

# BÁO CÁO CẬP NHẬT- CTCP ĐƯỜNG BIÊN HÒA (BHS-HSX)

## Báo cáo cập nhật 17/03/2017

Khuyến nghị	<b>Năm giữ</b>
Giá mục tiêu trung hạn(VND)	14.600
Tiềm năng tăng giá	18,22%
Cổ tức (VND)	800
Lợi suất cổ tức	7,4%

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 17/03/2017

Giá hiện tại (VND)	12.350
Số lượng CP niêm yết	297.875.755
Vốn điều lệ (tỷ VND)	2.978
Vốn hóa TT(tỷ VND)	3.500
Khoảng giá 52 tuần (VND)	10.000-15.800
% sở hữu nước ngoài	0%
% giới hạn sở hữu NN	49%

**Chỉ số tài chính** (theo VCSH tại thời điểm quá khứ)

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	1186	1613	3.640
BVPS (vnd)	28164	14504	17352
Cổ tức (vnd)	500	500	500
ROA (%)	1.74	4.28	5.9
ROE (%)	5.27	11.25	16.24

## Hoạt động chính

BHS là doanh nghiệp duy nhất có nhà máy luyện đường chuyên biệt, có khả năng sản xuất đường luyện quanh năm, không phụ thuộc vào mùa vụ. Ngoài ra, BHS còn đầu tư dây chuyền sản xuất đường Sugar A - sản phẩm có bổ sung Vitamin A- đây là sản phẩm được Viện Dinh Dưỡng Quốc Gia khuyến dùng. Bên cạnh đó, BHS có đủ năng lực cung ứng kịp thời sản phẩm Đường có chất lượng cao cho thị trường trong và ngoài nước. Với năng lực sản xuất 11.700 tấn mía nguyên liệu/ngày và 100.000 tấn đường/năm, đường Biên Hòa là nhà máy có quy mô khá lớn trong ngành.

Nguồn: MBS tổng hợp

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2016 VÀ TRIỂN VỌNG 2017- KHUYẾN NGHỊ MUA

■ **BHS: Lợi nhuận sau thuế quý II theo niên độ báo cáo của BHS tăng 55% so với cùng kỳ cho dù biên lợi nhuận gộp chưa tăng**

Doanh thu thuần quý 4/2016 (quý II theo niên độ của BHS) của BHS tăng 61% lên mức 1.578 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp tăng lên 193 tỷ (45%), biên lợi nhuận gộp 12,24% (giảm nhẹ so với mức 13,6% của cùng kỳ năm trước). Doanh thu tài chính tăng mạnh lên 78 tỷ đồng do việc thoái hơn 5 triệu cổ phiếu SBT tuy nhiên chi phí tài chính cũng tăng gấp đôi so với cùng kỳ do công ty đã tăng vay nợ ngắn hạn từ 1111 tỷ lên 2600 tỷ kể từ đầu năm 2016 để phục vụ cho chiến lược kinh doanh của mình. Ngoài ra, công ty cũng phát sinh thêm chi phí bán hàng với tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu cao hơn (3,46%) so với cùng kỳ năm trước (1,92%). Dù vậy, lợi nhuận sau thuế đạt 103 tỷ, tăng 55% so với cùng kỳ năm trước.

Trong khi biên lợi nhuận gộp của các công ty đường trong nước tăng mạnh do gia đường tăng, biên lợi nhuận gộp của BHS giảm nhẹ. Chúng tôi cho rằng do sản phẩm của đường Biên Hòa là đường tinh luyện (sản phẩm cuối cùng) nên giá đường tăng chậm. Tuy nhiên, với sức ép lạm phát đang tăng lên và do năm tài chính của BHS kết thúc vào giữa năm, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện mạnh khi BHS bước vào mùa ghi nhận doanh thu chính (quý I và quý II hàng năm tương ứng với quý III, quý IV theo niên độ của BHS).

■ **BHS đã hoàn thành việc phát hành cổ phiếu thường, tỷ lệ 30% và chào bán 1:1, giá 10.000 đồng/cp**

Theo tài liệu hợp ĐHCĐ bất thường niên độ 2016-2017, HĐQT đề xuất phương án phát hành 38.853.359 cổ phần, tỷ lệ thực hiện 30% để tăng vốn điều lệ từ nguồn vốn chủ sở hữu, thời gian thực hiện dự kiến trong năm 2016. HĐQT còn đưa ra phương án chào bán 129,5 triệu cổ phần cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ chào bán 1:1, giá chào bán 10.000 đồng/cp. BHS dự kiến nguồn vốn thu được từ chào bán sẽ để Đầu tư nâng cấp nhà máy, đầu tư vào các Công ty cùng ngành, mua thêm cổ phiếu của Công ty Cổ phần Mía đường Tây Ninh (nâng sở hữu tại Công ty này từ 26,49% lên trên 70%), đầu tư vào vùng nguyên liệu và còn lại bổ sung vào vốn lưu động.

Theo chúng tôi việc BHS đang đi đúng hướng trong việc thực hiện chiến lược đầu tư của mình để sẵn sàng cho giai đoạn cạnh tranh mới. Cụ thể, quota đối với mặt hàng đường hiện nay sẽ hết hạn vào năm 2018 và nếu như Việt Nam dỡ bỏ quota với mặt hàng này thì ngành đường trong nước nếu không đổi mới sẽ rất khó cạnh tranh với đường nhập ngoại từ Thái Lan.

