



www.lasuco.com.vn

Công ty cổ phần mía đường Lam Sơn

Thị trấn Lam Sơn, Huyện Thọ Xuân, Thanh Hóa

Mã chứng khoán: LSS

Ngành: Sản xuất và CBTP

Sàn giao dịch: HoSE

Lĩnh vực: Sản xuất và KD đường

Khuyến nghị: **BÁN**

Giá mục tiêu: 22,000 VND

Giá hiện tại (3/03/2011): 33,700 VND

Vn Index (3/03/2011): 452.34



BÁN

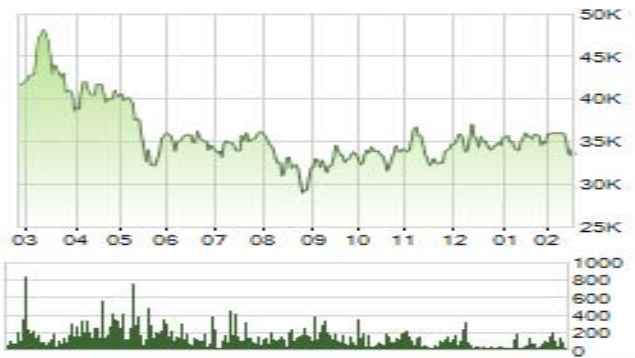
MUA

EPS_2011(F): 4,850 VND

P/E : 5.61

BVPS (31/12/2010): 29,276 VND P/B : 1.44

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY



1 ngày 7 ngày 3 tháng 6 tháng 1 năm 10 năm

Số lượng cổ phiếu lưu hành	40,000,000
Số lượng cổ phiếu niêm yết hiện tại	40,000,000
Khối lượng giao dịch bình quân tháng	91,600
Giá cao nhất trong 52 tuần	49,100 VND
Giá thấp nhất trong 52 tuần	29,000 VND
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	1,440,000
Sở hữu nước ngoài hiện tại	12.3%
Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại	5.97%

◆ Lĩnh vực kinh doanh chính:

- * Công nghiệp đường, cồn, nha, nước uống có cồn và không có cồn
- * Chế biến các sản phẩm làm sau đường, nông, lâm sản và thức ăn gia súc....

Những điểm nổi bật

- ◆ Chiến lược kinh doanh của công ty: Xây dựng CTCP Mía đường Lam Sơn thành Tập đoàn kinh tế công—nông nghiệp, du lịch, dịch vụ, thương mại và bất động sản Lam Sơn. Đầu tư và đưa vào hoạt động các doanh nghiệp nông nghiệp, nông thôn.

- ◆ Những rủi ro công ty sẽ gặp phải trong quá trình hoạt động:

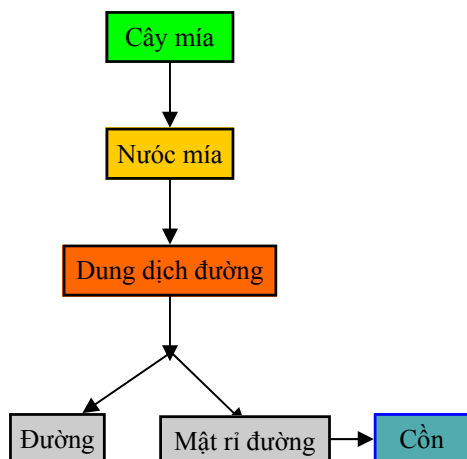
- * Vùng nguyên liệu lớn, không bị cạnh tranh song lại bị phụ thuộc khá nhiều vào điều kiện tự nhiên.
- * Máy móc, dây chuyền công nghệ không được tiên tiến hiện đại so với các công ty khác trong cùng ngành
- * Các dự án đầu tư được thực hiện với tiến độ tương đối chậm.
- * LSS cũng có định hướng đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Những dự án này hiện mới chỉ ở trong giai đoạn bắt đầu triển khai nên chưa thể đánh giá được hiệu quả đầu tư.

Khoản mục	Đơn vị	2008	2009	2010
Tổng tài sản	Triệu đồng	867,306	997,928	1,556,942
Vốn chủ sở hữu	Triệu đồng	570,559	700,268	1,175,040
Doanh thu thuần	Triệu đồng	1,131,769	1,099,579	1,352,111
Lợi nhuận gộp	Triệu đồng	209,188	227,417	478,415
LN từ hoạt động chính	Triệu đồng	89,973	212,069	392,382
Lợi nhuận sau thuế	Triệu đồng	72,921	163,319	299,439
Biên lãi gộp	%	18%	21%	35%
Biên LN sau thuế	%	6%	14%	22%
ROA	%	8%	17%	23%
ROE	%	12%	25%	32%
EPS	đồng	2,339	5,278	7,437

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

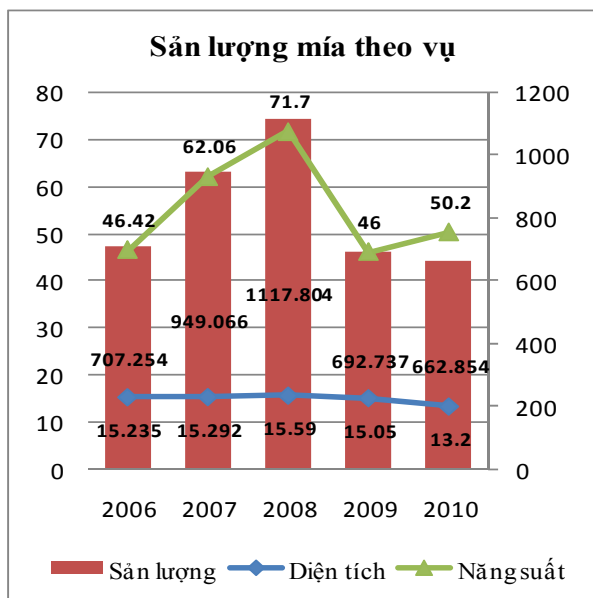
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Quy trình sản xuất đường

