

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN

SEC

2010

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH – ĐẦU TƯ	CTCP CHỨNG KHOÁN TRÀNG AN
TRƯỞNG BỘ PHẬN	VŨ HOÀNG SƠN
CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH	NGUYỄN THẾ MẠNH VŨ THỊ THU THỦY NGUYỄN THỊ HƯƠNG LÊ VŨ DIỆU
BÁO CÁO LẦN ĐẦU NGÀY 17 THÁNG 05 NĂM 2010	
ĐƠN VỊ TIỀN TỆ	ĐỒNG VIỆT NAM

Kết luận

Liên tiếp nhiều năm liền, SEC luôn nằm trong những doanh nghiệp sản xuất đường hàng đầu ở Việt Nam. Đặc biệt bên cạnh ngành sản xuất chính là mía đường, SEC còn tập trung vào ngành sản xuất nhiệt điện hòa vào mạng lưới điện quốc gia và sản xuất thức ăn gia súc từ phụ phẩm đường,. Trong năm 2009 và đặc biệt là vào quý 1 năm 2010 lợi nhuận biên của các lĩnh vực đều được cải thiện rõ rệt..

Dựa vào phương pháp P/B, P/E và FCFF chúng tôi xác định giá nội tại 1 CP SEC là **48,586** đồng/CP. Với biên độ an toàn là 25%, giá đề xuất mua SVC là từ 36,500 đồng trở xuống. Như vậy, với giá ngày 17/05/2010 là 36,000 đồng, cổ phiếu SEC hiện đang nằm trong vùng khuyến nghị **Nắm giữ**.

Mục lục

TT	Chuyên mục	Trang
1	Hồ sơ doanh nghiệp	2
2	Rủi ro đầu tư	2-3
3	Phân tích cạnh tranh ngành	4-5
4	Phân tích tài chính	6-9
5	Tiềm năng tăng trưởng	9
6	Định giá	9-11

Phụ lục

Liên hệ

1. Hồ sơ doanh nghiệp:

CTCP Mía đường Nhiệt điện Gia Lai tiền thân là Công ty TNHH Mía đường Bourbon Gia Lai được thành lập ngày 18/7/1997 trên cơ sở liên doanh giữa Công ty Mía đường Gia Lai (Công ty trực thuộc UBND tỉnh) và Groupe Des Societes De Bourbon (Pháp), công suất thiết kế của nhà máy là 1.500 tấn mía cây/ ngày. Năm 2007 tập đoàn Bourbon (Pháp) chuyển nhượng toàn bộ phần vốn góp (51%) cho Công ty Mía đường Gia Lai. CTCP Mía đường Gia Lai là đại diện ký hợp đồng mua lại vốn của tập đoàn Bourbon cho các hộ nông dân trồng mía, CBCNV công ty, ngân hàng Sài Gòn Thương Tín, Công ty điện Gia Lai và các tổ chức các nhân khác. Ngày 19/10/2007 Công ty TNHH Mía đường Bourbon Gia Lai chuyển thành Công ty Cổ phần mía đường Nhiệt điện Gia Lai.

Chiến lược:

- Đầu tư lò hơi đốt bã mía và trấu công nghệ thế hệ mới, nhằm mục đích hạ giá thành sản phẩm và bảo vệ môi trường
- Xây dựng và phát triển cụm chế biến công nghiệp, chủ động nguyên liệu đáp ứng nhu cầu cho hoạt động sản xuất với mục tiêu cung ứng ra thị trường 20.000 tấn đường hàng năm;
- Phát điện lên lưới quốc gia từ nguồn nguyên liệu là bã mía, đáp ứng nhu cầu năng lượng ngày càng cao;
- Sản xuất thức ăn gia súc từ phụ phẩm đường, sản xuất phân vi sinh từ phế liệu qua quá trình sản xuất đường;
- Phát huy và mở rộng hoạt động kinh doanh dịch vụ cho thuê kho bãi.
- Thực hiện nâng cấp máy móc thiết bị nhằm nâng cao năng suất từ 1.500 tấn mía cây/ ngày lên 2.500 tấn mía cây/ngày, dự kiến tháng 02/2010 đưa vào sản xuất.

Danh sách cổ đông nắm giữ trên 5% cổ phần

Tên cổ đông	Số ĐKKD	Địa chỉ	Số CP	Gía trị (1000 đồng)	Tỷ lệ
Công ty điện Gia Lai (cổ đông nhà nước)	3906000045 (do Sở KH & ĐT tỉnh Gia Lai cấp)	28 Phạm Văn Đồng – Pleiku – Gia Lai	6,592,692	65,926,920	52,27 %
Công ty TNHH Đặng Thành	4602001540 (do Sở KH&ĐT Bình Dương cấp)	Khu Công nghiệp Sóng Thần 1, BD	1,376,000	13,760,000	10,91 %

2. Rủi ro đầu tư

Đường là một trong những nhu cầu thiết yếu của cuộc sống, dù nền kinh tế có suy giảm thì nhu cầu sử dụng đường cũng không bị ảnh hưởng nhiều. Do đó, rủi ro của ngành đường không cao. Theo thống kê, nhu cầu sử dụng đường của người Việt Nam là 15kg/năm với dân số như nước ta hiện nay thì nhu cầu về đường là 1.3-1.4 triệu tấn trong khi nguồn cung từ các nhà máy trong cả nước hàng năm khoảng 1.2 triệu tấn.

Rủi ro về kinh tế

Hoạt động của doanh nghiệp thường xuyên chịu ảnh hưởng bởi sự biến động của nền kinh tế, tuy nhiên đối với một ngành thuộc nhóm ngành sản xuất hàng tiêu dùng thiết yếu như ngành đường, các tác động xấu khi kinh tế

suy thoái hoặc ngay cả khủng hoảng là không đáng kể vì thị trường tiêu thụ đường là rất rộng lớn.

