

09/10/2012



**Nguyễn Xuân Huy**  
Chuyên viên cao cấp  
[Huy.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:Huy.nguyen@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 139

## Cập nhật

**Giá mục tiêu** **12.000**  
**TL giảm %** **27**

## Hàng tiêu dùng [đường]

### Các chỉ số chính

Giá ngày ra báo cáo	16.300	đồng/cp
Mức thấp nhất 52 tuần	16.300	đồng/cp
Mức cao nhất 52 tuần	30.800	đồng/cp
GTGD TB 20 ngày	24.119	tỷ đồng
GT vốn hóa (VND)	815	tỷ đồng
GT vốn hóa (USD)	39	triệu
Cổ phiếu lưu hành	50	triệu
TL sở hữu NN% [tối đa   thực]	19,8	35,6
EPSg [prev 3-yr   fwd 3-yr]	63,3	-37,8
PEG [prev 3-yr   fwd 3-yr]	0,1	NA

Định giá	2011	2012	2013F
EPS (cơ bản)	7.059	2.024	1.761
Tăng trưởng EPS	2,1	-71,3	-13,0
Cổ tức/cổ phiếu	3.500	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức %	16,3	16,7	16,7
P/E (thị giá)	2,1	8,1	9,3
P/B (thị giá)	0,6	0,6	0,6
EV / EBITDA	2,3	5,2	4,6
ROE %	31,8	8,9	7,6
ROA %	22,1	5,1	4,0
ROIC %	26,5	5,9	4,6
Nợ/CSH %	0,3	0,7	0,6

Diễn biến giá	3M	6M	12M
LSS	-14,2	-41,4	-24,9
Tương đối so với VNI	-13,2	-29,3	-18,7



Cơ cấu cổ đông	%
Hiệp hội mía đường Lam Sơn	19,5
CTCP Đầu tư Phát triển Tân Thành Đạt	10,5
Vinasugar 1	9,1

## Thị trường đường khó khăn, trái phiếu lo ngại nhà đầu tư mới

**Chúng tôi hạ khuyến nghị dành cho LSS từ MUA xuống BÁN.** Chúng tôi cũng hạ giá mục tiêu từ 23.000 đồng xuống 12.000 đồng (giá pha loãng) nhằm phản ánh giá đường giảm và tác động pha loãng của kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi trong tháng mười. Giá đường No.11, được xem là giá hợp đồng chuẩn trong giao dịch đường thô đã giảm 11% từ đầu năm đến nay, do đó chúng tôi điều chỉnh giá bán đường giả định trong năm 2012 từ 18.300 đồng/kg xuống 16.500 đồng/kg (-12,5%). Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2012 thấp đi 73% xuống 126 tỷ đồng (-70% so với cùng kỳ năm ngoái). Đối với giai đoạn sau năm 2012, Tổ chức đường quốc tế dự báo thế giới sẽ có thêm một năm dư thừa 4 triệu tấn đường đối với vụ mùa 2012/2013 và Ngân hàng Thế giới dự báo giá đường thô sẽ giảm 6% trong năm 2013. Theo quan điểm của chúng tôi, trái phiếu chuyển đổi, với lãi suất coupon 12% và giá chuyển đổi thấp hơn giá thị trường 39% đây hấp dẫn đối với các cổ đông hiện tại (ngày giao dịch không hưởng quyền là 22/08/2012) tham gia vào việc phát hành nhưng không mang lại nhiều lợi ích đối với các nhà đầu tư đến sau. Chúng tôi không nhận thấy yếu tố nào có thể mang lại lợi nhuận ngoài dự kiến trong thời gian tới hoặc nhân tố nào hỗ trợ giá LSS trong thời gian ngắn sắp tới.

**Giá mục tiêu phụ thuộc rất nhiều vào giá đường.** Độ nhạy của chúng tôi cho thấy nếu giá bán đường thay đổi 3% thì giá mục tiêu tương ứng sẽ thay đổi 30% theo cùng chiều hướng. Vì vậy, khi chúng tôi hạ giả định giá đường dài hạn 12,5% xuống 16.000 đồng, giá mục tiêu của chúng tôi giảm tương ứng 48% xuống 12.000 đồng/cổ phiếu.

**Khó có thể giảm chi phí đầu vào.** Dù giá đường đã giảm, nhưng chúng tôi ước tính giá mía đầu vào đã tăng 15% lên 1.000 đồng/kg. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 13,7% trong 6 tháng đầu năm 2012 từ mức 30% năm 2011. Chúng tôi nhận thấy từ trước đến nay giá mía luôn có xu hướng đi lên.

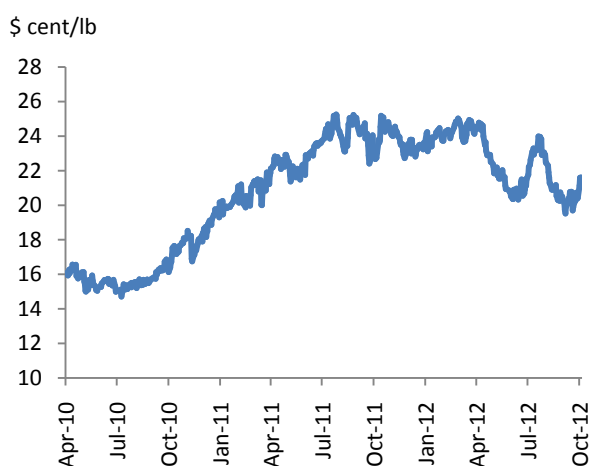
**Lợi nhuận năm 2013 giảm 13% và giá cổ phiếu cao:** Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2012 không tăng ở mức 2.028 tỷ đồng và lợi nhuận ở mức 126 tỷ đồng (-70%). Trao đổi với chúng tôi, ban lãnh đạo cho biết công ty khó có thể mở rộng hoạt động trồng mía. Vì vậy, đối với giai đoạn sau năm 2012, chúng tôi không thấy tác nhân nào hỗ trợ tăng trưởng nội tại. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2013 giảm 13%, theo đó EPS dự phóng 2013 tương ứng là 1.761 đồng, với giả định giá đường dài hạn là 16.000 đồng/kg. Công ty hiện đang giao dịch tại mức P/E dự phóng 2012 là 8 lần, trong khi mức trung bình của các công ty đường khác là từ 1 đến 6 lần. Ngay cả khi áp dụng mức P/E cao nhất của nhóm này (6 lần) và mức EPS dự phóng 2012 là 2.024 đồng, giá cổ phiếu vẫn ở mức cao, cho thấy giá mục tiêu tính theo phương pháp DCF 12.000 đồng và khuyến nghị BÁN của chúng tôi là hợp lý.

**Trái phiếu chuyển đổi mang lại lợi ích cho cổ đông hiện tại nhưng không mang lại lợi ích cho nhà đầu tư tương lai.** Công ty sẽ phát hành tổng cộng 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Những nhà đầu tư trái phiếu sẽ được hưởng lãi suất coupon 12%, hấp dẫn hơn so với lãi suất tiết kiệm của ngân hàng và giá chuyển đổi được ấn định tại mức 10.000 đồng/cổ phiếu (thấp hơn 39% so với giá cổ phiếu hiện tại). Hơn nữa, chúng tôi dự báo giá cổ phiếu sẽ giảm do áp lực thị trường để phản ánh việc pha loãng. Chúng tôi nhận thấy từ ngày 22/08, giá cổ phiếu đã giảm 17% trong khi chỉ số VNI giảm 5%. Cũng trong thời gian này, giá cổ phiếu của các công ty đường khác lại tăng: BHS (+4.9%), NHS (+8.1%), và SBT (+14%).