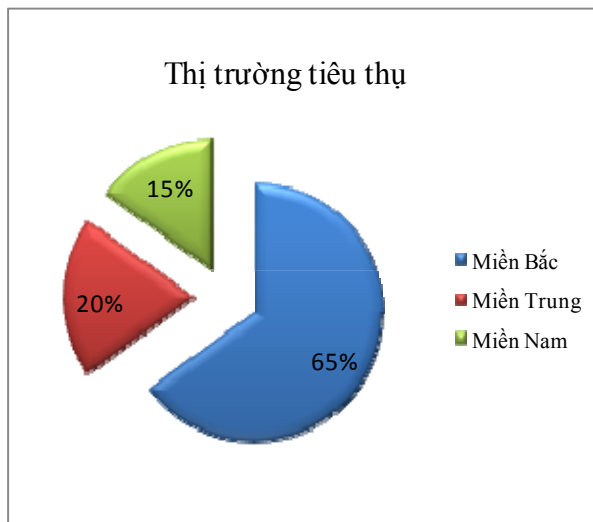


Quy trình sản xuất đường được bắt đầu với nguyên liệu chính là cây mía được ép thu lấy nước. Dung dịch mía này được lọc bỏ tạp chất và loại bỏ màu thông qua một số hóa chất thông dụng như CO_2 , SO_2 ... thu được dung dịch đường trong suốt và không có màu. Dung dịch này sau khi được cô đặc kết tinh và tinh lọc tùy theo cách thức chế biến và mục đích sử dụng sẽ làm thành đường các loại (đường kính trắng, đường cát, đường phèn...) và một loại phụ phẩm là mật rỉ đường. Mật rỉ đường sau quá trình lên men sẽ thu được cồn ($\text{C}_2\text{H}_5\text{OH}$). Loại cồn này sẽ được tiếp tục chế biến thành cồn thực phẩm (rượu) và các loại cồn sinh học khác.

Nguyên liệu và thị trường tiêu thụ



Đơn vị: Sản lượng: Triệu tấn
Diện tích: Triệu ha
Năng suất: Tấn/ha



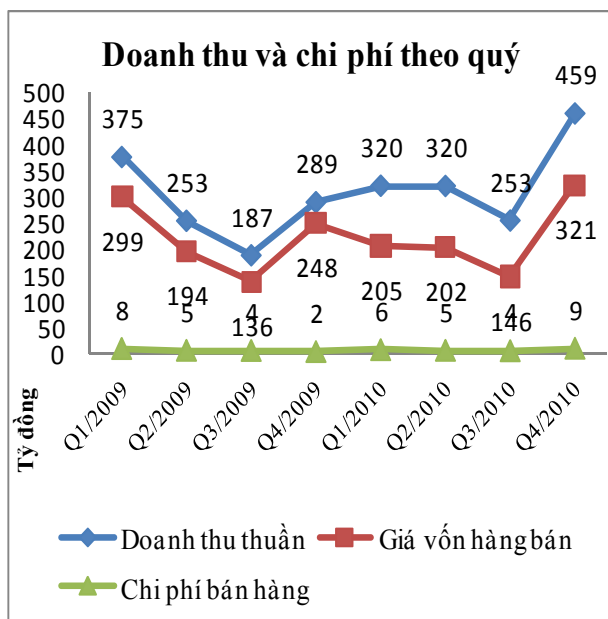
Nguồn nguyên liệu chính để sản xuất ra đường của công ty là mía nguyên liệu, dầu DO, FO, điện, bao bì, thùng cactông và giấy gói... Trong đó mía nguyên liệu chiếm đến 60% - 65% giá thành sản xuất và 55% - 57% tổng chi phí. Nguồn cung mía hiện nay vẫn được thu mua định kỳ của công nhân trong vùng nguyên liệu. Mặc dù LSS có kết nghĩa với các vùng, các thôn trồng mía, cung cấp giống, phân bón, ký hợp đồng bao tiêu sản phẩm và mở rộng vùng nguyên liệu song về **bản chất hoạt động của công ty vẫn bị phụ thuộc rất lớn vào quy mô và chất lượng của vùng nguyên liệu**. Thêm vào đó những thay đổi về điều kiện thời tiết cũng sẽ ảnh hưởng tới chất lượng và sản lượng của mía nguyên liệu.

Chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí nên khi sản lượng mía thấp khiến giá mía tăng cao ảnh hưởng tới giá thành sản xuất và giá bán của công ty. Song hiện nay sản lượng đường sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu và vẫn phải nhập khẩu thêm 30% mới đáp ứng đủ. Chính vì cung luôn không đủ cầu nên nhà sản xuất trong nước luôn tìm cách để đẩy chi phí vào giá bán cho người tiêu dùng. Mặc dù có những thời điểm đường nhập lậu giá rẻ tràn vào trong nước như năm 2010 song về cơ bản những nhà sản xuất như LSS luôn có lợi thế về khả năng áp đặt giá.

Quy mô sản xuất trong nước còn nhỏ, vùng nguyên liệu bị hạn chế nên các doanh nghiệp nội địa sản xuất đa phần phục vụ thị trường nội địa. Giá thành sản xuất tương đối cao nên khó có khả năng xuất khẩu. Thêm vào đó lộ trình hội nhập AFTA thuế suất đối với đường nhập khẩu từ năm 2010 giảm xuống còn 5%, hạn ngạch nhập khẩu ngày càng được mở rộng sẽ tạo điều kiện cho đường nhập khẩu cạnh tranh với đường sản xuất trong nước.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Tính mùa vụ trong hoạt động



Cây mía là cây có tính mùa vụ tương đối rõ rệt, vụ thu đông là vụ chính để gieo trồng từ giữa tháng 9 đến cuối tháng 12 tốt nhất là vào tháng 10 và 11. Thời gian khai thác chủ yếu từ tháng 12 đến hết quý 1 năm sau, đây cũng là thời gian các nhà máy sản xuất đường tăng công suất ép mía nguyên liệu. Thông thường các nhà máy sản xuất đường chỉ hoạt động chế biến khoảng 5 tháng trong năm, sản lượng sản xuất được dự trữ tiêu thụ cho cả năm.

Tính mùa vụ của nguyên liệu cũng trùng với mùa vụ của thị trường tiêu thụ. Vào thời điểm cuối năm nhu cầu bánh kẹo, các sản phẩm mà đường là nguyên liệu sản xuất chính thường tăng cao. Do đó doanh thu của những công ty trong ngành thường tăng vào quý 1 và quý 4.

Đặc điểm hoạt động của công ty

Trên hai sản phẩm hiện nay có 6 công ty hoạt động trong ngành sản xuất mía đường, trong đó chỉ có LSS thuộc khu vực miền Bắc, 5 công ty còn lại thuộc khu vực miền Trung—Tây Nguyên. Mía nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí nên tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu có tỷ lệ khá cao, xấp xỉ 80%. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm khoảng 5% so với doanh thu. Tỷ lệ này nếu so sánh với công ty có quy mô tương đương là SBT có cao hơn một chút. (SBT có hai tỷ lệ này ở mức 74% và 2%). Như vậy LSS có chi phí sản xuất trực tiếp cao hơn của SBT và lợi nhuận biên gộp thấp hơn.

