

Kết Quả Kinh Doanh 2011
CÔNG TY CỔ PHẦN BÁNH KẸO BIÊN HÒA
Lợi nhuận tốt, cơ hội lớn

Tăng trưởng doanh thu chậm lại, lợi nhuận 4Q/11 giảm: Do giá bán quý 4/2011 tăng 10.87% so với cùng kỳ năm ngoái giúp doanh thu tăng lên 354.6 tỷ (+16.7% yoy). Tuy nhiên chi phí tài chính tăng khá mạnh (+24.9% yoy) do phát sinh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong quá trình nhập khẩu máy móc thiết bị. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh lần lượt 27.7% và 25.7% so với năm ngoái. Sự tăng nhanh hơn của chi phí so với tốc độ tăng doanh thu đã khiến lợi nhuận sau thuế (LNST) quý 4/2011 chỉ đạt 22.3 tỷ, giảm 16.3% so với quý 4/2010 nhưng vẫn tăng 87.3% so với quý 3/2011.

Kết quả năm 2011 hoàn thành mục tiêu đặt ra. Lũy kế cả năm, doanh thu BBC đạt 1,000.4bn (+27% yoy) và LNST đạt 46.7bn (+12% yoy), khá sát với kế hoạch của công ty là 995 tỷ đồng và 47.2 tỷ đồng. Mức lợi nhuận thực tế đạt được cao hơn 2.1% so với dự phóng 45.7 tỷ đồng của SBS đưa ra trong báo cáo cập nhật quý 3/2011.

Bảo đảm tính thanh khoản: Từ năm 2009, cấu trúc tài sản của BBC khá ổn định trong 2 năm qua (2010 & 2011). Cơ cấu vốn được chuyển dịch theo hướng thâm dụng vốn chủ sở hữu, các khoản nợ giảm dần, đặc biệt trong quý 4/2011 quy mô nợ ngắn hạn giảm từ 35.7 tỷ xuống còn 0.8 tỷ và nợ dài hạn từ 24 tỷ giảm về 0.

Triển vọng 2012: Nhu cầu bánh kẹo tại Việt Nam kỳ vọng ổn định trong năm nay. Năng lực sản xuất của BBC tiếp tục được tăng cường với dự án Bibica miền Bắc (tổng vốn đầu tư khoảng 200 tỷ đồng). Tuy nhiên, triển vọng dài hạn của BBC vẫn chưa thật rõ ràng vì phụ thuộc khá nhiều vào định hướng của Lotte (cổ đông lớn nhất). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST tương ứng đạt 1,223.9 tỷ (+22.4% yoy) và 51.7tỷ (+10.5% yoy), do vậy lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (2012) là 3,352 đồng.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu 12 tháng là **16,700/ cổ phiếu**, tương ứng khả năng sinh lợi 30%. Cổ tức dự kiến trong năm 2011 là 1,200 đồng/CP, (tương đương với tỷ suất cổ tức là 9.4%); tuy nhiên đến nay BBC vẫn chưa công bố thời điểm chi trả.

Thông tin tài chính

triệu đồng, kết thúc 31/12

	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12E
Doanh thu thuần	544,419	626,954	787,836	1,000,367	1,223,950
LNST	20,851	57,293	41,778	46,778	51,705
Tỷ lệ tăng trưởng	-14.7%	174.8%	-27.1%	12.0%	10.5%
EPS (đồng)	1,352	3,727	2,718	3,043	3,353
BV (đồng)	31,884	33,932	35,428	37,339	39,351
DPS (đồng)	1,000	1,600	1,000	1,200	N/A
Tỷ suất cổ tức	8.4%	6.2%	5.0%	9.4%	N/A
ROA	3.4%	7.8%	5.5%	6.2%	6.5%
ROE	4.2%	11.0%	7.7%	8.2%	8.5%
P/E (x)	8.80	6.90	7.43	3.88	3.79
P/BV (x)	0.37	0.76	0.57	0.32	0.32

Nguồn: BBC, SBS dự phóng

MUA

Giá hiện tại	12,700
Giá mục tiêu	16,700
Giá mục tiêu cũ	15,900

Thông tin cổ phiếu

Mã Bloomberg	BBC VN
Số lượng CP đang lưu hành (triệu)	15.37
Vốn hoá thị trường (tỷ)	189
Giá cao – thấp nhất 52 tuần	10-15.3
Khối lượng giao dịch TB 3M ('000)	35,303
Beta	0.8
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài(%)	49%
Nguồn: SBS	

