

12 tháng 6, 2015

Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 621

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Báo cáo ngành mía đường

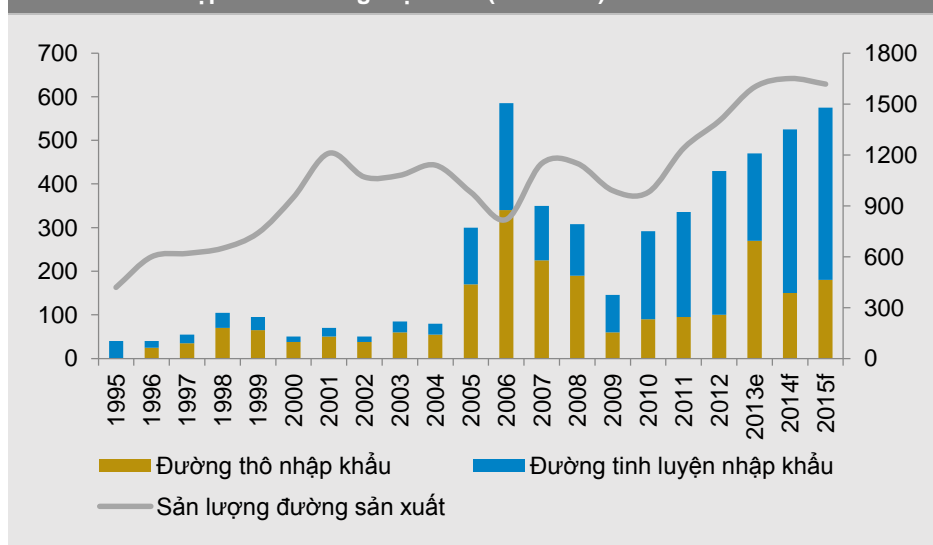
Hạn chế đường nhập lậu, giải pháp “cứu trợ” ngành mía đường trong ngắn hạn?

Nguy cơ đường nhập lậu được giảm thiểu

Đường nhập lậu vào Việt Nam chủ yếu từ Thái Lan qua biên giới phía Tây Nam, ước tính lượng đường nhập lậu trung bình hàng năm vào khoảng 300-500 ngàn tấn, chiếm 30% tổng sản lượng đường sản xuất trong nước. Giá đường tại Thái Lan thường thấp hơn Việt Nam từ 1.000-1.500 đồng/kg, do vậy đường nhập lậu tràn về sẽ thao túng giá đường trong nước và ảnh hưởng đến tình hình tiêu thụ của các nhà máy đường, đặc biệt là những nhà máy khu vực phía Nam gần với biên giới Tây Nam. Đây là một trong những nguyên nhân chính dẫn tới tình trạng dư cung và đường tồn kho tăng cao 3 năm trở lại đây.

Tuy nhiên năm 2015 áp lực dư cung sẽ giảm do đường dây buôn lậu lớn nhất khu vực biên giới Tây Nam đã bị triệt phá. Ngày 07/02/2015, Cơ quan An ninh điều tra đã bắt giam Vi Ngươn Thạnh, tức “Tỷ đường” về hành vi buôn bán hàng cấm và vận chuyển trái phép hàng hóa qua Biên giới. Đây là đường dây buôn lậu đường lớn nhất tại biên giới phía Tây Nam, ước tính số lượng đường do Vi Ngươn Thạnh thao túng những năm qua chiếm đến 35% tổng số đường lậu nhập vào Việt Nam. Chúng tôi cho rằng đây là một trong những động thái kiên quyết của cơ quan chức năng nhằm làm hạn chế bớt đường nhập lậu để cứu trợ ngành mía đường trong nước.

Sản xuất và Nhập khẩu đường Việt Nam (1.000 tấn)



Lượng đường nhập bao gồm cả chính ngạch và nhập lậu

Bài toán dài hạn khi đổi mặt đường nhập chính ngạch

Hiệp định thương mại hàng hóa ATIGA. Hiệp định ATIGA được xây dựng trên cơ sở chương trình thuế quan ưu đãi có hiệu lực chung cho khu vực thương mại tự do Asean (AFTA) ra đời trước đó. Hiệp định ATIGA là một trong số những cam kết về thuế suất trên cơ sở thống nhất hình thành khối cộng đồng kinh tế Asean giữa các quốc gia trong khu vực Asean. Trong đó, Việt Nam sẽ gia nhập cộng đồng kinh tế Asean (AEC) với lộ trình xóa bỏ thuế quan thương mại đối với mặt hàng đường có hiệu lực bắt đầu từ 2015. Khi đó đường Việt Nam sẽ phải đối mặt với thách thức lớn khi phải cạnh tranh với đường nhập Thái Lan, nước xuất khẩu đường đứng thứ hai trên thế giới chỉ sau Brasil. Trong khi đó, Việt Nam vẫn chưa có bất kỳ giải pháp nào để nâng cao năng lực cạnh tranh khi gia nhập AEC. Do thiếu năng lực cạnh tranh, chúng tôi tin rằng nhập khẩu đường Thái Lan tăng sẽ tạo áp lực lên giá trong nước, gây quan ngại tới KQKD các doanh nghiệp đường trong tương lai.