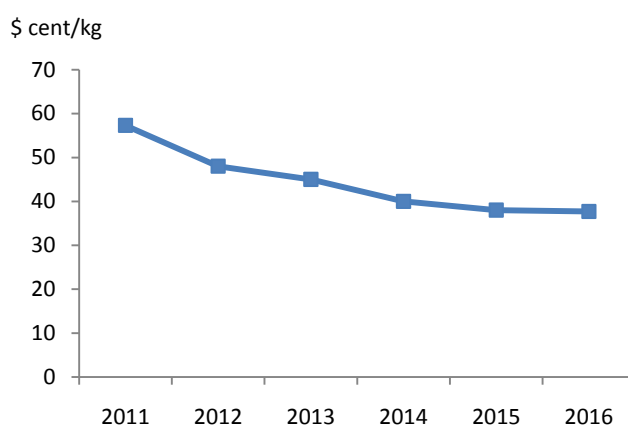
**Giá đường giảm 11% từ đầu năm đến nay, dự báo sẽ giảm tiếp trong năm 2013**

Từ đầu năm đến nay giá đường No. 11 đã giảm 11% do thặng dư toàn thế giới ước đạt 7,9 triệu tấn. Giá đường trong nước cũng giảm theo, với giá bán trung bình của công ty giảm xuống 16.500 đồng/kg từ mức trung bình 17.600 đồng năm 2011. Tổ chức đường Quốc tế dự báo thế giới sẽ có thêm một năm dư thừa đường với 4 triệu tấn thặng dư do vụ mùa 2012/2013. Hơn nữa, Ngân hàng Thế giới dự báo giá đường thô sẽ giảm 6% năm 2013 và sau đó còn giảm tiếp.

Hình 1: Đường No. 11



Hình 2: Dự báo giá đường thô



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Nguồn: Ngân hàng Thế giới, VCSC

**Dự báo doanh thu và lợi nhuận**

Ngân hàng Thế giới dự báo giá đường sẽ giảm 6% do nguồn cung đường thế giới lại có thêm một năm bị thặng dư, ước tính khoảng 4 triệu tấn trong năm 2013. Chúng tôi dự báo giá đường của LSS cũng giảm 3% xuống 16.000 đồng/kg trong năm 2013. Trong việc dự báo và định giá, chúng tôi giả định giá đường từ năm 2014 trở đi ổn định tại mức 16.000 đồng

Chúng tôi dự báo năm 2013 lợi nhuận ròng của công ty sẽ giảm 13% (xem Hình 3). Từ năm 2014 đến 2016, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của công ty sẽ tăng trưởng 8%-27% nhờ năng suất và sản lượng mía cải thiện (Hình 4). Tuy nhiên, kết quả trên vẫn thấp hơn so với kết quả trước đây. Trừ khi giá đường tăng trở lại hoặc công ty mở rộng hoạt động trồng mía, lợi nhuận sẽ vẫn ở mức thấp. Chúng tôi tương đối bi quan về tình hình giá đường và bản thân công ty cho thấy khả năng thứ hai khó có thể thành hiện thực.

Hình 3: Dự báo lợi nhuận (tỷ đồng)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	1.338	2.025	2.028	2.251	2.401	2.563	2.738
Tăng trưởng		51%	0%	11%	7%	7%	7%
LN gộp	478	608	324	345	354	390	414
Tăng trưởng		27%	-47%	7%	3%	10%	6%
LN ròng	300	411	126	109	119	150	165
Tăng trưởng		37%	-69%	-13%	8%	27%	10%

Nguồn: LSS, VCSC

## CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS)

BÁN

Hình 4: Giá định về sản xuất và trồng mía

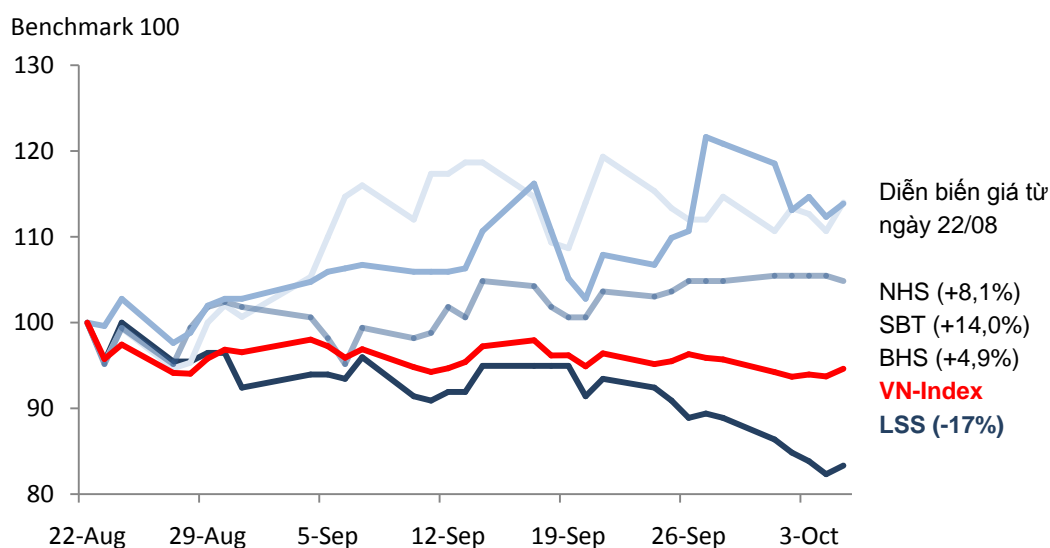
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Diện tích (ha)	12.300	15.300	15.300	15.300	15.300	15.300	15.300
Năng suất (tấn/ha)	62	65	69	72	76	79	83
Sản lượng mía	757.576	1.000.000	1.050.000	1.102.500	1.157.625	1.215.506	1.276.282
Sản lượng đường	79.032	81.549	87.500	100.227	105.239	110.501	116.026
Giá bán		17.600	16.500	16.000	16.000	16.000	16.000

Nguồn: LSS, VCSC

### Phát hành trái phiếu gây áp lực lên giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu của công ty đã giảm kể từ ngày giao dịch không hưởng quyền 22/08/2012 đối với quyền mua trái phiếu (xem hình 5). Trong tháng 10/2012, công ty sẽ phát hành/hay chào bán 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (cho cổ đông hiện hữu: 150 tỷ đồng, cho nhân viên: 30 tỷ đồng, và cho người trồng mía: 20 tỷ đồng). Số tiền từ trái phiếu sẽ hỗ trợ nâng cấp nhà máy từ 6.500 tấn/ngày lên 10.500 tấn/ngày; và hỗ trợ cho việc trồng cây mía hiện tại. Điều khoản trái phiếu hấp dẫn đối với cổ đông hiện hữu, nhưng sẽ là chi phí cho các cổ đông mới – cổ phiếu sẽ bị pha loãng 28% vào tháng 10/2014 khi các trái phiếu này bắt buộc chuyển đổi (thêm 20 triệu cổ phiếu vào số lượng 50 triệu cổ phiếu hiện tại). Do việc chuyển đổi trái phiếu là bắt buộc, chúng tôi xem các trái phiếu này như là cổ phiếu phổ thông trong quá trình định giá. Pha loãng là một trong những lý do chính chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu LSS giảm trong thời gian gần đây.

Hình 5: Diễn biến giá cổ phiếu LSS so với thị trường và các công ty đường niêm yết khác

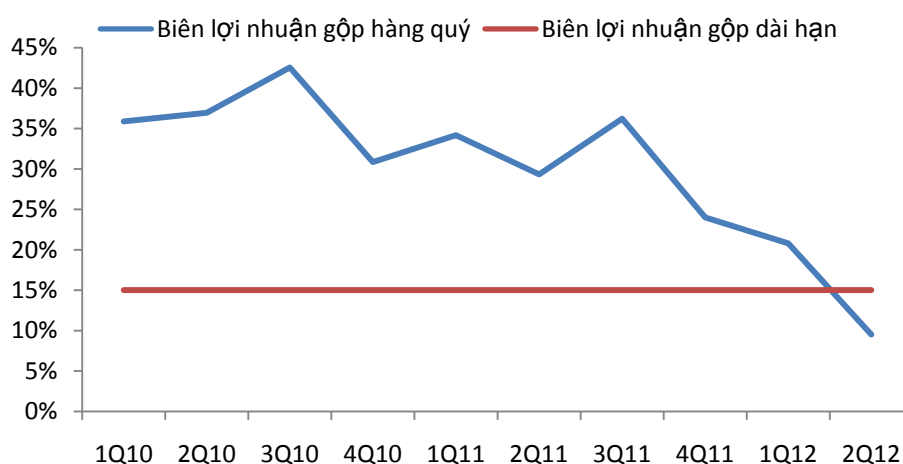


Nguồn: Bloomberg, VCSC

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) như là phương pháp xác định giá trị hoạt động cốt lõi của công ty. Do giá đường có tính biến động cao, chúng tôi định giá dựa trên giả định giá đường trong dài hạn là 16.000 đồng/kg tương ứng với biên lợi nhuận gộp dài hạn 15% so với biên lợi nhuận quý lịch sử của công ty là 10%-43% từ Quý 1/2012 đến Quý 2/2012. Phương pháp định giá DCF đánh giá khả năng tạo ra dòng tiền dựa vào giả định giá đường dài hạn. Ngoài ra, chúng tôi phân tích độ nhạy giá đường để đo tác động của nó lên giá cổ phiếu. Chúng tôi sẽ thay đổi giá mục tiêu khi quan điểm về giá đường dài hạn thay đổi hay giảm xuống nữa.

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp hàng quý so với biên lợi nhuận gộp dài hạn của LSS



Nguồn: LSS, VCSC

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi dự báo công ty sẽ tạo ra dòng tiền tự do 107-268 tỷ đồng trong giai đoạn 2013-2016 ngoài dòng tiền âm 296 tỷ đồng trong năm 2012 là kết quả của chi phí vốn đầu tư cơ bản (CAPEX) lớn 500 tỷ đồng (chủ yếu dùng để nâng cấp nhà máy) và lợi nhuận trước thuế và lãi vay thấp (240 tỷ đồng). Chúng tôi xác định giá mục tiêu là 12.000 đồng/cổ phiếu, dựa trên tổng số lượng cổ phiếu pha loãng là 70 triệu cổ phiếu.

Hình 7: Dòng tiền tự do của LSS (tỷ đồng)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	538	240	247	240	265	283
trừ: thuế	-102	-45	-47	-45	-50	-53
Cộng: khấu hao	42	60	82	89	95	98
Trừ: vốn đầu tư cơ bản (CAPEX)	-729	-500	-111	-111	-111	-49
(tăng) / giảm vốn lưu động ròng	-431	-51	-64	-10	-8	-10
<b>Dòng tiền mặt không dùng vốn vay</b>	<b>-682</b>	<b>-296</b>	<b>107</b>	<b>163</b>	<b>190</b>	<b>268</b>
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>		<b>-253</b>	<b>78</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>121</b>
Giá trị hiện tại của giá trị còn lại	817					
Giá trị vốn CSH	853					
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	70					
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>12.000</b>					

Nguồn: VCSC

# CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS)

# BÁN

Phân tích độ nhạy cho thấy nếu giá bán đường thay đổi 3% thì giá mục tiêu sẽ thay đổi tương ứng 30% theo cùng chiều. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu theo dõi chặt chẽ giá đường nội địa và quốc tế. Chúng tôi sẽ thay đổi giá mục tiêu khi giả định giá đường dài hạn của chúng tôi không còn giá trị.

Hình 8: Phân tích độ nhạy

Giá đường (đồng/kg)	+/-	Giá mục tiêu	TL tăng/giảm
14.500	-9%	700	-96%
15.000	-6%	4.600	-72%
15.500	-3%	8.300	-50%
<b>16.000</b>	<b>0</b>	<b>12.000</b>	<b>-27%</b>
16.500	3%	15.500	-6%
17.000	6%	19.100	16%
17.500	9%	22.600	37%

Source: VCSC

## So sánh các công ty cùng ngành chứng minh khuyến nghị của chúng tôi

Tại mức EPS năm 2012 là 2.024 đồng, cổ phiếu công ty hiện đang giao dịch tại mức P/E dự phóng năm 2012 là 8 lần so với mức 1 lần – 6 lần của ngành. Trong khoảng P/E này, giá cổ phiếu của LSS tương đương với 2.200-12.000 đồng/cổ phiếu. Ngay cả khi ở mức giá trần trên thì giá bằng với giá mục tiêu của chúng tôi là 12.000 đồng/cổ phiếu. Do đó, so sánh các công ty cùng ngành chứng minh cho khuyến nghị BÁN của chúng tôi.

Hình 9: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty:	Giá cổ phiếu	EPS năm 2012	P/E năm 2012
SBT	17.000	2.914	5,8
NHS	14.800	13.977	1,1
BHS	17.500	2.960	5,9
<b>LSS</b>	<b>16.300</b>	<b>2.024</b>	<b>8,1</b>

Nguồn: Bloomberg và dự báo của VCSC

# CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS)

**BÁN**

## Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	1.338	2.025	2.028	2.251
- Giá vốn hàng bán	-860	-1.418	-1.704	-1.906
Lợi nhuận gộp	478	608	324	345
- Chi phí bán hàng	-21	-27	-27	-31
- Chi phí quản lí DN	-87	-113	-81	-90
Lợi nhuận thuần HĐKD	371	467	215	224
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-7	14	14	15
- Lợi nhuận khác	40	57	11	8
Lợi nhuận khác	404	538	240	247
- Chi phí lãi vay	-10	-29	-85	-112
Lợi nhuận trước thuế	394	509	156	135
- Thuế TNDN	-93	-96	-29	-26
LNST	301	413	126	110
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-2	-2	0	0
LNST của cổ đông CT Mệ	300	411	126	109
EPS (đ)	6.914	7.059	2.024	1.761
EBITDA	445	580	300	329
Khấu hao	-41	-42	-60	-82
Tăng trưởng doanh thu	21,7%	51,4%	0,1%	11,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	136,9%	26,1%	-54,0%	4,3%
Tăng trưởng EBIT %	77,4%	33,1%	-55,3%	2,8%
Tăng trưởng EPS %	87,6%	2,1%	-71,3%	-13,0%
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,7%	30,0%	16,0%	15,3%
Tỷ suất LNST	22,5%	20,4%	6,2%	4,9%
ROE DuPont	32,2%	31,8%	8,9%	7,6%
ROA DuPont	23,7%	22,1%	5,1%	4,0%
Tỷ suất EBIT	30,2%	26,6%	11,8%	11,0%
LNST / LNST	76,5%	81,1%	81,1%	81,1%
LNST / EBIT	97,5%	94,6%	64,8%	54,8%
Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,1	0,8	0,8
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,7	1,9
ROIC	29,5%	26,5%	5,9%	4,6%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Số ngày phải thu	58,1	44,9	46,3	47,3
Số ngày tồn kho	13,4	16,1	21,6	20,0
Số ngày phải trả	29,3	16,4	13,5	15,5
Thời gian luân chuyển tiền	42,2	44,6	54,4	51,8
COGS / Hàng tồn kho	6,3	8,1	7,9	7,7
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
CS thanh toán hiện hành	4,05	2,43	1,60	1,60
CS thanh toán nhanh	3,54	2,03	1,32	1,27
CS thanh toán tiền mặt	1,58	0,25	0,19	0,03
Nợ / Tài sản	0,04	0,21	0,35	0,33
Nợ / Vốn sử dụng	0,05	0,24	0,40	0,39
Nợ / Vốn CSH	0,05	0,32	0,67	0,63
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,04	0,13	0,22	0,20
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,08	0,13	0,13
Khả năng TT lãi vay	40,20	18,60	2,84	2,21
<b>Định giá</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
P/E	2,4	2,3	8,2	9,4
P/B	0,5	0,5	0,6	0,6
EV / EBITDA	2,0	2,3	5,2	4,6
Giá trị sổ sách / cổ phiếu	33.568	30.806	28.242	28.431

CĐKT	2010	2011	2012	2013
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	463	126	161	27
+ Đầu tư TC ngắn hạn	61	16	16	16
+ Các khoản phải thu	56	122	117	130
+ Hàng tồn kho	149	200	233	261
+ Tài sản ngắn hạn khác	456	745	795	845
Tổng tài sản ngắn hạn	1.186	1.210	1.323	1.279
+ Tài sản dài hạn	1.141	1.734	2.234	2.345
+ Khấu hao lũy kế	-909	-860	-920	-1.002
+ Tài sản dài hạn	232	874	1.314	1.343
+ Đầu tư tài chính dài hạn	8	75	75	75
+ Tài sản dài hạn khác	125	32	32	32
Tổng tài sản dài hạn	364	982	1.422	1.451
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.550</b>	<b>2.192</b>	<b>2.744</b>	<b>2.730</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả ngắn hạn	78	50	77	86
+ Vay và nợ ngắn hạn	59	290	590	540
+ Phải trả ngắn hạn khác	156	158	158	176
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>293</b>	<b>498</b>	<b>825</b>	<b>802</b>
+ Vay và nợ dài hạn	6	165	365	365
+ Phải trả dài hạn	61	123	123	123
Nợ dài hạn	67	288	488	488
<b>Tổng nợ</b>	<b>359</b>	<b>786</b>	<b>1.313</b>	<b>1.290</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	280	180	180	180
+ Vốn điều lệ	400	500	500	500
+ LN chưa phân phối	494	706	732	741
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	16	19	19	19
Vốn chủ sở hữu	1.191	1.405	1.431	1.441
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.550</b>	<b>2.192</b>	<b>2.744</b>	<b>2.730</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>160</b>	<b>463</b>	<b>126</b>	<b>161</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>300</b>	<b>411</b>	<b>126</b>	<b>109</b>
+ Khấu hao lũy kế	42	43	60	82
+ Điều chỉnh	-16	-93	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-144	-258	-51	-64
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>181</b>	<b>103</b>	<b>135</b>	<b>127</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	6	24	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-192	-729	-500	-111
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	124	35	0	0
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-62</b>	<b>-670</b>	<b>-500</b>	<b>-111</b>
+ Cổ tức đã trả	-50	-140	-100	-100
+ Tăng (giảm) vốn	275	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-24	231	300	-50
+ Thay đổi nợ dài hạn	-16	159	0	0
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>184</b>	<b>230</b>	<b>400</b>	<b>-150</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	303	-337	35	-134
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>463</b>	<b>126</b>	<b>161</b>	<b>27</b>

Đơn vị: tỷ đồng



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Xuân Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

### Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.



## CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS)

BÁN

### Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
09/10/2012	BÁN	16.300	12.000
19/12/2011	THÊM VÀO	17.400	23.000
24/12/2010	THÊM VÀO	22.700	25.500