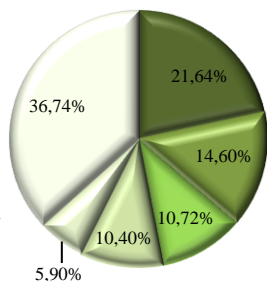


CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG BIÊN HÒA - BHS

Kết quả kinh doanh 2012 đạt mức khá tốt trong tình hình ngành mía đường gặp nhiều khó khăn, tuy nhiên những thay đổi trong cấu trúc tài chính đang tạo ra nhiều rủi ro trong năm 2013.

Cơ cấu cổ đông (cập nhật 15/03/2013)

- Bourbon Tây Ninh
- Đầu tư Thành Thành Công
- TCT Mía đường II
- Điện Gia Lai
- Thái Thị Thanh Tuyền
- Cổ đông khác



Thông tin cổ phiếu

Giá 23.04.2013 (đồng):	16.600
Thấp nhất 52 tuần (đồng):	14.400
Cao nhất 52 tuần (đồng):	20.800
Vốn hóa (tỷ đồng):	516,6
SLCPLH:	31.497.459
P/E:	4,3
P/B:	0,9
EPS (đồng):	3.785

Các chỉ tiêu cơ bản	2009	2010	2011	2012
DTT (tỷ đồng)	1.182,3	1.996,7	2.552,2	3.045,7
+/- yoy (%)		68,9%	27,8%	18,7%
LNST (tỷ đồng)	120,1	145,8	147,2	119,2
+/- yoy (%)		21,3%	0,9%	-19,0%
TTS (tỷ đồng)	884,7	1.015,1	1.281,7	2.107,8
+/- yoy (%)		14,7%	26,2%	64,4%
VCSH (tỷ đồng)	428,5	496,6	548,5	572,7
+/- yoy (%)		15,8%	10,4%	4,4%
Nợ/TTS (%)	51,6%	51,1%	57,2%	72,8%
TS LN gộp (%)	13,6%	12,6%	10,5%	9,5%
TS LN ròng (%)	10,1%	7,4%	5,8%	3,8%
BV (đồng)	22.959	26.801	18.285	18.183
EPS - TTM (đồng)	6.480	7.871	4.908	3.785
ROA (%)	13,6%	14,4%	11,5%	5,7%
ROE (%)	28,0%	29,4%	26,8%	20,8%

Nguồn: VCBS tổng hợp

Quan điểm đầu tư:

CTCP Đường Biên Hòa – BHS đã công bố kết quả hoàn thành kế hoạch năm 2012, theo đó DTT công ty mẹ đạt 3.057,2 tỷ đồng (+19,1% y-o-y), đạt 106% KH năm, LNST đạt 162,6 tỷ đồng (+0,5% y-o-y), đạt 101% KH năm và LNST đạt 115,9 tỷ đồng (-22,1% y-o-y), hoàn thành 85% KH năm.

Công ty đặt ra mục tiêu tài chính thận trọng trong năm 2013 với DTT đạt 3.227,4 tỷ đồng (+5,6% y-o-y), LNST đạt 125,1 tỷ đồng (+7,9% y-o-y) và cổ tức 20%/VĐL (trước khi tăng vốn). Trong trường hợp công ty hoàn thành kế hoạch năm, EPS 2013 sẽ đạt khoảng 3.972 đồng/cp.

Để bổ sung vốn lưu động, nâng cao năng lực tài chính, cân đối nguồn vốn tự có và vốn vay cũng như giảm áp lực nợ vay, HĐQT đã trình ĐHCĐ phương án phát hành thêm cổ phiếu với giá 10.000 đồng/cp cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 1:1. Trong trường hợp công ty thực hiện việc phát hành thành công vào cuối Q2, đầu Q3 năm nay, dự kiến EPS 2013 của BHS sẽ vào khoảng 2.650 đồng/cp.

Trong trường hợp đầu tư đến hết năm 2013 và tính đến cả khả năng công ty phát hành cổ phiếu thành công vào cuối Q2, đầu Q3 năm nay, nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu BHS bằng mức thị giá hiện nay, thì giá mua ước tính sẽ được điều chỉnh giảm còn 12.450 đồng/cp. Với mức EPS 2013 đã điều chỉnh theo đợt phát hành thêm là 2.650 đồng/cp, P/E forward sẽ đạt khoảng 4,7 lần. Do đó về ngắn hạn cũng như đầu tư đến hết năm 2013, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.