Đối với BHS, công ty chuẩn bị cho giai đoạn cạnh tranh mới thông qua 2 biện pháp 1) nâng cao công suất nhà máy đường và 2) mở rộng diện tích tự khai thác. Đối với chiến lược đầu tiên, BHS tận dụng lợi thế của mình là sản xuất đường tinh luyện với biên lợi nhuận gộp cao hơn (16%) so với sản xuất đường thô. Trong trường hợp Vietnam sớm dỡ quota với mặt hàng đường thô, BHS có thể nhập đường thô với giá thấp từ các nước có chi phí sản xuất thấp và duy trì hoạt động với biên lợi nhuận cao. Đối với chiến lược thứ hai, BHS có thể tiến hành cơ giới hóa và kéo giảm chi phí sản xuất đường. Theo BHS, chi phí để sản xuất đường nội bộ chỉ bằng 60% so với chi phí mua đường từ nông dân và có thể cạnh tranh được với đường từ các nước khác. Ngoài ra, nếu việc sát nhập SBT và mua lại dự án đường của HAG có thể diễn ra, BHS có thể mở rộng vùng nguyên liệu lên gấp đôi đặc biệt là mở rộng vùng nguyên liệu tự sản xuất có năng lực cạnh tranh của HAG (6000 ha với sản lượng đường 50.000 tấn).

■ **Tình hình đầu tư trong niên độ 2016-2017 của BHS**

Trong niên độ 2016-2017, BHS đầu tư nâng cấp nhà máy đường luyện, công ty dự kiến nâng cao năng lực sản xuất của Nhà máy đường luyện từ 350 triệu tấn/ngày lên 1.000 triệu tấn/ngày. Thời gian thực hiện dự kiến giai đoạn 2017 -2018.

Về việc đầu tư mở rộng vùng nguyên liệu, công ty dự kiến đầu tư gia tăng quỹ đất và đầu tư nông trường. Tiêu chí đầu tư nằm trong vùng quy hoạch được tỉnh Tây Ninh thông qua, cự ly vận chuyển về nhà máy đường của BHS nhỏ hơn 70 km. Thời gian dự kiến trong năm 2017 - 2018. Bên cạnh đó, BHS dự kiến nâng tỷ lệ sở hữu CTCP Mía đường Tây Ninh từ 26,49% lên trên 70%. Theo đánh giá từ bản cáo bạch của BHS, dự án mở rộng vùng nguyên liệu thêm 867 ha sẽ đem lại NAV 101 tỷ, việc mở rộng sở hữu tại đường Tây Ninh theo chúng tôi sẽ đem lại thêm cho công ty ~ 23 tỷ lợi nhuận sau thuế và với mức P/E là 10

lần chúng tôi đánh giá dự án này đem lại 230 tỷ cho giá trị doanh nghiệp. Cuối cùng, dự án mở rộng công suất nhà máy đường sẽ đem lại NAV 142 tỷ đ. Như vậy, trên cơ sở báo cáo bạch của BHS, chúng tôi đánh giá giá trị doanh nghiệp sẽ được tăng thêm 473 tỷ ~ 1600 đ/ cổ phiếu từ các dự án đầu tư mới.

■ **Khuyến nghị và định giá cổ phiếu.**

Cho niên độ kinh doanh năm 2017 (kết thúc vào tháng 6/2017), chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp trong 2 quý cuối niên độ sẽ tăng trở lại mức 13,9% và doanh thu tăng 6%. Với giả định các chi phí bán hàng và chi phí tài chính không thay đổi, lợi nhuận trong năm nay của BHS sẽ phụ thuộc vào việc BHS tiếp tục bán 11 triệu cổ phiếu SBT mà các công ty con đang nắm giữ. Trong trường hợp này, chúng tôi ước tính BHS sẽ đạt LNTT 506 tỷ cho năm tài chính 2017 và giá trị sổ sách sẽ đạt ~ 13.000 đồng/ cổ phiếu vào giữa năm 2017. Ở mức giá hiện tại, BHS đang giao dịch ở mức P/E là 8.x lần và P/B là 0.83 lần.

Trong ngắn hạn, khi những rủi ro về việc sát nhập chưa được loại trừ, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý trong ngắn hạn của BHS là 14.600 đồng/ cổ phiếu phản ánh giá trị NAV của doanh nghiệp sau các chiến lược tăng vốn và mở rộng đầu tư. Trong trung hạn, sau khi những rủi ro của việc sát nhập SBT (tỷ lệ chuyển đổi) không còn tồn tại, chúng tôi cho rằng BHS có thể tiến tới vùng định giá cao hơn nữa. Chúng tôi tin rằng định giá hấp dẫn, vị thế số một trong ngành, tiềm năng cải thiện hoạt động kinh doanh từ việc phát triển đất đai và sát nhập với SBT sẽ là những nhân tố chính khiến BHS có thể đạt mức giá mục tiêu trên của chúng tôi trong năm nay.

■ **Rủi ro**

Trong ngắn hạn, rủi ro chính đối với BHS là tỷ lệ sát nhập với SBT. Mặc dù hiện nay xét về giá trị cơ bản thì BHS có thể sát nhập với tỷ lệ 1:1, do mức chênh lệch giá khá cao giữa hai cổ phiếu không loại trừ khả năng tỷ lệ sát nhập sẽ không đạt mức kỳ vọng nói trên.

Trong dài hạn, rủi ro chính với hoạt động kinh doanh là việc liệu Việt Nam có áp dụng tiếp quota đối với mặt hàng đường từ các nước khác sau khi hết hạn của đợt áp dụng quota hiện tại (hết 2018). Các doanh nghiệp đường sẽ phải nhanh chóng cải thiện năng suất và hiệu quả kinh doanh đón đầu cho thời kỳ mới này.

Sức khỏe tài chính của BHS cũng đã ổn định hơn sau đợt phát hành tăng vốn nhưng công ty vẫn có những khoản phải thu cho vay ngắn hạn với các công ty trong tập đoàn.

Cuối cùng, rủi ro về biến động giá đường sẽ có ảnh hưởng tiêu cực hoặc tích cực tới hoạt động kinh doanh chính của BHS.

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN**

*BHS là doanh nghiệp có nhà máy luyện đường chuyên biệt, có khả năng sản xuất đường luyện quanh năm, không phụ thuộc vào mùa vụ. BHS đã đầu tư dây chuyền sản xuất đường Sugar A - sản phẩm có bổ sung Vitamin A- đây là sản phẩm được Viện dinh dưỡng Quốc gia khuyến dùng. Do đó, BHS có đủ năng lực cung ứng kịp thời sản phẩm Đường có chất lượng cao cho thị trường trong và ngoài nước. Với năng lực sản xuất 11.700 tấn mía nguyên liệu/ngày và 100.000 tấn đường/năm, đường Biên Hòa là nhà máy có quy mô lớn trong ngành.*

*Bên cạnh đó, chiến lược M&A với các thương vụ như sáp nhập NHS và PRS giúp cho BHS tối đa hóa được hiệu quả kinh doanh và tận dụng sức mạnh thương hiệu.*

**Chỉ tiêu tài chính cơ bản:**

Unit: Tỷ VND	2013	2014	2015	2016F
DT	2.930	2989	4.388	4978
LNTT	48.8	126	266	506
LNST	37	99	248	420
EPS (VND)	1186	1613	3640	1411
BVPS (VND)	28164	14504	17352	13000
ROE (%)	5.27	11.25	16.24	23
ROA (%)	1.74	4,28	5.9	6.1

Số liệu ROE, ROA2016 tính trên số vốn trung bình năm

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ đối với cổ phiếu của Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa (BHS) với mức định giá trung hạn 14.600 đồng/cổ phiếu trên cơ sở:**

- Vị thế vững mạnh của BHS so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Thành công từ Chiến lược M&A giúp hoạt động kinh doanh của BHS tăng trưởng bền vững.
- Phát hành thành công tăng vốn sẽ giúp BHS tiếp tục đẩy mạnh chiến lược M&A, đẩy mạnh tăng năng suất vườn cây và năng suất chế biến đường.
- Hoạt động đầu tư sẽ mang lại dòng tiền cho BHS trong những năm tới.
- Triển vọng kinh doanh tích cực trong niên độ 2015-2016.

### ■ Vị thế vững mạnh của BHS so với những doanh nghiệp cùng ngành

Đường Biên Hòa có hệ thống phân phối sản phẩm trải đều trên cả nước, bao gồm hơn 100 đơn vị sản xuất sử dụng đường làm nguyên liệu đầu vào và trên 130 nhà phân phối, đại lý, siêu thị trực tiếp bán sỉ, bán lẻ trên thị trường tiêu dùng. Thị trường xuất khẩu chủ yếu của Công ty là một số nước trong khối ASEAN, Trung Quốc và Iraq.

BHS là đơn vị duy nhất có nhà máy luyện đường chuyên biệt, có khả năng sản xuất đường luyện quanh năm, không phụ thuộc nhiều vào mùa vụ với chất lượng cao. BHS có lợi thế là đơn vị duy nhất cung ứng sản phẩm đường phong phú, đa dạng mà các đơn vị khác chưa cạnh tranh được như sản phẩm đường có bổ sung vitamin A “ SugarA”. Sản phẩm Đường tinh luyện của BHS được đánh giá cao về chất lượng nên vị trí và thị phần của BHS trong ngành đường ngày càng được củng cố (chiếm khoảng 12% thị phần toàn ngành). BHS là công ty đường có thương hiệu dẫn đầu và hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam.

