

Ngày 15 tháng 1 năm 2009



Phòng Phân tích Đầu tư

Báo cáo ngành

phantich@vdsc.com.vn

BÁO CÁO NGÀNH

THỰC PHẨM – ĐỒ UỐNG

- MÍA ĐƯỜNG -

Công ty Cổ Phần
Chứng khoán Rồng Việt

Lầu 3 – 4 - 5 Tòa nhà Estar
147 - 149 Võ Văn Tần, Quận 3
Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: 84 8 6299 2006

Fax: 84 8 6299 2007

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

TỔNG QUAN

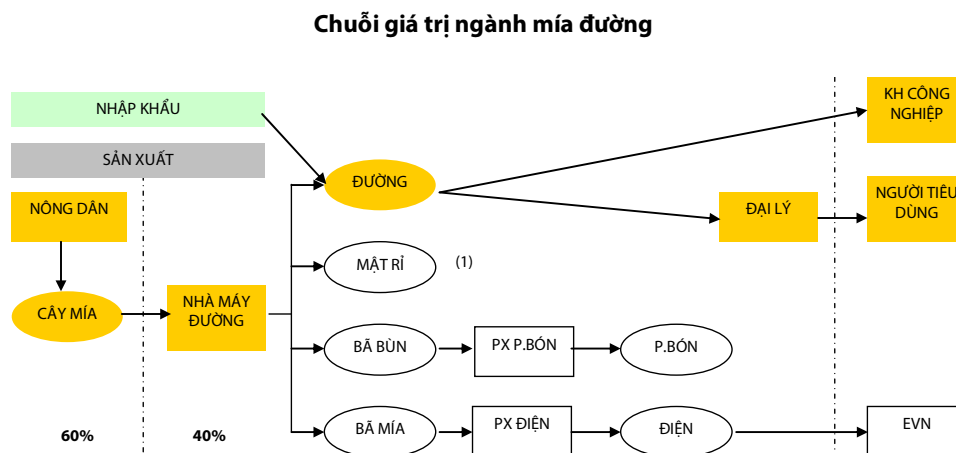
GIỚI THIỆU

Không chỉ ở Việt Nam mà tại nhiều nước trên thế giới, ngành mía đường là một trong những ngành kết hợp nông – công nghiệp quan trọng được quan tâm phát triển, thậm chí bảo hộ bằng các hàng rào thuế quan, hạn ngạch,...

Về mặt kinh tế, ngành đường nói chung (gồm cả mía đường) là một trong những ngành thực phẩm thiết yếu, song song với muối trong nguyên liệu để sản xuất nhiều loại thực phẩm khác (gia vị, bánh kẹo, nước giải khát, v.v...). Ngoài ra, nhiều nước trên thế giới đã kết hợp linh hoạt sản xuất đường và ethanol, trong đó, ethanol ngày càng được nghiên cứu sử dụng như một loại nhiên liệu sạch. Tại nhiều nhà máy hiện đại, người ta áp dụng một quy trình sản xuất khép kín tận dụng được toàn bộ các phụ phẩm, phế phẩm của quá trình sản xuất đường và ethanol.

Ngành mía đường tại Việt Nam được xác định không chỉ là ngành kinh tế với mục tiêu lợi nhuận tối đa mà là một ngành kinh tế xã hội, do có ảnh hưởng quan trọng đến đời sống của hàng nghìn người nông dân. Chính vì thế, trong các năm qua, mặc dù hiệu quả của các nhà máy đường trên toàn quốc rất thấp, thậm chí lỗ và đi đến phá sản, Chính Phủ vẫn duy trì ngành và các chính sách bảo hộ như áp dụng thuế nhập khẩu từ 25 - 60% đối với các sản phẩm đường nhập khẩu, hỗ trợ tín dụng và một số các ưu đãi khác.

1. Chuỗi giá trị ngành:



(1) Mật rỉ được dùng để sản xuất ethanol hoặc bột ngọt, v.v...

Nguồn: VDSC

Chuỗi giá trị ngành mía đường Việt Nam nhìn chung tương đồng so với các nước sản xuất đường khác. Tuy nhiên, do sản xuất trong nước vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu nên Việt Nam vẫn phải nhập khẩu đường hằng năm. Một điểm khác biệt khác là tỷ trọng giá trị cây mía nguyên liệu (hay giá trị thuộc về người nông dân) trong thành phẩm chỉ chiếm khoảng 60%, trong khi đó tại các nước như Ấn Độ, Thái Lan,... tỷ lệ này là 70%. Nguyên nhân có thể do công

nghệ sản xuất tại Việt Nam lạc hậu hoặc do quy mô và các điều kiện sản xuất khác tại Việt Nam không thể áp dụng được quy trình sản xuất tiến tiến giúp tiết giảm chi phí sản xuất. Điều này khiến giá thu mua mía cho nông dân khó có thể tăng cao cùng với năng suất canh tác thấp làm cho người nông dân ít mặn mà với cây mía. Điểm khác biệt thứ hai là tại các nước sản xuất đường lớn, dự án đầu tư nhà máy đường thường gắn liền với dự án ethanol nhằm linh hoạt chuyển dịch hoạt động sản xuất phù hợp với cung – cầu thị trường đồng thời tăng cường hiệu quả của dự án; từ đó, thúc đẩy khả năng phát triển vùng nguyên liệu mía bền vững.

2. Các loại đường:

Do đặc tính đa dạng về cách sản xuất và nguyên liệu, đường có rất nhiều chủng loại đa dạng. Phổ biến tại Việt Nam là sản phẩm đường làm từ cây mía, tạm phân thành 3 loại sau:

- Đường tinh luyện (RE) hay còn gọi là đường cát trắng
- Đường vàng
- Đường xay

3. Đặc thù ngành:

Đường là loại nguyên liệu quan trọng trong ngành thực phẩm và cũng là một thực phẩm thiết yếu không thể thiếu trong đời sống. Nguyên liệu để chế biến đường rất đa dạng gồm có mía, củ cải đường, quả thốt nốt, trong đó, nguyên liệu phổ biến nhất là cây mía. Trong thời gian gần đây khi nhiên liệu sinh học (bio-fuel) được quan tâm phát triển thì hoạt động sản xuất ethanol đã bắt đầu cạnh tranh nguyên liệu với ngành đường và được linh hoạt chuyển dịch qua lại giữa hai ngành tùy vào những biến động giá cả của hai loại hàng hóa này trên thị trường.

Đặc trưng của ngành đường là tính thời vụ, thông thường vụ thu hoạch mía từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau, do đó, các nhà máy đường cũng hoạt động tối đa trong thời gian này, sau đó tồn kho thành phẩm để phân phối trong thời gian còn lại, dẫn đến chi phí lưu kho lớn và hiệu suất sử dụng nhà máy không cao bằng các ngành khác.