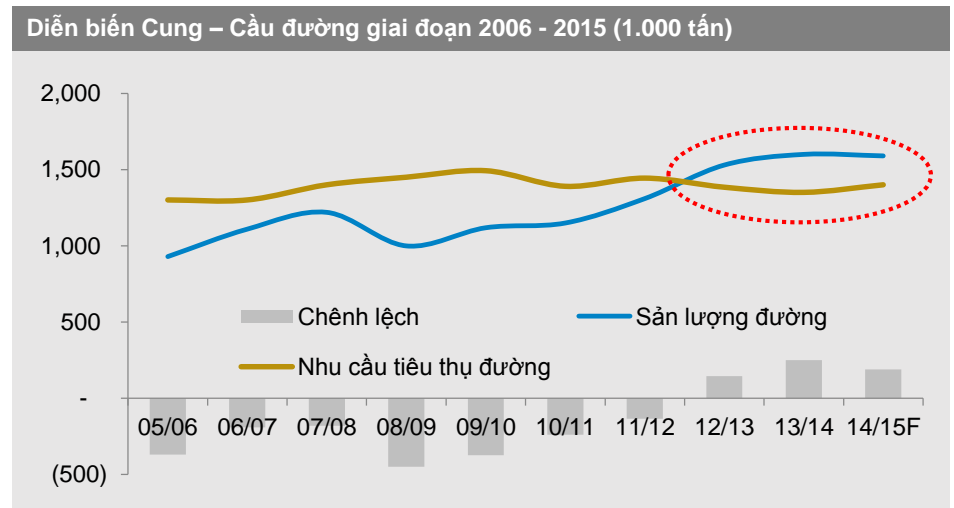
Biểu thuế suất nhập khẩu ưu đãi đường theo cam kết với WTO và các Hiệp định thương mại														
Dòng sản phẩm	WTO (cam kết thuế suất cuối cùng)	Ngoài Hạn ngạch	Việt Nam - ASEAN (ATIGA)				ASEAN - Trung Quốc (ACFTA)				ASEAN - Australia, New Zealand (AANZFTA)			
			2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Đường thô chưa pha thêm hương liệu hoặc chất màu														
- Đường củ cải (%)	50	80	5	5	5	0	20	20	20	20	10	7	5	5
- Đường mía (%)	25	80	5	5	5	5	*	*	*	50	10	7	5	5
Đường thô khác														
- Đường đã pha thêm hương liệu hoặc chất màu (%)	60	100	5	5	5	5	*	*	*	50	10	7	5	5
Đường đã tinh luyện														
- Đường trắng (%)	60	100	5	5	5	5	*	*	*	50	10	7	5	5
- Loại đường khác (%)	60	100	5	5	5	5	*	*	*	50	10	7	5	5

Nguồn: Bộ Tài chính, BVSC tổng hợp

Một điểm quan trọng khi gia nhập AEC, ngành đường Việt Nam có thể tự do trong dòng vốn đầu tư và các công ty được phép đầu tư nông nghiệp tại các nước láng giềng. Hoàng Anh Gia Lai (HAG) là một trong những đơn vị đi tiên phong trong vấn đề này, HAG đã xây dựng một nhà máy đường tại Lào trong năm 2011 và có thể sẽ gây áp lực ngược trở lại đối với các doanh nghiệp đường trong nước.

Cung cầu vẫn đang trong tình trạng dư thừa

Diễn biến Cung – Cầu đường trong 3 năm trở lại đây đã chuyển từ trạng thái thâm hụt sang trạng thái thặng dư. Sản lượng tồn kho luôn ở mức cao so với những năm trước, cao điểm có thể lên tới hơn 444.777 tấn đường tồn kho như niên vụ 2012 – 2013 (tăng 87,7% so với cùng kỳ năm trước).



Nguồn: USDA, BVSC thu thập

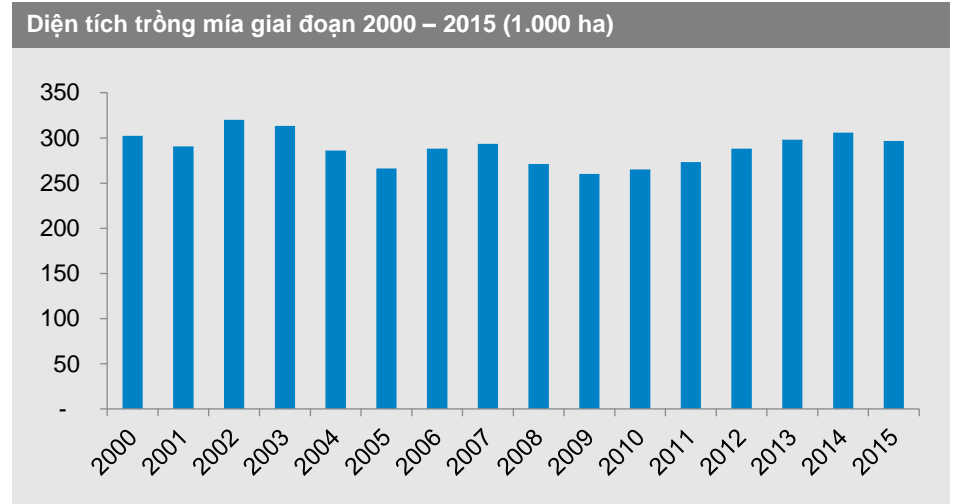
Theo VSSA, lượng đường tồn kho niên vụ 2013 – 2014 ước tính 250.000 tấn. Nguyên nhân chính của tình trạng dư cung, tồn kho lớn của ngành mía đường Việt Nam là tình trạng nhập lậu đường với giá rẻ hơn so với giá trong nước gây khó khăn cho tiêu thụ đầu ra. Nguyên nhân khác là do một lượng lớn đường các doanh nghiệp nhập khẩu theo hình thức tạm nhập tái xuất, nhưng đã không xuất khẩu trở lại mà bán trực tiếp ra thị trường.

Năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp trong nước vẫn còn tương đối yếu

Thái Lan là nước duy nhất trong ASEAN sản xuất thặng dư đường vững chắc và hưởng lợi từ ngành công nghiệp hiệu quả với chi phí sản xuất thấp. Ngành đường Việt Nam tụt hậu so với Thái Lan ở rất nhiều khía cạnh, do đó năng lực cạnh tranh ở mức thấp không chỉ đối với đường nhập lậu mà còn với đường chính ngạch nhập khẩu Thái Lan khi gia nhập cộng đồng kinh tế ASEAN.

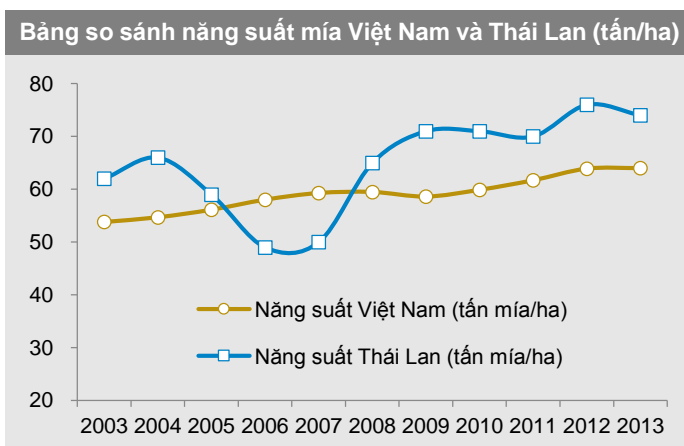
Hệ lụy từ thiếu quy hoạch vùng nguyên liệu. Do sự gắn kết giữa người nông dân và các nhà máy đường ở Việt Nam rất yếu, khiến cho người dân khi lựa chọn cây mía đầu tư gieo trồng có tâm lý rất bấp bênh. Việc quy hoạch vùng nguyên liệu thiếu tổ chức, kém khoa học cũng dẫn đến việc thiếu đầu tư bài bản về giống mía tốt, đem lại năng suất chất lượng cao. Thực trạng quy hoạch trồng mía manh mún, dàn trải khiến cho người dân chuyển đổi sang loại cây trồng khác có giá trị kinh tế cao hơn, ổn định hơn thay cho cây mía như sắn, cao su,... Diện tích trồng mía vụ 2014/2015 khoảng 297.000 ha, giảm 7% so với diện tích

trồng mía năm 2002, trong khi đó diện tích trồng gạo tăng khoảng 5% nếu so sánh cùng thời kỳ.

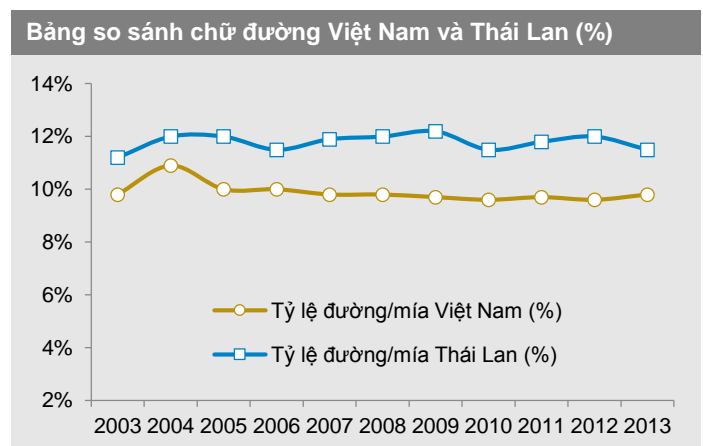


Nguồn: BVSC thu thập

Năng suất mía thấp so với Thái Lan nói riêng và thế giới nói chung. Năng suất trung bình trên thế giới hiện khoảng 70 tấn mía/ha, trong khi năng suất mía của Việt Nam hiện tại chỉ đạt khoảng 64 tấn mía/ha, thấp hơn nhiều so với mức 74 tấn/ha của Thái Lan. Cùng với năng suất là tỷ lệ chữ đường trong mía của Việt Nam cũng ở mức thấp, chỉ đạt 10% so với mức 12,9% của Thái Lan. Do có năng suất cao cùng chi phí đầu vào thấp, đường Thái rẻ hơn khoảng 13% - 15% so với đường Việt Nam.



Nguồn: BVSC thu thập



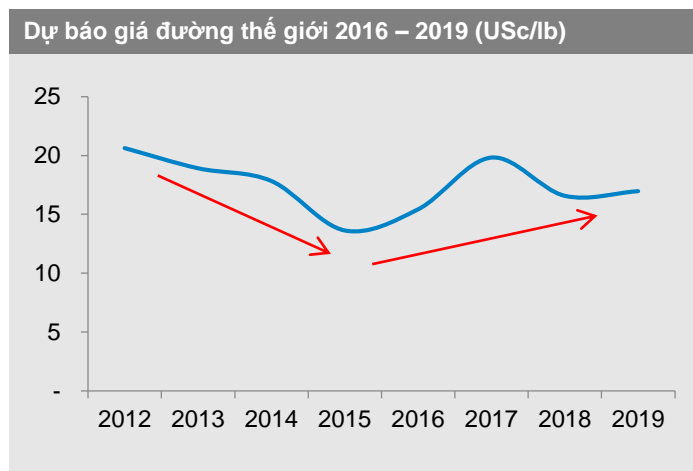
Nguồn: BVSC thu thập

2015 dự báo sẽ có một số điểm tích cực hơn đối với ngành mía đường

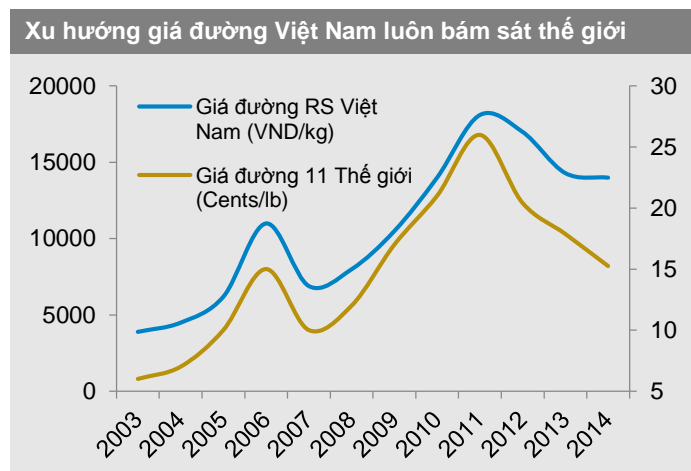
Giá đường thế giới sẽ trong xu hướng tăng trong tương lai, tuy nhiên trong ngắn hạn sẽ theo kênh giá đi ngang. Diễn biến giá đường thế giới phụ thuộc lớn vào tình hình sản xuất và xuất khẩu đường của Brasil – quốc gia sản xuất

và xuất khẩu đường lớn nhất thế giới với sản lượng xuất khẩu hàng năm lên tới 24 triệu tấn đường, theo đó:

