

## MCK: BHS (HSX)

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG BIÊN HÒA

## NĂM GIỮ

## ĐỊNH GIÁ

40.000

Chuyên viên: Đặng Thảo Nguyên

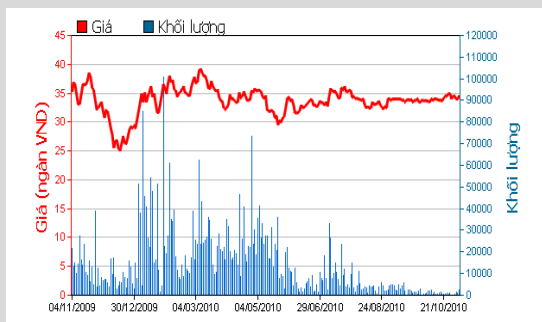
Email: nguyen.dt@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 3/12/10) (VND)	34.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	39.300
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	25.000
Số CP đang lưu hành	18.531.620
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	4.064
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	639
Trailing P/E (x)	4,9
Forward P/E (x)	5,2
P/BV (BV 30/09/10) (x)	1,3

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	9T/10	2010KH	2010F
DT	1.189	1.354	1.539	1.808
LNTT	128	100	80	143
LNST	120	87	-	129
VĐL	185	185	-	185
TTS	889	1.140	-	1.312
VCSH	425	459	-	513
ROA (%)	13,5%	-	-	9,8%
ROE (%)	28,2%	-	-	25,1%
EPS (VND)	6.480	-	-	6.950
GTSS (VND)	22.959	24.767	-	27.692
Cổ tức	20%	-	20%	20%

Nguồn: BCTC BHS, VDSC tổng hợp

## CHẾ BIẾN THỰC PHẨM – MÍA ĐƯỜNG

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu BHS tại thời điểm này xoay quanh mức 40.000 đồng (tương đương mức vốn hóa 741 tỷ), cao hơn gần 16% so với giá tham chiếu ngày 3/12/2010. Tuy nhiên, trong điều kiện thị trường hiện tại, mức chênh lệch từ 25% so với giá định giá sẽ giúp giảm thiểu rủi ro đối với quyết định mua vào cổ phiếu này. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp mía đường phụ thuộc rất lớn vào biến động giá nguyên vật liệu cũng như giá đường trên thị trường, nhà đầu tư cần theo dõi những thông tin này để có quyết định phù hợp.

**Thương hiệu Đường Biên Hòa đã được khẳng định trên thị trường bán lẻ trong nhiều năm qua với thị phần đường túi khoảng 70%.** Các sản phẩm đường tinh luyện đóng túi của BHS đã trở thành sản phẩm định hướng trên thị trường. Công ty đang có kế hoạch dài hạn cho việc đẩy mạnh phát triển hệ thống phân phối, nhằm tiếp tục củng cố và gia tăng thị phần trên thị trường bán lẻ.

**Thuận lợi khách quan “giá đường tăng” được dự báo sẽ tiếp tục duy trì đến quý 1 năm 2011.** Giá đường tăng đã giúp BHS cũng như các doanh nghiệp mía đường cán đích sớm trong năm 2010. Đến hết Q3/2010, BHS đã đạt 1.354 tỷ đồng doanh thu và 86,6 tỷ đồng lợi nhuận, đạt 88% kế hoạch doanh thu và đã vượt 25% lợi nhuận. Đặc biệt, các tổ chức nghiên cứu và các công ty trong ngành hiện đang lạc quan về giá đường cho đến ít nhất quý 1 năm sau.

**Kết quả kinh doanh dẫn đi vào ổn định.** So với các công ty mía đường khác, BHS có tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu thấp hơn đáng kể do trong cơ cấu doanh thu có đóng góp 25% của hoạt động thương mại. Ngoài ra, do đặc thù công nghệ, quy trình chế biến 2 công đoạn nên giá thành của BHS thường cao hơn các doanh nghiệp khác. Tuy nhiên, tận dụng sự hoạt động riêng rẽ của phân xưởng luyện đường, BHS có thể nhập đường thô để sản xuất đường tinh luyện. Điều này giúp tận dụng được máy móc của phân xưởng luyện đường và tính linh hoạt trong kinh doanh. Các năm gần đây, doanh thu đều tăng trưởng tốt và lợi nhuận đã có dấu hiệu bền vững, theo quan sát của người phân tích.

**Công suất nhà máy được đầu tư mở rộng đồng thời có nhiều giải pháp hơn cho bài toán vùng nguyên liệu của BHS.** Dự kiến Q3/2011 BHS sẽ hoàn thành dự án nâng tổng công suất 2 nhà máy ép mía lên 5.500 tấn/ngày và nhà máy tinh luyện đường lên 450 tấn/ngày. Bên cạnh đó, việc trồng thí điểm giống mía mới với hệ thống tưới nhỏ giọt trên diện tích 100 ha tại nông trường Long Thành cho kết quả khả quan với năng suất đạt khoảng 80tấn/ha và chữ đường 10-11. Dự kiến mỗi vụ BHS sẽ mở rộng thêm 100ha trồng mía theo phương pháp này.

