

Ngành Mía đường

Báo cáo cập nhật

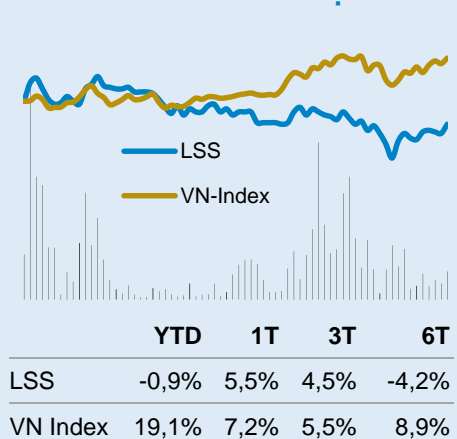
22 tháng 7, 2014

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	11.200
Giá thị trường (22/7/2014)	11.600
Lợi nhuận kỳ vọng	-3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.200 - 13.090
Vốn hóa	580 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	50.000.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	36.363 CP
% sở hữu nước ngoài	15,78%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	450
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,9%
Beta	0,89

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.HN

Bloomberg: LSS VN

Kết thúc quý 1/2014, doanh thu của LSS giảm mạnh 26% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 427 tỷ đồng. Tuy nhiên do chi phí được quản lý tốt, lợi nhuận sau thuế của LSS chỉ giảm nhẹ 5%, đạt 14 tỷ.

Quý 2 chưa có nhiều cải thiện trong tiêu thụ đường. Đầu quý 2, lượng hàng tồn kho của toàn ngành đường vẫn đang ở mức cao. Trong bối cảnh đó, tiêu thụ đường quý 2 của LSS cũng không có tăng trưởng đột biến. Dự kiến, LSS có thể tiêu thụ khoảng 22.000 tấn đường trong quý 2. Doanh thu quý 2/2014 lần lượt đạt 406 tỷ, giảm 18% so với cùng kỳ, lợi nhuận đạt 10,8 tỷ tăng 30% cùng kỳ.

Dự báo cả năm. Với tình hình thị trường đường có thể được cải thiện trong nửa cuối năm 2014, BVSC dự báo LSS có thể tiêu thụ khoảng 110.000 tấn đường trong năm 2014, tăng 5% so với năm 2013. Doanh thu ước tính đạt 1.726 tỷ, giảm 7% so với 2013, tuy nhiên lãi vay giảm và biên lợi nhuận gộp được cải thiện giúp cho lợi nhuận ước tính đạt 47,8 tỉ (tăng 8% yoy).

Trái phiếu được chuyển đổi vào tháng 10/2014. 200 tỷ trái phiếu của LSS sẽ được chuyển đổi thành 20 triệu cổ phiếu (bằng 40% lượng cổ phiếu hiện đang lưu hành) vào tháng 10/2014. Điều này sẽ góp phần giảm chi phí lãi vay của LSS nhưng lại gây ra nguy cơ pha loãng cổ phiếu.

Khuyến nghị. Kết quả kinh doanh của LSS trong năm 2014 dự kiến sẽ cải thiện so với năm 2013 nhờ khâu quản lý chi phí được nâng cao, tuy nhiên hiệu quả hoạt động so với các doanh nghiệp mía đường niêm yết khác vẫn ở mức thấp. Cổ phiếu LSS sẽ bị pha loãng 40% vào cuối năm 2014 do trái phiếu chuyển đổi đáo hạn, làm EPS của LSS dự kiến giảm 15% xuống 684 đồng/cổ phần. Với mức EPS không hấp dẫn, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** với cổ phiếu LSS, với mức định giá **11.200 đồng/cổ phần**.

Một số chỉ tiêu dự báo của LSS

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q2/2013	Q2/2014F
Doanh thu (triệu VND)	1.888.875	1.847.389	1.725.503	498.086	406.122
EBITDA (triệu VND)	183.587	239.196	252.233	161.860	64.413
EBIT (triệu VND)	140.286	142.046	128.533	38.160	33.488
LNST(triệu VND)	35.944	40.445	47.850	8.216	10.802
EPS (VND)	719	809	684	-364	798
P/E (x)	15,02	13,35	15,80	-	13,53
P/B (x)	0,39	0,43	0,42	0,43	0,42
ROA (%)	22%	2%	2%	2%	2%
ROE (%)	32%	3%	3%	3%	3%

Báo cáo cập nhật Q2/2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	15,78%
Sở hữu khác	84,22%

CÓ ĐỒNG LỚN

Hiệp hội Mía đường Lam Sơn - Thanh Hóa	19,46%
CTCP Đầu tư phát triển Tân Thành Đạt	15,90%
Nguyễn Thị Bích Hạnh	4,94%
CTCP CK Sacombank	4,68%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	1.338	2.025	1.889	1.847	1.726
Giá vốn	860	1.418	1.713	1.622	1.500
Lợi nhuận gộp	478	608	176	226	225
Doanh thu tài chính	52	43	8	5	6
Chi phí tài chính	28	49	95	99	82
Lợi nhuận sau thuế	301	413	37	42	48

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	463	126	128	23	56
Các khoản đầu tư TC ngắn hạn	61	16	15	12	11
Các khoản phải thu ngắn hạn	418	720	483	245	282
Hàng tồn kho	149	200	443	395	389
Tài sản cố định hữu hình	234	875	1.432	1.395	1.384
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	113	79	62	52	74
Tổng tài sản	1.550	2.192	2.676	2.183	2.276
Nợ ngắn hạn	293	498	1.050	633	705
Nợ dài hạn	67	288	351	249	61
Vốn chủ sở hữu	1.175	1.386	1.256	1.289	1.497
Tổng nguồn vốn	1.550	2.192	2.676	2.183	2.276

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	22%	51%	-7%	-2%	-7%
Tăng trưởng LNST (%)	85%	37%	-91%	12%	18%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	36%	30%	9%	12%	13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	23%	20%	2%	2%	3%
ROA (%)	24%	22%	2%	2%	2%
ROE (%)	33%	32%	3%	3%	4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	4%	21%	39%	27%	20%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	5%	33%	83%	46%	30%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	7.488	8.223	719	809	684
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.271	27.715	25.113	25.771	21.376
Chỉ tiêu định giá cổ phiếu					
P/E (lần)	1,62	1,47	16,83	14,96	15,80
P/B (lần)	0,41	0,44	0,48	0,47	0,51

QUÝ 1/2014: DOANH THU GIẢM, TỒN KHO TĂNG CAO

Ngành đường Việt Nam vẫn gặp nhiều khó khăn. Đầu tháng 4/2014, tồn kho lượng đường tồn kho tại các nhà máy, các công ty thương mại thuộc VSSA hiện lên đến 650.000 tấn, tăng gần 150.000 tấn so với cùng kỳ năm 2013. Trong bối cảnh đó, tiêu thụ đường của LSS cũng gặp nhiều khó khăn. Kết thúc quý 1/2014, doanh thu của LSS giảm mạnh 26% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 427 tỷ đồng. Tồn kho thành phẩm của công ty gấp hơn 4 lần so với cùng kỳ năm ngoái

Tuy nhiên do giá vốn được quản lý tốt hơn, biên lợi nhuận gộp được cải thiện 1% và chi phí lãi vay giảm 50% so với cùng kỳ nên lợi nhuận sau thuế của LSS chỉ giảm nhẹ 5%, đạt 14 tỷ.

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành, hiệu quả hoạt động của LSS trong quý 1/2014 vẫn ở mức khá thấp.

So sánh chỉ tiêu tài chính của LSS với một số doanh nghiệp trong ngành đường trong quý 1/2014						
Chỉ số	LSS	SBT	BHS	NHS	SEC	SLS
ROE	2,90%	13,52%	5,52%	13,02%	6,53%	25,71%
ROA	1,51%	6,50%	1,64%	6,27%	2,85%	18,47%
Biên LN thuần	2,26 %	9,96 %	1,36 %	8,97 %	3,37 %	8,54 %
Tỉ số thanh toán nhanh	0,28	0,82	0,57	0,87	0,60	0,73

Nguồn: BVSC tổng hợp

QUÝ 2/2014: DỰ BÁO KHÔNG CÓ ĐỘT BIẾN VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chúng tôi dự báo trong quý 2 tiêu thụ đường của LSS sẽ chưa có đột biến. Dự kiến, LSS có thể tiêu thụ khoảng 22.000 -25.000 tấn đường trong quý 2, giá bán trung bình khoảng 13 triệu đồng/tấn. Tổng doanh thu quý 2/2014 đạt 406 tỷ, giảm 18% so với cùng kỳ, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp dự báo ở mức xấp xỉ quý 1/2014, tăng 1,5% so với cùng kỳ. Chi phí tài chính của LSS được dự báo sẽ giảm từ 25,2 tỷ quý 2/2013 xuống 18,7 tỷ trong quý 2 này, giúp cho lợi nhuận của công ty đạt 10,8 tỷ, tăng 30% cùng kỳ.

TRIỂN VỌNG NĂM 2014: HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH

Về công tác sản xuất của LSS, đến tháng 4/2014, vụ ép 2013/2014 cho sản lượng mía đạt trên 1 triệu tấn, sản xuất được hơn 110.000 tấn đường, đảm bảo đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của công ty.

Về thị trường tiêu thụ, số liệu thống kê cho thấy tiêu thụ đường trong tháng 6/2014 tăng nhanh so với tháng 5/2014. Lượng đường tồn tại kho các nhà máy đến ngày 15/6/2014 là 548.940 tấn, cao hơn cùng kỳ năm trước 56.430 tấn, tương ứng 12%. Trong khi đó trong tháng 5 lượng đường tồn kho đạt mức 678.000 tấn, ước cao hơn 20% cùng kỳ. Lượng đường tiêu thụ tăng, tốc độ hàng tồn kho giảm mạnh hơn đã ảnh hưởng tích cực đến giá đường trong nước. Giá bán đường tháng 6 tăng khoảng 300 – 500 đồng/kg so với tháng

trước, đạt 12.500-13.000 đồng/kg. Theo dự báo của Hiệp hội mía đường Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ đường trong nước năm 2014 dự báo sẽ tăng 15% so với năm 2013 do một số doanh nghiệp thực phẩm kế hoạch mở rộng sản xuất vào nửa cuối năm như Tân Hiệp Phát, Orion, cà phê Biên Hòa, RedBull, CocaCola, Nestle, Bibica.. Cụ thể tại khu vực phía Bắc, Tân Hiệp Phát đã đưa vào sử dụng nhà máy Hà Nam vào tháng 4/2014, Coca Cola cũng khánh thành 2 dây chuyền sản xuất mới tại Hà Nội vào tháng 6/2014.

Do thị trường đường cuối năm dự báo có một số cải thiện, chúng tôi kì vọng LSS có thể hoàn thành được kế hoạch 1.615 tỷ doanh thu và 42 tỷ lợi nhuận trước thuế.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của LSS

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.847	1.726	-11 %	Hiệp hội mía đường Việt Nam dự báo nhu cầu tiêu thụ đường sẽ tăng khoảng 15%, đạt 1,2 triệu tấn trong năm 2014 do một số doanh nghiệp thực phẩm mở rộng sản xuất vào nửa cuối năm. Lũy kế cả năm, chúng tôi ước tính LSS tiêu thụ khoảng 110.000 tấn đường, tăng 5% so với năm ngoái. Giá bán trung bình đạt khoảng 14 triệu đồng/tấn. Tổng doanh thu đạt được khoảng 1.726 tỷ đồng.
Giá vốn	1.622	1.500	-7,5%	Trong năm 2014, LSS đề ra nhiều biện pháp quản lý vùng nguyên liệu nhằm nâng cao chất lượng và giảm giá thành. Giá thu mua mía nguyên liệu của LSS khoảng 0,9 triệu đồng/tấn, ở mức thấp so với trung bình ngành là trên 1 triệu đồng/tấn.
Lợi nhuận gộp	226	225	0%	
Doanh thu tài chính	5	6	20%	
Chi phí tài chính	99	82	-17%	Trái phiếu chuyển đổi đáo hạn vào tháng 10 giúp LSS giảm khoảng 8 tỉ đồng lãi vay. Lãi suất cho vay giảm cũng góp phần làm giảm chi phí lãi.
Chi phí BH	22,4	30,3	35%	Với tồn kho đường quý 1 khá lớn, LSS nhiều khả năng phải tăng chi phí bán hàng nhằm đẩy mạnh tiêu thụ.
Chi phí QLDN	52,8	51,4	-3%	
LN sau thuế	40,4	47,8	18%	
EPS	809	684	-15%	EPS bị pha loãng do toàn bộ lượng trái phiếu được chuyển đổi thành cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá LSS và các doanh nghiệp mía đường nói chung vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn trong trung hạn do năng lực sản xuất và giá thành kém cạnh tranh cũng như sự mất cân đối trong cung cầu của thị trường đường. Kết quả kinh doanh của LSS trong năm 2014 dự kiến sẽ cải thiện so với năm 2013 nhờ khâu quản lý chi phí được nâng cao, tuy nhiên hiệu quả hoạt động so với các doanh nghiệp mía đường niêm yết khác vẫn ở mức thấp. Cổ phiếu LSS sẽ bị pha loãng 40% vào cuối năm 2014 do trái phiếu chuyển đổi đáo hạn, làm EPS của LSS dự kiến giảm 15% xuống 684 đồng/cổ phần. Với mức EPS không hấp dẫn, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** với cổ phiếu LSS, với mức giá kỳ vọng khoảng **11.200 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, khuyến 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