- Về dài hạn, giá đường thế giới sẽ theo xu hướng tăng. Tại Brasil, việc sử dụng xăng sinh học, thân thiện với môi trường có hàm lượng ethanol 20% - 25% là bắt buộc. Xu hướng này cũng đang diễn ra trên thế giới như tại Canada hiện nay đã dùng xăng E85 tức chứa tới 85% ethanol, tại Việt Nam cũng mới đưa xăng E5 vào sử dụng. Các hãng xe ô tô trên thế giới cũng bắt đầu sản xuất với tỷ trọng cao các loại xe chuyên dùng xăng ethanol hàm lượng cao. Chính vì vậy nhu cầu sản xuất ethanol trong tương lai được đánh giá là tương đối lớn. Điều này sẽ tác động đến sản lượng đường sản xuất theo xu hướng giảm, giúp giảm lượng tồn kho, theo đó giá đường sẽ trong xu hướng gia tăng.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi dự đoán giá đường thế giới sẽ trong kênh giá đi ngang khoảng 12 – 14 US\$/lb chủ yếu do mùa vụ sản xuất đường của Brasil sẽ bắt đầu trong một vài tuần tới. Ngoài ra do giá dầu trong năm 2015 được dự đoán ở mức trung bình 53 USD/bbl, do đó việc sản xuất ethanol từ Brasil sẽ giảm. Đồng thời đồng tiền Brasil suy yếu cũng là một trong số các nguyên nhân tác động tiêu cực tới giá đường thế giới.



Nguồn: USDA, BVSC thu thập



Nguồn: USDA, BVSC thu thập

Giá đường dự báo theo BMI và Bloomberg (US\$/lb)						
	Giá hiện tại	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Bloomberg	12,05	13,2 - 14	14,11 – 15,77	14,74 - 17	14,96 – 19,4	N/A
Dự báo của BMI		14	15	15	16,5	17,5
Dự báo của USDA		17,22	15,42	19,81	16,57	16,96

Nguồn: USDA, BMI, Bloomberg, BVSC Tổng hợp

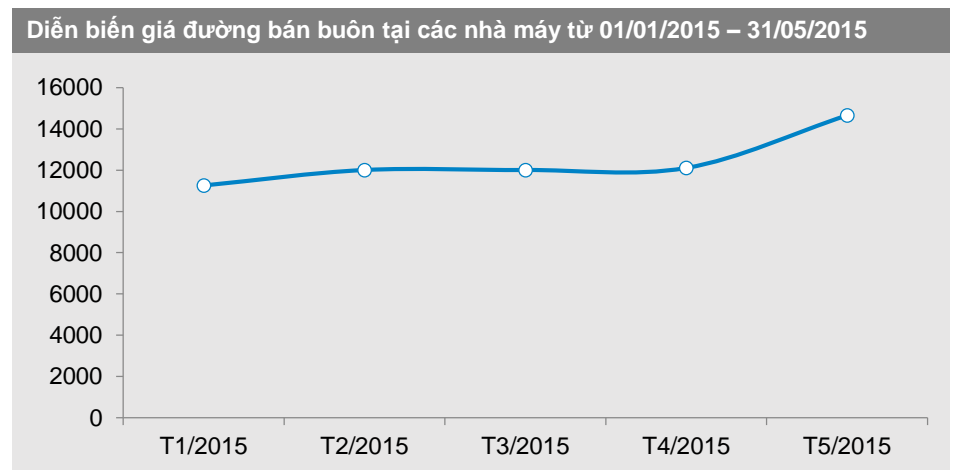
Giá đường trong nước dự báo sẽ cải thiện hơn so với năm 2014.

- Niên vụ 2014/2015, người trồng mía mất mùa, do đó ước tính sản lượng sản xuất hụt khoảng 200 ngàn tấn so với niên vụ năm ngoái. Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, tính đến hết ngày 15/05/2015, đã có tổng số 31 nhà máy/41 nhà máy đường kết thúc vụ sản xuất

2014/2015 với khoảng 1.390.560 tấn, giảm 187.570 tấn so với cùng kỳ năm ngoái. Lượng tồn kho so với cùng kỳ cũng thấp hơn 180.650 tấn khi ghi nhận con số 496.790 tấn. Nguồn cung sản xuất giảm cộng hưởng với sản lượng đường lậu giảm, sẽ giúp giá cả trong nước nhích hơn so với năm ngoái.

- Đường nhập lậu được kiểm soát chặt chẽ hơn so với năm ngoái. Việc triệt phá đường dây buôn lậu lớn nhất biên giới Tây Nam cũng khiến cho các đường dây khác tại địa bàn này cẩn trọng và hoạt động cầm chừng hơn so với thời gian trước. Do đó sẽ hạn chế bớt tình trạng nhập lậu đường.

Nguồn cung trong nước suy giảm, cộng với sự hồi phục trong lĩnh vực sản xuất, khiến cho giá đường có diễn biến tích cực. Bên cạnh đó, việc giá đường bị đẩy lên cao cũng khiến cho một bộ phận kinh doanh thương mại đẩy mạnh mua tích trữ hàng phòng ngừa giá tăng tiếp. Hiện nay giá đường bán buôn tại các nhà máy đã tăng 30% so với thời điểm đầu năm, trung bình khoảng 14.300 – 15.000 đồng/kg.



Nguồn: BVSC thu thập

Sản lượng tiêu thụ cải thiện nhờ hạn chế đường nhập lậu. Trong năm 2015, chúng tôi dự đoán sản lượng tiêu thụ đường từ các nhà máy sản xuất đường trong nước sẽ gia tăng do 2 nguyên nhân chính:

- Đường nhập lậu từ Thái Lan giảm do triệt phá thành công đường dây nhập lậu lớn nhất tại biên giới phía Tây Nam, chiếm tới 35% lượng nhập lậu qua biên giới hàng năm. Do đó các doanh nghiệp đường tập trung gần khu vực này như SBT, BHS có thể gia tăng được sản lượng tiêu thụ hơn so với những năm trước.