Cổ đông lớn

Lotte Confectionery	38.60%
VF1	6.62%
Citigroup Global	5.04%

Biến động giá cổ phiếu

Tháng	Tuyệt đối (1000 đồng)	Tương đối (%)
1M	0.9	8%
3M	2.3	23%
6M	1.3	12%
12M	(5.3)	-30%


Lê Trung Hiếu

hieu.lt@sbsc.com.vn

Lương Thị Thảo, CFA

thao.lt@sbsc.com.vn

Quý 4: Tăng trưởng doanh thu tốt trong mùa tết, nhưng lợi nhuận vẫn giảm

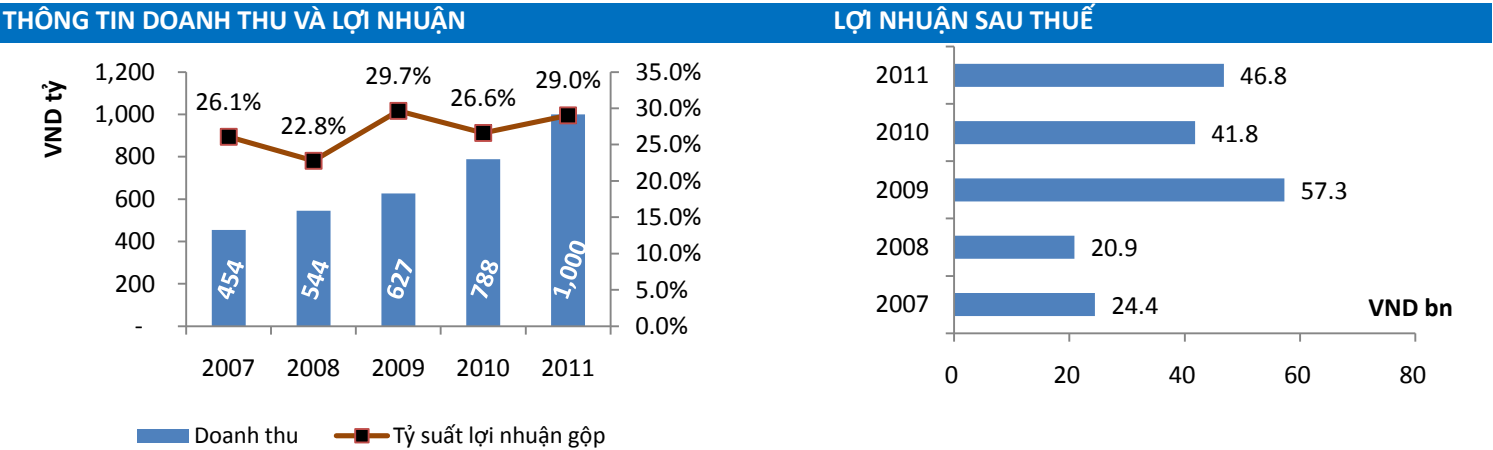
Trong Quý 4/2011, doanh thu đạt 354.6 tỷ đồng (+16.7% yoy), tăng 36.6% so với quý trước. BBC tiếp tục tăng giá bán trung bình thêm 10.87% so với cùng kỳ năm ngoái (sau khi đã tăng 23% yoy trong quý 3), khiến lợi nhuận gộp tăng 19.2%; tỷ suất lợi nhuận gộp cũng tăng từ 29.4% lên 30% so với cùng kỳ năm ngoái. Công ty đã sử dụng một khoản tiền gửi ngắn hạn để trả nợ, nên thu nhập tài chính giảm mạnh (-47.1% yoy). Đồng thời, chi phí tài chính cũng tăng (+24.9% yoy) do lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh trong quá trình nhập khẩu máy móc thiết bị. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng tương ứng là 27.7% yoy và 25.7% yoy. Trong bối cảnh các khoản chi phí bị đội lên, lợi nhuận trước thuế của BBC giảm 11.9% so với cùng kỳ. Việc 1 công ty con của BBC không còn được miễn thuế cũng đã gây biến động lợi nhuận trong kỳ này. Công ty TNHH MTV Bibica miền Đông (công ty con của BBC) được miễn thuế trong 3 năm (2008-2010), nhưng từ 2011 đến 2017 công ty này chỉ được hưởng mức miễn giảm thuế 50% (thuế suất 15%); và lợi thuế về thuế chỉ áp dụng cho dòng sản phẩm bánh bông lan layer care (không bao gồm dòng chocopie). Do vậy, LNST giảm với tốc độ 16.3% so với cùng kỳ năm ngoái và chỉ đạt 22.3 tỷ đồng. Tuy nhiên, so với quý 3/2011 thì LNST đạt tốc độ tăng đến 87.3%.

