

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

## Báo cáo cập nhật 09/08/2016

Khuyến nghị	<b>Mua</b>
Giá mục tiêu (VND)	25.900
Tiềm năng tăng giá	58%
Cổ tức (VND)	800
Lợi suất cổ tức	3%

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 08/08/2016

Giá hiện tại (VND)	16.400
Số lượng CP niêm yết	123.343.998
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1.233,43
Vốn hóa TT(tỷ VND)	2.427,97
Khoảng giá 52 tuần (VND)	14.700-22.600
% sở hữu nước ngoài	0%
% giới hạn sở hữu NN	49%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2012	2013	2014
EPS (vnd)	3.949	1.186	1.613
BVPS (vnd)	18.183	26.823	14.504
Cổ tức (vnd)	3.000	2.000	1.000
ROA (%)	21.26	5.27	11.25
ROE (%)	7.03	1.74	4.28

## 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 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2016

### BHS: Lãi ròng quý 4 đạt gần 82 tỷ đồng, gấp 3 lần cùng kỳ

Doanh thu thuần quý 4 của BHS tăng 31% lên mức 1.143 tỷ đồng. Trong khi giá vốn hàng bán chỉ tăng hơn 25% đẩy lãi gộp tăng 75% lên mức 181,5 tỷ đồng. Hoạt động tài chính của Công ty cũng đóng góp 20 tỷ đồng doanh thu, tuy nhiên chi phí tài chính ở mức 48,4 tỷ đồng. Chi phí bán hàng cũng tăng 55% lên mức 30,3 tỷ đồng. Sau khi trừ các chi phí và nhận thêm khoản lãi 5,4 tỷ đồng từ công ty liên doanh, liên kết, BHS kết thúc quý 4 với 81,6 tỷ đồng lợi nhuận ròng, gấp 3 lần so với cùng kỳ 2015.

Lũy kế cả năm 2016, BHS đạt tổng doanh thu 4.371 tỷ đồng, tăng 47% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận ròng cả năm đạt 248,6 tỷ đồng, gấp đôi so với thực hiện năm trước. EPS năm 2016 đạt 1.920 đồng ( tương đương với mức dự phóng của chúng tôi trong báo cáo ngày 20/07/2016).

Tính đến thời điểm 30/06/2016, khoản mục hàng tồn kho của BHS ở mức 1.412 tỷ đồng, gấp 2 lần hồi đầu kỳ và chiếm 38% tài sản ngắn hạn của Công ty. Lưu chuyển tiền thuần âm hơn 149 tỷ đồng (cùng kỳ dương 220 tỷ đồng).

### BHS dự kiến phát hành cp thường, tỷ lệ 30% và chào bán 1:1, giá 10.000 đồng/cp

Theo tài liệu họp ĐHCĐ bất thường niêm 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. Thời gian chào bán dự kiến trong năm 2016 - 2017. 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.

### 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%. Thời gian thực hiện quý I/2017.

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

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm cho rằng BHS sẽ là cơ hội đầu tư tốt trong trung và dài hạn. Với EPS 2015- 2016 ở mức 1.920 đồng/ cp. Hiện tại cổ phiếu BHS đang giao dịch với mức P/E 5,83 lần thấp hơn P/E các doanh nghiệp cùng ngành mía đường (14,258 lần) và P/E toàn thị trường ( 14,x lần). Bằng phương pháp định giá P/E và P/B chúng tôi định giá cổ phiếu BHS là 25.900 đồng/cp cao hơn 58% so với giá hiện tại 16.400 đồng/cp ngày 08/08/2016.

## 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. Căn cứ vào 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.

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản:

Unit: Tỷ VND	2012	2013	2014	2015F
DTT	3.044	2.928	2.975	4.200
LNTT	166	49	127	300
LNST	119	37	99	240
EPS (VND)	3.949	1.186	1.613	1.946
BVPS (VND)	18.183	26.823	14.504	15.390
ROE (%)	21,26	5,27	11,25	11,84
ROA (%)	7,03	1,74	4,28	4,43

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị Mua đôi với cổ phiếu của Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa (BHS) với mức định giá trên cơ sở thận trọng 25.900 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~58% so với 16.400 đồng/cp ngày 08/08/2016 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.
- El Nino cực đại trong lịch sử (2015-2016) là cơ hội để ngành đường đạt kết quả kinh doanh tích cực.
- Phát hành trái phiếu là bước đi chiến lược giúp cho cấu trúc tài chính của BHS an toàn hơn và tránh được rủi ro trên thị trường.
- 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 thông qua việc sáp nhập với CTCP Đường Ninh Hòa (NHS). Sau khi sát nhập bằng cách hoán đổi cổ phiếu với Đường Ninh Hòa (NHS) thì BHS sẽ tận dụng vùng nguyên liệu 23.800 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.