Lý Hoàng Anh Thi
+84 8 3820 8116 (ext. 504)
lhathi@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 6

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

Kết quả kinh doanh đã hợp nhất và kiểm toán cả năm 2012

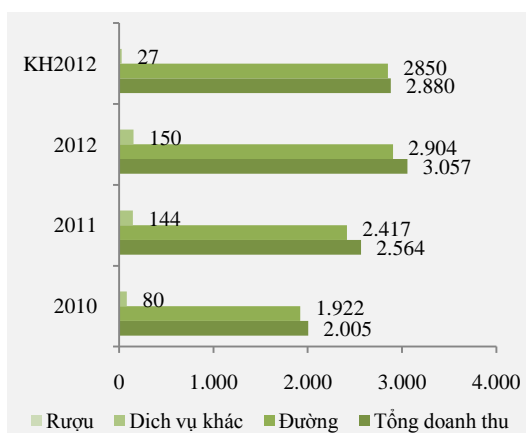
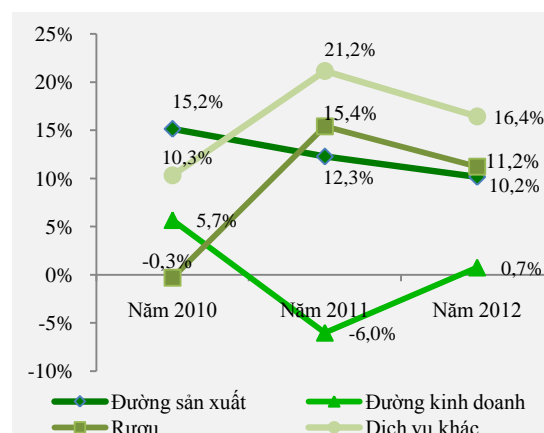
CTCP Đường Biên Hòa – BHS đã công bố kết quả hoàn thành kế hoạch năm 2012, theo đó DTT công ty mẹ đạt 3.057,2 tỷ đồng (+19,1% y-o-y), hoàn thành 106% KH năm, LNTT đạt 162,6 tỷ đồng (+0,5% y-o-y), hoàn thành 101% KH năm, LNST đạt 115,9 tỷ đồng (-22,1% y-o-y), hoàn thành 85% KH năm. Trên BCTC hợp nhất đã kiểm toán, DTT đạt 3.044,2 tỷ đồng (+18,7% y-o-y), LNTT đạt 166,1 tỷ đồng (+3,8% y-o-y) và LNST đạt 119,2 tỷ đồng (-19,0% y-o-y).

Về doanh thu: Doanh thu chủ yếu của BHS đến từ mảng kinh doanh đường, sản phẩm chủ lực của công ty là đường RE cung cấp cho khách hàng công nghiệp và bán lẻ đến người tiêu dùng. Ngoài ra, công ty cũng kinh doanh đường hàng hóa, rượu sản xuất, các dịch vụ khác như cho thuê kho bãi, mía giống và kinh doanh sản phẩm phụ của quá trình sản xuất đường là mật ri, phế phẩm.

(1) Về mảng kinh doanh đường, doanh thu năm 2012 đạt 2.904,2 tỷ đồng (+20,1% y-o-y), hoàn thành 102% KH năm và chiếm tỷ trọng đến 94,3% tổng DTT. Mặc dù giá bán đường bình quân trong năm 2012 giảm nhẹ 3-4% y-o-y (chưa bao gồm VAT), nhưng doanh thu vẫn tăng trưởng 20,1% y-o-y do công ty đã tiêu thụ được 166.359 tấn đường, trong đó 147.839 tấn là đường hàng hóa (+29,3% y-o-y, vượt 8,7% KH năm) và 18.520 tấn là đường kinh doanh (-4,0% y-o-y, vượt 5,8% KH năm). Nhìn chung, công ty vẫn giữ được lượng đường tiêu thụ khoảng 13.000 tấn đường/tháng, bất chấp những khó khăn diễn ra trong ngành mía đường như giá bán đường giảm, tồn kho tăng, đường nhập lậu... Đây được coi là một thắng lợi hết sức có ý nghĩa của công ty trong năm qua.

