

CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN (LASUCO)
CÔNG TY SẢN XUẤT ĐƯỜNG LỚN NHẤT VIỆT NAM
NỘI DUNG CHÍNH

Áp lực cạnh tranh từ đường nhập khẩu ngày càng tăng. Ngành sản xuất đường Việt Nam hiện nay đang được Chính phủ bảo hộ thông qua chính sách thuế và hạn ngạch nhập khẩu. Tuy nhiên theo cam kết CEPT/AFTA và lộ trình gia nhập WTO, Việt Nam sẽ phải dỡ bỏ dần các chính sách bảo hộ. Trong tương lai, khi mà ngành đường không còn sự bảo hộ của Chính phủ thì các công ty đường sẽ phải chịu áp lực cạnh tranh rất lớn từ đường nhập khẩu.

Lasuco là công ty sản xuất đường lớn nhất tại Việt Nam hiện nay với sản lượng đường sản xuất vụ 2007-2008 là 113.000 tấn, chiếm khoảng 8,6% thị phần đường trong nước. Lasuco có vùng nguyên liệu mía ổn định, năng suất cao hơn so với mức trung bình ngành. Đây là những điều kiện thuận lợi giúp Lasuco tận dụng tốt công suất của dây chuyền sản xuất hiện tại.

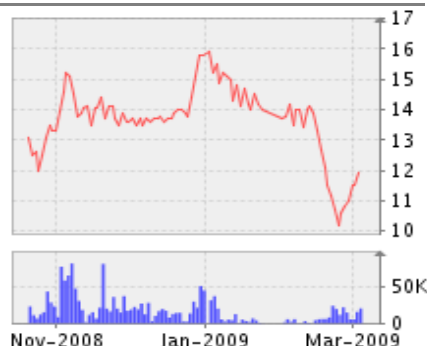
Dự báo kết quả kinh doanh năm 2009. Sản lượng mía vụ 2008-2009 dự kiến sẽ giảm khoảng 14% và giá thu mua mía nguyên liệu dự kiến sẽ tăng khoảng 30% so với vụ trước. Doanh thu của Lasuco năm 2009 sẽ có thể đạt khoảng 1.079 tỷ đồng (giảm khoảng 5% so với năm trước) và lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 84 tỷ (giảm khoảng 11%). Kết quả dự báo này chưa tính đến các tác động từ hoạt động đầu tư tài chính có thể phát sinh trong năm 2009.

Rủi ro. Lasuco hiện có các khoản đầu tư tài chính khá lớn. Mặc dù đã thực hiện trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán trong năm 2008, tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi thì có thể Lasuco sẽ phải tiếp tục trích lập thêm dự phòng do mức dự phòng mà Lasuco hiện đã trích lập thấp hơn so với thực tế (chi tiết xem tại trang 8 báo cáo này).

Theo các cam kết quốc tế, trong tương lai ngành đường sẽ phải giảm dần mức bảo hộ, dẫn đến sức ép cạnh tranh từ đường nhập khẩu có thể ngày càng cao và gây khó khăn với Lasuco cũng như các công ty đường khác trong nước. Ngoài ra, Công ty cũng phải chịu rủi ro khi thời tiết có những diễn biến bất lợi đối với cây mía và rủi ro nếu những loại cổ phiếu mà công ty đang nắm giữ tiếp tục bị giảm giá.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã chứng khoán	LSS
Sàn giao dịch	HOSE
Giá tham khảo	17.823
Giá thị trường	11.900
Cao nhất 52 tuần	29.100
Thấp nhất 52 tuần	10.200
Số lượng CP	30.000.000
Mệnh giá	10.000
Giá trị thị trường	357 tỷ đồng
EPS 2009	2.752
Giá trị sổ sách	18.947


THÔNG TIN TÀI CHÍNH CƠ BẢN
Đơn vị tính: 1.000.000 đồng

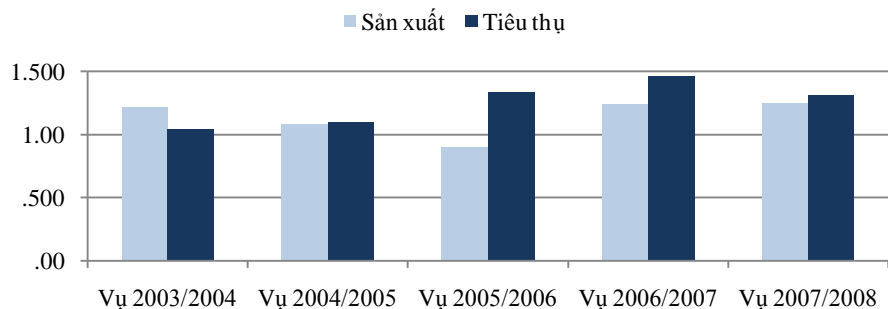
	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tổng tài sản	914	989	894	954	1.003
Vốn chủ sở hữu	495	618	594	614	673
Doanh thu thuần	836	952	1.132	1.079	1.180
Lợi nhuận sau thuế	63	88	95	85	109
EPS (đồng)	2.413	2.783	3.087	2.752	3.537
ROA	6,9%	9,2%	10,1%	9,2%	11,1%
ROE	12,8%	15,7%	15,7%	14,1%	17,0%
P/E (x)	4,93	4,28	3,85	4,32	3,36
P/B (x)	0,65	0,60	0,63	0,62	0,57

() Giá dùng tính P/E, P/B là giá tại ngày 05/03/2009 (11.900 đồng/cổ phiếu)*

NGÀNH MÍA ĐƯỜNG VIỆT NAM

Cung thấp hơn cầu. Hiện nay nhu cầu tiêu thụ đường của Việt Nam khoảng trên 1,3 triệu tấn/năm trong khi tổng lượng đường sản xuất của các công ty đường tại Việt Nam chỉ khoảng 1,2 triệu tấn/năm. Tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ đường trung bình trong 5 năm qua là 5,7%/năm. Thị trường đường Việt Nam được đánh giá là có nhiều tiềm năng tăng trưởng do mức tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam hiện vẫn ở mức thấp (15 kg/người/năm so với mức trung bình của thế giới là 22 kg/người/năm).

