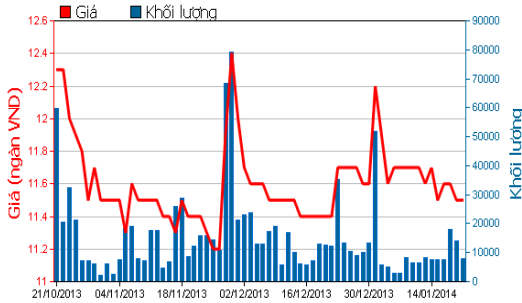


Ngành Mía Đường
Công ty Cổ phần Đường Ninh Hoà (HSX: NHS)
21/01/2014

Phạm Lê Duy Nhân Chuyên viên phân tích Email: nhanpld@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7593	Giá hiện tại:	11.500	-18%	-7%	0%	7%	18%
	Giá mục tiêu:	N/A	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm:	N/A	THEO DÕI				
	Tỷ suất cổ tức (F):	8.7%					

Diễn biến giá cổ phiếu NHS

Tóm tắt nội dung

Trong điều kiện các doanh nghiệp mía đường đang niêm yết khác cho thấy nhiều khó khăn trong vụ ép mía 2012/13 khi biên lãi gộp bị ăn mòn và lợi nhuận sụt giảm so với năm trước, thì NHS đã chứng tỏ được hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của mình khi lợi nhuận thuần 9T2013 đã vượt con số thực hiện năm 2012 và kế hoạch cả năm 2013 lần lượt là 18,3% và 155%.

Thông tin giao dịch
21/01/2014

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	14.200
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	11.200
Số lượng CP niêm yết (CP)	30.375.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	60.750.000
KLGD bình quân 30 phiên(CP)	121.261
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
% sở hữu nước ngoài	3,85%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	303,75
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	698,63

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đường Ninh Hoà
Địa chỉ	Xã Ninh Xuân, huyện Ninh Hòa, tỉnh Khánh Hòa
Doanh thu chính	Đường RS
Chi phí chính	Mía nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Đảm bảo đầu ra, vùng nguyên liệu tập trung
Rủi ro chính	Chi phí nguyên liệu cao, dư thừa nguồn cung

Danh sách cổ đông (16/12/2013)	%
CTCP Đầu tư Thành Thành Công	19,427
CTCP Điện Gia Lai	11,389
CTCP Mía đường TTC Tây Ninh	9,87
Cty TNHH TMDT Thuận Thiên	7,27
Khác	52.04

Xét trong giai đoạn 5 năm từ 2008-2013E, doanh thu và lợi nhuận của NHS tăng trưởng đều đặn bất chấp khó khăn chung của ngành. CAGR của doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn này đạt lần lượt 30,4% và 26,1%, là doanh nghiệp duy nhất trong số 07 doanh nghiệp mía đường niêm yết có lợi nhuận tăng trưởng dương trong năm 2013.

Không có đột biến trong hoạt động kinh doanh quý IV/2013. Ước tính cả năm 2013, NHS đạt 100 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với EPS 2013 đã pha loãng là 2.737 đồng/cổ phiếu và P/E trailing vào khoảng 4,2x. Lợi nhuận dự kiến năm 2014 vào khoản 103 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2014 chỉ còn ở mức 1.695 đồng/cổ phiếu (-38% so với cùng kỳ). Như vậy P/E forward của NHS sẽ vào khoảng 6.8x.

Theo nhận định của chúng tôi, việc thực hiện chiến lược gia tăng sản lượng trong ngắn và trung hạn sẽ đem lại nhiều rủi ro cho NHS, mặc dù doanh nghiệp cũng đang rất cố gắng để hạ giá thành sản xuất. Năm 2015 cũng là thời điểm thuế suất mặt hàng đường nhập từ các nước trong khối ASEAN về 0%. Nếu thời hạn này không được gia hạn (đang xin nối đến 2018) thì đây là thông tin tiêu cực cho NHS nói riêng và ngành công nghiệp mía đường nội địa nói chung.

Doanh nghiệp	Mã CP	EPS 2013 (đồng)	ROE 2008-12 (%)	Vốn hoá 21/01/2014 (tỷ)	P/E 2013 điều chỉnh
CTCP Mía đường Thành Thành Công	SBT	1.744	21,6	1.764,1	7,3
CTCP Đường Biên Hoà	BHS	1.003(E)	28,4	787,4	12,4
CTCP Đường Ninh Hoà	NHS	2.737	32,4	698,6	4,2
CTCP Mía đường Nhiệt điện Gia Lai	SEC	2.327	33,6	677,5	6,3
CTCP Đường Kon Tum	KTS	2.600	47,3	78,6	6
Bình quân trọng số					7,6x

Nguồn: FPTTS

Khuyến nghị đầu tư

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2013, NHS đạt 100 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với EPS 2013 đã pha loãng là 2.737 đồng/cổ phiếu và P/E trailing vào khoảng 4,2x. Năm 2014, chúng tôi cho rằng hiệu quả của nguồn vốn huy động từ đợt phát hành cuối năm 2013 chưa được phát huy hoàn toàn trong khi tác động của việc pha loãng sẽ khiến số cổ phiếu lưu hành bình quân tăng 66% so với năm trước. Lợi nhuận dự kiến năm 2014 vào khoản 103 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2014 chỉ còn ở mức 1.695 đồng/cổ phiếu (-38% so với cùng kỳ). Như vậy P/E forward của NHS sẽ vào khoảng 6.8x.

