

## MÍA ĐƯỜNG VÀ CÁC CỔ PHIẾU TRONG NGÀNH



### BÁO CÁO CẬP NHẬT

#### KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Giám đốc khối: **Th.S Võ Văn Minh**

Email: [minh.vo@lvs.com.vn](mailto:minh.vo@lvs.com.vn)

Thực hiện:

**Đặng Thanh Hương**

Email: [huong.dang@lvs.com.vn](mailto:huong.dang@lvs.com.vn)

## KHUYẾN NGHỊ

Với một số thông tin cập nhật dưới đây, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư trung hạn nhóm cổ phiếu trong ngành mía đường, đặc biệt là cổ phiếu LSS và SBT. Tuy nhiên, tại thời điểm hiện tại, các nhà đầu tư cần cân nhắc tình hình thị trường chung khi có quyết định mua bán cho kỳ ngắn và trung hạn.

- **Thông tin ngành:** ngành mía đường trong nước đang có yếu tố thuận lợi:
  - Giá đường thế giới đang diễn biến có lợi. Mức giá được dự báo sẽ tiếp tục duy trì được mặt bằng giá cao, do sự thiếu hụt của nguồn cung – sản lượng đường niên vụ vừa rồi giảm mạnh do các nước sản xuất chính giảm sản lượng, trong khi cầu ngày càng tăng.
  - Giá đường trong nước được dự báo duy trì mức giá hiện nay; sản lượng tiêu thụ khả năng tăng cuối năm, do cung tăng vào vụ mùa khai thác của ngành và cầu tăng do đúng vào dịp lễ tết của Việt Nam làm tăng lượng tiêu dùng bánh kẹo.
  - Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam hiện còn thấp so với mức bình quân thế giới, nhưng có tốc độ tăng trưởng khá cao. Trong khi sản xuất đường trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu, như vậy, tiềm năng từ thị trường nội địa vẫn còn rất lớn.
- **Diễn biến giao dịch cổ phiếu:** nhóm cổ phiếu mía đường giữ giá khá tốt so với thị trường chung, các cổ phiếu BHS, LSS và SBT có chỉ số giá cao hơn hẳn so với VnIndex. Các chỉ số P/E, P/B thấp hơn so với chỉ số chung thị trường.
- **Doanh nghiệp:** trong các công ty thuộc ngành mía đường, năm nay, chúng tôi đánh giá cao BHS, LSS và SBT. Đây là các doanh nghiệp có tình hình tài chính tốt, LSS và SBT có nguồn dự trữ đường từ nay đến cuối năm khá tốt, do vậy khả năng sẽ có kết quả kinh doanh tốt nhất trong năm nay và quý đầu năm sau.

## THÔNG TIN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

### Tổng quan ngành

#### Một số đặc điểm chung của ngành mía đường Việt Nam

*Giá đường trong nước chịu tác động lớn từ giá đường thế giới*

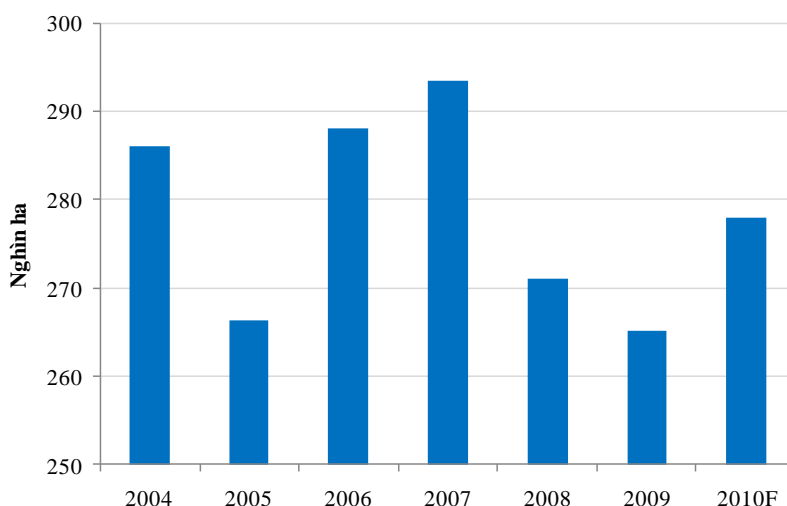
Việt Nam phải nhập khẩu đường gần 30% sản lượng tiêu thụ hàng năm, trong khi sự cạnh tranh của các doanh nghiệp nội địa còn thấp, do vậy giá đường trong nước bị tác động lớn bởi giá đường thế giới.