(2) Doanh thu từ kinh doanh rượu đạt 3,1 tỷ đồng (+3,9% y-o-y) và hoàn thành 99% KH năm, tuy nhiên DT từ mảng này chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ, khoảng 0,1% tổng DT.

(3) Doanh thu từ dịch vụ khác đạt 149,8 tỷ đồng (+3,8% y-o-y) và hoàn thành 556,7% KH năm, tuy nhiên DT từ mảng dịch vụ chiếm tỷ trọng khoảng 5,6% tổng DT.

Cơ cấu Doanh thu

TSLN gộp theo từng mảng KD


Nguồn: BHS, VCBS tổng hợp

+ Doanh thu hoạt động tài chính đạt 56,1 tỷ đồng (+60,2% y-o-y) chủ yếu lãi từ khoản ứng trước cho nông dân trồng mía tăng 93,2% y-o-y. Hiện nay, ngành đường chưa có chính sách hạch toán thống nhất, nhiều công ty đường hạch toán thu nhập ứng trước tiền cho nông dân trồng mía, nghiệm thu mỗi quý tính lãi sẽ hạch toán vào thu nhập tài chính mỗi quý. Tuy nhiên, BHS theo nguyên tắc thận trọng ghi nhận số thực nên lãi dồn vào Q1 và Q4, do đó thu nhập tài chính tăng mạnh vào hai quý này.

Về chi phí

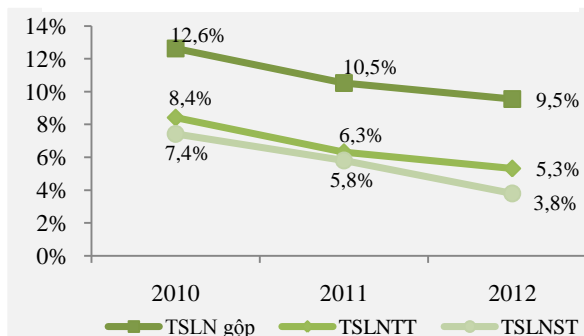
+ GVHB năm 2012 tăng 20,9% y-o-y, tăng cao hơn so với mức tăng của doanh thu nên dù lợi nhuận gộp tăng 3,8% nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm còn 9,2% so với mức 10,5% của năm 2011. GVHB từ đường năm 2012 tăng khoảng 21% (chiếm tỷ trọng gần 95% tổng GVHB), trong đó giá thành 1kg đường cũng giảm nhẹ khoảng 3% do công ty đã giảm giá thu mua mía 10 ccs còn khoảng 1,1-1,15 triệu đồng/tấn (đầu vụ 2010/2011 giá thu mua khoảng 1,14-1,19 triệu đồng/tấn).

+ Chi phí lãi vay năm 2012 của công ty giảm khoảng 29,7% y-o-y, trong khi nợ vay ngắn hạn tính đến cuối năm đã tăng đến hơn 1.000 tỷ đồng, nguyên nhân là do mức nợ vay thấp trong 6 tháng đầu năm và nợ vay ngắn hạn chỉ mạnh trong hai quý 3 và 4. Với biến động nợ vay như vậy, rõ ràng áp lực chi phí lãi vay sẽ chỉ đến trong năm 2013.

+ CPBH và CPQLDN tăng đến 65,5% y-o-y, đây là mức tăng khá bất thường và chưa được công ty giải trình cụ thể trong BCTC năm. Tuy nhiên, căn cứ theo các BCTC hàng quý, chúng tôi cho rằng mức tăng này chủ yếu đến từ chi phí dịch vụ mua ngoài, có lẽ liên quan đến việc gia tăng hoạt động mua đường thô từ các nguồn khác ngoài sản xuất, và một số loại chi phí khác.

