

CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN (HSX: LSS)

Hà Hồng Hoa Chuyên viên phân tích Email: hoahh@fpts.com.vn Tel: (84.4) 3773 7070 - Ext : 4302	Giá hiện tại	8.700	-18%	-7%	0%	+7%	-18%
	Giá mục tiêu	9.700	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm	+ 12%					
	Tỷ suất cổ tức	2,6%					
			THÊM				

Biến động giá LSS và VN-Index



TÓM TẮT NỘI DUNG

Chúng tôi tiến hành phân tích tình hình tài chính của **CTCP Mía đường Lam Sơn (HSX: LSS)** cho giai đoạn từ 2012 – 2014 cùng kết quả kinh doanh dự kiến trong Quý 1/2015. **Mặc dù phải đối mặt với khó khăn chung của ngành mía đường trong những năm gần đây nhưng doanh thu LSS vẫn được duy trì khá ổn định.** Vấn đề LSS cần giải quyết là quản lý chi phí mía nguyên liệu (vốn chiếm hơn 80% tổng chi phí giá thành) để cải thiện biên lợi nhuận gộp. Mặc dù tỷ lệ nợ của LSS là khá an toàn nhưng trong bối cảnh khó khăn nguồn thu thì tiết giảm chi phí lãi vay sẽ góp phần giảm bớt áp lực về dòng tiền trong ngắn hạn và gia tăng lợi nhuận cho LSS. Ban lãnh đạo LSS cũng cần cân đối cơ cấu nguồn vốn phù hợp giữa vốn chủ sở hữu – vốn vay, nợ ngắn hạn – nợ dài hạn để đối ứng cho các dự án dài hạn từ 3 - 5 năm của Công ty.

Cải thiện tốt hai khoản chi phí giá thành và lãi vay trên sẽ góp phần cải thiện lợi nhuận sau thuế, qua đó cải thiện các chỉ số ROE, EPS, PE và tăng sức hấp dẫn của cổ phiếu LSS. Cổ phiếu LSS đang được giao dịch với EPS trailing 820 đồng/cp, PE trailing 10,49 - khá cao so với trung bình ngành ở mức 9,7.

Doanh thu được kỳ vọng sẽ cải thiện nếu nhà máy còn vận hành sản xuất trở lại vào Quý 3/2015 do tỷ suất lợi nhuận cao (khoảng 30%), tận thu được mật rỉ. Đây cũng là hướng đi hợp lý trong bối cảnh giá ethanol thế giới đang tăng còn giá đường tiếp tục giảm sút. Hiện đây chuyển đang bị tạm dừng hoạt động do các tác động về môi trường, LSS đang cân nhắc đầu tư công nghệ xử lý ô nhiễm môi trường để khắc phục sự cố nên việc vận hành trở lại vào Quý 3 là chưa chắc chắn.

KQKD Quý 1/2015 của LSS giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2014 là do sản lượng đường và mật rỉ, tương ứng ở mức 74% và 86%. Cơ cấu doanh thu vẫn không thay đổi nhiều khi doanh thu từ đường vẫn chiếm từ 85 – 90%, tuy nhiên Công ty đã chủ động sản xuất và tiêu thụ nhiều hơn các sản phẩm đường tinh luyện do giá bán sản phẩm này đã tăng khoảng 1.400 đồng/kg trong khi giá bán đường vàng vẫn tiếp tục giảm

Chúng tôi cũng tiến hành định giá cổ phiếu LSS theo phương pháp so sánh P/E, giá mục tiêu của LSS là **9.700 đồng/cp**, cao hơn mức giá thị trường ngày 20/4 (8.700đ) là 12%. Tuy các chỉ số tài chính của LSS ở thời điểm hiện tại khá thấp và đang giảm sút, nhưng với vị thế một doanh nghiệp lâu đời trong ngành mía đường cùng những lợi thế nhất định về quy mô, chúng tôi khuyến nghị **THÊM** để đầu tư trung, dài hạn đối với cổ phiếu LSS.