Trong dài hạn, BHS có kế hoạch cải tiến quy trình sản xuất bằng cách lắp đặt dây chuyền luyện đường tại các nhà máy ép mía ở Tây Ninh và Trại An. Khi đó, các tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu sẽ được cải thiện hơn.

## Rủi ro

Ngoài rủi ro chung về khả năng cạnh tranh kém của ngành và biến động giá đường, BHS còn chịu rủi ro tương đối về gánh nặng tài chính khi lãi suất tăng, với cơ cấu vốn có tỷ lệ vay nợ cao.

Thanh khoản của cổ phiếu BHS tương đối thấp với KLGDBQ 30 phiên gần nhất là 4.064 cp/phiên. Do đó nhà đầu tư cần cân nhắc yếu tố này khi quyết định đầu tư.

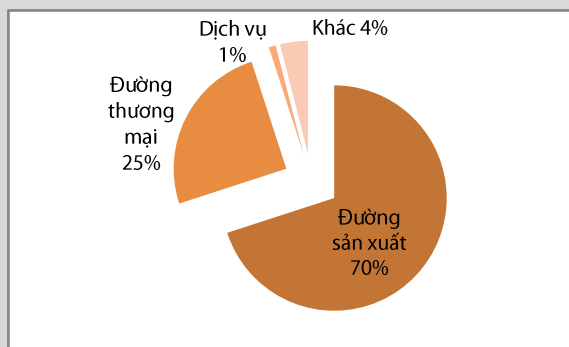
**CTCP Đường Biên Hòa**

KCN Biên Hoà 1, Phường An Bình,  
TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai  
ĐT: (84 – 61) 383 61 99  
Fax: (84 – 61) 383 62 13  
Website: www.bhs.vn

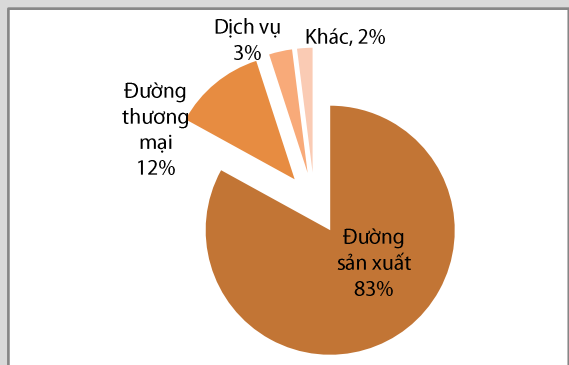
**Thành lập:** Năm 1969  
**Cổ phần hóa:** Năm 2001  
**Nhân viên:** 730 người

**Quản trị - Điều hành**

- Phạm Thị Sum, CT. HĐQT
- Nguyễn Bá Chủ, PCT. HĐQT
- Nguyễn Xuân Trinh, PCT. HĐQT
- Nguyễn Văn Lộc, TV. HĐQT – TGD
- Bùi Văn Lang, TV. HĐQT – PTGD
- Phạm Công Hải, TV. HĐQT – PTGD
- Huỳnh Bích Ngọc, TV. HĐQT
- Hồ Doãn Cường – TV. HĐQT
- Thái Văn Trượng – TV. HĐQT
- Trần Tấn Phát – TV. HĐQT

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 9 tháng 2010**

Nguồn: BCTC BHS

**Cơ cấu lợi nhuận theo sản phẩm 9 tháng 2010**

Nguồn: BCTC BHS

**CÔNG TY**

Đường Biên Hòa (BHS), tiền thân là Nhà máy đường 400 tấn thành lập năm 1969. Năm 2001, Nhà máy chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần và chính thức niêm yết trên HSX vào 12/2006. Sau 4 lần tăng vốn, BHS hiện đang hoạt động với VDL 185,3 tỷ đồng.

Trong cơ cấu cổ đông, các thành viên HĐQT nắm giữ khoảng 17,9%, Các cổ đông lớn gồm có: Thành Thành Công (22,2%), TCT Mía đường II (11,0%), Sài Gòn Thương Tín (5,6%), Vinamilk (4,9%).

**Hoạt động sản xuất kinh doanh****Sản phẩm chính và năng lực sản xuất**

Sản phẩm chính của BHS là đường luyện gồm các loại RE, RS (đóng gói dưới dạng bao công nghiệp 50kg/25kg/20kg; dạng túi 1kg/0,5kg hoặc dạng thanh dùng cho cafe, trà). Đường sản xuất chiếm khoảng 70% tỷ trọng doanh thu và đóng góp 84% lợi nhuận. Trong đó, đường túi bán lẻ mặc dù có tăng tỷ trọng trong thời gian gần đây nhưng chỉ mới đạt khoảng 25% trong cơ cấu doanh thu, 75% còn lại là đường bao công nghiệp.

