

Ngành Mía đường

Báo cáo cập nhật Q1/2016

11/04/2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng(VND) **15.900**

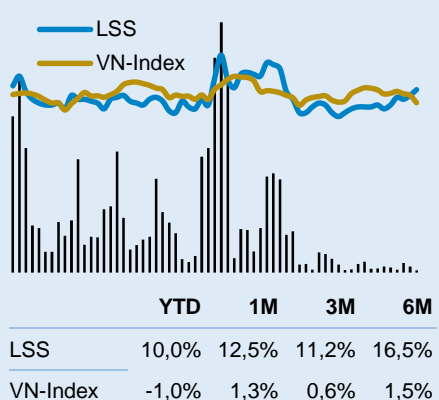
Giá thị trường (11/4/2015) 10.200

Lợi nhuận kỳ vọng (%) 56%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	7.860 - 11.200
Vốn hóa	714 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	70.000.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	572.849 CP
% sở hữu nước ngoài	2,2%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	600 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,88%
Beta	0,92

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 622

phanthuytrang@baoviet.com.vn

CTCP Mía đường Lam Sơn

Ticker: LSS

Reuters: LSS.HM

Bloomberg: LSS VN

Lợi thế cạnh tranh về chi phí nguyên vật liệu

KQKD Quý 1/2016. Với cơ cấu 90% khách hàng công nghiệp, ký hợp đồng chủ yếu vào thời điểm chính vụ sản xuất kéo dài từ tháng 12 đến tháng 4 hàng năm, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng 20% YoY, ước đạt 32.000 tấn vào quý 1/2016. Lũy kế 9 tháng, BVSC ước tính sản lượng tiêu thụ của mía đường Lam Sơn có thể đạt khoảng 79.000 tấn. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế dự báo đạt lần lượt 469 tỷ đồng và 18 tỷ đồng.

Triển vọng niên độ 2015/2016. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của LSS đạt 1.982 tỷ đồng và 83 tỷ đồng.

- Tổng sản lượng sản xuất dự báo đạt 114.000 tấn, trong đó sản lượng sản xuất từ mía đạt 90.000 tấn và sản lượng sản xuất từ đường thô đường vàng thu mua trong nước đạt 24.000 tấn. Trong niên vụ 2015/2016, chúng tôi cho rằng LSS sẽ phải tăng nhập đường thô để bù đắp cho việc thiếu hụt sản lượng đường do vùng nguyên liệu sụt giảm.
- Giá bán đường trung bình dự báo đạt khoảng 14.341 đồng/kg trên cơ sở tham chiếu giá bán trung bình trong 2 quý đầu niên vụ và giá bán trung bình dự báo trong quý 3 và quý 4 niên vụ 2015/2016.
- Doanh thu từ mía đường Nông Cống chúng tôi giả định sẽ được hợp nhất vào kết quả kinh doanh của LSS trong quý 3 và 4 niên vụ 2015/2016, khoảng 209 tỷ đồng do LSS mới thực hiện nâng tỷ lệ sở hữu tại Mía đường Nông Cống lên 56,62% từ đầu tháng 1/2016. Chúng tôi giả định sản phẩm đường Nông Cống tạm thời trong niên vụ này vẫn được bán độc lập với sản phẩm của LSS với giá bán được tham chiếu theo giá bán trên thị trường và sẽ thấp hơn khoảng 2% so với giá bán của LSS. Sản lượng tiêu thụ ước tính khoảng 12.600 tấn trong 2 quý còn lại của niên vụ.
- Tổng sản lượng tiêu thụ điện của LSS ước đạt khoảng 65 triệu kWh, trong đó tỷ lệ sử dụng nội khối là 40%, tương đương với sản lượng điện thương phẩm vào khoảng 39 triệu kWh. Giá bán điện ở mức 1.300 đồng/kWh.
- Mật rỉ. Với sản lượng mía đạt khoảng 900.000 tấn, chúng tôi ước tính sản lượng mật rỉ khoảng 37.165 tấn. Giá bán mật rỉ của LSS trung bình niên vụ 2015/2016 ước đạt khoảng 2.050 đồng/kg.

Khuyến nghị đầu tư. Triển vọng trong ngắn hạn của ngành đường khá tốt, ít nhất trong 2 năm tới khi hàng rào hạn ngạch chưa hoàn toàn gỡ bỏ theo Hiệp định thương mại ASEAN (ATIGA). Bên cạnh đó, El Nino cực đại trong niên vụ 2015/2016 cũng tác động tích cực tới giá đường thế giới, qua đó ảnh hưởng tốt tới giá đường trong nước. LSS đã ký hợp đồng giá mía cố định với người nông dân trong 3 năm cho tới năm 2018. Trong trường hợp giá đường tăng, LSS sẽ hưởng trọn vẹn phần tăng giá này. Chúng tôi cho rằng LSS hiện đang giao dịch với mức giá dưới giá trị nội tại của doanh nghiệp, mức giá hợp lý của LSS chúng tôi xác định vào khoảng **15.900 đồng/CP** và khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu LSS.

CƠ CẤU SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	2,17%
Khác	97,83%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Hiệp hội mía đường Lam Sơn	22,34%
CTCP Phát triển Thương mại dịch vụ Thăng Long	4,76%
CTCP Thương mại và đầu tư Thăng Long Hà Nội	12,61%
Khác	60,29%

DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015/2016	2016/2017
Doanh thu	1.889	1.847	1.733	1.982	2.255
Giá vốn	1.713	1.622	1.525	1.713	1.945
Lợi nhuận gộp	176	226	207	268	311
Doanh thu tài chính	8	5	4	4	5
Chi phí tài chính	95	99	65	44	55
Lợi nhuận sau thuế	37	42	46	83	92

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015/2016	2016/2017
Tiền & khoản tương đương tiền	128	30	230	233	499
Các khoản phải thu ngắn hạn	483	245	319	364	415
Hàng tồn kho	443	395	229	255	291
Tài sản cố định hữu hình	1.432	1.395	1.369	1.411	1.362
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	64	53	35	35	35
Tổng tài sản	2.676	2.183	2.245	2.371	2.684
Nợ ngắn hạn	741	397	512	596	789
Nợ dài hạn	300	200	2		
Vốn chủ sở hữu	1.275	1.301	1.469	1.481	1.562
Tổng nguồn vốn	2.676	2.183	2.245	2.371	2.684

