

Công ty Cổ phần Mía Đường Lam Sơn (HOSE : LSS)

Ngành: Hàng tiêu dùng - Mía đường

Cập nhật ngày : 30/08/2012

Lý Hoàng Anh Thi

Chuyên viên Phân tích

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư

CTCP Chứng khoán FPT, Chi nhánh Tp.HCM

Email: thilha@fpts.com.vn

Điện thoại : (84) – 8 6290 8686 – Ext : 7593

www.fpts.com.vn

Thông tin cổ phiếu đến 30/08/2012

Giá cao nhất trong 52 tuần	30.800 đ/cp
Giá thấp nhất trong 52 tuần	18.000 đ/cp
KLGD BQ 30 phiên gần nhất	43.873 đ/cp
Cổ phiếu lưu hành	50.000.000 cp
Vốn điều lệ	500 tỷ đồng
Vốn hóa thị trường	990 tỷ đồng

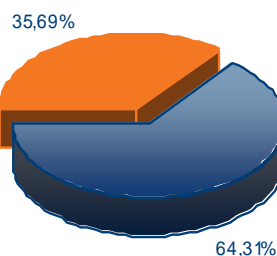
Diễn biến giá LSS trên HOSE



Cổ đông lớn (cập nhật 11/08/2012)

Hiệp hội Mía đường Lam Sơn	18,34%
TCT Mía đường I	9,11%
ĐTPT Tân Thành Đạt	8,24%

■ Tổng số Cổ đông lớn ■ Còn lại



TÓM TẮT

Kết quả kinh doanh hợp nhất 6 tháng đầu năm 2012 của LSS kém khả quan. Lợi nhuận giảm so với cùng kỳ năm trước, tồn kho tăng, nợ tăng và chi phí lãi vay tăng. Tuy sản lượng đường tiêu thụ và doanh thu của công ty vẫn tăng, nhưng do công ty đồng thời đầu tư nâng công suất nhà máy và hỗ trợ nhiều loại chi phí cho người nông dân nhằm đạt được tham vọng tăng diện tích vùng trồng lên 15.000 héc ta, do đó tỷ suất lợi nhuận đã giảm rất mạnh.

Dự báo cả năm 2012, công ty chỉ có thể đạt kế hoạch doanh thu, nhưng rất khó đạt kế hoạch lợi nhuận, và cả kế hoạch về cổ tức.

Khuyến nghị: LSS vốn có lợi thế hơn các doanh nghiệp đường đang niêm yết về quy mô vùng trồng nguyên liệu, sản lượng mía và sản lượng đường sản xuất hàng năm. LSS cũng thuộc nhóm có chỉ số EPS cao và P/E thấp (EPS 2011 đạt hơn 8.000 đồng/cp, P/E chỉ ở mức 2-3 lần). Tuy nhiên, với những khó khăn từ đầu niên vụ 2011/2012 đến nay, dự báo EPS 2012 sẽ giảm mạnh còn khoảng hơn 2.000 đồng/cp.

Thị giá LSS hiện nay đang ở mức 19.000 đ/cp và đã giảm khá sâu từ mức đỉnh 32.000 đ/cp (ngày 22/03/2012), cũng như giảm khoảng 13% từ mức tham chiếu 21.700 đồng/cp ngày 21/08/2012 là thời điểm công bố báo cáo tài chính hợp nhất Q2/201. Tuy nhiên, với những khó khăn mà công ty đang đối mặt, dự báo giá LSS có thể còn giảm khi công ty công bố báo cáo tài chính quý 3.

Với tiềm năng vốn có và kinh nghiệm vượt qua khó khăn của ban lãnh đạo công ty, LSS vẫn là cổ phiếu đáng đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư chưa nên mua vào thời điểm này mà nên chờ đến hết quý 3. LSS cũng không phải là cổ phiếu thuộc diện đầu cơ bởi kết quả kinh doanh quý 3 chưa chắc tạo nên đột biến so với hai quý trước đó, cũng như công ty đang thiếu tiền mặt cho hoạt động sản xuất kinh doanh nên việc chi trả cổ tức còn lại của năm 2011 (1.000 đồng/cp) và năm 2012 (2.500 đồng/cp) có thể sẽ không được thực hiện trong thời gian gần.