Song song với hoạt động sản xuất, BHS còn kinh doanh các loại đường (chiếm 25% doanh thu, 12% lợi nhuận) và nhận gia công đường tinh luyện (chiếm 1% doanh thu). Đối với các sản phẩm phụ khác như rượu, mật rỉ, điện,... BHS không ghi lợi nhuận mà hạch toán giảm giá thành sản phẩm đường.

Sản lượng tiêu thụ đường tinh luyện qua các năm:

Vụ	2006	2007	2008	2009	9T10
Sản lượng (tấn)	77.673	84.147	N/A	84.866	70.000

Nguồn: BCTN BHS, VDSC tổng hợp

Giá bán đường bình quân năm 2009 của BHS vào khoảng 11,7 triệu đồng/tấn. Trong năm 2010, giá đường liên tục tăng, giá bán đường của BHS cũng tăng từ 16 – 16,7 triệu đồng/tấn trong khoảng tháng 5 đến nay đã đạt khoảng 18 - 19 triệu đồng/tấn.

**Năng lực sản xuất**

Điểm khác biệt của BHS so với các doanh nghiệp trong ngành là quy trình sản xuất hai công đoạn. Hai nhà máy ép mía ở Tây Ninh và Trị An có tổng công suất là 4.500 tấn/ngày sản xuất đường thô từ mía. Sau đó, đường thô được chuyển về nhà máy luyện đường có công suất 350 tấn/ngày tại KCN Biên Hòa để sản xuất đường tinh luyện. Với đặc điểm này, giá thành sản phẩm của BHS thường cao hơn nhiều so với SBT và LSS. Tuy nhiên, BHS có thể sản xuất được quanh năm, ngoài vụ ép mía, BHS có thể tiếp tục sản xuất đường tinh luyện bằng từ đường thô mua trong nước hoặc nhập khẩu. Điều này giúp Công ty linh hoạt trong kinh doanh, tiết kiệm chi phí lưu kho.

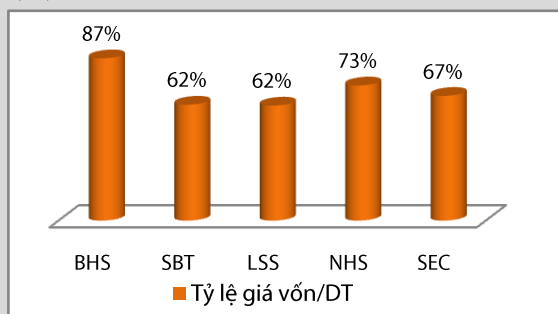
**Vùng nguyên liệu**

Sự cạnh tranh gay gắt đã tạo không ít khó khăn cho BHS trong việc mở rộng vùng nguyên liệu trong nhiều năm qua. Ngoài cạnh tranh giữa các doanh nghiệp mía đường còn có sự cạnh tranh giữa cây mía và các loại nông sản khác đặc biệt là khoai mì. Song gần đây, việc cạnh tranh mua mía tại vùng nguyên liệu

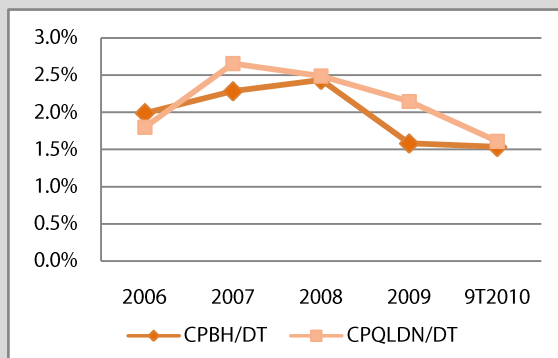
**Diện tích, Sản lượng và Giá thu mua mía qua các vụ**

Vụ	08/09	09/10	10/11E
Diện tích (ha)	4.650	7.550	10.500
Sản lượng mía (nghìn tấn)	276.675	460.000	577.500
Năng suất (tấn/ha)	60	61	55
Giá đầu vụ (nghìn/tấn)	450	700	900
Giá cuối vụ (nghìn/tấn)	700	900	-

Nguồn: BCTN BHS, VDSC tổng hợp

**Tỷ lệ giá vốn/doanh thu 9 tháng 2010**

Nguồn: BCTC, VDSC tổng hợp

**Chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí QLDN/doanh thu qua các năm**

Nguồn: BCTC BHS, VDSC tổng hợp

của BHS đã bớt gay gắt do có sự quy hoạch của chính quyền địa phương và sự thỏa thuận giữa các công ty mía đường.