*Rủi ro nguyên vật liệu lớn*

Ngành công nghiệp mía đường luôn trong tình trạng thiếu hụt nguyên liệu, nguyên nhân:

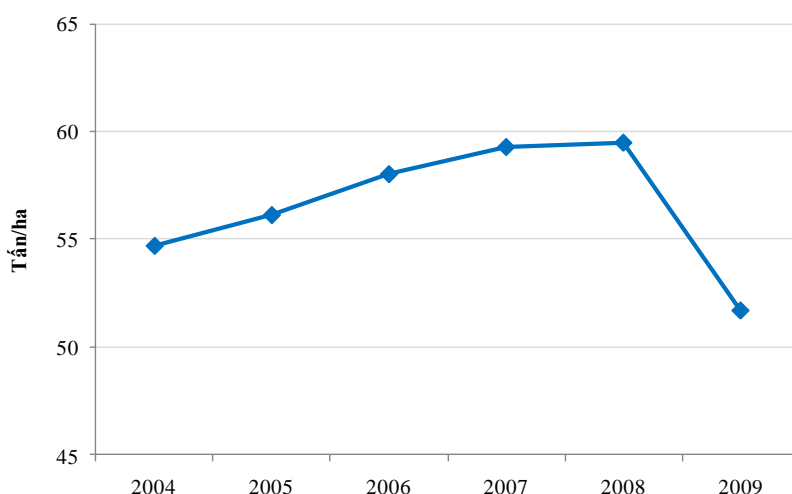
- Chưa chủ động được nguồn cung mía nguyên liệu. Hầu hết các nhà máy đều thu mua mía trong dân mà chưa có các vùng trồng riêng. Do vậy, chất lượng mía và sản lượng đều chưa đáp ứng được;
- Vùng nguyên liệu mía liên tục bị thu hẹp, người trồng mía dần chuyển hướng chọn các cây cho giá trị kinh tế cao khác do chi phí trồng và thu hoạch mía khá cao; cộng với giá mía biến động thất thường đôi khi không đủ bù đắp được tiền công thu hoạch, tạo tâm lý bấp bênh cho người trồng mía – đã có những vụ mùa người trồng mía chỉ bán nhỏ lẻ cho các cơ sở làm mật, đường nhỏ lẻ thủ công thay vì bán cho nhà máy, do giá mía quá rẻ;

**Diện tích trồng mía giai đoạn 2004 – 2010F**



- **Năng suất mía thấp.** Năng suất mía trung bình trên thế giới hiện ~70 tấn/ha, trong khi đó, năng suất trung bình của Việt Nam chỉ đạt ~58,6 tấn/ha (niên vụ 2010 đang chỉ đạt xấp xỉ 52 tấn/ha) với chất lượng còn kém hơn...

**Năng suất mía giai đoạn 2004 - 2009**



**Quy mô sản xuất nhỏ, năng suất thấp**

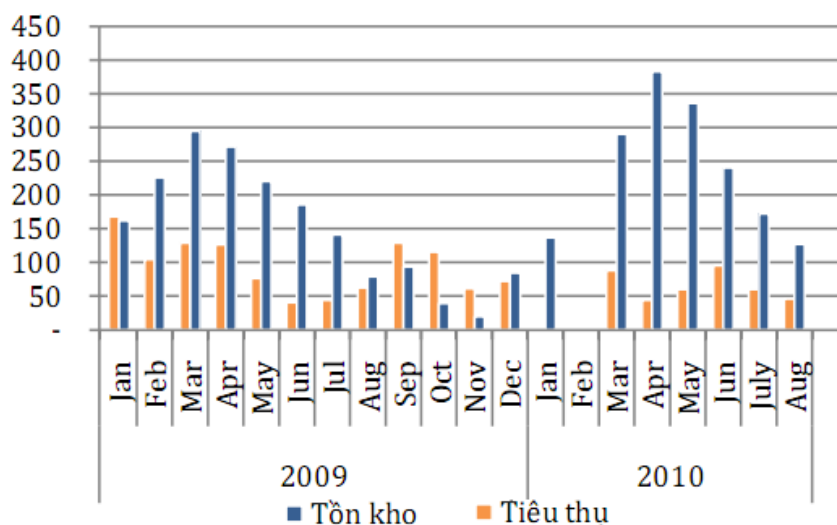
Quy mô sản xuất nhỏ, năng suất thấp hơn so với thế giới. Hiện quy mô sản xuất ngành mía đường nước ta rất bé, thấp hơn so khá nhiều so với mức trung bình thế giới. Theo chúng tôi, nguyên nhân chính: (i) công nghệ lạc hậu – phần lớn các nhà máy đều sử dụng dây chuyền công nghệ thiết bị cũ của Trung Quốc (ngoại trừ một số nhà máy liên doanh và có vốn đầu tư nước ngoài); (ii) khó khăn về nguyên liệu.