Thông tin giao dịch		20/04/2015	
Giá hiện tại		8.700	
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)		11.800	
Giá thấp nhấp 52 tuần (đ/cp)		8.000	
Số lượng CP niêm yết (cp)		70.000.000	
Số lượng CP lưu hành (cp)		70.000.000	
KLGD BQ 3 tháng (cp/phiên)		31.098	
% giới hạn sở hữu nước ngoài		49%	
% sở hữu nước ngoài hiện tại		11,7%	
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		700	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		609	
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	KH2015	2014	Q1/2015
Doanh thu thuần	1.800	1.733	~240
LNTT	120	62	~9
LNTT/Doanh thu (%)	6,67	3,57	3,75
EPS (đồng/cp)		820	
P/E		10,37	-
Cơ cấu cổ đông		Tỷ lệ (%)	
Hiệp hội Mía đường Lam Sơn		17,37	
CTCP Phát triển thương mại dịch vụ Thăng Long		6,8	
CTCP Đầu tư phát triển Tân Thành Đạt		6,19	

Kết quả định giá theo phương pháp PE trong ngắn hạn

Công ty khu vực	Quốc Gia	Vốn hóa (tr.USD)	Doanh thu (tr.USD)	ROE	P/E đã điều chỉnh (*)
HARI SL	SRI LANKA	15	20,65	11,84	1,91
TOYO SP	SINGAPORE	79	225,15	6,64	0,67
RSI CN	CANADA	342	475,15	11,58	1,72
2109 JP	NHẬT BẢN	522	911,54	8,94	0,68
2107 JP	NHẬT BẢN	49	135,33	6,94	0,56
AGR AV	ÁO	1.193	3.406,51	9,59	0,68
ESID IN	ẤN ĐỘ	0	1,00	14,10	0,04
FRSM PA	PAKISTAN	12	47,48	38,46	2,50
ROX PM	PHILIPPINES	168	172,16	9,86	1,02
ASG IN	ẤN ĐỘ	44	182,03	7,91	0,38
ALNRS PA	PAKISTAN	6	69,70	5,71	0,51
SHSML PA	PAKISTAN	7	51,17	9,68	1,11
PSER IN	ẤN ĐỘ	20	27,79	15,88	0,88
KSL TB	THÁI LAN	608	586,58	13,23	1,17
BHS VN	VIỆT NAM	29	122,83	5,27	0,74
SMT03 BZ	BRAZIL	1.443	678,76	6,46	1,49
SBT VN	VIỆT NAM	72	93,27	13,52	0,87
SEC VN	VIỆT NAM	22	30,27	15,98	1,00
NHS VN	VIỆT NAM	30	48,01	12,77	0,63
KBS TB	THÁI LAN	159	190,32	8,46	0,99
MSM MK	MALAYSIA	986	697,42	13,52	1,36
SLS VN	VIỆT NAM	9	19,49	30,00	1,10
Bình quân					9,7
LSS	Việt Nam	27	82	3,36	

Nguồn: Bloomberg, FPTIS

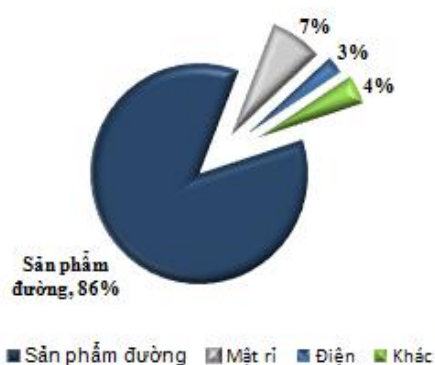
(*) Các số liệu P/E đã được chiết khấu theo rủi ro tương ứng của từng quốc gia