Diện tích vùng nguyên liệu của BHS mở rộng tốt trong vài vụ gần đây. Vụ mía 10/11, tổng diện tích vùng nguyên liệu khoảng 10.500 ha, trong đó có khoảng 1.500 ha thuộc sở hữu Công ty, tăng gần 3.000 ha so với vụ trước. Năm nay BHS vào vụ muộn hơn so với mọi năm khoảng 10 ngày do đợt cây mía đạt chữ đường tốt nhất. Với năng suất bình quân 3 niên vụ gần nhất đạt 55 – 60 tấn/ha và chữ đường ổn định khoảng 9-11, sản lượng mía nguyên liệu dự kiến có khả năng đạt 577,5 nghìn tấn, đáp ứng được khoảng 80% nhu cầu sản xuất của hai nhà máy ép mía. Đối với phân xưởng tinh luyện, đường thô tự sản xuất hiện nay chỉ đáp ứng 40 – 45% công suất, BHS phải mua thêm đường thô trong nước hoặc nhập khẩu để sản xuất.

**Chi phí**

Đối với sản xuất đường thô, mía nguyên liệu chiếm khoảng 80% giá vốn, khoảng 5% chi phí khấu hao, 15% còn lại là chi phí nhân công, nhiên liệu và các chi phí khác. Hiện nay, giá mía thu mua tại bàn cân của Công ty vào khoảng 900 – 930 nghìn đồng/tấn và dự báo sẽ có xu hướng tăng. Như vậy ước tính giá thành đường thô khoảng 11,7 triệu đồng/tấn.

Do đặc thù hoạt động kinh doanh đã phân tích ở trên, tỷ lệ giá vốn/doanh thu của BHS cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành, dao động từ 85 – 89%. Trong điều kiện thuận lợi, tỷ lệ này cũng không có thay đổi lớn.

Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu lần lượt giảm đáng kể hai năm gần đây chủ yếu do doanh thu có tốc độ tăng trưởng mạnh.

**Thị trường và vị thế Công ty**

Hiện nay, BHS chiếm khoảng 10% tổng thị phần đường cả nước, riêng đường túi Công ty chiếm 70% thị phần và trở thành doanh nghiệp định hướng thị trường đối với loại sản phẩm này. Bên cạnh đó, BHS cũng đang xây dựng và từng bước triển khai hệ thống phân phối sản phẩm đường túi trực tiếp đến người tiêu dùng nhằm mở rộng hơn nữa thị phần của mình.

Khách hàng đối với đường bao chủ yếu là các doanh nghiệp chế biến thực phẩm đồ uống như Pepsi, Vinamilk, URC, Vinacafe, Dutch Lady... Top 10 khách hàng đóng góp khoảng 40% mức tiêu thụ nhóm sản phẩm này.

Mức độ cạnh tranh giữa các công ty mía đường trong nước là không cao mà áp lực cạnh tranh chủ yếu là đường nhập (chính ngạch và tiểu ngạch) từ Thái Lan, cũng như việc cắt giảm dần thuế nhập khẩu theo cam kết. Năm 2010, thuế nhập khẩu đường trong khu vực chỉ còn 5%, đây là thử thách cần lưu ý đối với doanh nghiệp có giá thành sản phẩm cao như BHS.

**Tiềm năng tăng trưởng**

Công ty đang thực hiện dự án nâng công suất nhà máy đường ở Tây Ninh lên 4.000 tấn/ngày, ở Trị An lên 1.500 tấn/ngày và phân xưởng tinh luyện đường lên 450 tấn/ngày, dự kiến sẽ hoàn thành cuối năm 2011. Tổng mức đầu tư cho toàn bộ dự án này vào khoảng 100 tỷ đồng.

Đối với vùng nguyên liệu, BHS đề ra 3 nhóm giải pháp nhằm nâng cao sản lượng: (1) mở rộng vùng nguyên liệu tự cung cấp; (2) cơ giới hóa trồng – chăm sóc – thu hoạch; (3) chế độ giống – kỹ thuật. Hiện tại, việc trồng thí điểm giống mía mới với hệ thống tưới nhỏ giọt trên diện tích 100 ha tại nông trường Long Thành cho kết quả khả quan với năng suất đạt khoảng 70 tấn/ha mía giống, 80 tấn/ha mía nguyên liệu và chữ đường ổn định 9-11. Dự kiến mỗi vụ BHS sẽ mở rộng thêm 100ha trồng mía theo phương pháp này.

Dự án Cùm chế biến phía Tây Sông Vàm Cỏ đã hoàn tất giai đoạn đền bù trong năm 2009 tuy nhiên đến nay dự án vẫn chưa triển khai tiếp.