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015/2016	2016/2017
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-7%	-2%	-6%	14,3%	13,8%
Tăng trưởng LNST (%)	-91,0%	11,8%	10,6%	79,3%	11,0%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	9,3%	12,2%	11,9%	13,5%	3,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	2,0%	2,3%	2,6%	4,2%	4,1%
ROA (%)	1,39%	1,91%	2,05%	3,32%	3,15%
ROE (%)	2,92%	3,20%	3,13%	5,32%	5,41%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	52,34%	40,41%	34,54%	37,6%	41,8%
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	110%	68%	53%	60%	71%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	744	832	657	1.126	1.208
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.114	25.772	20.974	21.084	22.133

KQKD quý 1/2016 (quý 3 niên vụ 2015/2016)

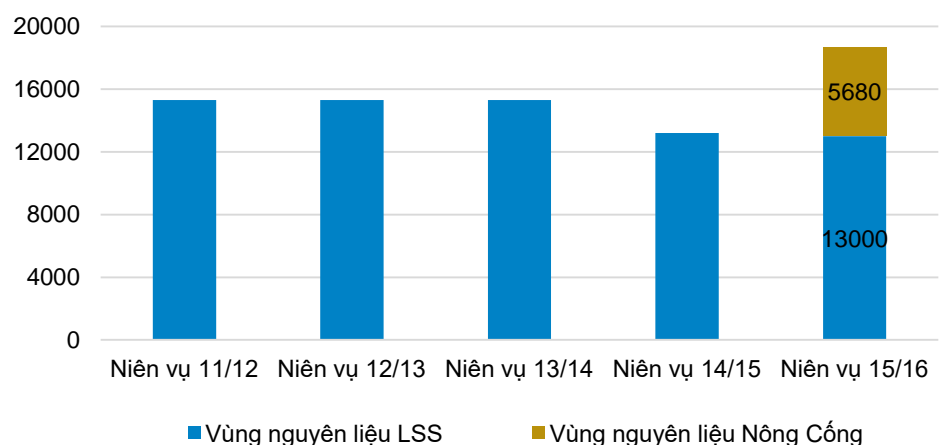
Sản lượng tiêu thụ dự báo tăng trưởng tốt do vào vụ sản xuất chính. Vụ ép mía của mía đường Lam Sơn bắt đầu từ ngày 12/12/2015 và dự kiến kết thúc vào 10/04/2016. Ước tính tổng sản lượng đường tiêu thụ trong 2 quý đầu niên vụ 2015/2016 vào khoảng 48.000 tấn. Với 90% cơ cấu khách hàng là những khách hàng doanh nghiệp lớn như CocaCola, Pepsi,... ký hợp đồng chủ yếu vào chính vụ sản xuất, do đó sản lượng tiêu thụ trong quý 1/2016 được dự báo sẽ tăng trưởng tốt. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế quý 1 ước đạt lần lượt 469 tỷ đồng và 18 tỷ đồng với khoảng 32.000 tấn được tiêu thụ.

Niên vụ 2015/2016, những nhân tố ảnh hưởng chính

Vùng nguyên liệu niên vụ 2015/2016 bị thu hẹp do quỹ đất bị cạnh tranh với các dự án khác. Vùng nguyên liệu của LSS niên vụ 2015/2016 giảm xuống còn khoảng 13.000 ha so với 15.000 ha niên vụ trước đó do một phần diện tích trồng mía tại nông trường Thống Nhất chuyển sang làm trang trại chăn nuôi bò và trồng cỏ cho CTCP Sữa Việt Nam Vinamilk. Ngoài ra, tỉnh Thanh Hóa quyết định thành lập Khu công nghiệp CNC Lam Sơn - Sao Vàng và quỹ đất dành cho cảng hàng không Thọ Xuân khiến cho quỹ đất trồng mía của LSS bị thu hẹp.

Tuy nhiên, vùng nguyên liệu của LSS trong niên vụ 2015/2016 sẽ được hợp nhất thêm 5.680 ha từ CTCP Mía đường Nông Cống khi LSS mua lại 56,61% cổ phần của công ty này. Tổng diện tích vùng nguyên liệu của LSS và công ty con như vậy sẽ vào khoảng 18.680 ha. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng LSS sẽ chưa sử dụng ngay vùng nguyên liệu từ Nông Cống cho 2 nhà máy đường hiện tại do nhà máy đường Nông Cống cũng sẽ vẫn cần vùng nguyên liệu cho sản xuất.

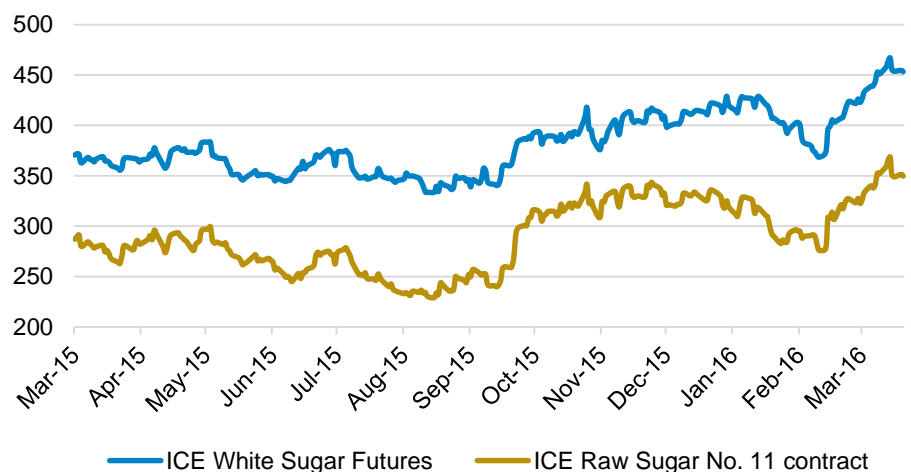
Diện tích vùng nguyên liệu LSS qua các năm



Nguồn: LSS, BVSC thu thập

Giá đường thế giới và trong nước đang diễn biến theo chiều hướng tích cực. Giá đường thế giới tăng tương đối mạnh trong khoảng 1 tháng trở lại đây do ảnh hưởng từ hiện tượng El Nino cùng với đà phục hồi của giá dầu. So với mức đáy tại thời điểm giữa tháng 2, giá đường trắng và đường thô kỳ hạn trên sàn ICE có lúc đã tăng lần lượt 18,5 và 20,6%. Xu hướng chung trong cả niên vụ 2015/2016 cũng được dự báo theo chiều hướng tích cực do cung cầu trong ngắn hạn chuyển từ trạng thái thặng dư sang thâm hụt.