tỷ đồng	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2010	2011	yoy
Doanh thu thuần	143.6	122.1	217.4	303.9	210.1	176.1	259.6	354.6	787.0	1,000.4	27.1%
Lợi nhuận gộp	32.7	24.9	63.9	89.4	49.8	48.5	85.5	106.5	210.9	290.4	37.7%
Biên lợi nhuận gộp	22.8%	20.4%	29.4%	29.4%	23.7%	27.6%	33.0%	30.0%	26.8%	29.0%	
TN từ hoạt động tài chính	2.5	2.2	0.6	(1.0)	1.9	1.2	1.6	(3.7)	5.3	4.8	-9.5%
Lợi nhuận trước thuế	8.8	(2.8)	11.0	29.3	8.4	6.6	14.5	25.8	46.3	55.3	19.5%
Lợi nhuận sau thuế	8.2	(2.8)	10.6	26.6	7.1	5.5	11.9	22.3	42.6	46.8	9.8%
Biên lợi nhuận gộp	5.7%	-2.3%	4.9%	8.8%	3.4%	3.1%	4.6%	6.3%	5.4%	4.7%	

Nguồn: BBC, SBS

Năm 2011: đạt mục tiêu tăng trưởng tốt

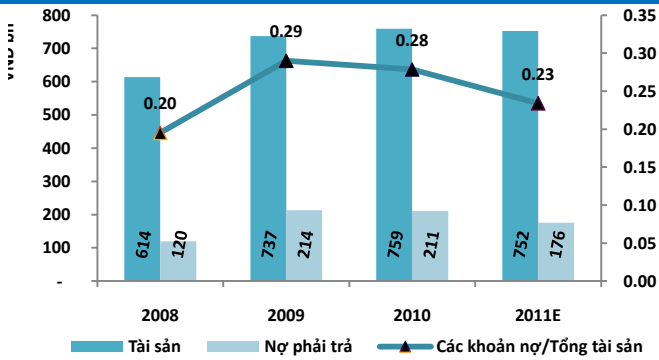
BBC đã hoàn thành tốt kế hoạch mục tiêu năm 2011, với kết quả doanh thu đạt 1,000.4bn (+27% yoy), tỷ suất lợi nhuận gộp cũng tăng mạnh từ 26.6% lên 29%. Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu tăng từ 17.8% lên 19.1% (so với năm ngoái), trong khi tỷ trọng chi phí quản lý/doanh thu không tăng mấy và dao động ở mức 4.6%. Gần đây, BBC đã cơ cấu lại các dòng sản phẩm và tung ra các sản phẩm mới do vậy chi phí bán hàng gia tăng là điều khó tránh khỏi. Tuy doanh thu đạt trên mong đợi nhưng chi phí tăng cao đã khiến cho LNST cuối năm là 46.7 tỷ (+12% yoy) hơi thấp hơn so với kế hoạch ban đầu là 47.2bn, nhưng vẫn cao hơn 2.1% so với dự phóng của chúng tôi là VND45.7bn. Tổng thuế TNDN năm 2011 tăng gần gấp đôi (từ 7.4% tăng gần 15.4%) từ khi Công ty Bibica Miền Đông hết thời hạn miễn thuế.



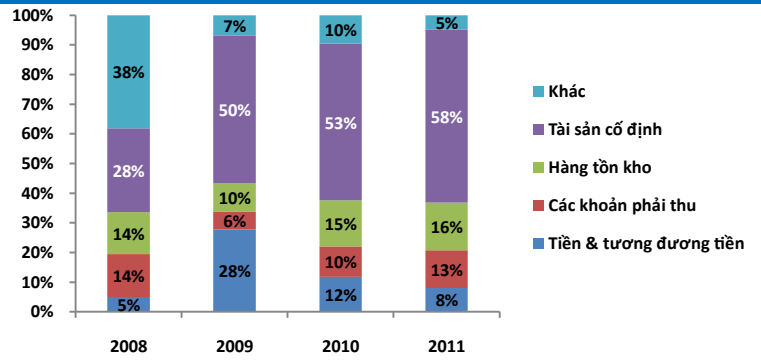
Nguồn: BBC, SBS

Bảo đảm tính thanh khoản: Từ năm 2009, cấu trúc tài sản của BBC khá ổn định trong 2 năm qua (2010 & 2011). So với đầu năm 2011, tiền và các khoản tương đương tiền giảm từ 89.1 tỷ xuống còn 60.3 tỷ (-32% yoy). Nguyên nhân chủ yếu do BBC sử dụng tiền để chi trả các khoản nợ, cụ thể nợ ngắn hạn giảm từ 35.7 tỷ xuống còn 0.8 tỷ và nợ dài hạn từ 24 tỷ giảm xuống còn 0. Mặc dù giảm dần qua các năm, tỷ lệ thanh toán hiện hành vẫn duy trì tại 1.7, và trên nguyên tắc thì con số này chỉ cần lớn hơn 1.