Sản xuất và tiêu thụ đường (triệu tấn)

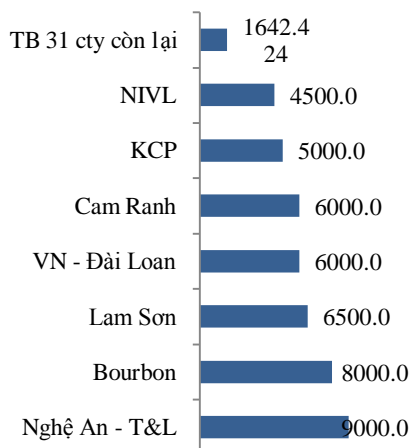


Nguồn: Bộ NN & PTNT, BVSC

Cơ cấu tiêu dùng đường. Hiện nay đường được tiêu dùng trực tiếp bởi người tiêu dùng và tiêu dùng gián tiếp bởi các công ty chế biến thực phẩm có sử dụng đường (chủ yếu là các công ty sản xuất bánh kẹo, nước ngọt), trong đó tiêu thụ trực tiếp chiếm khoảng 40% và tiêu thụ gián tiếp khoảng chiếm khoảng 60%.

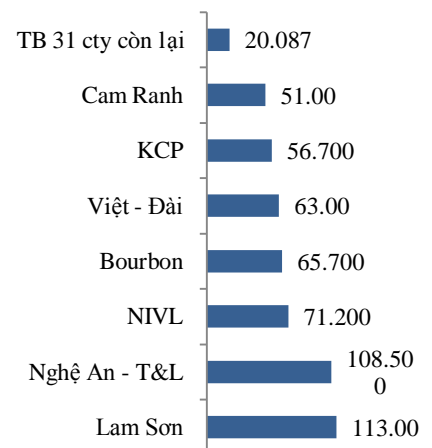
Số lượng các nhà máy mía đường nhiều, công suất sản xuất thấp. Hiện nay Việt Nam có 38 nhà máy sản xuất đường đang hoạt động với tổng công suất ép mía khoảng 97.000 tấn mía/ngày. Trong đó có 7 công ty sản xuất đường lớn và phần còn lại là các nhà máy sản xuất nhỏ.

Công suất sản xuất của các nhà máy đường (tấn mía/ngày)



Nguồn: Bộ NN&PTNT

Sản lượng đường vụ 2007/2008 (tấn)



Nguồn: Bộ NN&PTNT

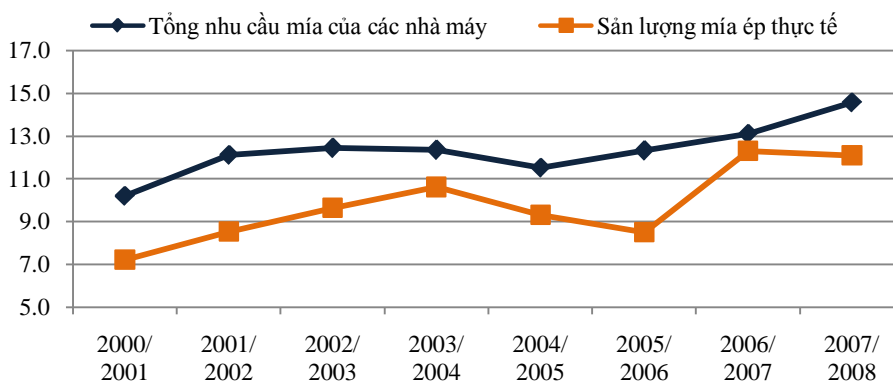
Phần lớn các nhà máy đường tại Việt Nam có quy mô sản xuất nhỏ. Chỉ có 7 công ty đường có công suất từ 4.500 tấn mía/ngày trở lên.

Phần lớn các nhà máy đường hiện đang phải đối mặt với khó khăn do phải hoạt động dưới công suất vì thiếu nguyên liệu mía.

Thiếu nguyên liệu cho sản xuất. Hiện sản lượng mía hàng năm chỉ đáp ứng được khoảng 83% nhu cầu nguyên liệu của các nhà máy. Trong vụ ép mía 2007-2008, 22 trên tổng số 38 nhà máy đường phải hoạt động dưới công suất do không đủ nguyên liệu mía. Sự thiếu hụt về nguồn nguyên liệu mía đã gây nên sự cạnh tranh trong hoạt động thu mua giữa một số nhà máy đường.

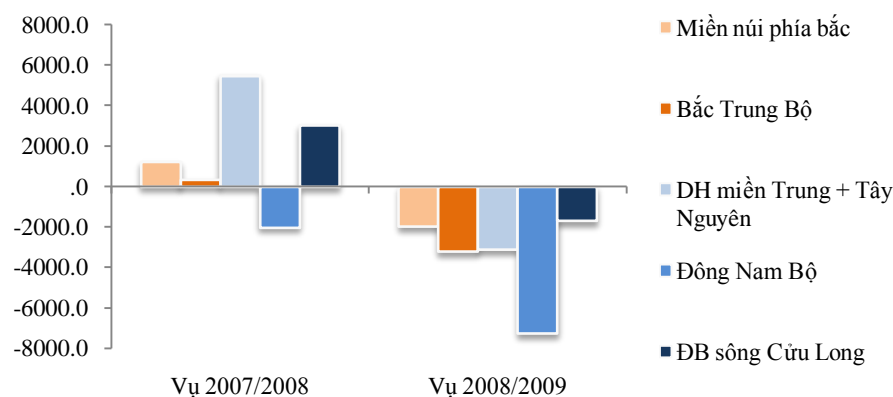
Tình hình thiếu nguyên liệu sẽ trở nên trầm trọng hơn khi diện tích mía tập trung của các nhà máy đường trong vụ ép 2008-2009 dự kiến sẽ giảm khoảng 17.000 ha (giảm khoảng 8% so với vụ trước). Lợi nhuận từ cây mía thấp đã khiến cho người nông dân chuyển sang trồng các loại cây khác như sắn, ngô và cao su có hiệu quả kinh tế cao hơn.