Một đặc trưng khác của ngành là nhà máy phải có vị trí gần vùng nguyên liệu do cây mía sau khi khai thác nên được đưa vào chế biến trong vòng 1 ngày nhằm đảm bảo “chữ đường” (thuật ngữ chuyên môn đo lường nồng độ đường trong mía nguyên liệu), đồng thời tiết giảm chi phí vận chuyển nguyên liệu để có được giá thành cạnh tranh.

Mặt khác, mặc dù sản xuất đường không phải là ngành có lợi thế theo quy mô, tuy nhiên, theo tính toán của các chuyên gia trong ngành, cần phải đạt được công suất tối thiểu 5.000 tấn mía/ngày mới phát huy được hiệu quả. Tại một số quốc gia sản xuất đường lớn, quy mô bình quân tại các nhà máy khá cao: Thái Lan 12.000 tấn mía/ngày, Úc 10.000, Brazil, Mexico 5.000, ...

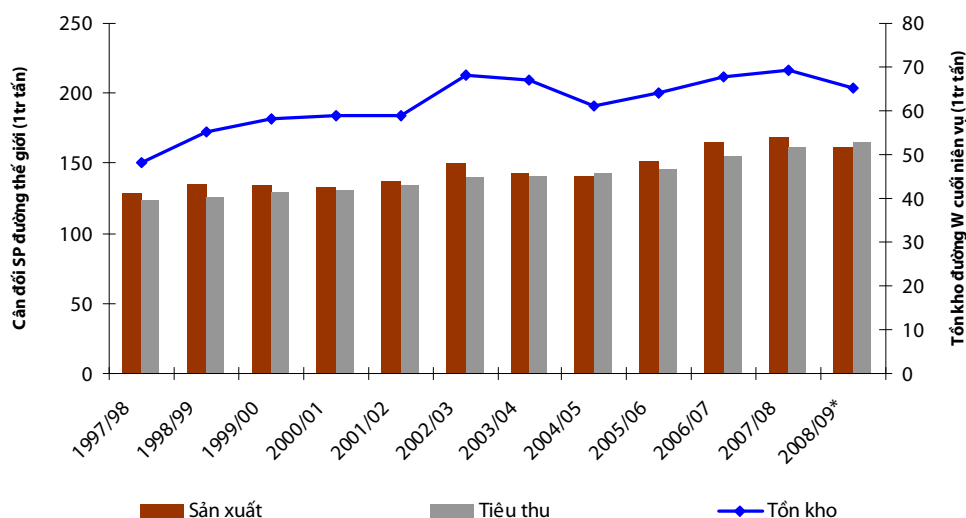
Bên cạnh đó, như đã giới thiệu ở trên, tại nhiều nước trên thế giới, đặc biệt là EU, sản phẩm đường được bảo hộ bằng cả trợ giá và hàng rào thuế quan hoặc áp dụng chính sách giá đường trong nước cao để khuyến khích xuất khẩu. Do vậy, giá cả trên thị trường chưa thật sự phản ánh đúng cung cầu và cạnh tranh.

4. Khái quát ngành đường thế giới

Nhu cầu tiêu thụ đường trên thế giới tăng bình quân khoảng 2%/năm trong những năm gần đây.

Trong niên vụ kể từ 1997/98 đến nay, hầu như sản xuất luôn vượt so với tiêu thụ dẫn đến tồn kho duy trì xu hướng tăng. Tuy nhiên, niên vụ 2008/09 này, tổ chức Đường Thế Giới (ISO) đã dự báo sản lượng đường lần đầu tiên, kể từ niên vụ 2004/05, giảm sút so với năm trước và thấp hơn so với tiêu thụ, với mức thâm hụt gần 4 triệu tấn. Một số tổ chức phân tích khác còn đưa ra con số thâm hụt cao hơn, lên đến 5,8 triệu tấn.

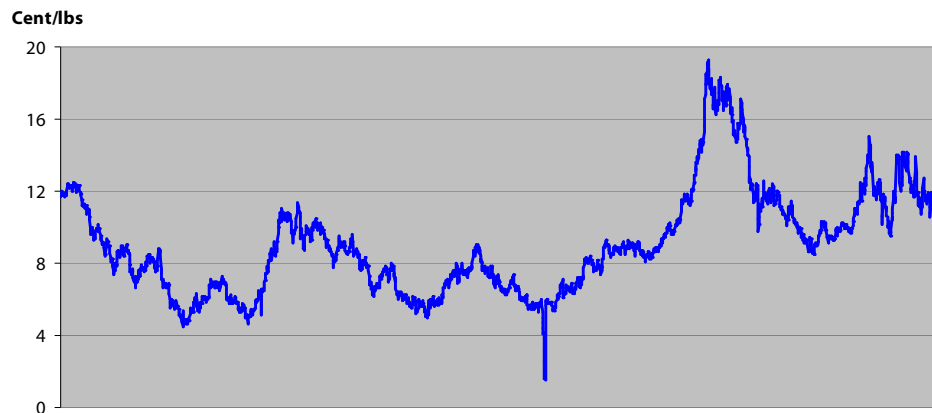
Cân đối sản xuất- tiêu thụ đường trên thế giới



Nguồn: ISO

Các nước và khu vực sản xuất đường lớn là Brazil, Ấn Độ, Thái Lan, Trung Quốc, chiếm 50% tổng sản lượng và 56% xuất khẩu đường thế giới. Trong đó, Brazil giữ vị trí dẫn đầu ngành đường thế giới và cũng là quốc gia sản xuất ethanol lớn nhất với giá thành khá rẻ. Trong năm nay, các dự báo mới nhất cho thấy sản lượng tăng nhẹ ở Brazil, khoảng 350 ngàn tấn, đạt 32,4 triệu tấn. Tuy nhiên, sự gia tăng này quá nhỏ so với lượng co hẹp sản xuất tổng cộng khoảng 7,4 triệu tấn của Châu Á và châu Âu. Với các dự báo này, nhiều tổ chức phân tích như F.O.Licht và Kingsman cho rằng giá đường sẽ phục hồi về mức 14 – 17 US Cent/lb (1lb=0,454kg) trong niên vụ 2008/09 do tình trạng thiếu cung; một số nhà phân tích lạc quan còn cho rằng mức giá có thể lên đến 19 US Cent/lb. Tuy nhiên, cần lưu ý là các dự báo này được đưa ra khi giá dầu chưa rơi xuống mức dưới 50USD/thùng một cách tương đối bền như hiện nay. (Vì vậy mà khả năng chuyển dịch hoạt động sản xuất ethanol sang đường là rất lớn, điều này có thể sẽ làm sai lệch con số thâm hụt được dự báo trước đây). Mặt khác, đường là một trong những mặt hàng bị chi phối nhiều bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô, trong quá khứ đôi khi đã không theo quy luật cung cầu. Mức giá giao dịch phổ biến trên thị trường hiện nay khoảng 11,5 – 12 Cent/lb.

**Diễn biến giá đường thô giao dịch trên NYBOT
(NYBOT Sugar #11)**



Niên vụ	97/98	98/99	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08
Cao	12,49	8,80	11,39	10,47	8,03	9,07	9,32	11,84	19,30	12,37	15,79
BQuân	9,45	6,44	7,61	8,69	6,31	7,13	7,07	9,31	14,83	10,30	13,29
Thấp	6,67	4,08	4,88	6,15	4,96	5,89	5,36	8,22	9,75	8,45	9,98

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

Nguồn: ISO, KSL(Thailand)

NGÀNH MÍA ĐƯỜNG VIỆT NAM

1. Giới thiệu

Việt Nam là một nước nông nghiệp, cây mía và nghề làm đường đã có từ lâu đời, tuy nhiên, công nghiệp mía đường chỉ mới bắt đầu từ những năm 90. Do những đặc điểm mang tính lịch sử và hiệu quả thấp (giá thành cao, nhiều rủi ro) mà ngành mía đường ít thu hút sự tham gia của đầu tư tư nhân, chủ yếu do các doanh nghiệp nhà nước đảm nhiệm.

Đến nay, sau gần 18 năm, ngành mía đường Việt Nam vẫn còn nhỏ bé, manh mún, hiệu quả thấp, đang phải được bảo hộ bằng hạn ngạch và thuế nhập khẩu. Tuy nhiên, theo cam kết của lộ trình hội nhập WTO và các cam kết khu vực khác như CEPT (AFTA), Việt Nam sắp phải để ngành đường cạnh tranh thật sự với bên ngoài.

Cam kết về thuế đối với sản phẩm đường

Thuế suất nhập khẩu mặt hàng đường 2008

Mặt hàng	Thông thường	Ưu đãi	CEPT 2008	CEPT 2009	CEPT 2010	Thuế suất WTO	Giai đoạn t/hiện
Đường mía (thô)	25%	27%	20%	10%	5%	25%	2009
Đường tinh luyện	60%	40%	20%	10%	5%	60%	2009

Nguồn: Biểu thuế Xuất nhập khẩu tổng hợp 2008 & Tài Liệu WTO – Bộ Tài Chính

Ngoài ra Việt Nam cũng cam kết sẽ gia tăng hạn ngạch nhập khẩu đường thêm 5% mỗi năm so với mức 55.000 tấn của năm 2007 và tiến tới không giới hạn từ năm 2009.

Như vậy, mặc dù năm 2009 được dự báo là năm thuận lợi hơn đối với ngành đường thế giới do khả năng thiếu hụt cung giúp tăng giá bán, thì đây lại là năm nhiều thử thách đối với ngành đường Việt Nam khi thuế nhập khẩu mức thấp nhất còn 10% và hạn ngạch nhập khẩu đường (thô và tinh luyện) tăng lên 61.000 tấn/năm.

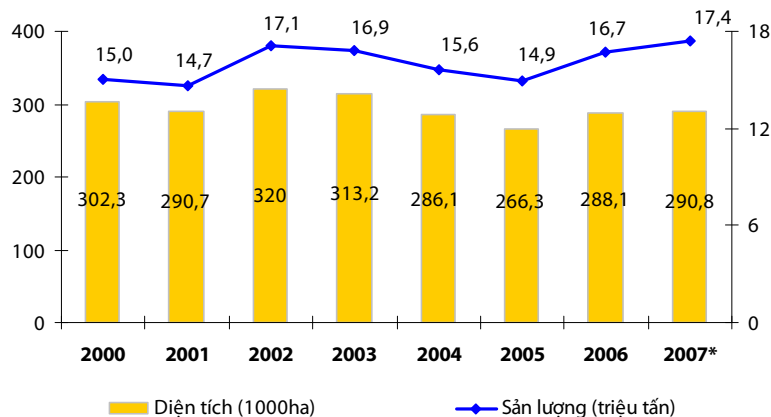
2. Năng lực sản xuất

Vùng nguyên liệu mía

Do tính chất đặc thù của ngành, hoạt động của nhà máy đường phải gắn bó sống còn với vùng nguyên liệu. Vì vậy, mặc dù tại Việt Nam, các nhà máy đường hầu như quyết định giá mua mía nguyên liệu từ người nông dân nhưng năng suất, chi phí trồng mía cũng đóng vai trò quan trọng trong xác định giá thành sản phẩm.

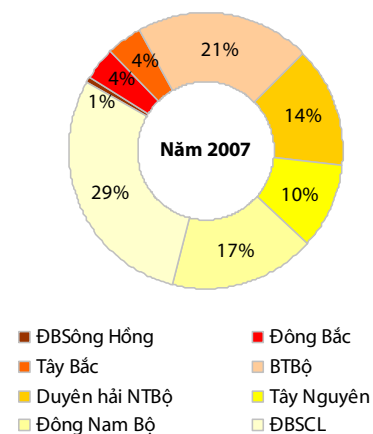
Diện tích trồng mía cả nước từ năm 2000 đến nay chẳng những không tăng mà còn giảm nhẹ, duy trì trên dưới 300 ngàn hecta. Sản lượng mía dao động trong khoảng 15 – 17 triệu tấn mía cây/năm, trong đó, khu vực trồng mía chủ yếu trải dài từ Bắc Trung Bộ vào phía Nam, lớn nhất là Đồng Bằng Sông Cửu Long (ĐBSCL), chiếm gần 30% tổng sản lượng mía cả nước.

Thống kê diện tích – sản lượng mía cây



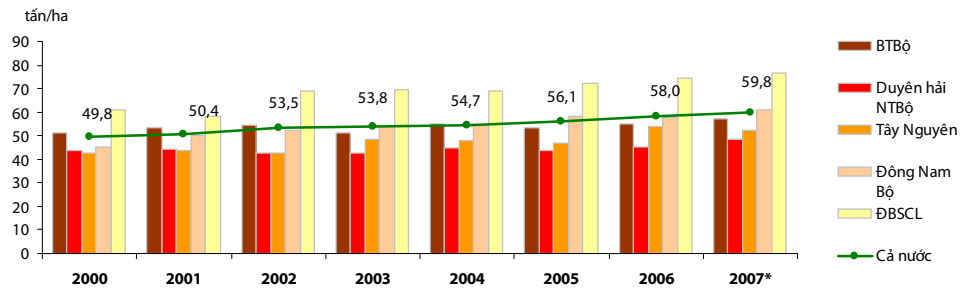
Nguồn: Tổng cục thống kê

Phân bố sản lượng mía cả nước



Nguồn: Tổng cục thống kê

Mặc dù điều kiện khí hậu tương đối phù hợp để phát triển cây mía, việc quy hoạch chưa thật khoa học cùng với đặc điểm canh tác nông nghiệp thủ công, thiếu sự hỗ trợ của khoa học, kỹ thuật, thủy lợi,... khiến năng suất trồng mía không được cao. Năng suất bình quân cả nước năm 2007 đạt khoảng 60 tấn/ha, mặc dù đã cải thiện so với các năm trước đây nhưng vẫn thấp hơn so với mức bình quân thế giới là 65 tấn/ha, Thái Lan bình quân khoảng 70 – 80 tấn/ha. Riêng vùng ĐBSCL đáp ứng được yêu cầu về nước thì thường phải thu hoạch mía sớm (do bị mùa lũ khống chế), không đủ thời gian để cây mía tích lũy đường. Vì thế, năng suất mía tại đây cao nhưng chữ đường lại thấp.