Diễn biến giá đường thế giới (USD/tấn)

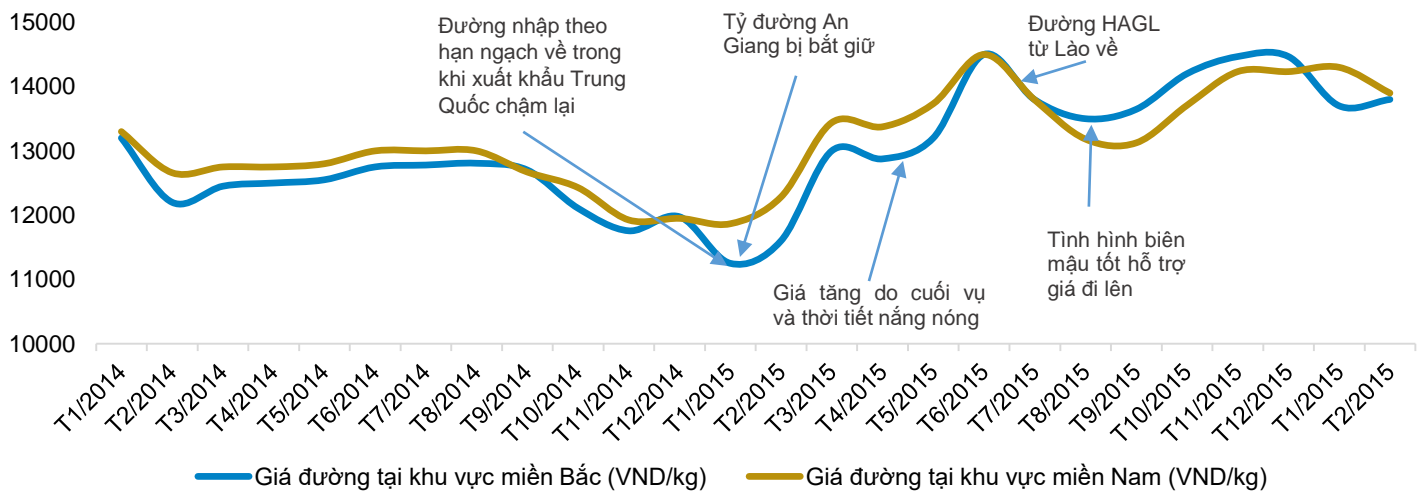


Nguồn: Bloomberg

Giá đường trong nước. Tại Việt Nam, El Nino gây ảnh hưởng mạnh hơn tại khu vực phía Nam so với phía Bắc. Tình trạng nắng nóng, thân ngập mặn đến héo quắt, vàng lá diễn ra tại các tỉnh khu vực đồng bằng sông Cửu Long. Theo AgroMonitor, diện tích mía tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long đã giảm 12% trong niên vụ 2015/2016 so với niên vụ trước chưa tính tới ảnh hưởng của hạn hán. Tình trạng thiếu hụt mía nguyên liệu sẽ làm giảm sản lượng đường sản xuất, giúp cân bằng với đường nhập lậu tràn mạnh vào Việt Nam qua các tỉnh biên giới Tây Nam vào tháng 2 vừa qua. Theo đó, giá đường trong nước được dự báo sẽ tăng trong thời gian sắp tới, đặc biệt là thời điểm cuối vụ (T3, T4 hàng năm) và cao điểm nắng nóng vào những tháng giữa năm.

Độ nhạy giá đường miền Bắc mạnh hơn đối với vấn đề biên mậu và đường nhập từ Lào của Hoàng Anh Gia Lai (HAGL). Giá đường tại thị trường miền Bắc có độ nhạy mạnh hơn đối với vấn đề biên mậu và đường hạn ngạch so với đường nhập lậu. Cụ thể, đường Lam Sơn nằm tại khu vực phía Bắc, do đó cũng chịu ảnh hưởng tiêu cực về giá tại những thời điểm tình hình cửa khẩu không thuận lợi và đường HAGL tràn về. Đường HAGL thường nhập về khoảng tầm tháng 7, tháng 8 trong năm, trong khi tình hình biên mậu thường khó khăn hơn vào thời điểm cuối năm. Đây cũng là một trong những nguyên nhân kéo giá bán những quý đầu niên độ của LSS thường thấp hơn so với các tháng còn lại trong niên độ kế toán.

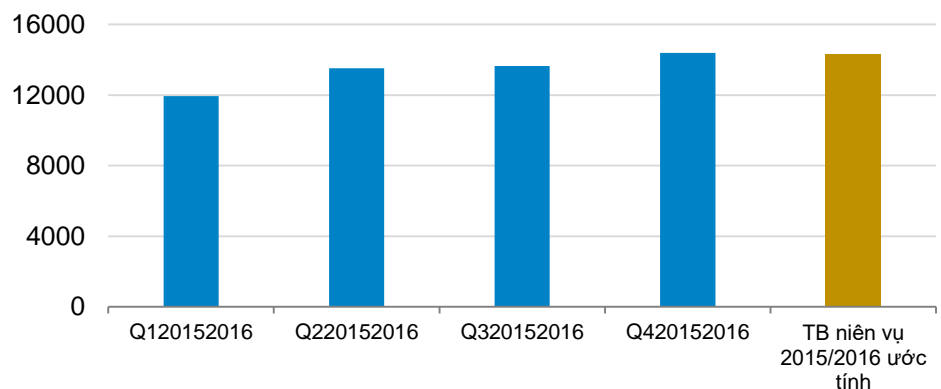
Giá đường tại khu vực miền Bắc và miền Nam niên vụ 2014-2015



Nguồn: Agromonitor, BVSC tổng hợp

Giá bán buôn trung bình hiện tại của LSS trong quý 1/2016 khoảng 13.900 đồng/kg và giá bán lẻ khoảng 15.250 đồng/kg, trung bình khoảng 14.665 đồng/kg. Chúng tôi cho rằng giá bán của LSS trong quý 2/2016 có thể duy trì tương đương với quý 1/2016 bất chấp giá đường thế giới đang có sự điều chỉnh sau đợt tăng khoảng 20% trong tháng 3, nhưng do trong nước bước vào thời điểm cuối vụ khiến cho giá đường sẽ có xu hướng tăng trở lại. Xét cả niên vụ 2015/2016, giá đường giá bình quân của LSS chúng tôi ước tính vào khoảng 14.341 đồng/kg.

Giá bán đường ước tính của LSS (đồng/kg)



Nguồn: BVSC ước tính

Giá thành sản xuất. Cơ cấu giá thành trên mỗi tấn đường của LSS bao gồm chi phí mía chiếm khoảng 78%, khấu hao chiếm khoảng 8% và chi phí nhân công chiếm khoảng 5%. Với mức thu mua mía của LSS khoảng 900.000 đồng/tấn, chúng tôi ước tính giá thành của LSS hiện vào khoảng 13.381 đồng/kg.

Ước tính giá thành sản xuất của LSS niên vụ 2015-2016

Loại chi phí Đơn giá (VND/tấn) Diễn giải

Báo cáo cập nhật Q1/2016

Chi phí mía & các chi phí phụ liệu khác	10.295.317	LSS hiện đang thu mua mía từ người nông dân với mức 900.000 VND/tấn, chứ đường khoảng 10 CCS, cộng thêm chi phí vận chuyển và các chi phí nguyên phụ liệu khác, tổng cộng chi phí mía tính vào giá thành của LSS chúng tôi ước tính vào khoảng 10.295.317 VND/tấn đường.
Chi phí nhân công	708.197	Nhà máy của LSS đang vận hành với khoảng 500 công nhân trực tiếp. Tỷ trọng chi phí nhân công của LSS trong các năm quá khứ khoảng 5% giá thành sản xuất. Dựa trên định mức nhân công của LSS, chúng tôi ước tính chi phí nhân công phân bổ vào giá thành mỗi tấn đường khoảng 708.197 VND/tấn.
Chi phí khấu hao	1.226.024	2 nhà máy của LSS trong đó nhà máy 1 đã gần hết khấu hao, chi phí khấu hao cho nhà máy 2 hiện khoảng 120 tỷ VND/năm, tương ứng với mức 1.226.024 VND/tấn đường.
Chi phí khác	1.151.205	
Tổng cộng	13.380.744	

Như vậy, với giá bán ước tính khoảng 14.341 đồng/kg, hiện nay LSS đang lãi khoảng 961 ngàn đồng/tấn đường. Với sản lượng tiêu thụ ước tính khoảng 113.690 tấn, LSS có thể đạt biên gộp cho hoạt động sản xuất kinh doanh đường khoảng 100 tỷ đồng trong niên vụ 2015/2016.

Dự báo KQKD niên vụ 2015/2016

Chúng tôi dự báo KQKD niên vụ 2015/2016 của LSS dựa trên kịch bản giá đường trong quý cuối cùng của niên vụ 2015/2016 (quý 2/2016) tương đương với giá bán của quý 1/2016 (quý 3 niên vụ 2015/2016), khoảng 14.665 đồng/kg. Lý do chúng tôi đưa ra cơ sở dự báo giá đường quý 2/2016 sẽ vẫn duy trì được mức tương đương của quý 1/2016 là do cả nước bước vào thời điểm cuối vụ nên giá đường trong nước có thể có triển vọng tốt trong bối cảnh giá đường thế giới bắt đầu vào lúc điều chỉnh sau giai đoạn tăng mạnh trong tháng 2 và 3. Bình quân cả niên vụ 2015/2016, giá bán đường của LSS đạt khoảng 14.341 đồng/kg. Với mức giá bán này, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của LSS niên vụ 2015/2016 sẽ lần lượt đạt 1.982 tỷ đồng và 83 tỷ đồng.

Dự báo doanh thu của LSS niên vụ 2015/2016 (tỷ đồng)		
Doanh thu	2015/2016F	Cơ sở dự báo
Doanh thu bán đường	1.630	Sản lượng. <ul style="list-style-type: none"> Tổng sản lượng sản xuất dự báo đạt 114.000 tấn, trong đó sản lượng sản xuất từ mía đạt 90.000 tấn và sản lượng sản xuất từ đường thô đường vàng thu mua trong nước đạt 24.000 tấn. Trong niên vụ 2015/2016, chúng tôi cho rằng LSS sẽ phải tăng nhập đường thô để bù đắp cho việc thiếu hụt sản lượng đường do vùng nguyên liệu sụt giảm.