Về LNTT và LNST: Trên BCTC công ty mẹ, LNTT đạt 162,6 tỷ đồng (+0,5% y-o-y, hoàn thành 101% KH năm) nhưng LNST chỉ đạt 115,9 tỷ đồng (-22,1% y-o-y, hoàn thành 85% KH năm). Tương tự trên BCTC hợp nhất, LNTT đạt 166,1 tỷ đồng (+3,8% y-o-y) nhưng LNST chỉ đạt 119,2 tỷ đồng (-19,0% y-o-y). LNST cả công ty mẹ và hợp nhất giảm do: (i) Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tăng từ 7,5% lên 15% đối với hoạt động kinh doanh chính; (ii) Công ty phải trích bù phần thuế miễn giảm do ưu đãi TNDN niêm yết trong năm 2010, 2011 là 22,1 tỷ đồng.

TSLN gộp, TSLNTT và TSLNST của BHS



Nguồn: BHS, VCBS tổng hợp

Một số điểm nổi bật khác trong tình hình hoạt động và tài chính năm 2012

+ Trong năm 2012, sản lượng đường thô do BHS tự sản xuất ra đạt 54.452 tấn, bằng 79% KH đầu năm. Điều quan trọng hơn là sản lượng đường tự sản xuất của công ty chỉ chiếm khoảng 40% tổng lượng sản xuất (theo kế hoạch trên 60%), 60% còn lại có nguồn gốc từ các nguồn bên ngoài (ví dụ như từ NHS, SEC hay thương lái). Như vậy so với các năm trước đó, tỷ lệ mua ngoài đã tăng khá mạnh và theo công ty là nhờ khai thác được cơ hội cung cầu RS-RE biến động trái chiều, cũng như công ty kịp thời xin được quota nhập khẩu đường thô về luyện và bán ra thị trường.

+ Trong cơ cấu TSNH, giá trị hàng tồn kho tính đến thời điểm cuối năm 2012 đã tăng mạnh 146,2% so với thời điểm cuối năm 2011, trong đó chủ yếu là nguyên vật liệu tăng đến 289,1%. Đây là mức tăng đột biến cho dù công ty đang trong kỳ thu hoạch mía, bởi vào cùng kỳ các năm trước, mức tăng nguyên liệu tồn kho cũng ít khi vượt quá 50%. Theo nhận định của lãnh đạo công ty, giá trị nguyên liệu tồn kho năm nay tăng mạnh do công ty dự kiến nhu cầu tăng và vì thế phải tăng thu mua mía để đáp ứng nhu cầu sản xuất cho tới tháng 9 (sau thời điểm đó công ty sẽ lại bước vào mùa thu hoạch mới). Chúng tôi cho rằng đó có thể là lời giải thích hợp lý, bởi vì Đường Biên Hòa là thương hiệu mạnh, có nhiều đối tác công nghiệp lớn như Vinamilk, Pepsi Co..., tuy nhiên theo thuyết minh BCTC, việc gia tăng hàng tồn kho trong năm 2012 có liên quan đến hai công ty đường khác là NHS và SEC, mà hai công ty này có cùng một điểm chung với BHS là có sự đầu tư của Công ty Thành Thành Công, do đó không loại trừ khả năng BHS trở thành đơn vị bao tiêu đường RS cho hai công ty nói trên. Do đó, chúng tôi khuyến nghị chú ý theo dõi biến động của khoản mục này trong thời gian tới.

+ Cũng trong cơ cấu TSNH có một khoản ký quỹ ngắn hạn tăng bất thường từ 1,6 tỷ đồng cuối 2011 lên đến 215,2 tỷ đồng cuối 2012. Theo thuyết minh BCTC, đây là khoản ký quỹ cho Công ty CP Sữa Vinamilk với giá trị ghi sổ là 215 tỷ đồng được đảm bảo cho hàng tồn kho theo hợp đồng vay tài sản ngày 01.10.2012. Theo hợp đồng này, nhóm công ty đã vay tài sản không chịu lãi từ Vinamilk và công ty sẽ hoàn trả đúng số lượng đường đã vay cho Vinamilk trong năm 2013. Chúng tôi cho rằng, đây có thể là khoản vay quota nhập khẩu đường thô mà Vinamilk được Bộ Công thương cấp, BHS sau khi tinh luyện thành đường RE sẽ trả lại cho Vinamilk dưới hình thức xuất khẩu tại chỗ.