Trước hết, đường là thực phẩm cần thiết trong thực đơn hàng ngày của mỗi người. Theo thống kê của Hiệp hội tim mạch Hoa Kỳ, chưa kể lượng đường tự nhiên được hấp thụ qua thực phẩm như trái cây, nước trái cây, sữa, lượng đường bổ sung trung bình mỗi ngày của một người lớn (Mỹ) là 22 thìa cà phê (tương đương với 88 grams), cho một một thanh thiếu niên là 34 thìa cà phê (136 grams). Thứ đến, đường còn là nguyên liệu đầu vào không thể thiếu của nhiều ngành sản xuất thực phẩm khác như bánh, kẹo, nước giải khát,... Đường cũng là chất phụ gia cần thiết, là nguyên liệu đầu vào của các ngành công nghiệp dược phẩm, năng lượng. Chính vì vậy, ngay cả trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế, nhu cầu tiêu thụ đường không những không giảm mà còn lại gia tăng. Theo Leonardo Bichara Rocha, nhà kinh tế của Tổ chức đường Quốc tế (ISO), tính trên toàn cầu, lượng đường thiếu hụt so với nhu cầu của năm 2009 là 7-8 triệu tấn, cho năm tới (2010) là 4-5 triệu tấn². Cũng theo kinh tế gia này, chính sự thiếu hụt nguồn cung đường trên phạm vi toàn cầu đã hỗ trợ giá đường đạt mức giá cao lịch sử trong vòng 28 năm qua.

Rủi ro về luật pháp

Theo cam kết AFTA và theo lộ trình gia nhập WTO, sự bảo hộ của Nhà nước đối với ngành mía đường qua hàng rào thuế quan sẽ giảm dần, từ 30% xuống còn 5% vào năm 2010. Thuế suất thấp giúp cho đường từ nước ngoài có thể tràn vào và cạnh tranh trực tiếp với đường sản xuất trong nước. Do phần lớn các nhà máy đường của Việt Nam đều có quy mô nhỏ, công nghệ lạc hậu, chấp vá, chính sách hỗ trợ cho nông dân, chính sách quy hoạch vùng nguyên liệu chưa rõ ràng nên chi phí sản xuất đường tại Việt Nam cao hơn các nước khác rất nhiều. Vì vậy, việc giảm thuế nhập khẩu đường sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước.

Mặt khác, ngoài một lượng lớn nhập khẩu qua đường chính ngạch, ngành sản xuất đường tại Việt Nam nước còn phải đối mặt với lượng đường nhập lậu từ Thái Lan, Trung Quốc,... Nếu không có chính sách quản lý và kiểm soát hữu hiệu, đường nhập lậu qua con đường phi pháp sẽ tác động tiêu cực tới sản xuất và tiêu thụ đường trong nước.

Rủi ro đặc thù

- Rủi ro nguyên liệu: Nguyên liệu chính cho ngành sản xuất đường là cây mía, mía cây có hàm lượng đường cao sẽ cho sản lượng đường lớn. Công ty đã ban hành và duy trì các chính sách hỗ trợ người nông dân trồng mía nhằm ổn định nguồn nguyên liệu, giúp nhà máy vận hành hết công suất, giảm các chi phí cố định.

- Rủi ro lạm phát: Lạm phát sẽ làm tăng giá nguyên liệu và nhiên liệu khác như dầu DO, FO. Tuy nhiên, Công ty cũng đã tận dụng phế phẩm là bã mía để sản xuất điện vì vậy cũng giảm được chi phí đáng kể.

Rủi ro khác

- Rủi ro thời tiết: Hai cơn bão số 9 và 11 trong năm 2009 đã gây ảnh hưởng lớn đến vùng nguyên liệu của Công ty, ước tính khoảng 30.000 tấn. Với công suất hiện tại 1.500 tấn/ngày thì diện tích mía còn lại đáp ứng đủ nguyên liệu nhưng theo kế hoạch tháng 2/2010 nâng công suất lên 2.500 tấn/ngày nhà máy sẽ không đủ nguyên liệu sản xuất.

- Các vùng nguyên liệu năng suất chưa cao, chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu dùng trong nước. Do tình hình trồng mía không có lãi, nông dân chuyển qua trồng các loại cây khác gây ra tình trạng thiếu nguyên liệu sản xuất trầm trọng.

- Quy mô sản xuất của nhà máy còn nhỏ, công nghệ lạc hậu, chấp vá nên chi phí sản xuất cao hơn các nước khác rất nhiều. Công ty phải chịu sự cạnh tranh rất lớn về giá cả từ đường nhập khẩu và một lượng lớn đường nhập lậu từ Thái Lan, Trung Quốc.

3. Phân tích ngành

Chúng tôi đánh giá khả năng cạnh tranh của SEC trong ngành sản xuất mía đường là ngành chiếm đa số doanh thu của công ty và ngành điện là ngành công ty đang đẩy mạnh khía cạnh dựa trên 5 yếu tố cạnh tranh theo mô hình của Micheal Porter.

Rào cản thâm nhập:

Ngành sản xuất đường hiện nay cần yêu cầu lớn về vốn và tài sản như máy móc thiết bị. Đến nay nước ta có khoảng 40 nhà máy đường đang hoạt động, trong đó có 35 công ty nhà nước (đã cổ phần hóa) và 5 công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Có 9 nhà máy đường có lợi nhuận và được duy trì phát triển mạnh như: Công ty cổ phần mía đường Lam Sơn, công ty cổ phần bourbon Tây Ninh, công ty cổ phần đường Biên Hòa, Công ty mía đường và nhiệt điện Gia Lai... Có thể nói rằng các doanh nghiệp sản xuất đường hiện nay của nước ta có khả năng cạnh tranh rất cao với mạng lưới tiêu thụ ổn định khiến cho rào cản thâm nhập trong ngành là khá lớn.

Ngành điện Việt Nam là một trong những ngành hấp dẫn đầu tư nhất khu vực do tốc độ tăng trưởng kinh tế và nhu cầu điện năng của Việt Nam đang tăng cao. Nhưng do yêu cầu về vốn để xây dựng nhà máy và lắp đặt thiết bị là rất lớn nên rào cản thâm nhập của ngành điện là rất lớn.