CẤU TRÚC VỐN



CẤU TRÚC TÀI SẢN



Nguồn: BBC, SBS

Triển vọng năm 2012: Bánh kẹo là một ngành công nghiệp thiết yếu tại Việt Nam, với quy mô dân số đông, cơ cấu trẻ, chi tiêu cho bánh kẹo khá thấp (chiếm 5% trên tổng chi phí cho thực phẩm), cộng với các ảnh hưởng du nhập từ phương Tây. Do vậy, nhu cầu bánh kẹo được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong năm nay. Năng lực sản xuất của BBC tiếp tục được tăng cường với dự án Bibica miền Đông (giai đoạn 2) và dự án Bibica miền Bắc (tổng vốn đầu tư khoảng 200 tỷ). Tuy nhiên, triển vọng dài hạn của BBC vẫn còn là một ẩn số vì phụ thuộc khá nhiều vào định hướng của Lotte (cổ đông lớn nhất).

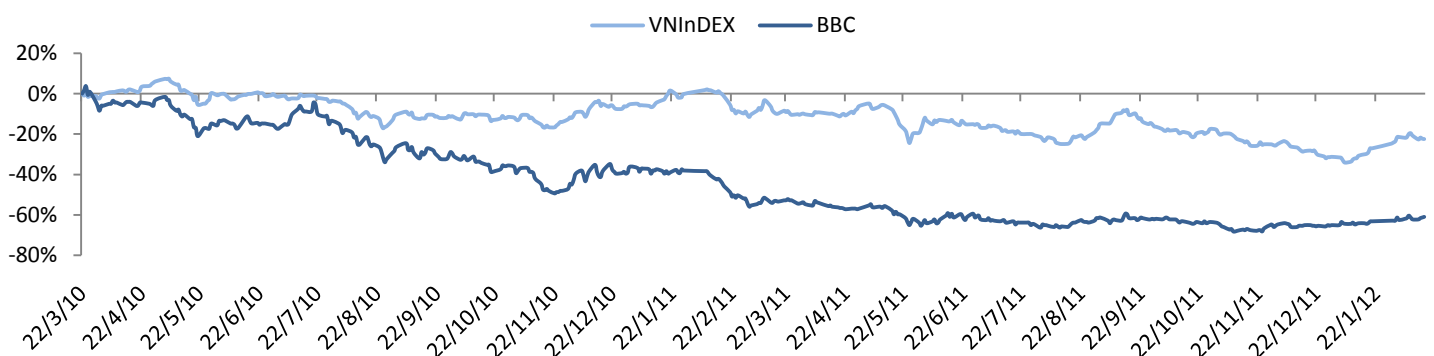
BBC đạt doanh thu tốt trong năm 2011 chủ yếu được hỗ trợ bởi giá bán. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá bán của BBC sẽ tăng chậm trong năm nay trong khi khả năng sản xuất cũng chỉ ở mức ổn định, do vậy **doanh thu sẽ đạt 1,223.9 tỷ (+22.4% yoy)**. Mặc dù việc cơ cấu lại sản phẩm sẽ khiến chi phí gia tăng, chúng tôi tin rằng công ty vẫn có thể duy trì được mức tỷ suất lợi nhuận gộp hiện tại. Chúng tôi **dự phóng LNST đạt 51.7bn (+10.5% yoy)**, do vậy thu nhập trên mỗi cổ phiếu năm 2012 là 3,352 đồng. Do hạn chế thông tin cập nhật chi tiết về các dự án mới nên dự phóng của chúng tôi chủ yếu dựa trên năng lực sản xuất hiện tại của BBC, chưa tính đến năng lực tăng thêm từ việc mở rộng và đầu tư mới các dự án.

Định giá Chúng tôi kết hợp mô hình định giá FCFE (70% tỷ trọng), P/E (20%, P/E~5x), và P/BV (10%) để xác định giá trị hợp lý của BBC. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng là **16,700/cổ phiếu**, cao hơn 4.7% so với giá mục tiêu (15,900 đồng/CP) trong báo cáo cập nhật quý 3/2011. Cổ tức dự kiến trong năm 2011 là 1,200 đồng/CP, (tương đương với tỷ suất cổ tức là 9.4% tại thời điểm phát hành báo cáo này); tuy nhiên đến nay BBC vẫn chưa công bố thời điểm chi trả.

Rủi ro Mối quan tâm lớn nhất đối với BBC là Lotte Confectionery, cổ đông có ảnh hưởng nhất. Chúng tôi vẫn chưa đánh giá được mức độ ảnh hưởng của công ty sản xuất bánh kẹo hàng đầu Hàn Quốc này, nên triển vọng phát triển dài hạn của BBC vẫn chưa thật sự rõ nét. Các rủi ro khác bao gồm nguyên liệu đầu vào tăng, lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh trong quá trình nhập khẩu máy móc thiết bị và nguyên liệu đầu vào.

Khuyến nghị Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với **giá mục tiêu 12 tháng là 16,700 đồng/cổ phiếu**, tương ứng khả năng sinh lời kỳ vọng là 30%.

Biến động cổ phiếu BBC trên VNIndex trong 12 tháng



Nguồn: Bloomberg, SBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN ('triệu)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tài sản	723,471	683,646	769,675	751,993
Tài sản ngắn hạn	298,159	269,654	359,055	293,050
Tài sản dài hạn	425,312	413,992	410,620	458,943
Tài sản cố định	400,992	388,428	390,883	438,608
Đầu tư dài hạn	10,792	10,167	4,812	4,646
Nguồn vốn	723,471	683,646	769,675	751,993
Nợ phải trả	168,298	138,382	214,671	175,921
Nợ ngắn hạn	138,372	111,848	188,137	173,388
Nợ dài hạn	29,926	26,534	26,534	2,533
Vốn chủ sở hữu	555,173	545,264	555,004	576,072
Nguồn vốn	552,229	540,231	551,346	573,940
Vốn điều lệ	154,208	154,208	154,208	154,208
Thặng dư vốn	302,727	302,727	302,727	302,727
LN chưa phân phối	48,230	11,950	23,065	45,341

KẾT QUẢ KINH DOANH ('triệu)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tổng doanh thu	213,038	178,429	261,074	356,877
Doanh thu thuần	210,109	176,076	259,550	354,632
COGS	160,359	127,531	174,009	248,100
Lợi nhuận gộp	49,750	48,545	85,541	106,532
Thu nhập hoạt động tài chính	5,090	4,262	3,436	1,765
Chi phí hoạt động tài chính	3,209	3,014	1,811	5,429
<i>Lãi vay phải trả</i>	1,895	1,622	1,942	1,273
Chi phí bán hàng	34,256	34,016	61,285	61,913
Chi phí quản lý DN	10,365	9,536	12,625	13,896
LN thuần từ HĐKD	7,010	6,241	13,256	27,059
Thu nhập khác	1,415	731	1,310	2,166
Chi phí khác	48	331	81	3,440
Tổng LN trước thuế	8,377	6,641	14,485	25,785
Chi phí thuế TNDN	1,265	1,142	2,593	3,509
Lợi nhuận sau thuế	7,112	5,499	11,892	22,276
Lợi nhuận ròng	7,112	5,499	11,892	22,276

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Doanh thu	47.4%	42.5%	19.6%	17.2%
Lợi nhuận gộp	52%	95%	34%	19.2%
Lợi nhuận ròng	-13%	296%	12%	-16%
Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận biên	23.7%	27.6%	33.0%	30.0%
EBIT biên	4.9%	4.7%	6.3%	7.6%
Lợi nhuận ròng biên	3.4%	3.1%	4.6%	6.3%
ROA (4Q)	5.7%	6.9%	7.0%	6.4%
ROE (4Q)	7.8%	9.2%	9.3%	8.4%
Chỉ tiêu quản lý				
Số ngày phải thu	16	13	17	16.8
Số ngày tồn kho	77	96	89	44.5
Số ngày phải trả	2	6	4	2.6
Hệ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành	5.3	2.0	1.9	1.7
Thanh toán nhanh	1.2	1.2	1.0	1.0
Thanh toán tiền mặt	0.6	0.8	0.5	0.3
Cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Vốn chủ	30.5%	25.6%	38.9%	30.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	23.3%	20.2%	27.9%	23.4%
Tổng tài sản/Vốn chủ	131.0%	126.5%	139.6%	131.0%
Chỉ tiêu trên cổ phần				
PE	4.3	3.6	3.5	4.0
EPS (per share)	2,716	3,256	3,326	3,034



Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	28/10/2011	BUY	15,900	11,600
Báo cáo cập nhật	17/02/2012	BUY	16,700	12,700

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái
Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsc.com.vn

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R