Phương pháp	EPS 2015 (E)	PE	Giá mục tiêu
PE	1.000	9,7	9.700

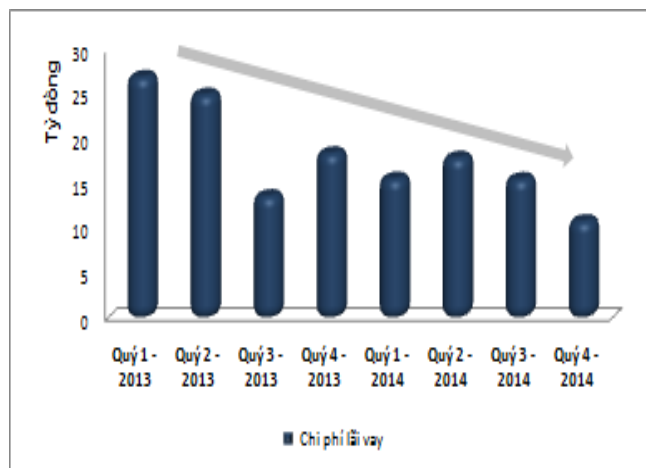
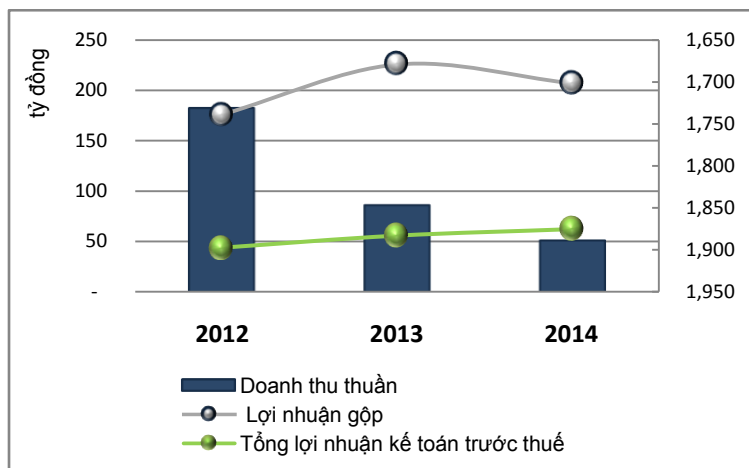
Mức giá mục tiêu của LSS theo phương pháp định giá P/E vào khoảng **9.700 đồng/cp**, cao hơn mức giá giao dịch trong phiên 20/4/2015 là 12%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **Thêm** đầu tư trung, dài hạn đối với cổ phiếu này.

Kết quả kinh doanh Quý 1 năm 2015
Bảng 1: Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1 năm 2015

Chỉ tiêu	Đvt	Q1/2015	Q1/2014	% So với cùng kỳ	Kế hoạch 2015	% Kế hoạch 2015
Sản lượng đường	Tấn	15.766.610	27.512.670	(74%)		
Sản lượng mật rỉ	Tấn	10.925.180	20.343.510	(86%)		
Sản lượng điện	Mwh	6.229.270	1.048.208	83%		
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	240	386	(61%)	1.800	13%
LNTT ước tính	Tỷ đồng	9	15	(67%)	120	8%
Cổ tức	%				10	

Doanh thu Quý I năm 2015


Kết quả kinh doanh quý 1/2015 của LSS giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2014 là do sản lượng đường và mật rỉ, tương ứng ở mức 74% và 86%. Việc chủ động giảm bớt sản lượng sẽ giúp LSS giảm bớt áp lực nguồn cung ra thị trường cũng như duy trì lượng hàng tồn kho ở mức ổn định hơn. Đến cuối quý 1/2015, giá trị hàng tồn kho của LSS giảm khoảng 37% so với cùng kỳ năm trước. Cơ cấu doanh thu vẫn không thay đổi nhiều khi doanh thu từ đường vẫn chiếm từ 85 – 90%, tuy nhiên Công ty đã chủ động sản xuất và tiêu thụ nhiều hơn các sản phẩm đường tinh luyện do giá bán sản phẩm này đã tăng khoảng 1.400 đồng/kg trong khi giá bán đường vàng vẫn tiếp tục giảm. Doanh thu từ điện tuy chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ nhưng đã tăng so với cùng kỳ 2,4% do giá điện đàm phán với EVN đã tăng lên 991 đồng/kWh. Với kết quả kinh doanh quý 1 mới đạt 13% kế hoạch doanh thu năm 2015, diễn biến thị trường trong nước vẫn đang diễn biến tiêu cực thì khả năng hoàn thành kế hoạch là chưa khả thi.

Doanh thu và các Tỷ suất lợi nhuận/doanh thu trong giai đoạn từ 2012 đến 2014


Đối mặt với những khó khăn chung của ngành Mía đường về lượng hàng tồn kho lớn, giá bán đường giảm (năm 2014 giá đường giảm gần 1.400 đồng/kg so với năm 2013), vấn nạn về đường nhập lậu, **LSS vẫn có nhiều chính sách và định hướng tốt nhằm duy trì doanh thu ổn định qua các năm.** Trong giai đoạn 2013 – 2014, doanh thu trung bình hàng quý trên mức 430 tỷ đồng. LSS sau khi nâng cấp nhà máy đã thay đổi cơ cấu sản lượng đường RE/RS từ 50/50 sang 80/20, vì đường RE có giá cao và ít biến động hơn nên biên lãi gộp cũng có cải thiện (từ 9,3% năm 2012 lên 12,5% năm 2013 và duy trì ở mức 12% năm 2014). **Doanh thu được kỳ vọng được cải thiện nếu nhà máy còn được đưa vào sản xuất trở lại vào Quý 3/2015** do tỷ suất

lợi nhuận cao (khoảng 30%), tận thu được mật rỉ. Đây cũng là hướng đi hợp lý trong bối cảnh giá đường tiếp tục giảm sút như hiện nay. Hiện nay ở Việt Nam chỉ có 2 nhà máy đường sở hữu dây chuyền sản xuất ethanol thực phẩm là CTCP Mía đường Hiệp Hoà và CTCP Đường Lam Sơn (LSS), trong khi các nhà máy khác chỉ dừng lại ở việc bán mật rỉ với biên lợi nhuận khoảng 1%. Hiện dây chuyền đang bị tạm dừng hoạt động do các tác động về môi trường. Sẽ là lợi thế lớn nếu LSS có thể khắc phục để đưa dây chuyền vào vận hành vào Quý 3 như dự kiến do CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh (SBT) cũng đang khởi động dự án xây dựng nhà máy sản xuất ethanol công suất 25 triệu lít/ngày trong năm 2015. Tuy nhiên, LSS hiện vẫn đang cân nhắc việc đầu tư khắc phục sự cố nên chưa chắc chắn về khả năng tái vận hành dây chuyền này.

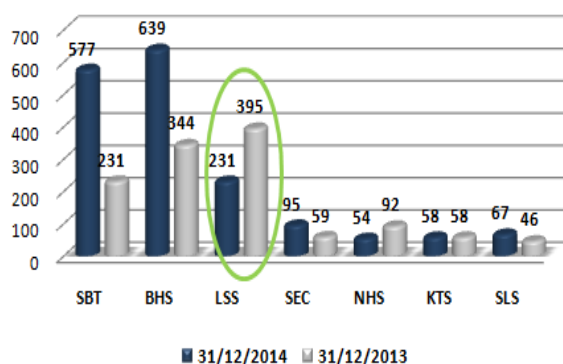
Mặc dù giá vốn hàng bán đã được tiết giảm hơn 6% so với năm 2013, nhưng doanh thu giảm từ bán đường khiến biên lợi nhuận giảm nhẹ từ 12,22% năm 2013 xuống 11,95% năm 2014. So với thời điểm trước năm 2011, **khí biên lợi nhuận gộp của LSS luôn duy trì ở mức 30% - 35% thì hiện nay đã rơi về mức 9% - 12%**. Quản lý giá thành sản xuất là vấn đề cực kỳ quan trọng để cải thiện biên lợi nhuận gộp do 80% chi phí sản xuất đường là từ mía nguyên liệu. Giá thành sản xuất đường thô tại Raizen – Công ty sản xuất đường lớn nhất tại Brazil chỉ khoảng 6,5 triệu đồng/tấn. Trong nước, Hoàng Anh Gia Lai cũng tuyên bố giá thành sản xuất thấp hơn 5 triệu đồng/tấn nhờ cơ giới hóa nông nghiệp. LSS cũng đang nỗ lực đẩy mạnh cơ giới hóa (ví dụ: đầu tư thử nghiệm máy thu hoạch John Deere của Mỹ, có thể thay được 300-400 lao động/ngày, triển khai 35 mô hình trình diễn, thâm canh, cơ giới hóa đồng bộ, trình diễn giống, phân bón ..v.v. nên kỳ vọng trong 1-2 năm tới sẽ có sự tiến bộ vượt bậc trong kiểm soát chi phí giá thành sản phẩm.

Tuy doanh thu và lợi nhuận gộp giảm, nhưng LSS đã chủ động hoàn trả các khoản nợ ngắn hạn, qua đó giảm bớt **chi phí tài chính**. Đây là khoản chi phí lớn thứ hai sau giá vốn hàng bán, do đó chi phí tài chính giảm 44% góp phần cải thiện 10% lợi nhuận trước thuế (55 tỷ năm 2013 lên 62 tỷ 2014).