Quyền lực nhà cung cấp:

Để các nhà máy đường có thể tồn tại và phát triển, tiền đề không thể thiếu là phát triển các vùng mía nguyên liệu. Nguyên nhân cơ bản của cơn sốt nóng giá đường chưa từng có hiện nay bắt nguồn chủ yếu từ việc thiếu tiền đề này. Rõ ràng, với tổng công suất 175.750 tấn mía cây/ngày của 40 nhà máy đường hiện nay, tổng cầu mía nguyên liệu đã lên tới trên 19 triệu tấn và nếu tính tỷ lệ mía có thể đưa vào chế biến công nghiệp là 80% (20% còn lại là làm giống và sử dụng cho các nhu cầu khác) thì tổng sản lượng mía phải lên tới 23,8 triệu tấn và sản lượng đường công nghiệp có thể đạt 1,9 triệu tấn. Và để đạt được sản lượng mía đó, nếu năng suất mía của nước ta đạt được trình độ trung bình 65 tấn/ha như của châu Á, thì tổng diện tích mía phải đạt 366 nghìn ha, còn nếu đạt được trình độ trung bình 75 tấn/ha của thế giới, thì tổng diện tích mía chỉ phải đạt trên 317 nghìn ha. Như vậy, với tổng sản lượng mía chỉ mới đạt 16,1 triệu tấn mía trong niên vụ vừa qua, nguồn cung mía vẫn còn thiếu 7,7 triệu tấn và 47,5%. Vì vậy hiện nay các công ty mía đường gặp rất nhiều khó khăn trong khâu đầu vào. Tuy nhiên, do SEC nằm trong tỉnh Gia Lai, là vùng phù hợp với việc trồng mía, SEC đã chủ động hợp tác với các hợp tác xã và nông dân để sản xuất mía cho riêng công ty nên nguồn nguyên liệu của công ty luôn dồi dào và chi phí vận tải là rất ít.

Trong ngành điện Việt Nam hiện nay, nguồn điện được khai thác chủ yếu từ thủy điện, nhiệt điện than dầu và khí. Trong tương lai, sẽ có thêm nhiều nguồn điện mới như: năng lượng hạt nhân, năng lượng gió v.v... Có ba nhân tố chính là gió, nhiệt độ và lượng mưa có ảnh hưởng trực tiếp tới sản xuất thủy điện. Nhiệt độ tăng làm tăng sự bốc hơi nước trong các hồ chứa (tốc độ gió cũng ảnh hưởng đến quá trình bốc hơi) và sự làm mát tuabin; lượng mưa ảnh hưởng đến lưu lượng dòng chảy. Biến đổi khí hậu đặt ra nhiều thách thức đối với ngành thủy điện do nguyên liệu đầu vào của các nhà máy thủy điện là nguồn nước thiên nhiên. Giá cả các yếu tố đầu vào như giá nhiên liệu, tỉ giá, giá vật liệu xây dựng, máy móc thiết bị, yếu tố lạm phát ảnh hưởng đến sản lượng của nhà máy nhiệt điện, khí và điện. Vì vậy ngành điện chịu ảnh hưởng rất lớn từ yếu tố nhà cung cấp nhưng nhờ nguồn nguyên liệu có sẵn là bã mía từ sản xuất đường nên SEC không chỉ chủ động về nguyên liệu đầu vào mà còn giảm được chi phí sản xuất. Đây có thể được coi là một lợi thế lớn của công ty so với các công ty trong ngành.

Quyền lực của khách hàng:

Theo thống kê của Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn, năm 2009, tổng lượng đường tiêu thụ của Việt Nam ước tính khoảng 1,45 triệu tấn, nếu so với lượng đường tiêu thụ năm 2005 là 1,225 triệu tấn thì bình quân mỗi năm nhu cầu về đường tăng thêm khoảng 4,3%/năm. Trong đó, hơn 73% được dùng trong công nghiệp chế biến: sản xuất nước ngọt, nước giải khát, bánh kẹo, dược phẩm và gần 27% được sử dụng trực tiếp tại các hộ gia đình.

Cùng với nhu cầu đường tăng thêm của các hộ gia đình, các ngành công nghiệp chế biến của Việt Nam dự báo từ nay tới 2013 cũng tăng lên, trong đó ngành bánh kẹo tăng trưởng khoảng 28%, thực phẩm đóng hộp tăng trưởng khoảng 37%, ngành đồ uống cũng được dự báo có mức tăng trưởng rất cao trong cùng giai đoạn. Như vậy, nhu cầu đường của Việt Nam trong những năm tới sẽ tăng trên 4,5%/năm. Theo đó, tổng nhu cầu tiêu thụ đường năm 2010 của Việt Nam ước tính vào khoảng 1,51 triệu tấn, trong khi năng lực sản xuất của các nhà máy đường chỉ đạt khoảng 1,1 triệu, còn lại phải nhập khẩu trên 400.000 tấn.

Tuy nhiên, dù chưa bỏ hẳn hạn ngạch, nhưng năm 2010, thuế suất nhập khẩu đường theo cam kết khu vực mậu dịch tự do các nước ASEAN (CEPT/AFTA) chỉ còn 5%. Do vậy, nếu nhập khẩu đường từ Thái Lan về tiêu thụ thì giá sẽ thấp hơn nhiều lần so với sản xuất trong nước. Vì vậy khách hàng sẽ có nhiều lựa chọn với giá rẻ và chất lượng tốt, do đó quyền lực của khách hàng trong ngành mía đường ngày càng lớn. Điều này đòi hỏi các doanh nghiệp không ngừng nâng cao chất lượng và năng suất sản xuất.

Trong ngành điện, Sự tăng trưởng của nền kinh tế, trong bối cảnh nền kinh tế đất nước đang chuyển biến tích cực từ nông nghiệp sang kinh tế công nghiệp, đặc biệt một số ngành công nghiệp nặng như luyện thép, hóa chất, xây dựng nên nhu cầu điện tăng cao, các địa phương xây dựng nhiều khu công nghiệp. Thu nhập của người dân ngày càng tăng, đời sống người dân được cải thiện dẫn tới nhu cầu cho điện sinh hoạt tăng cao. Nhu cầu sử dụng điện tại Việt Nam là rất lớn kể cả trong ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Theo tính toán của EVN, để đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế với tốc độ tăng trưởng từ 7,5%-8% và thực hiện được mục tiêu đến năm 2020 Việt Nam cơ bản trở thành một nước công nghiệp thì trong 20 năm tới (đến 2025) nhu cầu điện sẽ phải tăng từ 15%-17% mỗi năm.

Hiện nay, các công ty sản xuất điện chủ yếu là bán cho tập đoàn điện lực Việt Nam để hòa vào mạng lưới điện Quốc Gia. Nhưng do nhu cầu điện trong nước rất lớn nên việc cung cấp điện cho EVN của các công ty sản xuất điện nói chung và SEC nói riêng là tương đối dễ dàng.