### ■ Thành công từ Chiến lược M&A giúp hoạt động kinh doanh BHS tăng trưởng bền vững

BHS đã thông qua việc sáp nhập với CTCP Đường Ninh Hòa (NHS). Sau khi sáp nhập bằng cách hoán đổi cổ phiếu với Đường Ninh Hòa (NHS) thì BHS sẽ tận dụng vùng nguyên liệu hơn 21.500 ha tạo nên chuỗi giá trị khép kín từ trồng trọt, chế biến và phân phối đến tay người tiêu dùng. Vì vậy mà kết quả kinh doanh từ đầu năm 2016 tăng trưởng rất khả quan. Cụ thể, doanh thu thuần trong quý 3 niên độ 2015-2016 của BHS đạt 1.176 tỷ đồng, tăng 54,94% so với cùng kỳ năm 2014-2015 và lợi nhuận sau thuế đạt 64,46 tỷ đồng, tăng 76,22% cùng kỳ. Doanh thu thuần quý 4/2016 (quý II theo niên độ của BHS) của BHS tăng 61% lên mức 1.578 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp tăng lên 193 tỷ (45%), biên lợi nhuận gộp 12,24% (giảm nhẹ so với mức 13,6% của cùng kỳ năm trước). Tiếp theo thành công trên, BHS đã tiếp tục tăng vốn để tăng cường tỷ lệ sở hữu tại công ty mía đường Tây Ninh, mở rộng nhà máy đường và mở rộng vùng nguyên liệu, đảm bảo tăng trưởng bền vững cho thời kỳ mở cửa sắp tới.

### ■ Phát hành thành công tăng vốn sẽ giúp BHS tiếp tục đẩy mạnh chiến lược M&A, đẩy mạnh tăng năng suất vườn cây và năng suất chế biến đường.

Trong năm 2016, BHS chính thức ký hợp đồng phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu cho OCB, với mục tiêu chính là triển khai chiến lược về nguyên liệu trong giai đoạn 2016 - 2020. BHS sẽ sử dụng số tiền thu được để thuê đất nhằm mở rộng diện tích nông trường, qua đó tăng thêm sản lượng mía do BHS tự sản xuất để hạ giá thành sản phẩm. Ngoài ra, BHS sẽ dùng một phần vốn để tái cấu trúc tài chính với mục tiêu hướng đến một cấu trúc tài chính bền vững, đảm bảo an toàn hoạt động cho Công ty.

Các khoản nợ vay của BHS hiện nay luôn có mức lãi suất tương đối thấp do chất lượng tài sản của BHS đảm bảo cho các ngân hàng luôn tin tưởng và đánh giá cao. Ngoài ra, dòng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh của Công ty khá dồi dào nên thanh khoản của BHS luôn ổn định. Việc BHS phát hành trái phiếu đợt này là bước đi chiến lược giúp cho cấu trúc tài chính của BHS an toàn hơn và tránh được mọi rủi ro trên thị trường.

Tiếp theo thành công trên, năm 2017, BHS đã tiếp tục tăng vốn để tăng cường tỷ lệ sở hữu tại công ty mía đường Tây Ninh, mở rộng nhà máy đường và mở rộng vùng nguyên liệu. Theo đánh giá từ bản cáo bạch của BHS, dự án mở rộng vùng nguyên liệu thêm 867 ha sẽ đem lại NAV 101 tỷ, việc mở rộng sở hữu tại đường Tây Ninh sẽ đem lại thêm cho công ty ~ 23 tỷ lợi nhuận sau thuế và với mức P/E là 10 lần chúng tôi đánh giá dự án này đem lại 230 tỷ cho giá trị doanh nghiệp. Cuối cùng, dự án mở rộng công suất nhà máy đường sẽ đem lại NAV 142 tỷ đ. Như vậy, trên cơ sở báo cáo bạch của BHS, chúng tôi đánh giá giá trị doanh nghiệp sẽ được tăng thêm 473 tỷ ~ 1600 đ/ cổ phiếu từ các dự án đầu tư mới.

Khả năng sáp nhập với SBT: hiện BHS và SBT có vốn chủ sở hữu khá tương đương nhau (2277 so với 2943 tỷ) và giá trị sổ sách cũng gần nhau khoảng 11.600-11.900 đ/ cổ phiếu. Do đó, mặc dù hiện nay thị giá của SBT và BHS là khá xa nhau, dựa trên các yếu tố cơ bản, chúng tôi cho rằng khả năng sáp nhập sẽ là thuận lợi hơn cho cổ đông của BHS. Hiện

nay BHS có diện tích trồng mía là 21.500 ha và SBT là 23.000 ha với sản lượng tiêu thụ là 231.000 tấn (SBT) và 250.000 tấn (BHS). Công ty sau khi sát nhập sẽ có quy mô bằng 30% thị phần ngành đường trong nước. Cần chú ý là xét về mặt thương hiệu thì BHS là công ty đang sở hữu thương hiệu đường Biên Hòa đang bán mạnh mẽ trong các kênh phân phối trên toàn quốc.

#### ■ Hoạt động đầu tư sẽ mang lại dòng tiền cho BHS trong những năm tới

Ngày 18/03/2016, BHS đã thành lập Công ty Cổ phần Thương mại Xuất nhập khẩu Biên Hòa với vốn điều lệ 120 tỷ đồng, BHS góp 98% vốn điều lệ. Đây là bước đi chiến lược về thị trường của BHS, theo đó Công ty này sẽ là trung tâm kinh doanh tất cả các sản phẩm của BHS nói riêng và các sản phẩm nông nghiệp của Tập đoàn nói chung. Công ty này sẽ hoạt động chính trong các ngành bán buôn nông-lâm sản nguyên liệu, động vật sống, thực phẩm và đồ uống. Ngoài ra, còn cung cấp các dịch vụ vận tải hàng hóa, cho thuê kho bãi và kinh doanh bất động sản.