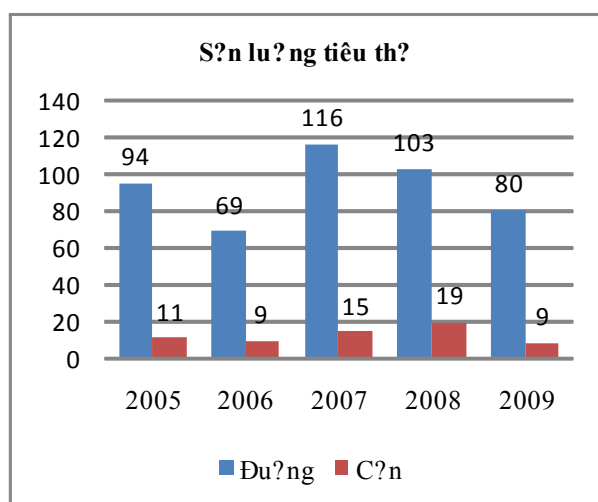
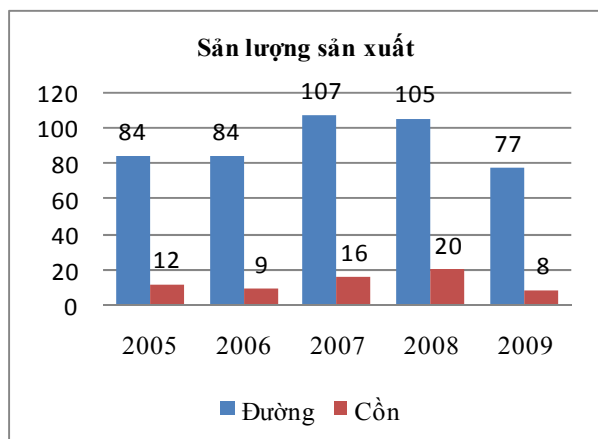
LSS hiện nay có tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn cao hơn của SBT, trong điều kiện mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng như hiện nay sẽ khiến cho chi phí tài chính của công ty bị đội lên thêm. Cả hai công ty này chỉ tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính nên trong quá khứ không có những khoản thu nhập bất thường. Do đó các chỉ tiêu khả năng sinh lời hiện tại của SBT cao hơn của LSS một chút. Tuy nhiên, trong số các dự án đang triển khai của LSS hiện nay có một số dự án đầu tư liên quan đến lĩnh vực kinh doanh bất động sản như: dự án khách sạn Lam Sơn—Sầm Sơn, dự án văn phòng và nhà ở tại 64 Bạch Đằng, Hà Nội. Đây là những dự án có thể mang lại lợi nhuận đột biến vào những năm tiếp theo.

LSS hiện nay đang sở hữu hai dây chuyền sản xuất mía với công suất lên tới 7000 tấn/ngày và nhà máy sản xuất cồn với công suất 25 triệu lít/năm. Tỷ lệ khấu hao các tài sản này hiện nay đã lên tới 87%, thời gian đầu tư các loại máy móc này bắt đầu từ năm 1998 cho thấy tài sản đã được sử dụng trong một khoảng thời gian tương đối lâu. Nếu như so sánh với SBT thì tỷ lệ khấu hao máy móc thiết bị của công ty này hiện nay mới chỉ bằng một nửa (38%) so với LSS.

LSS bán hàng trực tiếp cho các đại lý thu mua và không trực tiếp phân phối các sản phẩm của mình cho các đơn vị bán lẻ khác trên cả nước. Các khoản phải thu chủ yếu là ngắn hạn (dài hạn không đáng kể) chỉ chiếm khoảng 14% trong cơ cấu tài sản. Tiền thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định và là nguồn để tài trợ cho các hoạt động khác như đầu tư mua sắm trang thiết bị, máy móc. Từ đó nhận thấy chất lượng lợi nhuận của công ty khá tốt, dòng tiền thực mang lại lợi nhuận và duy trì sản xuất trong những năm sau.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Dự báo kết quả kinh doanh và lợi nhuận



Đơn vị: Đường: Triệu tấn
Cồn: Triệu lít

Vì cồn và đường là hai sản phẩm song hành từ quá trình ép mía nguyên liệu và đưa vào sản xuất nên theo dõi sản lượng sản xuất của hai sản phẩm này qua các năm có sự biến động cùng chiều với nhau. Do bị phụ thuộc phần lớn vào nguồn nguyên liệu thu mua từ nông dân (vốn phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện thời tiết và khả năng sinh lời) nên LSS khó chủ động trong sản lượng sản xuất. Sản lượng sản xuất ra có thể cao hơn thấp hơn hoặc bằng với sản lượng tiêu thụ hàng năm do còn phụ thuộc vào tình hình cung cầu thực tế trong năm và lượng hàng tồn kho trong những năm trước.

Có hai nhân tố ảnh hưởng tới doanh thu của công ty là giá và sản lượng. Theo dõi hai yếu tố này trong khoảng 5 năm gần đây chúng tôi nhận thấy sản lượng của công ty có dấu hiệu giảm xuống mà nguyên nhân chính dẫn đến điều này chủ yếu là do thiếu nguyên liệu. Tuy nhiên doanh thu vẫn liên tục tăng và nếu có giảm thì mức độ giảm cũng không nhiều như sản lượng. Đó là vì giá đường thế giới cũng như trong nước liên tục tăng trong những năm qua.

Hiện nay quốc gia sản xuất và xuất khẩu nhiều đường nhất trên thế giới là Ấn Độ, Thái Lan và Australia. Tuy nhiên sản lượng sản xuất và xuất khẩu ở những nước này cũng bị phụ thuộc nhiều vào điều kiện tự nhiên và kém ổn định. Trong năm 2011 này mới chỉ có Ấn Độ dự báo sản lượng cung sẽ vượt quá cầu trong vòng 3 năm trở lại đây. Như vậy có thể thấy giá đường khó có khả năng giảm trong năm tới.

Phân tích độ nhạy các yếu tố ảnh hưởng tới lợi nhuận

Do sản lượng đường và cồn tăng hàng năm không đáng kể và đang có dấu hiệu suy giảm trong thời gian gần đây nên chúng tôi dự báo sản lượng trong năm tới của LSS sẽ tăng trưởng với tốc độ 2.5% (phương án cơ sở). Giá bán đường tăng hàng năm với tốc độ 15% được tính dựa trên số liệu quá khứ được lựa chọn làm phương án cơ sở. Chúng tôi cũng loại bỏ những yếu tố bất thường có thể xảy ra khiến giá đường tăng mạnh như trong năm 2010.

Tỷ trọng các loại chi phí so với doanh thu qua các năm của LSS tương đối ổn định với giá vốn hàng bán xấp xỉ 80% năm, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp khoảng 5%, lợi nhuận sau thuế trên doanh thu xấp xỉ 10%/năm. Do đó lợi nhuận sau thuế trong năm tới của LSS được dự báo như trong bảng sau.