LSS
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2012

LSS đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất quý 2/2012 với doanh thu đạt 684,8 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 24,5 tỷ đồng. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2012, doanh thu đạt 1.087,5 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 61,7 tỷ đồng. So với cùng kỳ năm 2011, kết quả kinh doanh kém khả quan hơn trong đó doanh thu vẫn tăng nhưng lợi nhuận sụt giảm rất mạnh.

Kết quả kinh doanh hợp nhất 6 tháng đầu năm của LSS

Đơn vị: tỷ đồng

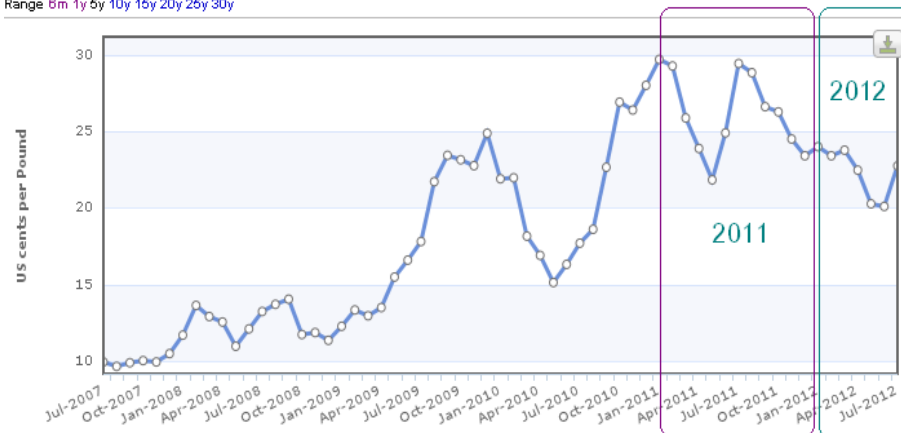
Chỉ tiêu	Q2/12	Q2/11	+/-%	6T/12	6T/11	+/-%
Doanh thu	684,8	555,3	23,4%	1.087,5	994,1	9,3%
Lãi gộp	65,4	162,8	-59,8%	149,1	312,7	-52,3%
DT tài chính	598,5	5.564,2	-89,2%	3.090,6	21.168	-85,4%
CP tài chính	15,5	16,9	-8,3%	29,7	22,6	31,4%
Chi phí lãi vay	16,2	7,3	122%	34,9	11,7	198%
Lãi trước thuế	26,2	120,7	-78,3%	72,6	247,1	-70,2%
Lãi sau thuế	24,5	91,8	-73,3%	61,7	187,2	-67,1%

Nguồn: BCTC của LSS

Theo giải trình của công ty, doanh thu quý 2 tăng 23,4% so với cùng kỳ năm trước nhờ sản lượng đường và cồn tiêu thụ vẫn tăng. Tuy nhiên, giá bán đường giảm theo xu hướng giảm của giá đường thế giới (biểu đồ dưới).

Sugar Monthly Price - US cents per Pound

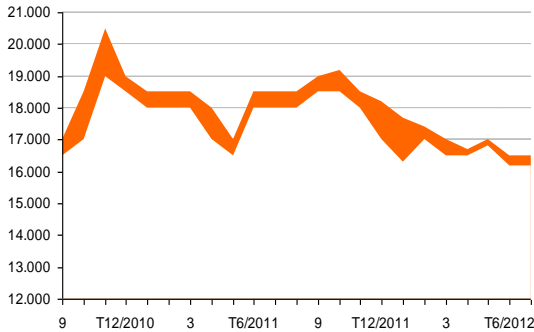
Range 6m 1y 5y 10y 15y 20y 25y 30y



LSS

Giá bán đường tại kho bình quân cả nước theo tháng đến hết T6/2012

■ Giá cao nhất ■ Giá thấp nhất (đ/kg)