Cạnh tranh nội bộ ngành

SEC hiện nay là một trong 9 doanh nghiệp lớn trong ngành mía đường, tuy nhiên sự cạnh tranh của công ty trong ngành hết sức khốc liệt. Nhận thấy điều này, để nâng cao hiệu quả trong sản xuất kinh doanh và để có thể cạnh tranh với các công ty lớn trong và ngoài nước tháng 2 năm 2010 công ty đã lắp đặt hệ thống nhà máy mới và đưa năng suất từ 1.500 tấn mía cây/ ngày lên 2.500 tấn mía cây/ ngày.

Hiện nay, Trong ngành Điện không có tính cạnh tranh như các đơn vị sản xuất, kinh doanh ở ngành khác do cung thấp hơn cầu và đây là ngành chịu sự điều tiết trực tiếp của nhà nước. Nhưng tiến tới số lượng các doanh nghiệp sản xuất điện sẽ tăng lên do có sự đầu tư vốn từ nước ngoài, và tiến tới sản lượng điện cũng sẽ tăng lên sau khi nhà máy điện nguyên tử hạt nhân của nước ta hoàn thành. Ngoài ra, số lượng doanh nghiệp nước ngoài cung ứng điện cho EVN mà chủ yếu là từ Trung Quốc ngày càng lớn. Vì vậy sự trong tương lai sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp cung cấp điện sẽ ngày càng gay gắt. Nhưng nhờ lợi thế về nguồn nguyên liệu đầu vào sẵn có từ bã mía sản xuất đường nên SEC sẽ có lợi thế cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành và đây cũng sẽ là điểm mạnh của công ty trong sản xuất điện.

4. Phân tích tài chính

Chỉ tiêu(tr.Đ)	2006A	2007A	2008A	2009A	quý 1/2010
Tài sản ngắn hạn	54,084	50,732	66,470	167,284	253,450
Tài sản dài hạn	54,465	95,347	96,806	96,604	99,530
Tổng tài sản	108,549	146,079	163,276	263,888	352,980
Nợ ngắn hạn	16,143	12,228	13,667	61,754	63,651
Nợ dài hạn	431	497	468	43,376	98,484
Vốn chủ sở hữu	91,975	133,354	149,141	158,758	190,845
Doanh thu thuần	67,540	154,734	185,345	193,686	124,110
Giá vốn hàng bán	55,110	124,399	134,775	145,489	74,261
LN gộp	12,430	30,335	50,570	48,197	49,849
DT HĐ Tài chính	940	2,320	2,476	4,261	2,247
Chi phí HĐ Tài chính	4,275	4,592	644	1,448	426
Chi phí bán hàng	150	3,289	2,599	994	268
Chi phí quản lí	4,065	4,788	6,824	7,160	2,465
Lợi nhuận khác	459	18	1073	377	6
LNTT	5,339	20,004	44,052	43,233	48,943
LNST	4,859	18,728	42,005	39,445	43,659

Chỉ tiêu tăng trưởng	2007A	2008A	2009A	quý 1/2010
Tài sản ngắn hạn	-6.2%	31.0%	151.7%	51.5%
Tài sản dài hạn	75.1%	1.5%	-0.2%	3.0%
Tổng tài sản	34.6%	11.8%	61.6%	33.8%
Nợ ngắn hạn	-24.3%	11.8%	351.8%	3.1%
Nợ dài hạn	15.3%	-5.8%	9168.4%	127.0%
Vốn chủ sở hữu	45.0%	11.8%	6.4%	20.2%
Doanh thu thuần	129.1%	19.8%	4.5%	-35.9%
Giá vốn hàng bán	125.7%	8.3%	7.9%	-49.0%
LN gộp	144.0%	66.7%	-4.7%	3.4%
DT HĐ Tài chính	146.8%	6.7%	72.1%	-47.3%
Chi phí HĐ Tài chính	7.4%	-86.0%	124.8%	-70.6%

Chi phí bán hàng	2092.7%	-21.0%	-61.8%	-73.0%
Chi phí quản lí	17.8%	42.5%	4.9%	-65.6%
Lợi nhuận khác	-96.1%	5861.1%	-64.9%	-98.4%
LNTT	274.7%	120.2%	-1.9%	13.2%
LNST	285.4%	124.3%	-6.1%	10.7%

Do đặc thù hoạt động ngành mía đường nên trong cơ cấu tài sản của công ty chủ yếu là tài sản ngắn hạn và tài sản cố định hữu hình. Trong năm 2009 tài sản ngắn hạn chiếm tới 63.4% với lượng tồn kho lớn (chiếm 16% tổng tài sản) và tính đến quý 1/2010 tài sản ngắn hạn lên tới 72% tổng tài sản với lượng hàng tồn kho chiếm 23%.

Tăng trưởng đáng kể trong cơ cấu vốn của công ty là vay nợ ngắn hạn và dài hạn trong năm 2009 do thời gian trước công ty tài trợ hoạt động của mình chủ yếu là vốn chủ sở hữu.

Trong bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều khó khăn nên mặc dù doanh thu thuần tăng qua các năm nhưng tốc độ tăng trưởng giảm dần. Tuy nhiên riêng quý 1/2010 doanh thu thuần của SEC đạt được rất ấn tượng, bằng 64% năm 2009 và tăng 277% so với cùng kì năm ngoái và vượt kế hoạch đề ra cả năm 2009 cho thấy kết quả năm 2010 có thể vượt xa năm 2009. Cùng với sự tăng lên của doanh thu thuần thì trong năm 2009, hoạt động tài chính đem lại cho SEC doanh thu tăng 72.1% so với năm 2008 và riêng quý 1 năm nay đã đạt được hơn 50% so với năm 2009. Nguyên nhân của sự tăng trưởng vượt bậc này là do giá bán đường của công ty đã tăng từ 7.625 đồng/kg lên 14.111 đồng/kg. Trong khi đó, giá vốn hàng bán chỉ tăng 10,6% từ 67,2 tỷ lên 74,3 tỷ đồng, các chi phí bán hàng, quản lí doanh nghiệp tài chính không biến động nhiều so với cùng kì năm ngoái.