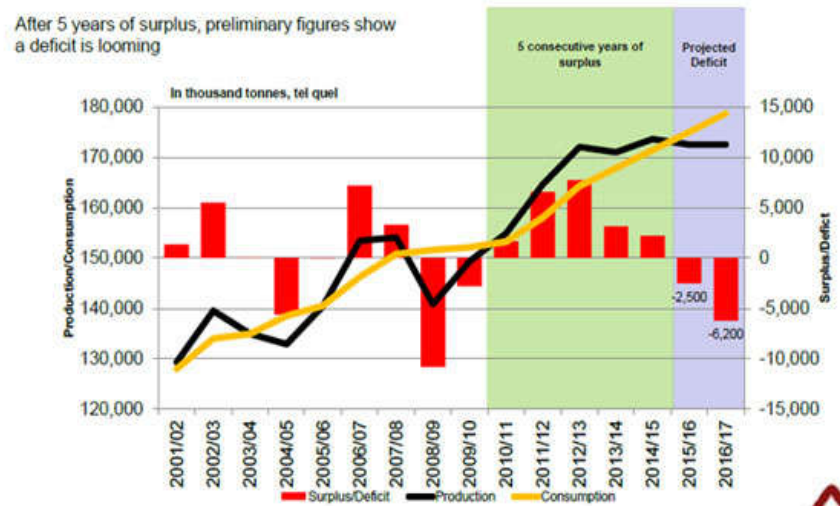
Đáng chú ý, hàng tồn kho của BHS tính hết quý III niên độ 2015-2016 giai đoạn từ 01/01-

31/03/2016 tăng gần 90% đạt 1.330 tỷ đồng. Giai đoạn này so với cùng kỳ có sự tăng thêm hàng tồn kho hợp nhất NHS và PRS (hàng tồn kho của hai công ty này chiếm khoảng 37% tổng hàng tồn kho). Bên cạnh đó, do công ty dự báo giá đường thô sẽ tăng mạnh nên đã tăng cường nhập khẩu nguyên liệu đường thô dự trữ và so với cùng kỳ, nguyên liệu tăng đến 474%. Vì vậy đây sẽ là lợi thế của BHS so với các doanh nghiệp cùng ngành nhất là khi giá đường đang hồi phục mạnh mẽ trở lại.

■ **EI Nino cực đại trong lịch sử (2015-2016) là cơ hội để ngành đường đạt kết quả kinh doanh tích cực.**

Lần đầu tiên sau 5 năm, mức chênh lệch cung – cầu theo dự báo của USDS, FAO trong niên độ 2015-2016 và 2016-2017 sẽ giảm xuống mức âm. Tổ chức đường quốc tế (ISO) đã nâng mức dự báo thiếu hụt lên khoảng 2,5 triệu tấn đường trong niên vụ 2015/2016 và 6,2 triệu tấn trong niên vụ 2016/2017 qua đó sẽ tác động tích cực lên giá đường thế giới. Giá đường trung bình trong quý 3 niên độ 2015/2016 của BHS đã tăng khoảng 7% so với giá đường trung bình 2 quý đầu niên độ.

Ảnh hưởng của EI Nino đến Việt Nam nhiều khả năng khiến sản lượng đường sản xuất trong nước suy giảm trong khi nhu cầu thị trường tiêu thụ tăng trưởng khá ổn định dẫn đến giá bán đường tương đối khả quan cho vụ niên độ 2015-2016, hứa hẹn 1 năm tăng trưởng của các doanh nghiệp ngành đường.



Nguồn: ISO



Nguồn: ISO

■ **Phát hành trái phiếu là bước đi chiến lược giúp cho cấu trúc tài chính của BHS an toàn hơn và tránh được rủi ro trên thị trường.**

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.

#### ■ 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.

#### ■ Triển vọng kinh doanh tích cực trong niên độ 2015-2016.

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. Nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh 3 tháng đầu năm 2016 tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu do việc sáp nhập CTCP Đường Ninh Hòa (NHS) vào BHS.

Lũy kế 9 tháng đầu năm niên độ 2015-2016, BHS đạt doanh thu đạt hơn 3.228 tỷ đồng tăng 53,49% so với cùng kỳ năm 2014. Trong kỳ giá vốn hàng bán tăng 51,1% lên 2.809 tỷ đồng qua đó giúp lợi nhuận gộp của BHS chỉ đạt 419,27 tỷ đồng tăng 71,83 tỷ đồng. Sau khi trừ đi các khoản chi phí, BHS đạt 221 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế đạt 167,1 tỷ đồng tăng 129% so với cùng kỳ.

Việc sáp nhập với NHS mang lại nhiều lợi thế cho BHS, trong đó thuận lợi lớn nhất là chi phí sẽ được quản lý tốt hơn. Ngoài việc đầu tư thêm cho vùng nguyên liệu năng suất cao để hạ giá thành sản xuất. Bên cạnh đó, triển vọng ngành đường trong năm 2016 được dự báo tương đối khả quan do El nino giúp cho giá đường hồi phục trở lại.

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 những cơ sở khiến BHS đặt ra kế hoạch trên. Như vậy sau 9 tháng thực hiện, BHS hoàn thành vượt kế hoạch lợi nhuận trước thuế đề ra ( trong niên độ 2015-2016, BHS đặt kế hoạch 220 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế).

Dự kiến kết quả kinh doanh quý còn lại cũng rất khả quan. Chúng tôi dự phóng BHS có thể đạt 4.200 tỷ đồng doanh thu và 240 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương đương với EPS đạt 1.946 đồng/cp

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

Với những phân tích nêu trên, chúng tôi cho rằng BHS sẽ là cơ hội đầu tư tốt trong trung và dài hạn. Với EPS 2015- 2016F ở mức 1.946 đồng/ cp. Hiện tại cổ phiếu BHS đang giao dịch với mức P/E 6,57 lần thấp hơn P/E các doanh nghiệp cùng ngành mía đường (14,258 lần) và P/E toàn thị trường ( 14,x lần). Bằng phương pháp định giá P/E và P/B chúng tôi định giá cổ phiếu BHS là 25.900 đồng/cp cao hơn 58% so với giá hiện tại 16.400 đồng/cp ngày 08/08/2016.

**THÔNG TIN 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 Hòa 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%.

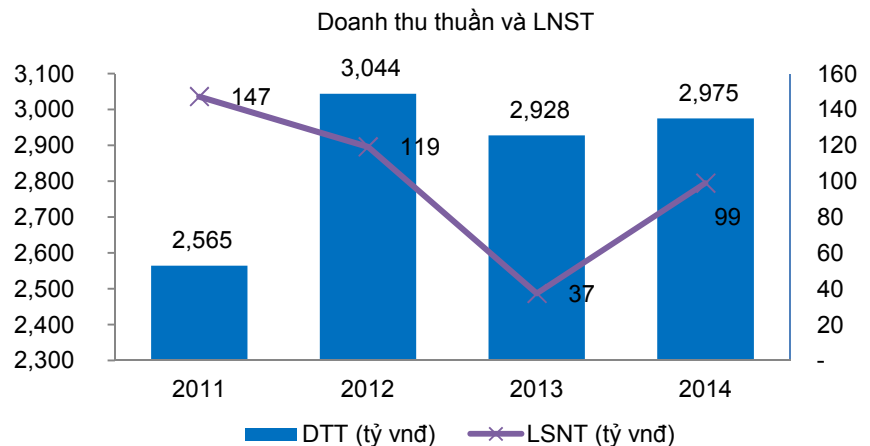
Chiến lược của BHS đang tập trung vào 3 lĩnh vực: theo chuỗi giá trị, nông nghiệp sản xuất và thị trường. Bên cạnh đó, chiến lược M&A với những thương vụ sáp nhập NHS và PRS giúp cho BHS tối đa hóa được hiệu quả kinh doanh và tận dụng sức mạnh thương hiệu của BHS. Với tình hình thực tế cũng như kết quả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