Để thực hiện phương pháp định giá so sánh, chúng tôi lựa chọn ra một mẫu gồm NHS và 04 doanh nghiệp khác có ba yếu tố tương đồng: rủi ro, tiềm năng tăng trưởng và tính chất của dòng tiền. Theo đó, mức P/E hợp lý cho mẫu các cổ phiếu mía đường này thời điểm hiện tại vào khoảng 7,6x. Với mức P/E này, giá mục tiêu của NHS vào khoảng 12.900 đồng/cp, cao hơn 12% so với giá giao dịch của cổ phiếu này ngày 21/11/2013.

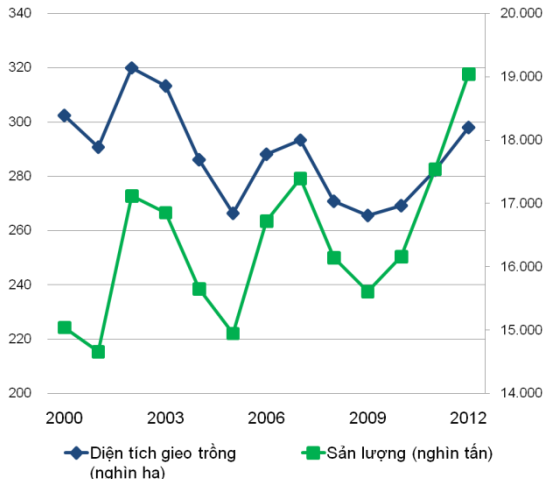
Theo thang đo, mức chênh lệch này lớn hơn 7% và nhỏ hơn 18% tương ứng với khuyến nghị THÊM. Tuy nhiên, ngành mía đường hiện tại đang trải qua chu kỳ suy thoái, cổ phiếu của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành này dù tốt hay xấu đều bị thị trường chiết khấu đi ít nhiều tiềm năng tăng trưởng và phải chấp nhận giao dịch ở một mức P/E thấp hơn thực tế. Do đó chúng tôi lùi một mức thang đo và đưa khuyến nghị THEO DÕI đối với NHS, cổ phiếu mía đường hoạt động hiệu quả nhất trong năm 2013.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro dư thừa nguồn cung

Theo tổng kết của Hiệp hội Mía đường Việt Nam, vụ mía đường 2012/13 cả nước sản xuất được 1,53 triệu tấn đường (+17% y-o-y) và dự kiến vụ tới là 1,6 triệu tấn. Trong khi đó tổng lượng đường

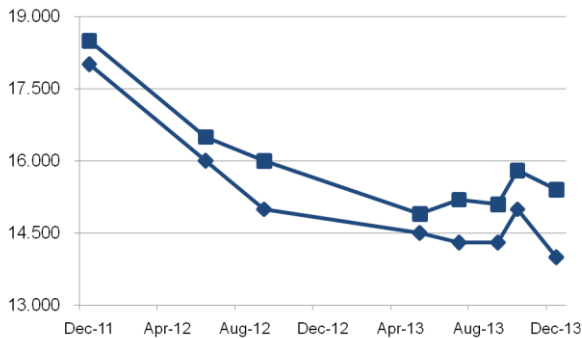
Diện tích và sản lượng mía hàng năm



Nguồn: Bộ NN&PTNT

**Tính chất chu kỳ của ngành đường được thể hiện rất rõ: khi diện tích gieo trồng và nguồn cung mía tăng lên quá cao sẽ gây áp lực làm giảm giá đường. Lợi nhuận bị thu hẹp sẽ khiến nông dân chặt mía và chuyển đổi cây trồng.*

Giá bán đường kính trắng (có VAT)



Nguồn: Bộ NN&PTNT

các nhà máy bán ra là 1.269.500 tấn, tăng so với cùng kỳ năm trước 58.000 tấn. Các doanh nghiệp trong nước xuất khẩu khoảng 200.000 tấn, nhập khẩu là 69.000 tấn (theo quota năm 2012). Ở phía ngược lại, mức tiêu thụ bình quân chỉ khoảng 100.000 tấn đường/tháng, tương đương niên vụ trước. Nỗi lo thừa đường còn có thể được xác nhận bằng cách nhìn vào lượng tồn kho cao trên BCTC 9T2013 của 7 doanh nghiệp đường đang niêm yết, con số này đáng ra phải thấp khi trong giai đoạn này doanh nghiệp đường cố gắng thanh lý hàng tồn để chuẩn bị vào vụ mới.