Phương án cơ sở được lựa chọn với sản lượng tăng 2.5% và giá tăng 15% thì lợi nhuận của LSS trong năm tới sẽ xấp xỉ 194 tỷ.

% tăng giá án đường bình quân năm 2011

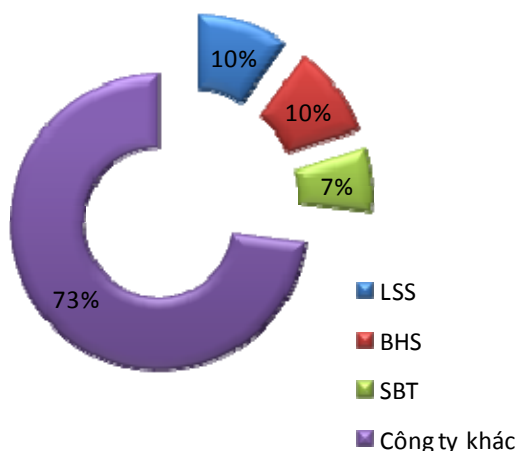
% tăng sản lượng bình quân năm 2011

LNST	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0%	161	169	177	185	193	201	209
1%	161	169	177	186	194	202	210
1.5%	163	171	179	187	196	204	212
2%	165	174	182	190	198	207	215
2.5%	169	177	186	194	202	211	219
3%	173	182	190	199	208	216	225

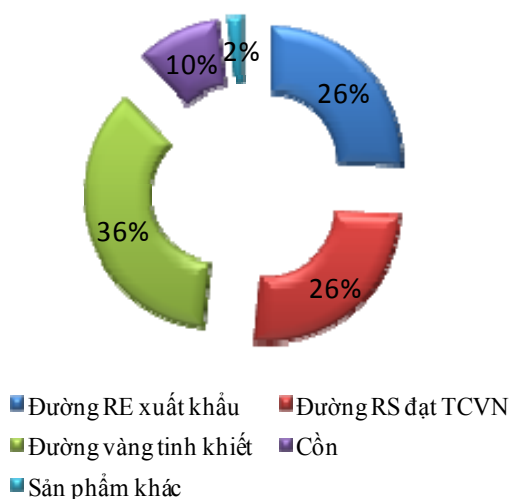
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lợi thế cạnh tranh của công ty

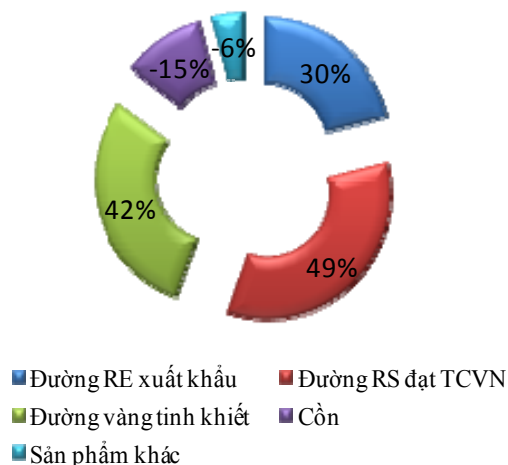
Thị phần trong nước



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Cơ cấu lợi nhuận theo sản phẩm



Trên sàn niêm yết hiện nay có 6 cổ phiếu ngành mía đường đang được niêm yết, LSS là cổ phiếu duy nhất ở khu vực miền Bắc còn 5 công ty còn lại tập trung ở khu vực miền Trung Tây Nguyên. Xét về quy mô tổng tài sản thì BHS và SBT là hai công ty có quy mô tổng tài sản tương đương với LSS, ba công ty còn lại quy mô tương đối nhỏ và thị phần chưa lớn là NHS, KTS và SEC. **Năng lực sản xuất của LSS hiện đang là thấp nhất trong nhóm (với SBT và BHS).** Tỷ lệ khấu hao máy móc thiết bị của LSS lên tới 87% trong khi đó hai công ty còn lại lần lượt là 46% và 27%. SBT đang sở hữu dây chuyền sản tiên tiến và hiện đại nhất.

Mặc dù vậy nhưng LSS lại có lợi thế về vùng nguyên liệu do mật độ tập trung các nhà máy sản xuất đường lớn ở khu vực miền Trung—Tây Nguyên vẫn cao hơn ở miền Bắc. Do đó các công ty thuộc khu vực này gặp phải sự cạnh tranh về nguồn nguyên liệu gay gắt hơn. Vì thế nên mặc dù công suất kém hơn so với hai công ty còn lại nhưng sản lượng của LSS không hề thua kém nhờ **nguồn nguyên liệu lớn và có mối quan hệ bền vững với nông dân.**

Cơ cấu sản phẩm của công ty cho thấy đường RS (đường cát) đạt tiêu chuẩn Việt Nam là sản phẩm mặc dù doanh thu chỉ đóng góp 25% trong cơ cấu doanh thu song lợi nhuận mang lại chiếm đến 50%. Đây là sản phẩm có giá trị cao nhất song không phải là sản phẩm chính của LSS. Cũng là công ty sản xuất trong ngành đường nhưng 80% doanh thu của BHS đến từ sản phẩm đường RS đóng góp tới 85% lợi nhuận cho công ty. Sản phẩm còn của LSS là một sản phẩm không có hiệu quả bởi doanh thu thu về không những không đủ bù đắp chi phí mà còn khiến cho lợi nhuận bị suy giảm. Khác với LSS, BHS có một danh mục các sản phẩm từ rượu cồn như rượu vang rất phong phú và hiệu quả. Như vậy có thể thấy **cơ cấu sản phẩm của LSS vẫn bị phân tán so với các công ty khác trong ngành.**

Trong nhóm ba cổ phiếu LSS, BHS và SBT chỉ có BHS có sản phẩm đạt chất lượng xuất khẩu sang các nước ASEAN, Irac... còn lại các sản phẩm của LSS và SBT thì mới dừng ở việc phân phối cho các đại lý, siêu thị trong nước.

Như vậy có thể thấy **lợi thế cạnh tranh lớn nhất của LSS so với các công ty sản xuất đường** đang niêm yết hiện nay là lợi thế về **vị trí địa lý và vùng nguyên liệu lớn.** Nhờ có lợi thế này mà mặc dù còn hạn chế về công nghệ, cơ cấu sản phẩm nhưng nguồn nguyên liệu ổn định và đảm bảo cung cấp cho các nhà máy hoạt động nên sản lượng của LSS tương đương với các công ty còn lại.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO**Rủi ro tiềm ẩn với hoạt động của công ty**

Rủi ro lớn nhất đối với hoạt động của LSS đó là **nguồn nguyên liệu**. Mía là nguyên liệu cơ bản để sản xuất ra đường và cồn - những sản phẩm mang lại doanh thu chính cho công ty. Chính vì thế phát triển vùng nguyên liệu không chỉ đảm bảo đủ số lượng để sản xuất mà cần phải nâng cao chất lượng cây trồng là điều mà LSS đang hướng đến. Mặc dù trong rất nhiều năm nay LSS đã tạo mối quan hệ với nông dân bằng cách cung cấp giống, phân bón, bao tiêu thu hoạch...nhưng những điều đó chưa tập trung nhiều vào nâng cao chất lượng mía nguyên liệu. Nguồn nguyên liệu là sản phẩm nông nghiệp nên tình hình khai thác sẽ bị ảnh hưởng bởi điều kiện tự nhiên và sự cạnh tranh của các cây trồng thay thế như sắn, dứa, cao su. Diện tích trồng mía manh mún nhỏ lẻ, đất đồi cao, lao động làm mía trong vùng thiếu hụt là những thách thức mà công ty đang phải đối mặt. Để cải thiện tình trạng trên, **đầu năm 2011 LSS đã thành lập công ty con mới** là công ty Lam Sơn— Bá Thước. Nhiệm vụ chính của công ty là xây dựng vùng mía nguyên liệu tập trung với quy mô lớn khoảng 3,500ha đến 4,000ha. Ngoài ra, công ty sẽ đầu tư phát triển và khai thác lâm nghiệp trên diện tích từ 5,000 đến 8,000ha nhằm phát triển vùng nguyên liệu giấy, nhiên liệu sinh học... Công ty vẫn đang tiếp tục triển khai dự án “Làm mới lại cây mía hạt đường Lam Sơn” và dự án tưới nước nhỏ giọt công nghệ cao Netafim...

Rủi ro lớn thứ hai gắn với hoạt động của LSS là **tỷ lệ khấu hao các tài sản cố định hiện đang ở mức cao (87%)**. Nếu như so sánh với các công ty khác trong ngành như SBT thì dây chuyền của LSS không được hiện đại bằng. Việc mở rộng nhà máy sản xuất cũng đã được công ty tính đến trong năm 2010. LSS có kế hoạch nâng công suất nhà máy đường 2 lên mức 7,500 tấn/năm nhưng dự án hiện nay vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị để triển khai.

Những **dự án đầu tư khác** của LSS hiện nay đang được tiến hành với **tốc độ tương đối chậm** như dự án xây dựng trung tâm văn hóa thể thao Lam Sơn, dự án đầu tư khách sạn Lam Sơn cũng mới chỉ ở giai đoạn xin cấp phép xây dựng. Việc nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới như butanol sinh học, sản xuất rượu Vodka đang ở giai đoạn nghiên cứu lập dự án khả thi. Dự án trồng cây Jatropa tạm thời bị đình hoãn lại. Hàng loạt các dự án mới nhưng được triển khai với tốc độ tương đối chậm sẽ không thể mang lại lợi nhuận trong tương lai gần. Thêm vào đó việc huy động thêm vốn để đầu tư bằng cách vay nợ hay phát hành thêm cổ phiếu sẽ làm gia tăng chi phí lãi vay và lợi ích cổ đông sẽ bị ảnh hưởng.

Rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu

Đường và các sản phẩm phụ từ đường như cồn (rượu) không chỉ là những sản phẩm tiêu dùng trực tiếp (40%) mà còn được sử dụng làm nguyên liệu trung gian cho một số ngành chế biến thực phẩm cần thiết cho cuộc sống khác như sữa, bánh kẹo, đồ uống (60%)... Sản xuất trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu nên đường vẫn là một trong những mặt hàng vẫn phải nhập khẩu khi cần thiết. Nhờ những đặc điểm đó mà kết quả kinh doanh trong những năm qua của LSS tương đối ổn định ngay cả trong những năm nền kinh tế gặp khó khăn như 2008 và 2009. Tuy nhiên do máy móc thiết bị hiện nay đã khấu hao gần hết giá trị, nhà máy mới chưa xây dựng nên việc tăng sản lượng sẽ khó thực hiện. Lợi nhuận của công ty tăng trưởng dựa vào sự tăng giá là chủ yếu. Mà giá đường trong nước ngoài việc phụ thuộc vào cung cầu còn bị phụ thuộc vào giá đường trên thế giới do đó lợi nhuận của công ty mặc dù ổn định song tốc độ tăng trưởng sẽ biến động.

Hệ số đo lường biến động giá của cổ phiếu so với biến động chung của thị trường (mà đại diện là Vnindex): **Beta của công ty ở mức 0.97** cao hơn so với một số cổ phiếu trong ngành khác như SBT (0.96); BHS (0.72); NHS (0.81); . Hệ số Beta lớn cho thấy giá cổ phiếu trong quá khứ có mức độ giao động giá của LSS lớn hơn những cổ phiếu cùng ngành khác.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**Lựa chọn phương pháp định giá**

Chúng tôi tiến hành xác định giá trị của cổ phiếu LSS theo phương pháp định giá tương đối theo P/E với hai cách:

Thứ nhất: dựa vào các yếu tố căn bản của doanh nghiệp như tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, ROE... của LSS để xác định P/E forward cho cổ phiếu.

Thứ hai: dựa vào mức P/E chung của các công ty cùng ngành hiện đang niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền cho chủ sở hữu (FCFE) không được sử dụng bởi không có đủ thông tin về kế hoạch, tình hình thực hiện các khoản đầu tư, nguồn vốn hỗ trợ cho hoạt động của công ty. Phương pháp chiết khấu cổ tức cũng không thích hợp để sử dụng trong trường hợp này.

Định giá**Định giá theo P/E forward:**

Dựa vào những số liệu trong quá khứ tỷ lệ thu nhập giữ lại bình quân hàng năm của LSS vào khoảng 40%, ROE của công ty xấp xỉ 17%/năm như vậy tốc độ tăng trưởng (trong dài hạn của LSS) sẽ vào khoảng 6.8%. Lãi suất chiết khấu được tính theo mô hình CAPM với R_f là lãi suất phi rủi ro và $(R_m - R_f)$ là phần bù rủi ro của thị trường. R_f được xác định dựa trên lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam lần phát hành gần đây nhất là 11%, phần bù rủi ro thị trường được xác định là 11% (*). Beta được tính toán xấp xỉ 0.97 (*). Như vậy $k = 21.67\%$. P/E forward của LSS là 4.5. Nếu như theo phương án cơ sở được dự báo EPS trong năm tới của công ty xấp xỉ 4,850 giá của LSS sẽ là 22,000 VNĐ.

Định giá theo P/E của các công ty tương đương niêm yết trên sàn:

Trên sàn niêm yết hiện nay có 6 công ty trong ngành mía đường song nếu xét về quy mô tương đương với LSS mới chỉ có một công ty có quy mô tương đương là CTCP mía đường Bourbon Tây Ninh (SBT). Mức P/E hiện tại của SBT là 5.68 so với mức P/E hiện tại của LSS là 4.99. Như vậy có thể thấy giá của LSS đang rẻ hơn tương đối so với SBT. Theo phương pháp so sánh có hai trường hợp có thể xảy ra:

- * Mức P/E của SBT sẽ điều chỉnh bằng với P/E của LSS và giá cổ phiếu của LSS sẽ ở mức hiện tại là 33,000.
- * Mức P/E của LSS sẽ điều chỉnh bằng với P/E hiện tại của SBT, EPS hiện tại của LSS là 8,022 VND vậy giá của cổ phiếu LSS ở mức 45,000 VND. Đây là mức giá khá cao so với mức giá hiện tại của công ty là 33.0 (mức giá ngày 3/3/2011).

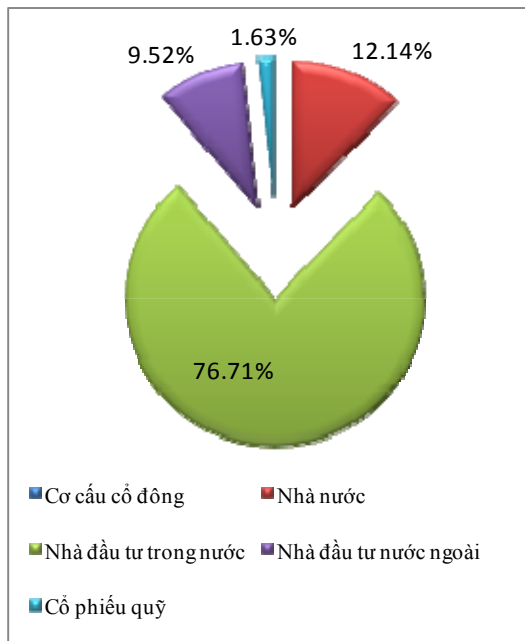
Tuy nhiên chúng tôi vẫn nghiêng về mức giá khuyến nghị theo phương pháp P/E cơ bản hơn là mức giá này.

Chú giải (*):

Beta của cổ phiếu được tính toán dựa trên Covariance của lợi tức thị trường (đại diện là chuỗi return của Vnindex) và return của LSS chia cho Variance Return của Vnindex từ ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu LSS (9/1/2008) cho đến hiện tại. Phần bù rủi ro thị trường (risk premium) được sử dụng dựa trên tính toán của Aswath Damodaran công bố cho thị trường Việt Nam http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

PHỤ LỤC

Cơ cấu cổ đông



Tiền thân của LSS là công ty của nhà nước được cổ phần hóa vào năm 1999 song tỷ lệ sở hữu của nhà nước sau khi cổ phần hóa chỉ chiếm 12% (đại diện là Tổng công ty mía đường 1). Vì thế cổ đông nhà nước không hoàn toàn nắm quyền chi phối hoạt động của công ty như nhiều doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa khác. Nhà đầu tư trong nước chiếm đến 77% sở hữu của công ty. Số lượng cổ phần này phần lớn thuộc về Công ty chứng khoán Sài Gòn—Thương Tín (6.28%), các quỹ đầu tư trong nước (5.32%) và Hiệp hội mía đường Lam Sơn (8.59%)...và không tập trung vào một đối tượng nào. Nhìn vào cơ cấu cổ đông của LSS có thể nhận thấy nhà nước hiện nay đang là cổ đông lớn nhất song cũng không hoàn toàn quyết định đến hoạt động của công ty. Quyền quyết định trong công ty khá phân tán và không có đối tượng nào hoàn toàn nắm quyền kiểm soát.

Họ và tên	Chức vụ
Lê Văn Tam	Chủ tịch HĐQT
Bùi Xuân Sinh	Phó Chủ tịch HĐQT
Lê Văn Tiến	Thành viên HĐQT
Phạm Văn Ngọc	Thành viên HĐQT
Nguyễn Bá Chủ	Thành viên HĐQT

Năm	Tỷ lệ chi trả	Loại hình chi trả
2007	20%	Tiền mặt
2008	15%	Tiền mặt
2009	25%	Tiền mặt
2010	20%	Tiền mặt

Họ và tên	Chức vụ
Ông Lê Văn Thanh(*)	Tổng giám đốc
Ông Lê Văn Vinh	P.Tổng giám đốc
Ông Lê Thanh Tùng(*)	PTGD kinh doanh
Ông Lê Khắc Chung	P.Tổng giám đốc
Ông Phạm Văn Huệ	P.Tổng giám đốc
Ông Đặng Thế Giang	PTGD nguyên liệu

(*): những người có quan hệ gia đình

Hội đồng quản trị

Các thành viên trong hội đồng quản trị không tham gia vào ban điều hành hoạt động của công ty. Tỷ lệ sở hữu cá nhân trong hội đồng quản trị của công ty cũng không quá cao. Điều này cho thấy các thành viên này đa phần là những người đại diện cho lợi ích của những nhóm cổ đông lớn hơn là trực tiếp sở hữu. Việc tách bạch HĐQT và Ban lãnh đạo trong công ty tạo nên sự chuyên môn hóa hoạt động. Các thành viên trong Hội đồng quản trị và Ban lãnh đạo đều là những người gắn bó với địa phương (Thanh Hóa) và có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh mía đường.

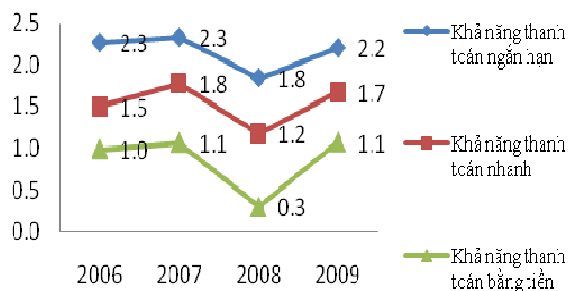
Ban lãnh đạo

Vì quy mô khá lớn nên ban lãnh đạo của LSS bao gồm tổng giám đốc và năm phó tổng trong đó chuyên môn hóa hai chức năng kinh doanh và giám sát nguồn nguyên liệu. Đây là hai bộ phận quan trọng nhất cho hoạt động của công ty được thông suốt và liên tục. Các thành viên trong ban lãnh đạo cũng là những người có kinh nghiệm lâu năm trong hoạt động và gắn bó với công ty.