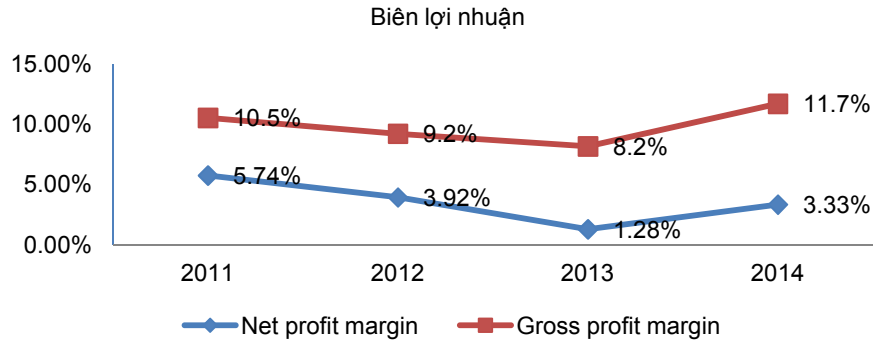


Nguồn: BHS & MBS tổng hợp

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.

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. Nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh 3 tháng đầu năm 2016 tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu do việc sáp nhập CTCP Đường Ninh Hòa (NHS) vào BHS.

Lũy kế 9 tháng đầu năm niên độ 2015-2016, BHS đạt doanh thu đạt hơn 3.228 tỷ đồng tăng 53,49% so với cùng kỳ năm 2014. Trong kỳ giá vốn hàng bán tăng 51,1% lên 2.809 tỷ đồng qua đó giúp lợi nhuận gộp của BHS chỉ đạt 419,27 tỷ đồng tăng 71,83 tỷ đồng. Sau khi trừ đi các khoản chi phí, BHS đạt 221 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế đạt 167,1 tỷ đồng tăng 129% so với cùng kỳ. Như vậy sau 9 tháng thực hiện, BHS hoàn thành vượt kế hoạch lợi nhuận trước thuế đề ra ( trong niên độ 2015-2016, BHS đạt kế hoạch 220 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế). Dự kiến kết quả kinh doanh quý còn lại cũng rất khả quan. Chúng tôi đánh giá cao khả năng hoàn thành vượt kế hoạch kinh doanh của BHS trong năm 2015.



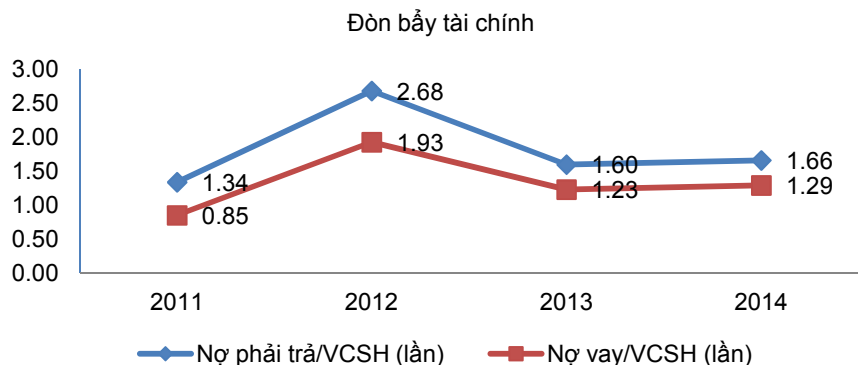
*Nguồn: BHS & MBS tổng hợp*

Các hệ số khả năng sinh lời như biên lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận gộp năm 2014 có sự cải thiện đáng kể, biên lợi nhuận gộp đạt mức 11,7%/ năm và biên lợi nhuận ròng đạt 3,33%/năm. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2015 đạt 15%/năm và biên lợi nhuận ròng đạt 5,71%/năm tương đương với doanh thu dự kiến đạt 4.200 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 240 tỷ đồng.