### **Rủi ro kinh doanh**

Rủi ro mà BHS cũng như hầu hết các công ty đường phải đối mặt thường xuyên đó là vấn đề nguyên liệu và buôn lậu đường từ Thái Lan. Thời gian vừa qua vấn đề buôn lậu tạm lắng xuống do thiếu hụt nguồn cung và giá thu mua mía cao giúp nông dân duy trì trồng mía.

Ngành đường sau khi dỡ bỏ hạn ngạch nhập khẩu cũng như giảm thuế nhập khẩu theo lộ trình còn 5% trong khu vực AFTA thì rủi ro đánh mất thị phần của các công ty đường là rất lớn do giá thành sản xuất tại Việt Nam cao hơn. Tuy nhiên, việc xóa bỏ bảo hộ sẽ loại khỏi thị trường những công ty kém hiệu quả và là cơ hội cho những công ty có nền tảng và chiến lược đúng đắn.

### **Đầu tư tài chính**

Trong 3 năm qua, hoạt động đầu tư tài chính có xu hướng giảm dần cho thấy hướng phát triển của BHS là tập trung cho hoạt động kinh doanh chính.

9T2010 đầu tư tài chính (chứng khoán vốn) là 48,3 tỷ chiếm khoảng 4,3% tổng tài sản, tương đương 12% tài sản dài hạn, chủ yếu là cổ phiếu STB (81%). Q2/2010, BHS thu được 10,7 tỷ lãi từ đầu tư cổ phiếu (trong đó hơn 10 tỷ hoàn nhập dự phòng giảm giá) khi bán toàn bộ cổ phiếu Sacomreal. Đối với cổ phiếu STB, hiện BHS đang trích lập dự phòng khoảng 21 tỷ và chưa có kế hoạch bán.

### **Tình hình tài chính**

#### **Chỉ tiêu tăng trưởng**

Doanh thu BHS tăng trưởng tốt trong những năm gần đây, đặc biệt năm 2009 tăng trưởng doanh thu đạt 50% và dự báo sẽ tiếp tục duy trì tốc độ này trong năm 2010. Tuy nhiên, sự tăng trưởng doanh thu này chủ yếu được hỗ trợ bởi yếu tố tăng giá nên khó có thể khẳng định tính bền vững cho những năm sau.

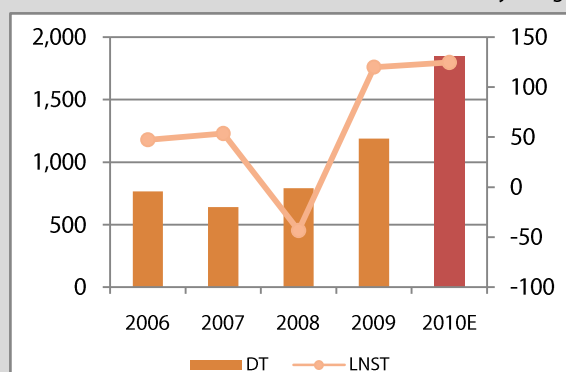
Do BHS hoạt động sản xuất đường quanh năm nên mặc dù vốn điều lệ và tổng tài sản chỉ ở mức trung bình so với các Công ty khác trong ngành song lại là doanh nghiệp có doanh thu thuần đứng đầu. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 1.354,5 tỷ đồng (hoàn thành 88% kế hoạch) và LNTT đạt 100 tỷ đồng (vượt 25% kế hoạch). So với cùng kỳ năm trước, doanh thu tăng 106% nhờ sản lượng tăng gần 20% và giá bán tăng gần 100%. Tuy nhiên, LNTT chỉ tăng khoảng 22% chủ yếu là do chi phí lãi vay tăng 65,8% so với cùng kỳ.

#### **Khả năng sinh lợi**

Tỷ suất lợi nhuận gộp đối với hoạt động sản xuất đường tinh luyện của BHS thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành. Lợi nhuận gộp của BHS chỉ khoảng

### **Doanh thu thuần và Lợi nhuận qua các năm**

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BCTC BHS, VDSC tổng hợp

**Khả năng sinh lời**

	2008	2009	9T10	Ngành
LN Gộp/DT	6,4%	13,6%	13,5%	27,2%
LN HĐKD/DT	-5,5%	10,8%	7,4%	21,7%
LNST/DT	-5,5%	10,1%	6,4%	18,7%
ROA	-7,2%	13,5%	-	-
ROE	-13,1%	28,0%	-	-

Nguồn: BCTC BHS, VDSC tổng hợp

**Cấu trúc tài chính**

	2008	2009	9T10	Ngành
<b>Cấu trúc tài sản</b>				
Phải thu/TTS	14,2%	27,2%	19,5%	23,0%
HTK/TTS	27,6%	22,6%	33,3%	14,1%
TSCĐ/TTS	47,1%	29,7%	24,7%	32,1%
<b>Cấu trúc vốn</b>				
Tổng nợ/TTS	44,7%	51,8%	59,7%	29,2%
Nợ vay/TTS	38,1%	42,8%	41,1%	17,2%

Nguồn: BCTC BHS, VDSC tổng hợp

13% trong khi các doanh nghiệp khác như SBT 38%, LSS 38%, NHS 27% (số liệu 9 tháng 2010).