Chỉ tiêu	2006A	2007A	2008A	2009A	quý 1/2010
Sức khỏe tài chính					
KNTT hiện hành	3.35	4.15	4.86	2.71	3.98
KNTT nhanh	1.21	2.12	2.60	2.02	2.72
Tổng nợ/TTS	0.15	0.09	0.09	0.40	0.46
Tổng nợ/VCSH	0.18	0.10	0.09	0.66	0.85
Hiệu quả quản lí, năng lực hoạt động					
Vòng quay KPT	230.91	222.64	38.77	4.65	1.17
Vòng quay HTK	3.18	4.19	4.84	3.98	1.21
Vòng quay TSCĐ	2.48	2.15	2.03	2.08	1.30
Vòng quay tổng tài sản	1.24	1.22	1.20	0.91	0.40
ROA	4.5%	12.8%	25.7%	14.9%	12.4%
ROE	5.3%	14.0%	28.2%	24.8%	22.9%
Khả năng sinh lời					
LN biên gộp	18.4%	19.6%	27.3%	24.9%	40.2%
EBIT/DTT	12.2%	14.4%	22.2%	20.7%	38.0%
LNTT/DTT	7.9%	12.9%	23.8%	22.3%	39.4%
LNST/DTT	7.2%	12.1%	22.7%	20.4%	35.2%
Lợi ích cổ đông					

Bookvalue	9,826	10,572	11,824	12,586	15,130
EPS	519	1,485	3,330	3,127	3,461

Khả năng thanh toán hiện hành của SEC giảm hẳn vào năm 2009 nhưng tăng trở lại vào quý 1/2010, tuy nhiên khoảng cách với khả năng thanh toán nhanh năm qua xa cho thấy lượng hàng tồn kho lớn. Trong giai đoạn trước năm 2009 công ty sử dụng nợ rất ít chủ yếu là dùng vốn chủ sở hữu tài trợ cho hoạt động của mình. Từ năm 2009, SEC mạnh tay sử dụng nợ để gia tăng hoạt động sản xuất của mình, nâng cao hiệu quả của đồng vốn và đến hết quý 1 tỷ lệ nợ /VCSH là 85%.

Các chỉ số vòng quay KPT, HTK, TSCĐ, TTS các năm qua đều có xu hướng giảm xuống và ROA, ROE năm 2009 giảm mạnh xuống cho thấy hiệu quả quản lý và năng lực hoạt động của SEC chưa cao. Tuy nhiên các chỉ số khả năng sinh lời của SEC nhìn chung có sự tăng trưởng qua các năm, đặc biệt là quý 1 năm nay cho thấy tiềm năng lợi nhuận của công ty. EPS có sự tăng trưởng qua các năm và rõ nét quý 1 năm nay.

So sánh với các công ty cùng ngành

Chỉ tiêu	Năm 2009				Quý 1/2010			
	SEC	LSS	SBT	BHS	SEC	LSS	SBT	BHS
Chỉ tiêu chung (tr.đ)								
Tổng tài sản	263,888	997,928	1,846,014	884,740	352,980	1,116,645	2,001,713	984,280
VCSH	158,758	671,638	1,648,333	425,466	190,845	732,569	1,724,372	422,232
Tổng nợ	105,130	326,290	197,681	459,274	162,135	384,076	274,341	562,048
DTT	193,686	1,099,579	770,617	1,189,448	124,110	253,923	226,183	452,177
TN HĐTC	2,813	25,312	10,353	10,307	2,813	1,973	9,299	(15,207)
LNTT	43,233	211,981	225,900	128,123	48,943	90,850	80,126	34,946
LNST	39,445	163,319	210,017	120,087	43,659	68,111	76,119	30,068
Sức khỏe tài chính								
KNTT hiện hành	2.71	2.00	3.44	1.60	3.98	1.9	3.03	1.44
KNTT nhanh	2.02	1.57	1.65	1.00	2.72	0.85	1.36	0.6
Tổng nợ/TTS	39.8%	32.7%	10.7%	51.9%	45.9%	34%	13.7%	57.1%
Tổng nợ/VCSH	66.2%	45.6%	12.0%	108.0%	85.0%	52%	15.9%	133.0%
Hiệu quả quản lý, năng lực hoạt động								
Vòng quay KPT	4.65	6.60	5.44	7.20	1.17	1.76	1.8	2.34
Vòng quay HTK	3.98	7.18	2.13	5.60	1.21	0.55	0.4	1.35
Vòng quay TSCĐ	2.08	4.80	1.02	4.40	1.30	1.5	0.3	1.74
Vòng quay tổng tài sản	0.91	1.20	0.43	1.60	0.40	0.24	0.12	0.48
ROA	14.9%	16.4%	11.4%	13.6%	12.4%	6.8%	3.8%	3%
ROE	24.8%	24.3%	12.7%	28.2%	22.9%	9.3%	4.4%	7.1%
Khả năng sinh lời								
LN biên gộp	24.9%	20.7%	26.3%	13.6%	40.2%	43.0%	3.6%	14.4%
EBIT/DTT	20.7%	14.2%	22.0%	10.0%	38.0%	35.0%	3.1%	11.0%
LNTT/DTT	22.3%	19.3%	29.3%	10.8%	39.4%	35.8%	3.5%	7.7%
LNST/DTT	20.4%	14.8%	27.2%	10.0%	35.2%	26.8%	3.4%	6.6%
Lợi ích cổ đông								
Bookvalue	12,586	22,397	11,614	22,959	15,130	24,418	12,150	22,784
EPS	3,127	5,278	1,480	6,480	3,461	2,270	536	1,622

So với các công ty niêm yết cùng ngành thì quy mô vốn và lợi nhuận của SEC thấp hơn hẳn nhưng lại có khả năng thanh toán tốt hơn và tỷ lệ nợ ở mức cao tương đối hơn. Hiệu quả quản lí, năng lực hoạt động của SEC ở mức trung bình nhưng ROE và ROA quý 1 ở mức cao hơn hẳn so với các công ty khác. Tuy nhiên khả năng sinh lời của SEC năm 2009 ở mức trung bình và đặc biệt là trong quý 1 thì những con số này rất ấn tượng vượt trội so với các công ty cùng ngành.

Hiện giá trị sổ sách của SEC là 15.130 đồng/CP thấp hơn mức trung bình các công ty nhưng trong quý 1 EPS với con số là 3.461 đồng/CP cao tuyệt đối so với các công ty còn lại, điều này cho thấy mặc dù SEC là công ty nhỏ hơn so với các công ty cùng ngành nhưng lại có kết quả kinh doanh ấn tượng hơn.