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

Tính 31/3/2016, tổng tài sản của BHS hơn 5.416 tỷ đồng, tăng tới 2.986 tỷ đồng, tương ứng hơn 122,88% so với đầu năm. Trong đó, Tài sản ngắn hạn tăng gấp hơn 2 lần từ 1.619 tỷ đồng lên 3.281 tỷ đồng, tài sản dài hạn gấp hơn 2,6 lần, đạt 2.135 tỷ đồng. Các khoản phải thu ngắn hạn tăng 766 tỷ đồng, tương ứng gần 90% lên 1.622 tỷ đồng. Khoản phải thu về cho vay ngắn hạn gấp hơn 8 lần, đạt hơn 628 tỷ đồng với việc phát sinh từ CTCP Đầu tư Thành Thành Công (220,6 tỷ đồng) và CTCP Khai thác và Quản lý Khu công nghiệp Đặng Huỳnh (130 tỷ đồng).

Đáng chú ý, hàng tồn kho cũng tăng mạnh 627 tỷ đồng lên 1.330 tỷ đồng, tương ứng 90% so với đầu năm. Cơ cấu nợ vay, nợ phải trả của BHS tại thời điểm cuối tháng 3 tăng tới 1.873 tỷ đồng lên 3.389 tỷ đồng, tương ứng tăng 123,55% so với đầu năm. Nợ ngắn hạn tăng 1.640 tỷ đồng, tương ứng 113,26% so với đầu năm, đạt 3.088 tỷ đồng, trong đó, vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn cũng tăng gấp hơn 2 lần, lên 2.255 tỷ đồng.



*Nguồn: BHS & MBS tổng hợp*

#### 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.

So sánh P/E và P/B của BHS với các doanh nghiệp cùng ngành mía đường như LSS, SBT, KTS, SLS. Chúng tôi nhận thấy mức định giá PE và PB của Công ty thấp hơn so với mức trung bình ngành mía đường.

Mã	DT	LNST	EPS	P/E	P/B
BHS	2975	99	1.613	13,18	1,22
KTS	293	23	4.535	7,73	2,01
LSS	1.733	51	1.012	23,17	0,8
SBT	2.067	188	1.312	20,27	2,35
SLS	553	79	11.598	6,89	3,21
<b>Trung vị</b>				<b>14,248</b>	<b>1,658</b>

Nguồn: MBS tổng hợp

##### Tổng hợp định giá cổ phiếu:

Mã	T.vị	EPS 2016	BV	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp P/E	14,248	1.946		27.726	20%
Phương pháp P/B	1,658		15.390	25.517	80%
<b>Giá hợp lý đối với cổ phiếu BHS</b>					<b>25.900</b>

Với những phân tích nêu trên, chúng tôi cho rằng BHS sẽ là cơ hội đầu tư tốt trong trung và dài hạn. Với EPS 2015- 2016F ở mức 1.946 đồng/ cp. Hiện tại cổ phiếu BHS đang giao dịch với mức P/E 6,57 lần thấp hơn P/E các doanh nghiệp cùng ngành mía đường (14,258 lần) và P/E toàn thị trường ( 14,x lần). Chúng tôi dựa trên phương pháp định giá P/E và P/B để định giá cổ phiếu BHS, giá hợp lý khoảng 25.900 đồng/cp.

Thanh khoản giao dịch cổ phiếu BHS tăng mạnh trong phiên gần đây với giao dịch bán thỏa thuận cổ phiếu BHS của cổ đông lớn Mía Đường Thành Thành Công Tây Ninh. Được biết, Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh vừa đăng ký bán toàn bộ gần 21 triệu cổ phiếu BHS, tương đương 16,97% vốn điều lệ của BHS. Thời gian thực hiện từ ngày 15/6 đến ngày 14/7/2016.

