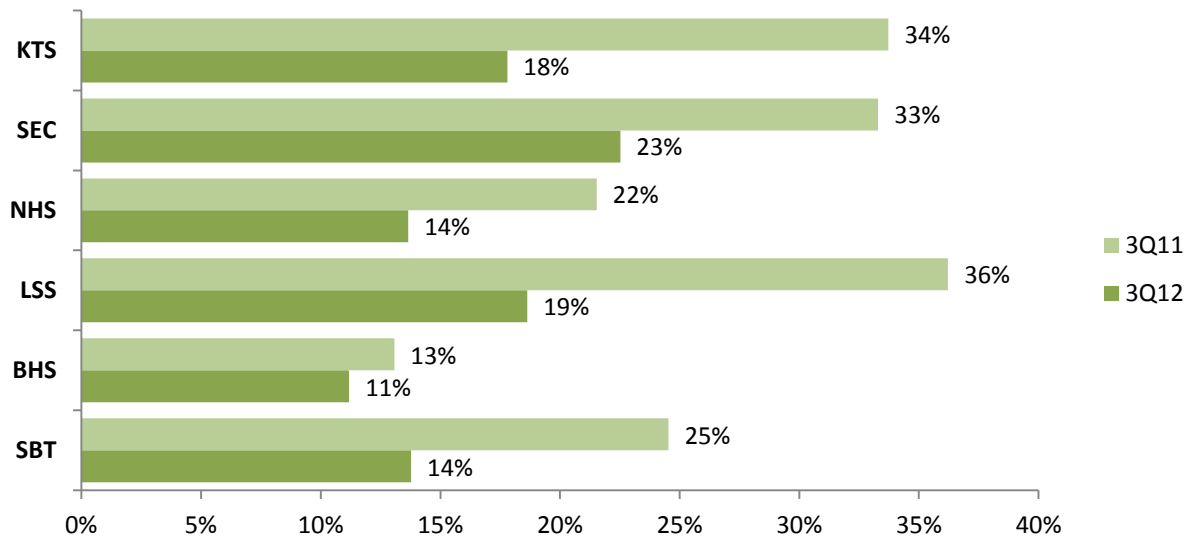
Nguồn: PHS thu thập và ước tính

Tốc độ tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận ròng Q3/2012 (so với cùng kỳ)



Nguồn: PHS ước tính theo số liệu công ty

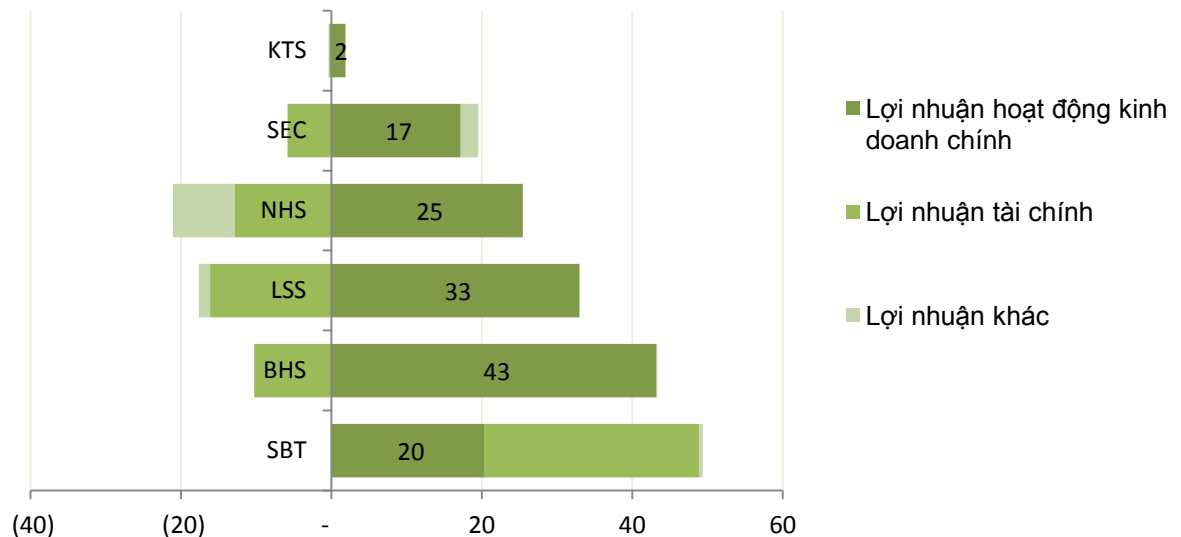
Tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp đường niêm yết