Nhu cầu mía và sản lượng mía ép của các nhà máy đường (triệu tấn)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, BVSC

Tăng/giảm diện tích mía tập trung của các nhà máy đường (ha)

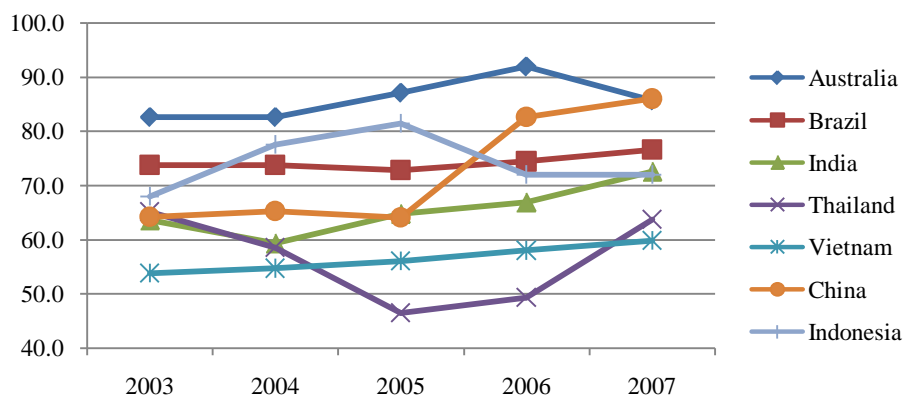


Nguồn: Bộ NN và PTNT, BVSC

Năng suất trồng mía và hàm lượng đường trong cây mía thấp. Năng suất trồng mía và hàm lượng đường trong cây mía của Việt Nam thấp so với một số quốc gia sản xuất mía đường lớn trên thế giới. Nguyên nhân chính là do chất lượng giống mía của Việt Nam thấp, quy mô trồng mía nhỏ lẻ và không tập trung (mía được trồng chủ yếu bởi các hộ nông dân với diện tích trung bình là 0,3 – 0,5 ha/hộ) nên gặp nhiều khó khăn trong việc đầu tư, chăm sóc cũng như khai thác.

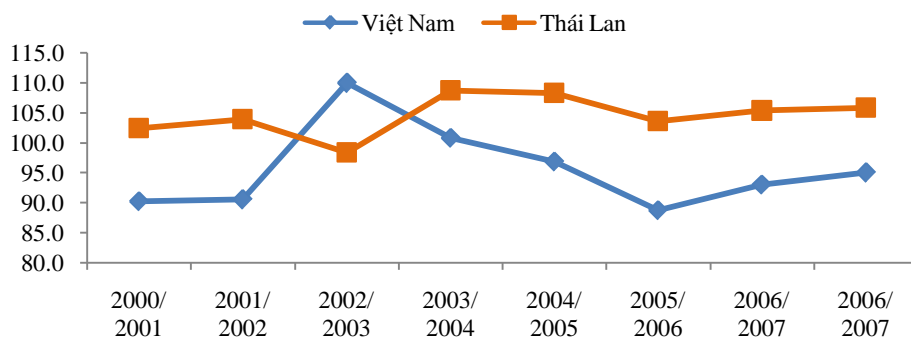
Năng suất mía của Việt Nam thấp hơn so với các quốc gia sản xuất mía đường lớn trên thế giới.

Năng suất mía (tấn/ha)



Nguồn: FAO, Bộ NN&PTNT, BVSC

Năng suất sản xuất đường (kg đường/ 1 tấn mía)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, OCSB, BVSC

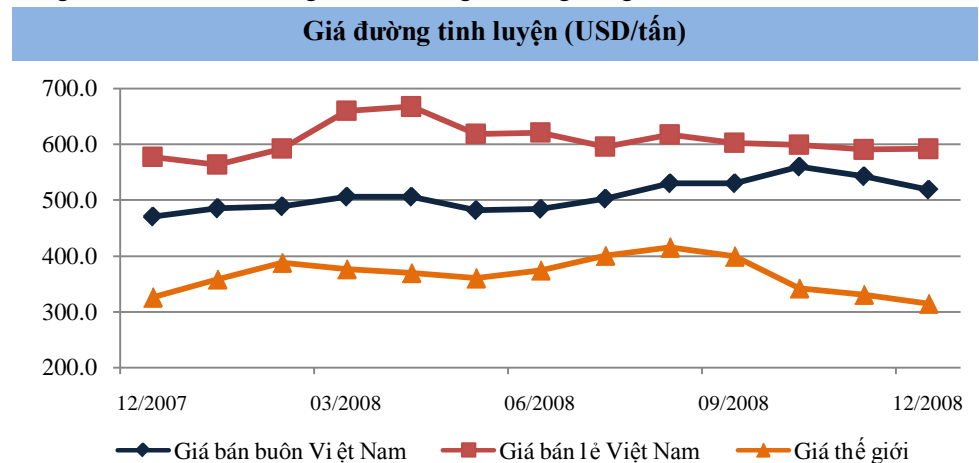
Ngành được Chính phủ bảo hộ. Ngành đường Việt Nam là ngành hiện đang được Chính phủ bảo hộ thông qua các chính sách về thuế và hạn ngạch nhập khẩu (do đường là mặt hàng nông sản nhạy cảm nên theo cam kết gia nhập WTO, Việt Nam được phép áp dụng biện pháp hạn ngạch thuế quan).

Hạn ngạch nhập khẩu đường. Theo cam kết WTO, tại thời điểm gia nhập WTO, hạn ngạch nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện là 55.000 tấn (tương đương với khoảng 5% nhu cầu tiêu thụ hiện nay của Việt Nam) và sẽ phải tăng vô thời hạn với tỷ lệ tăng ít nhất là 5%/năm.

Thuế nhập khẩu trong hạn ngạch. Theo cam kết CEPT/AFTA giai đoạn 2009-2013, thuế nhập khẩu đường thô sản xuất từ mía từ các nước ASEAN trong năm 2009 là 10% và đường củ cải là 5%. Từ năm 2010 trở đi, thuế nhập khẩu tất cả các loại đường đều là 5% (chi tiết Phụ lục 1). Theo cam kết WTO, thuế suất nhập khẩu trong hạn ngạch là 25% đối với đường thô và 60% đối với đường tinh luyện từ mía, đối với đường tinh luyện từ củ cải thì thuế nhập khẩu trong hạn ngạch là 50% (chi tiết Phụ lục 2).

Thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch: Lượng nhập khẩu ngoài hạn ngạch không bị hạn chế về số lượng và các quy định nhập khẩu nhưng phải chịu thuế suất rất cao, từ 80% đến 100%. (chi tiết Phụ lục 3).

Giá bán đường trong nước cao hơn so với giá thế giới. Tính trung bình trong năm 2008 giá bán lẻ đường tinh luyện (đường RE) trong nước cao hơn khoảng 20% so với giá bán buôn tại các nhà máy và nếu so với giá đường thế giới thì giá bán lẻ đường trong nước cao hơn khoảng 66% so với giá đường thế giới.

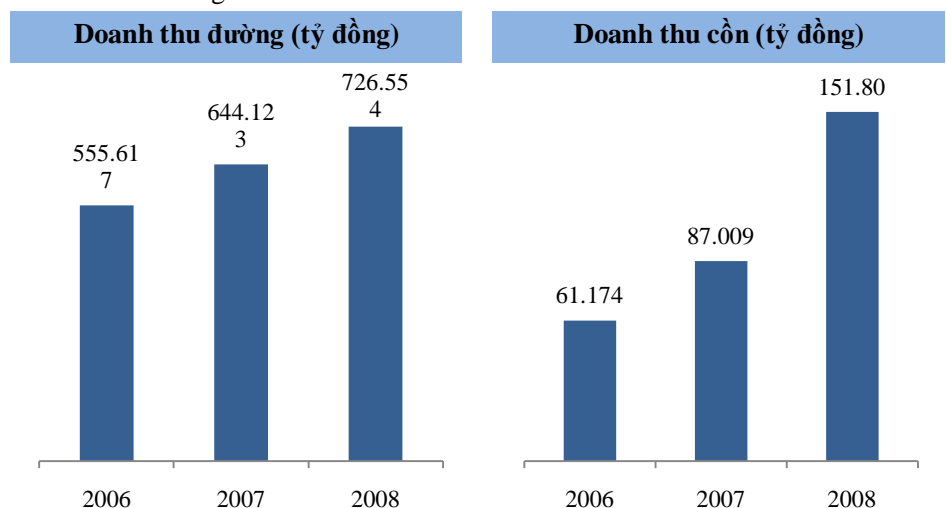


Nguồn: Bộ Tài chính, Bloomberg, BVSC

Áp lực cạnh tranh từ đường của Thái Lan nhập lậu qua biên giới Tây Nam. Mức giá bán đường trong nước cao đã hấp dẫn đường nhập lậu từ Thái Lan tràn qua biên giới phía Tây Nam và cạnh tranh với đường nội địa. Thái Lan hiện là nước xuất khẩu đường đứng thứ 4 trên thế giới với lượng đường xuất khẩu hàng năm khoảng 3 triệu tấn (gấp hơn 2 lần nhu cầu tiêu thụ đường của Việt Nam). Đường Thái Lan nhập lậu có giá bán rẻ hơn đường trong nước trong khi chất lượng được đánh giá cao hơn.

CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN (LASUCO)

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Lasuco là sản xuất đường và cồn. Sản phẩm chính của Công ty là các loại đường và cồn tinh chế, trong đó doanh thu từ đường chiếm khoảng 77% doanh thu hàng sản xuất và doanh thu từ cồn chiếm khoảng 16% doanh thu hàng sản xuất.



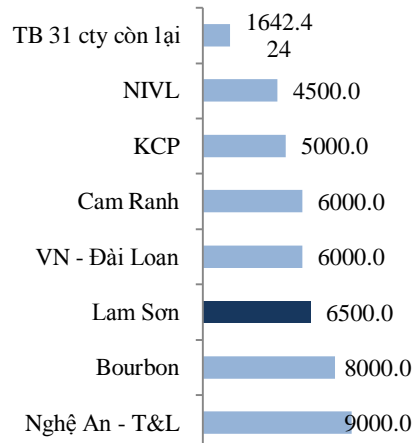
Nguồn: Lasuco, BVSC

Nguồn: Lasuco, BVSC

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH ĐƯỜNG

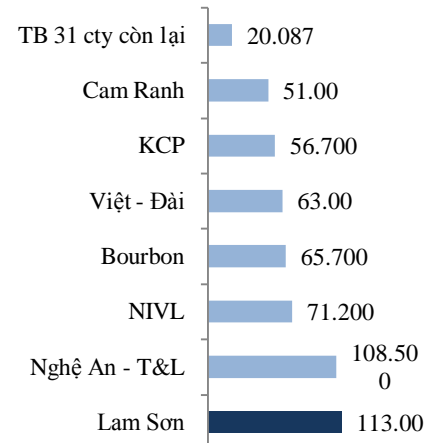
Lasuco là công ty sản xuất đường lớn nhất tại Việt Nam, chiếm 8,6% thị phần. Lasuco hiện có hai dây chuyền sản xuất đường với tổng công suất thiết kế đứng thứ 3 trong cả nước nhưng lại là công ty có sản lượng đường lớn nhất (113.000 tấn trong vụ ép 2007/2008). Nguyên nhân chủ yếu là do Lasuco có vùng nguyên liệu tốt, tận dụng được công suất sản xuất của dây chuyền, trong khi nhiều công ty khác hiện đang chạy dưới công suất do không đủ nguyên liệu đầu vào.

