

# CTCP Đường Lam Sơn

## Vượt kế hoạch năm trong 6 tháng đầu năm

Ngành tiêu dùng thiết yếu

Mã cổ phiếu: LSS – Niêm yết trên  
HOSE

Ngày 30/07/2009

Giá cổ phiếu  
VND30,200

**Vị thế ổn định:** Trong 44 nhà máy đường được kiểm toán vào năm 2003, Đường Lam Sơn là một trong 9 nhà máy có lợi nhuận và được duy trì để phát triển (2 nhà máy nội địa khác là Mía đường La Ngà, Bình Định và 6 nhà máy nước ngoài). Các nhà máy còn lại hoạt động lỗ đã được tái cơ cấu, cổ phần hóa hoặc phá sản. Cho đến hiện tại, đường Lam Sơn tiếp tục duy trì vị trí dẫn đầu thị trường về thị phần, sản lượng sản xuất, mặc dù công suất chỉ xếp ở thứ 3. Thế mạnh của công ty đến từ nguồn nguyên liệu mía ổn định, tỷ lệ thu hồi đường cao, khấu hao thấp dẫn tới giá thành sản xuất thấp và giá bán cạnh tranh. Do vậy, trong những năm tới, dưới cạnh tranh của đường nhập khẩu theo hạn ngạch và việc giảm thuế nhập khẩu theo lộ trình gia nhập WTO và AFTA, Đường Lam Sơn sẽ là một trong số ít doanh nghiệp đường có khả năng cạnh tranh được với đường nhập khẩu.

**Sản lượng giảm tuy nhiên triển vọng lợi nhuận 2009 tốt hơn năm ngoái do giá đường tăng mạnh:** Do năng suất mía vụ 2008 – 2009 giảm mạnh, sản lượng ước tính giảm khoảng 20% so với năm ngoái. Giá bán đường đã tăng trên 20% trong quý 2 và có thể sẽ tiếp tục tăng trong Q3, dự kiến là nguyên nhân giúp công ty duy trì được lợi nhuận tốt trong quý 3 mặc dù doanh thu sẽ giảm do lượng tồn kho hiện tại khá thấp. Hoạt động Q4 sẽ trở lại mức bình thường khi vào vụ mía mới. Doanh thu cả năm ước tính khoảng VND1,013 tỷ, lợi nhuận ròng từ hoạt động chính ước tính ít nhất khoảng 120 tỷ, + 90% cao hơn kế hoạch đề ra. Năm 2009 có thể được coi là năm có lợi nhuận tốt nhất từ trước đến nay của Đường Lam Sơn.

**Hoàn nhập dự phòng là yếu tố tiềm tàng làm tăng lợi nhuận:** Với mức VNI tại 450 điểm, ước tính công ty có khả năng hoàn nhập được khoảng VND40 tỷ. Ngoài ra, khoản hoàn nhập có thể tăng lên nếu thị trường chứng khoán kết thúc năm cao hơn mức hiện tại.

### EPS và P/E dự phóng cho năm 2009:

Với mức lợi nhuận dự phóng trên, EPS cho năm 2009 (sau hoàn nhập dự phòng) khoảng 5,300/CP. Với giá thị trường là VND30,200 (ngày 30/07/2009), cổ phiếu LSS đang được giao dịch tại mức P/E khoảng 5.7 lần, thấp hơn nhiều so với mức P/E thị trường hiện tại là 13 – 14 lần. Trong trường hợp hoàn nhập dự phòng, EPS dự kiến khoảng VND4,000/CP, mức P/E tương ứng khoảng 7.5 lần.

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

#### Giá cổ phiếu

Giá cao 52 tuần	34,600
Giá thấp 52 tuần	10,200
Giá trung bình 52 tuần	16,558

#### Thông tin niêm yết

Số lượng cổ phiếu	30,000,000
Vốn hóa (VND'tỷ)	985.6
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	4.93%

Nguồn: Website SBS

### GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: SBS

### NHÀ ĐẦU TƯ LỚN

Tại tháng 4/2009

Tổng công ty mía đường 1	12.14%
CTCP Sữa Lam Sơn	8.52%
Hiệp hội Mía đường Lam Sơn	8.15%

Nguồn: LSS, SBS

**Kết luận:** Là công ty đầu ngành, vùng nguyên liệu ổn định, giá thành cạnh tranh, ngành đường có cung thấp hơn cầu, hoạt động sản xuất của Đường Lam Sơn được đánh giá là bền vững. Bên cạnh đó, việc giao dịch tại mức P/E thấp hơn P/E thị trường khiến cổ phiếu này hấp dẫn trong ngắn và dài hạn.

## Tổng quan về công ty

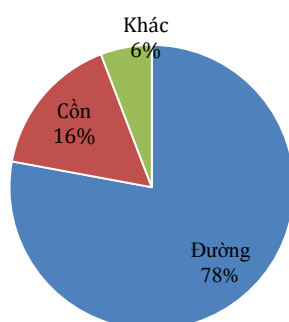
CTCP Mía Đường Lam Sơn được thành lập từ 1986 – 1987 và cổ phần hóa trong năm 2000. Cổ phiếu LSS được niêm yết trên sàn HOSE từ năm 2008. Vốn điều lệ của LSS hiện tại là 300 tỷ đồng. Sau quá trình 22 năm phát triển, LSS đã đầu tư một dây chuyền khép kín bao gồm 2 nhà máy đường tổng công suất 7,000 tấn mía/ngày, 2 nhà máy sản xuất cồn 27 triệu lít/năm, 1 nhà máy chế biến sữa.

### Hoạt động kinh doanh

- Sản xuất đường bao gồm đường RS, RE, đường vàng
- Sản xuất cồn từ sản phẩm phụ mật ri trong quá trình ép mía.
- Các hoạt động khác: cung cấp giống cây, sữa tiết trùng từ trại bò sữa.