(Nguồn: Bộ NN&PTNT)

Kết quả niên vụ 2011/2012 của LSS

Niên vụ	10/11	11/12
Diện tích vùng trồng mía	12.640	15.000
+/- Diện tích vùng trồng mía	-4,2%	18,7%
Năng suất mía bq	60,0	60,0
Sản lượng thu hoạch	758.400	900.000
+/- Sản lượng thu hoạch	9,5%	18,7%
Sản lượng mía ép	756.700	862.000
+/- Sản lượng mía ép	9,2%	13,9%
Chữ đường bq	10,2	8,5
Công suất thiết kế NM	7.000	10.500
Công suất thực	72,1%	54,7%
Sản lượng đường sx	91.000	82.120
+/- Sản lượng đường sx	15,9%	-9,8%
Tiêu hao mía/đường	8,3	10,5

(Nguồn: Bộ NN&PTNT)

Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam, tốc độ tiêu thụ đường trong nước chậm lại và giá đường thế giới bắt đầu giảm từ tháng 3 là nguyên nhân khiến giá bán trong nước giảm theo. Ngoài ra, tình trạng nhập lậu đường diễn ra ngày càng gay gắt, khiến nhiều nhà máy đường phải hạ giá bán để “cạnh tranh”. Tính đến hết tháng 6/2012, giá bán đường thấp hơn so với cùng kỳ năm trước khoảng 15%-20%. Giá bán đường của LSS có lẽ không nằm ngoài xu thế chung.

Theo đánh giá của tôi, ngoài khả năng giảm giá bán, một số nguyên nhân khác khiến lợi nhuận sụt giảm, đó là:

1. Giá vốn hàng bán quý 2 tăng 57,8%

Theo số liệu trên BCTC Q2/2012, giá vốn hàng bán của LSS tăng đến 57,8% khiến lợi nhuận gộp giảm 59,8%, chủ yếu do:

- Giá thu mua mía niên vụ 2011/2012 không thấp hơn 1,05 triệu đồng/tấn mía. Đây là mức sàn mà tỉnh Thanh Hóa yêu cầu đối với các công ty đường trên địa bàn, mức này không thấp hơn nhiều so với mức thu mua của niên vụ trước.
- Lượng tiêu hao mía đường của LSS tăng mạnh từ mức bình quân 8,3 mía/ đường của niên vụ 2010/2011 lên đến 10,5 mía/1 đường của niên vụ 2011/2012. Có hai lý do: (i) Thời tiết không được thuận lợi, mưa kéo dài nên đến giữa tháng 3/2012 mía mới được thu hoạch xong, chậm hơn gần 3 tháng so với kế hoạch. (ii) Tiến độ nâng công suất nhà máy sản xuất đường số 2 chậm khoảng 2 tháng so với kế hoạch nên trong quý 1/2012 chỉ có nhà máy đường số 1 với công suất chế biến 2.500 tấn mía/ngày hoạt động, do đó thời gian mía lưu kho chờ ép kéo dài từ 1 đến 2 tháng, khiến chữ đường giảm (từ 10,2 ccs còn 8,5 ccs) nên tiêu hao mía nhiều hơn. Mía tiêu hao nhiều hơn đồng nghĩa với giá thành 1 tấn đường cao hơn.
- Để đạt mục tiêu tăng diện tích vùng trồng mía (tăng 18,7% từ 12.640 ha lên mức kế hoạch 15.000 ha), LSS đã hỗ trợ chi phí cho người nông dân ngay từ đầu vụ như: cho nông dân vay vốn 10 triệu đồng/ha không tính lãi trong 3 năm; ứng trước từ 300-350 ngàn đồng/tấn mía không tính lãi hỗ trợ chi phí mua cây giống, cày bừa làm đất, mua phân bón. Ngoài ra, công ty cũng hỗ trợ 50% chi phí làm đất và 50% chi phí bón vôi cải tạo đất theo chương trình “Làm mới cây mía đường Lam Sơn” và hỗ trợ 70 triệu đồng/ha cho người dân tham gia dự án “Tưới nước nhỏ giọt công nghệ cao”.