Vấn đề chính ở đây là nhu cầu không theo kịp với nguồn cung (bao gồm cả đường sản xuất trong nước và nhập khẩu). Tuy nhiên tính đến năm 2012 thì người Việt Nam trung bình chỉ tiêu thụ khoảng 15 kg/năm, thấp hơn nhiều so với mức bình quân của thế giới là 30 kg/năm (theo báo cáo của Tổ chức Đường Quốc tế 08/2012). Vì vậy, nhu cầu đường sẽ còn tăng trong tương lai và ngành sản xuất đường vẫn còn dư địa để phát triển, nếu giải quyết được bài toán lớn nhất là giá thành sản xuất.

Rủi ro cạnh tranh xuất phát từ chi phí sản xuất quá cao

Theo Cục Chế biến, Thương mại nông lâm thủy sản và nghề muối, giá mía nguyên liệu tại Việt Nam trong hơn 2 năm qua dao động từ 850.000 đến 1,1 triệu đồng, ước tính chi phí sản xuất 1 tấn đường ở mức 11-13 triệu đồng. Trong khi đó theo báo cáo của USDA cho vụ 2013/14 của Thái Lan, giá mía nguyên liệu quy đổi theo tỷ giá hiện hành vào khoảng hơn 600.000 đồng/tấn. Ngoài ra, mía do Hoàng Anh Gia Lai trồng tại Lào còn có giá thấp hơn nữa khi doanh nghiệp công bố giá mía chỉ vào khoảng 300.000 đồng/tấn mía và ước tính 4,7 triệu đồng/tấn đường.

Đường sản xuất trong nước đã và đang phải cạnh tranh rất khó khăn với đường nhập lậu từ Lào qua biên giới Tây Nam, vốn là đường có nguồn gốc Thái Lan. Thêm vào đó, nếu thực hiện đúng theo lộ trình Hiệp định thương mại hàng hóa các nước Đông Nam Á (ATIGA) thì đường mía và các loại đường khác (mã hàng 1701) sẽ nằm trong số 93% tổng danh mục hàng hóa có thuế suất về 0% vào năm 2015 khi xuất khẩu từ các nước ASEAN. Với giá thành sản xuất cao như hiện tại, rất khó để doanh nghiệp mía đường trong nước cạnh tranh với đường nhập khẩu.

Rủi ro nguyên vật liệu

Biến động giá cả nguyên vật liệu và sự ổn định của nguồn nguyên liệu theo từng vụ mùa ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của các công ty mía đường. Đối với NHS, vùng mía nguyên liệu hoàn toàn là đất của nông dân, tính manh mún cao và mức độ cơ giới hoá thấp do nông dân ngại đầu tư lớn. Giá thu mua không thể hạ quá thấp để tránh tình trạng chặt mía và chuyển đổi cây trồng.

Rủi ro pha loãng

Số cổ phiếu lưu hành đã gia tăng rất mạnh hai năm vừa qua do 2 đợt bán ưu đãi 1:2 và 1:1 cho cổ đông hiện hữu vào tháng 9/2012 và tháng 10/2013. Hoạt động tăng vốn này tuy có giúp NHS giảm gánh nặng nợ vay và bổ sung vốn đầu tư vào nhà máy, tuy nhiên chúng tôi đánh giá rủi ro pha loãng sẽ lớn trong các năm 2014, 2015 do hiệu quả của việc nâng cấp công suất nhà máy vẫn chưa cao, trong khi giá đường lại diễn biến bất lợi. ***Việc phát hành liên tiếp này còn khiến cho NHS khó duy trì một tỷ lệ cổ tức cao 20%-30% như năm 2012 trở về trước.***

Tổng quan doanh nghiệp

Vị thế doanh nghiệp

Với công suất ép mía 5.200 tấn mía/ngày và diện tích vùng nguyên liệu khoảng 12.850 ha tính đến vụ 2013/14, NHS là công ty có quy mô vừa trong số hơn 40 nhà máy hoạt động trong ngành sản xuất mía đường nội địa. Năm 2013, NHS sản xuất khoảng 60.000 tấn đường, chiếm 3,9% tổng sản lượng đường cả nước.

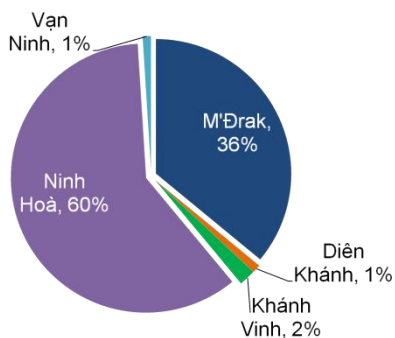
Nguồn nguyên liệu đầu vào

Vùng nguyên liệu của NHS chủ yếu tập trung tại Ninh Hoà (bán kính 10km) và M'Đrak (bán kính 60km). Diện tích khai thác tăng 12% từ 11.500 ha trong vụ 2012/13 lên 12.850 ha vụ 2013/14 trong khi năng suất bình quân cũng tăng từ 52,4 tấn mía/ha lên 56 tấn/ha. Chứa đường bình quân của khu vực này đạt khoảng 9,2 ccs.