Kết quả kinh doanh năm 2010 tăng lên rất nhiều khi diện tích trồng mía của SEC mở rộng (tăng lên 5.040 ha từ diện tích 3.890 ha của năm 2009) cùng với việc đưa vào sản xuất nhà máy với công suất từ 1.500 tấn mía cây/ngày lên 2.500 tấn mía cây/ngày. Bên cạnh đó, Công ty cũng đã thành công phát điện bán lên lưới quốc gia vào cuối quý 1 (phát điện công suất 12MW) và đưa vào sử dụng từ quý 2/2010.

5. Tiềm năng tăng trưởng

- Các nước có sản lượng sản xuất và xuất khẩu đường đứng đầu thế giới như: Brazil, Ấn Độ, Úc, Thái Lan.. đều thực hiện việc cắt giảm hỗ trợ xuất khẩu cho ngành đường. Ngoài việc sử dụng đường với các hình thức tiêu thụ truyền thống, ngành mía đường bước vào sản xuất Ethanol từ cây mía, điều này tạo thuận lợi cho việc sản xuất.
- Đường là một trong những nhu cầu thiết yếu của cuộc sống, dù nền kinh tế có suy giảm thì nhu cầu sử dụng đường cũng không bị ảnh hưởng nhiều. Do đó, rủi ro của ngành đường không cao. Theo thống kê, nhu cầu sử dụng đường của người Việt Nam là 15kg/năm với dân số như nước ta hiện nay thì nhu cầu về đường là 1.3-1.4 triệu tấn trong khi nguồn cung từ các nhà máy trong cả nước hàng năm khoảng 1.2 triệu tấn. Do đó ngành mía đường là ngành luôn có nhu cầu lớn tiêu thụ lớn ở trong và ngoài nước.
- Đường được đưa vào danh mục hàng nông sản nhạy cảm và được bảo hộ bằng nhiều chính sách. Ở nước ta ngoài giải pháp bảo hộ bằng thuế suất cao (30-40%), Chính phủ vẫn còn áp dụng giấy phép nhập khẩu đường. Tuy nhiên theo lộ trình AFTA thuế nhập khẩu đường sẽ giảm xuống còn 5%.
- Diện tích trồng mía cả nước ta gần đây bình quân đạt 310.000 ha với năng suất trung bình 54,8 tấn/ha nên sản lượng thu được khoảng 17 triệu tấn mía nguyên liệu. Với điều kiện tự nhiên, đất đai và nguồn lao động thuận lợi, Việt Nam có nhiều thuận lợi trong việc quy hoạch và phát triển các vùng nguyên liệu mía đảm bảo cung ứng đầy đủ, có hiệu quả cho nhà máy đường
- Ngành đường hiện được nhiều chính phủ bảo trợ kể cả các nước phát triển, tuy nhiên theo lộ trình ngành đường của các nước thuộc khối EU (các nước bảo hộ trị giá gấp 2 lần giá thành sản xuất tại Việt Nam) sẽ bỏ trợ giá, điều này tạo điều kiện cạnh tranh công bằng giữa các doanh nghiệp sản xuất đường. Hiện nay Việt Nam đang áp dụng thuế nhập khẩu đường tinh luyện là 60% và đường thô là 25%.

6. Định giá

Chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu của SEC bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF và phương pháp so sánh theo PE và PB với trọng số lần lượt là 40%-30%-30% với giả thiết tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu SEC dựa trên sự mở rộng diện tích, nâng cao năng suất hoạt động sản xuất mía đường và doanh thu hoạt động sản xuất điện từ quý 2/2010

Tổng hợp định giá SEC

Phương pháp	Giá ước lượng	Trọng số
FCFF	47,525	40%
PE	76,066	30%
PB	22,520	30%
Trung bình	48,586	100%
Giá khuyến mua	36,439	
Giá thị trường ngày 17/05/2010	36,000	

Kết quả cho thấy giá trị nội tại của 1 CP SEC là **48,586** đồng/CP, áp dụng biên an toàn là +25% thì giá khuyến mua SEC là không quá 36,500 đồng/CP. Chi tiết từng phương pháp được trình bày dưới đây:

Theo phương pháp P/B, P/E

Chúng tôi lựa chọn mẫu so sánh là các doanh nghiệp cùng ngành sản xuất mía đường đang niêm yết trên sàn hai sàn với kết quả kinh doanh trong 4 quý gần nhất được (giá so sánh ngày 14/05/2010):

- Tính đến hết quý 1/2010, BVPS của SEC là 15.130 đồng/CP.

- Trong năm 2010, diện tích trồng mía của SEC mở rộng (tăng lên 5.040 ha từ diện tích 3.890 ha của năm 2009) cùng với việc đưa vào sản xuất nhà máy với công suất từ 1.500 tấn mía cây/ngày lên 2.500 tấn mía cây/ngày. Bên cạnh đó, Công ty đã thành công phát điện bán lên lưới quốc gia vào cuối quý 1 (phát điện công suất 12MW) và đưa vào sử dụng từ quý 2/2010 cùng với kết quả kinh doanh trong quý 1 là hơn 43 tỷ LSNT vượt hẳn so với kế hoạch năm 2010 đã đề ra. Do đó chúng tôi dự báo EPS cả năm 2010 của SEC là 12,000 đồng/CP. Tổng hợp ta có kết quả sau:

Cổ phiếu	P/E	P/B	Lãi ròng / Doanh thu	ROE
SEC	6.0	2.3	20.40%	24.80%
BHS	4.1	1.4	10.10%	28%
LSS	6.6	1.6	14.90%	22.60%
SBT	7.7	1.2	27.30%	12.70%
TB	6.3	1.5	0.2	0.2
BVPS		15,130		
EPS		12,000		
Theo P/B		22,520		
Theo P/E		76,066		