Các chỉ số thể hiện khả năng sinh lời khác như lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) đều tăng mạnh so với các năm trước, đáng chú ý là tỷ suất ROE đứng đầu trong ngành năm 2009. Tuy nhiên, năm 2010 do tỷ suất lợi nhuận biên ròng giảm nên chỉ số ROA, ROE giảm dự kiến còn khoảng 10% và 25%. Khoảng cách ROA và ROE có xu hướng tăng phản ánh việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao của BHS.

**Cấu trúc tài chính**

BHS sản xuất quanh năm nên hàng tồn kho thường lớn hơn so với các doanh nghiệp mía đường khác. Trong tỷ trọng tài sản, hàng tồn kho có xu hướng tăng tuy nhiên sẽ không bất thường khi so sánh với tăng trưởng doanh thu.

Xét về cấu trúc vốn, các chỉ số nợ đều cao hơn gấp 2 ngành và tăng dần qua các năm. Trong đó, tỷ trọng nợ vay là rất lớn, chiếm khoảng 85% tổng nợ. 9 tháng đầu năm, BHS tăng nợ vay 23% để bổ sung vốn lưu động với lãi vay khoảng 11,5 – 13%/năm, kỳ hạn 6 tháng.

Với cấu trúc vốn có tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản ở mức cao khoảng 41% như hiện nay thì việc tăng lãi suất cho vay như thời gian vừa qua sẽ tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động của BHS. Cũng chính vì lý do đó, theo người phân tích trong trường hợp lợi nhuận tăng trưởng tốt, tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm của BHS khó có khả năng tăng vì Công ty cần khoản lợi nhuận giữ lại để cơ cấu lại cấu trúc vốn, giảm tỷ lệ nợ vay.

**DỰ PHÓNG****Kết quả kinh doanh**

9 tháng đầu năm, sản lượng tiêu thụ đường tinh luyện đạt 70 nghìn tấn, hoàn thành 77% kế hoạch 90 nghìn tấn đặt ra từ đầu năm. Trong quý 4, do vào vụ muện hơn nên ước tính sản lượng tiêu thụ đường sẽ đạt khoảng 23 nghìn tấn, giá bán tiếp tục duy trì ở mức cao khoảng 18-19 triệu đồng/tấn. Theo đó, doanh thu quý 4 ước tính đạt 453 tỷ đồng, trong đó từ đường sản xuất là 320 tỷ đồng, đường hàng hóa là 115 tỷ đồng. Như vậy, lũy kế cả năm doanh thu ước đạt 1.808 tỷ đồng, vượt 17,5% so với kế hoạch.

Tỷ suất lãi gộp cả năm dự kiến duy trì ở mức 13,5%, tương ứng mức lãi gộp 244 tỷ đồng. Trong các năm sau khi BHS cải tiến công nghệ tại 2 nhà máy Tây Ninh và Trị An để tinh luyện đường tại chỗ kỳ vọng tỷ suất lãi gộp sẽ tăng lên. Các chỉ số chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu cả năm không có nhiều thay đổi so với 9 tháng. Theo đó, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cả năm ước đạt 184,4 tỷ đồng.

BHS hiện chưa có kế hoạch bán STB do đó trong quý 4 dự kiến không có đột biến phát sinh từ hoạt động tài chính. Doanh thu tài chính chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngân hàng song không đáng kể so với chi phí lãi vay. Ước tính lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh là (41,4) tỷ đồng.

Trên cơ sở những dự phóng trên, lợi nhuận sau thuế của BHS là 128,8 tỷ, vượt 79% so với kế hoạch 72 tỷ đồng đặt ra, tương đương mức EPS với số lượng cổ phiếu hiện hành 18.531.620 vào khoảng 6.950 đồng/cp.



**Bảng cân đối kế toán**

Lượng tiền và các khoản tương đương tiền của Công ty chiếm khoảng 10% tổng tài sản tương đương 118 tỷ tại thời điểm cuối quý 3. Tuy nhiên lượng tiền này sẽ giảm xuống do đầu tư dự án nâng công suất với tổng vốn đầu tư khoảng 100 tỷ (hết Q3/2010 đã đầu tư khoảng 30%). Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu. Để đảm bảo vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh cấu trúc vốn hiện tại của Công ty sẽ tiếp tục được duy trì với tỷ lệ nợ vay cao.