Trong hai vụ mía gần đây, NHS giữ mức giá thu mua nguyên liệu trung bình khoảng 860.000-870.000 đồng/tấn cho mía 10 ccs (trên thực tế là 9 ccs). Doanh nghiệp chủ yếu thu mua trực tiếp từ nông dân mà không qua thương lái. Khu vực lân cận NHS còn có các công ty mía đường khác hoạt động như Phan Rang, S33, Khánh Hoà nhưng theo doanh nghiệp cho hay thì ít xảy ra trường hợp tranh giành mía nguyên liệu.

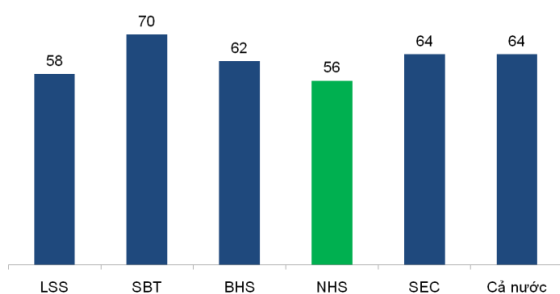
Có thể thấy được, năng suất mía của NHS ở mức khá thấp nếu so với mặt bằng chung 64 tấn/ha của cả nước, tuy chứa đường có cao hơn. NHS cho biết, vùng nguyên liệu của doanh nghiệp hoàn toàn là đất của nông dân. ***Người trồng mía nhỏ lẻ thường ngại đầu tư lớn, tính manh mún đất đai cao nên tỷ lệ cơ giới hoá rất thấp, hầu hết quá trình canh tác đều phải thực hiện thủ công.*** Để cải thiện vấn đề này, hiện doanh nghiệp đã cho triển khai thâm canh cơ giới trên cánh đồng mẫu 295ha trước khi nhân rộng mô hình.

Sản lượng mía thu mua theo vùng

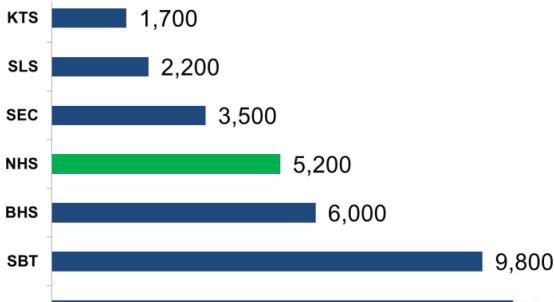


Nguồn: NHS

Năng suất bình quân năm 2013 (tấn mía/ha)



Nguồn: FPTS tổng hợp

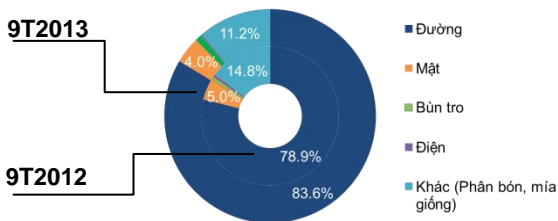
Công suất ép mía của các DNNY năm 2013 (tấn mía/ngày)


Nguồn: FPTS tổng hợp

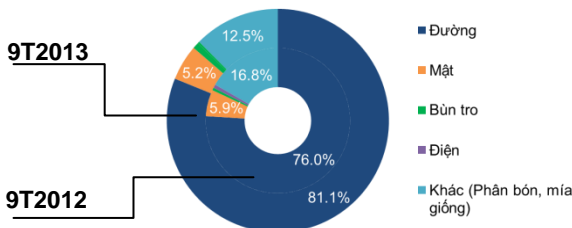
Năng lực sản xuất

Nhà máy mía đường có công suất ép phục vụ cho vụ 2013/14 là 5.200 tấn mía/ngày. Vụ ép mía của NHS bắt đầu khá trễ, vào cuối tháng 12 và kéo dài đến tháng 5 năm sau. Thời gian còn lại dùng để bảo trì nhà máy. **Trên thực tế, để đạt hiệu quả về kinh tế (economies of scale) thì quy mô tối thiểu của một nhà máy sản xuất mía đường phải từ 6000-8000 tấn mía/ngày.**

Tổ turbin máy phát điện có công suất 9MWH dùng hơi từ lò hơi đốt bằng bã mía trong quy trình sản xuất đường, chạy liên tục trong vụ ép mía. Theo ước tính của chúng tôi, 25% công suất điện sản xuất ra được cung cấp để vận hành toàn bộ cụm nhà máy, 75% còn lại được phát lên lưới điện quốc gia.