+ Nợ vay ngắn hạn tăng tính đến thời điểm cuối năm 2012 là 995 tỷ đồng, tăng gần gấp 3 lần so với thời điểm cuối năm 2011 và chủ yếu tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm. Điều này cũng dễ hiểu bởi đây là nguồn tài trợ chính cho các hoạt động hỗ trợ nông dân trồng mía (dưới dạng phải thu ngắn hạn và dài hạn), thu mua mía, đầu tư nâng cấp nhà máy và đầu tư khác. Tuy nhiên, sự gia tăng nợ vay ngắn hạn đã khiến chỉ số khả năng thanh toán hiện tại và thanh toán nhanh tại thời điểm cuối năm 2012 chỉ còn tương ứng là 1,0 và 0,4 lần. Cho dù đối với BHS, đường vẫn là loại hàng tồn kho dễ bán, tuy nhiên chỉ số khả năng thanh toán hiện tại cho thấy BHS đang bắt đầu gặp rủi ro nếu không tìm cách hạ dần mức nợ vay.

Một số nội dung đáng chú ý khác được nêu tại ĐHCĐ

+ Tình hình vùng nguyên liệu: Tổng diện tích vùng trồng trong ba niên vụ qua tăng không đáng kể (niên vụ tính theo năm), kết thúc vụ 2011/2012 diện tích vùng trồng đạt 10.618 ha, tăng nhẹ 6,4% so với niên vụ trước. Nguồn nguyên liệu đường thô tự sản xuất bởi hai nhà máy ở Tây Ninh và Trị An chỉ đáp ứng khoảng 40-50% nhu cầu nên công ty phải tìm kiếm phần còn lại từ các nguồn khác và từ nhập khẩu. Hai nhà máy Tây Ninh và Trị An ngoài việc công ty lấy mía từ hai nông trường Thành Long với diện tích 1.000 ha và nông trường Hải Vĩ với diện tích 250 ha, công ty còn hợp tác với nông dân thông qua việc ký hợp đồng hỗ trợ giống, đầu tư vốn và sau đó công ty nhận trở lại mía.

+ Năng lực sản xuất: Công ty hiện có ba nhà máy, trong đó hai nhà máy đường Tây Ninh và Trị An đặt tại tỉnh Tây Ninh và phân xưởng luyện đặt tại Biên Hòa. Đường thô được sản xuất từ mía tại hai nhà máy Tây Ninh và Trị An với tổng công suất 6.000 tấn mía/ngày sau đó được vận chuyển về nhà máy đường Biên Hòa (có khả năng luyện đường quanh năm với công suất 365 tấn thành phẩm/ngày) để tiếp tục luyện thành đường RE. Trong năm 2012, công ty cũng đã thực hiện nâng cấp chất lượng sản phẩm hai nhà máy đường Tây Ninh và Trị An để sản xuất đường tinh luyện RE trực tiếp từ mía, tổng vốn đầu tư là 178,7 tỷ đồng. Việc nâng cấp hai dây chuyền nhà máy này đã hoàn thành trong Q1/2013 và giúp BHS tiết kiệm chi phí vận chuyển đường thô về Biên Hòa cũng như chi phí luyện thành đường RE khoảng từ 700- 900 đồng/kg đường.

+ Để thuận tiện hơn trong công tác quản lý, giao kế hoạch, đánh giá hiệu quả hoạt động của hai nhà máy đường Biên Hòa – Tây Ninh và Biên Hòa – Trị An cũng như nâng quy mô và vị thế của hai nhà máy, HĐQT đã trình ĐHCĐ xem xét chấp thuận tái cơ cấu hai nhà máy đường thành mô hình Công ty TNHH MTV do Công ty CP Đường Biên Hòa sở hữu 100%.

+ Công ty sẽ tiếp tục trả phần cổ tức còn lại năm 2012 là 1.500 đồng/cp trong năm 2013. Đây là mức cổ tức khá đáng kể nếu so sánh với thị giá hiện tại là 16.400 đồng/cp.