	<p>□ Tổng sản lượng tiêu thụ dự báo khoảng 113.690 tấn.</p> <p>Giá bán. Giá bán trung bình dự báo đạt khoảng 14.341 đồng/kg trên cơ sở tham chiếu giá bán trung bình trong 2 quý đầu niên vụ và giá bán trung bình dự báo trong quý 3 và quý 4 niên vụ 2015/2016.</p>
Doanh thu từ hợp nhất với Mía đường Nông Cống	<p>209 Doanh thu từ mía đường Nông Cống chúng tôi giả định sẽ được hợp nhất vào kết quả kinh doanh của LSS trong quý 3 và 4 niên vụ 2015/2016 do LSS mới thực hiện nâng tỷ lệ sở hữu tại Mía đường Nông Cống lên 56,62% từ đầu tháng 1/2016. Chúng tôi giả định sản phẩm đường Nông Cống tạm thời trong niên vụ này vẫn được bán độc lập với sản phẩm của LSS với giá bán được tham chiếu theo giá bán trên thị trường và sẽ thấp hơn khoảng 2% so với giá bán của LSS. Sản lượng tiêu thụ ước tính khoảng 12.600 tấn trong 2 quý còn lại của niên vụ.</p>
Doanh thu bán điện	<p>50 Sản lượng. Tổng sản lượng điện sản xuất của LSS ước đạt khoảng 65 triệu kWh, trong đó tỷ lệ sử dụng điện nội khối là 40%, tương đương với sản lượng điện thương phẩm vào khoảng 39 triệu kWh.</p> <p>Giá bán. Đầu năm 2014, quyết định số 24/2014/QĐ-TTg đã quy định mức giá điện đối với các dự án đồng phát nhiệt điện sử dụng năng lượng sinh khối là 5,8 US cents/kWh, tương đương khoảng 1.300 đồng/kWh.</p>
Doanh thu mật rỉ	<p>76 Sản lượng. Với sản lượng mía thu hoạch đạt khoảng 900.000 tấn, chúng tôi ước tính sản lượng mật rỉ khoảng 37.165 tấn.</p> <p>Giá bán. Giá bán mật rỉ của LSS hiện đang dao động quanh 1.900 đồng/kg và có xu hướng tăng lên mức 2.200-2.500 đồng/kg. Chúng tôi dự báo giá bán mật rỉ trung bình cho niên vụ 2015/2016 khoảng 2.050 đồng/kg.</p>
Doanh thu cho thuê văn phòng	<p>10 LSS hàng năm có một khoản doanh thu đến từ việc cho thuê văn phòng, vào khoảng 10 tỷ đồng, tuy nhiên do không đủ dữ liệu thông tin nên chúng tôi tạm thời ước tính doanh thu niên độ 2015/2016 bằng niên độ trước</p>
Doanh thu từ sản phẩm nông nghiệp công nghệ cao	<p>5 Dự án nông nghiệp công nghệ cao Lam Sơn dự kiến là trung tâm cung cấp giống mía, các cây quả, hoa, rau có giá trị kinh tế cao cho khu vực phía Bắc. Khu nông nghiệp công nghệ cao được quy hoạch trên diện tích khoảng 200 ha và đến nay đã thực hiện thi công trên phần diện tích khoảng 20 ha. Các sản phẩm đã được trồng theo công nghệ và thiết bị của Irsel và được thử nghiệm một số lượng nhỏ trong 2 năm qua. Hệ thống sản phẩm hiện nay cũng tương đối đa dạng gồm có cà chua bi, rau quả sạch và các loại hoa lan được phân phối từ một siêu thị nhỏ ngay gần nhà máy. Tổng mức đầu tư tính tới Q4/2015 là 86 tỷ đồng. Dự án khu nông nghiệp công nghệ cao mới đang được thử nghiệm, chưa mang lại nhiều doanh thu, do đó chúng tôi ước tính doanh thu chỉ đạt khoảng 5 tỷ đồng trong niên vụ 2015/2016.</p>
Tổng Doanh thu	1.982
Giá vốn	<p>1.714 Chúng tôi giả định biên lợi nhuận khoảng 13,5%, trong đó riêng biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh đường đạt khoảng 6,7%</p>

Doanh thu tài chính	4 Doanh thu tài chính của LSS chủ yếu đến từ lãi tiền gửi và tiền cho vay. Trên cơ sở số dư tiền mặt của LSS tại thời điểm cuối niên vụ trước, chúng tôi ước tính doanh thu tài chính của LSS đạt khoảng 4 tỷ đồng.
Chi phí lãi vay	44 Khoản vay ngắn hạn hàng năm của LSS giao động từ khoảng 500 – 700 tỷ đồng. Trên cơ sở lãi suất chi trả của LSS trong 2 quý đầu năm, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay của doanh nghiệp khoảng 44 tỷ đồng. Khoản vay trái phiếu chuyển đổi 200 tỷ đã được chuyển đổi từ cuối năm 2014, do đó áp lực lãi vay trong niên vụ 2015/2016 được giảm thiểu.
Chi phí bán hàng	35 Trong đó chi phí bán hàng hợp nhất từ mía đường Nông Công khoảng 4,3 tỷ đồng
Chi phí quản lý DN	81 Trong đó chi phí QLDN hợp nhất từ mía đường Nông Công khoảng 10 tỷ đồng.
Lợi nhuận sau thuế	83
LN thuộc về công ty mẹ	79
EPS	1.126

Chúng tôi cũng xét tới các trường hợp khác tương ứng với sự thay đổi của giá bán đường trong quý 4 niên độ 2015/2016. Khi đó, KQKD niên vụ 2015/2016 của LSS sẽ thay đổi theo từng trường hợp cụ thể như sau:

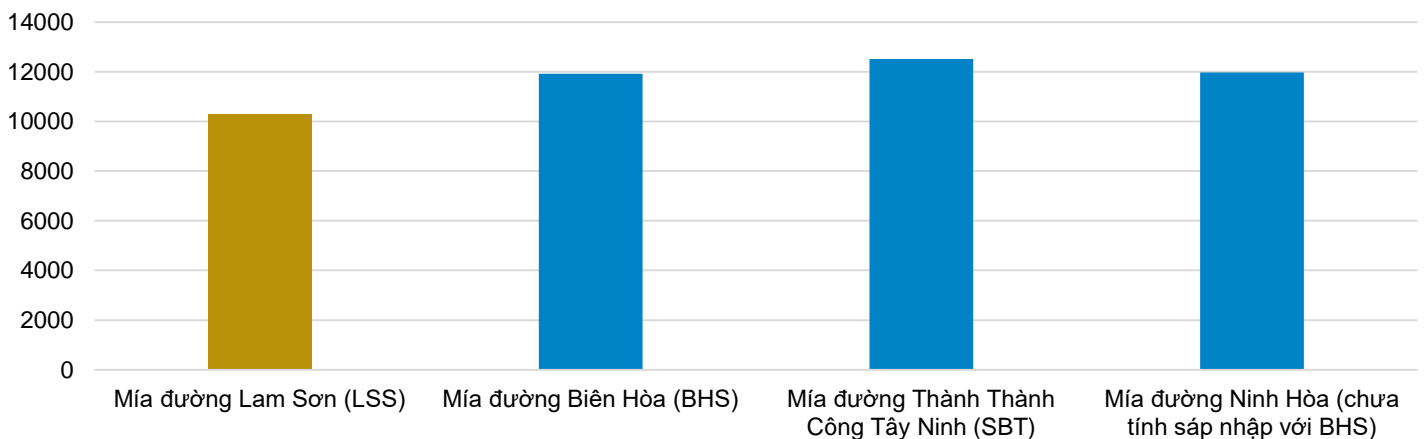
Độ nhạy giá đường với lợi nhuận dự báo của LSS niên vụ 2015/2016				
Tăng/Giảm Giá đường Q4 vs Q3	Giá đường	Doanh thu (tỷ đồng)	Lợi nhuận (tỷ đồng)	EPS (đồng/cp)
+10%	14.708	2.023	115	1.570
+5%	14.524	2.002	99	1.347
Kịch bản cơ sở	14.341	1.982	83	1.126
-5%	14.158	1.960	67	904
-10%	13.974	1.940	51	681