Công suất thiết kế (tấn mía/ngày)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, BVSC

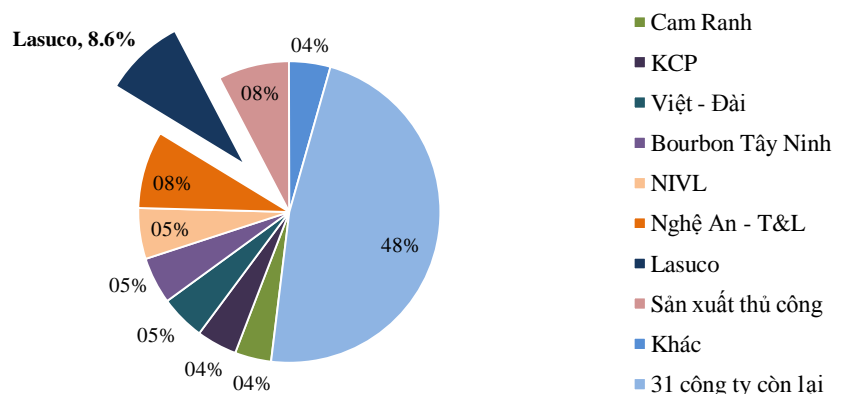
Sản lượng đường vụ 2007/08 (tấn)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, BVSC

Công ty đứng thứ hai về thị phần đường là Nghệ An T&L với thị phần 8,3%. Áp lực cạnh tranh trong việc phân phối sản phẩm giữa các công ty đường trong nước không cao do nguồn cung từ các doanh nghiệp trong nước hiện chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ. Sự cạnh tranh lớn nhất của Lasuco nói riêng và cả ngành đường nói chung hiện nay chủ yếu đến từ đường nhập lậu của Thái Lan qua biên giới phía Tây Nam.

Thị phần các công ty đường

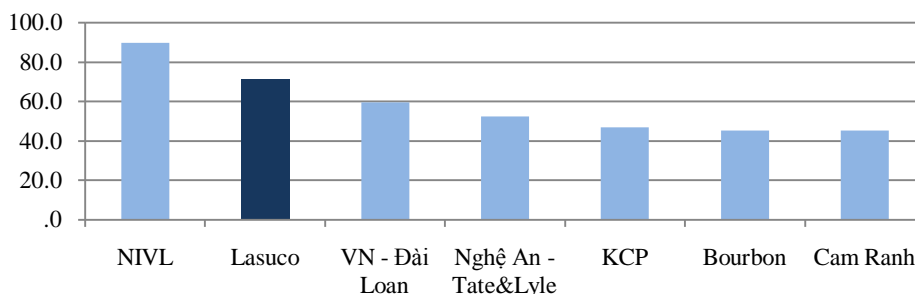


Nguồn: Bộ NN&PTNT, BVSC

Nguồn nguyên liệu ổn định. Vùng nguyên liệu mía của Lasuco nằm tại 11 huyện miền núi và trung du tỉnh Thanh Hóa với diện tích khoảng 15.500 ha. Đây là vùng nguyên liệu tương đối ổn định của Lasuco trong các năm qua do cây mía tại đây ít bị cạnh tranh bởi các cây trồng khác, đồng thời Công ty cũng luôn quan tâm hỗ trợ và nỗ lực đảm bảo lợi ích cho người nông dân trồng mía.

Năng suất mía cao. Nhờ ứng dụng những giống mía mới và cải tiến kỹ thuật canh tác nên năng suất vùng nguyên liệu mía của Lasuco đã tăng từ 55 tấn/ha trong vụ 2005-2006 lên 71,7 tấn/ha vụ 2007-2008. Hiện nay Lasuco đang tiếp tục nghiên cứu và áp dụng các kỹ thuật canh tác mới (hệ thống tưới nước nhỏ giọt hiện đang được áp dụng thử nghiệm, kết quả thử nghiệm cho thấy năng suất mía được tăng lên mức 121,3 tấn/ha) để nâng cao năng suất mía cũng như sản lượng đường trong mía.

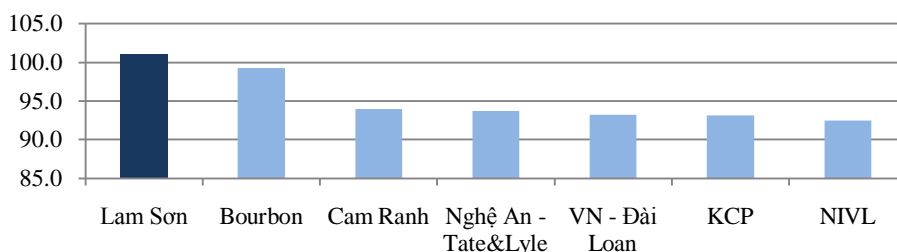
So sánh năng suất mía của 7 công ty lớn nhất trong ngành (tấn/ha)



Nguồn: Bộ NN&PTNT

Năng suất sản xuất đường đạt mức cao so với trung bình ngành. Trong niên vụ 2007-2008, năng suất sản xuất đường của Lasuco đạt mức 101,1 kg đường/1 tấn mía (trung bình ngành là 94,7). Trong số 7 công ty lớn nhất trong ngành thì năng suất đường của Lasuco đạt mức cao nhất.

So sánh năng suất đường của 7 công ty lớn nhất trong ngành (kg đường/1 tấn mía)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, BVSC

Sản lượng mía trong niên vụ 2008-2009 có thể giảm khoảng 14% so với niên vụ trước.

Sản lượng mía có thể sẽ giảm nhẹ trong vụ ép 2008-2009 do ảnh hưởng của cơn bão số 5. Theo dự báo của Lasuco, năng suất mía trong vụ ép 2008-2009 có thể giảm xuống mức 63 tấn/ha. Thêm vào đó, trong vụ ép 2008 -2009, diện tích vùng nguyên liệu mía của Công ty dự kiến giảm khoảng 296 ha, xuống mức còn 15.295 ha. Do vậy, sản lượng mía trong niên vụ tới có thể giảm khoảng 14%.

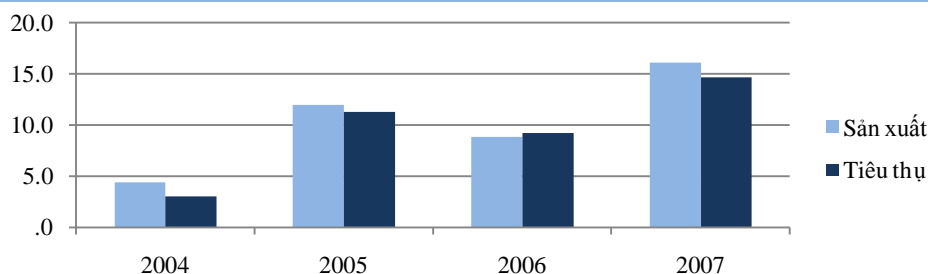
Giá thu mua nguyên liệu mía vụ 2008 -2009 tăng khoảng 30% so với vụ trước. Lasuco thực hiện tăng giá thu mua nguyên liệu mía nhằm khuyến khích người nông dân trồng mía, theo đó giá mua mía lán mía sạch 10 CCS tại bàn cân Nhà máy là 550.000 đồng/tấn, riêng đối với mía thu hoạch từ đầu vụ (từ 10/11/2008 – 10/12/2008) thì giá mua là 600.000 đồng/kg.