Về đầu tư vào tài sản cố định, dự án nâng công suất 2 nhà máy ép mía dự kiến đến hết năm nay sẽ đầu tư khoảng 55 tỷ đồng được phản ánh ở chi phí xây dựng dở dang, phần còn lại sẽ tiếp tục đầu tư vào năm sau. Với kế hoạch cải tiến công nghệ nhằm tinh luyện đường tại chỗ và dự án Cụm chế biến công nghiệp phía Tây sông Vàm Cỏ, tài sản cố định dự kiến sẽ tăng mạnh giai đoạn 2011-2015.

**Định giá**

Người phân tích sử dụng phương pháp FCFF và P/E để định giá BHS với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành đường. Trailing P/E của ngành hiện nay khoảng 4,8. Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giai đoạn 2010 - 2014 là 15,3% và từ 2014 trở đi là 11,9%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 6,3%. Hai phương pháp P/E và FCFF được sử dụng với tỷ trọng 30:70 nguyên nhân là do trong điều kiện thị trường phản ứng thái quá như hiện nay thì tham chiếu P/E không phản ánh đúng giá trị hợp lý trong trung dài hạn của Công ty.

**Tổng hợp P/E một số DN trong ngành**

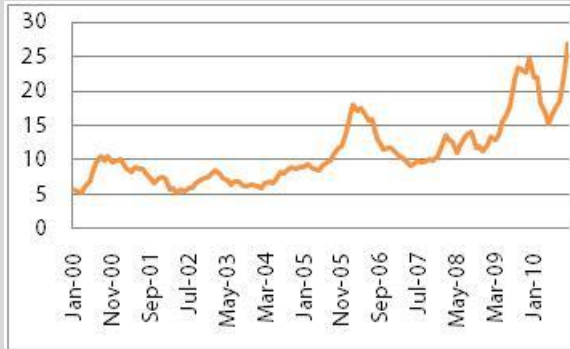
Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/06/10
SBT	1.723	4,9	0,9
LSS	1.050	4,1	1,3
NHS	327	3,7	1,3
SEC	422	7,3	2,2
<b>Bình quân</b>		<b>4,8</b>	<b>1,2</b>

Nguồn: VDSC tổng hợp

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	33.486	30%	10.046
FCFF	42.700	70%	29.890
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>39.936</b>

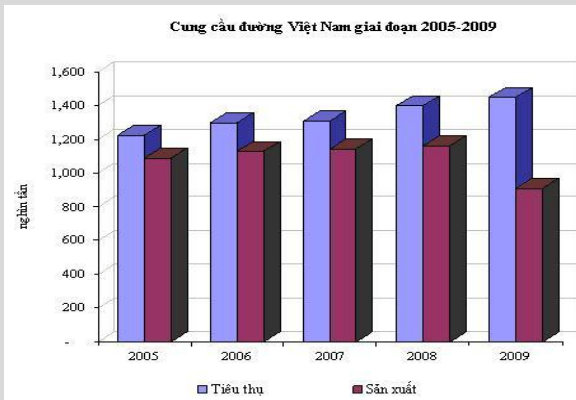
## Giá đường thô theo tháng thế giới

Đvt: USD cents/pound



Nguồn: Index Mundi

## Cung cầu đường Việt Nam giai đoạn 2005 - 2009



Nguồn: AGROINFO

## SƠ LƯỢC NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

## Những nét chính trong thời gian qua

**Thị trường nước ngoài:** Giá các loại đường thô đã tăng gấp đôi vào năm 2009 khi Brazil và Ấn Độ nước trồng mía đường lớn nhất thế giới bị mất mùa. Đường tinh luyện đã đạt đỉnh 767 USD/tấn và đường thô cũng chạm ngưỡng 30,4 cent/pound. Trong năm 2010, sản lượng đường sản xuất từ hai nước này cải thiện tốt hơn nhưng thế giới vẫn tiếp tục thiếu hụt khoảng 7 triệu tấn.

**Thị trường trong nước:** Sản lượng nội địa các năm gần đây dao động quanh mức 900.000 tấn – 1.1 triệu tấn/năm trong khi nhu cầu khoảng 1.4 – 1.5 triệu tấn. Cung không đủ cầu bên cạnh biến động tăng giá của thị trường đường thế giới khiến giá đường trong nước hiện nay tăng hơn 100% so cùng kỳ năm 2009 và tăng 58,3% so đầu năm. Hiện tại, giá đường tinh luyện tại các nhà máy khoảng 18.000 – 19.000 đồng/kg và bán lẻ khoảng 20.000 – 23.000 đồng/kg.

Theo thống kê của Bộ NN&PTNN, sản lượng tiêu thụ đường tăng thêm bình quân mỗi năm từ năm 2005 – 2009 là 4,3%/năm, trong đó hơn 73% được dùng trong công nghiệp chế biến và gần 27% từ nhu cầu người dân. Dự báo nhu cầu đường từ năm 2010 - 2013 sẽ tăng thêm 4,5%/năm. Bên cạnh đó, diện tích mía của Việt Nam trong 5 năm vừa qua biến động theo xu hướng giảm bởi sự cạnh tranh của các loại cây khác như cao su, cafe, khoai mì, từ 302,3 nghìn ha niên vụ 1999/2000 xuống còn 286,1 nghìn ha niên vụ 2003/2004 và khoảng 271,1 nghìn ha niên vụ 2008/2009.