Việc thành lập Công ty thương mại nhằm gia tăng sức cạnh tranh của BHS khi chuyên môn hóa theo từng khâu giúp tối đa hóa hiệu quả. Theo đó, hệ thống các nhà máy sản xuất của BHS chỉ tập trung vào sản xuất sản phẩm và giảm giá thành, đối với lĩnh vực tiêu thụ đã có Công ty thương mại đảm trách. Dự kiến, trong niên độ kế toán 2016-2017, Công ty con này sẽ bắt đầu mang lại doanh thu và lợi nhuận cho BHS.

#### ■ Khuyến nghị và định giá cổ phiếu.

Trong ngắn hạn, khi những rủi ro về việc sát nhập chưa được loại trừ, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý trong ngắn hạn của BHS là 14.600 đ/ cổ phiếu phản ánh giá trị NAV của doanh nghiệp sau các chiến lược tăng vốn và mở rộng đầu tư. Trong trung hạn, sau khi những rủi ro của việc sát nhập SBT không còn tồn tại, chúng tôi cho rằng BHS có thể tiến tới vùng giá cao hơn nữa. Chúng tôi tin rằng định giá hấp dẫn, vị thế số một trong ngành, tiềm năng cải thiện hoạt động kinh doanh từ việc phát triển đất và sát nhập với SBT sẽ là những những nhân tố chính khiến BHS đạt mức giá mục tiêu trên của chúng tôi trong năm nay.

#### ■ Rủi ro

Trong ngắn hạn, rủi ro chính đối với BHS là tỷ lệ sát nhập với SBT. Mặc dù hiện nay xét về giá trị cơ bản thì BHS có thể sát nhập với tỷ lệ 1:1, do mức chênh lệch giá khá cao giữa hai cổ phiếu không loại trừ khả năng tỷ lệ sát nhập sẽ không đạt mức kỳ vọng nói trên.

Trong dài hạn, rủi ro chính với hoạt động kinh doanh là việc liệu Việt Nam có áp dụng tiếp quota đối với mặt hàng đường từ các nước khác sau khi hết hạn của đợt áp dụng quota hiện tại (hết 2018). Các doanh nghiệp đường sẽ phải nhanh chóng cải thiện năng suất và hiệu quả kinh doanh đón đầu cho thời kỳ mới này.

Sức khỏe tài chính của BHS cũng đã ổn định hơn sau đợt phát hành tăng vốn nhưng công ty vẫn có những khoản phải thu cho vay ngắn hạn với các công ty trong tập đoàn.

Cuối cùng, rủi ro về biến động giá đường sẽ có ảnh hưởng tiêu cực hoặc tích cực tới hoạt động kinh doanh chính của BHS.

### **THÔNG TIN TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**

#### **1. Tổng quan doanh nghiệp:**

Công ty cổ phần Đường Biên Hoà (BHS) tọa lạc tại đường số 1- Khu công nghiệp Biên Hoà I – Đồng Nai, cách Thành phố Hồ Chí Minh 25km về phía Đông Bắc, cách cảng Cogido, cảng Đồng Nai và cảng Bình Dương khoảng 1,5km, rất thuận lợi cho việc lưu thông đường bộ và đường thủy.

BHS là doanh nghiệp duy nhất có nhà máy luyện đường chuyên biệt, có khả năng sản xuất đường luyện quanh năm, không phụ thuộc vào mùa vụ. Ngoài ra, BHS còn đầu tư dây chuyền sản xuất đường Sugar A - sản phẩm có bổ sung Vitamin A- Đây là sản phẩm được Viện Dinh Dưỡng Quốc Gia khuyến dùng. Đồng thời, BHS có đủ năng lực cung ứng kịp thời sản phẩm Đường có chất lượng cao cho thị trường trong và ngoài nước. Với năng lực sản xuất 11.700 tấn mía nguyên liệu/ngày và 100.000 tấn đường/năm, đường Biên Hoà là nhà máy có quy mô khá lớn trong ngành.

Niên độ tài chính 2015 - 2016, BHS đặt kế hoạch kinh doanh tăng trưởng mạnh. Cụ thể, sản lượng đường tiêu thụ ước đạt 215.000 tấn, tương đương với sản lượng tiêu thụ niên độ 2014 - 2015, lợi nhuận trước thuế mục tiêu đạt 220 tỷ đồng, tăng 64% so với cùng kỳ năm 2014. Hiệp hội đường thế giới dự báo nâng mức dự báo sản lượng thiếu hụt đường toàn thế giới vụ 2015 - 2016 từ mức 3,53 triệu tấn lên 5 triệu tấn là một trong các cơ sở khiến BHS đặt ra kế hoạch trên. BHS dự kiến sẽ tập trung vào dự án đầu tư dây chuyền sản xuất đường tinh luyện RE công suất 400 tấn thành phẩm/ngày trong Niên độ tài chính 2015-2016. BHS cũng dự kiến mức cổ tức sẽ tăng lên 8-10%.