Về dài hạn, LSS có sức cạnh tranh tốt hơn các công ty đường trong nước

Chi phí mía nguyên liệu thấp hơn 10%-15% các công ty trong ngành. Khi so sánh với các công ty mía đường trong nước, chúng tôi nhận thấy LSS có lợi thế tốt hơn về chi phí nguyên vật liệu nhờ sự gắn kết với người nông dân từ việc cung cấp giống, phân bón và hỗ trợ quy trình kỹ thuật chăm sóc. Cùng với điều kiện khí hậu thổ nhưỡng thuận lợi giúp cho LSS đạt năng suất và chữ đường trong mía cao. Năng suất của LSS hiện nay đạt trung bình khoảng 73 tấn/ha và chữ đường đạt khoảng 10 CCS, cao hơn so với các công ty trong ngành. Số hộ trồng mía nhỏ lẻ cũng đã giảm từ 50.000 hộ xuống 20.000 hộ trồng mía để thuận tiện áp dụng cơ giới hóa sản xuất, qua đó giúp tiết kiệm chi phí và nâng cao hiệu quả sản xuất. Người nông dân trồng mía không những được doanh nghiệp tổ chức các chương trình hướng dẫn canh tác mà còn được hỗ trợ giống cây tốt

cũng như phân bón để cây mía có thể đạt năng suất và chất lượng cao nhất. Từ nay đến năm 2020, LSS đặt mục tiêu nâng cao năng suất lên 80 - 100 tấn/ha và chữ đường đạt tối thiểu 11 CCS. Thêm vào đó là tình trạng cạnh tranh thu mua mía ở vùng Lam Sơn không gay gắt như các vùng mía nguyên liệu tại khu vực phía Nam. Kết quả là chi phí nguyên vật liệu trên 1 đơn vị đầu ra của mía đường Lam Sơn thường thấp hơn khoảng 10%-15% so với các công ty cùng ngành.

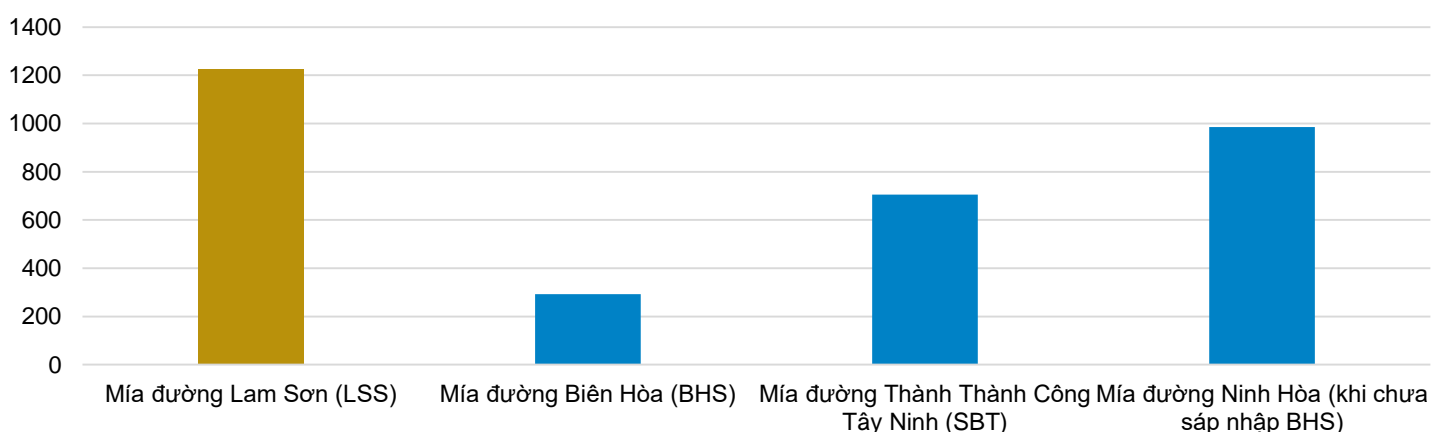
Chi phí mía/1 kg đường của LSS so với các công ty đường trong nước (đồng/kg)



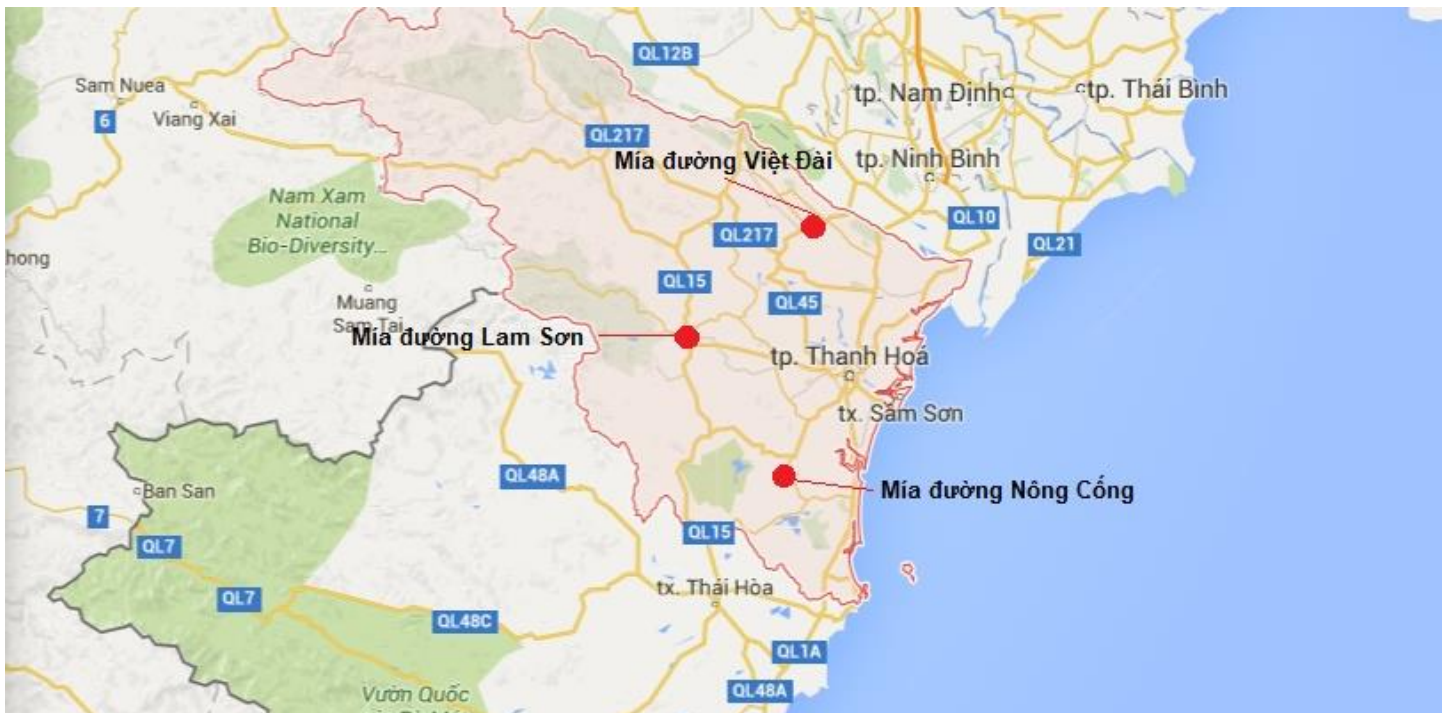
Đặc biệt, LSS đã ký hợp đồng thu mua mía với mức giá cố định trong 3 niên vụ liên tiếp bắt đầu từ niên vụ 2015/2016, mức giá là 900.000 đồng/tấn. Với mức giá này, người nông dân vẫn có lãi khoảng 50% giúp người nông dân yên tâm trồng mía trong khi về dài hạn LSS cũng sẽ được hưởng lợi tương đối bởi giá mía LSS ký với người nông dân tại thời điểm giá đường gần như ở mức đáy.

Tuy nhiên, chi phí khấu hao lớn khiến LSS chưa tận dụng tối đa lợi thế chi phí nguyên liệu trong việc giảm giá thành. Nếu so sánh năng suất và chất lượng mía, rõ ràng mía đường Lam Sơn có lợi thế cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp trong ngành, tuy nhiên giá thành của Lam Sơn trên thực tế chỉ thấp hơn khoảng 5%- 9% so với các doanh nghiệp khác. Điều này là do LSS thực hiện đầu tư cho nhà máy đường số 2 năm 2012 từ 4000 TMN lên 8000 TMN cũng khiến cho chi phí khấu hao của LSS lớn.

Chi phí khấu hao/1 đơn vị sản phẩm (đồng/kg)



LSS cũng đang trong quá trình tiến hành sáp nhập các công ty mía đường trên địa bàn tỉnh Thanh Hóa nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh và mở rộng vùng nguyên liệu. Do phần lớn vùng nguyên liệu của các nhà máy đường trong tỉnh đều chưa được quy hoạch đầu tư bài bản nên năng suất và trữ đường còn hạn chế. Sau khi sáp nhập, việc áp dụng những giống mía năng suất cao và chất lượng tốt như vùng nguyên liệu hiện tại của LSS sẽ khiến cho sản lượng mía nguyên liệu của doanh nghiệp được gia tăng đáng kể. Trường hợp cụ thể như việc sáp nhập với mía đường Nông Cống với tỷ lệ 56,61%. Hiện nay diện tích vùng nguyên liệu của mía đường Nông Cống là khoảng 5.700 ha với năng suất khá thấp, chỉ khoảng 49 -50 tấn/ha. Như vậy, mía đường Nông Cống mới chỉ có khả năng đạt sản lượng mía nguyên liệu khoảng 280.000 tấn – 300.000 tấn mía nguyên liệu, trong khi công suất ép mía của Nông Cống cũng vào khoảng 300.000 tấn mía, như vậy nguyên liệu hiện tại mới chỉ đủ dùng cho sản xuất của Nông Cống. Trong trường hợp LSS đầu tư nâng cao năng suất và chất lượng cây mía tại vùng nguyên liệu của Nông Cống lên ngang với năng suất hiện tại mà LSS đạt được, thì sản lượng mía nguyên liệu của LSS có thể gia tăng thêm vào khoảng 130.000 tấn, tương đương khoảng 13.000 tấn đường và nhà máy 1 đã ngưng hoạt động hơn 1 năm nay có thể hoạt động trở lại. Việc tận dụng tối đa công suất hoạt động đồng thời việc nhà máy 1 của LSS cũng như nhà máy mía đường Nông Cống đều đã gần hết khấu hao sẽ giúp cho doanh nghiệp tiết giảm giá thành. LSS cũng đang dự định tiếp tục mua mía đường Việt Đài. Vùng nguyên liệu của Việt Đài vào khoảng 10.000 ha với năng suất thu hoạch bình quân khoảng 60 tấn/ha cùng với công suất ép 6.000 TMN.