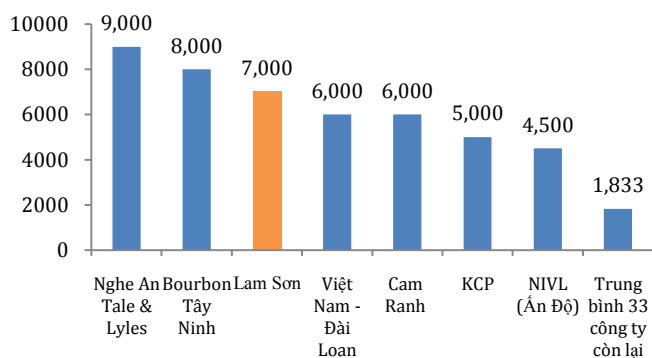
### Cơ cấu sản phẩm

- Đường là sản phẩm chính của công ty, chiếm 78% tổng doanh thu 2008.
  - Đường tinh luyện RE (refined extra), có độ tinh khiết cao, hàm lượng đường Sac > 99.9%, độ ẩm thấp, đạt chất lượng quốc tế chủ yếu cho xuất khẩu và sản xuất thực phẩm như Vinamilk, Pepsico, Coca Cola.
  - Đường kính trắng RS (refined standard): đạt tiêu chuẩn Việt Nam, hàm lượng đường Sac > 99.8% nhưng độ ẩm cao hơn và ít tinh khiết hơn đường RE, dùng cho gia đình và được phân phối nội địa.
  - Đường vàng: được sản xuất trực tiếp từ cây mía.
- Cồn là sản phẩm phụ từ mật ri trong quá trình ép mía. Sản phẩm này được xuất khẩu, dùng làm nguyên liệu xăng pha cồn.
- CO2 là sản phẩm thu được trong quá trình chưng cất cồn, đóng góp tỷ trọng nhỏ trong doanh thu.

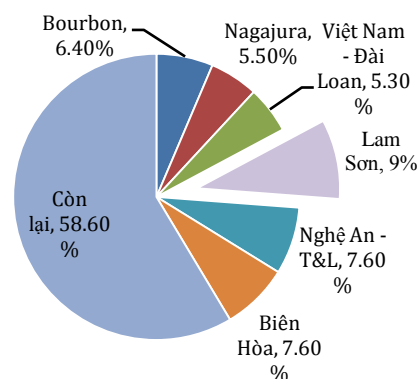


### Vị trí của Đường Lam Sơn trong ngành

Công suất các nhà máy (tấn mía/ngày)



Thị phần mía đường



## Quy trình sản xuất đường tinh luyện: thường qua các giai đoạn sau:

- **Ép:** Mía được cắt nhỏ, đem đi nghiền. Sản phẩm đầu ra là nước mía (còn gọi là nước chè trích) và bã mía. Bã mía được dùng làm nguyên liệu đốt cho quá trình chưng cất.
- **Tinh chế nước mía:** Nước chè trích được đem đi lọc, lắng, xử lý hóa chất. Đầu ra thu được nước chè trong và bã bùn. Bã bùn được đem làm phân bón.
- **Chưng cất:** Nước chè trong được cô đặc trong thiết bị chưng cất chân không tạo ra xi rô hay là nước ép cô đặc.
- **Kết tinh đường:** Xi rô được đem chưng cất trong nồi chân không đến khi kết tinh đường.
- **Tách đường:** hỗn hợp đường kết tinh được đưa vào máy quay ly tâm. Các tinh thể đường được giữ lại trong máy trong khi chất lỏng (mật ri) được loại ra bằng lực ly tâm. Mật ri được đưa về nồi chân không để tiếp tục tách đường cho đến lượng đường còn rất thấp. Sản phẩm tạo ra là đường thô và mật ri. Đường thô được xử lý thành đường tinh luyện. Mật ri được lên men để sản xuất cồn.

### Luyện đường tinh luyện:

- Đường thô được hòa tan, lọc để loại bỏ tạp chất, hấp thụ màu giúp dung dịch trở nên trong suốt.
- Dung dịch đường trong suốt được chưng cất cho bốc hơi, quay ly tâm, sấy khô, phân loại hạt. Sản phẩm cuối là đường tinh luyện RE.

## Thế mạnh

**Có nguồn nguyên liệu tập trung ổn định** là thế mạnh lớn nhất của đường Lam Sơn. Công ty có nguồn nguyên liệu tập trung, diện tích ổn định 15,000 – 16,000 ha liên tục trong 5 năm gần nhất. Nguyên nhân chính do công ty có công suất ép mía cao, có khả năng tiêu thụ hết số mía từ nông dân. Do vậy, người dân không phải phá mía khi giá xuống. Bên cạnh đó, các cây công nghiệp khác cũng không dễ dàng tìm được đầu ra trong khu vực và giá cũng biến động như cao su, sắn, nên về cơ bản, diện tích mía của LSS được xem là rất ổn định.

**Nhìn chung, giá mua mía ở miền Bắc thường thấp hơn miền Nam** do các công ty đường quy mô nhỏ trong vùng đồng bằng sông Cửu Long thường tranh nhau mua mía khiến mặt bằng giá bị đẩy lên cao. Tuy nhiên, giá mua mía của LSS cao hơn so với công ty trong khu vực như mía đường Sông Con, mía đường Việt Nam – Đài Loan. **Giá thành sản xuất thấp khiến giá bán cạnh tranh:** Vùng nguyên liệu ổn định, tỷ lệ thu hồi đường lớn và khấu hao thấp khiến giá thành sản xuất thấp hơn so với các công ty trong ngành. Bên cạnh đó, tỷ lệ thu hồi đường là 9 mía = 1 đường (trong khi các công ty khác là 10 mía = 1 đường) khiến giá vốn giảm đáng kể. Với giá mía khoảng 600 đồng/kg, chúng tôi ước tính giá thành sản xuất 1kg đường (bao gồm cả khấu hao) khoảng VND5,700 – 5,800/kg

## Các hạn chế

**Công ty tự cung cấp 35% - 40% lượng mật ri cho hoạt động sản xuất cồn**, còn lại phải mua từ các công ty khác nên nhà máy này luôn hoạt động dưới công suất. Để thu được 1 lít cồn cần 3.5 - 4kg ri đường mía. Theo ước tính của SBS, với khoảng 900,000 tấn mía hàng năm, LSS tự cung cấp được khoảng 31,500 tấn ri mật dùng để sản xuất 9 triệu lít cồn, ~ 35% công suất. Nếu công ty có thể thu mua đủ lượng mật ri để sản xuất cồn, nhà máy này sẽ mang lại lợi nhuận rất cao. Với giá 1kg mật ri khoảng VND1,600/kg (đã bao gồm chi phí vận chuyển), giá thành sản xuất 1 lít cồn sau khấu hao khoảng VND6,200 – 7000 (trong trường hợp hoạt động 75% công suất như 2008). Với giá bán cồn ở mức VND10,000/lít, nhà máy này có thể mang lại lợi nhuận hàng năm khoảng VND50 tỷ.

**Ảnh hưởng đến môi trường:** hoạt động sản xuất đường và cồn sinh ra một lượng nước thải rất lớn vào môi trường tự nhiên. Vấn đề môi trường trở nên quan trọng hơn, đặc biệt sau sự kiện của công ty Vedan. Hiện tại, Đường Lam Sơn đang có các chương trình phát triển hệ thống xử lý nước thải. Do vậy, công ty có khả năng phát sinh chi phí này trong tương lai.

**Cạnh tranh từ đường nhập khẩu:** Theo lộ trình gia nhập AFTA và WTO, đường nội địa đối diện nguy cơ cạnh tranh từ đường giá rẻ nhập khẩu.

### **Ngành mía đường theo lộ trình AFTA và WTO**

- *Dưới lộ trình AFTA:* thuế nhập khẩu đường mía (thô và tinh luyện) giảm từ mức 30% năm 2007 xuống 20% (năm 2008), 10% (năm 2009) và 5% từ 2010 trở đi.
- *Cam kết WTO:* Phải mở cửa nhập khẩu đường năm đầu gia nhập là 55,000 tấn và tăng thêm 5% mỗi năm tiếp theo. Thuế nhập khẩu trong hạn ngạch là 40% cho đường tinh luyện và 25% cho đường thô. Thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch là 60% . Năm thực hiện là từ năm 2007.

*Nhập khẩu theo cam kết WTO không đáng lo ngại:* Niên vụ năm 2008 – 2009, sản lượng chế biến ngành khoảng 951,000 tấn đường, giảm 20% so với vụ trước, cùng với lượng đường tồn kho từ năm trước chuyển sang là 173,600 tấn, cả nước vẫn thiếu hụt khoảng gần 100,000 tấn đường. Như vậy, việc nhập khẩu khoảng 61,000 tấn đường theo gia nhập WTO sẽ không ảnh hưởng lớn đến ngành đường nội địa trong năm nay. Giá đường thế giới giao tháng 7/2009 hiện tại khoảng USD451/tấn, ~ VND8,200/kg, thấp hơn khoảng 25% - 30% so với giá đường nội địa. Với mức thuế nhập khẩu 40% theo cam kết WTO, đường nhập khẩu theo con đường này không đáng lo ngại vì mức giá sẽ tương đương nội địa.

Tuy nhiên, *thuế nhập khẩu giảm dưới lộ trình AFTA sẽ là mối nguy hiểm* cho ngành đường khi mức thuế này chỉ còn 5% từ 2010. Do giá đường nội địa thường cao hơn các nước trong khu vực, đặc biệt là Thái Lan, việc nhập đường dưới con đường này sẽ là mối đe dọa lớn kể từ năm 2010.

Giá thành sản xuất của Việt Nam thường kém cạnh tranh hơn các nước trong khu vực do các nguyên nhân sau: 1) *Mía đường Việt Nam năng suất thấp* do thường được trồng ở khu vực ít nước trong khi vấn đề thủy lợi chưa được phát triển. Trong khi đó, vùng đồng bằng sông Cửu Long có nhiều nước thì người dân phải đốn mía sớm để tránh lũ khiến trữ lượng đường thấp. 2) *Máy móc lạc hậu công suất thấp nên không thu hồi được hết lượng đường trong mía.* Tỷ lệ thu hồi đường ở Việt Nam là 94.7kg đường/tấn mía (vụ 2007 – 2008) trong khi mức này ở Thái Lan là 138 kg đường/tấn mía.

**Theo chúng tôi, Đường Lam Sơn có khả năng cạnh tranh được với đường nhập khẩu trong tương lai dài do những nguyên nhân sau:**

- Quy mô lớn (công suất xếp thứ 3 cả nước), nguồn nguyên liệu tập trung giúp tiết kiệm chi phí chuyên chở sẽ là lợi thế mạnh của LSS so với các công ty nhỏ hơn cùng ngành (35 công ty).
- Trong 4 năm tới, công ty sẽ không còn chi phí khấu hao góp phần giảm giá thành từ mức hiện tại từ VND5,700 – 5,800 xuống khoảng VND5,400 – 5,500 hoặc có thể thấp hơn nếu giá mía xuống thấp hơn VND600/kg. Với giá thành sản xuất này, LSS có thể cạnh tranh được với đường ngoại nhập.
- Tỷ lệ thu hồi đường của LSS hiện tại là 9 mía: 1 đường, tương đương 111kg đường/ tấn mía, cao hơn mức toàn ngành. Hiện tại công ty đang đầu tư hệ thống tưới nhỏ giọt nhằm tăng năng suất mía. Trong trường hợp giá phân bón ổn định, thời tiết không quá khắc nghiệt, năng suất mía có thể đạt được mức 65 – 70 tấn/ha. Với hệ thống tưới nhỏ giọt, năng suất có thể lên đến 100 – 120 tấn mía/ha. Tuy nhiên, đây sẽ là mục tiêu dài hạn.

## Yếu tố tăng trưởng dài hạn

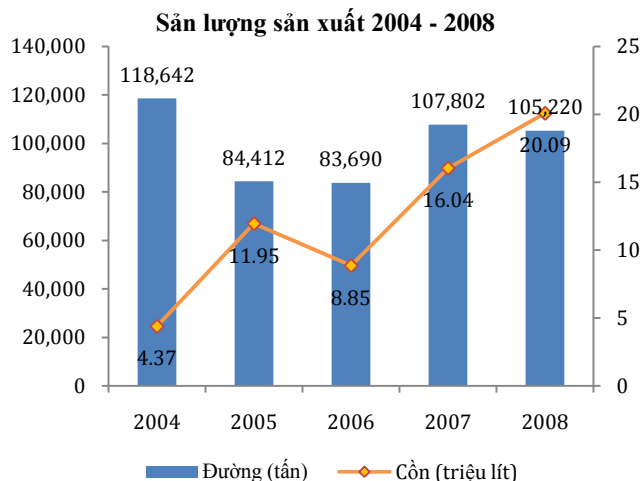
- Theo trao đổi với công ty, diện tích trồng mía khó có xu hướng tăng do cây mía mang lại lợi tức thấp hơn so với các cây trồng khác. Diện tích này sẽ được cố gắng duy trì trong mức 15,000 – 15,500 ha, mang lại khoảng 900,000 – 950,000 tấn mía/năm. Do vậy, LSS đang có xu hướng nâng năng suất mía từ mức 60 tấn/ha lên 100 tấn/ha bằng phương pháp tưới nhỏ giọt. Thí nghiệm phương pháp này đã mang lại kết quả tốt và đang được phổ biến cho nông dân. Định hướng công ty sẽ nhân rộng phương pháp này lên 3,000 – 5,000 ha.
- Công suất 2 nhà máy hiện tại là 7,000 tấn mía ngày. Trong mỗi mùa mía từ tháng 11 – tháng 4 (thời gian hoạt động khoảng 150 ngày), công ty có thể tiêu thụ khoảng 1.05 triệu tấn mía cho mỗi mùa. Do các nhà máy đang ở trong điều kiện hoạt động tốt, công ty không phải đầu tư thêm tài sản cố định. Hiện tại, công ty đã có kế hoạch cụ thể về việc nâng tổng công suất lên 10,500 tấn mía/ngày, tuy nhiên, công ty sẽ bắt đầu thực hiện khi dự án nâng năng suất mía được nhân rộng và lượng cung mía vượt công suất hiện tại.
- Dự án nhà máy Bio-Butanol:** Công ty vừa kí thỏa thuận với 3 đối tác thành lập công ty cổ phần sinh học Việt Nam (KBC) để thực hiện dự án sản xuất BioButanol từ nguyên liệu chứa xenlulô tại Thanh Hóa, công suất 100,000 tấn Butanol/năm. Sản phẩm này được xem là xăng sinh học và có chất lượng cao hơn Ethanol (cồn pha xăng). Tuy nhiên, dự án chỉ mới ở bước đầu nên chưa mang lại lợi nhuận trong ngắn hạn.

## Phân tích tài chính

### Doanh thu và sản lượng

Do vụ mía của LSS bắt đầu từ tháng 11 – tháng 4 năm sau, sản lượng sản xuất đường của một năm phụ thuộc lớn vào năng suất mía của năm trước đó. Sản lượng năm 2007 và 2008 tăng cao do vụ mía 2006 – 2007 và vụ 2007 – 2008 đạt năng suất cao (xem bảng dưới). Do đó, dựa trên năng suất thấp của vụ 2008 – 2009, sản lượng đường năm 2009 ước tính khoảng 85,000 – 90,000 tấn.

Sản lượng mía thấp và nguồn cung mật rỉ trên thị trường đang thiếu khiến sản lượng cồn năm nay ước tính khoảng 15 triệu lít (theo LSS), ~55% công suất.



## Nguồn nguyên liệu

**Nguyên liệu sản xuất đường:** được cung cấp từ vùng Mía đường Lam Sơn được đầu tư cùng thời với nhà máy trên diện tích 15,000 – 16,000 ha. Năng suất mía trong vùng dao động quanh 60 tấn/ha, cung cấp khoảng 900,000 – 960,000 tấn mía/năm. .

### NGUỒN NGUYÊN LIỆU MÍA

	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
Diện tích	16,144	15,235	15,292	15,590	15,050
Sản lượng	945,832	707,254	949,066	1,117,804	692,737
Năng suất	58.6	46.4	62.1	71.7	46.0

Nguồn: LSS, SBS

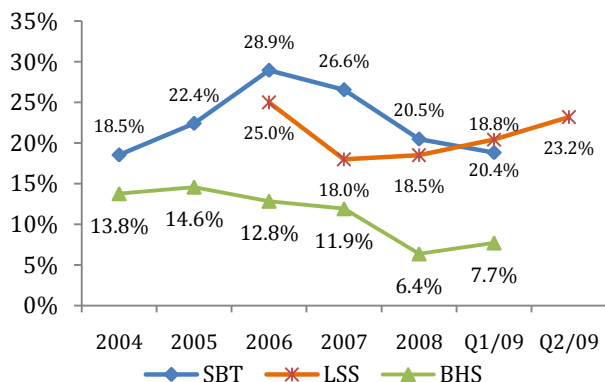
Sản lượng vụ mía 2008 – 2009 thấp do năng suất giảm. Nguyên nhân do thời tiết rét đậm, bị ảnh hưởng bão và mưa nhiều. Trong khi đó, giá phân bón và lãi suất ngân hàng tăng cao khiến việc chăm sóc mía giảm sút. Theo công ty, năng suất mía đã tăng lên mức khoảng 60 tấn/ha cho vụ mùa 2009 – 2010, mang lại sản lượng ước tính khoảng 900,000 tấn mía.

**Nguyên liệu sản xuất cồn:** là mật ri từ ép mía. Công ty tự cung cấp được 35% - 40%. Còn lại thu mua nhu từ các nhà máy khác như: Mía đường Việt Nam – Đài Loan, Nghệ An Tate & Lyle, mía đường sông Con...

## Biên lợi nhuận gộp

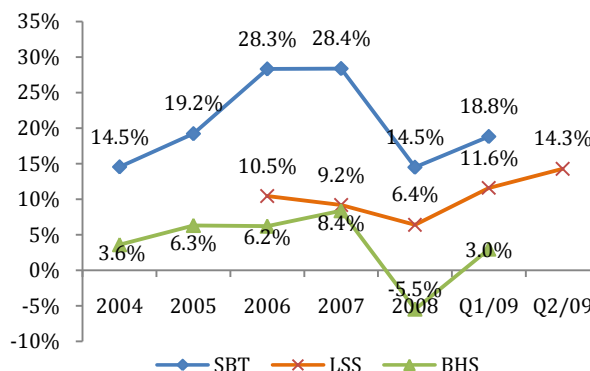
- Tỷ suất lợi nhuận gộp được ổn định trong mức 18% - 21.4% từ 2007 đến Q3/2008. Tỷ số này giảm trong Q4/2008 (đầu vụ mía 2008 – 2009) do công ty tăng giá mua mía đầu mùa 30% (từ VND450 lên VND600/kg) khiến tỷ số này giảm còn 11.3%. Tuy nhiên, giá mua mía giảm còn VND550/kg, ~ 9% dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên mức 20.4% trong Q1/2009.
- Biên lợi nhuận gộp tăng lên 23.1% trong Quý 2 do giá bán đường trong quý này đã tăng lên khoảng VND9,000/kg (có VAT) so với mức VND7,400/kg trong quý 1. Dự kiến giá đường sẽ giữ được mức cao trong quý 3 do tình trạng thiếu đường dự kiến sẽ tiếp diễn đến đầu tháng 9, khi mùa mía mới bắt đầu. Với giá trước VAT khoảng VND8,500/kg, biên lợi nhuận gộp dự phóng cho quý 3 khoảng 25%.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp của LSS cao hơn BHS do công ty có nguồn nguyên liệu ổn định hơn, dẫn đến giá đầu vào thấp hơn. Tuy nhiên, tỷ suất này thấp hơn công ty cùng ngành SBT do SBT hạch toán doanh thu bán điện có giá vốn thấp vào hoạt động kinh doanh chính. Bên cạnh đó, SBT còn có lợi nhuận lãi từ khoản cho vay và đầu tư cho nông dân nên tỷ suất lợi nhuận ròng cao hơn.

### Tỷ suất lợi nhuận gộp



Nguồn: SBS

### Tỷ suất lợi nhuận ròng



Nguồn: SBS



## Hàng tồn kho

Kết thúc Q2/2009, LSS còn lượng hàng tồn kho là VND111.9 tỷ, giảm mạnh so với mức VND227 tỷ cuối quý trước do mùa ép mía đã kết thúc vào 30/04/2009. Theo đại diện công ty, đến thời điểm cuối tháng 6, ước tính công ty còn khoảng 15,000 tấn đường tồn kho (so với mức tiêu thụ khoảng 35,000 tấn trong quý 1 và ước tính 20,000 tấn trong quý 2). Do vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ giảm quý 3. Tuy nhiên, mức lợi nhuận có thể được đảm bảo do giá đường dự kiến sẽ tiếp tục tăng đến Q3/2008.

## Doanh thu và lợi nhuận kinh doanh các quý

- **Quý 1 và quý 2 – Hoàn thành vượt kế hoạch lợi nhuận năm:** Doanh thu quý 1 đạt VND375 tỷ, tăng 43% so với cùng kỳ năm 2008 (VND270 tỷ) do đây là thời điểm chính vụ đồng thời sức tiêu thụ mạnh trong giai đoạn Tết Nguyên Đán. Doanh thu quý 2 đạt VND252.8, cao hơn 20% so với doanh thu quý 2/2008 do mặt bằng giá bán cao hơn. Trong 6 tháng đầu năm, công ty đạt lợi nhuận trước thuế VND103 tỷ đồng, vượt kế hoạch năm đề ra là VND80 – 95 tỷ.
- **Quý 3:** Dự kiến doanh thu giảm do lượng hàng tồn kho cuối quý 2 khá thấp. Ước tính công ty sẽ bán ra khoảng 15,000 tấn đường trong quý 3 (là lượng tồn kho tại cuối tháng 6) và mang lại doanh thu khoảng VND180 tỷ (tham khảo ý kiến công ty). Với lãi gộp ước tính khoảng VND2,500 – 3,000/kg đường, ước tính lãi gộp Q3 khoảng VND37 - 45 tỷ (tỷ suất LN gộp 20.5% - 25%)
- **Quý 4:** Bắt đầu vào vụ ép mới từ tháng 11/2009, doanh thu ước tương tự so với Q4/2008 do vào vụ mía giá đường, khoảng VND205 tỷ, tuy nhiên giá mía dự kiến không tăng mạnh như năm 2008 do sản lượng năm nay cao. Do vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính khoảng 20%, dẫn tới lợi nhuận gộp khoảng VND40 tỷ.

**Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh:** Công ty có chi phí bán hàng ổn định khoảng VND4 -5 tỷ/quý và chi phí quản lý DN khoảng VND7-8 tỷ/quý. Tuy nhiên, chi phí quản lý tăng mạnh lên VND11.2 tỷ/quý trong 6 tháng đầu năm 2009 do công ty bắt đầu trích 10% lợi nhuận trước thuế cho quỹ đầu tư phát triển khoa học từ năm 2009. Chi phí này sẽ lặp lại trong các quý tới.

Từ những phân tích trên, dự kiến doanh thu cả năm khoảng VND1,013 tỷ, lợi nhuận sau thuế trước hoàn nhập dự phòng tài chính là VND120 tỷ và sau hoàn nhập dự phòng là VND160 tỷ.

*\*Lợi nhuận từ HĐKD không bao gồm hoạt động tài chính.*

## Hoạt động tài chính

**Chi phí tài chính:** Dự kiến công ty không phải trích lập thêm dự phòng giảm giá chứng khoán do giá thị trường hiện tại đã cao hơn nhiều so với giá dự phòng tại 31/3/2009. Do vậy chi phí lãi vay sẽ là chi phí tài chính chủ yếu trong các quý còn lại. Với số dư nợ vay là VND146 tỷ ngắn hạn và VND72.9 tỷ dài hạn, chi phí lãi vay các quý tới ước tính khoảng VND5 - 6 tỷ/quý, tương tự quý 1 và quý 2.

**Doanh thu tài chính:** LSS có mức doanh thu tài chính trung bình khoảng VND6 – 7 tỷ/quý, từ lãi tiền gửi, lãi tiền cho vay, cổ tức lợi nhuận được chia (tập trung vào quý 4). Ước tính LSS có thể đạt được mức này trong năm nay. Doanh thu tài chính từ các khoản trên ước tính khoảng VND12 tỷ cho 2 quý còn lại.

Tuy nhiên, doanh thu tài chính có thể được cải thiện từ hoàn nhập dự phòng hoặc thanh lý các khoản đầu tư. Trong quý 2, có thể thấy công ty đã cơ cấu lại danh mục đầu tư ngắn và dài hạn. Do vậy, mặc dù giá trị đầu tư ngắn hạn và dài hạn thay đổi, tổng giá trị đầu tư không thay đổi lớn (từ VND310.4 tỷ lên VND320 tỷ), và khoản dự phòng đầu tư giữ nguyên ở mức VND82.4 tỷ. Theo LSS, ngoại trừ các khoản đầu tư vào các công ty mía đường khác (khoảng VND17.7 tỷ), các cổ phiếu sẽ được thanh lý khi mang lại lợi nhuận cho công ty.

Theo **ý kiến kiểm toán giữa niên độ**, công ty có khả năng hoàn nhập VND40 tỷ từ khoản dự

phòng này tại thời điểm 30/06/2008. Theo chúng tôi, tại thời điểm hiện tại, LSS có thể hoàn nhập được khoảng VND31 tỷ từ các cổ phiếu VF4, Tiger Fund, VCB, BVH và một phần từ khoản dự phòng ngắn hạn VND23.7 tỷ tại cuối năm 2008. Tuy nhiên, công ty vẫn chưa thực hiện hoàn nhập trong quý 2 do dự phóng thị trường còn biến động.

Công ty nắm giữ 2.5 triệu cổ phiếu Sacomreal trong 3 năm theo diện đầu tư chiến lược. Đến tháng 9/2009, khoản cổ phiếu này bắt đầu được tự do chuyển nhượng.

DANH MỤC ĐẦU TƯ CỦA LSS TRƯỚC KHI CƠ CẤU (31/03/2009)							
Mục trích lập dự phòng	Số lượng CP	Giá trị (VND'tỷ)	Giá vốn (VND/CP)	Giá 31/12/2008	Dự phòng (VND'tỷ)	Giá 27/07/09	Hoàn nhập (VND'tỷ)
<b>Đầu tư ngắn hạn</b>							
Tiền gửi và cho vay		31.3					
Đầu tư chứng khoán		35.7			(23.70)		N/A
<b>Đầu tư dài hạn</b>							
CCQ VF4	3,000,000	30.45	10,167	4,100	(18.20)	8,500	13
CCQ Tiger Fund	3,000,000	30.3	10,100	5,500	(13.80)	8,500	9
Bảo hiểm Viễn Đông	2,314,200	23.14	9,982	N/A	0.00	N/A	
Vietcombank	200,000	21.3	106,500	32,000	(14.90)	53,000	4
Bảo hiểm Bảo Việt	250,000	17.68	70,800	20,500	(12.58)	40,500	5
<b>Góp vốn chiến lược</b>							
Sacomreal	2,500,000	76.1	30,440				
Mía đường Sơn La	750000	11.3					
Các CP mía đường khác		6.4					
<b>Tổng</b>		<b>216.7</b>			<b>(83.18)</b>		<b>31</b>

\* Chi tiết giá VCB, BVH, Tiger fund dự phòng được cập nhật từ LSS



**BẢN CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'triệu)**

	2006	2007	2008
<b>Tài sản</b>	<b>817,394</b>	<b>989,290</b>	<b>867,305</b>
Tài sản ngắn hạn	451,193	499,097	368,797
Tài sản dài hạn	366,201	490,193	498,508
Tài sản cố định	271,981	266,671	262,187
Bất động sản đầu tư	92,140	215,489	227,291
<b>Nguồn vốn</b>	<b>817,394</b>	<b>989,290</b>	<b>867,305</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>315,324</b>	<b>342,637</b>	<b>276,053</b>
Nợ ngắn hạn	165,378	213,898	200,001
Nợ dài hạn	149,946	128,739	76,052
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>502,070</b>	<b>618,023</b>	<b>570,559</b>
Nguồn vốn - Quỹ	485,397	595,656	544,996
Vốn điều lệ	260,000	300,000	300,000
Thặng dư vốn	72,758	114,995	114,995
Lợi nhuận chưa phân phối	65,569	70,808	15,867

**BẢN BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)**

	2006	2007	2008
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>626,661</b>	<b>952,815</b>	<b>1,131,771</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>626,661</b>	<b>951,893</b>	<b>1,131,768</b>
Giá vốn hàng bán	472,453	779,690	922,581
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>154,208</b>	<b>172,203</b>	<b>209,187</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	8,294	18,011	27,677
Chi phí hoạt động tài chính	46,626	17,283	98,631
<i>Lãi vay phải trả</i>	18,900	13,999	16,328
Chi phí bán hàng	16,897	22,596	18,379
Chi phí quản lý doanh nghiệp	21,593	25,431	30,202
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>77,386</b>	<b>124,904</b>	<b>89,652</b>
Thu nhập khác	32,703	61,026	5,614
Chi phí khác	35,665	69,422	1,568
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>74,424</b>	<b>116,508</b>	<b>93,698</b>
Thuế TNDN phải nộp	8,968	28,991	17,453
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>65,456</b>	<b>87,517</b>	<b>72,921</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>65,456</b>	<b>83,496</b>	<b>70,166</b>

**BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND'triệu)**

	2006	2007	2008
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐKD</b>			
Lợi nhuận trước thuế		116,507	93,698
Khấu hao		66,699	48,055
Dự phòng		819	80,007
Lãi/lỗ chưa thực hiện từ hoạt động đầu tư		(6,202)	(26,967)
LN trước thay đổi vốn lưu động		191,822	209,691
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh		99,646	27,919
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>			
Mua tài sản mới		(20,161)	(35,927)
Đầu tư vào các công ty khác		(382,781)	(54,368)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư		(84,220)	(8,934)
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính</b>			
Thu từ phát hành cổ phiếu		51,148	-
Các khoản vay nợ		177,543	205,037
Dòng tiền từ HĐ tài chính		(12,425)	(122,241)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ		3,001	(103,256)
<b>Tiền và tương đương tiền đầu kỳ</b>		130,331	133,326
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>		133,326	30,071

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

	2006	2007	2008
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>			
Doanh thu	-	51.9%	18.9%
Lợi nhuận gộp	-	11.7%	21.5%
Lợi nhuận ròng	-	27.6%	-16.0%
Tổng tài sản	-	21.0%	-12.3%
Vốn chủ	-	22.7%	-8.5%
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>			
Lợi nhuận biên	24.6%	18.1%	18.5%
EBIT biên	14.9%	13.7%	9.9%
Lợi nhuận trước thuế biên	11.9%	12.2%	8.3%
Lợi nhuận ròng biên	10.4%	8.8%	6.2%
ROA	8.0%	8.4%	8.1%
ROE	13.5%	14.0%	12.9%
<b>Phân tích Dupont</b>			
Lợi nhuận gộp (1)	10.4%	8.8%	6.2%
Vòng quay tài sản (2)	76.7%	96.2%	130.5%
Đòn bẩy (3)	168.4%	166.1%	159.1%
ROE = (1) x (2) x (3)	13.5%	14.0%	12.9%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>			
Số ngày phải thu	16.4	24.0	12.9
Số ngày tồn kho	81.3	48.4	46.9
Số ngày phải trả	43.5	2.7	0.4
Vòng quay tổng tài sản	0.8	1.0	1.3
Vòng quay tài sản dài hạn	1.7	1.9	2.3
Vòng quay tài sản cố định	2.3	3.6	4.3
<b>Hệ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện tại	2.7	2.3	1.8
Thanh toán nhanh	2.1	1.9	1.3
Thanh toán tiền mặt	0.8	0.6	0.2
<b>Cơ cấu vốn</b>			
Tổng nợ/Vốn chủ	65.0%	57.5%	50.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	38.6%	34.6%	31.8%
Tổng tài sản/Vốn chủ	168.4%	166.1%	159.1%
<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>			
PE	12	10.1	12.91
PBV	1.6	1.5	1.6
PS	1.2	0.89	0.8
EPS (VND)	2,518	2,982	2,339
DT/CP(VND/CP)	24,102	33,996	37,726
Giá trị sổ sách (VND/CP)	18,669	19,855	18,167

## BẢN CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'triệu)

	QIII-08	QIV-08	QI-09	QII-09
<b>Tài sản</b>	<b>926,474</b>	<b>893,730</b>	<b>1,084,351</b>	<b>1,094,352</b>
Tài sản ngắn hạn	433,498	366,160	597,284	623,129
Tài sản dài hạn	492,976	527,570	487,067	471,223
Tài sản cố định	228,178	262,187	245,905	247,357
Bất động sản đầu tư	256,935	256,353	232,214	210,465
<b>Nguồn vốn</b>	<b>926,474</b>	<b>893,730</b>	<b>1,084,351</b>	<b>1,094,352</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>272,616</b>	<b>279,073</b>	<b>444,651</b>	<b>422,567</b>
Nợ ngắn hạn	151,354	168,605	368,773	347,024
Nợ dài hạn	121,262	110,468	75,878	75,543
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>631,327</b>	<b>593,966</b>	<b>616,628</b>	<b>647,378</b>
Nguồn vốn - Quỹ	601,806	568,403	591,275	616,649
Vốn điều lệ	300,000	300,000	300,000	300,000
Thặng dư vốn	114,995	114,995	114,995	114,995
Lợi nhuận chưa phân phối	73,412	38,078	56,715	79,044

## BẢN BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)

	QIII-08	QIV-08	QI-09	QII-09
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>357,304</b>	<b>206,344</b>	<b>375,179</b>	<b>252,882</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>357,301</b>	<b>206,344</b>	<b>375,179</b>	<b>252,882</b>
Giá vốn hàng bán	285,749	182,929	298,563	194,359
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>71,552</b>	<b>23,415</b>	<b>76,616</b>	<b>58,523</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	2,006	11,804	10,852	5,634
Chi phí hoạt động tài chính	31,054	12,479	9,738	3,887
<i>Lãi vay phải trả</i>	4,433	2,956	5,822	16,329
Chi phí bán hàng	5,024	4,006	8,156	4,718
Chi phí quản lý doanh nghiệp	7,011	8,295	13,306	9,135
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>30,469</b>	<b>10,439</b>	<b>56,268</b>	<b>46,417</b>
Thu nhập khác	2,582	1,226	145	1,385
Chi phí khác	458	315	95	977
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>32,593</b>	<b>11,350</b>	<b>56,318</b>	<b>46,825</b>
Thuế TNDN phải nộp	11,195	869	12,885	11,168
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>21,398</b>	<b>9,687</b>	<b>43,413</b>	<b>36,028</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>20,632</b>	<b>9,390</b>	<b>41,015</b>	<b>35,133</b>

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH QUÝ

	QIV-08	QI-09	QII-09
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>			
Doanh thu (YoY)	-21.3%	38.6%	19.7%
Lợi nhuận gộp (YoY)	-64%	32%	43%
Lợi nhuận ròng (YoY)	-77%	37%	42%

### Chỉ tiêu hiệu quả

Lợi nhuận biên	11.3%	20.4%	23.1%
EBIT biên	6.9%	16.6%	25%
Lợi nhuận ròng biên	4.6%	10.9%	13.9%
ROA (4Q)	8.6%	9.4%	10.6%
ROE (4Q)	14.2%	16.4%	17.9%

### Chỉ tiêu quản lý

Số ngày phải thu	18	26	38
Số ngày tồn kho	54	69	53
Số ngày phải trả	0	1	12

### Hệ số thanh toán

Thanh toán hiện tại	2.2	1.6	1.8
Thanh toán nhanh	1.5	1.0	1.5
Thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.6

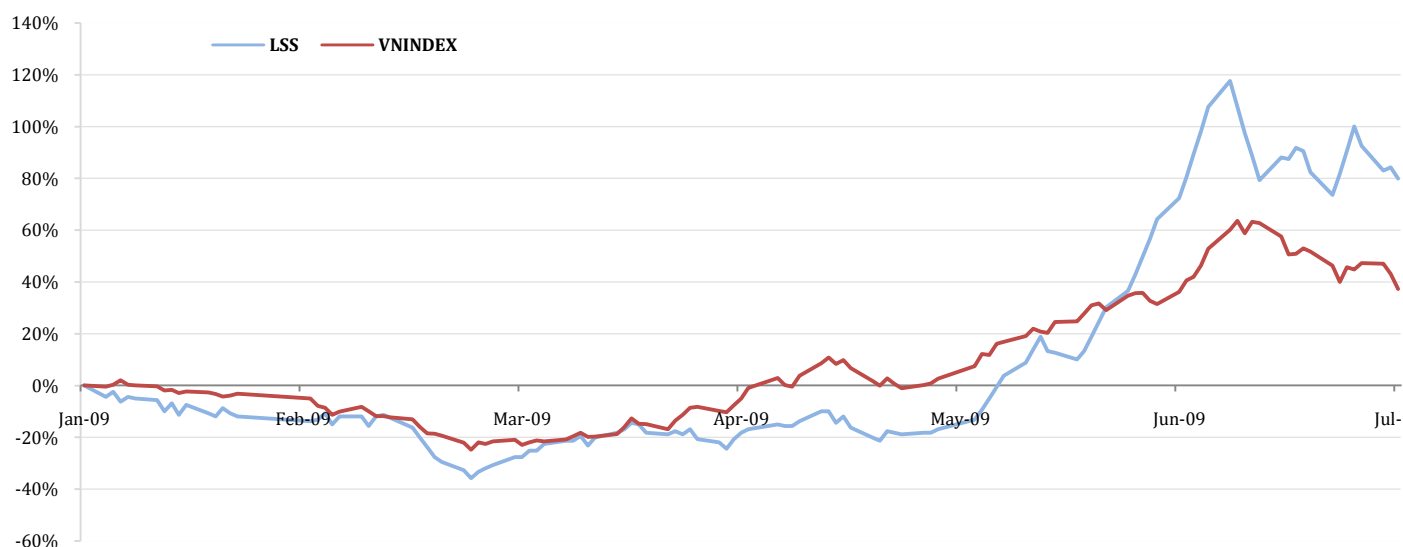
### Cơ cấu vốn

Tổng nợ/Vốn chủ	49.1%	75.2%	68.5
Tổng nợ/Tổng tài sản	31.2%	41.0%	38.6
Tổng tài sản/Vốn chủ	157.2%	183.4%	177.5

### Index per share

PE	10.7	9.5	8.5
EPS (VND) (4Q)	2825	3195	3539

## % PRICE CHANGE: VN.INDEX & LSS



## **CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN**

### **Văn phòng TP.HCM**

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Dist 1, HCMC  
Tel : (84.8)-2 686868; Fax : (84.8) – 2 555957

### **Văn phòng Hà Nội**

Sacombank Building, 88 Ly Thuong Kiet, Ha Noi  
Tel : 84-4-9428076; Fax : 84-4-9428075

### **Giám đốc khối**

Nguyễn Huy Cường [cuong.nh@sbsc.com.vn](mailto:cuong.nh@sbsc.com.vn)

### **Trưởng phòng nghiên cứu thị trường**

Nguyễn Thị Tuyết [tuyet.nt@sbsc.com.vn](mailto:tuyet.nt@sbsc.com.vn)

### **Phó phòng nghiên cứu thị trường**

Nguyễn Thị Thúy Quỳnh [quynh.ntt@sbsc.com.vn](mailto:quynh.ntt@sbsc.com.vn)

### **Nhóm nghiên cứu thị trường**

Ngô Thị Minh Huyền [huyen.ntm@sbsc.com.vn](mailto:huyen.ntm@sbsc.com.vn)  
Đỗ Lệnh Trí [tri.dl@sbsc.com.vn](mailto:tri.dl@sbsc.com.vn)

### **Nhóm dữ liệu**

Nguyễn Hồng Khanh [khanh.ngh@sbsc.com.vn](mailto:khanh.ngh@sbsc.com.vn)  
Phan Thị Kim Tuyền [tuyen.ptk@sbsc.com.vn](mailto:tuyen.ptk@sbsc.com.vn)

### **Hỗ trợ khách hàng**

Tel: 84-8-914 7417, 84-8-914 7418  
Email: [support@sbsc.com.vn](mailto:support@sbsc.com.vn)

*Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.*