Cơ cấu doanh thu


Nguồn: NHS

Cơ cấu giá vốn


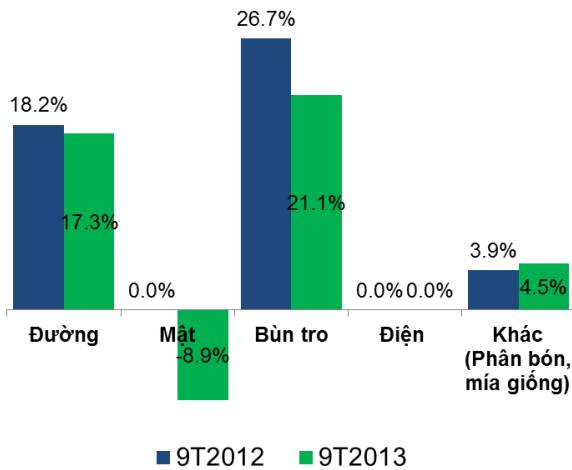
Nguồn: NHS

Sản phẩm và thị trường tiêu thụ

- **Sản phẩm đường:** Hiện nay NHS vẫn chỉ sản xuất đường kính trắng (RS) đóng trong 2 loại bao bì 50 kg và 1kg. Loại đường này được sử dụng trực tiếp làm thực phẩm hoặc sử dụng làm nguyên liệu trong chế biến công nghiệp (bánh kẹo, nước giải khát...). NHS chủ yếu phát triển kênh bán buôn, khách hàng chính là các doanh nghiệp thương mại chứ không bán trực tiếp cho khách hàng công nghiệp. Ngoài ra NHS còn cung cấp đường RS cho một số doanh nghiệp như SBT hay BHS có khả năng tinh luyện thành đường RE có giá bán cao hơn. **Đáng lưu ý là trong BCTC 2 năm gần nhất, doanh thu bán đường của NHS cho các bên liên quan (SBT, BHS, CTCP Đầu tư Thành Thành Công...) chiếm tỷ trọng khá lớn trên doanh thu.**
- **Mật rỉ thu được từ** quá trình kết tinh đường với tỷ lệ khoảng 4,0-4,5 kg mật/100 kg mía, được xuất bán cho CTCP Đầu tư Thành Thành Công.
- **Điện thương phẩm** có sản lượng hàng năm vào khoảng 8 triệu MW, khách hàng tiêu thụ chính là CTCP điện lực Khánh Hòa.
- **Bùn tro cũng** là một phụ phẩm khác trong quá trình sản xuất đường, được cung cấp cho nông dân để chôn bón trong nông nghiệp, tuy có biên lợi nhuận cao trên 20% nhưng chiếm tỷ trọng chưa đến 1% trong doanh thu hàng năm.
- **Các sản phẩm khác:** phân-thuốc được sử dụng trong chăm bón và mía giống được cung cấp cho các hộ nông dân trong vùng nguyên liệu.

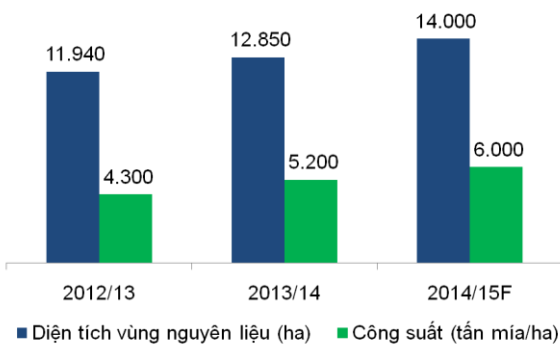
Giá thành sản xuất đường và giá bán đường thành phẩm

Giá thu mua mía nguyên liệu tại ruộng trong 2 vụ gần đây theo doanh nghiệp cho biết vào khoảng 860.000-870.000 đồng/tấn mía cho mía 10 ccs, chi phí vận chuyển bình quân 120.000

Biên lợi nhuận gộp các dòng sản phẩm


Nguồn: NHS

*Các sản phẩm khác ngoài đường hoặc chiếm tỷ trọng rất thấp trên tổng doanh thu, hoặc có biên lợi nhuận gộp thấp (thậm chí âm). Chủ yếu để giảm giá thành sản xuất đường.

Diện tích nguyên liệu và công suất nhà máy qua các năm


Nguồn: NHS

đồng/tấn mía. Với tỷ lệ cơ giới hoá thấp, mía nguyên liệu chiếm đến khoảng 84% giá thành sản xuất đường, 16% còn lại bao gồm chi phí khấu hao nhà máy và nhân công. Như vậy, chúng tôi ước tính giá thành sản xuất 1 tấn đường do NHS sản xuất rơi vào khoảng 12,2-12,3 triệu đồng.

Theo NHS, giá bán đường bình quân trong năm 2012 vào khoảng 14.300 đồng/kg, là giá xuất bán đi đã bao gồm chi phí vận chuyển chứ không phải giá giao tại kho. Doanh nghiệp còn cho biết giá bán đường dự kiến trong năm 2014 sẽ sụt giảm xuống mức 14.000 đồng/kg. **Điểm đáng lưu ý là do doanh thu của NHS chủ yếu đến từ khách hàng kinh doanh nên bên cạnh thuận lợi là đảm bảo đầu ra, NHS không có khả năng giữ giá bán và phụ thuộc lớn vào biến động thị trường.** Điều này là nhược điểm của NHS nếu so với các doanh nghiệp mía đường có lượng khách hàng công nghiệp cố định như SBT hay có kênh bán lẻ phát triển như BHS.