Nguồn: VDSC

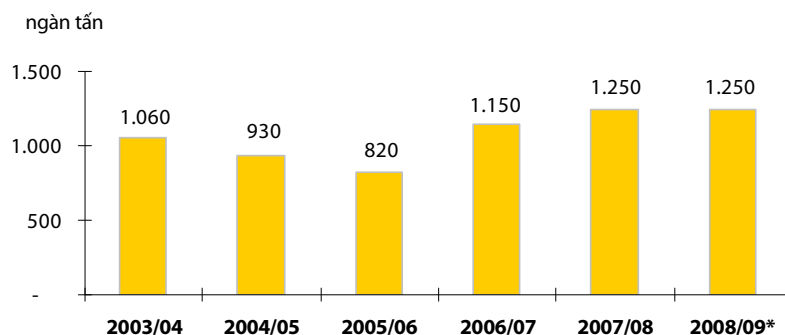
Như vậy, để hạn chế những khó khăn về khí hậu thời tiết, người nông dân trồng mía tại Việt Nam cần phải được hỗ trợ tốt hơn về quy hoạch, thủy lợi, kỹ thuật, đặc biệt là giống năng suất cao mới đảm bảo được sự phát triển ổn định và bền vững cho vùng nguyên liệu mía.

Trong vài năm trở lại đây, các nhà máy đường có xu hướng thiếu nguyên liệu mía sản xuất, lãng phí công suất và đẩy chi phí tăng cao.

Công nghiệp 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. Sau khi sụt giảm mạnh vào niên vụ 2005/06, sản lượng đã tăng trở lại trong 2 niên vụ gần đây.



Nguồn: Tổng hợp tin từ Hiệp Hội Mía Đường

Như đã phân tích ở phần trên, một nhà máy đường cần có một quy mô tối thiểu khoảng 5.000 TMN/ngày để đảm bảo hiệu quả hoạt động. Trong khi đó, hầu hết các nhà máy có công suất thấp, công nghệ lạc hậu, không đồng bộ. Đây là một trong những nguyên nhân chính khiến giá thành đường Việt Nam luôn cao hơn so với nhiều nước trong khu vực, chẳng hạn Thái Lan.

Công suất một số nhà máy đường

Nhà máy	Công suất (TMN/ngày)
Bourbon TN	8.000
Đường Lam Sơn- NM 1	2.500
Đường Lam Sơn- NM 2	4.500
Đường Biên Hòa	3.500

3. Thị trường

Bộ NN&PTNT đã đưa ra quy hoạch ngành mía đường, năm 2010 sản lượng cả nước đạt khoảng 1,4 triệu tấn, trên diện tích vùng nguyên liệu 300.000 ha với năng suất bình quân đạt 65 tấn/ha.

Theo ước tính của Bộ NN&PTNT, nhu cầu đường trong nước hằng năm khoảng 1,3 – 1,4 triệu tấn, như vậy, với năng lực sản xuất trong nước chỉ khoảng 1,2 triệu tấn như hiện nay, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu khoảng 200 ngàn tấn hàng năm. 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, đường trong nước phải cạnh tranh quyết liệt với cả đường nhập khẩu chính ngạch (chịu thuế 25% - 60% hoặc 20% (CEPT2008)) và đường nhập lậu.

Thị trường nhập khẩu đường chính là Thái Lan, đồng thời đường nhập lậu cũng có nguồn gốc từ quốc gia này.



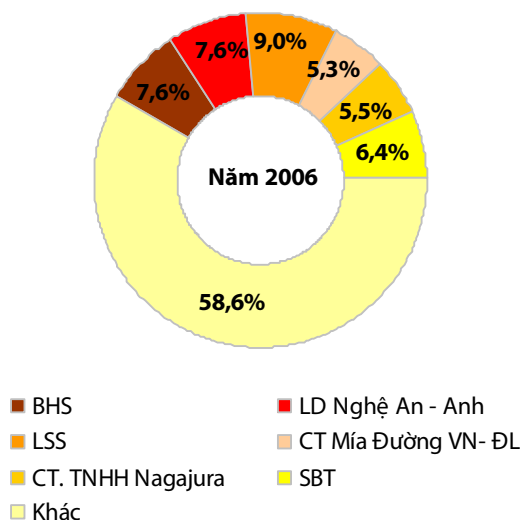
Nguồn: Bản cáo bạch SBT

Đồ thị trên cho thấy giá đường trong nước biến động tương đối giống với giá đường thế giới, tuy nhiên có một độ trễ nhất định; sau khi lên cao đỉnh điểm vào niên vụ 2005/06, giá đường có xu hướng giảm, đến giữa tháng 11/2008, ổn định ở mức 9.500 đồng/kg. Tuy nhiên, qua hầu hết các thời kỳ, giá đường trong nước luôn cao hơn từ 40 - 50% so với thế giới. Đây là nguyên nhân làm đường trong nước khó cạnh tranh với đường nhập (cả chính ngạch và tiểu ngạch) và

gián tiếp làm giảm khả năng cạnh tranh của các ngành mà sản phẩm có tỷ trọng đường lớn như nước giải khát, bánh kẹo,....

Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam tuy chưa cao (khoảng 15kg/người/năm so với bình quân thế giới 30kg/người/năm) nhưng tốc độ tăng trưởng quy mô thị trường tương đối thấp, chỉ khoảng 2,7%/năm. Mức gia nhập ngành cũng thấp do tính rủi ro và nhiều bất lợi cơ bản về nguyên liệu chưa giải quyết được làm giảm tính hấp dẫn của ngành này.

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:



Nguồn: Bản cáo bạch SBT

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ BÁO

Ngành đường là một trong những ngành trải qua nhiều khó khăn nhất kể từ khi Việt Nam bắt đầu đổi mới đến nay, rất nhiều doanh nghiệp lỗ liên tục trong nhiều năm. Những khó khăn đó chỉ tạm lắng xuống trong vài năm trở lại đây nhờ giá đường trên thế giới ở mức cao và chính sách bảo hộ ngành đường của Chính Phủ vẫn đang được duy trì.