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Đối với SEC, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị nội tại của công ty. Mô hình gồm có ba giai đoạn: giai đoạn một là 5 năm, giai đoạn hai từ năm thứ năm đến năm ngay trước giai đoạn bình ổn và giai đoạn thứ ba là giai đoạn bình ổn. Lấy tổng các luồng tiền tự do đã được chiết khấu của ba giai đoạn ta có được giá trị của cả công ty. Sau khi trừ đi nợ dài hạn (nếu có), trừ đi khoản chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn (không bao hàm tài sản cố định, goodwill, tài sản có giá trị khó xác định) và nợ ngắn hạn, điều chỉnh với các loại tài

sản hay nợ ẩn (như giá trị bất động sản đang bị định giá thấp hoặc quyền chọn cho nhân viên) và điều chỉnh cho các khoản mục ngoài bảng ta có được giá trị vốn chủ sở hữu. Dem chia giá trị này cho số lượng cổ phiếu bình quân trong kỳ (có pha loãng) ta có được giá trị nội tại của cổ phiếu. Dưới đây là những thuộc tính chính của mô hình:

- Giai đoạn một: chúng tôi dự báo chi tiết hoạt động của công ty trong năm năm tới bao hàm tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm, lợi nhuận hoạt động biên, thuế suất và chi tiêu tư bản.
- Giai đoạn hai: Giai đoạn hai kéo dài trong 5 năm với tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC) điều chỉnh dần tới khi bằng giá vốn bình quân (WACC).
- Giai đoạn bình ổn: Giai đoạn cuối cùng bao gồm từ sau 5 năm đến mãi mãi khi ROIC bằng WACC và các khoản đầu tư mới sẽ không làm tăng thêm giá trị công ty.
- Tỷ suất chiết khấu: tỷ suất chiết khấu bằng lãi suất phi rủi ro cộng với phần bù rủi ro đầu tư chứng khoán vốn cộng với phần bù rủi ro bản thân doanh nghiệp.

Giả định

Dựa trên kết quả kinh doanh quý 1 của công ty và sự thuận lợi của giá đường thế giới cùng với việc mở rộng diện tích, nâng cao công suất hoạt động và cung cấp điện cho Tập đoàn Điện lực thì chúng tôi đánh giá tăng trưởng doanh thu trong năm nay của SEC khoảng 60% và giảm dần còn 35% vào năm 2014 và trong dài hạn sẽ giảm dần về mức trung bình của toàn nền kinh tế. Chi phí mua sắm tài sản và chi phí khấu hao được giả định tương đương với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Cơ cấu vốn mục tiêu được dự báo là chỉ 50% nợ và 50% vốn chủ sở hữu, bằng cách tận dụng nguồn vốn huy động từ ngân hàng để triển khai hoạt động của công ty. Chi phí vốn vay là 12% trong 5 năm đầu, sau đó giảm dần xuống mức 9% trong giai đoạn bình ổn. Thuế suất doanh nghiệp là 10% đến năm 2011 và sau đó giả định là 25%, giá vốn chủ sở hữu là 17%.

Bảng: Các chỉ tiêu dự phóng 2010 – 2014 (triệu đồng)

CHỈ TIÊU	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Doanh thu	193,686	309,898	464,846	674,027	943,638	1,273,912
EBIT	40,043	79,647	136,088	221,422	343,723	509,565
Lợi nhuận ròng	39,445	71,683	122,479	166,067	257,792	382,173
Luồng tiền tự do		-61,384	-43,061	-35,748	23,437	121,329
Chi phí vốn		13.90%	13.90%	13.90%	13.90%	13.90%
PV (FCFs)		-53,893	-33,192	-24,193	13,925	63,292
Terminal value	427,791					
Tổng giá trị SEC	599,451					
Số CP lưu hành	\$					
	12.61					
Giá trị 1CP SEC	47,525					

Dựa theo phương pháp này chúng tôi xác định được giá trị của SEC hiện tại là 47,525 đồng/CP

Phụ Lục

Fiscal Year	2006A	2007A	2008A	2009A	quý 1/2010
Cash & cash Equivalent	5,198	11,803	5,627	17,679	9,337
Short term Investment	9,427	8,265	16,316	20,905	23,864
Receivables	585	805	8,756	74,594	137,247
Inventory	34,611	24,828	30,871	42,318	80,069
Other current asset	481	763	8,756	74,594	137,063
Current Assets	54,084	50,732	66,470	167,284	253,450
Net Fixed Assets	54,455	89,598	93,069	93,582	0
Long-term Financial Investment	10	10	10	662	99,530
Total Assets	108,549	146,079	163,276	263,888	352,980
Short term Debt	0	0	5,000	40,368	97,310
Account Payable	5,177	7,267	6,630	9,505	81,590
Total current liabilities	16,143	12,228	13,667	61,754	63,651
Longterm Debt	0	0	0	43,035	1,730
Total Debt	5,177	7,267	6,630	52,540	13,990
Total long-term Liability	431	497	468	43,376	98,484
Total Liabilities	16,574	12,725	14,135	105,130	162,135
Owner's Equity	91,975	133,354	149,141	158,758	190,845

	2006A	2007A	2008A	2009A	quý 1/2010
Net Sale	67,540	154,734	185,345	193,686	124,110
COGS	55,110	124,399	134,775	145,489	74,261
Gross Profit	12,430	30,335	50,570	48,197	49,849
SG&A	4,215	8,077	9,423	8,154	2,733
Financial Income	940	2,320	2,476	4,261	2,247
Financial Expense	4,275	4,592	644	1,448	426
Operating Income	4,880	19,986	42,979	42,856	48,937
Others Income	480	78	1,073	985	7
Others Expense	21	60	0	608	1
EBT	5,339	20,004	44,052	43,233	48,943
Taxes	480	1,276	2,047	3,788	5,284
Net Income	4,859	18,728	42,005	39,445	43,659
EBIT	8,215	22,258	41,147	40,043	47,116
CP lưu hành	9.360	12.613	12.613	12.613	12.613
EPS	519	1,485	3,330	3,127	3,461

INCOME STATEMENT	2006A	2007A	2008A	2009A
Margin				
Gross Profit	18.4%	19.6%	27.3%	24.9%
COGS	81.6%	80.4%	72.7%	75.1%
SG&A	6.2%	5.2%	5.1%	4.2%
Financial Income	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%
Other Profit/ (Loss)	0.7%	0.0%	0.6%	0.2%
EBIT	12.2%	14.4%	22.2%	20.7%
EBITDA	12.2%	14.4%	22.2%	27.9%