Kế hoạch đầu tư

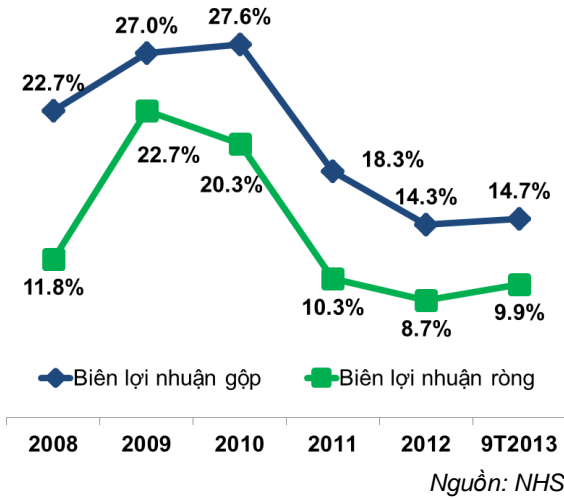
- **Về vùng nguyên liệu:** NHS hiện đang xin bổ sung diện tích quy hoạch 500 ha tại huyện M'Đrăk, tỉnh Đắk Lắk và khoảng 1.000 ha tại tỉnh Khánh Hoà với mục tiêu nâng tổng diện tích nguyên liệu toàn vùng lên hơn 14.000 ha vào năm 2015. Công ty đang đẩy mạnh chính sách khuyến nông, đưa cơ giới, kỹ thuật canh tác mới vào đồng ruộng, tăng diện tích vùng nguyên liệu bằng cách hỗ trợ lãi suất đầu tư trồng mía và mua sắm máy móc thiết bị canh tác mía, hỗ trợ tiền mía giống, hỗ trợ chi phí trồng mía giống thử nghiệm, khảo nghiệm giống mía mới có năng suất cao hơn.
- **Về năng lực sản xuất:** Dự án đầu tư nâng cấp nhà máy bao gồm 02 giai đoạn thì NHS đã hoàn tất giai đoạn (I) với việc nâng công suất ép mía lên 5.200 tấn mía/ngày trong vụ 2013/14. Giai đoạn (II) với mục tiêu 6.000 tấn mía/ngày và có thể tinh luyện đường RE đạt tiêu chuẩn Châu Âu, dự kiến được hoàn thành vào cuối năm 2014 để phục vụ cho vùng nguyên liệu mở rộng trong vụ ép 2014/15. Tổng mức đầu tư cho dự án này vào khoảng 20 triệu USD, trong đó có 12 triệu USD được vay từ HSBC Việt Nam và khoảng 43 tỷ đồng từ ACB Leasing. Số vốn đối ứng còn lại được NHS huy động từ đợt phát hành cổ phiếu ưu đãi cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1:1 vào tháng 10/2013.

Theo nhận định của chúng tôi, việc thực hiện chiến lược gia tăng sản lượng trong ngắn và trung hạn sẽ đem lại nhiều rủi ro cho NHS, mặc dù doanh nghiệp cũng đang rất cố gắng để hạ giá thành sản xuất. Năm 2015 cũng là thời điểm thuế suất mật hàng đường nhập từ các nước trong khối ASEAN về 0%. Nếu thời hạn này không được gia hạn (đang xin nói đến

2018) thì đây là thông tin tiêu cực cho NHS nói riêng và ngành công nghiệp mía đường nội địa nói chung.

Phân tích hoạt động kinh doanh

Biên lợi nhuận gộp và ròng qua các năm

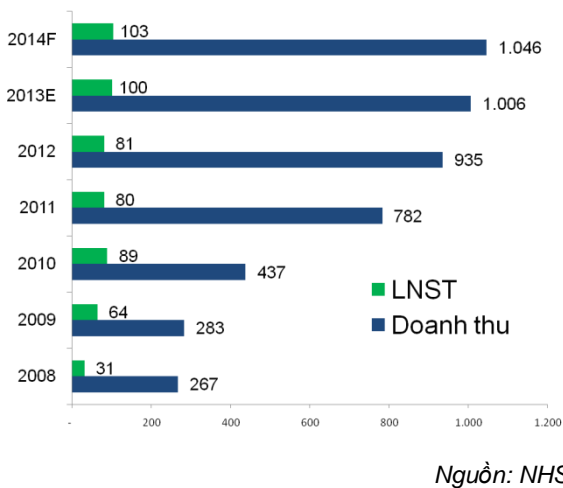


Hoạt động kinh doanh 9T2013

Chỉ tiêu	9T2012 (tỷ)	9T2013 (tỷ)	y-o-y (%)	% KH	Tỷ trọng trong DTT (%)	
					9T2012	9T2013
Tổng doanh thu	708,0	973,1	37,5%			
Doanh thu thuần	708,0	972,3	37,3%	99,6%		
Lợi nhuận gộp	106,9	143,3	34,1%		15,1%	14,7%
CP lãi vay	39,1	21,7	-44,3%		5,5%	2,2%
CP bán hàng	6,4	22,2	246,3%		0,9%	2,3%
CP quản lý	18,8	22,3	18,6%		2,7%	2,3%
Lợi nhuận HĐKD	76,0	90,6	19,2%		10,7%	9,3%
LNTT	80,3	119,1	48,4%	237,3%	11,3%	12,3%
Lợi nhuận thuần	66,7	96,1	44,0%	255,4%	9,4%	9,9%