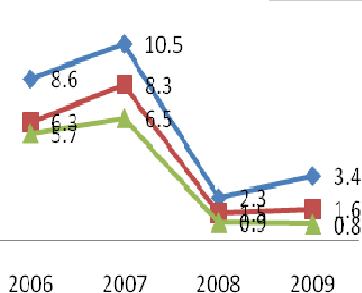
So sánh chỉ tiêu tài chính của LSS và SBT

LSS

Khả năng thanh toán

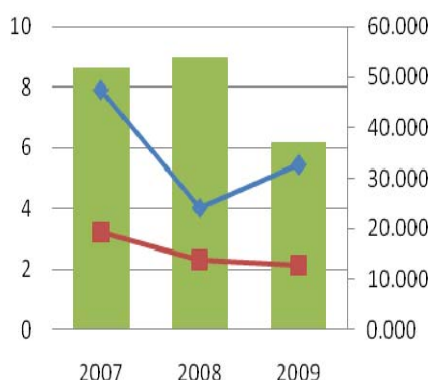
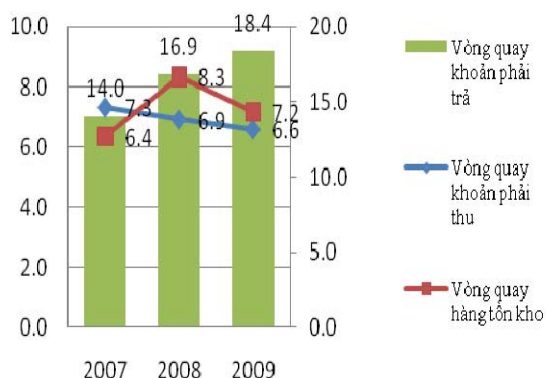


SBT



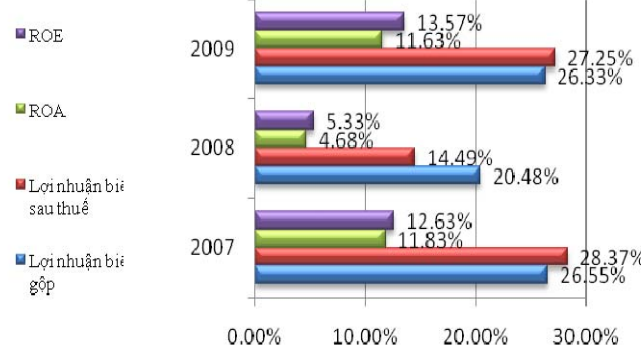
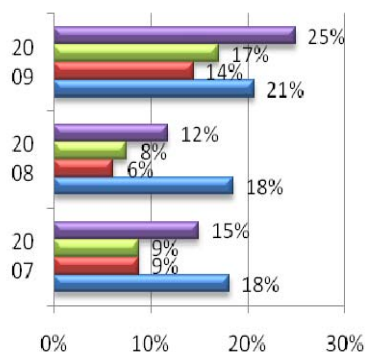
* Khả năng thanh toán của LSS qua các năm tuy không cao như của SBT nhưng tính ổn định cao hơn.

Khả năng hoạt động



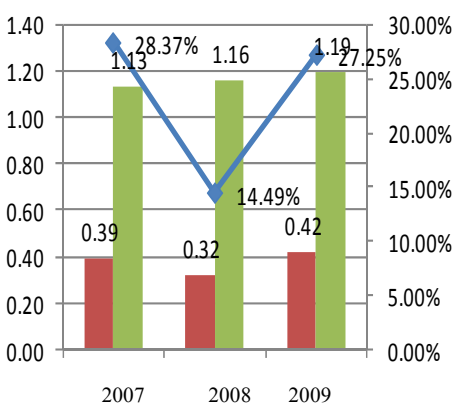
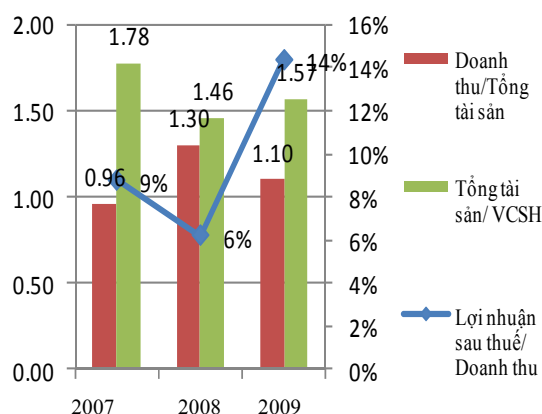
* Các chỉ tiêu về khả năng hoạt động của mỗi công ty phản ánh đặc thù quản lý khoản phải thu, hàng tồn kho...của công ty đó.

Khả năng sinh lời



* SBT quản lý các loại chi phí tốt hơn của LSS nên các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời của SBT cũng vì thế mà cao hơn.

Phân tích Dupont



* Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của SBT cao hơn của LSS là nhờ khả năng sinh lời cao hơn hẳn chứ không phải do sử dụng đòn bẩy tài chính.