Do đó về tổng thể, chi phí tính trên 1 tấn mía, cũng như trên 1 tấn đường đều tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước.

LSS

2. Doanh thu từ hoạt động tài chính giảm 89,2% do lãi tiền gửi giảm hơn 85% và lãi tiền cho vay giảm 76%.

3. Chi phí lãi vay tăng 122,2%, chủ yếu do nợ vay ngắn hạn tăng, mà nợ ngắn hạn tăng là do:

- Tài trợ cho các khoản phải thu và tồn kho: tính từ Q4 năm trước đến hết Q2 năm nay, LSS đã gia tăng mức nợ vay ngắn hạn từ 290 tỷ lên hơn 550 tỷ đồng. Năm 2012 dường như LSS đã phải sử dụng đến nợ vay để chi trả cho người nông dân, mua mía lưu kho và vận hành nhà máy (biểu đồ so sánh giữa nợ vay ngắn hạn với các khoản phải thu và tồn kho hàng quý). Tỷ lệ này trong Q2/2012 đã tăng lên đến 43,5%, trong khi Q2/2011 chỉ ở mức 16,7%.

- Công ty đầu tư nâng công suất nhà máy thứ hai từ 4.500 tấn lên 8.000 tấn mía ép/ngày. Tổng số tiền đầu tư dự kiến lên đến 240 tỷ đồng, và trên các BCTC từ Q4/2011 đến Q2/2012, mức nợ vay dài hạn lại giữ nguyên trong phạm vi 160 đến 190 tỷ đồng. Như vậy có nhiều khả năng công ty đã dùng hơn 50 tỷ đồng nợ ngắn hạn phục vụ cho mục đích này.

MỘT SỐ VẤN ĐỀ ĐÁNG LƯU Ý KHÁC

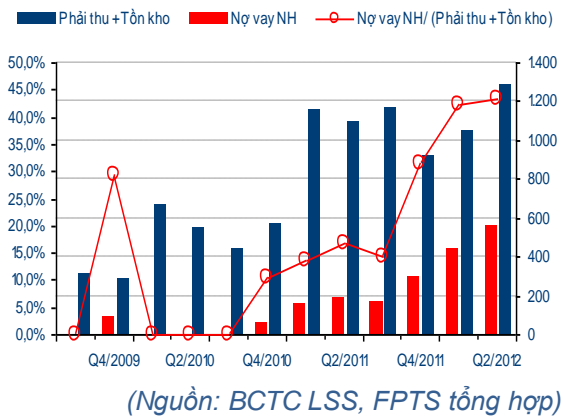
- Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu hàng quý đã sụt giảm liên tục kể từ Q4/2011** chứ không hẳn chỉ xuất hiện trong Q2/2012 (biểu đồ bên trái). Nguyên nhân chính là việc mở rộng diện tích vùng trồng, cũng như chính sách hỗ trợ người trồng mía ngay từ đầu niên vụ nhưng lại thu hoạch chậm làm phát sinh thêm rất nhiều chi phí.

- Tồn kho tăng.** Như đã đề cập ở trên, xuất phát từ hai lý do là vụ mía thu hoạch chậm và tiến độ nâng công suất nhà máy số 2 bị chậm đã khiến giá trị hàng tồn kho của LSS tăng đến 184,4% so với cuối năm 2011 và tăng 53,4% so với cuối Q1/2012. Tỷ trọng hàng tồn kho trên TS ngắn hạn cuối Q2/2012 đã tăng hơn 40%, tỷ lệ vốn chỉ đạt vào các quý 1 là đỉnh mùa vụ, và công ty không có nhiều thời gian để bán bớt hàng tồn kho trước khi bước vào niên vụ mới.