Nguồn: NHS; FPTs tổng hợp

Doanh thu và LNST qua các năm (tỷ đồng)



Chỉ trong 9T2013, NHS đã gần như hoàn thành chỉ tiêu 977 tỷ doanh thu cho cả năm 2013. So với cùng kỳ năm trước, doanh thu thuần tăng mạnh 37,5%. Tính riêng doanh thu bán đường đã tăng gần 46%, được lý giải bởi việc gia tăng công suất nhà máy lên 4.300 tấn mía/ngày cho vụ ép 2012/13 giúp gia tăng sản lượng. Có thể thấy trong giai đoạn khó khăn của ngành mía đường Việt Nam khi giá bán sụt giảm mạnh, đầu ra của NHS vẫn được đảm bảo và tồn kho đường đầu vụ rất thấp. **Chúng tôi cho rằng, NHS là một mắt xích trong mạng lưới nhiều doanh nghiệp sản xuất và cung ứng đường mà trong đó NHS chỉ chuyên môn hoá vào sản xuất mà không cần phải lo lắng về đầu ra của sản phẩm. Rủi ro tiêu thụ đã được chuyển hoàn toàn đến các doanh nghiệp thương mại có liên quan với NHS.**

Biên lợi nhuận gộp sụt giảm nhẹ từ 15,1% xuống 14,7% trong khi tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu thuần tăng từ 0.9% lên 2.3% cùng kỳ. Điều này xuất phát từ việc doanh nghiệp thay đổi phương thức bán hàng: hàng được xuất bán đến tay khách hàng thay vì bán tại kho làm gia tăng chi phí vận chuyển nhưng vẫn giữ được giá bán ở mức cao khiến biên lãi gộp không thay đổi đáng kể.

Doanh thu tài chính sụt giảm mạnh hơn 60% do không còn khoản thu nhập đột biến như trong năm 2012 từ việc thanh lý khoản đầu tư tài chính dài hạn vào cổ phiếu STB. Tuy nhiên trong giai đoạn 9T2013, những khoản đầu tư vào các công ty liên kết, liên doanh như Mía đường Nhiệt điện Gia Lai, Mía đường 333 và Mía

đường Phan Rang đã sinh lời và đem về khoản cổ tức 7,3 tỷ. Ở phía ngược lại, chi phí tài chính (chủ yếu là chi phí lãi vay) cũng giảm mạnh 46% so với cùng kỳ khi vào tháng 09/2012 NHS đã phát hành cổ phiếu bằng mệnh giá cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:2 nhằm bổ sung vốn lưu động.

Ước tính KQKD 2013

Tính đến hết quý III/2013, giá trị tồn kho đường thành phẩm của NHS rất thấp, chỉ vào khoảng 32,9 tỷ đồng tương đương với khoảng 2.300 tấn đường. Doanh nghiệp còn cho biết, vụ ép mía và sản xuất 2013/14 bắt đầu khá trễ vào ngày 20/12/2013. Như vậy kết quả kinh doanh 9T2013 đã phản ánh gần như đầy đủ hoạt động của doanh nghiệp trong năm 2013 và chúng tôi cho rằng **sẽ không có sự đột biến lớn trong kết quả quý IV/2013**. NHS còn cho biết trong năm 2013, doanh nghiệp tiêu thụ được khoảng hơn 60.000 tấn đường với mức giá bán bình quân 14.300 đồng/kg.

Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu bán đường cả năm 2013 sẽ xấp xỉ 846 tỷ đồng trong khi doanh thu các sản phẩm khác như mật, bùn tro, điện và phân không phát sinh nhiều do phần lớn thời gian của quý IV/2013 nhà máy ngừng hoạt động. Lợi nhuận sau thuế cả năm ước tính đạt khoảng 100 tỷ (+23.5% so với cùng kỳ).

Tóm lại, trong điều kiện các doanh nghiệp mía đường đang niêm yết khác cho thấy nhiều khó khăn trong vụ ép mía 2012/13 khi biên lãi gộp bị ăn mòn và lợi nhuận sụt giảm so với năm trước, thì NHS đã chứng tỏ được hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của mình khi lợi nhuận thuần 9T2013 đã vượt con số thực hiện năm 2012 và kế hoạch cả năm 2013 lần lượt là 18,3% và 155%.