Tuy nhiên, trong cái nhìn dài hạn, ngành đường còn khá nhiều tồn tại và rủi ro. Đó là năng suất trồng mía thấp, chất lượng kém (chữ đường thấp), công nghệ lạc hậu, giá thành cao so với các nước sản xuất đường, đơn cử là so với Thái Lan. Những điểm yếu này đẩy các nhà máy đường thường xuyên đối mặt với những rủi ro về nguyên liệu, cạnh tranh về giá sản phẩm và đẩy ngành đường trở thành điểm nóng của buôn lậu. Hơn nữa, đến 2010, thuế nhập khẩu theo cam kết CEPT đã được cắt giảm chỉ còn 5% và hạn ngạch nhập khẩu cũng dần được xóa bỏ theo cam kết WTO, khi đó, không chỉ nhà máy đường mà người nông dân trồng mía có nguy cơ phải bỏ nghề. Với cái nhìn không mấy sáng sủa đó, các thành phần tham gia ngành đã không dám mạnh dạn đầu tư.

Nguyên nhân chính không đến từ bất lợi khách quan mà thật sự đây là kết quả của sự đầu tư manh mún, chậm đổi mới của ngành. Do đó, muốn có một bước chuyển mình thật sự, cần phải

có những giải pháp đồng bộ, mạnh dạn và khá tốn kém của Nhà Nước. Chẳng hạn, quy hoạch vùng nguyên liệu đi đôi với thanh lọc nhà máy nhỏ, đầu tư nhà máy quy mô lớn, công nghệ hiện đại và linh hoạt, thực hiện các biện pháp hỗ trợ về thủy lợi, kỹ thuật, định hướng phát triển bền vững cho người trồng mía.

Trong bối cảnh kinh tế khó khăn hiện nay và có thể kéo dài đến hết năm 2009, có quá nhiều vấn đề cần ưu tiên giải quyết thì việc thực hiện những giải pháp hỗ trợ mang tính đột phá cho ngành mía đường trước khi mức thuế nhập khẩu về 5% là rất khó xảy ra. Thực tế này đặt ra thách thức cho các công ty mía đường trong nước và sự sống còn tùy thuộc vào chính bản thân các doanh nghiệp.

Việc xây dựng vùng nguyên liệu chủ yếu do doanh nghiệp tự thân vận động, phối hợp và hỗ trợ người nông dân. Doanh nghiệp làm tốt khâu này có thể trụ được trên thị trường, đạt được công suất cần thiết để đảm bảo tính hiệu quả, tuy nhiên vẫn chưa thể nói được gì về khả năng tăng trưởng. Thị trường có thể có sự phân hóa mạnh, các nhà máy công nghệ lạc hậu dần dần sẽ bị đào thải, thị trường sẽ thuộc về các doanh nghiệp có công nghệ hiện đại và sản phẩm đường nhập khẩu.

Với những lập luận trên, chúng tôi cho rằng trong khoảng một hai năm tới, khi các cam kết liên quan bắt đầu có hiệu lực thúc đẩy cạnh tranh mạnh mẽ, ngành đường trong nước khó có thể có những thay đổi đột biến, các doanh nghiệp lớn sẽ thận trọng quan sát những chuyển biến của thị trường trước khi đưa ra các quyết định đầu tư, mở rộng, phát triển.

Nếu dựa vào những giả định và dự báo trên đây thì ngành đường không phù hợp với mục tiêu đầu tư tăng trưởng trong giai đoạn hiện nay. Đối với các trường hợp cụ thể, việc đầu tư nếu được thực hiện phải tính toán lợi nhuận dựa trên mức chiết khấu cao để có thể bù đắp được rủi ro của ngành.

GIỚI THIỆU CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH



CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN (LSS – HOSE)

Hàng tiêu dùng - Thực phẩm đồ uống

Thông tin doanh nghiệp

Địa chỉ: Thị trấn Lam Sơn – Huyện
Thọ Xuân – Tỉnh Thanh Hóa

Điện thoại: +84 373 834 091
+84 373 834 093

Fax: +84 373 834 092

Website: www.lasuco.com.vn

Email: lasuco@hn.vnn.vn

Tiền thân là Nhà máy đường Lam Sơn thành lập năm 1980, chuyển thành Công ty Đường Lam Sơn (LSS) từ năm 1994 và CPH vào tháng 12/99. Ngày 09/01/08, LSS chính thức giao dịch tại sàn HOSE.

LSS hiện đang sở hữu hai nhà máy đường tổng công suất 7.000 tấn mía/ngày, cung cấp ba loại đường R.E, RS và đường vàng tinh khiết, trong đó, đường R.E xuất khẩu chiếm khoảng 29,2%. Ngoài ra, LSS còn có các dây chuyền sản xuất các sản phẩm khác như: cồn với công suất 1,8 triệu lít/năm, đóng góp 9-10% doanh thu, bánh kẹo, thức ăn gia súc, phân bón nhằm tận dụng phụ phẩm, chiếm tỷ trọng nhỏ, chưa đến 2% doanh thu.

Hiện nay, LSS là DN đứng đầu ngành mía đường Việt Nam về thị phần (trên 9%) và sản lượng tiêu thụ (115.850 tấn/năm). Công ty có hệ thống phân phối rộng khắp cả nước, tuy nhiên miền Bắc vẫn là thị trường chính.

LSS hiện đang nắm trên 50% vốn chủ sở hữu của 4 công ty con hoạt động trong lĩnh vực thương mại, phân bón, vận tải... và đầu tư tài chính, mua cổ phần của các công ty như: CT Địa ốc Sài Gòn Thương Tín, Tổng công ty Bảo hiểm Việt Nam, Mía đường Sơn La, Bảo hiểm Viễn Đông, Vietcombank, một số quỹ đầu tư và các công ty nhỏ khác với tổng vốn đầu tư khoảng 216,6 tỷ đồng (thời điểm cuối quý III/2008)

Thông tin giao dịch

Số cổ phiếu lưu hành	29.509.470
Giá cao nhất (VND)	38.900
Giá thấp nhất (VND)	13.300
Giá @ 31/12/2008 (VND)	15.800
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	466
P/E 2008	4,5
P/BV 2008	0,8
Tỷ suất cổ tức 2008	12,7

Triển vọng phát triển

Trong niên vụ mía đường 2008/09, LSS đã đầu tư nâng cấp công suất thiết bị nhằm đáp ứng năng suất ép mía bình quân của nhà máy đường 2 lên 5.000 tấn mía/ngày, đưa tổng công suất lên khoảng 8.000 tấn mía/ngày.