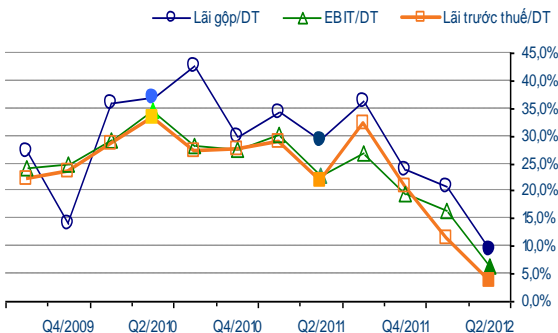
- Nợ ngắn hạn tăng.** Trong đó nợ vay ngắn hạn tăng gần 92%, và tiền nợ người bán là 308,5 tỷ đồng, tăng hơn 6 lần con số đầu năm. Lần đầu tiên sau hơn 3 năm, hệ số nợ/vốn của LSS >1, điều này khiến hệ số thanh toán nhanh cuối Q2 chỉ còn 0,71 lần.

- Trái phiếu chuyển đổi.** LSS đang triển khai kế hoạch phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi nhằm tìm vốn cho dự án nâng công suất nhà máy đường số 2 và bổ sung vốn lưu động (có lẽ là trả bớt

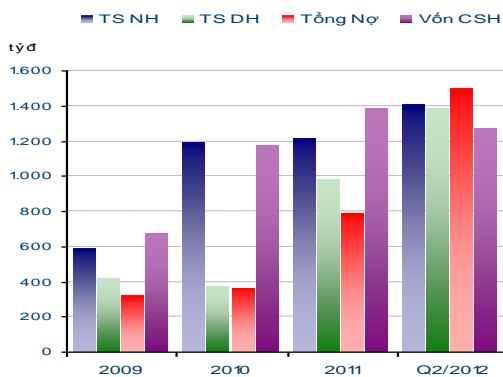
Tỷ trọng giữa nợ vay ngắn hạn trên các khoản phải thu và tồn kho hàng quý



Tỷ suất lợi nhuận trên DT từng quý



Cấu trúc tài sản và nguồn vốn



LSS

nợ vay ngắn hạn), giá phát hành 100.000 đồng/TP, kỳ hạn 2 năm và lãi suất cố định 12%/năm, tỷ lệ chuyển đổi vào cuối kỳ là 1 trái phiếu bằng 10 cổ phiếu. Chưa đề cập đến tính khả thi của việc chuyển đổi vào cuối kỳ, chỉ riêng việc phát hành này cũng khiến tỷ lệ nợ / vốn có thể tăng đến 1,3 lần, hàng quý công ty sẽ phải trả thêm lãi vay khoảng 6 tỷ đồng.

KHẢ NĂNG HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM 2012

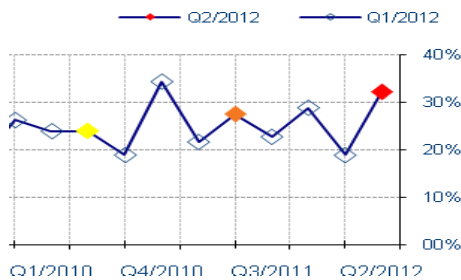
Đơn vị: tỷ đồng

Năm	Doanh thu	Lãi trước thuế	Lãi sau thuế
Thực hiện 2011	2.026	509	413
Kế hoạch 2012	2.300	300	225
KH 12 / TH 11	13,6%	-41,1%	-45,5%
6T/2012	1.087	73	62
6T 12 / KH 12	47,3%	24,3%	27,6%

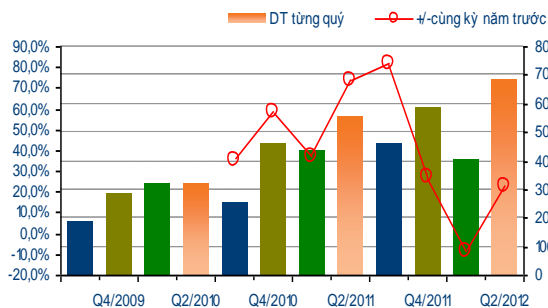
(Nguồn: BCTN 2011 và Nghị quyết ĐHCĐ 2012 của LSS)

Tính 6 tháng đầu năm 2012, LSS đạt được 47,3% kế hoạch doanh thu nhưng chỉ đạt được 27,6% kế hoạch lợi nhuận sau thuế năm 2012.