**Sản xuất có tính mùa vụ**

Ngành mía đường sản xuất có tính mùa vụ. Thông thường các nhà máy chỉ hoạt động ~5 tháng/năm vào quý 1 và quý 4 hàng năm. Số đường còn lại sẽ được lưu trữ trong kho để phục vụ cho nhu cầu cả năm. Vì vậy, chi phí tồn kho của ngành rất lớn và hiệu quả hoạt động của các nhà máy không cao.

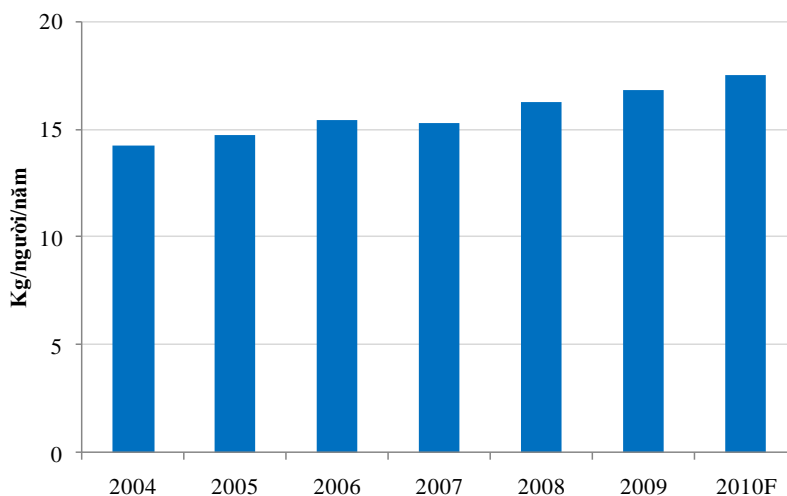
*Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người tăng trưởng nhanh, nhưng còn cách xa mức tiêu thụ bình quân đầu người của thế giới*

**Tiêu thụ và tồn kho đường hàng tháng (nghìn tấn)**



*Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng khá cao. Bình quân giai đoạn 1999 – 2009 tiêu dùng tăng khoảng 5,1%/năm, năm 2010 dự kiến đạt 17,5 kg/người/năm. Tuy nhiên, mức tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam vẫn còn thấp hơn nhiều so với các nước tiêu thụ chính và thấp hơn so với mức bình quân thế giới (>20 kg/người/năm).*

**Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người Việt Nam**



### Diễn biến giá đường thế giới và trong nước

*Giá đường thế giới biến động mạnh, nguyên nhân từ sự mất cân đối cung - cầu và yếu tố đầu cơ*

Giá đường thế giới biến động mạnh từ đầu năm đến nay, và khá bất thường so với những năm trước. Nguyên nhân chính xuất phát từ mất cân đối cung cầu, sản lượng đường niên vụ vừa rồi trên thế giới giảm gần 5 triệu tấn, trong đó, được nhắc đến nhiều nhất là sự sụt giảm sản lượng của Ấn Độ. Vì vậy, các nước sử dụng nhiều đường như Thái Lan, Trung Quốc, Mỹ... đều phải nhập khẩu dự trữ thêm đường. Ngoài ra, theo nhận định của các chuyên gia trong ngành, diễn biến giá bất thường năm nay không loại trừ nguyên nhân từ yếu tố đầu cơ.