Biên lợi nhuận gộp của Công ty giảm mạnh từ quý 4/2008 do Lasuco tăng giá mua nguyên liệu mía vụ 2008-2009.

So với vụ ép trước thì giá mía vụ 2008-2009 tăng khoảng 30%. Việc tăng giá thu mua nguyên liệu mía làm giảm biên lợi nhuận quý 4/2008 và có thể tiếp tục làm giảm biên lợi nhuận của Lasuco trong năm 2009. Tuy nhiên, biện pháp này sẽ khuyến khích người nông dân yên tâm với nghề trồng mía, nhờ đó tiếp tục đảm bảo duy trì sự ổn định về nguồn nguyên liệu mía cho hoạt động sản xuất của Công ty.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CỒN

Hoạt động kinh doanh cồn. Nguyên liệu chính dùng sản xuất cồn là mật rỉ, là một loại nguyên liệu được hình thành trong quá trình sản xuất đường. Nhằm tận dụng nguồn nguyên liệu mật rỉ để tối đa hóa lợi nhuận, Lasuco đã đầu tư dây chuyền sản xuất cồn thứ 2 với công suất 25 triệu lít/năm vào năm 2004, nâng tổng công suất dây chuyền sản xuất cồn lên mức 27 triệu lít/năm (dây chuyền cũ có công suất 1,9 triệu lít/năm, được đầu tư từ năm 1992).

Sản xuất và tiêu thụ cồn (triệu lít)

Nguồn: Lasuco, BVSC

Với công suất sản xuất mía hiện tại, nguồn nguyên liệu mật rỉ dùng cho sản xuất cồn của Lasuco chỉ đáp ứng được khoảng 50% - 60% công suất dây chuyền sản xuất cồn. Do vậy, hàng năm Công ty vẫn phải mua thêm một lượng mật rỉ nhất định từ các công ty đường khác. Tuy nhiên, hiện nay nhà máy cồn của Lasuco vẫn chỉ có thể hoạt động ở mức 75% công suất thiết kế.

Sản xuất cồn là ngành sản xuất có nhiều tiềm năng. Sản phẩm cồn tinh chế do Lasuco sản xuất có chất lượng cao dùng để xuất khẩu, dùng để làm nguyên liệu xăng pha cồn có nguồn gốc từ thiên nhiên. Trong những năm gần đây, sự phụ thuộc quá lớn vào nguồn năng lượng dầu mỏ đã khiến cho nhiều quốc gia đẩy mạnh việc sản xuất cồn để đa dạng hóa nguồn năng lượng, nhằm đảm bảo vấn đề an ninh năng lượng. Nhiều quốc gia trên thế giới hiện đã sản xuất xăng pha cồn để vận hành xe hơi như Mỹ, Brazil, Trung Quốc, Australia, Thái Lan....

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đạt mức khá. Năm 2007, Lasuco đạt mức tăng trưởng doanh thu 14% và lợi nhuận ròng tăng 33%. Việc hạn chế được đường nhập lậu từ biên giới Tây Nam đã giúp cho sản lượng đường tiêu thụ của Công ty năm 2007 tăng 68% so với năm 2006 (năm 2006 ngành đường gặp khó khăn về tiêu thụ do đường Thái Lan nhập lậu vào Việt Nam nhiều). Doanh thu của Công ty năm 2008 đạt mức 1.132 tỷ đồng (tăng 18,8% so với năm 2007) và lợi nhuận sau thuế đạt mức 92,6 tỷ đồng (tăng 10,9% so với năm 2007).

Năm 2008, Lasuco đã trích lập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính là 48 tỷ đồng.

Trích lập dự phòng cho hoạt động đầu tư tài chính. Hiện nay, Lasuco đang có danh mục đầu tư cổ phiếu dài hạn tính đến thời điểm cuối năm 2008 có giá trị là 216 tỷ đồng. Trong trường giá cổ phiếu giảm, Lasuco sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư cổ phiếu. Tổng mức trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính trong năm 2008 là 48 tỷ đồng (trích lập cho đầu tư tài chính ngắn hạn là 20,6 tỷ đồng và trích lập cho đầu tư tài chính dài hạn là 27,4 tỷ đồng). Nếu căn cứ vào giá giao dịch hiện tại của các cổ phiếu OTC, có thể Lasuco sẽ phải trích lập dự phòng tài chính bổ sung cho các khoản đầu tư.

Một số khoản đầu tư cổ phiếu chính của Lasuco

Khoản mục đầu tư	Số lượng cổ phần (cổ phần)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Giá mua trung bình (đồng/CP)	Giá thị trường 26/12/2008 (đồng/CP)	Chênh lệch giá trị thị trường và giá trị đầu tư (tỷ đồng)
Sacomreal	2.500.000	76,1	30.440	12.000	-46,1
Chứng chỉ quỹ VF4	3.000.000	30,5	10.150	4.100	-18,2
Chứng chỉ quỹ Tiger Fund	3.000.000	30,3	10.100	n/a	n/a
Bảo hiểm Viễn Đông	2.314.200	23,1	10.000	5.000	-11,6
Vietcombank	200.000	21,3	106.300	30.000	-15,3
Tổng công ty Bảo hiểm Việt Nam	250.000	17,7	70.728	20.000	-12,7
TỔNG		199			-103,9

Nguồn: Lasuco, Báo Đầu tư chứng khoán ngày 26/12/2008, Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, BVSC

Biên lợi nhuận giảm mạnh trong quý 4/2008. Từ năm 2006 đến hết quý 3/2008, lợi nhuận gộp biên của Công ty được duy trì tương đối ổn định ở mức khoảng 18% - 21%. Tuy nhiên, do Công ty chỉ động nâng giá thu mua mía vụ 2008 -2009 làm chi phí nguyên liệu mía tăng khoảng 30% so với vụ trước nên biên lợi nhuận gộp trong quý 4 giảm xuống còn 11,3%.

Biên lợi nhuận gộp và Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh

	2006	2007	Q1/08	Q2/08	Q3/08	Q4/08
Biên LN gộp	19,7%	18,1%	20,7%	19,3%	20,0%	11,3%
Biên LN HĐKD	10,6%	13,1%	13,8%	15,1%	9,2%	4,1%

Nguồn: Lasuco, BVSC

RỦI RO

Rủi ro nguồn nguyên liệu. Sản lượng mía nguyên liệu hàng năm chịu ảnh hưởng lớn bởi sự tác động của thời tiết. Vào những năm gặp bão hoặc hạn hán, năng suất mía có thể sẽ bị ảnh hưởng gây ra sự sụt giảm và thiếu hụt nguồn nguyên liệu mía phục vụ cho sản xuất. Ngoài ra, nếu người nông dân trồng mía chuyển đổi sang những cây trồng khác cũng sẽ làm sụt giảm diện tích vùng nguyên liệu và làm giảm sản lượng mía. Sản lượng mía giảm sẽ dẫn tới sự sụt giảm về sản lượng đường.

Rủi ro cạnh tranh từ đường nhập khẩu. Ngành đường Việt Nam đang được hưởng lợi do sự bảo hộ của Nhà nước bằng công cụ hạn ngạch và thuế quan. Hiện nay, thuế nhập khẩu đường từ các nước ASEAN mặc dù tương đối thấp nhưng do hạn ngạch nhập khẩu thấp nên áp lực cạnh tranh từ đường nhập khẩu chính ngạch là không cao. Tuy vậy, Lasuco và các công ty đường trong nước vẫn chịu sự cạnh tranh từ đường Thái Lan nhập lậu qua biên giới phía nam. Đường nhập lậu vào nhiều sẽ làm cho Công ty phải giảm giá bán và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Rủi ro từ sự thay đổi chính sách bảo hộ của Chính phủ. Trong trường hợp Chính phủ mở rộng hạn ngạch nhập khẩu hoặc dỡ bỏ hạn ngạch thì đường nhập khẩu từ Thái Lan có thể tràn vào Việt Nam với mức giá rẻ. Lasuco và các công ty đường trong nước có thể sẽ phải giảm giá bán xuống mức ngang bằng với giá nhập khẩu, dẫn đến lợi nhuận biên bị suy giảm.

Rủi ro từ hoạt động đầu tư tài chính. Tính đến thời điểm cuối năm 2008, tổng giá trị các khoản đầu tư vào cổ phiếu và góp vốn cổ phần của Công ty là 254,8 tỷ đồng (38,2 tỷ đồng cổ phiếu ngắn hạn và 216,6 tỷ đồng cổ phiếu dài hạn). Tính đến thời điểm 31/12/2008, Công ty đã trích lập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư tài chính là 49,6 tỷ đồng (mức trích lập trong riêng năm 2008 là 48 tỷ đồng). Trong trường hợp giá những loại cổ phiếu mà Lasuco đang nắm giữ tiếp tục giảm thêm, Công ty sẽ phải trích lập thêm dự phòng giảm giá cổ phiếu đầu tư và dẫn đến sự suy giảm lợi nhuận của công ty.

ĐỊNH GIÁ

Các giả định cơ bản:

- Diện tích vùng nguyên liệu mía của Lasuco được dự kiến sẽ duy trì ở mức 15.295 ha. Do ảnh hưởng của bão nên năng suất mía trong vụ 2008 -2009 dự kiến sẽ chỉ đạt 63 tấn/ha (giảm 12% so với niên vụ trước). Từ niên vụ 2009-2010 trở đi, năng suất mía giả định sẽ được duy trì ở mức 71,7 tấn/ha.
- Chất lượng cây mía và công nghệ sản xuất giả định sẽ không thay đổi. Do đó, các tỷ lệ về hiệu suất sản xuất đường, tỷ lệ mật rỉ thu được, hiệu suất sản xuất cồn từ mật rỉ, tỷ lệ phân vi sinh sản xuất được giả định sẽ không thay đổi trong tương lai. Đồng thời, khối lượng mật rỉ mua ngoài trong những năm sau cũng sẽ được giữ ở mức cố định như năm 2008.
- Kết quả kinh doanh của Công ty không tính đến tác động từ các hoạt động đầu tư tài chính có thể phát sinh trong tương lai. Tuy nhiên, giá trị cần phải trích lập thêm cho các khoản đầu tư tài chính (căn cứ vào giá tham khảo OTC) đã được tính đến trong các phương pháp định giá.

Kết quả định giá:

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng
FCFE (g = 4%, COE = 16,4%)	21.366	35%
FCFF (g = 4%, WACC = 15,7%)	20.367	35%
DDM (g = 4%; COE = 16,4%)	10.720	30%
Giá bình quân	17.823	

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Thuế suất nhập khẩu đường của Việt Nam để thực hiện hiệp định CEPT/AFTA giai đoạn 2006-2013

Mã	Loại đường	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Đường thô									
17011100	Đường mía	30%	30%	20%	10%	5%	5%	5%	5%
17011200	Đường củ cải	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
17019100	Đã pha thêm hương liệu	40%	30%	20%	10%	5%	5%	5%	5%
Đường tinh luyện									
17019911	Đường trắng	40%	30%	20%	10%	5%	5%	5%	5%
17019919	Loại khác	40%	30%	20%	10%	5%	5%	5%	5%

Nguồn: Bộ Tài chính

Phụ lục 2: Thuế nhập khẩu đường theo cam kết TRQ của Việt Nam khi gia nhập WTO

Mã	Loại đường	Thuế suất ban đầu trong hạn ngạch	Thuế suất cuối cùng trong hạn ngạch	Giai đoạn thực hiện
Đường thô				
17011100	Đường mía	30%	25%	2009
17011200	Đường củ cải	50%	50%	
17019100	Đã pha thêm hương liệu hoặc chất màu	60%	60%	
Đường tinh luyện				
17019911	Đường trắng	60	60%	
17019919	Loại khác	60%	60%	