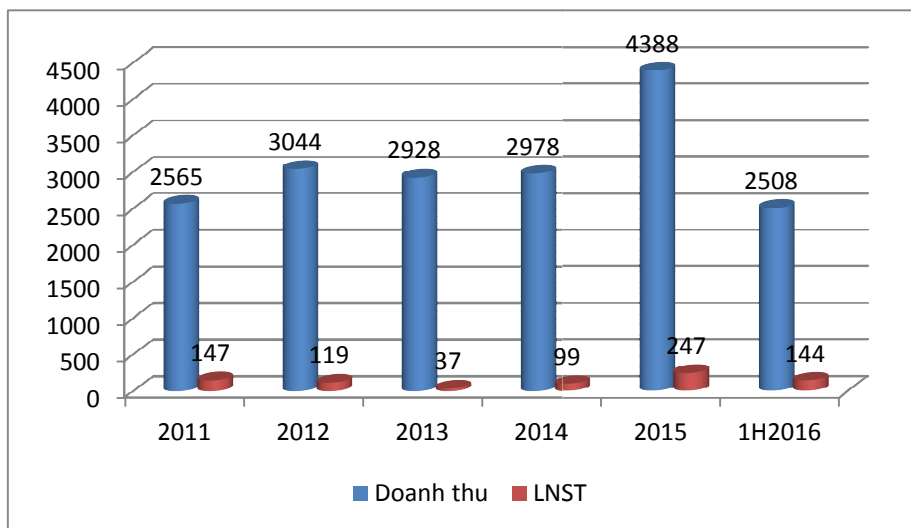
Chiến lược của BHS đang tập trung vào 3 lĩnh vực: theo chuỗi giá trị, nông nghiệp sản xuất và thị trường. Bên cạnh đó, chiến lược M&A với những thương vụ sáp nhập NHS và PRS giúp cho BHS tối đa hóa được hiệu quả kinh doanh và tận dụng sức mạnh thương hiệu của BHS. Với tình hình thực tế cũng như kết quả kinh doanh 3 quý của niên độ 2015 - 2016 khả quan, chúng tôi đánh giá cao khả năng vượt kế hoạch kinh doanh của BHS.

Vừa qua, BHS đã góp 117,6 tỷ đồng, tương đương 98% vốn để thành lập CTCP Thương mại xuất nhập khẩu Biên Hòa. Công ty sẽ hoạt động chính trong các ngành bán buôn nông, lâm sản nguyên liệu, động vật sống, thực phẩm và đồ uống. Ngoài ra, còn cung cấp các dịch vụ vận tải hàng hóa, cho thuê kho bãi và kinh doanh bất động sản.

## 2. Tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

BHS là doanh nghiệp tiên phong trong ngành mía đường với bề dày lịch sử 45 năm phát triển, BHS đã xây dựng được một thương hiệu phát triển vững mạnh trên thị trường Việt Nam. Hiện nay, Đường Biên Hòa đang đứng đầu cả nước về sản lượng kinh doanh đường.

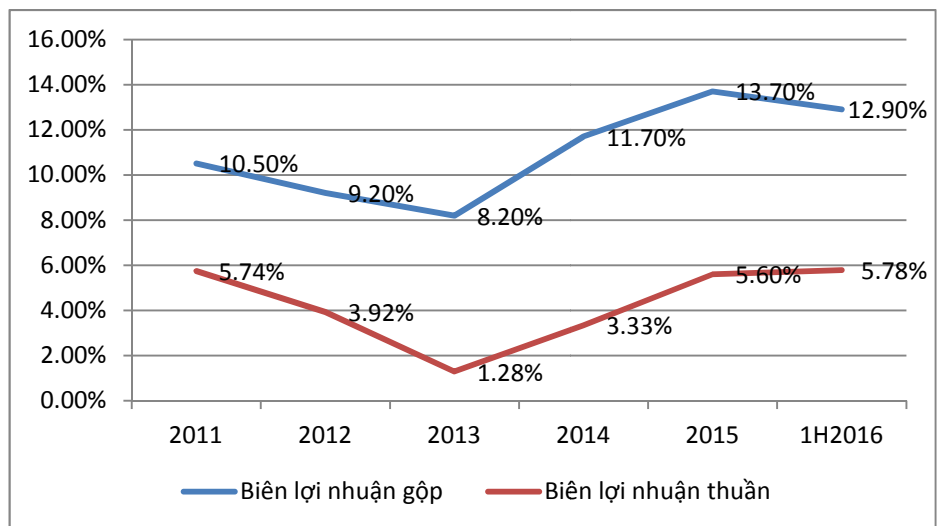
Từ năm 2009 - 2012, lợi nhuận của BHS đều đạt trên 100 tỷ đồng nhưng bất ngờ năm 2013 tụt xuống chỉ còn xấp xỉ 37 tỷ đồng, bằng khoảng 31% so với năm 2012 mặc dù sản lượng tiêu thụ trong năm vẫn đạt 175.000 tấn, cao nhất so với các doanh nghiệp trong ngành.



Nguồn: BHS & MBS tổng hợp

Năm 2014, BHS đã tập trung vào các biện pháp để hạ giá thành các sản phẩm, tăng sức cạnh tranh, mở rộng thị phần tiêu thụ qua đó tăng biên độ lợi nhuận trong bối cảnh giá đường trên thị trường vẫn ở mức thấp. Trong năm công ty là tiêu thụ được hơn 175.714 tấn đường, tăng nhẹ so với năm trước, sản lượng sản xuất 175,651 tấn. Kết quả doanh thu đạt 2.975 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,6% so với năm 2013, nhưng lợi nhuận sau thuế tăng 168% lên 99 tỷ đồng.