**Giá đường trong nước cũng biến động theo giá đường thế giới**

**Giá đường giao sau tháng 03/2011 tại New York – Nymex No.11 Sugar Future**



Giá đường trong nước lập kỷ lục trong tuần cuối tháng 10/2010, và tiếp tục duy trì mức giá cao cho đến nay, với mức giá 19.200 – 19.500 đồng/kg loại RS bán tại nhà máy. Giá đường bán lẻ có lúc lên tới 25.000 VNĐ/kg. Hiện, giá đường thế giới đang đi xuống khá mạnh trong hai ngày cuối tuần vừa qua, nhưng giá đường bán lẻ trong nước vẫn tăng.

Ngành mía đường trong nước đang bước vào vụ mùa, nhưng theo chúng tôi, giá đường vẫn duy trì xu hướng tăng. Do:

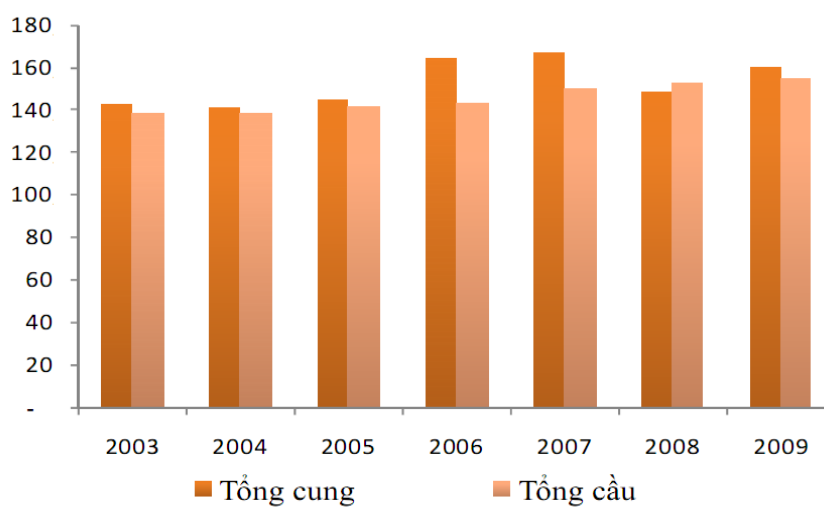
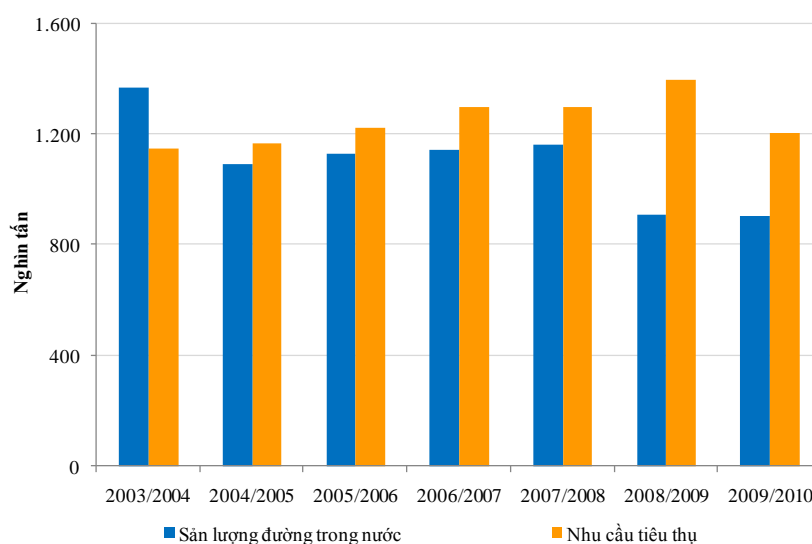
- Giá đường thế giới đang giữ ở mức cao, do diễn biến thời tiết bất lợi cho sản lượng mía ở các nước sản xuất chính. Trong khi đó, giá đường trong nước bị tác động nhiều bởi giá đường thế giới do tỷ lệ nhập khẩu đường khá lớn (khoảng 30%).
- Trong nước lượng đường tồn kho ở mức thấp nên giá đường trong nước liên tục tăng.
- Giá thu mua mía nguyên liệu tăng cao, mức giá thu mua vào 30/10 là 1,15 triệu đồng/tấn mía – tăng 15% so với tuần trước đó.
- Quý 4 là mùa sản xuất và tiêu thụ bánh kẹo cho các dịp lễ của năm của Việt Nam, do vậy nhu cầu sẽ tăng lên, góp phần làm cho giá đường có thể duy trì xu hướng tăng.