+ HĐQT đã trình ĐHCĐ xem xét chấp thuận bổ sung thêm ngành nghề kinh doanh (i) Sản xuất, kinh doanh phân bón, vật tư nông nghiệp; (ii) Đầu tư tài chính thông qua các hoạt động: đầu tư vốn vào các công ty cùng ngành và các đối tác chiến lược, đầu tư vốn vào lĩnh vực bất động sản, mua bán chứng khoán niêm yết trên thị trường chứng khoán. Mục đích để phù hợp với tình hình sản xuất kinh doanh hiện tại và định hướng phát triển của công ty.

Kế hoạch năm 2013

KQKD 2013 đã được HĐQT công ty thông qua với kế hoạch thận trọng hơn so với thực hiện năm 2012 với tổng DT đạt 3.227,4 tỷ đồng (+5,6% y-o-y), LNST đạt 125,1 tỷ đồng (+7,9 y-o-y) và cổ tức 20%/VĐL.

+ Trong bối cảnh ngành đường Việt Nam bị ảnh hưởng lớn bởi dự báo cung vượt cầu, đường nhập lậu giá thấp, xuất khẩu ngạch qua Trung Quốc cũng như lượng nhập quota hàng năm dẫn đến tình trạng giá bán giảm và tồn kho tăng. Do đó, công ty đặt ra mục tiêu tài chính thận trọng trong năm 2013 với DTT đạt 3.227,4 tỷ đồng (+5,6% y-o-y), LNST đạt 125,1 tỷ đồng (+7,9% y-o-y) và cổ tức 20%/VĐL (trước khi tăng vốn). Trong trường hợp công ty hoàn thành kế hoạch năm, EPS 2013 sẽ đạt khoảng 3.972 đồng/cp. Để đạt được mục tiêu kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận so với thực hiện năm 2012, công ty cũng đã đặt ra kế hoạch sản xuất kinh doanh. Cụ thể, sản lượng đường sản xuất dự kiến đạt 196.000 tấn (+45,2% y-o-y) và đường tiêu thụ ước đạt 180.000 tấn (+8,2% y-o-y).

+ Các dự án đầu tư: dự kiến tổng vốn đầu tư là 295 tỷ đồng. Cụ thể: (i) Tại Biên Hòa: lò hơi đốt than, sản xuất đường dạng lỏng; (ii) Tại Trị An: mua đất mở rộng mặt bằng, hoàn thiện sản xuất của nhà máy gồm hệ thống tiết kiệm hơi PXĐ, nâng cấp khu luyện đường, nhà chứa bã và hệ thống vận chuyển bã; (iii) Tại Tây Ninh: hoàn thiện sản xuất của nhà máy, mua 2.000 ha đất tại Campuchia.

+ Chính sách cổ tức: ĐHCĐ đã thông qua việc chi trả nốt mức cổ tức còn lại của năm 2012 là 1.500 đồng/cp bằng tiền mặt, tỷ lệ cổ tức/thị giá hiện tại lên đến 9,1%. Ngoài ra, HĐQT cũng đề ra mức cổ tức dự kiến cho năm 2013 vào khoảng 2.000 đồng/cp (với mức vốn ĐL hiện tại, chưa tính đến yếu tố phát hành thêm).

+ ĐHCĐ đã công bố KQKD Q1.2013: DT đạt 751,17 tỷ đồng (+8,8% q-o-q), hoàn thành 23,3% KH năm 2013 và LNST đạt 26 tỷ đồng (-20,5% q-o-q), hoàn thành 20,8% KH năm 2013. Doanh thu tăng trưởng 8,8% q-o-q nhờ sản lượng đường bao đạt 34.800 tấn, hoàn thành 23,51% KH năm; sản lượng đường túi đạt 6.000 tấn, hoàn thành 18,75% KH năm và rượu tiêu thụ 71.311 lít, hoàn thành 54,85% KH năm.