Nguồn: PHS ước tính theo số liệu công ty

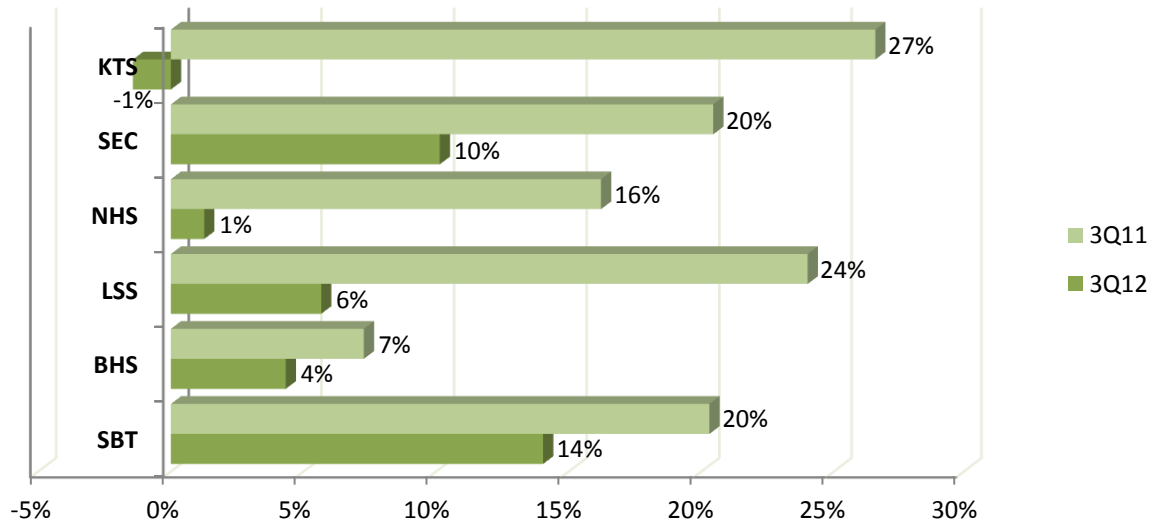
Bên cạnh sự sụt giảm của giá đường, lợi nhuận tài chính ghi nhận ở mức âm cũng góp phần thu hẹp kết quả cuối cùng. Ngoại trừ SBT ghi nhận mức lãi đầu tư trọng mĩa cao (từ 3 tỷ trong Q3/2011 lên 19 tỷ đồng trong Q3/2012), lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính của các công ty phải bù đắp cho chi phí lãi vay trong Q3/2012. Chi phí lãi vay thường chiếm 83% - 99% tổng chi phí tài chính.

Cơ cấu lợi nhuận trước thuế các doanh nghiệp đường niêm yết trong Q3/2012



Nguồn: PHS tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận ròng các doanh nghiệp đường niêm yết



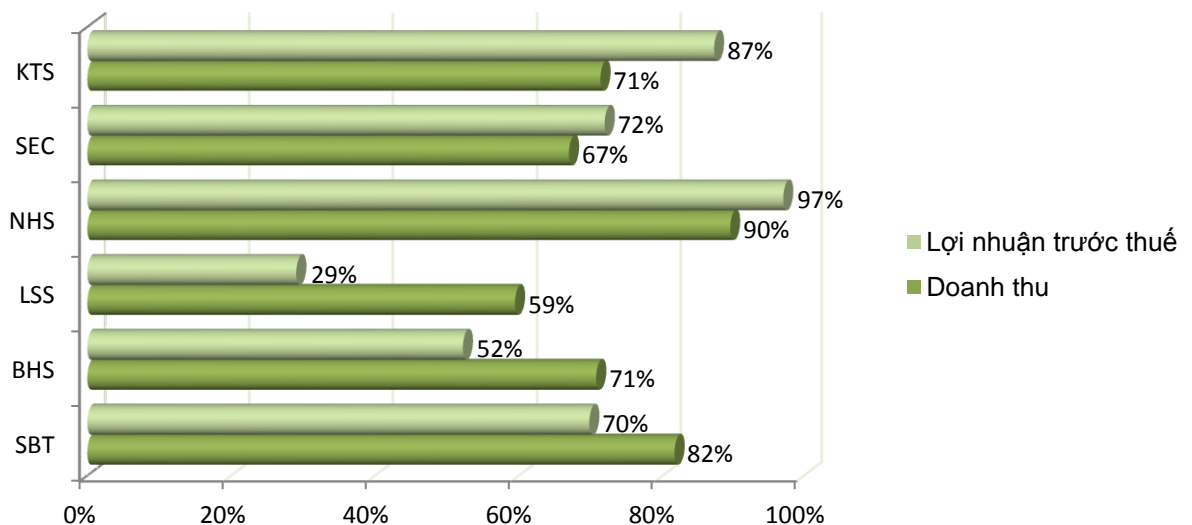
Nguồn: PHS ước tính theo số liệu công ty

Khả năng đạt kế hoạch 2012

Tính đến thời điểm này, nhìn chung các công ty SBT, NHS, SEC và KTS có khả năng đạt chỉ tiêu năm 2012 với tỷ lệ hoàn thành kế hoạch cao trong 9 tháng đầu năm. Trong đó, NHS có mức độ hoàn thành kế hoạch cao nhất ~ 97% tổng chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế cả năm. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm của NHS được đóng góp một phần không nhỏ từ hoạt động bất thường. Cụ thể, công ty đã thanh lý 0.5 triệu cổ phiếu SCR và 3.6 triệu cổ phiếu STB, đem lại 28 tỷ đồng doanh thu tài chính trong 6 tháng đầu năm 2012. Loại trừ khoản thu này, mức độ hoàn thành kế hoạch của NHS chỉ đạt 63% so với mục tiêu lợi nhuận trước thuế cả năm.

Mặc dù mức độ đạt kế hoạch thấp trong 3 quý đầu năm, BHS vẫn tự tin về khả năng hoàn thành các chỉ tiêu trong năm 2012. Đặc biệt, công ty kỳ vọng vượt kế hoạch doanh thu và sản lượng tiêu thụ ở mức 10%. Trong buổi trao đổi gần đây với chúng tôi, công ty cho biết đã chốt trước giá bán đường trong Q4/2012 và điều này sẽ góp phần đảm bảo khả năng hoàn thành mục tiêu của BHS. Đối với LSS, rất khó đạt được kế hoạch cả năm chỉ dựa vào kết quả quý cuối với mức độ hoàn thành kế hoạch khá thấp trong 9 tháng qua.

Mức độ hoàn thành kế hoạch 2012 trong 9 tháng đầu năm



Nguồn: PHS ước tính theo số liệu công ty

Các chỉ tiêu so sánh (lũy kế 4 quý gần nhất – VND'tỷ)

	BHS	SBT	LSS	NHS	SEC	KTS
Tài sản	1,772	2,389	2,777	964	633	142
Vốn chủ sở hữu	571	1,719	1,292	371	266	119
Doanh thu	2,976	2,088	1,951	749	639	260
Biên lợi nhuận gộp	8%	21%	17%	15%	20%	17%
Biên lợi nhuận ròng	5%	19%	10%	11%	10%	10%
ROA	9%	18%	8%	10%	10%	18%
ROE	25%	23%	15%	24%	24%	22%
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2,000	2,000	2,500	3,000	2,200	n/a
EPS	4,660	3,139	3,854	2,596	3,590	6,638
Giá trị sổ sách	19,043	13,440	25,836	12,224	15,307	30,523
Giá thị trường (29/11/2012)	16,300	13,500	13,000	13,900	19,900	28,000
Tỷ suất cổ tức	12%	15%	19%	22%	11%	
P/E	3.5	4.3	3.4	5.4	5.5	4.2
P/BV	0.9	1.0	0.5	1.1	1.3	0.9

Nguồn: PHS thu thập và tính toán dựa trên Báo cáo tài chính Q3/2012 của các công ty

(*) SLS đã niêm yết từ tháng 10/2012. Tuy nhiên, công ty chỉ công bố báo cáo tài chính Q3/2012 (không có các quý trước đó). Vì vậy, chúng tôi chưa có cơ sở để so sánh SLS với các công ty cùng ngành.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp đường niêm yết lũy kế 9 tháng đầu năm 2012 (tỷ đồng)

	SBT	BHS	LSS	NHS	SEC	KTS
Doanh thu	1,477	2,037	1,367	708	565	218
Giá vốn hàng bán	1,186	1,867	1,171	601	453	177
Lợi nhuận gộp	292	170	196	107	112	41
Chi phí hoạt động	66	81	55	25	20	12
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính	226	89	141	82	92	29
Doanh thu tài chính	209	23	7	37	16	1
Chi phí tài chính	157	27	55	42	40	2
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>59</i>	<i>29</i>	<i>60</i>	<i>39</i>	<i>40</i>	<i>2</i>
Lợi nhuận tài chính	52	(5)	(48)	(6)	(24)	(1)
Lợi nhuận khác	2	0	(1)	3	2	(0)
Lợi nhuận kết chuyển từ công ty liên kết	-	-	(4)	1	-	-
Lợi nhuận trước thuế	279	84	87	80	70	28
Thuế thu nhập doanh nghiệp	27	12	11	14	10	7
Lợi nhuận sau thuế	253	73	76	67	60	21
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	1	(0)	-	-
Lợi nhuận ròng	253	73	75	67	60	21

Nguồn: PHS tổng hợp theo số liệu công ty

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

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

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 CP chứng khoán Phú Hưng.

Lầu 5, Tòa nhà Lawrence S. Ting,
801 Nguyễn Văn Linh, Phường Tân Phú, Quận 7, HCMC
Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472
Web: www.phs.vn