Nguồn: Cam kết của Việt Nam khi gia nhập WTO

Phụ lục 3: Thuế suất nhập khẩu đường ngoài hạn ngạch

Mã	Mô tả	Thuế suất ngoài hạn ngạch
Đường thô		
1701110000	Đường mía	80%
1701120000	Đường củ cải	80%
1701910000	Đã pha thêm hương liệu hoặc chất màu	100%
Đường tinh luyện		
1701991100	Đường trắng	100%
1701991900	Loại khác	100%

Nguồn: Bộ Tài chính

Phụ lục 4: So sánh một số chỉ tiêu tài chính của các công ty đường niêm yết năm 2007

Chỉ tiêu	Đơn vị	Lam Sơn	Bourbon Tây Ninh	Biên Hòa
Công suất ép mía	tấn mía/ngày	6.500	8.000	3.500
Diện tích vùng nguyên liệu	ha	15.591	14.596	7.975
Năng suất mía	tấn/ha	71,7	45,4	45,1
Sản lượng mía	1000 tấn	1.118,0	662,0	360,0
Sản lượng đường	1000 tấn	113	65,7	35
Vốn điều lệ	tỷ đồng	300,0	1419,3	185,3
Tổng tài sản	tỷ đồng	893,7	1568,7	598,5
Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	614,7	1445,6	331,2
Tỷ lệ nợ/TTS	%	31,2	7,8	44,7
Doanh thu thuần	tỷ đồng	1.131,8	562,9	790,1
Lợi nhuận gộp	tỷ đồng	209,8	115,4	50,3
Lợi nhuận hoạt động KD	tỷ đồng	122,6	84,0	-43,5
Lợi nhuận sau thuế	tỷ đồng	95,2	81,5	-43,3
Biên lợi nhuận gộp	%	18,5	20,5	6,4
Biên lợi nhuận HDKD	%	10,8	14,9	-5,5
Biên lợi nhuận ròng	%	8,4	14,5	-5,5
ROA	%	10,7	5,2	-7,2
ROE	%	15,5	5,6	-13,1
EPS	đồng	3.173	574	-2.414
Giá trị sổ sách	đồng	20.489	10.186	17.872
Giá cổ phiếu (9/2/2009)	đồng	14.000	6.800	13.000
P/E	lần	4,41	11,85	
P/B	lần	0,68	0,67	0,73

Nguồn: VSE, BVSC

Phụ lục 5: Báo cáo kết quả kinh doanh

Đơn vị: 1.000.000 đồng

	2006	2007	2008	2009F	2010F
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch	835.864	951.894	1.131.769	1.079.206	1.180.232
Giá vốn hàng bán	671.584	779.691	922.016	934.777	1.006.394
Lợi nhuận gộp bán hàng và cung cấp dịch vụ	164.280	172.203	209.753	144.429	173.838
Doanh thu hoạt động tài chính	9.992	18.234	27.998	28.082	33.042
Chi phí tài chính	28.099	17.284	66.769	12.916	10.644
Chi phí bán hàng	26.060	22.596	18.608	21.681	23.710
Chi phí quản lý doanh nghiệp	31.290	25.431	29.727	28.589	31.266
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	88.823	125.127	122.646	109.325	141.260
Lợi nhuận khác	(14.648)	(8.396)	4.051	3.863	4.225
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	74.175	116.731	126.697	113.187	145.484
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	9.593	31.724	27.735	28.297	36.371
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	(190)	(2.732)	3.441	-	-
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	64.772	87.739	95.521	84.891	109.113

Phụ lục 6: Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: 1.000.000 đồng

	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tài sản ngắn hạn	477.648	499.097	366.159	525.193	570.410
Tiền và các khoản tương đương tiền	130.331	133.326	30.071	116.035	126.898
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	77.400	94.786	32.308	87.084	95.236
Các khoản phải thu ngắn hạn	107.367	152.841	179.443	195.591	211.829
Hàng tồn kho	142.068	103.290	108.429	110.331	118.784
Tài sản ngắn hạn khác	20.482	14.854	15.909	16.151	17.663
Tài sản dài hạn	436.052	490.193	527.570	429.243	432.923
Các khoản phải thu dài hạn	3.147	1.748	4.543	3.459	3.783
Tài sản cố định hữu hình	343.816	210.204	218.945	125.533	130.929
Tài sản cố định vô hình	38.085	43.499	41.798	39.411	37.370
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	3.245	12.968	1.444	-	-
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	44.858	215.489	256.354	256.354	256.354
Tài sản dài hạn khác	2.902	6.284	4.487	4.487	4.487
<u>TỔNG TÀI SẢN</u>	913.700	989.290	893.730	954.436	1.003.333
Nợ phải trả	391.125	342.637	279.073	319.991	310.044
Nợ ngắn hạn	210.436	213.898	168.605	231.621	243.143
Nợ dài hạn	180.689	128.739	110.468	88.369	66.901
Vốn chủ sở hữu	495.075	618.023	593.966	613.755	672.598
Vốn chủ sở hữu	477.774	595.656	568.404	579.703	627.635
Nguồn kinh phí và quỹ khác	17.301	22.367	25.563	34.052	44.963
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.500	28.630	20.690	20.690	20.690
<u>TỔNG NGUỒN VỐN</u>	913.700	989.290	893.730	954.436	1.003.333

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 Bảo Việt (BVSC) 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 thể hiện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu 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.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84-4-928 8080
Fax: 84-4-928 9899

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 11 & 72 Nguyễn Công Trứ, Quận I, TP
Hồ Chí Minh
Tel: 84-8-821 8564
Fax: 84-8-914 7477

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH**PHÓ TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH**

Nguyễn Lương Tân tannguyen@bvsc.com.vn

Vũ Thị Thanh Quyên quyenvtt@bvsc.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Dung dungntq@bvsc.com.vn

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Hải Dương duongnh@bvsc.com.vn

Nguyễn Quang Minh minhng@bvsc.com.vn

Vũ Thị Mai maivt@bvsc.com.vn

Lê Chí Thành thanhlc@bvsc.com.vn

Trần Thăng Long longtt@bvsc.com.vn

Nguyễn Tuấn Anh anhnt@bvsc.com.vn

Vũ Phương Nga ngavp@bvsc.com.vn

Hoàng Hồ Phú phuhh@bvsc.com.vn

Nguyễn Phi Hùng hungnp@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương luonglv@bvsc.com.vn