

## Ngành Mía đường

Báo cáo cập nhật

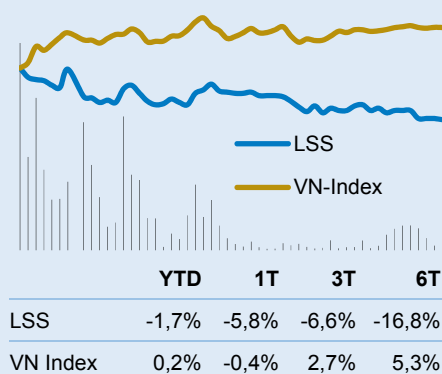
02 tháng 01, 2014

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>11.600</b>
Giá thị trường (02/01/2014)	11.500
Lợi nhuận kỳ vọng	0%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.200 - 15.800
Vốn hóa	575 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	50.000.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	18.725 CP
% sở hữu nước ngoài	18,61%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/A
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0%
Beta	0,65

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Dương Đức Hiếu**

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn

Mã giao dịch: LSS

Reuters: LSS.HM

Bloomberg: LSS VN

Kết thúc quý 3, doanh thu của LSS tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 1.410 tỷ đồng. Tuy nhiên do giá đường trong năm 2013 giảm mạnh nên lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 27 tỷ, chỉ bằng hơn 36% cùng kì.

**Giảm lợi nhuận gộp để giải phóng hàng tồn.** Đây là vấn đề chung của ngành đường trong năm 2013. Với LSS, tỉ lệ này giảm nhẹ từ 14% cùng kì năm 2012 xuống 12% trong 9 tháng đầu năm 2013. Việc chấp nhận giảm lợi nhuận gộp cũng giúp LSS giải phóng hơn 200 tỉ hàng tồn kho từ quý 2.

**Hoạt động tài chính khó khăn.** Lũy kế 9 tháng đầu năm, trong khi doanh thu tài chính của LSS giảm 50% xuống mức 5 tỉ đồng so với cùng kỳ 2012 thì chi phí tài chính lại tăng mạnh hơn 48%, từ 55,5 tỉ lên 82 tỉ, chủ yếu do lãi vay cao cho khoản trái phiếu chuyển đổi 200 tỉ và lỗ từ việc thanh lí các khoản đầu tư. Điều này đã ảnh hưởng mạnh tới lợi nhuận sau thuế của LSS.

**Dự báo cả năm.** Quý 4/2012, LSS bán hàng dưới giá vốn dẫn tới khoản lỗ sau thuế hơn 38 tỉ. Dự kiến quý 4/2013 LSS sẽ tránh được tình trạng này, duy trì và cải thiện được biên lợi nhuận nhờ nhu cầu đường tăng cao phục vụ sản xuất dịp cuối năm.

Mới đây LSS đã giảm kế hoạch lợi nhuận 2013 từ 75 tỉ xuống 50 tỉ. BVSC cho rằng kết quả hoạt động kinh doanh của LSS trong cả năm 2013 có sự cải thiện nhẹ. Ước tính LSS có thể đạt 1.913 tỷ đồng doanh thu, tăng 1% so với năm 2012. Lợi nhuận sau thuế đạt 42 tỷ đồng, tăng 13%.

**Khuyến nghị.** Mặc dù dự kiến lợi nhuận 2013 của LSS sẽ cải thiện nhưng nhiều yếu tố tiêu cực vẫn sẽ tác động tới cổ phiếu LSS như tình trạng cung vượt cầu của ngành mía đường trong nước và nguy cơ pha loãng cổ phiếu khi lượng trái phiếu chuyển đổi của công ty đáo hạn và chuyển đổi thành cổ phiếu vào 10/10/2014. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu LSS với mức giá kỳ vọng là **11.600** đồng/cổ phần

### Một số chỉ tiêu tài chính của LSS

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q4/2012	Q4/2013F
Doanh thu (triệu VND)	2.025.488	1.888.875	<b>1.912.676</b>	431.896	<b>502.896</b>
EBITDA (triệu VND)	581.276	237.436	<b>246.346</b>	90.627	<b>74.180</b>
EBIT (triệu VND)	537.975	140.286	<b>144.504</b>	-16.143	<b>47.488</b>
LN sau thuế (triệu VND)	411.131	35.944	<b>41.531</b>	-53.484	<b>14.483</b>
EPS (VND)	8.223	719	<b>831</b>	429	<b>831</b>
P/E (x)	1,40	16,00	<b>13,85</b>	26,80	<b>13,85</b>
P/B (x)	0,41	0,46	<b>0,45</b>	0,46	<b>0,45</b>
ROA (%)	22%	2%	<b>2%</b>	2%	<b>2%</b>
ROE (%)	32%	3%	<b>3%</b>	3%	<b>3%</b>

**Báo cáo cập nhật Q4/2013**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	18,61%
Sở hữu khác	81,39%

**CƠ ĐỒNG LỚN**

Hiệp hội Mía đường Lam Sơn – Thanh Hóa	19,14%
CTCP Đầu tư phát triển Tân Thành Đạt	10,49%
CTCP CK Sacombank	4,68%
Lê Trung Thành	3,02%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	1.338	2.025	1.889	1.913
Giá vốn	860	1.418	1.713	1.673
Lợi nhuận gộp	478	608	176	240
Doanh thu tài chính	52	43	8	6
Chi phí tài chính	28	49	95	114
Lợi nhuận sau thuế	301	413	37	42

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	463	126	128	127
Các khoản đầu tư TC ngắn hạn	61	16	15	18
Các khoản phải thu ngắn hạn	418	720	483	520
Hàng tồn kho	149	200	443	390
Tài sản cố định hữu hình	234	875	1.432	1.309
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.550</b>	<b>2.192</b>	<b>2.676</b>	<b>2.509</b>
Nợ ngắn hạn	293	498	1.050	948
Nợ dài hạn	67	288	351	255
Vốn đầu tư chủ sở hữu	400	500	500	500
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.550</b>	<b>2.192</b>	<b>2.676</b>	<b>2.509</b>

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	22%	51%	-7%	1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	85%	37%	-91%	13%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	36%	30%	9%	13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	23%	20%	2%	2%
ROA (%)	24%	22%	2%	2%
ROE (%)	33%	32%	3%	3%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	4%	21%	39%	35%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	5%	33%	83%	68%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	7.488	8.223	719	831
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.271	27.715	25.113	25.752
<b>Chỉ tiêu định giá cổ phiếu</b>				
P/E (lần)	1,54	1,40	16,00	13,85
P/B (lần)	0,39	0,41	0,46	0,45

### LSS: QUÝ 4 DUY TRÌ LỢI NHUẬN

Ngày 16/12/2013, LSS đã điều chỉnh kế hoạch năm 2013, theo đó trong quý 4, công ty phấn đấu đạt lợi nhuận khoảng 23 tỷ, lũy kế cả năm 2013 đạt 50 tỷ, giảm so với kế hoạch 75 tỷ lợi nhuận để ra đầu năm. Trong 3 quý đầu năm, LSS đạt lợi nhuận 27 tỷ, bằng 54% kế hoạch mới đề ra.

Trong quý 4 2013, sản lượng tiêu thụ đường của LSS sẽ tăng do nhu cầu sản xuất bánh kẹo nước giải khát dịp cuối năm, dự kiến khoảng 40,000 tấn. Giá bán đường của công ty được giữ ở mức cạnh tranh khoảng 14,7-15 triệu đồng/tấn nhằm tiếp tục giải phóng tồn kho. Doanh thu quý 4 của công ty ước đạt 503 tỷ, tăng 16% so với cùng kỳ.

Sản lượng mía thu mua của LSS đạt 1,2 triệu tấn so với dự kiến 1,1 triệu tấn. Giá thu mua mía nguyên liệu của LSS tương đối ổn định trong quý 4 cũng như cả năm 2013, dao động khoảng 0,9-1 triệu đồng/tấn cho mía trừ đường 10 CCS, giảm mạnh so với mức thu mua 1,2 triệu đồng/tấn cùng kỳ năm ngoái. Điều này giúp cho LSS có thể đưa ra giá bán cạnh tranh mà vẫn duy trì lợi nhuận gộp, tránh tình trạng bán hàng dưới giá vốn như quý 4/2012.

Theo ước tính của chúng tôi, lũy kế cả năm công ty đạt 42 tỷ LNST, bằng 84% kế hoạch mới đưa ra và tăng 13% so với năm 2012.

#### Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của LSS

Chỉ tiêu	2012	2013F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.889	1.913	1,3%	Trong quý 4, giá bán đường nội địa ở mức 15 triệu đồng tấn do nhu cầu tăng phục vụ sản xuất bánh kẹo nước giải khát dịp cuối năm và tết Nguyên Đán. LSS dự kiến vẫn tiếp tục đẩy mạnh hoạt động bán hàng trong quý này với giá bán cạnh tranh nhằm giải phóng tồn kho. Sản lượng tiêu thụ trong quý 4 của LSS dự kiến khoảng 40,000 tấn.  Lũy kế cả năm, LSS tiêu thụ 120.000 tấn đường, tăng hơn 20% so với năm ngoái. Giá bán trung bình đạt khoảng 14,7 triệu đồng/tấn, giảm 15% so với năm 2012. Tổng doanh thu đạt được khoảng 1.913 tỷ đồng.
Giá vốn	1.713	1.673	-2%	Nguồn nguyên liệu của LSS khá ổn định, sản lượng mía 2013 ước đạt 1,2 triệu tấn, tăng so với kế hoạch 1,1 triệu tấn. Giá thu mua mía nguyên liệu của LSS tương đối ổn định trong cả năm 2013 khoảng 0.9-1 triệu đồng/tấn cho trừ đường 10 CCS, giảm khoảng 10% so với giá trung bình năm 2012
Lợi nhuận gộp	176	240	36%	
Doanh thu tài chính	8	6	-25%	
Chi phí tài chính	95	114	20%	
Chi phí BH	23	25	9%	
Chi phí QLDN	12	54	450%	Năm 2012 LSS hoàn nhập dự phòng từ quỹ phát triển công nghệ hơn 40 tỷ. Chúng tôi chưa giả định hoạt động này tiếp tục trong năm 2013.

LN sau thuế	37	42	13%
EPS	719	831	-48%

## TÁI CƠ CẤU NHẪM PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG

### Giảm đầu tư ngoài ngành

Ông Lê Văn Tam, chủ tịch HĐQT cho biết LSS sẽ tiến hành tái cơ cấu công ty, tập trung vào hoạt động sản xuất mía đường và thoái dần vốn khỏi các khoản đầu tư chứng khoán và đầu tư ngoài ngành như khách sạn, sản xuất giấy, bảo hiểm, du lịch... Trong năm 2013, LSS đã lần lượt bán hết 500.000 chứng chỉ quỹ VF4, thoái vốn hoàn toàn khỏi công ty du lịch Lam Sơn, giảm 90% vốn tại Bảo hiểm Viễn Đông. Việc thanh lý các khoản đầu tư khiến LSS lỗ khoảng 11 tỉ từ đầu năm, tuy nhiên điều đó cho thấy công ty đang chú trọng tập trung nguồn lực cho ngành mía đường và hướng tới mục tiêu nâng cao năng suất, phát triển ổn định và bền vững.

### Tích cực giảm nợ

Từ đầu năm đến nay, LSS tiến hành giảm tỉ lệ đòn bẩy khá triệt để. Riêng trong quý 3, LSS đã giảm 14% nợ ngắn hạn và dài hạn, tương ứng giá trị khoảng 140 tỉ.

Hiện tổng nợ của LSS khoảng 883 tỉ, tỉ lệ nợ/vốn CSH của LSS khoảng 65%, xấp xỉ mức trung bình ngành, giảm mạnh so với mức 83% năm 2012 và dự báo sẽ tiếp tục giảm vào năm sau do 200 tỉ trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển thành cổ phiếu vào 10/2014; từ đó giảm áp lực về chi phí lãi vay cho công ty.

## Khuyến nghị đầu tư

So với nhiều doanh nghiệp mía đường khác, LSS có lợi thế về vùng nguyên liệu lớn và ổn định. Công ty cũng đang từng bước tái cơ cấu tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính. Đây được coi là hướng đi đúng đắn của LSS và sẽ giúp công ty duy trì được hoạt động và lợi nhuận trong các năm sau tới.

Tuy nhiên trong ngắn hạn, LSS và các doanh nghiệp mía đường vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn do tình trạng cung vượt cầu tại thị trường trong nước.

Việc 200 tỉ trái phiếu của LSS sẽ chuyển đổi thành 20 triệu cổ phiếu thưởng vào tháng 10/2014 sẽ làm pha loãng EPS tới 40% cũng là điểm cần lưu ý tới các nhà đầu tư.

Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu LSS, mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu LSS chúng tôi đưa ra là **11.600** đồng/cổ phần.

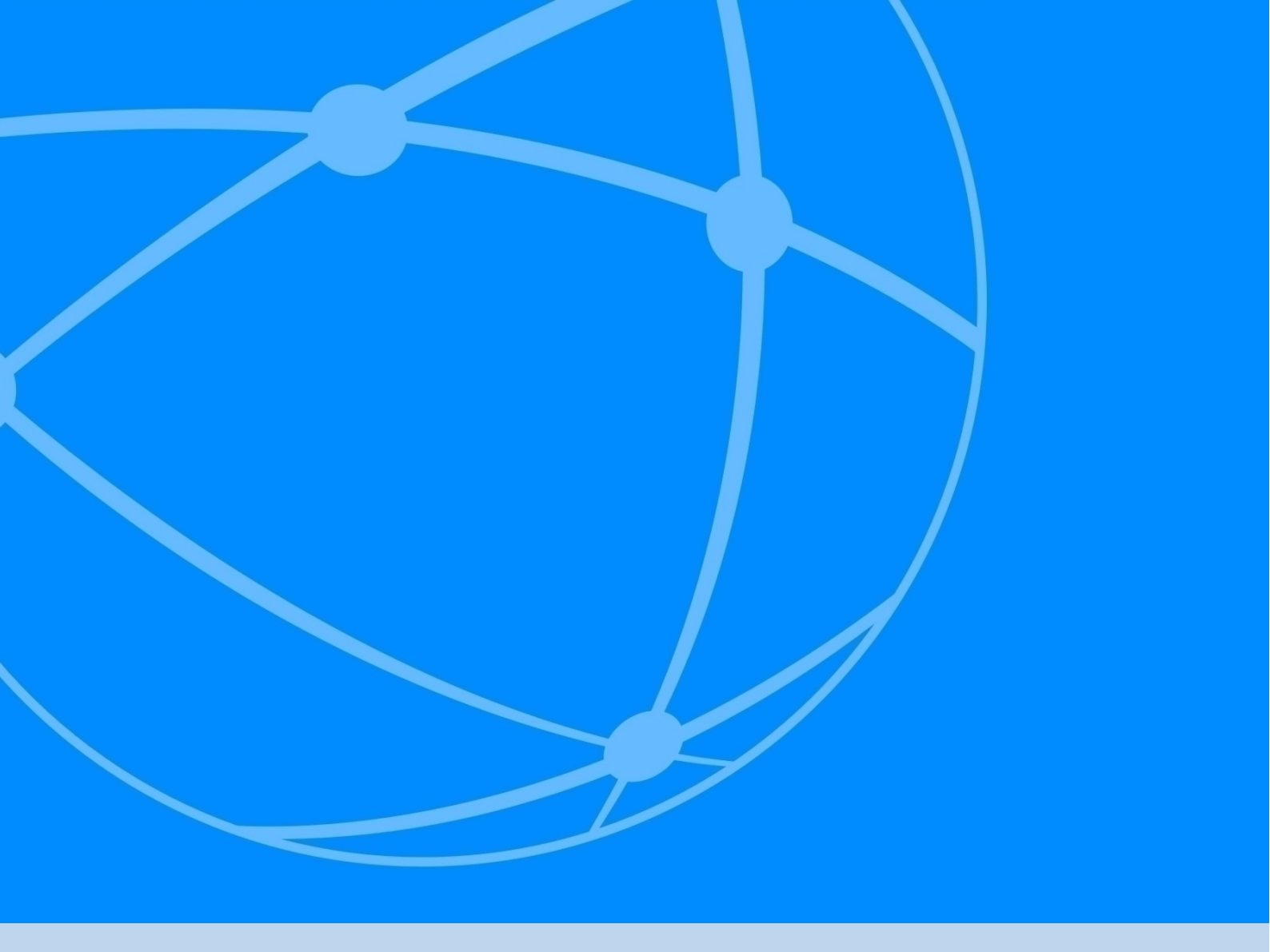
## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**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 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