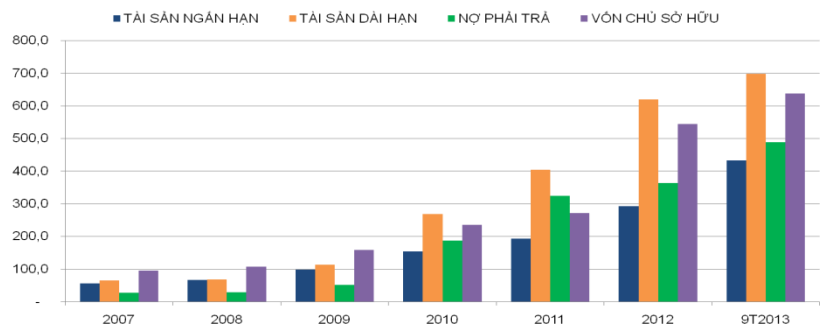
Xét trong giai đoạn 5 năm từ 2008-2013E, doanh thu và lợi nhuận của NHS tăng trưởng đều đặn bất chấp khó khăn chung của ngành. CAGR của doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn này đạt lần lượt 30,4% và 26,1%, là doanh nghiệp duy nhất trong số 07 doanh nghiệp mía đường niêm yết có lợi nhuận tăng trưởng dương trong năm 2013.

Triển vọng 2014

Diện tích vùng nguyên liệu và công suất của NHS được mở rộng trong vụ mới. Cụ thể, công suất dự kiến tăng lên 5.200 tấn mía/ngày (+21% so với vụ trước). Diện tích mía nguyên liệu cũng dự kiến tăng tương ứng lên 12.850 ha (+7,7% so với vụ trước). Năng suất kỳ vọng cải thiện 7,4% lên mức 56,3 tấn/ha.

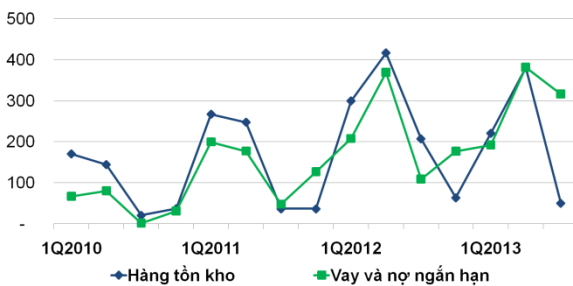
Trong năm này NHS dự kiến đưa vào ép 700.000 tấn mía (+11,9% so với vụ trước), ước tính tăng sản lượng sản xuất lên 7%, tương ứng khoảng 64.000 tấn đường RS. Giá bán bình quân dự kiến giảm nhẹ 2,1% so với năm trước. Dựa vào khả năng gắn kết của NHS với mạng lưới tiêu thụ gồm những doanh nghiệp thương mại, chúng tôi đánh giá NHS trong năm tới hoàn toàn có thể tiêu thụ hết sản lượng đường sản xuất được của vụ 2013/14. Trên cơ sở đó, ước tính doanh thu bán đường năm 2014 của NHS sẽ vào khoảng 886 tỷ đồng. Tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.046 tỷ đồng và 103 tỷ đồng.

Tình hình tài sản và nguồn vốn



Nguồn: NHS

Tình hình hàng tồn kho và vay nợ ngắn hạn qua các quý



Nguồn: NHS

Hàng tồn kho: Đối với một doanh nghiệp mía đường, khoản mục này mang tính chất chu kỳ cao và thường đạt mức thấp nhất vào cuối quý III hàng năm là thời điểm trước khi bước vào vụ sản xuất mới. Giá trị hàng tồn kho của NHS vào thời điểm 30/09/2013 đạt 50,2 tỷ đồng (4,4% tổng tài sản), giảm tương ứng 76% so với cùng kỳ mặc dù sản lượng sản xuất tăng hơn 11%. Đây là một ưu điểm của NHS, nếu so với lượng hàng tồn kho rất cao trong cùng thời điểm tại các doanh nghiệp đường khác như SBT (332 tỷ, chiếm 11% tổng tài sản) hay BHS (496 tỷ, chiếm 25.3% tổng tài sản).

Vay và nợ ngắn hạn: cũng là khoản mục có chu kỳ khá trùng khớp với hàng tồn kho. Dư nợ vay ngắn hạn thường đạt đỉnh vào quý I và quý II hàng năm, là thời điểm mà doanh nghiệp tích cực xin giải ngân để đầu tư cho nông dân trồng mía, mua nguyên vật liệu phục vụ sản xuất. Tổng hạn mức dư nợ năm 2013 của NHS khoảng 300 tỷ đồng, được cấp bởi 05 Ngân hàng thương mại khác nhau. Doanh nghiệp cho biết lãi suất bình quân ở mức rất thấp, chỉ vào khoảng 7%/năm.

Đầu tư tài chính dài hạn: Tính đến thời điểm 30/09/2013, ngoài danh mục 109 tỷ đồng đầu tư dài hạn vào cổ phiếu, NHS còn góp vốn vào 03 đơn vị thành viên: CTCP Mía đường Phan Rang (45,1%), CTCP Mía đường 333 (42,1%) và CTCP Mía đường Nhiệt điện Gia Lai (22,98%).

DIỄN GIẢI VỀ MỨC KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT nắm giữ 0 cổ phiếu NHS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888