**Quan hệ cung – cầu**

Sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu tiêu thụ, phần còn lại chủ yếu nhập khẩu từ Trung Quốc và Thái Lan.

Sản lượng sản xuất trong nước các năm gần đây chỉ dao động quanh mức 900.000 tấn – 1,1 triệu tấn/năm; trong khi nhu cầu khoảng 1,4 – 1,5 triệu tấn. Loại trừ các khoản nhập khẩu lậu qua biên giới, mỗi năm Việt Nam cần nhập khẩu trong hạn ngạch khoảng 300.000 tấn đường.

**Quota nhập khẩu đường:** kể từ năm 2010, khi thuế nhập khẩu chính ngạch giảm về 5% và áp dụng chính sách quota nhập khẩu linh hoạt, thay đổi theo hướng lãng lên tùy thuộc vào nhu cầu nội địa. Năm 2010, quota nhập khẩu đặt ra đầu năm là 300.000 tấn, mới đây Chính phủ cho phép quota nhập khẩu thêm 100.000 tấn. Tuy nhiên, hiện giá đường nhập khẩu đang khá cao, nên các doanh nghiệp vẫn chưa nhập thêm.

**Quan hệ cung cầu đường thế giới (triệu tấn)**

**Quan hệ cung cầu đường trong nước**


## Doanh nghiệp mía đường

**Một số chỉ tiêu cơ bản của các doanh nghiệp trong ngành**

Chỉ Số	BHS	LSS	NHS	SBT	SEC
Cơ sở tính toán	TTM	TTM	2009	TTM	TTM
Giá đóng cửa	33.000	33.500	39.000	12.000	28.000
EPS cơ bản (VND)	6.911	8.570	8.634	2.184	4.609
Book Value (VND)	24.767	27.254	22.418	12.025	13.299
Vốn vay/Tài sản	1,02	0,07	0,16	0,03	0,81
Vốn vay/Vốn CSH	0,41	0,05	0,12	0,03	0,44
Lãi trước thuế/Danh thu	7,77%	28,32%	25,20%	37,53%	25,43%
Lãi ròng/Doanh thu	6,79%	21,75%	22,70%	35,45%	22,80%

EBITDA/Doanh thu	14,87%	-47,44%	28,63%	-49,22%	-22,92%
ROE	29,11%	33,47%	48,41%	21,67%	31,75%
ROA	12,67%	22,79%	37,12%	18,81%	17,37%
ROCE	32,75%	41,87%	51,98%	23,91%	25,50%

## KQKD Q3/2010

**Kết quả 3 quý đầu năm 2010 đã vượt kế hoạch kinh doanh cả năm**

Các doanh nghiệp mía đường niêm yết đã hoàn thành vượt kế hoạch kinh doanh cả năm 2010 trong 9 tháng đầu năm. Kết quả khả quan trên đạt được là do giá đường tăng khá cao từ đầu năm đến nay. Thời điểm giá đường tốt, một số công ty đã xả hàng dự trữ nhằm thu lợi nhuận, do vậy, kết quả hoạt động khá đột biến khi năm tài chính chưa kết thúc.