+ Để bổ sung vốn lưu động, nâng cao năng lực tài chính của công ty, cân đối nguồn vốn tự có và vốn vay cũng như giảm áp lực nợ vay, HĐQT đã trình ĐHCĐ phương án tăng vốn điều lệ năm 2013 bằng cách phát hành thêm cổ phiếu với giá 10.000 đồng/cp cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 1:1. Tổng số cổ phiếu dự kiến phát hành thêm là 31.497.459 cổ phiếu và vốn điều lệ sau khi phát hành sẽ là 629,9 tỷ đồng. Trong trường hợp công ty thực hiện việc phát hành thành công vào cuối Q2, đầu Q3 năm nay và căn cứ theo phương pháp tính khối lượng đang lưu hành bình quân năm 2013 của Sở GDCK Tp.HCM, dự kiến EPS 2013 của BHS sẽ được điều chỉnh giảm còn 2.650 đồng/cp. Mức cổ tức 2013 cũng sẽ được điều chỉnh giảm còn 1.000 đồng/cp, điều này sẽ làm giảm mức độ hấp dẫn của BHS đối với nhà đầu tư giá trị. Ngoài ra trừ mục đích trả bớt nợ vay, đợt phát hành này còn tạo ra mối lo ngại rằng số tiền

thu về có thể sẽ không được kinh doanh hiệu quả như một số cổ đông lớn của BHS đã nêu lên trong ĐHCĐ. Trong trường hợp công ty sử dụng số tiền này để ĐTTC, rõ ràng là có rủi ro bởi đây không phải là lĩnh vực mà BHS có kinh nghiệm.

Quan điểm đầu tư

Đường Biên Hòa là một thương hiệu lớn và lâu đời trong ngành đường ở khu vực miền Nam (bên cạnh thương hiệu Đường Bourbon Tây Ninh – SBT). Ngành mía đường năm 2012 gặp nhiều khó khăn với tình trạng giá bán giảm và tồn kho tăng, nhưng với kết quả chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận trước thuế hoàn thành KH năm, chúng tôi cho rằng, BHS đã đạt được thành công trong năm 2012. Tuy nhiên bên cạnh thành công nói trên, chúng tôi thấy đang có những thay đổi trong cấu trúc tài chính của công ty vốn có thể dẫn đến một số rủi ro trong thời gian tới, đó là rủi ro về khả năng chi trả lãi vay và rủi ro thanh toán. Tính đến thời điểm cuối năm 2012, mùa thu hoạch mới chỉ đang diễn ra nửa thời gian, nhưng tỷ lệ nợ của công ty đã tăng lên đến mức rất cao, chiếm gần 73% tổng tài sản và lượng tiền mặt không còn nhiều. Nếu công ty tiếp tục gia tăng nợ vay trong Q1 để tiếp tục trả tiền thu mua mía, chắc chắn chi phí lãi vay sẽ tăng lên rất nhiều và có thể làm giảm lợi nhuận ròng. Do đó, chúng tôi đề nghị nhà đầu tư chú ý theo dõi chặt chẽ biến động giá trị hàng tồn kho và nợ ngắn hạn của công ty trong 6 tháng đầu năm nay.

Yếu tố tích cực nhất có thể tác động đến giá cổ phiếu BHS trong ngắn hạn là khả năng công ty sớm trả nốt phần cổ tức 1.500 đồng/cp còn lại của năm 2012, bởi hiện P/E đang duy trì ở mức thấp 4,3 lần và mức cổ tức/thị giá hiện tại đã lên đến 9,1%. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu BHS sẽ có nhiều khả năng tăng trở lại sau ngày chốt quyền (XD), điều này có thể giúp nhà đầu tư thu được mức lợi tức còn cao hơn.

Trong trường hợp đầu tư đến hết năm 2013 và tính đến cả khả năng công ty phát hành cổ phiếu thành công vào cuối Q2, đầu Q3 năm nay, nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu BHS bằng mức thị giá hiện tại, thì giá mua sẽ được điều chỉnh giảm hai lần, lần đầu trừ cổ tức 1.500 đồng/cp còn 14.900 đồng/cp, lần thứ hai giảm xuống còn $(14.900 + 10.000)/2 = 12.450$ đồng/cp. Với mức EPS 2013 đã điều chỉnh theo đợt phát hành thêm là 2.650 đồng/cp, P/E forward sẽ đạt khoảng 4,7 lần. Rõ ràng sau khi nhận cổ tức lên đến 9,1% thị giá, nhà đầu tư vẫn sẽ có cơ hội hưởng thêm lợi nhuận nếu BHS tăng giá vào cuối năm. Do đó về ngắn hạn cũng như đầu tư đến hết năm 2013, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.



CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin cập nhật kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn>