

**Kết quả kinh doanh năm 2011**

# CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN

**Doanh thu tăng trưởng bù đắp biên lợi nhuận sụt giảm 2012**

**Kết quả kinh doanh năm 2011 vượt 23% kế hoạch năm.** Trong quý 4/2011, LSS đã công bố doanh thu đạt 584 tỷ đồng (+31% y-o-y) và lợi nhuận ròng đạt 118 tỷ đồng (+22% y-o-y). Lũy kế năm 2011, công ty đã báo cáo doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) lần lượt đạt 2,039 tỷ đồng (+52% y-o-y) và 415 tỷ đồng (+39% y-o-y). Kết quả trên đến từ: (i) doanh thu thành phẩm tăng 32% và doanh thu thương mại tăng gần gấp 4 lần; (ii) lợi nhuận đáng kể từ hoạt động thanh lý tài sản cố định (55 tỷ đồng) và (iii) thuế thu nhập doanh nghiệp giảm 30% trong năm 2011. Tuy nhiên, LNR có mức tăng trưởng thấp hơn, phần lớn là do tỷ suất lợi nhuận gộp bị thu hẹp và chi phí lãi vay tăng đáng kể. Nhìn chung, so với mục tiêu năm 2011, LSS đã hoàn thành vượt mức 30% về doanh thu và 23% về LNR, đồng thời cao hơn tương ứng 40% và 28% so với dự phóng của chúng tôi.

**Dự kiến tăng trưởng lợi nhuận 9% năm 2012.** LSS chưa công bố kế hoạch chính thức của năm 2012, tuy nhiên theo thông tin mới nhất được đăng tải trên website công ty, lợi nhuận trước thuế năm 2012 kỳ vọng đạt khoảng 562 tỷ đồng (+9% yoy) trên cơ sở kỳ vọng sản lượng sản xuất dự kiến gia tăng nhờ mở rộng vùng nguyên liệu và công suất nhà máy.

**Dự phóng lợi nhuận năm 2012 đạt 365 tỷ đồng (-12% y-o-y).** Chúng tôi giả định LSS sẽ tiêu thụ khoảng 112,000 tấn đường với giá bán trung bình khoảng 16,300 đồng/kg, đem lại doanh thu bán hàng khoảng 1,998 tỷ đồng (+27% y-o-y), và tổng doanh thu tương ứng khoảng 2,462 tỷ đồng (+21% y-o-y). Theo đó, hoạt động kinh doanh chính có thể sẽ đóng góp khoảng 514 tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận ở mức 21%. Với khoản lỗ 24 tỷ đồng từ hoạt động tài chính, LNR được dự phóng ở mức 365 tỷ đồng (-12% y-o-y). Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường khác là 55 tỷ đồng và mức thuế ưu đãi giảm 30% trong năm 2011, kết quả dự phóng lợi nhuận năm 2012 vẫn tăng trưởng khoảng 6%.

**Khuyến nghị MUA, với mức giá mục tiêu 36,500 đồng.** So sánh với các công ty cùng ngành về tính thanh khoản, khả năng sinh lời, quy mô hoạt động và các rủi ro liên quan, chúng tôi kỳ vọng P/E của LSS ở mức 5x, tương đương kỳ vọng của ngành. Dựa trên EPS dự phóng năm 2012 là 7,292 đồng, giá mục tiêu được thiết lập tại mức 36,500 đồng (tính trên vốn điều lệ hiện tại 500 tỷ đồng), cao hơn 32% so với mức giá hiện hành. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của LSS.

**Thông tin tài chính**

VND'tỷ	FY10	FY11	FY12F	FY13F	Mục tiêu FY12
Doanh thu	1,338	2,039	2,462	2,723	-
LN trước thuế	394	517	489	534	562
LN sau thuế	300	415	365	398	-
Tỷ lệ tăng trưởng	89%	39%	-12%	9%	-
EPS (VND)	7,490	8,298	7,292	7,956	-
DPS	2,500	3,500	2,500	2,500	-
Tỷ suất cổ tức	9%	17%	9%	9%	-
Giá trị sổ sách (VND)	29,837	28,454	30,950	36,406	-
ROA	24%	22%	-	-	-
ROE	32%	32%	24%	22%	-
P/E (x)	3.6	2.4	3.8	3.5	-
P/BV (x)	0.9	0.7	0.9	0.8	-

Nguồn: LSS và SBS dự phóng

**MUA**

Giá hiện tại	VND 26,500
Giá mục tiêu	VND 36,500
Giá mục tiêu cũ	VND 26,000

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

<b>Giá</b>	
Cao nhất trong 52 tuần	VND 30,700
Thấp nhất trong 52 tuần	VND 18,100
Khối lượng giao dịch trung bình	118,000
<b>Dữ liệu cổ phiếu</b>	
KLCP đang lưu hành	50,000,000
Mệnh giá	VND 10,000
Vốn hóa thị trường	VND 1,325 B
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.00%
Sở hữu nước ngoài	17.44%
Sở hữu nhà nước	9.11%
Nguồn: SBS	

**THÔNG TIN TÀI CHÍNH (VND'tỷ)**

Năm	2009	2010	2011
Doanh thu	1,100	1,338	2,039
LN gộp (VND'bn)	227	478	620
LN ròng (VND'bn)	158	300	417
Tổng tài sản	998	1,550	2,184
ROE (%)	25%	32%	30%
EPS (VND/CP)	5,278	8,558	9,220
Nguồn: SBS			

**Biến động giá cổ phiếu trong 6 tháng ('000)**

**Nguyễn Hoàng Bích Ngọc**

ngoc.nhb@sbsc.com.vn

+84 (8) 6268 6868, ext: 8854

**Lương Thị Thảo, CFA**

thao.lt@sbsc.com.vn

**Cập nhật kết quả quý 4/2011**

VND'tỷ	4Q11	4Q10	y-o-y	q-o-q	FY11	FY10	y-o-y	Nhận định kết quả quý 4/2011 (y-o-y)
<b>Doanh thu</b>	584	445	31%	27%	2,039	1,338	52%	<b>Doanh thu tăng trưởng cao do:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu thành phẩm tăng 28%, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ tăng.</li> <li>Doanh thu hàng hóa tăng 39% (đóng góp 26% trên tổng doanh thu).</li> </ul>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	140	137	2%	-16%	620	478	30%	
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	24%	31%			30%	36%		Tỷ suất lợi nhuận gộp bị thu hẹp do giá mía cao hơn trong mùa vụ 2011/12.
<b>Tỷ lệ chi phí hoạt động</b>	7.3%	4.4%			7.0%	8.0%		
<b>Lợi nhuận tài chính</b>	8	10			(9)	24		Lãi ròng do chênh lệch tỷ giá tăng từ âm 6.5 tỷ đồng lên 13.7 tỷ đồng, bù đắp một phần cho i) chi phí lãi vay tăng đột biến (từ 1.5 tỷ đồng tăng lên 8.4 tỷ đồng), ii) lãi tiền gửi giảm (từ 8.8 tỷ đồng giảm còn 1.0 tỷ đồng) and iii) giảm hoàn nhập dự phòng cho hoạt động đầu tư tài chính (từ 9.3 tỷ đồng giảm xuống còn 2.0 tỷ đồng).
<b>Lợi nhuận từ công ty liên kết</b>	(7.1)	0.4			(7.0)	(0.8)		
<b>Lợi nhuận khác</b>	23.3	0.7	31x	-24%	54.8	0.3		Lợi nhuận phát sinh từ hoạt động thanh lý tài sản cố định đạt 24 tỷ đồng.
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	122	128	-5%	-18%	517	394	31%	
<b>Thuế TNDN</b>	3	30	-91%	-92%	100	93	8%	
<b>Thuế suất</b>	2%	23%			19%	24%		Thuế TNDN giảm xuống còn 2%, nhờ được hưởng mức thuế ưu đãi giảm 30% trong năm 2011 theo Nghị định 101/2011/NĐ-CP ban hành ngày 4/11/2011, áp dụng cho các DN sản xuất sử dụng nhiều lao động.
<b>LNR</b>	118	96	22%	6%	415	300	39%	
<b>Tỷ suất LNR</b>	20%	22%			20%	22%		

Source: LSS, SBS est.

**Kết quả kinh doanh năm 2011**

Doanh thu tăng 52% y-o-y đạt 2,039 tỷ đồng, trong khi LNR tăng 39% y-o-y đạt 415 tỷ đồng trong năm 2011. Kết quả khả quan trong năm qua đến từ:

- Doanh thu tăng trưởng:** (i) doanh thu sản xuất (chiếm 89% và 77% tổng doanh thu tương ứng vào năm 2010 và 2011) tăng 32% ước tính do giá bán bình quân được cải thiện 13% và sản lượng tiêu thụ tăng 16%, (ii) doanh thu thương mại tăng gần gấp 4 lần từ 116 tỷ đồng lên 429 tỷ đồng.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 36% (FY10) xuống còn 30% (FY11),** do: (i) tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động sản xuất giảm nhẹ xuống 38% (so với 39% trong năm 2010) do sự gia tăng giá mía được bù đắp bởi việc cải thiện giá bán bình quân, và (ii) tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động thương mại tăng từ 1% lên 3%.
- Hoạt động tài chính ghi nhận lỗ (từ mức lãi 24 tỷ đồng năm 2010 giảm xuống -9 tỷ đồng trong năm 2011)** do: (i) Nhu cầu vốn lưu động bình quân tăng mạnh (hơn gấp đôi từ 334 tỷ đồng lên 800 tỷ đồng) dẫn đến chi phí lãi vay tăng gần gấp 3 lần (từ 10 tỷ đồng tăng lên 26 tỷ đồng) và lãi tiền gửi và cho vay giảm từ 27 tỷ đồng xuống còn 16 tỷ đồng; (ii) cổ tức được chia đạt 3 tỷ đồng (so với 7 tỷ đồng năm 2010) và dự phòng đầu tư chứng khoán là 22 tỷ đồng (so với 8 tỷ đồng trong năm 2010). Trong năm 2011, LSS đã bán 750,000 cổ phiếu CTCP mía đường Sơn La và chuyển đổi CTCP Giấy Lam Sơn từ công ty liên kết thành công ty con. Tính đến ngày 31/12/2011, tổng vốn đầu tư tài chính dài hạn đạt 100 tỷ đồng với mức dự phòng khoản 28 tỷ đồng; (iii) doanh thu hoạt động tài chính khác đạt 0.5 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với năm trước (9.4 tỷ đồng). Các khoản sụt giảm trên được bù đắp một phần từ lãi tỷ giá (tăng từ âm 7 tỷ đồng tăng lên 14 tỷ đồng).
- Lợi nhuận khác đạt 55 tỷ đồng** (so với 0.3 tỷ đồng trong năm 2010) từ hoạt động thanh lý tài sản cố định.
- Thuế suất thuế TNDN được giảm từ 24% xuống 19%,** do được hưởng chính sách thuế ưu đãi, chủ yếu được ghi nhận trong quý 4/2011.



Doanh thu và lợi nhuận thực tế năm 2011, cao hơn 40% và 28% so với dự phóng của chúng tôi, chủ yếu do: (i) doanh thu thương mại tăng đột biến, (ii) thu nhập bất thường từ việc thanh lý tài sản cố định (iii) chính sách thuế ưu đãi trong năm.

Triển vọng năm 2012

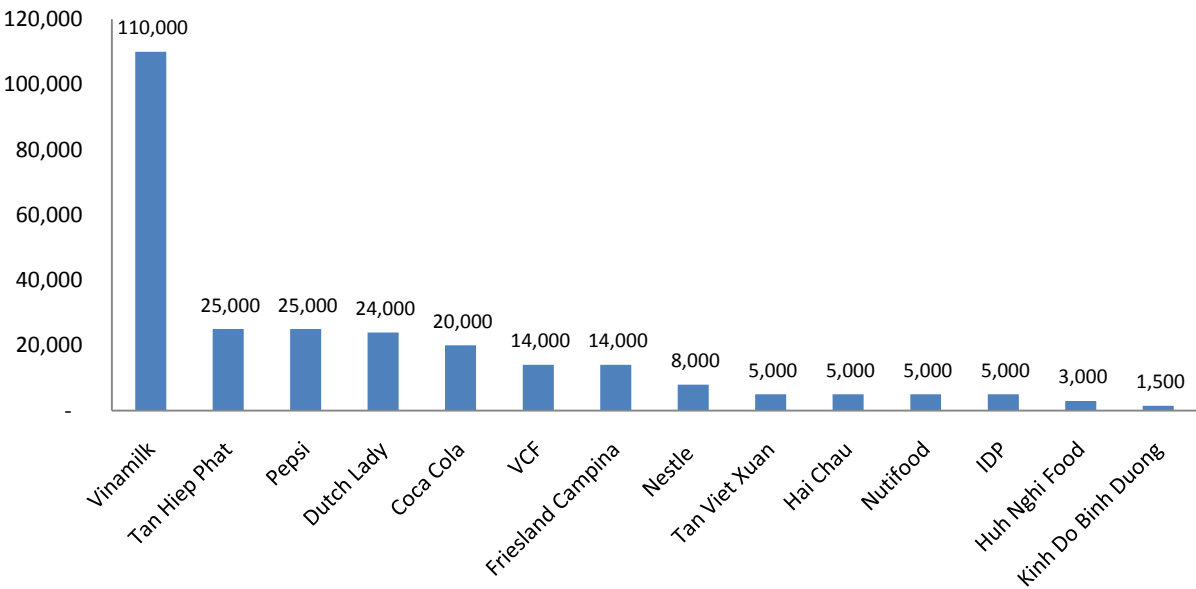
**Giá đường vẫn trong xu hướng giảm, trong khi nhiều công ty chế biến thực phẩm đăng ký nhập khẩu 268,000 tấn đường**

Tính đến ngày 15/3/2012, tổng sản lượng mía ép lên đến 10.5 triệu tấn (+8% y-o-y), tương đương 909,300 tấn đường thành phẩm (+6% y-o-y). Từ ngày 15/2 đến 15/3/2012, sản lượng tiêu thụ ước đạt 116,800 tấn, đưa tổng lượng tiêu thụ từ đầu năm lên 391,300 tấn (-1.2% y-o-y). Giá bán (sau VAT) đã giảm còn 15,000-17,000 đồng/kg, nhiều khả năng do các nhà sản xuất cố gắng giảm bớt lượng hàng tồn kho đang ngày càng gia tăng.

Mặc dù tình hình tiêu thụ đường trong nước khó khăn, một số nhà sản xuất bánh kẹo, sữa và nước giải khát đã đề nghị nhập khẩu 268,000 tấn đường trong năm 2012. Theo đại diện của một số công ty trên, đề xuất nhập khẩu đường là do (i) giá nhập khẩu thấp hơn giá trong nước, (ii) việc nhập khẩu yêu cầu mức ứng trước thấp hơn so với hoạt động thu mua đường trong nước (10% so với ít nhất 50% trên tổng giá trị hợp đồng), và (iii) nguồn cung và giá bán trong nước không ổn định. Bộ Công Thương đã yêu cầu Vụ Công Nghiệp Nhẹ tổng hợp nhu cầu của các nhà sản xuất thực phẩm và hợp tác với Hiệp hội mía đường Việt Nam để tận dụng tốt hơn nguồn cung đường trong nước. Kết quả sẽ được báo cáo trong tháng 4 và được sử dụng làm cơ sở xác định hạn ngạch nhập khẩu đường.

Bên cạnh đề nghị xuất khẩu 100,000 – 150,000 tấn đường thông qua đường tiểu ngạch, Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn dự kiến thực hiện biện pháp hỗ trợ khác (bắt đầu từ tháng 5), theo đó khoảng 3,200 tỷ đồng hỗ trợ phi lãi suất các công ty tạm trữ đường 200,000 tấn đường trong thời gian 3 tháng.

Khối lượng đăng ký nhập khẩu của một số doanh nghiệp sản xuất thực phẩm (tấn)



Nguồn: infonet

Năng lực sản xuất gia tăng

Từ 8/3/2012, nhà máy đường số 2 đã được nâng cấp từ 4,500 lên 8,000 tấn mía/ngày, nâng tổng công suất lên 10,500 tấn mía/ngày, cao hơn 50% so với năng lực trước đây. Theo đó, LSS đã trở thành nhà máy sản xuất đường lớn nhất Việt Nam. Vùng nguyên liệu đạt 15,500ha (+23% y-o-y), đem lại sản lượng mía ép khoảng 900,000 tấn (+19% y-o-y), có khả năng đáp ứng 70% công suất mở rộng của công ty và thu được tổng sản lượng đường sản xuất khoảng 105,800 tấn (+16 y-o-y). Mùa vụ 2012/2013, diện tích trồng mía dự kiến tiếp tục được mở rộng lên 16,200ha (+5% y-o-y).

Trong những năm tiếp theo, LSS lên kế hoạch tiếp tục tập trung cải thiện năng suất lên 100 tấn mía/ha và mở rộng vùng mía lên 16,500ha đến mùa vụ 2020/2021.

### Dự phóng lợi nhuận năm 2012 đạt 365 tỷ đồng (-12% y-o-y)

Chúng tôi dự phóng doanh thu sản xuất của LSS trong năm 2012 đạt 1,998 tỷ đồng (+27% y-o-y), dựa trên (i) 112,000 tấn đường tiêu thụ (bao gồm phần lớn sản lượng của mùa vụ 2011/2012 và một phần của mùa vụ 2012/2013) với giá bán bình quân là 16,300 đồng/kg (ước tính, -4% y-o-y) và (ii) 11 triệu lít cồn với giá bán là 15,000 đồng/lít (-4% y-o-y). Kết hợp với các khoản doanh thu khác, tổng doanh thu bán hàng ước đạt 2,462 tỷ đồng (+21% y-o-y).

Tỷ suất lợi nhuận gộp ước đạt 27%, dựa trên giả định chi phí mía tăng 5% và giá bán bình quân giảm 4%.

Lợi nhuận tài chính – Trong năm nay, dự kiến công ty tiếp tục tăng khoản vay dài hạn (đặc biệt vào thời điểm đầu năm nhằm thanh toán chi phí máy móc thiết bị cho nhà máy 2) kết hợp với các khoản vay cũ không được vốn hóa sau khi nhà máy 2 đi vào hoạt động dẫn đến chi phí lãi vay cao hơn và lợi nhuận tài chính dự phóng tiếp tục âm 24 tỷ đồng. Mặc dù thị trường chứng khoán đã có dấu hiệu cải thiện, nhưng trên quan điểm thận trọng dự phóng của chúng tôi chưa tính đến các khoản hoàn nhập dự phòng từ hoạt động đầu tư tài chính.

Dựa trên các giả định trên, LNR năm 2012 ước đạt 365 tỷ đồng (-12% y-o-y) và lợi nhuận trước thuế đạt mức 489 tỷ đồng (-5% y-o-y), thấp hơn 13% so với mục tiêu của LSS là 562 tỷ đồng.

### Dự phóng tài chính năm 2012 & 2013

	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY12 – mục tiêu của LSS
<b>Doanh thu</b>	<b>1,132</b>	<b>1,100</b>	<b>1,338</b>	<b>2,039</b>	<b>2,462</b>	<b>2,723</b>	
Giá vốn hàng bán	923	872	860	1,419	1,792	2,000	
Lợi nhuận gộp	209	227	478	620	671	722	
Chi phí bán hàng	18	20	21	27	33	37	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	30	51	87	114	123	136	
<b>LN từ hoạt động kinh doanh chính</b>	<b>161</b>	<b>157</b>	<b>371</b>	<b>478</b>	<b>514</b>	<b>549</b>	
LN từ hoạt động tài chính	(71)	56	24	(9)	(24)	(14)	
LN từ công ty liên kết	(0)	1	(1)	(7)	(1)	(1)	
LN khác	4	(1)	0	55			
LN trước thuế	94	212	394	517	489	534	562
Thuế TNDN	21	49	93	100	122	133	
<b>LN sau thuế</b>	<b>73</b>	<b>163</b>	<b>301</b>	<b>417</b>	<b>367</b>	<b>400</b>	
<b>LN thuần</b>	<b>70</b>	<b>158</b>	<b>300</b>	<b>415</b>	<b>365</b>	<b>398</b>	
<b>EPS</b>	<b>2,417</b>	<b>5,455</b>	<b>7,490</b>	<b>8,298</b>	<b>7,292</b>	<b>7,956</b>	

Nguồn: LSS, SBS dự phóng

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi chạm đáy tại 16,900 đồng (giá đã điều chỉnh) vào ngày 27/12/2012, giá cổ phiếu LSS đã được phục hồi lên 27,700 đồng vào ngày 27/3/2012 với thanh khoản tương đối cao trong những tháng gần đây. Dựa trên mức giá đóng cửa ngày 27/3/2012 là 27,700 đồng, LSS đang được giao dịch tại mức P/E năm 2011 là 3.3x. Giá trị sổ sách tính đến ngày 31/12/2012 đạt 28,454 đồng/CP, tương ứng với mức P/BV năm 2011 là 1.0. Cổ tức năm 2011 được thiết lập tại mức 2,000 – 2,500 đồng/CP, trong đó 1,500 đồng/CP sẽ được chi trả vào ngày 20/4/2012 (ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 28/2/2012). Phần còn lại 500 – 1,000 đồng/CP đem lại tỷ suất cổ tức khoảng 4%, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng mức cổ tức có thể cao hơn theo kết quả kinh doanh khả quan năm 2011 (điều này sẽ được quyết định trong đại hội cổ đông thường niên sắp tới).

LSS duy trì vị thế là một trong những công ty hàng đầu về quy mô hoạt động, thị phần và khả năng sinh lời:

- Với việc nâng cấp nhà máy đường số 2, LSS đã trở thành nhà máy đường lớn nhất Việt Nam với công suất 10,500 tấn mía/ngày.
- Sở hữu 15,500 ha diện tích trồng mía, chiếm 6.4% tổng diện tích nguyên liệu của 38 nhà máy.
- Là một nhà cung cấp lớn với hơn 30% thị phần tại miền Bắc và khoảng 8% thị phần cả nước.
- Tỷ suất lợi nhuận cao so với các công ty trong ngành.

Kế hoạch kinh doanh						
Mùa vụ	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2015/16	2020/21
<b>SBT</b>						
Vùng nguyên liệu mía (ha)	9,700	11,772	11,917	12,000	16,000	20,000
Năng suất (tấn/ha)	48	51	77	70	77	80
Sản lượng mía ép (tấn)	467,000	602,382	920,324	840,000	1,200,000	1,600,000
Sản lượng đường sản xuất (tấn)	64,713	59,268	88,167	86,603	109,000	150,000
Thị phần tại miền Nam			20%	17%	17%	20%
Thị phần cả nước	7%	7%	8%	6%	6%	6%
Công suất (tấn mía/ngày)			9,000	9,000	9,000	16,000
<b>LSS</b>						
Vùng nguyên liệu mía (ha)	15,050	13,211	12,640	15,500	16,500	16,500
Năng suất (tấn/ha)	46	50	60	58	92	100
Sản lượng mía ép (tấn)	692,737	662,854	756,700	899,000	1,500,000	2,000,000
Sản lượng đường sản xuất (tấn)	77,352	79,031	91,000	105,765	200,000	250,000
Thị phần tại miền Bắc			32%	27%	33%	34%
Thị phần cả nước	9%	9%	8%	7%	10%	10%
Công suất (tấn mía/ngày)			7,000	10,500	10,500	10,500

Nguồn: SBT, LSS, VSA, SBS

Mặc dù kết quả kinh doanh tốt, vẫn có những rủi ro đáng cân nhắc khi đầu tư vào LSS, bao gồm:

- Trong năm 2012, 1.1 triệu cổ phiếu đã phát hành cho nhân viên của công ty và Hiệp hội mía đường Lam Sơn (giá vốn khoảng 10,700 đồng – 18,600 đồng) và 4.5 triệu cổ phiếu phát hành cho các đối tác chiến lược (tại giá 22,800 đồng sau điều chỉnh) sẽ được giải tỏa. Điều này có thể góp phần cải thiện tính thanh khoản, tuy nhiên áp lực chốt lời sẽ gia tăng gây áp lực đến khả năng tăng giá mạnh của cổ phiếu.
- LSS dự kiến tăng vốn từ 500 tỷ đồng lên 650 tỷ đồng trong năm 2012, nhưng kế hoạch cụ thể chưa được công bố. Trong trường hợp công ty phát hành thêm cổ phiếu hoặc trái phiếu chuyển đổi, giá mục tiêu sẽ bị ảnh hưởng.
- Tính đến ngày 31/12/2011, tổng vốn đầu tư dài hạn đạt 100 tỷ đồng chiếm 8% trên tổng vốn. Căn cứ vào chiến lược phát triển tập đoàn đa ngành của LSS, dự kiến danh mục đầu tư của công ty sẽ tiếp tục mở rộng trong thời gian tới.
- Ông Lê Văn Tam và những người có liên quan hiện nắm giữ 39% tổng số cổ phần. Như vậy, quyền hành tập trung vào nhóm cổ đông lớn này và quản trị doanh nghiệp có thể tiếp tục mang nặng tính gia đình.

So sánh các công ty trong ngành					
	BHS	SBT	LSS	NHS	SEC
Tài sản	1,282	2,315	2,184	597	614
Vốn chủ	565	1,788	1,423	281	259
Doanh thu	2,565	2,050	2,039	782	553
Tỷ suất LN gộp	11%	29%	30%	18%	28%
Tỷ suất LNR	6%	27%	20%	10%	18%
ROA	13%	26%	22%	16%	19%
ROE	28%	30%	32%	31%	43%
Cổ tức (VND/CP)	3,500	2,000	2,000 - 2,500	3,000	2,200
EPS	4,908	3,974	8,298	9,928	5,673
Giá trị sổ sách	18,821	13,623	28,454	34,716	14,866
Giá CP (27/03/2012)	18,000	15,500	27,700	24,000	17,400
Tỷ suất cổ tức	19%	13%	7% - 9%	13%	13%
P/E	3.7	3.9	3.3	2.4	3.1
P/BV	1.0	1.1	1.0	0.7	1.2

Nguồn: SBS thu thập dựa trên kết quả năm 2011

Với vị thế đầu ngành của LSS, chúng tôi cho rằng LSS xứng đáng được định giá ở mức P/E kỳ vọng cao hơn so với mức trung bình ngành. Tuy nhiên, xem xét các rủi ro liên quan, chúng tôi sử dụng mức P/E mục tiêu của ngành là 5x, xác định giá mục tiêu tại mức 36,500 đồng, dựa trên EPS dự phóng năm 2012 là 7,292 đồng (tính trên vốn điều lệ hiện tại đạt 500 tỷ đồng). Giá mục tiêu cao hơn 32% so với mức hiện hành. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu LSS.

**Thông tin khác** – Nhiều giao dịch của các cá nhân và tổ chức có liên quan được tiến hành trong thời gian gần đây

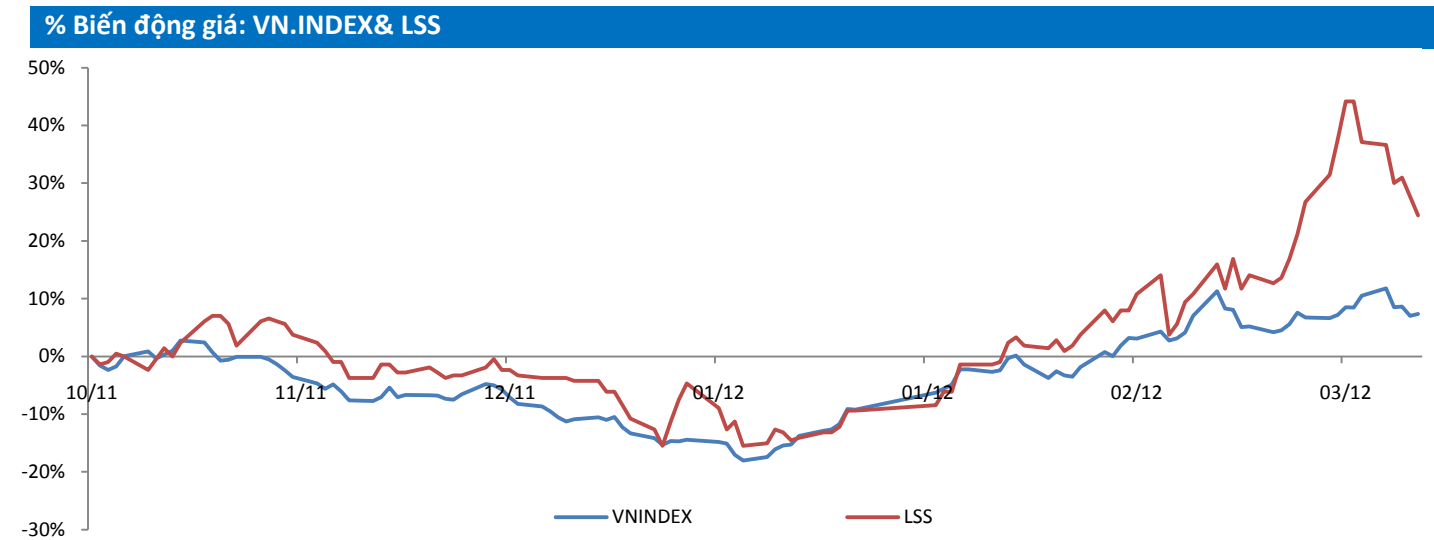
Giao dịch của các cá nhân và tổ chức có liên quan							
	SLCP sở hữu trước giao dịch	Số lượng đăng ký giao dịch		SLCP sở hữu sau giao dịch	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian thực hiện	
		Mua	Bán			Từ	Đến
CTCP Đầu tư phát triển Lam Sơn – Như Xuân	-	1,000,000	1,000,000	-	0.0%	27/3/2012	27/5/2012
Ông Lê Văn Tiến	421,712	400,000	400,000	421,712	0.8%	26/3/2012	24/5/2012
CTCP Đầu tư phát triển Tân Thành Đạt	4,118,837	3,000,000	1,000,000	6,118,837	12.2%	26/3/2012	26/5/2012
Ông Lê Trung Thành	1,993,192	300,000	200,000	2,093,192	4.2%	23/3/2012	23/5/2012

Nguồn: HSX

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'tỷ)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
<b>Tài sản</b>	<b>1,822.8</b>	<b>1,998.2</b>	<b>2,002.4</b>	<b>2,184.3</b>
Tài sản ngắn hạn	1,465.3	1,591.1	1,494.5	1,210.2
Tài sản dài hạn	357.6	407.1	507.9	974.2
Tài sản cố định	237.4	284.9	401.9	875.3
Đầu tư dài hạn	101.4	102.8	80.8	72.3
<b>Nguồn vốn</b>	<b>1,822.8</b>	<b>1,998.2</b>	<b>2,002.4</b>	<b>2,184.3</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>611.2</b>	<b>779.5</b>	<b>676.7</b>	<b>743.4</b>
Nợ ngắn hạn	529.8	534.1	414.5	456.8
Nợ dài hạn	81.4	245.4	262.2	286.5
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,198.2</b>	<b>1,205.2</b>	<b>1,308.4</b>	<b>1,422.7</b>
Nguồn vốn	1,177.1	1,158.4	1,262.2	1,378.5
Vốn điều lệ	400.0	400.0	500.0	500.0
Thặng dư vốn	280.4	280.3	180.3	180.3
LN chưa phân phối	341.7	245.8	288.4	404.4

KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'tỷ)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>438.7</b>	<b>555.3</b>	<b>460.9</b>	<b>583.9</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>438.7</b>	<b>555.3</b>	<b>460.7</b>	<b>583.9</b>
COGS	288.8	392.5	293.8	443.8
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>149.9</b>	<b>162.8</b>	<b>166.8</b>	<b>140.1</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	14.7	6.7	3.7	18.2
Chi phí hoạt động tài chính	5.7	16.9	19.1	17.1
<i>Lãi vay phải trả</i>	4.4	7.3	5.7	8.4
Chi phí bán hàng	5.0	7.3	4.6	10.6
Chi phí quản lý doanh nghiệp	27.3	25.5	29.4	32.2
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>126.6</b>	<b>119.8</b>	<b>117.5</b>	<b>98.4</b>
Thu nhập khác	0.1	1.3	56.3	1.0
Chi phí khác	0.2	0.4	25.6	(22.4)
<b>Tổng LN trước thuế</b>	<b>126.4</b>	<b>120.7</b>	<b>148.2</b>	<b>121.7</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	33.3	26.6	40.6	(10.0)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>95.2</b>	<b>91.8</b>	<b>111.3</b>	<b>118.9</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>95.1</b>	<b>91.4</b>	<b>110.6</b>	<b>117.7</b>

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Doanh thu	37.1%	73.7%	81.8%	27.3%
Lợi nhuận gộp	31%	38%	55%	2%
Lợi nhuận ròng	40%	10%	111%	25%
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>				
Lợi nhuận biên	34.2%	29.3%	36.2%	24.0%
EBIT biên	29.8%	23.1%	33.4%	22.3%
Lợi nhuận ròng biên	21.7%	16.5%	24.0%	20.2%
ROA (4Q)	23.0%	20.5%	21.2%	20.7%
ROE (4Q)	33.0%	30.8%	32.8%	33.4%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>				
Số ngày phải thu	29	28	22	20
Số ngày tồn kho	224	116	101	41
Số ngày phải trả	10	36	6	1
<b>Hệ số thanh toán</b>				
Thanh toán hiện hành	2.8	3.0	3.6	2.6
Thanh toán nhanh	1.4	2.0	2.8	2.2
Thanh toán tiền mặt	0.2	0.3	0.1	0.3
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Vốn chủ	51.9%	67.3%	53.6%	53.9%
Tổng nợ/Tổng tài sản	33.5%	39.0%	33.8%	34.0%
Tổng tài sản/Vốn chủ	154.9%	172.5%	158.6%	158.5%
<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>				
PE	2.9	3.0	2.9	2.9
EPS (VND/CP)	9274	8887	9211	9220



# Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo lần đầu	30/07/2009	N/A	N/A	VND 30,200
Báo cáo cập nhật	30/08/2011	NẮM GIỮ	VND 26,000	VND 21,000
Báo cáo cập nhật	03/04/2012	MUA	VND 36,500	VND 26,500

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

## Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

## Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam  
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

### Singapore (DMG)

DMG & Partners  
Securities Pte. Ltd.  
10 Collyer Quay  
#09-08 Ocean Financial Centre  
Singapore 049315  
Tel : + (65) 6533 1818  
Fax : + (65) 6532 6211

### Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC  
56 Preah Norodom Blvd  
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun  
Penh,  
Cambodia  
Tel: +855 23 999 890  
Fax: +855 23 999 891

### Laos

Lanexang Securities Public Company  
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan  
Vientiane Capital  
The Lao P.D.R

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn  
Kiếm Hà Nội Việt Nam  
Tel: +84 (4) 3942 8076  
Fax: +84 (8) 3942 8075  
Email: hanoi@sbsc.com.vn