### Một số chỉ tiêu kết quả các doanh nghiệp đường niêm yết

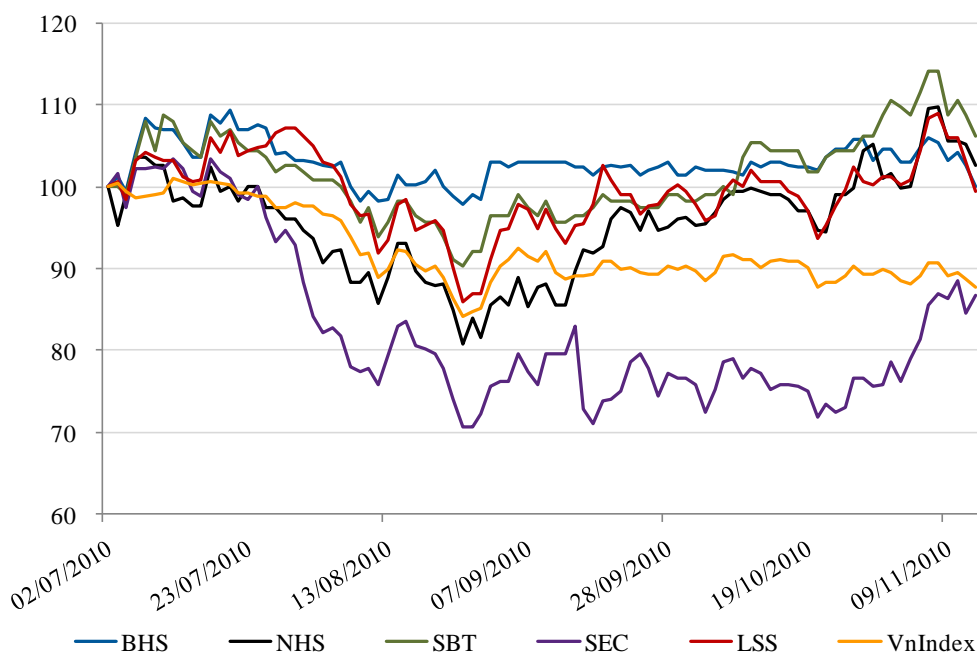
Đơn vị: tỷ đồng

Mã	Kế hoạch LN	% thực hiện kế hoạch	9T/2009	9T/2010	tăng trưởng so với cùng kỳ
BHS	80	125,00%	81,53	100	22,65%
NHS	34	233,53%	45,23	79,4	75,55%
SBT	260	100,77%	116,87	262	124,18%
SEC	55	100,15%	36,3	55,08	51,74%
LSS	187,5	108,66%	110,64	203,74	84,15%

## Diễn biến giá cổ phiếu

Các cổ phiếu trong ngành chủ yếu có diễn biến giá tốt hơn chỉ số chung thị trường, ngoại trừ SEC và NHS (trong một vài giai đoạn có chỉ số giá kém hơn VnIndex) là cổ phiếu mới niêm yết, có quy mô và hiệu quả hoạt động thấp hơn hẳn so với các doanh nghiệp còn lại.

**Biểu đồ giá nhóm cổ phiếu mía đường và VnIndex**



## DỰ BÁO VÀ KHUYẾN NGHỊ

### Triển vọng ngành

*Ngành mía đường trong nước còn nhiều tiềm năng phát triển.*

Đến thời điểm hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp mía đường đã hoàn thành vượt kế hoạch năm 2010. Theo chúng tôi, nguyên nhân chính là sự tăng lên của giá đường từ đầu năm đến nay. Chúng tôi nhận định, ngành đường Việt Nam còn nhiều tiềm năng phát triển, dựa trên một số yếu tố sau:

- **Giá đường đang diễn biến có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất và tiêu thụ.** Và được dự báo sẽ tiếp tục duy trì được mặt bằng giá cao, do sự thiếu hụt của nguồn cung trong khi cầu ngày càng tăng.
- **Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng khá cao.** Bình quân giai đoạn 1999 – 2009 tiêu dùng tăng khoảng 5,1%/năm. Trong khi **sản xuất đường trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu**, như vậy, tiềm năng từ thị trường nội địa vẫn còn rất lớn.
- **Quý 4/2010, tình hình ngành khá khả quan:** giá được dự báo tiếp tục duy trì mức giá hiện nay; sản lượng tiêu thụ khả năng tăng, do cung tăng vào vụ mùa khai thác của ngành và cầu tăng do đúng vào dịp lễ tết của Việt Nam làm tăng lượng tiêu dùng bánh kẹo.