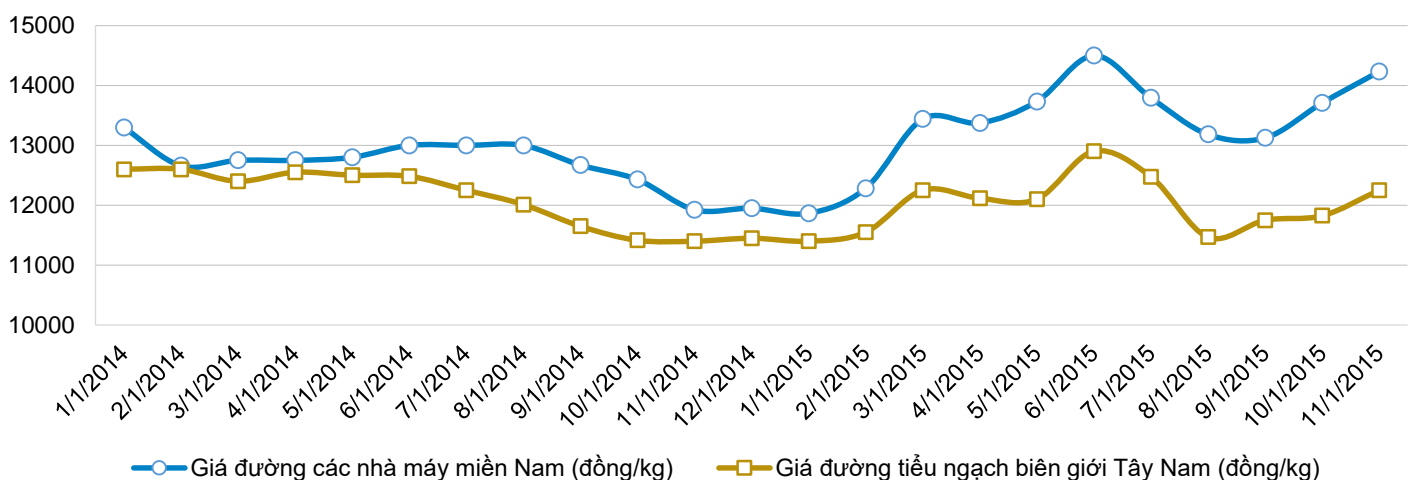


Mối lo ngại lớn nhất của LSS khi AEC có hiệu lực là giá đường, không phải vấn đề đầu ra

Cộng đồng AEC và mối rủi ro với ngành đường trong dài hạn. Ngành đường vẫn đứng trước thử thách lớn nhất vào năm 2018 khi hàng rào hạn ngạch trong AEC bị dỡ bỏ hoàn toàn. LSS với 90% khách hàng công nghiệp có mối quan hệ thương mại lâu năm, chúng tôi cho rằng sản lượng đầu ra không hẳn là vấn đề đáng lo ngại khi hội nhập, vấn đề chính nằm tại diễn biến giá đường. Mối đe dọa lớn nhất là từ đường Thái Lan khi các doanh nghiệp đang được chính phủ trợ giá cho đường xuất khẩu khiến cho giá đường Thái Lan khi nhập vào Việt Nam trở nên rất cạnh tranh.

Một năm trở lại đây, mức chênh lệch giữa giá đường Thái nhập lậu và giá đường các nhà máy miền Nam vào khoảng 11%. Khi hội nhập hoàn toàn vào năm 2018, chúng tôi cho rằng giá đường trong nước sẽ giảm, ít nhất bằng với giá nhập khẩu đường Thái Lan (có tính thuế 5% đối với đường sản xuất từ mía). Nếu giá đường tới năm 2018 không tăng cao hơn hiện nay, mặt bằng giá này sẽ sát với giá thành hiện tại của LSS, khi đó LSS sẽ phải bù đắp bằng lợi nhuận từ các sản phẩm khác nếu những biện pháp cắt giảm giá thành chưa có kết quả. Lối thoát cho ngành đường nói chung và LSS nói riêng là giảm chi phí sản xuất, đẩy mạnh xuất khẩu sang các nước TPP và dựa vào việc kiện chính phủ Thái Lan hỗ trợ ngành đường trong nước.

Chênh lệch giá đường tại khu vực phía Nam & giá đường nhập lậu



Nguồn: AgroMonitor

Cơ hội đến từ TPP liệu có khả năng tận dụng? TPP có thể coi là một cơ hội nếu ngành đường Việt Nam có thể đối mặt với bài toán khó từ đường Thái. Ưu đãi TPP đến từ việc mức thuế suất nhập khẩu đường từ các thành viên sẽ giảm dần xuống 0% trong 11 năm có thiết lập giới hạn hạn ngạch. 2 thị trường có nhu cầu lớn nhất trong TPP là Mỹ và Nhật Bản có thể đem lại cơ hội cho các doanh nghiệp đường Việt Nam. Dù vậy việc giới hạn hạn ngạch cũng khiến cho cơ hội

xâm nhập thị trường TPP của đường Việt Nam trở nên mong manh hơn so với những đối thủ lớn có lợi thế cạnh tranh về giá thành sản xuất và chất lượng như đường Úc.

Đối với việc kiện chính phủ Thái Lan, các doanh nghiệp đường trong nước đều cho rằng đường Thái có giá rẻ như hiện nay là do chính sách hỗ trợ của chính phủ dành cho đường trong nước của đất nước này, đường nhập lậu qua Việt Nam chủ yếu là đường thuộc quota C có thể bán bất kỳ giá nào bởi các doanh nghiệp đường Thái đã được bảo trợ với giá bán nội địa cao. Khi tham gia sân chơi kinh tế chung, khả năng xảy ra phản ứng từ các quốc gia nội khối đối với sự bất hợp lý là hoàn toàn có thể. Hiện Brazil đã đệ đơn kiện lên tổ chức thương mại quốc tế (WTO) đối với đường Thái Lan với cáo buộc cho rằng việc nước này trợ giá đường nội địa đã gián tiếp kéo giá đường thế giới giảm, khiến cho quốc gia xuất khẩu đường lớn nhất thế giới Brazil thiệt hại tới 1,2 tỷ USD/năm. Trong trường hợp kiện thành công cũng sẽ là nhân tố tích cực hỗ trợ cho giá đường.

Khuyến nghị đầu tư

Triển vọng trong ngắn hạn của ngành đường khá tốt, ít nhất trong 2 năm tới khi hàng rào hạn ngạch chưa hoàn toàn gỡ bỏ theo Hiệp định thương mại ASEAN (ATIGA). Bên cạnh đó, El Nino cực đại trong niên vụ 2015/2016 cũng tác động tích cực tới giá đường thế giới, qua đó ảnh hưởng tốt tới giá đường trong nước. LSS đã ký hợp đồng giá mía cố định với người nông dân trong 3 năm cho tới năm 2018. Trong trường hợp giá đường tăng, LSS sẽ hưởng trọn vẹn phần tăng giá này. Chúng tôi cho rằng LSS hiện đang giao dịch với mức giá dưới giá trị nội tại của doanh nghiệp, mức giá hợp lý của LSS chúng tôi xác định vào khoảng **15.900 đồng/CP** và khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu LSS.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999