## Triển vọng ngành

**Thị trường thế giới:** Cơn sốt giá đường năm 2009 & 2010 chủ yếu xuất phát từ việc mất mùa ở Brazil và Ấn Độ khiến sản lượng sụt giảm. Tuy nhiên, những thông tin thế giới gần đây cho biết Ấn Độ có thể xuất khẩu khoảng 2 triệu tấn đường trong vụ 2010 – 2011 và thông tin về sản lượng ổn định của một số quốc gia xuất khẩu đường lớn trên thế giới như Brazil, Thái Lan cho thấy một triển vọng về cung lớn hơn cầu trong năm tới, khiến giá đường thế giới năm 2011 dự báo sẽ giảm so với mức giá hiện tại.

**Thị trường trong nước:** Trong năm tới, dự báo sản lượng nội địa không tăng nhiều, dao động quanh mức 900.000 tấn – 1.1 triệu tấn/năm. Trong khi nhu cầu khoảng 1,5 triệu tấn. Không tính đường nhập lậu, mỗi năm Việt Nam cần phải nhập khẩu trong hạn ngạch khoảng 300.000 tấn đường.

Kể từ năm 2010, thuế nhập khẩu đường giảm theo lộ trình AFTA chỉ còn 5%. Đây là một thách thức không nhỏ cho các doanh nghiệp mía đường trong tương lai do giá đường nội địa cao hơn các nước trong khu vực, đặc biệt là Thái Lan.

## Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap		LNST 2009	EPS	BV	Trailing P/E	P/BV	9 tháng/2010			
	3/12/10	DT 2009						Doanh thu	%KH	LNST	% KH
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	(tỷ VND)		(tỷ VND)	
BHS	639	1.189	120	6.910	24.768	4,9	1,37	1.354	88%	86,6	124%
SBT	1.752	771	215	2.550	12.878	4,8	0,95	793	85%	262,3	101%
LSS	1.074	1.103	159	8.620	26.967	4,1	1,30	771	62%	214,6	114%
NHS	328	283	64	11.020	30.827	3,7	1,31	406	99%	79,4	234%
SEC	432	194	40	4.010	13.305	7,3	2,19	233	79%	55,0	100%

Nguồn: Stox. VDSC tổng hợp

**PHỤ LỤC**

	2007	2008	2009	2010E
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đv: tỷ đồng)</b>				
Doanh thu	641	790	1.189	1.808
Lợi nhuận HĐKD	45	11	118	184
Lợi nhuận trước thuế	54	(43)	128	143
Lợi nhuận sau thuế	54	(43)	120	129
EBIT	67	(16)	146	187
EBITDA	243	19	177	223
<b>Bảng cân đối kế toán (Đv: tỷ đồng)</b>				
Tiền mặt	13	20	86	99
Tài sản ngắn hạn	3	1	4	4
Tài sản cố định	204	177	237	222
Tổng tài sản	669	599	889	1.312
Tổng nợ vay	246	228	380	540
Tổng nợ	289	267	460	795
Vốn chủ sở hữu	377	331	425	513
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	-16%	23%	51%	52%
Lợi nhuận trước thuế	4%	-181%	396%	12%
Lợi nhuận sau thuế	13%	-181%	377%	7%
Tổng tài sản	14%	-11%	49%	48%
Vốn chủ sở hữu	7%	-13%	29%	21%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	12%	6%	14%	14%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	8%	-5%	11%	8%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	8%	-5%	10%	7%
ROA	8%	-7%	14%	10%
ROE	14%	-12%	32%	25%
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>				
Vòng quay Tổng tài sản	0,96	1,32	1,34	1,38
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	1,69	2,39	2,78	3,50
Vòng quay các khoản phải thu	6,95	9,32	4,93	4,55
Vòng quay hàng tồn kho	7,28	4,47	5,11	4,17
Vòng quay các khoản phải trả	13,35	19,15	12,89	6,16
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	3,51	2,45	1,59	1,34
Khả năng thanh toán nhanh	2,76	0,96	0,99	0,77
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,83	0,19	0,26	0,15
<b>Cấu trúc vốn (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	76%	81%	107%	154%
Nợ vay / Tổng tài sản	37%	38%	43%	41%
Tổng nợ / Tổng tài sản	43%	45%	52%	61%



**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành      Loại báo cáo      Khuyến nghị      Giá tại ngày phát hành      Giá định giá

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là **VDSC**) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long..., cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC. 2010.**