Quản trị Điều hành

Lê Văn Tam, Chủ tịch HĐQT

Bùi Xuân Sinh, Phó Chủ tịch HĐQT

Lê Văn Tiến, Thành viên HĐQT

Vũ Trung Thịnh, Thành viên HĐQT

Phạm Văn Ngọc, Thành viên HĐQT

Mục tiêu đến 2010, LSS sẽ sản xuất và tiêu thụ khoảng 150.000 tấn đường/năm. Để chuẩn bị cho kế hoạch này, LSS tiếp tục củng cố và phát triển vùng nguyên liệu, giúp nông dân thâm canh, nâng cao năng suất, hạ giá thành. Vụ ép mía 2008/09 vừa được khởi động giữa tháng 11 năm 2008, sản lượng mía của toàn vùng Lam Sơn ước đạt 950.000 tấn.

Ngoài đầu tư trực tiếp phát triển sản xuất, và đa dạng hoá sản phẩm, Công ty đã khởi công xây dựng trung tâm văn hóa thể thao Lam Sơn vào đầu tháng 12/2008 với mức đầu tư giai đoạn 1 khoảng 25 – 30 tỷ trong tổng đầu tư khoảng 50 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, theo như kế hoạch được vạch ra hồi đầu năm 2008, Công ty còn có tham vọng đầu tư xây dựng khách sạn, trường cao đẳng dạy nghề,...

Tình hình tài chính

Tỷ số tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2005	2006	2007	2008 (E)	Đơn vị: %	2005	2006	2007	2008 (E)
Doanh thu thuần	652	627	814	1.270	Tăng trưởng DT	NA	-3,9	29,9	56,0
Lợi nhuận trước thuế	92	74	112	140	Tăng trưởng LNST	NA	-18,3	24,6	28,7
Lợi nhuận sau thuế	80	65	82	105	LN góp/DI	NA	24,6	19,1	20,0
Vốn điều lệ	NA	260	300	300	LN ròng/DI	NA	10,4	10,0	8,3
Tổng vốn chủ sở hữu	NA	485	604	600	Nợ vay/VCSH	NA	-	33,8	29,7
Tổng tài sản	NA	817	869	910	ROE	NA	13,5	13,5	17,5
EPS* (VND)	NA	2.518	2.719	3.500	ROA	NA	8,0	9,4	11,5
Giá trị sổ sách (VND)	NA	18.669	20.144	20.000	Cổ tức	NA	20,0	17,0	20,0

Nguồn: LSS HOSE & VDSC databases



CTCP BOURBON TÂY NINH (SBT – HOSE)

Hàng tiêu dùng - Thực phẩm đồ uống

Thông tin doanh nghiệp

Địa chỉ: Xã Tân Hưng, Huyện Tân Châu, Tỉnh Tây Ninh

Điện thoại: +84 066 3753 250

Fax: +84 066 3839 834

Website: www.bourbontn.com.vn

Tiền thân là Công ty TNHH Mía đường Bourbon Tây Ninh (SBT) thành lập từ năm 1995, trong đó, tập đoàn Bourbon của Pháp góp 70% vốn và hai đối tác Việt Nam góp 30% vốn. Năm 2000, SBT mua lại phần hùn vốn của hai đối tác Việt Nam và trở thành công ty 100% vốn nước ngoài. Đến tháng 03/06, Công ty CPH với VDL 1.419 tỷ đồng và chính thức giao dịch tại sàn HOSE vào 25/02/08.

SBT cung cấp hai nhóm sản phẩm chính là đường tinh luyện với công suất 900 tấn/ngày và phụ phẩm đường (mật rỉ). Ngoài ra, SBT còn tận dụng bã mía để sản xuất điện (công suất hiện nay 50 MWh/năm), góp phần gia tăng khoảng 4 – 5% doanh thu.

Thông tin giao dịch

Số cổ phiếu lưu hành	141.925.800
Giá cao nhất (VND)	24.000
Giá thấp nhất (VND)	7.400
Giá @ 31/12/2008 (VND)	8.500
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.206
P/E 2008	9,9
P/BV 2008	0,8
Tỷ suất cổ tức 2008	5,9

Nhãn hiệu đường tinh luyện Mimosa là sản phẩm chủ đạo của công ty, chiếm xấp xỉ 90% tổng doanh thu hằng năm. Trong đó, khách hàng công nghiệp đem lại hơn 52% doanh thu. Theo Hiệp Hội Mía Đường Việt Nam, SBT chiếm khoảng 18% thị trường đường tinh luyện R.E và 6,4% tổng sản lượng đường của nước.

Triển vọng phát triển

Cũng như một số công ty mía đường trong nước khác, SBT gặp khó khăn về tình hình cung ứng nguyên vật liệu mía, chính vì thế nhà máy vẫn chưa thể chạy hết công suất, lãng phí tài nguyên và giá thành cao. Công ty dự kiến đến 2010 có thể triển khai giai đoạn 2 của nhà máy, tăng khả năng tiêu thụ lên 16.000 tấn mía/ngày, đạt sản lượng đường thành phẩm lên 200.000 tấn/năm.

Bên cạnh ngành chính, SBT định hướng phát triển đa ngành và hiện thực hóa bằng các hoạt động cụ thể trong năm 2008. Trước hết là đổi tên thành CTCP Bourbon Tây Ninh, hoàn thành 20% tiến độ ở giai đoạn chuẩn bị đầu tư dự án Trung tâm thương mại – dịch vụ Espace Bourbon Tây Ninh, viết tắt là EBTN, một công trình phức hợp bao gồm 02 tầng hầm, 12 tầng lầu tách khối có lối kiến trúc hiện đại có quy mô 14.682 m². Ngoài ra, SBT cũng đã cùng với CTCP Long Hậu và CTCP Âu Việt hoàn thành thủ tục góp vốn và đã nhận được giấy phép thành lập CTCP Bourbon An Hòa, vốn điều lệ 500 tỷ đồng (SBT nắm giữ 49%), đảm nhận dự án khu công nghiệp An Hòa. Đây là dự án khu công nghiệp có diện tích khoảng 1.000 ha gần quốc lộ 22, bên sông Vàm Cỏ Đông. Tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 2.800 tỷ chia làm 2 giai đoạn.

Trong năm 2008, mặc dù giá đường tương đối ổn định, Công ty vẫn chịu những ảnh hưởng nhất định do biến động phức tạp của nền kinh tế, doanh thu và lợi nhuận khó có khả năng đạt kế hoạch thậm chí lợi nhuận có thể thấp hơn năm 2007 do chi phí dự phòng đầu tư tài chính. Danh mục đầu tư dài hạn của công ty tính đến thời điểm này đã giảm khoảng 40 – 50% giá trị gốc.