Bảng cân đối kế toán	LSS				
	2006	2007	2008	2009	2010
Tài sản	913,700	989,290	867,306	997,928	1,556,942
Tài sản ngắn hạn	477,648	499,097	368,797	585,058	1,195,699
Tiền và các khoản tương đương tiền	130,331	133,326	30,071	160,158	463,318
Tiền	33,331	40,326	28,871	10,158	15,918
Các khoản tương đương tiền	97,000	93,000	1,200	150,000	447,400
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	77,400	94,786	29,808	124,449	58,731
Đầu tư chứng khoán ngắn hạn	77,400	96,404	52,055	162,625	104,273
Dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn		-1,618	-22,248	-38,177	-45,542
Các khoản phải thu ngắn hạn	107,367	152,841	174,463	159,197	419,869
Phải thu của khách hàng	44,025	62,555	40,067	42,185	56,149
Trả trước cho người bán	55,570	66,497	117,701	99,161	352,055
Các khoản phải thu khác	8,662	24,271	17,397	18,748	12,731
Dự phòng các khoản phải thu khó đòi	-890	-482	-702	-897	-1067
Hàng tồn kho	142,068	103,290	118,579	124,490	156,064
Hàng tồn kho	142,964	103,795	118,579	124,490	156,214
Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	-895	-505	-	-	-150
Tài sản ngắn hạn khác	20,482	14,854	15,877	16,765	97,717
Chi phí trả trước ngắn hạn	9,960	9,279	14,175	14,503	25,071
Thuế GTGT được khấu trừ	3,792	2,687	466	684	748
Thuế và các khoản phải thu nhà nước	505	92	3	-	-
Tài sản ngắn hạn khác	6,225	2,796	1,233	1,578	71,898
Tài sản dài hạn	436,052	490,193	498,508	412,870	361,243
Các khoản phải thu dài hạn	3,147	1,748	4,543	7,295	7,539
Phải thu dài hạn khác	3,147	1,748	4,543	7,295	7,539
Tài sản cố định	385,145	266,671	262,187	196,826	239,344
Tài sản cố định hữu hình	343,816	210,204	218,945	192,757	210,821
Nguyên giá	1,151,542	1,009,802	1,062,254	1,065,286	1,119,397
Giá trị hao mòn lũy kế	-807,727	-799,598	-843,309	-872,528	-908,576
Tài sản cố định vô hình	38,085	43,499	41,798	2,801	1,716
Nguyên giá	40,240	47,426	46,279	6,437	6,192
Giá trị hao mòn lũy kế	-2,155	-3,927	-4,481	-3,636	-4,476
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	3,245	12,968	1,444	1,267	26,807
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	44,858	215,489	227,292	205,385	106,947
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	7,481	38,699	42,919	50,472	42,663
Đầu tư dài hạn khác	37,377	176,790	243,472	163,203	81,610
Dự phòng giảm giá đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-59,100	-8,289	-17,297
Tài sản dài hạn khác	2,902	6,284	4,487	3,364	7,413
Chi phí trả trước dài hạn	2,593	3,244	4,487	3,364	7,413
Tài sản thuế thu nhập hoãn lại	309	3,041	-	-	-
Nguồn vốn	913,700	989,290	867,306	997,928	1,556,942
Nợ phải trả	391,125	342,637	276,054	289,672	366,221
Nợ ngắn hạn	210,436	213,898	200,001	265,452	300,816
Vay và nợ ngắn hạn	89,683	74,095	103,667	83,516	59,226
Phải trả cho người bán	60,252	75,487	58,794	60,583	77,547
Người mua trả tiền trước	3,470	5,687	939	13,650	39,252
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	6,790	17,421	926	53,645	51,370
Phải trả người lao động	35,992	8,142	4,134	9,502	32,722
Chi phí phải trả	7,105	6,167	2,737	24,246	2,177
Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác	7,146	26,899	28,804	20,311	19,674
Nợ dài hạn	180,689	128,739	76,052	24,220	65,406
Phải trả dài hạn khác	813	579	1,468	579	-
Vay và nợ dài hạn	178,904	127,414	72,920	22,166	5,942
Thuế thu nhập hoãn lại phải trả	138	-	358	-	-
Dự phòng trợ cấp mất việc làm	834	746	750	922	1,655
Vốn chủ sở hữu	495,075	618,023	570,559	700,268	1,175,040
Vốn chủ sở hữu	477,774	595,656	544,996	671,638	1,171,025
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	260,000	300,000	300,000	300,000	400,000
Thặng dư vốn cổ phần	72,758	114,995	114,995	114,995	280,426
Quỹ đầu tư phát triển	82,051	97,103	106,631	111,893	127,905
Quỹ dự phòng tài chính	9,460	12,664	16,866	19,457	27,221
Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu	21	87	340	177	281
Lợi nhuận chưa phân phối	55,721	70,808	15,867	135,100	335,193
Nguồn vốn đầu tư XDCB	-	-	-	-	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	17,301	22,367	25,563	28,630	4,015
Quỹ khen thưởng và phúc lợi	11,340	16,510	24,118	27,807	3,470
Nguồn kinh phí	4,899	4,862	513	85	545
Nguồn kinh phí đã hình thành TSCĐ	1,063	994	931	738	-
Quỹ dự phòng trợ cấp mất việc làm	-	-	-	-	-
Lợi ích của cổ đông thiểu số	27,500	28,630	20,693	7,988	15,681

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả kinh doanh	2006	2007	2008	2009	2010
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	837,665	952,815	1,131,771	1,099,587	1,352,111
Các khoản giảm trừ doanh thu	1,802	922	3	9	
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	835,864	951,894	1,131,769	1,099,579	1,352,111
Giá vốn hàng bán	671,584	779,691	922,581	872,162	873,695
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	164,280	172,203	209,188	227,417	478,415
Doanh thu hoạt động tài chính	9,992	18,234	27,998	40,420	52,117
Chi phí tài chính	28,099	17,284	98,631	-15,108	29,511
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>27,034</i>	<i>13,999</i>	<i>16,329</i>	<i>15,816</i>	<i>10,041</i>
Chi phí bán hàng	26,060	22,596	18,378	19,586	23,303
Chi phí quản lý doanh nghiệp	31,290	25,431	30,203	51,289	85,336
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	88,823	125,127	89,973	212,069	392,382
Thu nhập khác	7,053	61,026	5,614	17,494	6,986
Chi phí khác	21,702	69,422	1,568	18,907	6,729
Lợi nhuận khác	-14,648	-8,396	4,046	-1,414	257
Phần lợi nhuận hoặc lỗ trong công ty liên kết liên doanh	-1,364	-223	-321	1,326	-231
Lợi nhuận trước thuế	72,811	116,507	93,698	211,982	392,407
Chi phí thuế TNDN hiện hành	9,593	31,724	17,453	49,020	92,968
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-190	-2,732	3,324	-358	
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	63,408	87,516	72,921	163,319	299,439
Lợi ích của cổ đông thiểu số	662	4,021	2,756	4,978	1,955
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ	62,746	83,495	70,166	158,341	297,484
Lãi cơ bản trên cổ phiếu					

Công ty con và công ty liên kết

Công ty liên kết, liên doanh	Tỷ lệ góp vốn của công ty mẹ
Công ty cổ phần du lịch Thanh Hóa	39.0%
Công ty cổ phần rượu Việt Nam - Thụy Điển	38.4%
Công ty cổ phần giấy Lam Sơn	42.2%
Công ty cổ phần Đầu tư thương mại Lam Sơn	28.6%

Công ty con	Tỷ lệ góp vốn của công ty mẹ
Công ty cổ phần Phân bón Lam Sơn	58.1%
Công ty Cổ phần Cơ giới nông nghiệp Lam Sơn	78.0%
Công ty TNHH Lam Sơn Sao Vàng	91.0%
Công ty Lam Sơn Bá Thước	100.0%
Công ty TNHH TMĐT&DV Lam Sơn	100.0%



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

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 Tân Việt (TVSI) 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm 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.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Lê Thùy Ngọc Khanh

Email: khanhltn@tvs.com.vn

Thang đo khuyến nghị (*)

	Dưới -30%	Bán với khối lượng lớn
	-10% đến -30%	Nên bán
	-10% đến 10%	Cầm giữ
	10% đến 30%	Nên mua
	Trên 30%	Mua với khối lượng lớn

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

- Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- Báo cáo thống kê

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch

I-trade Home

I-trade Pro

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283