Profit before tax	7.9%	12.9%	23.8%	22.3%
Net Income	7.2%	12.1%	22.7%	20.4%
Tax Rate	9.0%	6.4%	4.6%	8.8%
ROE	10.6%	16.6%	29.7%	25.6%
ROA	9.0%	14.7%	27.2%	18.5%

Growth rate

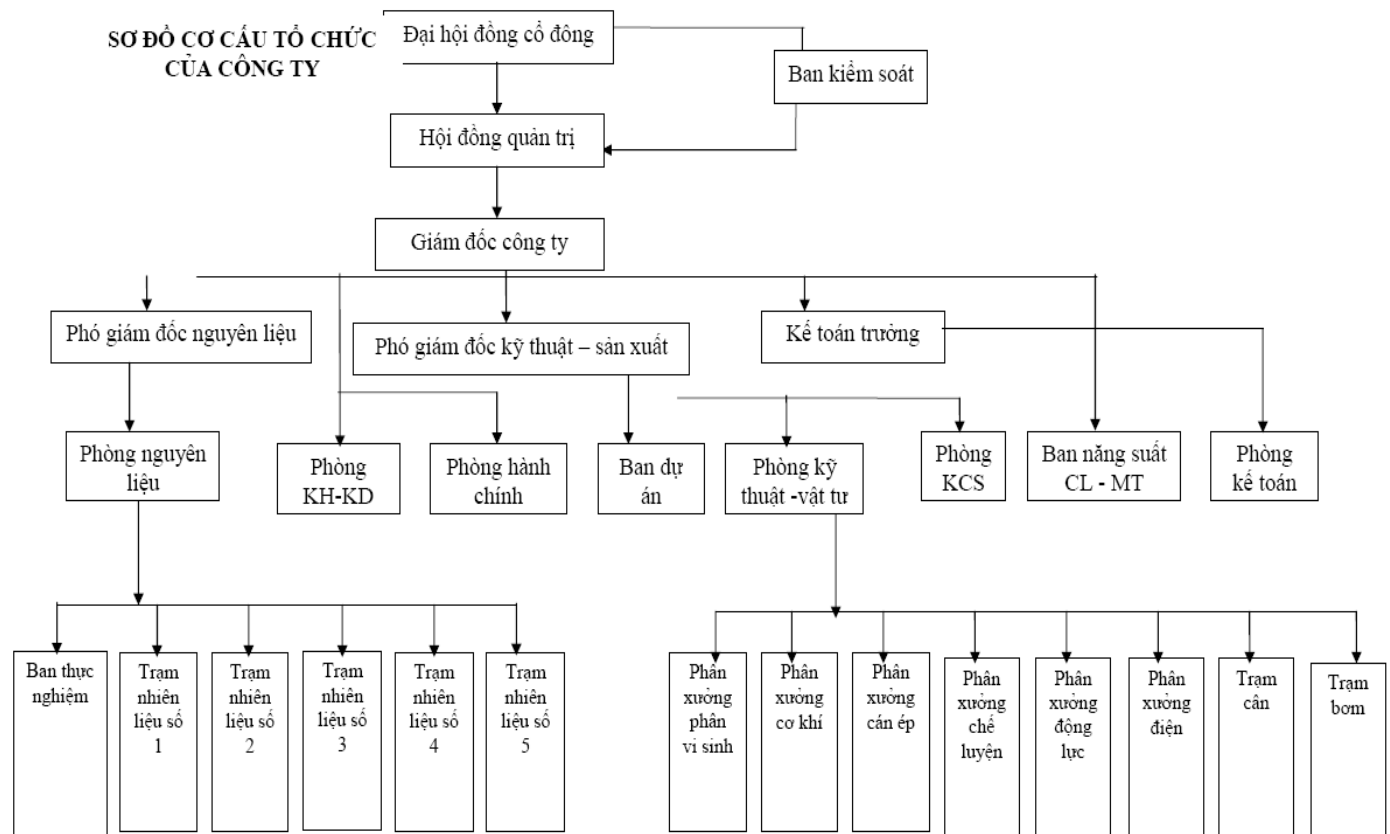
Net Sale		129.1%	19.8%	56.8%
EBIT		170.9%	84.9%	-2.7%
EBITDA		170.9%	84.9%	31.6%
Interest Expense			69.5%	231.7%
Net Income		285.4%	124.3%	-6.1%

Net working capital

Day Receivable	0.56	0.10	0.00	0.00
Day Inventory Turnover	229.23	72.85	83.61	106.17
Day Account Payable	34.29	21.32	17.96	23.85

Leverage

Total Debt/ Equity	0.0%	0.0%	3.4%	52.5%
Net Debt/ Equity	-5.7%	-8.9%	-0.4%	41.4%
Net Debt/ Total Assets	-4.8%	-8.1%	-0.4%	24.9%
Current Ratio	3.35	4.15	4.86	2.71
Quick Ratio	1.21	2.12	2.60	2.02



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Trảng An (TAS) cung cấp những thông tin và phân tích về cổ phiếu và đưa ra định giá hợp lý về cổ phiếu đó. Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này.

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, Công ty Cổ phần Chứng khoán Trảng An không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các nhận định trong Báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra Báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong Báo cáo này cũng sẽ có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Trảng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Mọi ý kiến đóng góp vui lòng liên hệ theo địa chỉ:

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN TRẢNG AN (TAS) HỘI SỞ CHÍNH

Địa chỉ: Tầng 9, 59 Quang Trung, Hai Bà Trưng, Hà Nội.

Tel: (84.4) 3 944 62 18

Fax: (84.4) 3 944 62 13

E-mail: contact@tas.com.vn

PHÒNG GIAO DỊCH TRUNG YÊN:

Địa chỉ: Số 14, Lô 14A Trung Yên, Cầu Giấy, Hà Nội

Tel: (84.4) 2 220 95 96

Fax: (84.4) 2 220 96 10

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Địa chỉ: Lầu 3B Tòa nhà VIET NAM BUSINESS CENTER
57-59 Hồ Tùng Mậu, P. Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

Tel: (84.8) 3 821 82 86

Fax: (84.8) 3 821 84 86

E-mail: contact_hcm@tas.com.vn

CHI NHÁNH QUẢNG NINH

Địa chỉ: Đường Kho Than, P. Bạch Đằng, TP Hạ Long, Quảng Ninh

Tel: (84.33) 3 820 008

Fax: (84.33) 3 820 333