Quản trị Điều hành

Jacques De Chateaueux, Chủ tịch HĐQT

Lê Văn Dĩnh, Phó Chủ tịch HĐQT

Phillippe Lombard, Thành viên HĐQT

Võ Thị Huyền Lan, Thành viên HĐQT

Phạm Thị Thu Hương, TV HĐQT, TGD

Tình hình tài chính

Tỷ số tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2005	2006	2007	2008 (E)	Đơn vị: %	2005	2006	2007	2008 (E)
Doanh thu thuần	630	680	674	600	Tăng trưởng DT	80,0	8,0	-0,8	-11,0
Lợi nhuận trước thuế	121	193	191	135	Tăng trưởng LNST	140,0	59,2	-0,6	-36,5
Lợi nhuận sau thuế	121	193	191	122	LN góp/DT	22,4	28,9	26,6	24,5
Vốn điều lệ	N/A	1.524	1.419	1.419	LN ròng/DT	19,1	28,3	28,4	20,3
Tổng vốn chủ sở hữu	1.226	1.419	1.610	1.550	Nợ vay/VCSH	-	-	2,3	1,8
Tổng tài sản	1.380	1.519	1.715	1.620	ROE	9,7	13,6	11,9	7,8
EPS* (VND)	-	1.260	1.346	856	ROA	8,6	12,7	11,2	7,5
Giá trị sổ sách (VND)	-	9.312	11.344	10.923	Cổ tức	-	-	12,0	5,0

Nguồn: SBT, HOSE & VDSC databases



CTCP ĐƯỜNG BIÊN HÒA (BHS – HOSE)

Hàng tiêu dùng – Thực phẩm đồ uống

Thông tin doanh nghiệp

Địa chỉ: KCN Biên Hòa 1, P. An Bình,
Tp. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

Điện thoại: +84 61 3 836 199

Fax: +84 61 3 836 213

Website: www.bhs.vn

Email: bsc@hcm.vnn.vn

Nhà máy đường Biên Hòa được xây dựng từ năm 1969, CPH năm 2001 và chính thức đi vào hoạt động trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh các sản phẩm mía đường. BHS cung cấp các nhóm sản phẩm chính gồm đường tinh luyện, đường thô. Trong nhiều năm qua, Đường Biên Hòa trở thành một trong những thương hiệu hàng đầu trong ngành sản xuất mía đường Việt Nam.

Ngoài phân xưởng luyện đường với công suất 350 tấn/ngày tại KCN Biên Hòa, BHS có một nhà máy đường thô tại tỉnh Tây Ninh với công suất 3.500 tấn/ngày và một nông trường mía với diện tích 960 ha. Tháng 11/07, BHS đã mua thành công Cty mía đường Trị An, thành lập nhà máy đường Biên Hòa – Trị An với công suất ép mía 1.500 tấn/ngày và đã đi vào hoạt động vào tháng 01/08.

Thông tin giao dịch

Số cổ phiếu lưu hành	18.531.620
Giá cao nhất (VND)	45.600
Giá thấp nhất (VND)	13.200
Giá @ 31/12/2008 (VND)	16.700
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	309
P/E 2008	-
P/BV 2008	0,9
Tỷ suất cổ tức 2008	0,0

Ngoài sản phẩm chính là đường, BHS đã đầu tư các dây chuyền sản xuất kẹo cứng công suất 30 tấn/ngày, dây chuyền bánh cookies công suất 8 tấn/ngày và đặc biệt là dây chuyền sản xuất rượu vang nho công suất 300.000 lít/năm.

Công ty cũng đã tham gia đầu tư tài chính vào các cổ phiếu như STB, Sacombank, SSI, DPM, LSS với tổng giá trị gốc khoảng 67,6 tỷ. Tính đến cuối quý III/2008, giá trị này đã bị giảm hơn một nửa, là nguyên nhân làm cho chi phí tài chính quý III tăng lên đột biến dẫn đến kết quả kinh doanh 9 tháng/2008 lỗ 18,5 tỷ đồng.

Triển vọng phát triển

Tại nhà máy Biên Hòa, BHS dự kiến sẽ đầu tư xây dựng thêm kho cho thuê trên diện tích 4 ha đất còn trống. Bên cạnh đó, BHS đang xúc tiến với một công ty rượu tại Cộng hòa Séc đầu tư vào thị trường rượu Việt Nam.

Quản trị Điều hành

Thái Văn Trường, Chủ tịch HĐQT

Đặng Hồng Anh, Phó Chủ tịch HĐQT

Hồ Doãn Cường, Thành viên HĐQT

Trần Tấn Phát, Thành viên HĐQT

Bùi Văn Lang, Thành viên HĐQT

Nguyễn Xuân Trinh, Thành viên HĐQT

Nguyễn Văn Lộc, Thành viên HĐQT

Phạm Công Hải, Thành viên HĐQT

Tại Tây Ninh, BHS đã xúc tiến dự án xây dựng Cụm chế biến công nghiệp phía Tây Sông Vàm Cỏ Đông, bao gồm 5 nhà máy và 1 cảng sông:

- Nhà máy đường công suất 6000 TMN
- Nhà máy sản xuất Ethanol công suất 220.000 lít/ngày, liên doanh với Fai Energy
- Nhà máy sản xuất Furfural Alcohol từ bã mía dư, liên doanh với đối tác Nhật Bản
- Nhà máy sản xuất phân hữu cơ vi sinh
- Nhà máy thức ăn gia súc
- Cảng sông phục vụ nội bộ và kinh doanh dịch vụ, giúp tiết giảm khoảng 30% chi phí vận chuyển, nâng cao lợi thế cạnh tranh.

BHS cũng có kế hoạch đầu tư vùng nguyên liệu cho các nhà máy thuộc cụm công nghiệp như: thâm canh sản xuất mía tại nông trường Thành Long, xúc tiến trồng mía và khoai mì sang Campuchia trong bán kính 25km quanh cụm công nghiệp.

