

CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN

CÔNG SUẤT TĂNG NHƯNG LỢI NHUẬN GIẢM

Báo cáo cập nhật Q3/2012

02/11/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH

Quý 3/2012, LSS chưa đi vào vụ sản xuất mới, đường tiêu thụ vẫn là đường sản xuất của vụ 2011-2012 nên giá vốn không có nhiều thay đổi so với quý 2/2012. Tuy nhiên do giá bán giảm khiến cho lợi nhuận biên quý 3/2012 ước tính sẽ giảm nhẹ so với Q2/2012. Doanh thu và lợi nhuận Q3/2012 ước đạt 496 và 19,4 tỷ đồng.

❑ **Sản lượng:** Mặc dù quý 3/2012 là mùa Trung thu nhưng sản lượng tiêu thụ của LSS không có nhiều biến động, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ vào khoảng 32.000 tấn, tương đương sản lượng quý 2/2012 và tăng 25 % so với quý 3/2011.

❑ **Giá bán:** Theo tổ chức đường thế giới, vụ mùa 2012/2013 lượng cung đường sẽ thừa khoảng 9,5 triệu tấn đường so với nhu cầu, gây áp lực lên giá đường trong khi nhu cầu từ các nước nhập khẩu đường chính lại giảm. Chính vì vậy, giá đường thế giới vẫn đang trong xu thế giảm. Chúng tôi cho rằng giá bán đường của LSS cũng giảm nhẹ, giá đường bình quân tiêu thụ quý 3/2012 vào khoảng 15,5 triệu đồng/tấn.

❑ **Chi phí tài chính cao:** Nhà máy mới đi vào hoạt động từ quý 2/2012 khiến toàn bộ chi phí tài chính của khoản vốn vay để nâng cấp nhà máy 2 sẽ không được vốn hóa mà đi thẳng vào chi phí tài chính nên chi phí tài chính của LSS Q3/2012 dự kiến là 20,1 tỷ đồng.

Triển vọng 2012. Kết quả kinh doanh quý 3/2012 của LSS không được như dự kiến, vì vậy chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo kết quả kinh doanh cho năm 2012. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của LSS năm 2012 được dự báo là 1.950 và 164 tỷ đồng.

Khuyến nghị đầu tư. Giá cổ phiếu LSS giảm khá mạnh trong thời gian gần đây, chủ yếu do kết quả kinh doanh không được thuận lợi. Với mức giá hiện tại, cổ phiếu LSS hiện đang giao dịch với P/E 2012 là 4,3x và P/B là 0,49x, không phải là mức hấp dẫn để đầu tư ngắn hạn.

Tuy nhiên, về dài hạn, LSS vẫn là doanh nghiệp đầu ngành, có lợi thế về cùng nguyên liệu. Giá cổ phiếu hiện tại khá thấp so với kết quả định giá DCF của chúng tôi. Bên cạnh đó, LSS là một cổ phiếu có cổ tức tương đối cao và ổn định. Tỷ lệ cổ tức/ thị giá hiện nay vào khoảng 17,8%. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **MUA** cổ phiếu LSS với mục tiêu đầu tư dài hạn, mức giá kỳ vọng chúng tôi đưa ra là **32.500 đồng/cổ phần**.

Một số chỉ tiêu dự báo của LSS

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012F	Q3/2011	Q3/2012F
Doanh thu (triệu VND)	1.338.243	2.025.488	1.949.630	460.684	496.000
EBITDA (triệu VND)	460.075	618.173	403.983	154.543	100.996
EBIT (triệu VND)	423.187	564.847	278.947	141.212	69.737
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	301.471	411.131	164.233	110.612	19.422
EPS (VND)	7.490	8.223	3.285	2.212	388
P/E (x)	1,87	1,70	4,26	1,70	5,10
P/B (x)	0,48	0,51	0,49	0,48	0,51
ROA (%)	23,67%	22,08%	7,31%	5,54%	1,24%
ROE (%)	32,15%	32,25%	11,75%	9,55%	1,37%

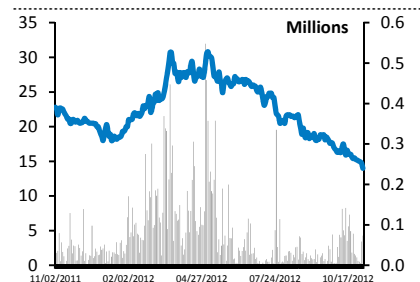
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	32.500 VND
Giá thị trường (2/11/2012)	14.000 VND
Khoảng giá 52 tuần	14.000-30.800
Khuyến nghị	MUA
Triển vọng 1 quý	🔴 Giảm nhẹ
Triển vọng 1 năm	🔴 Giảm mạnh
Triển vọng dài hạn	🟢 Tích cực



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
LSS	-31%	-18%	-33%	-48%
VNIndex	11%	-3%	-6%	-21%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	LSS
Reuters	LSS.HM
Bloomberg	LSS VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Hàng tiêu dùng
Lĩnh vực	Sản xuất nông nghiệp
Vốn hóa	700 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	50.000.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	33.983CP

Chuyên viên phân tích

Vũ Thị Mai

(84 4) 3928 8080 ext 611

vuthimai@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	9,11%
Sở hữu nước ngoài	19,22%
Sở hữu khác	71,67%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	25%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	17,8%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	1.099.579	1.338.243	2.025.488	1.949.630	2.109.395
Giá vốn	872.162	860.215	1.417.668	1.591.567	1.534.212
Lợi nhuận gộp	227.417	478.028	607.820	358.063	575.183
Doanh thu tài chính	40.420	52.144	42.594	9.044	26.682
Chi phí tài chính	(15.108)	28.285	48.734	70.858	67.785
Lợi nhuận sau thuế	163.319	301.471	411.131	164.233	307.579

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	160.158	463.299	126.274	19.323	21.276
Các khoản phải thu ngắn hạn	159.197	418.018	720.038	769.206	755.352
Hàng tồn kho	124.490	149.241	199.672	276.440	266.478
Tài sản cố định hữu hình	192.757	210.821	238.533	976.323	860.520
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	205.385	113.045	79.402	79.402	79.402
Tổng tài sản	997.928	1.549.880	2.191.679	2.320.578	2.377.511
Nợ ngắn hạn	265.452	292.734	498.249	497.496	491.584
Nợ dài hạn	24.220	66.618	287.943	382.613	382.922
Vốn chủ sở hữu	835.367	1.510.075	1.797.720	1.840.466	1.917.528
Tổng nguồn vốn	997.928	1.549.880	2.191.679	2.320.578	2.377.511

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-2,8%	21,7%	51,4%	-3,7%	8,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	124,0%	84,6%	37,0%	-60,1%	87,3%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	20,7%	35,7%	30,0%	18,4%	27,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	14,9%	22,5%	20,3%	8,4%	14,6%
ROA (%)	17,5%	23,7%	22,1%	7,3%	13,2%
ROE (%)	25,7%	32,2%	32,2%	11,8%	21,3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29,0%	23,2%	35,9%	37,9%	36,8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	41,4%	30,6%	56,7%	61,9%	59,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	5.454	7.490	8.223	3.285	6.152
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	23.136	29.279	27.715	28.372	29.602

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2012

Quý 3/2012, LSS chưa đi vào vụ sản xuất mới, đường tiêu thụ vẫn là đường sản xuất của vụ 2011-2012 nên giá vốn không có nhiều thay đổi so với quý 2/2012. Tuy nhiên do giá bán giảm khiến cho lợi nhuận biên quý 3/2012 ước tính sẽ giảm nhẹ so với Q2/2012. Doanh thu và lợi nhuận Q3/2012 ước đạt 496 và 19,4 tỷ đồng.

- ❑ **Sản lượng:** Mặc dù quý 3/2012 là mùa Trung thu nhưng sản lượng tiêu thụ của LSS không có nhiều biến động, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ vào khoảng 32.000 tấn, tương đương sản lượng quý 2/2012 và tăng 25 % so với quý 3/2011.
- ❑ **Giá bán:** Theo tổ chức đường thế giới, vụ mùa 2012/2013 lượng cung đường sẽ thừa khoảng 9,5 triệu tấn đường so với nhu cầu, gây áp lực lên giá đường trong khi nhu cầu từ các nước nhập khẩu đường chính lại giảm. Chính vì vậy, giá đường thế giới vẫn đang trong xu thế giảm. Chúng tôi cho rằng giá bán đường của LSS cũng giảm nhẹ, giá đường bình quân tiêu thụ quý 3/2012 vào khoảng 15,5 triệu đồng/tấn.
- ❑ **Chi phí tài chính cao:** Nhà máy mới đi vào hoạt động từ quý 2/2012 khiến toàn bộ chi phí tài chính của khoản vốn vay để nâng cấp nhà máy 2 sẽ không được vốn hóa mà đi thẳng vào chi phí tài chính nên chi phí tài chính của LSS Q3/2012 dự kiến là 20,1 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh Q3/2012 của LSS						
Chỉ tiêu	Q3/2011	Q3/2012E	% thay đổi	Lũy kế 2011	Lũy kế 2012E	% thay đổi
Doanh thu (triệu đồng)	460.859	496.000	7.6%	1.454.910	1.638.589	12.6%
LNST (triệu đồng)	111.347	19.422	-82.6%	298.410	82.618	-72.3%

Nguồn: LSS, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2012

Kết quả kinh doanh quý 3 quý đầu năm 2012 của LSS không được như dự kiến, vì vậy chúng tôi giảm dự báo kết quả kinh doanh cho năm 2012. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của LSS năm 2012 được dự báo ở mức là 1.950 và 164 tỷ đồng. Năm 2012, hoạt động kinh doanh của LSS gặp nhiều khó khăn do giá bán đường giảm, trong khi chi phí sản xuất tăng do giá thu mua mía ở mức cao, nhà máy 2 đi vào hoạt động muộn làm chững đường giảm và chi phí khấu hao tăng.

Dự báo kết quả kinh doanh 2012 của LSS				
Chỉ tiêu	2011	2012	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	2.025	1.950	-3,7%	<p>Sản lượng. Lượng đường sản xuất vụ 2011/2012 ước đạt 86.900 tấn, giảm khoảng 3% so với vụ mía 2010/2011. Sản lượng đường tiêu thụ trong năm 2012 (75% sản lượng là của niên vụ 2011/2012 và 25% của niên vụ 2012/2013) ước đạt 90.981 tấn.</p> <p>Giá đường. Giá đường thế giới vẫn đang trong xu thế giảm với những thông tin tích cực từ nguồn cung. Đường sản xuất trong nước cũng đáp ứng đủ nhu cầu trong khi đường nhập lậu tràn lan khiến cho giá bán đường trong nước giảm. Giá bán đường bình quân của LSS được dự báo ở mức 15,7 triệu đồng/tấn.</p>
Giá vốn	1.418	1.592	12,3%	<p>Giá thu mua mía. LSS tính giá mía cho người nông dân dựa trên giá đường tại thời điểm đầu mỗi niên vụ (bắt đầu từ cuối quý 3 năm nay và kết thúc vào đầu quý 2 năm sau). Giá đường RS trung bình trong quý 2/2011 cao hơn khoảng 5% so với quý 2/2012 trong khi đó khoảng 75% lượng mía sản xuất trong năm 2012 đến từ niên vụ 2011/2012 nên mặc dù giá mía niên vụ 2012/2013 giảm, giá thu mua mía bình quân của LSS năm 2012 vẫn ở mức cao, khoảng 1,1 triệu đồng/tấn.</p> <p>Tăng chi phí khấu hao. Nhà máy 2 đi vào hoạt động đầu tháng 3/2012 với tổng công suất</p>

			8.000 tấn mía ngày (nâng cấp từ nhà máy cũ với công suất 4.500 tấn mía/ngày), tổng chi phí đầu tư của nhà máy mới là khoảng 800 tỷ đồng, vì vậy chi phí khấu hao ước tính sẽ tăng khoảng 60 tỷ đồng so với năm 2011.
Lợi nhuận gộp	608	358 -41,1%	Lợi nhuận gộp giảm mạnh do giá bán đường giảm trong khi giá vốn tăng do chi phí mua mía tăng, chi phí đường thấp và chi phí khấu hao tăng.
Doanh thu TC	43	9 -78,8%	Giảm do lãi suất huy động tiền gửi VND giảm và tiền chuyển sang đầu tư vào TSCĐ
Chi phí tài chính	49	71 45,4%	Chi phí tài chính tăng do tăng chi phí lãi vay không còn được vốn hóa.
LN trước thuế	516	208 -59,7%	
LN sau thuế	411	164 -60,1%	Theo Nghị quyết 13/NQ-CP, LSS là doanh nghiệp sử dụng nhiều lao động trong lĩnh vực chế biến nông sản nên được giảm 30% thuế TNDN năm 2012.
EPS	8.223	3.285 -60,1%	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ






Giá cổ phiếu LSS giảm khá mạnh trong thời gian gần đây, chủ yếu do kết quả kinh doanh không được thuận lợi. Với mức giá hiện tại, cổ phiếu LSS hiện đang giao dịch với P/E 2012 là 4,3x và P/B là 0,49x, không phải là mức hấp dẫn để đầu tư ngắn hạn.

*Tuy nhiên, về dài hạn, LSS vẫn là doanh nghiệp đầu ngành, có lợi thế về cùng nguyên liệu. Giá cổ phiếu hiện tại khá thấp so với kết quả định giá DCF của chúng tôi. Bên cạnh đó, LSS là một cổ phiếu có cổ tức tương đối cao và ổn định. Tỷ lệ cổ tức/ thị giá hiện nay vào khoảng 17,8%. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **MUA** cổ phiếu LSS với mục tiêu đầu tư dài hạn, mức giá kỳ vọng chúng tôi đưa ra là **32.500 đồng/cổ phần**.*

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 dựa trên nhiều 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.

Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

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
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc 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 với các 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

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Vũ Thị Mai

vuthimai@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn