

MCK: LSS (HOSE)

CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN

MUA

HÀNG TIỂU DÙNG – MÍA ĐƯỜNG

ĐỊNH GIÁ 43.000**Chuyên viên : Đoàn Thị Thanh Trúc****Email: truc.dtt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 306**

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (09/07/2009)	29.900
Giá cao nhất (52 tuần)	34.600
Giá thấp nhất (52 tuần)	10.200
Số CP đang lưu hành	29.596.825
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	885
P/E (EPS 4 quý)	8,99
P/BV (BV 31/03/09)	1,5

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: VDSC

CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN

Thị trấn Lam Sơn – Huyện Thọ Xuân

Tỉnh Thanh Hóa

ĐT: +84 373 834 091

+84 373 834 093

Fax: +84 373 834 092

Website: www.lasuco.com.vn

Email: lasuco@hn.vnn.vn

Chúng tôi ước tính giá trị LSS theo các phương pháp định giá vào khoảng 43.000 đồng/CP, cao hơn 40% so với giá tham chiếu ngày 10/7/09. Nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu LSS tại thời điểm hiện nay.

LSS cũng như các công ty sản xuất đường trong năm nay có một thuận lợi khách quan, đó là giá đường tăng mạnh, do nguồn cung trên thế giới khan hiếm. Lợi nhuận dự kiến sẽ tăng đột biến. Với mức lợi nhuận đó, chỉ số P/E tại mức giá định giá của chúng tôi chỉ vào khoảng 8,8 lần, khá rẻ so với mức bình quân thị trường.

So với các công ty trong ngành, LSS có ưu thế nổi trội về vùng nguyên liệu, tài sản thấp, đồng thời cơ cấu vốn cân đối nên tỷ suất lợi nhuận tính trên tài sản (ROA) và trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao. Do đó, LSS nên được ưu tiên lựa chọn khi nhà đầu tư muốn đưa cổ phiếu mía đường vào danh mục.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn bảo lưu quan điểm “ngành mía đường không phù hợp cho đầu tư tăng trưởng” trong **Báo cáo ngành mía đường (Tháng 3/2009) - VDSC** do đây hiện không phải là ngành thể mạnh của Việt Nam. Tình trạng năng suất trồng mía thấp, nhà máy thiếu mía nguyên liệu để đạt công suất tối ưu vẫn là vấn đề chưa có giải pháp trong khi các chính sách bảo hộ sắp được tháo bỏ. Tiềm năng tăng trưởng thấp.

Vì vậy, thời hạn đầu tư phù hợp là khoảng dưới 1 năm. Quyết định đầu tư dài hạn cần cân nhắc khả năng “tự phát triển” của ngành đường khi bảo hộ kết thúc trong vài năm tới.

Mặt khác, thuận lợi về giá bán sản phẩm là thuận lợi hàm chứa nhiều rủi ro. Mặc dù nguồn cung đường dự kiến tiếp tục khan hiếm đến hết năm nay và giá cao có khả năng kéo dài sang quý 1/2010 nhưng giá cả luôn biến động và nhà đầu tư nên theo dõi sát sao.

Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
08/07	29.500	103.430	357.470	98.510	5.000	1.190
07/07	30.100	167.980	103.350	526.130	10.000	11.000
06/07	31.100	228.910	191.330	183.560	74.040	0
03/07	30.000	122.280	186.870	174.920	39.470	4.100
02/07	30.000	183.160	171.530	117.230	60	1.000

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2008	2009 KH	Q1/2009	2009 ước tính
Doanh thu	952	1.132	375	1.072
Lợi nhuận trước thuế	117	94	56	186
Lợi nhuận sau thuế	83	70	40	142
Vốn điều lệ	300	300	300	300
Tổng tài sản	989	867	1.084	907
Vốn chủ sở hữu	596	545	591	606
ROA	8,4%	8,1%	-	15,7%
ROE	14,0%	12,9%	-	23,4%
EPS*(VND)	2.783	2.417	-	4.735
Giá trị sổ sách (VND)	19.855	18.167	19.709	20.208
Tỷ lệ cổ tức	20,0%	15,0%	-	15,0%

Nguồn: LSS, VDSC ước tính

Ngày 09/07/2009

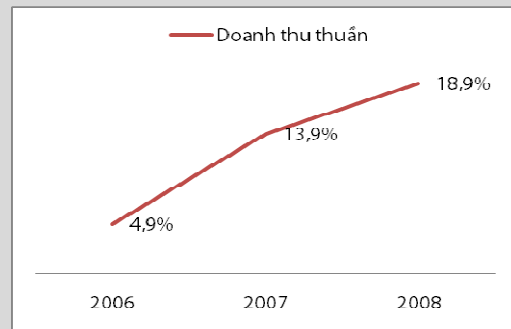
Thành lập Năm 2000**Nhân sự (31/12/2008)** 950 người**Quản trị - Điều hành**

- Lê Văn Tam, CT.HĐQT
- Bùi Xuân Sinh, P CT.HĐQT
- Lê Văn Thanh, TGD
- Lê Khắc Chung, Phó TGD
- Phạm Văn Huệ, Phó TGD
- Lê Văn Vinh, Phó TGD

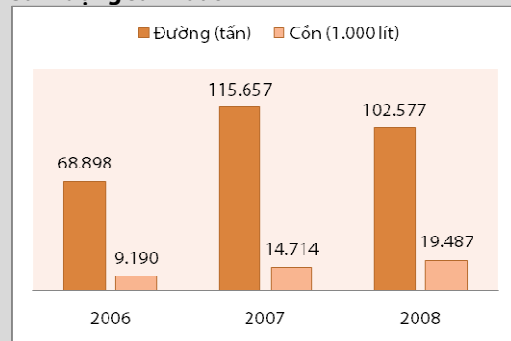
Công ty con, liên kết

Tên	VĐL (tỷ)	%SH
CTCP Phân Bón Lam Sơn	5,2	57,7
CT TNHH Lam Sơn Sao Vàng	20,0	91,0
CT TNHH SXTN Lam Thành	25,0	51,0

Nguồn: Báo cáo thường niên 2008

Tăng trưởng doanh thu

Nguồn: LSS

Sản lượng sản xuất**Sản lượng mía theo niên vụ**

	06/07	07/08	08/09
Diện tích (ha)	15.292	15.590	15.050
Sản lượng (tấn)	949.066	1.117.804	692.737
Năng suất (tấn/ha)	62	72	46

Nguồn: Báo cáo thường niên 2008

CÔNG TY

Được xây dựng dưới hình thức doanh nghiệp nhà nước vào năm 1980, chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần hóa vào tháng 1/2000. Do có thuận lợi hơn về vùng nguyên liệu, nên mặc dù tổng công suất hai nhà máy của Lam Sơn chỉ đạt 7.000 tấn mía nguyên liệu (TMN)/ngày nhưng Công ty luôn dẫn đầu ngành về sản lượng, và chiếm khoảng 10 -12% thị phần đường trong nước.

Ban lãnh đạo là những người gắn bó lâu năm với LSS và cả vùng đất nguyên liệu Thanh Hóa. Điều này hướng cho LSS sự ổn định hơn là những bước đi có tính đột phá.

Hoạt động sản xuất kinh doanh**Sản phẩm – năng lực sản xuất**

LSS cung cấp ra thị trường 3 loại sản phẩm đường, gồm đường tinh luyện, đường trắng và đường vàng với tỷ trọng doanh thu khoảng 35:35:30. Tổng công suất hai nhà máy hiện nay đạt 7.000 TMN/ngày (1 triệu – 1,2 triệu TMN/năm) tương ứng với sản lượng khoảng 100.000 tấn đường/năm. Công ty sẽ nâng công suất lên 8.000 TMN/ngày khi phát triển được vùng nguyên liệu tương ứng.

Ngoài ra, LSS tận dụng phụ phẩm mật rỉ để sản xuất cồn tại nhà máy công suất 27 triệu lít/năm, và sử dụng tro, bã bùn để sản xuất phân vi sinh.

Vùng nguyên liệu

Nguyên liệu là yếu tố gần như quan trọng hàng đầu trong hoạt động sản xuất của các công ty mía đường. Nó quyết định năng suất cũng như hiệu quả về giá thành của sản phẩm.

LSS có ưu thế hơn các công ty khác về vùng nguyên liệu với diện tích và năng suất tương đối ổn định. Cụ thể, diện tích trồng mía hiện nay khoảng 15.000 – 16.000 ha, năng suất bình quân 5 niên vụ gần nhất đạt 57 tấn/ha.

2008/2009 là một niên vụ¹ khó khăn đối với người trồng mía, không đủ phân bón vì giá tăng cao đột biến và thời tiết khắc nghiệt đã khiến năng suất bị giảm thấp chỉ còn 46 tấn/ha. Tuy nhiên, niên vụ 2009/2010 kỳ vọng sẽ khả quan hơn, chi phí đầu vào đã giảm tương đối và người nông dân trồng mía cũng được hỗ trợ lãi suất ưu đãi 4%.

Thị trường

Hiện tại, sản xuất đường trong nước không đủ đáp ứng tiêu thụ nội địa:

- Đường tinh luyện: khách hàng chính là các công ty sản xuất nước giải khát
- Đường trắng, đường vàng: một phần cung cấp trực tiếp cho các nhà sản xuất bánh kẹo và một phần bán cho các công ty thương mại

Sản phẩm cồn: đầu ra ổn định, cung cấp cho công ty thương mại xuất khẩu

Vị thế công ty

Theo LSS, Công ty đang nắm khoảng 10 - 12% thị phần đường trong nước, với sản phẩm đa dạng.

Do sản xuất chưa đủ cung ứng, cạnh tranh giữa các công ty mía đường trong nước không gay gắt, áp lực cạnh tranh chủ yếu là từ đường nhập lậu Thái Lan qua biên giới Tây Nam.

¹ Niên vụ mía đường bắt đầu từ tháng 11 của năm đến tháng 4 năm sau

Tiềm năng tăng trưởng

Công suất nhà máy đường có thể được nâng lên 8.000 TMN/ngày và nhà máy cồn mới chỉ hoạt động khoảng 50 - 65% công suất.

Như vậy trong điều kiện thuận lợi, vùng nguyên liệu mở rộng và năng suất cao, LSS có thể tối ưu được sản lượng sản xuất.

Rủi ro kinh doanh

Rủi ro mà LSS cũng như hầu hết các công ty đường phải đối mặt thường xuyên đó là vấn đề nguyên liệu và buôn lậu đường từ Thái Lan.

Về dài hạn, ngành đường sau khi dỡ bỏ hạn ngạch nhập khẩu thì rủi ro đánh mất thị phần của các công ty đường, bao gồm Lam Sơn là rất lớn, do giá thành sản xuất tại các nước khác như Thái Lan cao hơn so với Việt Nam.

Tuy nhiên, trong rủi ro cũng có cơ hội, việc xóa bỏ bảo hộ sẽ loại khỏi thị trường những công ty kém hiệu quả, khi đó cạnh tranh nguyên liệu sẽ bớt gay gắt hơn và sẽ là cơ hội cho những công ty có nền tảng và chiến lược đúng đắn, phát huy tiềm lực của mình.

Đầu tư tài chính

Tỷ đồng	Giá trị đầu tư (1/1/2009)	Giá trị thị trường ước tính (9/7/2009)
Sacomreal	78,60	50,0
VFM- VF4	30,45	25,2
CCQ ĐT Vietnam Tiger Fund	30,30	30,3
Bảo Hiểm Viễn Đông	23,14	20,8
VCB	21,26	11,1
BVH	17,68	11,6
Khác	17,69	17,69
Giá trị	219,12	
Dự phòng	59,10	
Giá trị đầu tư ròng	160,02	166,72

Đầu tư tài chính (chứng khoán vốn) chiếm khoảng 25,3% tổng tài sản, tương đương 44% tài sản dài hạn là một con số không nhỏ. Điều này phần nào phản ánh khó khăn trong việc tìm hướng tăng trưởng và lối ra hiệu quả cho đồng vốn.

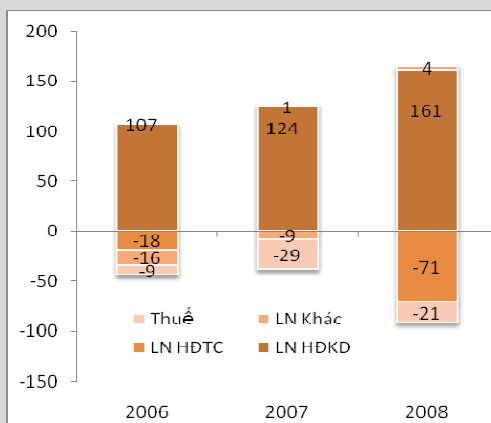
Trong ba năm qua, hoạt động tài chính nói chung (gồm cả đầu tư tài chính, cho vay và sử dụng vốn vay) chưa đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh chung.

Năm 2008, chi phí trích lập dự phòng lại ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh. Đánh giá lại giá trị ròng các khoản đầu tư chủ chốt tại thời điểm hiện nay, LSS có khả năng chỉ hoàn nhập được một khoản dự phòng nhỏ, khoảng 6,7 tỷ đồng nếu danh mục trên vẫn còn được duy trì.

Tình hình tài chính**Khả năng sinh lợi**

Kết quả kinh doanh trong hai năm vừa qua, doanh thu tăng trưởng tốt, mặc dù niên vụ mía đường 2008/2009 gặp nhiều khó khăn nhưng những thuận lợi của niên vụ trước đó đã giúp doanh thu năm 2008 vẫn tiếp tục tăng trưởng, gần 19%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp, lợi nhuận ròng thấp hơn một chút so với công ty Bourbon

Cơ cấu lợi nhuận

Ngày 09/07/2009

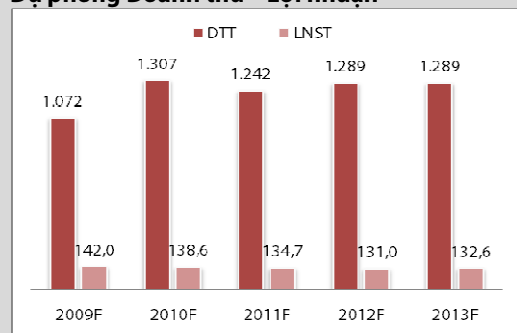
Khả năng sinh lợi

	2006	2007	2008
LN Gộp/DT	20%	18%	18%
LN HKKD/DT	13%	13%	14%
LNST/DT	8%	9%	6%
ROA	7%	8%	8%
ROE	13%	14%	12%

Cấu trúc tài chính

	2006	2007	2008
Cấu trúc tài sản			
Hàng tồn kho/TTS	15,5%	10,4%	13,7%
TSCĐ/TTS	37,5%	21,2%	25,2%
ĐTTC dài hạn/TTS	4,9%	21,7%	26,2%
Cấu trúc vốn			
Tổng nợ/TTS	42,3%	34,5%	31,8%
Nợ vay/TTS	29,3%	20,3%	20,4%

Nguồn: LSS

Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận

Tây Ninh (SBT) nhưng vẫn ở mức khá trong ngành thực phẩm và duy trì ổn định, ngoại trừ năm 2008 vừa qua, bị ảnh hưởng mạnh bởi chi phí dự phòng đầu tư tài chính.

Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng thấp trong doanh thu, chỉ khoảng 1,8 – 3%, so với chi phí này tại các công ty bánh kẹo, hoặc sữa,... từ 12 – 18%. Đây là ưu thế của ngành đường, do áp lực tìm đầu ra không lớn.

Cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động

Các chỉ số tài chính của LSS tương đối “đẹp” và cân bằng

LSS sử dụng đòn cân nợ ở mức vừa phải khoảng 31,8% tổng tài sản.

Tài sản cố định đã khấu hao nhiều trong khi đầu tư bổ sung hằng năm không lớn, nên giá trị đang có xu hướng giảm dần.

Tỷ trọng hàng tồn kho thường cao trong báo cáo tài chính cuối năm là đặc thù của ngành mía đường vì tháng 12 là thời gian giữa vụ mùa, tồn kho nguyên vật liệu và thành phẩm đều cao. Điều này không đáng lo ngại khi so sánh với các công ty thực phẩm khác.

Như vậy, LSS thể hiện sức khỏe tài chính tương đối lành mạnh ngoại trừ khoản đầu tư tài chính dài hạn khá lớn so với quy mô tài sản của công ty. Tuy nhiên, trước khả năng mở rộng khó khăn của ngành đường, đầu tư tài chính cũng là một lối ra cho đồng vốn nếu ban lãnh đạo có chuyên môn về lĩnh vực này. Nếu không, chúng tôi cho rằng trả cổ tức cao cho cổ đông khi kết quả kinh doanh khả quan là hành động hợp lý.

DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ

Từ giữa quý 1 đến quý 2 năm nay, giá đường đã tăng khoảng 23%. Do đó, mặc dù, sản lượng mía niên vụ 08/09 kết thúc vào tháng 4 vừa qua đạt thấp, sản lượng đường sản xuất tương ứng cũng giảm mạnh (chỉ đạt khoảng 57.000 tấn từ tháng 1 – tháng 4) nhưng doanh thu ước tính chỉ giảm nhẹ, sau đó tăng lại trong các năm sau.

Với tình hình thiếu hụt cung, giá đường kỳ vọng tiếp tục giữ được mức cao đến quý 1/2010.

Giá thành phẩm tăng, trong khi đó giá thành (chiếm tỷ lệ quan trọng là giá thu mua mía) chỉ tăng nhẹ. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính tăng mạnh từ 18,5% năm 2008 lên 22,5% trong năm nay.

Các tham số trong mô hình định giá

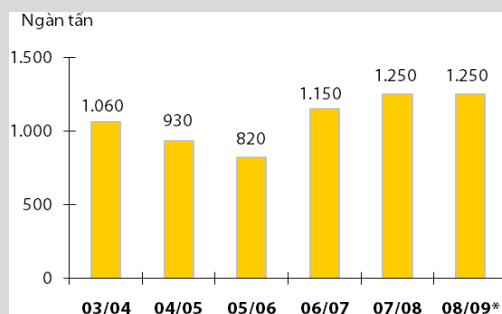
Tăng trưởng dài hạn: ngành đường không phải là ngành thế mạnh của Việt Nam, chúng tôi dự phóng thận trọng tăng trưởng 5%/năm trong 5 năm tiếp theo kể từ 2013 và 3% cho các năm tiếp sau.

Chi phí sử dụng vốn tương ứng của hai giai đoạn lần lượt là: Giai đoạn 1 ($Re = 16\%$, $WACC = 15,24\%$) và giai đoạn 2 ($Re = 14\%$, $WACC = 13,28\%$)

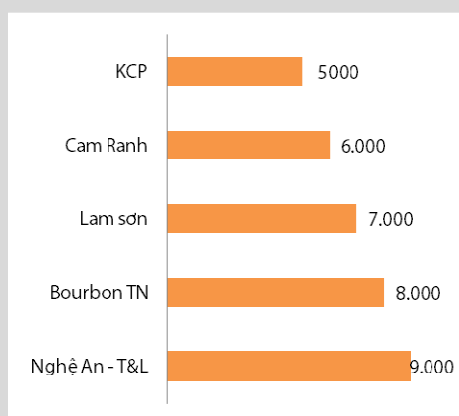
Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	41.670	30%	12.501
FCFE	42.227	30%	12.668
P/E	44.039	20%	8.808
P/BV	41.766	20%	8.353
Giá bình quân		100%	43.165

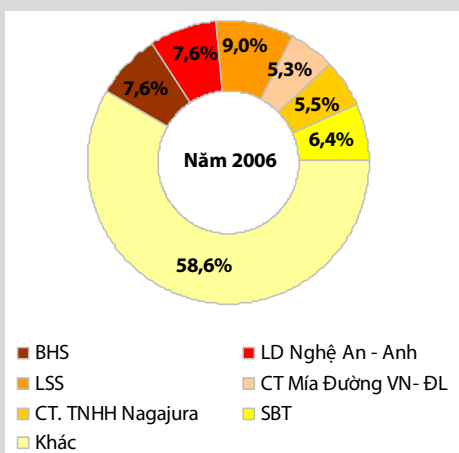
Ngày 09/07/2009

Sản lượng đường sản xuất theo niên vụ

Nguồn: Tổng hợp tin từ Hiệp Hội Mía Đường

Năng suất một số công ty đường

Nguồn: Bộ NN&PTNT, VDSC



Nguồn: Bản cáo bạch SBT

SƠ LƯỢC NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

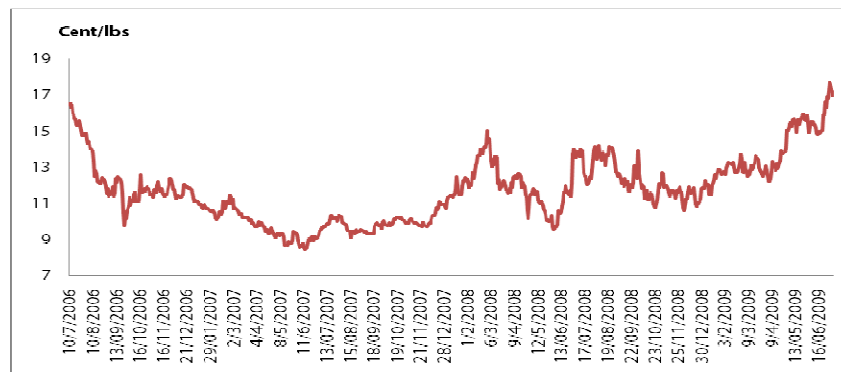
Theo thống kê chưa đầy đủ, tính đến vụ mía đường 2007/08, cả nước có khoảng 37 nhà máy đường đang hoạt động, trong đó có 31 công ty nhà nước (đã CPH) và 5 công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Tổng công suất khoảng 96.300 tấn mía nguyên liệu (TMN)/ngày. Ngoại trừ các nhà máy có vốn đầu tư nước ngoài, phần lớn các nhà máy trong nước có quy mô nhỏ, bình quân chỉ khoảng 1.500 TMN/ngày. Mặc dù quy mô nhỏ, nhiều nhà máy vẫn chỉ hoạt động được dưới 80% công suất, thậm chí chỉ 50% công suất trong thời gian qua do sự thiếu đồng bộ trong đầu tư nhà máy và phát triển vùng nguyên liệu.

Tổng sản lượng đường qua các năm xoay quanh mức 1 triệu tấn/năm, so với nhu cầu hằng năm ước tính khoảng 1,3 – 1,4 triệu tấn, như vậy, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu khoảng 200 ngàn tấn hàng năm qua chính ngạch và cả nhập lậu.

Do bất lợi về giá thành sản xuất nên giá bán sản phẩm đường trong nước thường cao hơn so với khu vực và thế giới và vì vậy, Nhà Nước vẫn đang bảo hộ ngành đường bằng thuế nhập khẩu và hạn ngạch, tuy nhiên, dự kiến sẽ xóa bỏ hoàn toàn trong vài năm tới.

Hiện nay, trên thị trường có hơn 37 công ty đường, đa phần nhỏ lẻ, hơn 40% thị phần thuộc về 6 công ty công suất lớn

Trong năm 2009, theo đúng như dự báo của các chuyên gia trong ngành, cung đường trên thế giới lần đầu tiên thấp hơn so với cầu, dẫn tới giá đường đã tăng đáng kể từ cuối quý 1 đến nay. Vì thế giá đường trong nước cũng tăng mạnh.



Đơn vị: Cent/lbs, quy đổi (1 USD/tấn = 1 Cent/lbs x 22,0462)

Quy đổi Nguồn: ISO, Sugaronlines

Thuận lợi này đã bù đắp cho sự thiếu hụt nguyên liệu mía, dẫn tới sản lượng đạt thấp trong niên vụ vừa qua - 08/09. Với giá đường cao, các nhà máy đường có thể tăng thêm giá thu mua cho người trồng mía, tăng cường đầu tư hỗ trợ nhằm nâng cao năng suất mía, hứa hẹn niên vụ 09/10 sẽ thuận lợi hơn.

Theo lập luận của các chuyên gia trong ngành, thiếu hụt đường trong năm nay sẽ khiến lượng tồn kho được tiêu thụ hết, niên vụ tiếp sẽ khó xảy ra dư thừa, do vậy giá đường có khả năng tiếp tục trụ được giá cao.

Do vậy, cổ phiếu ngành đường nên được quan tâm trong giai đoạn này.

Một số công ty trong ngành

Đv: tỷ đồng	2008					Quý 1/2009	
	Doanh thu	Lợi nhuận	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	Lợi nhuận
LSS	1.132	70	8,1%	12,9%	15%	375	40
SBT	563	82	4,6%	5,6%	5%	159	30
BHS	790	-43	-	-	-	204	6

Ngày 09/07/2009



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.