Tình hình tài chính

Tỷ số tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2005	2006	2007	2008 (E)	Đơn vị: %	2005	2006	2007	2008 (F)
Doanh thu thuần	540	766	641	766	Tăng trưởng DT	11,8	41,9	-16,3	19,4
Lợi nhuận trước thuế	37	51	54	-15	Tăng trưởng LNST	66,0	38,2	13,1	-128,0
Lợi nhuận sau thuế	34	47	54	-15	Gross margin	14,6	12,8	11,9	8,0
Vốn điều lệ	81	162	168	185	Net margin	6,2	6,1	8,4	-2,0
Tổng vốn chủ sở hữu	111	353	377	352	Nợ vay/VCSH	-	-	65,4	84,5
Tổng tài sản	500	589	669	710	ROE	30,6	13,3	14,2	-
EPS* (VND)	4.200	2.900	3.183	(811)	ROA	6,8	8,0	8,0	-
Giá trị sổ sách (VND)	13.700	21.790	22.348	19.027	Cổ tức	NA	20	18,0	0

Nguồn: BHS, HOSE & VDSC databases

SO SÁNH CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

TỶ SỐ TÀI CHÍNH (*)	LSS	SBT	BHS
PT DUPONT (9T/2008)			
LNST/Doanh thu (1)	9,0%	25,5%	-3,2%
Doanh thu/Tổng tài sản (2)	1,00	0,28	0,82
Đòn bẩy TC (3)	1,54	1,04	1,97
ROE = (1) x (2)x(3)	13,8%	7,5%	-5,2%

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Khả năng sinh lợi (9T/2008)

Lợi nhuận gộp / Doanh thu	20,1%	24,8%	7,6%
Lợi nhuận HĐKD / Doanh thu	16,2%	19,0%	3,3%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	12,4%	26,8%	-3,2%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	9,0%	25,5%	-3,2%
ROA (9T/2008)	9,0%	7,2%	-2,6%
ROE (9T/2008)	13,8%	7,5%	-5,2%

Hiệu quả hoạt động (2007)

Vòng quay tài sản cố định	3,8	0,8	3,1
Vòng quay Tổng tài sản	1,0	0,4	1,0
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	1,5	0,4	1,7
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	58,6	70,3	52,5
Thời gian tồn kho bình quân	48,4	114,9	50,1
Kỳ thanh toán bình quân (ngày)	65,4	46,2	27,3

KHẢ NĂNG THANH KHOẢN (2007)

Khả năng thanh toán hiện hành	2,3	10,5	3,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,9	8,4	2,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,1	6,5	1,8

CẤU TRÚC TÀI CHÍNH (30/09/2008)

Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	0,5	0,0	1,0
Tổng nợ / Tổng tài sản	0,4	0,0	0,5

CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG

Số lượng cổ phiếu lưu hành	29.509.470	141.925.800	18.531.620
Giá @31/12/2008 (VND)	15.800	8.500	16.700
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	466	1.206	309
EPS 2008E (VND)	3.500	856	-
P/E (x)	4,5	9,9	-
Giá trị sổ sách 2008E (VND)	20.000	10.923	19.027
P/BV (x)	0,8	0,8	0,9
Cổ tức 2008 (%)	20	5	0
Tỷ suất cổ tức (%)	12,7	5,9	0,0

Phân tích Dupont các chỉ số tài chính 9 tháng đầu năm của 3 công ty cho thấy :

- Chỉ số tài chính của LSS tương đối “đẹp” và cân bằng.
- Kết quả kinh doanh BHS sút giảm trầm trọng so với 2007, đồng thời việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao đã làm nặng thêm tỷ lệ lỗ trên vốn chủ sở hữu.
- SBT có tỷ suất lợi nhuận/doanh thu cao nhất nhưng vòng quay tài sản cực thấp cùng với đặc trưng sử dụng vốn “thâm dụng vốn chủ sở hữu” đã kéo ROE về mức thấp.

Ngoại trừ BCTC của LSS có hợp nhất một số công ty con hoạt động trong các lĩnh vực khác thì cả 3 công ty cơ bản tương đồng nhau về hoạt động kinh doanh. LSS và SBT thuận lợi hơn BHS ở đặc điểm có vùng nguyên liệu tại chỗ và quy mô nhà máy lớn, có điều kiện để tiết giảm chi phí hơn. Do vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất LN HĐKD của 2 công ty này không chênh lệch lớn và có khoảng cách khá xa so với BHS. Tuy nhiên, sự phân hóa đã diễn ra đối với tỷ suất LN TT (cũng như LN ST) khi có sự bao gồm cả hoạt động tài chính. BHS có thể nói là chịu thiệt hại nặng nề nhất khi lợi nhuận kinh doanh không đủ bù đắp chi phí dự phòng và lãi vay, dẫn đến lỗ. Kế tiếp là LSS, chi phí dự phòng tài chính đã làm tỷ suất lợi nhuận/doanh thu giảm 3,4%. SBT cũng tham gia đầu tư tài chính vào một số CP và chưa trích dự phòng đáng kể trong 9 tháng đầu năm nên tỷ suất lợi nhuận chưa bị ảnh hưởng, tuy nhiên, trong quý IV/2008, công ty có thể phải trích lập thêm (hoặc ghi lỗ nếu đã bán) trên dưới 30 tỷ đồng do CP chủ chốt trong danh mục (HAG) đã niêm yết.

Nhìn chung về các chỉ số đánh giá hiệu quả hoạt động, LSS nhỉnh hơn 2 công ty còn lại. BHS tương đối ổn. SBT có hiệu quả sử dụng tài sản thấp và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt quá dài (~ 139 ngày), do vậy, mặc dù khả năng sinh lợi cao nhưng tỷ suất lợi nhuận cuối cùng của SBT vẫn thấp.

Dựa vào những đánh giá nêu trên và một số các chỉ số P/E, P/BV ước tính, LSS đang rẻ hơn so với hai công ty còn lại và có khả năng điều chỉnh tăng mạnh hơn khi thị trường thuận lợi.

(*) Một số chỉ số tài chính tính toán dựa trên kết quả kinh doanh thực tế 9T/2008 nhằm mục đích chính là so sánh giữa các công ty trong ngành

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.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tầng 3 – 4 – 5 Tòa nhà Estar,
147 – 149 Võ Văn Tần - Quận 3 – TP.HCM
Tel: (84 8) 6299 2006
Fax: (84 8) 6299 2007
Email: info@vdsc.com.vn
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1 - 2 – 3 Tòa nhà Gia Long
74 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, HN
Tel: (84 4) 6288 2006
Fax: (84 4) 6288 2008

Đại lý nhận lệnh Sài Gòn

28-30 Huỳnh Thúc Kháng,
Q.1 TP. HCM
Tel: (84.8) 6275 4325
Fax: (84.8) 3914 3150

Đại lý nhận lệnh Bình Dương

244 Đại lộ Bình Dương, TX Thủ Dầu Một
Tỉnh Bình Dương
Tel: (0650) 3834 264
Fax: (0650) 3834 265

Đại lý nhận lệnh Đà Nẵng

48 Trần Phú
TP. Đà Nẵng
Tel: (84 511) 386 7084
Fax: (84 511) 382 6674

Đại lý nhận lệnh Nha Trang

63 Yersin, TP. Nha Trang
Tỉnh Khánh Hòa
Tel: (84 58) 381 9611
Fax: (84 58) 382 6715

Đại lý nhận lệnh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng
TP. Cần Thơ
Tel: (84 71) 3821 915
Fax: (84 71) 3821 916