*Tuy nhiên, để phát triển được ngành mía, các doanh nghiệp cũng như cán bộ ngành phải xem xét khắc phục một số khó khăn đã tồn tại khá lâu trong ngành*

Tuy nhiên, ngành mía đường Việt Nam vẫn gặp những khó khăn, thách thức khá lớn để phát triển trong những năm tới:

- **Nguồn nguyên liệu:** các nhà sản xuất đường vẫn được khuyến cáo về việc chủ động nguồn cung nguyên liệu để đảm bảo: đủ khối lượng nguyên liệu phù hợp với doanh nghiệp; quản lý được rủi ro biến động giá nguyên liệu; nâng cao năng suất trồng mía...
- **Tăng năng lực sản xuất:** ngành mía trong nước đang có năng suất sản xuất trung bình gần như thấp nhất thế giới. Do vậy, để tăng cung nội địa, tăng năng lực cạnh tranh với đường nước ngoài thì cần phải nâng cao công nghệ.
- **Rủi ro tỷ giá:** việc phụ thuộc vào thị trường nước ngoài, không chỉ làm giá đường nội địa bị ảnh hưởng mà còn kéo theo rủi ro tỷ giá – đặc biệt là trong tình hình hiện nay, tỷ giá đang biến động rất mạnh.

### Dự báo KQKD quý 4 các doanh nghiệp mía đường

Hiện nay, cả 5 doanh nghiệp mía đường niêm yết đã hoàn thành vượt xa kế hoạch hoạt động của cả năm 2010. Cộng với yếu tố mùa vụ của ngành đường nội địa: quý 4 thường là quý cho doanh thu lớn nhất trong năm. Do vậy, chúng tôi dự báo, kết quả hoạt động năm nay của các doanh nghiệp đường sẽ khá đột biến.

Chúng tôi dự báo kết quả quý 4/2010 dựa vào dự báo giá; hàng tồn kho và sản lượng tiêu thụ có thể của các doanh nghiệp. Trong đó, NHS và SEC đã bán hàng dự trữ tại thời điểm giá có lợi, LSS và SBT đang có lượng hàng dự trữ khá lớn nên khả năng lợi nhuận quý 4 sẽ tốt hơn.

Kết quả dự báo (tỷ đồng)	LNST quý 4	LNST 2010F
BHS	37,10	123,65
LSS	87,31	291,04

	NHS	3,38	82,77
	SBT	3,86	266,14
	SEC	23,12	77,92

### Khuyến nghị

P/E, P/B một số doanh nghiệp trong ngành (giá tại ngày 16/11/2010)					
Cổ phiếu	EPS Forward	EPS trailing	P/E(f)	P/E(t)	P/B
BHS	6.673	6.911	4,95	4,77	1,33
LSS	9.701	8.570	3,36	3,80	1,20
NHS	11.126	8.634	3,19	4,11	1,58
SBT	1.875	2.194	6,45	5,52	1,01
SEC	6.177	4.609	4,23	5,66	1,96
<p>P/E và P/B của các doanh nghiệp mía đường khá thấp so với thị trường. Mức tăng mạnh hơn thị trường trong hơn 2 tháng qua cho thấy nội lực của nhóm cổ phiếu này khá mạnh. Trong những phiên giao dịch gần đây, TTCK biến động mạnh với thông tin giá vàng, USD và lãi suất, cổ phiếu mía đường cũng điều chỉnh giảm theo nhưng với tốc độ chậm hơn chỉ số chung thị trường.</p> <p>Chúng tôi đánh giá, các doanh nghiệp mía đường có tình hình cơ bản khá hấp dẫn, tuy nhiên, do diễn biến thị trường chung chưa có lợi, nên các nhà đầu tư cần cân nhắc về thời gian, nguồn vốn khi tham gia đầu tư.</p>					

# KHUYẾN CÁO

*Báo cáo được lập bởi Khối Phân tích & Tư vấn Đầu tư – Công ty Cổ phần Chứng khoán Liên Việt dựa trên các dữ liệu được thu thập từ các nguồn mà chúng tôi đã xem xét tính xác thực. Các ý kiến, dự báo và ước tính trong báo cáo thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi mà không cần thông báo. Người viết không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo tới người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo, ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Báo cáo chỉ mang tính tham khảo, LVS không chịu trách nhiệm với những quyết định mua bán chứng khoán của nhà đầu tư do việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần thông tin trong báo cáo này.*



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN LIÊN VIỆT

Tầng 2, Tòa nhà Capital Tower, 109 Trần Hưng Đạo,  
Q. Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội  
ĐT: 84-4-3941 2299 - Fax: 84-4-3941 2208

**CHI NHÁNH THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**  
278 Võ Thị Sáu, P.7, Q.3, TP. Hồ Chí Minh  
ĐT: 84-8-6256 3768 - Fax: 84-8-6256 3778