Nền kinh tế trong giai đoạn hồi phục, sản xuất nội địa được thúc đẩy, nhu cầu tiêu thụ đường sản xuất công nghiệp thực phẩm gia tăng.

Kết luận

Ngành đường Việt Nam về cơ bản còn nhiều mặt hạn chế, yếu kém ngay từ khâu đầu tư nguyên liệu nên năng lực cạnh tranh tương đối thấp. Khi gia nhập cộng đồng kinh tế Asean, ngành đường Việt Nam sẽ phải đối mặt với nhiều

thách thức và sẽ rơi vào quy luật đào thải và chọn lọc nếu không có các biện pháp khắc phục. Về lâu dài, triển vọng ngành đường Việt Nam chưa mấy tích cực, tuy nhiên trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá cao triển vọng hồi phục KQKD các doanh nghiệp trong ngành sau những năm vô cùng khó khăn của ngành đường vừa qua. Một trong những yếu tố tác động chính trong năm 2015 chính là việc số lượng đường lậu qua biên giới Tây Nam giảm thiểu, giá đường trong nước hiện đang trong xu hướng hồi phục, lượng đường tồn kho cũng giảm so với những năm trước. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ngành đường cũng sẽ có sự bứt phá khả quan trong nửa cuối còn lại của năm 2015.

Ngành Mía đường

Báo cáo ngắn

15/06/2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng(VND) **12.400**

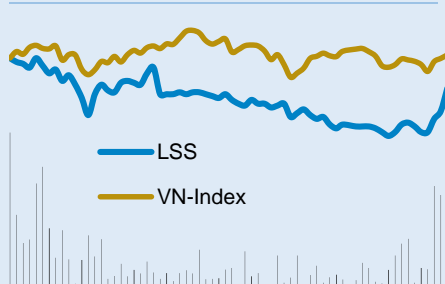
Giá thị trường (15/6/2015) 10.800

Lợi nhuận kỳ vọng (%) 15%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	7.800 – 11.800
Vốn hóa (tỷ đồng)	763
SL cổ phiếu lưu hành	70.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	376.965
% sở hữu nước ngoài	10,9%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,2%
Beta	0,85

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1M	3M	6M
LSS	14,7%	34,6%	26,7%	14,7%
VN-Index	-2,4%	2,8%	-1,4%	-0,1%

Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 622

phanthuytrang@baoviet.com.vn

CTCP Mía đường Lam Sơn

Ticker: LSS

Reuters: LSS.HM

Bloomberg: LSS VN

Q1/2015 kém tích cực, dự báo KQKD các quý cuối năm khả quan

Dự báo 2015

Với việc dự báo giá đường tăng, chúng tôi ước tính lợi nhuận của LSS khoảng 77 tỷ đồng, tương ứng mức EPS khoảng 1.102 đồng/cổ phiếu.

- Hưởng lợi giá đường tăng trong năm 2015.** Mặc dù không nằm trong vị trí tâm điểm đường nhập lậu, sản lượng tiêu thụ sẽ không có quá nhiều thay đổi, tuy nhiên chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi về giá bán trong năm 2015. KQKD Q1/2015 không mấy tích cực, tuy nhiên chúng tôi cho rằng điểm rơi lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ vào nửa cuối năm 2015. Doanh thu và LNST của LSS dự báo đạt khoảng 1.884 tỷ đồng và 81 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 8,4% về doanh thu và 77% về lợi nhuận.
- LSS là doanh nghiệp đầu tư vùng nguyên liệu khá bài bản.** Chúng tôi đánh giá cao hoạt động đầu tư vùng nguyên liệu của LSS. Diện tích vùng nguyên liệu và năng suất mía/ha của LSS tương đối ổn định qua các năm.
- Khôi phục nhà máy sản xuất ethanol.** Nhà máy sản xuất ethanol phải dừng sản xuất từ giữa năm 2013 do vấn đề ô nhiễm môi trường. LSS dự định tìm kiếm đối tác nhằm áp dụng công nghệ cao khôi phục sản xuất. Việc khôi phục hoạt động sản xuất ethanol sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện KQKD trong tương lai, dự tính đóng góp thêm doanh thu mỗi năm 200 – 300 tỷ đồng.

Khuyến nghị đầu tư. Kết quả định giá cổ phiếu LSS ở mức **12.400 đồng/cp** trên cơ sở phương pháp so sánh và phương pháp dòng tiền, cao hơn so với mức giá hiện tại 15%, tương đối hấp dẫn. Chúng tôi lưu ý nhà đầu tư về thông tin mua 1.000.000 cổ phiếu quỹ của LSS có thể gia tăng tích cực tới giá cổ phiếu LSS trong ngắn hạn.

Báo cáo ngành Mía đường

CƠ CẤU SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	10,95%
Khác	89,05%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Hiệp hội mía đường Lam Sơn	22,34%
CTCP Phát triển Thương mại dịch vụ Thăng Long	8,74%
CTCP Đầu tư phát triển Tân Thành Đạt	7,96%
Khác	61,96%

DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu	1.889	1.847	1.738	1.884	2.163
Giá vốn	1.713	1.622	1.530	1.622	1.907
Lợi nhuận gộp	176	226	208	262	256
Doanh thu tài chính	8	5	4	4	4
Chi phí tài chính	95	99	67	73	84
Lợi nhuận sau thuế	37	42	46	81	58

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	128	30	230	241	198
Các khoản phải thu ngắn hạn	483	245	319	346	397
Hàng tồn kho	443	395	229	248	285
Tài sản cố định hữu hình	1.432	1.395	1.369	1.362	1.355
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	64	53	35	35	35
Tổng tài sản	2.676	2.183	2.245	2.300	2.348
Nợ ngắn hạn	741	397	512	512	512
Nợ dài hạn	300	200	2	2	2
Vốn chủ sở hữu	1.275	1.301	1.469	1.498	1.516
Tổng nguồn vốn	2.676	2.183	2.245	2.300	2.348

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F	2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-7%	-2%	-6%	8,4%	14,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-91,0%	11,8%	10,6%	77%	-29%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	9,3%	12,2%	11,9%	13,9%	11,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	2,0%	2,3%	2,6%	4,3%	2,7%
ROA (%)	1,39%	1,91%	2,05%	3,54%	2,47%
ROE (%)	2,92%	3,20%	3,13%	5,43%	3,82%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	52,34%	40,41%	34,54%	34,83%	35,32%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	110%	68%	53%	53%	55%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	744	832	657	1.164	828
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.114	25.772	20.974	21.406	21.651

Ngành Mía đường

Báo cáo ngắn

15/06/2015

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng(VND) **12.900**

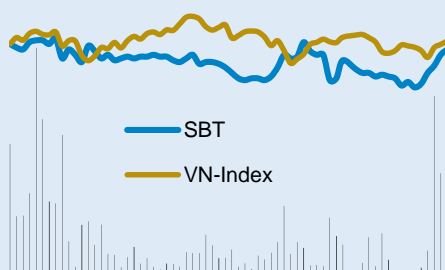
Giá thị trường (15/6/2015) 12.300

Lợi nhuận kỳ vọng (%)

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.900 – 12.900
Vốn hóa	1.765
SL cổ phiếu lưu hành	143.506.160
KLGD bình quân 10 ngày	469.985
% sở hữu nước ngoài	19,09%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500 VND
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4%
Beta	0,49

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1M	3M	6M
SBT	-1,6%	23,3%	14,4%	5,0%
VN-Index	-2,4%	2,8%	-1,4%	-0,1%

Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 622

phanthuytrang@baoviet.com.vn

CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh

Ticker: SBT

Reuters: SBT.HM

Bloomberg: SBT VN

Đường nhập lậu giảm sẽ tác động tích cực lên giá bán

Dự báo 2015

Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của SBT năm 2015 đạt khoảng 2.430 tỷ đồng và 186 tỷ đồng, tương ứng mức EPS 1.256 đồng/cp.

- Biên lợi nhuận sẽ gia tăng nhờ hưởng lợi giá đường tăng.** Tính bình quân Q2/2015, giá đường tại các nhà máy tăng trung bình 30% so với giá đường Q1/2015. Ước tính mức giá bình quân tính trên 3 quý theo niên độ kế toán 2014/2015 của SBT vào khoảng 15.000 đồng/kg, tăng khoảng 19% so với năm ngoái. Biên lãi gộp dự phóng sẽ tăng cao hơn so với năm ngoái, khoảng 11,3% so với mức 10,3% năm ngoái.
- Lượng đường nhập lậu giảm sẽ tác động tích cực về giá cả nhiều hơn là về sản lượng tiêu thụ.** SBT là doanh nghiệp đường lớn nhất tại vùng Đông Nam Bộ, có vị trí thuận lợi khi nằm trong tam giác kinh tế trọng điểm tại phía Nam. Tuy nhiên đây cũng chính là vị trí mà đường nhập lậu qua biên giới Tây Nam hoành hành những năm qua. Triệt phá thành công đường dây buôn lậu đường lớn nhất biên giới Tây Nam sẽ giúp cho sản lượng tiêu thụ của SBT đối với khách hàng khả quan hơn. Tuy nhiên do cơ cấu khách hàng doanh nghiệp chiếm tỷ trọng tới 95%, do đó tác động tích cực này sẽ không quá lớn. Trên cơ sở ước tính tổng sản lượng cung đường niên độ 2014/2015 (bao gồm đường nhập lậu, lượng đường tồn kho và đường nhập theo hạn ngạch WTO), với tỷ trọng sản lượng tiêu thụ/cung đường ngang niên vụ 2013/2014, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của SBT sẽ tăng 6% so với năm ngoái, tương đương khoảng 150.300 tấn đường.
- Dự án ethanol với công suất 100.000 lít/ngày và khu công nghiệp Bourbon An Hòa dự kiến chưa đem lại hiệu quả.**

Rủi ro.

Vùng nguyên liệu mía của SBT đang bị thu hẹp. Hiện nay nông dân ở Tây Ninh đang chuyển sang trồng các loại cây trồng khác đem lại kinh tế cao hơn, ảnh hưởng tới diện tích vùng nguyên liệu mía của SBT. Diện tích vùng nguyên liệu mía của SBT những năm qua thiếu ổn định qua các năm, cho thấy việc quản lý, hỗ trợ người nông dân yên tâm canh tác cây mía của doanh nghiệp chưa thực sự hiệu quả. Đây chính là vấn đề cốt lõi của các doanh nghiệp Việt Nam, là nguyên nhân chính khiến cho ngành đường Việt Nam kém năng lực cạnh tranh so với các nước khác.

Khuyến nghị đầu tư. Kết quả định giá cổ phiếu SBT tại mức giá **12.900 đồng/cổ phiếu** trên cơ sở 2 phương pháp định giá dòng tiền và phương pháp so sánh. Chúng tôi cho rằng SBT đang giao dịch tại mức giá hợp lý.

Báo cáo ngành Mía đường

CƠ CẤU SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	19,09%
Khác	80,91%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Đầu tư Thành Thành Công	30,56%
Cty TNHH Thương mại Đầu tư Thuận Thiên	24,43%
Halley Sicav Halley Asian Prosperity	7,03%
Đặng Huỳnh Úc My	4,95%

DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu	1.960	2.220	1.958	2.430	2.591
Giá vốn	1.590	1.939	1.755	2.154	2.323
Lợi nhuận gộp	370	280	202	275	268
Doanh thu tài chính	313	154	115	143	152
Chi phí tài chính	171	52	91	80	114
Lợi nhuận sau thuế	370	238	120	186	126

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	110	277	151	14	25
Các khoản phải thu ngắn hạn	729	1.116	1.039	1.290	1.375
Hàng tồn kho	339	231	576	715	762
Tài sản cố định hữu hình	645	638	632	630	627
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	499	748	573	573	573
Tổng tài sản	2.634	3.250	3.319	3.653	3.822
Nợ ngắn hạn	714	1.001	1.238	1.418	1.518
Nợ dài hạn	49	78	56	56	56
Vốn chủ sở hữu	1.695	1.840	1.802	1.898	1.940
Tổng nguồn vốn	2.634	3.250	3.319	3.653	3.822

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F	2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-4%	13%	-12%	24%	7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-32,2%	-35,4%	-49,6%	54,7%	-32,0%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	19%	13%	10%	11%	10%
Lợi nhuận thuần biên (%)	18,9%	10,8%	6,2%	7,7%	4,9%
ROA (%)	14,04%	7,35%	3,63%	5,10%	3,32%
ROE (%)	21,82%	12,98%	6,68%	9,82%	6,54%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	36%	43%	46%	48%	49%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	55%	77%	84%	92%	97%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.607	1.609	811	1.256	854
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.948	12.395	12.138	12.786	13.067

Ngành Đường

Báo cáo ngắn

15/6/2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng(VND) **14.700**

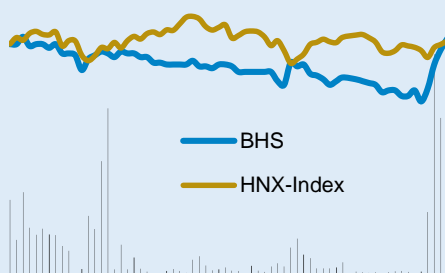
Giá thị trường (15/6/2015) 12.700

Lợi nhuận kỳ vọng (%) 15,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.200 – 13.000
Vốn hóa	800,04
SL cổ phiếu lưu hành	62.994.918
KLGD bình quân 10 ngày	336.883
% sở hữu nước ngoài	6%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1000 VNĐ
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,87%
Beta	0,48

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1M	3M	6M
BHS	13,2%	37,2%	22,9%	24,0%
VN-Index	-2,4%	2,8%	-1,4%	-0,1%

Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 622

phanthuytrang@baoviet.com.vn

CTCP Đường Biên Hòa

Ticker: BHS

Reuters: BHS.HM

Bloomberg: BHS VN

Hưởng lợi giá đường tăng nhờ thương hiệu tốt và kênh phân phối mạnh

Dự báo 2015

Triển vọng HĐKD sáng sủa nhờ diễn biến giá đường 2015 tích cực.

BHS là công ty đường hoạt động chủ yếu theo hình thức bán lẻ. Kênh phân phối phát triển giúp cho BHS có thể trở thành đầu mối thu mua đường từ các doanh nghiệp khác trong ngành, sau đó bán lẻ lại cho khách hàng. Hoạt động theo hình thức này khiến cho doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp không cao, thường là thấp nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết qua các năm, lại phải gồng gánh chi phí tài chính lớn. Tuy nhiên trong năm 2015, số lượng đường nhập lậu giảm, tồn kho đường giảm giúp giá đường lên cao hơn so với mặt bằng những năm trước. Điều này sẽ giúp những doanh nghiệp bán lẻ như BHS có hoạt động kinh doanh tiến triển hơn.

Khuyến nghị đầu tư. Kết quả định giá cổ phiếu BHS ở mức **14.700 đồng/cp** trên cơ sở phương pháp so sánh. Trên cơ sở mức biên lợi nhuận 3 quý niên độ 2014/2015 của BHS, chúng tôi cho rằng BHS sẽ vẫn duy trì được mức biên lợi nhuận tương đương so với năm ngoái (11,8%). Doanh thu và LNST niên độ 2014/2015 ước tính đạt lần lượt 2.895 tỷ đồng và 94 tỷ đồng, tương ứng mức EPS 1.498 đồng/cp.

Ngành Mía đường

Báo cáo ngành

15/06/2015

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng(VND) **12.050**

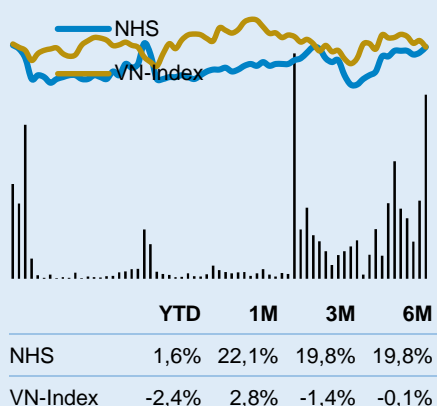
Giá thị trường (15/6/2015) 12.100

Lợi nhuận kỳ vọng (%) %

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.900 – 12.800
Vốn hóa	771,53
SL cổ phiếu lưu hành	60.750.000
KLGD bình quân 10 ngày	367.833
% sở hữu nước ngoài	6,0%
Room nước ngoài	0,49
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,10%
Beta	0,59

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 622

phanthuytrang@baoviet.com.vn

CTCP Đường Ninh Hòa

Ticker: NHS

Reuters: NHS.HM

Bloomberg: NHS VN

Triển vọng KQKD niên vụ 2015/2016 tích cực do bắt đầu sản xuất đường RS cao cấp

Dự báo 2015

Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST hợp nhất niên độ 2014/2015 ước tính khoảng 1.200 tỷ đồng và 47 tỷ đồng, biên lợi nhuận ở mức thấp chủ yếu do chi phí tài chính, cụ thể là chi phí giao dịch chứng khoán tương đối cao.

- Nâng công suất nhà máy.** Việc nâng công suất nhà máy giai đoạn 1 đã được hoàn thành với công suất 5.300 TMN và dự kiến năm sau NHS sẽ tiếp tục nâng công suất nhà máy lên 6.000 TMN.
- Năm 2015, bắt đầu sản xuất đường RS cao cấp và năm 2016 bắt đầu sản xuất đường RE.** NHS bắt đầu sản xuất đường RS cao cấp và bán cho các khách hàng khu công nghiệp. Giá bán đường RS cao hơn sẽ giúp NHS tiếp tục nâng cao biên lợi nhuận, cải thiện KQKD.
- Điện thương phẩm bắt đầu đem lại lợi nhuận trong năm 2015.** Ngày 24/03/2014, chính phủ đã đưa ra quyết định hỗ trợ phát triển dự án điện sinh khối với giá bán 5,8 US\$/kwh, cao hơn 45% so với mức giá quy định trước đây. Theo đó, hoạt động sản xuất kinh doanh điện sẽ bắt đầu đem lại lợi nhuận cho NHS từ năm 2015.
- Vùng nguyên liệu tiếp tục được mở rộng.** Diện tích mía của NHS chỉ từ 4.124 ha năm 2010 lên đến 10.300 năm 2014, và dự tính sẽ mở rộng tiếp trong năm 2016 (13.500 ha) và năm 2017 (16.000 ha). NHS có lợi thế lớn khi vùng nguyên liệu không bị cạnh tranh thu mua bởi các nhà máy đường khác, theo đó sẽ tránh được tình trạng thiếu nguyên liệu như các doanh nghiệp đường khác trong cùng khu vực.

Rủi ro.

Chi phí tài chính lớn do chi phí giao dịch chứng khoán. Chi phí tài chính do chi phí giao dịch chứng khoán quá cao, khiến cho lợi nhuận 3 quý niên độ 2014/2015 suy giảm.

Năng suất mía khó cải thiện. Mặc dù vùng nguyên liệu được mở rộng qua các năm, nhưng năng suất mía/ha lại khó cải thiện. Năng suất mía của NHS vào khoảng 63 tấn/ha.

Khuyến nghị đầu tư. Cổ phiếu NHS được định giá ở mức **12.050 đồng/cp** trên cơ sở phương pháp so sánh, ngang với giá trị thị trường do đó cổ phiếu NHS hiện đang giao dịch đúng giá trị. Tuy nhiên chúng tôi dự đoán triển vọng tích cực HĐKD của NHS trong niên vụ mới 2015/2016 do bắt đầu từ năm 2015, NHS bắt đầu sản xuất đường RS cao cấp có giá bán tốt hơn, theo đó biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ được cải thiện. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên cân nhắc theo dõi hoạt động sản xuất kinh doanh của NHS trong niên vụ mới 2015/2016.

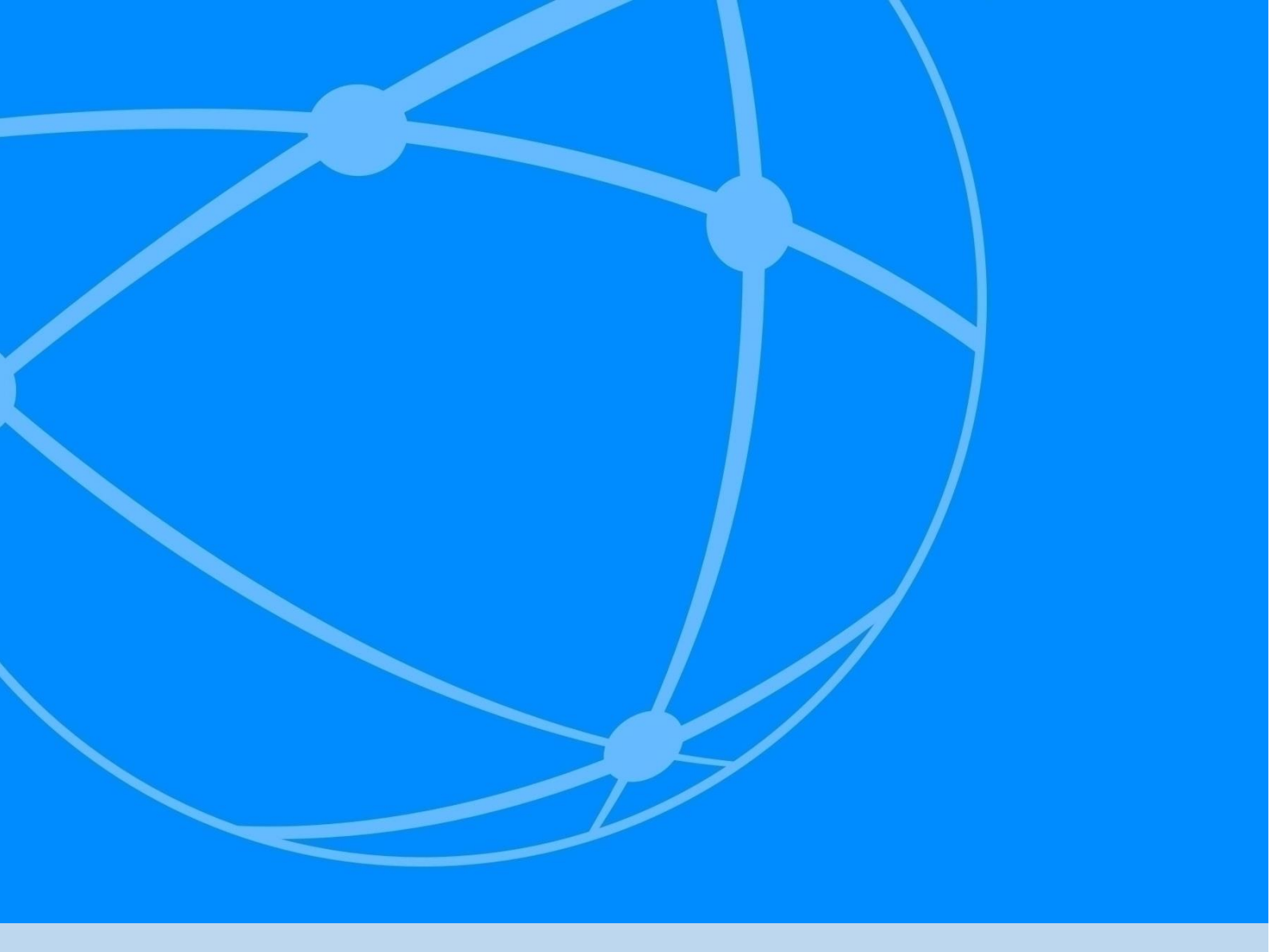
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999