Tính thời vụ tập trung vào quý 4



Biến động Doanh thu từng quý và so với cùng kỳ năm trước



▪ **Đánh giá về kế hoạch doanh thu.** Nhìn chung công ty vẫn có thể hoàn thành kế hoạch doanh thu cả năm nếu cố gắng gia tăng lượng đường tiêu thụ trong 6 tháng cuối năm, đặc biệt là Q3 (trước khi bước vào niên vụ mới). Theo thống kê về tỷ trọng doanh thu từng quý trên doanh thu cả năm để xác định tính mùa vụ (biểu đồ bên trái), trong 2 năm gần đây doanh thu thường có xu hướng tăng mạnh nhất vào Q4. Theo tính toán, nếu doanh thu Q3 và Q4 tới đây tăng trên 16% so với cùng kỳ năm trước thì công ty sẽ hoàn thành kế hoạch năm. Mức tăng trưởng 16% này dự báo có thể đạt được nếu xem xét mức tăng doanh thu giai đoạn từ Q3/2010 đến nay, trừ Q/2012 doanh thu giảm 8,2% so với Q1/2011, các quý khác doanh thu đều tăng trên 20% (biểu đồ dưới bên trái).

▪ **Đánh giá về kế hoạch lợi nhuận.** Tôi cho rằng LSS rất khó đạt được kế hoạch năm. Cho dù công ty đã xây dựng kế hoạch kinh doanh thấp hơn hẳn mức thực hiện của cả năm trước (lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế kế hoạch 2012 giảm tương ứng 41,1% và 46,1% so với thực hiện năm 2011).

Ngoài ra, với giả định công ty giữ được mức tăng trưởng doanh thu từng quý 20% và tỷ lệ lợi nhuận trước thuế và sau thuế trên doanh

LSS

Mức cổ tức qua các năm

Nội dung	2009	2010	2011	Dự kiến 2012
Cổ tức bằng tiền mặt	25%	35%	25%	25%

(Nguồn: Công ty CP Mía đường Lam Sơn)

thu ngang bằng tỷ lệ của 6 tháng đầu năm, thì dự báo lợi nhuận trước thuế 2012 chỉ đạt khoảng 160 – 180 tỷ đồng (53 - 60% kế hoạch năm), lợi nhuận sau thuế chỉ đạt khoảng 130 – 150 tỷ đồng (58 – 67% kế hoạch năm).

▪ **Đánh giá về khả năng chi trả cổ tức.** Từ năm 2009 đến nay, mức cổ tức bằng tiền mặt của công ty luôn ổn định từ 25% đến 35%. Năm nay, ĐHCĐ công ty thống nhất mức cổ tức dự kiến là 2.500 đồng/cp.

Số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện nay của LSS là 50 triệu cổ phiếu, EPS 6 tháng đầu năm 2012 đạt khoảng 1.200 đồng/cp. Với mức lãi sau thuế dự báo nói trên, EPS cả năm dự báo trong khoảng 2.600 – 3.000 đồng/cp. Tôi cho rằng công ty khó có thể trả cổ tức gần 100% EPS mà sẽ xin điều chỉnh. Nói cách khác, công ty khó hoàn thành kế hoạch cổ tức 25% của năm 2012.

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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu LSS và FPTTS nắm giữ 7 cổ phiếu LSS.

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 P, Nguyễn
Thái Bình, 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**

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải
Châu, Tp, Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888