Năm 2015 và nửa đầu niên độ tài chính 2016, nhờ những động thái đúng đắn trong việc mở rộng M&A, doanh thu và lợi nhuận của BHS đã có bước tăng trưởng vững chắc. Doanh thu năm 2015 tăng 47% so với năm trước, LNST tăng 249%.



Nguồn: BHS & MBS tổng hợp

Các hệ số khả năng sinh lời như biên lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận gộp có sự cải thiện đáng kể, tỷ suất lợi nhuận gộp hiện ở mức ~ 13%, biên lợi nhuận thuần trên 5.5%.

### 3. Tình hình tài chính của doanh nghiệp

Tính tới 31/12/2016, tổng tài sản của BHS hơn 6028 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn là 3.729 tỷ đồng, tài sản dài hạn 2229 tỷ đồng. Hàng tồn kho giảm khá mạnh từ 1412 tỷ còn 946 tỷ cho thấy công ty đã đẩy mạnh doanh số bán hàng trong kỳ khi giá đường là khá tốt. Một điểm trừ là khoản cho vay ngắn hạn với các công ty trong cùng tập đoàn vẫn ở mức cao 447 tỷ (đầu kỳ 420 tỷ) chủ yếu là khoản cho vay ngắn hạn với công ty CP đầu tư Thành Thành Công. Các chỉ số như nợ vay ngắn hạn, vay nợ dài hạn không thay đổi nhiều so với đầu kỳ cho thấy công ty dường như đã ổn định và cùng với việc phát hành thêm vốn chủ sở hữu, **tỷ lệ đòn bẩy tài chính sẽ giảm từ mức khá cao là 1.64 lần xuống mức 1.05 lần.**

### 4. Vị thế của BHS so với các doanh nghiệp cùng ngành

BHS là doanh nghiệp duy nhất trong nước có chuỗi sản phẩm đa dạng (đường ký, đường công nghiệp, đường túi, đường phèn, đường viên, đường vitamin, đường làm bánh, đường que, đường nâu...) đáp ứng được nhu cầu đa dạng của khách hàng và là doanh nghiệp có hệ thống phân phối hoàn chỉnh nhất so với các đơn vị cùng ngành. Giá bán đường Biên Hòa luôn cao hơn các doanh nghiệp khác nhưng vẫn được khách hàng và người tiêu dùng chấp nhận nhờ chất lượng tốt nhất đã được khẳng định từ nhiều năm.

Các nhà máy của công ty đã hoàn thành đầu tư nâng công suất và chất lượng sản phẩm, góp phần làm tăng khả năng cạnh tranh. Chất lượng sản phẩm được duy trì cùng thương hiệu lâu đời có tính nhận biết cao, giúp BHS thuận lợi hơn trong việc gia tăng thị phần, nâng cao vị thế cạnh tranh và tăng trưởng bền vững.

BHS là doanh nghiệp mía đường duy nhất ở Việt Nam sở hữu dây chuyền tinh luyện đường của Nhật Bản. BHS có khả năng sản xuất nhiều loại mặt hàng đường khác nhau như đường tinh luyện RE cho khách hàng công nghiệp, đường trắng, đường phèn, đường bổ sung Vitamin cho khách hàng cá nhân. Sản phẩm Đường tinh luyện của BHS được đánh giá cao về chất lượng nên vị trí và thị phần của BHS trong ngành đường ngày càng được củng cố (chiếm khoảng 12% thị phần toàn ngành). BHS là công ty Đường có thương hiệu dẫn đầu và hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam.

Ngoài ra BHS còn có vị trí giáp ranh các khu vực tiêu thụ lớn là các Khu CN Bình Dương – TP.HCM – Đồng Nai vì vậy đội ngũ kinh doanh có thể tiếp cận và phục vụ khách hàng rất nhanh cùng với chi phí vận chuyển thấp và cạnh tranh nhất là trong giai đoạn chi phí vận chuyển đang đồng loạt tăng như hiện nay.

### 5. Định giá và khuyến nghị

#### Chúng tôi dựa trên các phương pháp định giá PE và PB để định giá cổ phiếu BHS.

Dựa trên tiềm năng của các dự án của BHS cũng như khả năng ghi nhận lợi nhuận của BHS trong năm 2017, chúng tôi đánh giá giá trị NAV hợp lý của BHS là 14.600 đ/ cổ phiếu.

Ở phương pháp định giá tương đối, rõ ràng hiện nay chỉ có 1 cổ phiếu có cùng quy mô với BHS đang niêm yết là SBT. Các công ty khác là quá nhỏ khi chỉ có doanh thu bằng 1/6 so với quy mô doanh thu hiện tại của SBT và BHS. Hiện nay BHS đang giao dịch ở mức P/E trailing là 10 lần và P/B là 1 lần là mức khá hấp dẫn (chiết khấu 50%) so với P/E là 17x và P/B là 2 lần đối với SBT.

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Đvt: Tỷ VNĐ	2013	2014	2015
Doanh thu bán hàng và CCDV	2,930.00	2,988.90	4,388.30
Các khoản giảm trừ doanh thu	2.00	14.10	22.00
Doanh thu thuần	2,928.00	2,974.80	4,366.30
Giá vốn hàng bán	2,689.30	2,627.30	3,764.20
Lợi nhuận gộp	238.80	347.50	602.10
Doanh thu hoạt động tài chính	53.90	47.90	68.10
Chi phí tài chính	110.80	74.90	123.70
Trong đó: Chi phí lãi vay	105.40	67.20	112.60
Chi phí bán hàng	91.10	81.50	106.20
Chi phí quản lý doanh nghiệp	42.60	115.60	154.90
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	48.20	123.40	290.80
Thu nhập khác	1.20	8.30	9.30
Chi phí khác	0.30	4.90	3.90
Lợi nhuận khác	0.80	3.40	5.30
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	-0.20	0	0
Lợi nhuận trước thuế	48.80	126.80	296.10
Chi phí thuế TNDN hiện hành	10.90	35.20	49.30
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0.60	-7.40	-1.50
Lợi nhuận sau thuế	37.40	99.00	248.30
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0.40
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	37.40	99.00	247.90
	2,930.00	2,988.90	4,388.30

	2013	2014	2015
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,396.70	1,618.70	3,746.80
Tiền và tương đương tiền	238.30	39.30	519.70
Đầu tư tài chính ngắn hạn	44.20	82.90	131.00
Các khoản phải thu	698.40	772.30	1,622.60
Hàng tồn kho	343.70	702.60	1,412.20
Tài sản ngắn hạn khác	72.10	21.60	61.30
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	797.00	810.90	2,226.20
Phải thu dài hạn	77.90	17.60	191.70
Tài sản cố định	634.70	571.70	1,368.40
Bất động sản đầu tư	0	0	59.10
Đầu tư tài chính dài hạn	63.80	72.70	288.80
Lợi thế thương mại	13.60	10.40	45.20
Tài sản dài hạn khác	7.00	9.30	152.40
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	2,193.80	2,429.60	5,973.00
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	1,348.90	1,515.90	3,832.80
Nợ ngắn hạn	1,251.80	1,448.30	3,192.40
Vay và nợ ngắn hạn	943.00	1,111.30	2,524.70
Phải trả người bán	55.20	111.80	375.90
Người mua trả tiền trước	132.50	47.60	74.40
Nợ dài hạn	97.10	67.60	640.40
Vay và nợ dài hạn	94.80	67.00	635.90
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	844.90	913.70	2,140.20
Vốn đầu tư của CSH	629.90	629.90	1,295.10
Thặng dư vốn cổ phần	39.80	39.80	461.70
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Lãi chưa phân phối	38.90	99.40	209.70
Vốn và quỹ khác	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	2,193.80	2,429.60	5,973.00

**CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH**

	2013	2014	2015
<b>Hệ số đánh giá thu nhập</b>			
EPS	1,186.26	1,613.25	3,640.38
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	28,164.22	14,504.21	17,351.67
Chỉ số P/E	10.45	7.07	5.36
Chỉ số P/B	0.44	0.79	1.12
Chỉ số P/S	0.13	0.24	0.55
Tỷ suất cổ tức	33.31	0	0
<b>Hệ số khả năng sinh lời</b>			
Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	8.15	11.68	13.79
Tỷ lệ lãi EBIT	5.27	6.52	9.36
Tỷ lệ lãi EBITDA	6.07	8.31	12.28
Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần	1.28	3.33	5.69
ROA	5.27	11.25	16.24
ROE	19.01	20.17	21.73
Tăng trưởng doanh thu thuần	-3.82	1.60	46.78
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-14.72	45.54	73.26
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-70.61	159.69	133.57
Tăng trưởng LNST của CĐ công ty mẹ	-68.66	164.83	150.55
<b>Hệ số khả năng thanh toán</b>			
Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0.19	0.03	0.16
Tỷ số thanh toán nhanh	0.84	0.63	0.73
Tỷ số thanh toán nhanh	0.23	0.08	0.20
Tỷ số thanh toán hiện hành	1.12	1.12	1.17
Khả năng thanh toán lãi vay	1.46	2.89	3.63
<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>			
Vòng quay phải thu khách hàng	20.34	9.56	9.39
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	17.95	38.17	38.86
Vòng quay hàng tồn kho	4.62	5.02	3.56
Thời gian tồn kho bình quân	78.97	72.67	102.53
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	30.22	31.45	15.43
Thời gian trả tiền khách hàng bình quân	12.08	11.60	23.65
Vòng quay tài sản cố định	5.06	4.93	4.50
Vòng quay tổng tài sản	1.36	1.29	1.04
Vòng quay vốn chủ sở hữu	4.13	3.38	2.86
<b>Hệ số về cơ cấu vốn</b>			
Tăng trưởng tổng tài sản	4.08	10.75	145.84
Tăng trưởng nợ dài hạn	-9.62	-30.41	847.67
Tăng trưởng nợ phải trả	-12.13	12.38	152.84
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	47.52	8.15	134.24
Tăng trưởng vốn điều lệ	100.00	0	105.59
Giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần	91.85	88.32	86.21
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3.11	2.74	2.43
Chi phí quản lý doanh nghiệp/DTT	1.46	3.89	3.55
Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần	3.60	2.26	2.58