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				<b>CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH</b>			
<b>ĐVT: tỷ đồng</b>							
	2012	2013	2014		2012	2013	2014
<b>DT bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	3.046	2.930	2.989	<b>Hệ số về khả năng thanh toán</b>			
Các khoản giảm trừ doanh thu	2	2	14	Hệ số thanh toán hiện thời	1,02	1,12	1,12
DTT về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3.044	2.928	2.975	Hệ số thanh toán nhanh	0,44	0,84	0,63
Giá vốn hàng bán	2.764	2.689	2.627	Hệ số thanh toán tiền mặt	0,07	0,19	0,03
<b>LNG về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	280	239	348	<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>			
Doanh thu hoạt động tài chính	56	54	48	Vòng quay các khoản phải thu	55,24	20,24	9,56
Chi phí tài chính	50	111	75	Số ngày thu nợ bình quân	6,61	17,95	38,17
Trong đó :Chi phí lãi vay	51	105	67	Vòng quay hàng tồn kho	4,79	4,62	5,02
Phần lãi/lỗ trong cty liên doanh, liên kết				Số ngày tồn kho bình quân	13,46	12,08	11,6
Chi phí bán hàng	72	91	81	Vòng quay tổng tài sản	6,56	5,06	4,93
Chi phí quản lý doanh nghiệp	49	43	116	Vòng quay tài sản cố định	1,8	1,36	1,29
Lợi nhuận thuần từ HDKD	164	48	123	Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	5,43	4,13	3,38
Thu nhập khác	3	1	8	<b>Nhóm đòn bẩy tài chính</b>			
Chi phí khác	1	-	5	Tỷ số Nợ ngắn hạn / Tổng nợ phải trả	93	92.8	95.54
Lợi nhuận khác	2	1	3	Tỷ số Nợ vay trên Tổng tài sản	52.33	47.31	48.5
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	166	49	127	Tỷ số Nợ trên Tổng tài sản	72.83	61.49	62.39
Chi phí thuế TNDN hiện hành	47	11	35	Tỷ số Vốn chủ sở hữu trên Tổng tài sản	27.17	38.51	37.61
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	1	-7	Tỷ số Nợ ngắn hạn/ Vốn chủ sở hữu	249.28	148.17	158.51
<b>LNST thu nhập doanh nghiệp</b>	119	37	99	Tỷ số Nợ vay trên Vốn chủ sở hữu	192.58	122.83	128.97
Lợi ích của cổ đông thiểu số				Tỷ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu	268.04	159.66	165.91
LNST của cổ đông của Công ty mẹ	119	37	99	<b>Nhóm chỉ số Sinh lợi</b>			
<b>TÀI SẢN</b>				Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	9.2	8.15	11.68
<b>A. TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1454	1397	1619	Tỷ lệ lãi EBIT	7.12	5.27	6.52
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	99	238	39	Tỷ lệ lãi EBITDA	8.86	6.07	8.31
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	17	44	83	Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần	3.92	1.28	3.33
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	285	698	772	TS lợi nhuận/ VCSH bình quân (ROEA)	21.26	5.27	11.25
IV. Hàng tồn kho	820	344	703	TS sinh lợi / Vốn DH bình quân (ROCE)	32.52	19.01	20.17
V. Tài sản ngắn hạn khác	234	72	22	TS sinh lợi / TTS bình quân (ROAA)	7.03	1.74	4.28
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	654	797	811	<b>Nhóm chỉ số Tăng trưởng</b>			
I. Các khoản phải thu dài hạn	53	78	18	Tăng trưởng doanh thu thuần	18.7	-3.82	1.6
II. Tài sản cố định	522	635	572	Tăng trưởng lợi nhuận gộp	3.83	-14.72	45.54
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	3.8	-70.61	159.69
IV. Tài sản dở dang dài hạn	0	0	129	Tăng trưởng LNST của CĐ công ty mẹ	-19.03	-68.66	164.83
VI. Tài sản dài hạn khác	19	7	9	Tăng trưởng tổng tài sản	64.45	4.08	10.75
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	2108	2194	2430	Tăng trưởng nợ dài hạn	2.21	-9.62	-30.41
<b>A. NỢ PHẢI TRẢ</b>	1535	1349	1516	Tăng trưởng nợ phải trả	109.36	-12.13	12.38
I. Nợ ngắn hạn	1428	1252	1448	Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	4.42	47.52	8.15
II. Nợ dài hạn	107	97	68	Tăng trưởng vốn điều lệ	5	100	0
<b>B. VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	573	845	914				
I. Vốn chủ sở hữu	573	845	914				
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0				
<b>C. LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	0	0	0				
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	2108	2194	2430				



**Liên hệ:**

**Trung tâm nghiên cứu:**

Trần Hoàng Sơn

[son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:son.tranhoang@mbs.com.vn)

Đỗ Bảo Ngọc

[Ngoc1.dobao@mbs.com.vn](mailto:Ngoc1.dobao@mbs.com.vn)

Phạm Văn Quỳnh

[Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
----------	--

MUA	>=20%
-----	-------

KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
----------	----------------

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
--------------------	------------------

KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
--------------	-------------------

BÁN	<= -20%
-----	---------

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘ SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.