Cơ cấu nguồn vốn

Sau khi sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao vào năm 2012 do nhu cầu đầu tư vào các dự án trọng điểm, thì **nợ vay LSS đã có xu hướng giảm bớt đưa cơ cấu nguồn về trạng thái cân bằng và an toàn hơn giữa nguồn vốn chủ và vốn vay**. Lượng tiền và tương đương tiền năm 2014 ở mức 230 tỷ cùng với doanh thu ổn định tạm thời đảm bảo mức độ thanh khoản với các kế ước sắp đến hạn

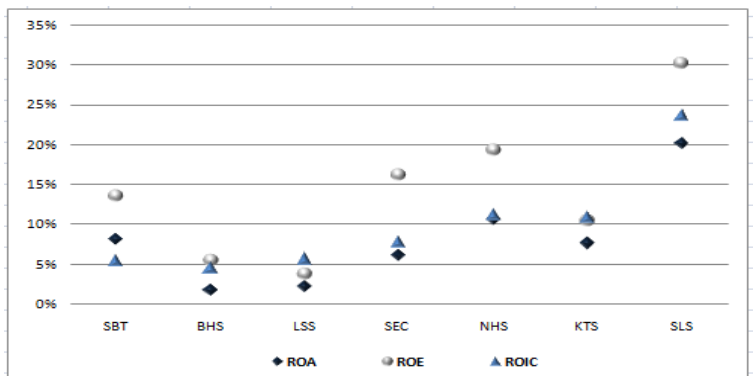
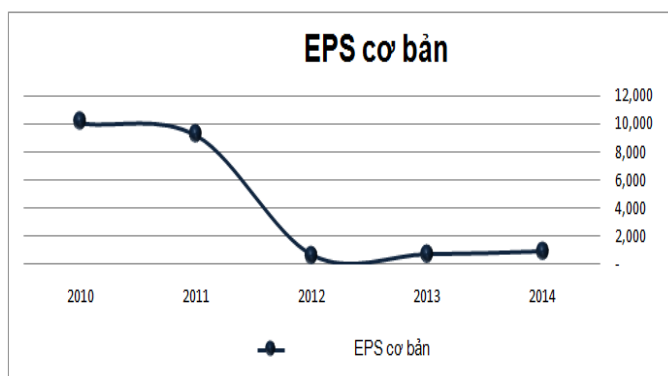
Hàng tồn kho



vào giữa năm 2015. Vốn cổ phần của LSS cũng vừa tăng thêm 200 tỷ vào cuối năm 2014 do trái chủ chuyển đổi trái phiếu phát hành năm 2012. Việc chuyển đổi này khiến tổng tài sản của LSS tăng thêm 3% từ 2.183 tỷ (2013) lên 2.245 tỷ (2014) trong khi Công ty đã nỗ lực và giải phóng bớt 42% hàng tồn kho. Tính đến cuối tháng 3/2015, hàng tồn kho của LSS khoảng 533 tỷ đồng (- 37% YoY). Đáng lưu tâm là trong **tổng số nợ 774 tỷ vào cuối năm 2014 thì tỷ trọng nợ ngắn hạn đang ở mức cao (chiếm 92%)** gây áp lực về dòng tiền ngắn hạn cho LSS. LSS hiện đang được các tổ chức tín dụng như VietinBank, MB, ACB, ... hỗ trợ vay vốn với mức lãi suất rất ưu đãi do đó hoàn toàn có thể tận dụng nguồn vốn vay này để phát triển dự án. Tuy nhiên cũng cần phải cân đối giữa vốn chủ - vốn vay, nợ ngắn hạn – nợ dài hạn do định hướng phát triển các dự án trọng điểm của LSS đều dài hạn ít nhất từ 3 - 5 năm và cần nguồn vốn đối ứng để tránh áp lực về dòng tiền trong ngắn hạn.

Chỉ tiêu về định giá cổ phiếu LSS

Lợi nhuận sụt giảm 3 năm gần đây lại thêm việc chuyển đổi số lượng lớn từ 200 tỷ trái phiếu chuyển đổi khiến lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS trailing) giảm mạnh xuống ở mức 820 đồng/cp. Tỷ lệ cổ tức tuy đã điều chỉnh lên 6% cho năm 2014 (tăng hơn 0,5% so với kế hoạch 2014) nhưng vẫn cách khá xa so với thời điểm trước 2012. EPS thấp khiến PE tăng cao làm giảm sức hấp dẫn của cổ phiếu LSS. Đến cuối năm 2014, PE trailing đạt 10,37 – cao hơn so với trung bình ngành hiện ở mức 9,7. Hiện tính thanh khoản của cổ phiếu LSS đang khá cô đặc, khối lượng giao dịch trung bình trong 1 tháng trở lại đây khoảng 36.000 đơn vị/ phiên. Một phần nguyên nhân là do số lượng lớn cổ phiếu được nắm giữ bởi một số cá nhân/tổ chức đã làm giảm lượng cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường.



Chỉ tiêu về khả năng sinh lời

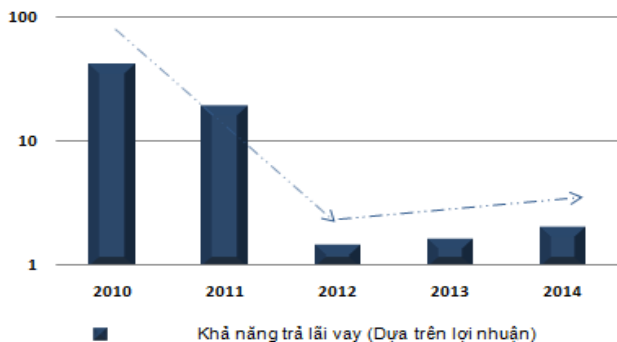
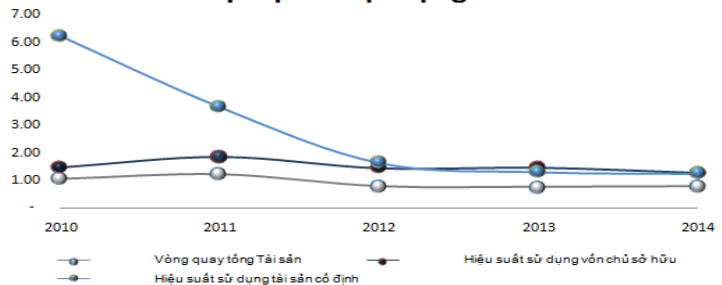
Mặc dù, LSS có lợi thế về quy mô vùng trồng nguyên liệu (16.000 ha), công suất sản xuất (10.500 tấn mía ngày) và sản lượng đường sản xuất hằng năm, vị trí nhà máy gần khu công nghiệp, tỷ lệ đường RE chiếm tỷ trọng cao, nhưng tỷ suất sinh lời của LSS đang thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành. Sang năm 2014, các chỉ số ROE, ROA đã có cải thiện hơn 2013 nhưng không đáng kể (ROA: 2,32%, ROE: 3,73%). Tăng trưởng lợi nhuận chưa tương xứng với quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu hiện có của LSS.

Chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động

So với các doanh nghiệp trong ngành, **vòng quay các khoản phải thu và HTK ở mức tương đương so với ngành**. Trong năm 2014, LSS đã đẩy mạnh bán hàng nhằm giải phóng hàng tồn kho và thu hồi vốn nhanh, thể hiện qua các chỉ số về vòng quay hàng tồn kho và các khoản phải thu được cải thiện hơn so với năm 2013. Tuy nhiên, các chỉ số về **hiệu quả sử dụng tài sản, tài sản cố định, và vốn chủ sở hữu lại thấp hơn trung bình ngành**. Do đặc thù ngành mía đường phải đầu tư tài sản lớn vào tài sản cố định nên các chỉ số trên thấp cho thấy LSS chưa khai thác tối đa hiệu suất sử dụng các tài sản trên để mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp và cổ đông.

Mã	Vòng quay HTK	Vòng quay khoản phải thu	Vòng quay khoản phải trả	Vòng quay tài sản	Vòng quay TSCĐ	Vòng quay TSCĐ ròng
SBT	6,8	10,9	16,6	0,8	1,3	3,6
BHS	4,6	21,0	24,9	1,4	3,1	5,1
LSS	5,3	16,9	23,7	0,8	0,9	1,6
NHS	16,0	159,0	29,8	1,2	2,5	3,2
SEC	7,4	17,1	18,3	1,0	1,3	2,0
KTS	3,9	52,6	6,9	1,7	1,8	6,8
SLS	8,9	727,4	13,1	2,3	3,5	7,4

Hiệu quả hoạt động



Chỉ tiêu về tính thanh khoản

Lợi nhuận sau thuế 2014 tăng 10% so với năm 2013 trong khi nợ vay ngân hàng đang giảm dần đã tăng tính thanh khoản trong hoạt động kinh doanh của LSS, thể hiện qua các hệ số thanh toán nhanh và khả năng trả lãi vay ngân hàng đã được cải thiện. Do đặc thù ngành nên Quý 1 hàng năm là thời điểm LSS phải chi trả tiền mía cho nông dân. LSS đã chủ động chuẩn bị nguồn lực cho khoản chi phí trên, với gần 230 tỷ tiền và tương đương tiền tại thời điểm cuối năm 2014.

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

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

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. 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 <http://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) 37737070 / 2717171

Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.8) 62908686

Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553666

Fax: (84.511) 3553888