

CTCP Supe PhotPhat và Hóa Chất Lâm Thao (HNX-LAS)

Ngày 12 tháng 01 năm 2018



BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA

Giá hiện tại	12/1/2018	14,400 đồng	
Giá trị dài hạn	TT định giá thấp		
Giá mục tiêu:		17,020 đồng	
Mã Bloomberg:	LAS VN	Sàn: HNX	
Ngành:		Sản xuất phân bón	
Cao/thấp nhất 52 tuần		16.000 đ / 11.300 đ	
Số lượng cổ phiếu		112.856.400	
Vốn hóa (Tỷ đồng)		1,625	
EPS (Đồng)			
2018 VPBS dự báo		1.819	
2017 VPBS dự báo		1.580	
2016		1.224	
2015		3.935	
	2014-16	2017F	2018F
	CAGR	Tỷ đồng	Tỷ đồng
Doanh thu	-2,5%	4.134	4.909
Lợi nhuận ròng	5,6%	178,4	205,3
Chỉ số trượt 12T	LAS	Cùng ngành	VNI
P/E	11,1	8,01	20,1
P/B	1,34	1,14	2,92
EV/ EBITDA	6,53	6,07	14,42
Biên LN ròng	3,5%	4,7%	9,2%
ROA	5,8%	7,8%	2,4%
ROE	10,9%	13,5%	14,4%
Giới thiệu công ty:			
Công ty cổ phần Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao là thành viên trực thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam – Bộ Công Thương. Công ty bắt đầu đi vào sản xuất năm 1962 và chính thức hoạt động theo mô hình cổ phần năm 2010.			
Ngành nghề kinh doanh: Sản xuất và kinh doanh phân bón, hóa chất, điện nước, xi măng và xăng dầu mỡ. Bên cạnh đó, LAS có thiết kế xây dựng công trình, chế tạo lắp đặt thiết bị, dây chuyền sản xuất hóa chất.			
Kết quả 9 tháng đầu năm 2017: Tổng tài sản: 2.980 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 1.349 tỷ đồng; Doanh thu thuần: 2.682 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 115,23 tỷ đồng (tăng 31% theo năm)			



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của LAS với giá mục tiêu **17.020** đồng/cổ phiếu trong 12 tháng tới với những luận điểm sau:

- ❖ **LAS có thể được hưởng lợi nhiều nhất từ dự thảo sửa đổi Luật thuế GTGT** cho mặt hàng phân bón do doanh nghiệp có thể tiết kiệm được khoảng 160 tỷ chi phí giá vốn (theo ước tính của công ty). Do đó, LNST của LAS kỳ vọng sẽ tăng rất mạnh trong thời gian tới. Tuy nhiên, nhiều khả năng nội dung sửa đổi có hiệu lực từ năm 2019 nên KQKD của LAS năm 2017 và 2018 chưa có ảnh hưởng rõ rệt. Tuy nhiên khi được Quốc hội công bố chính thức mức % chi phí đầu vào được khấu trừ trong đầu năm nay, sẽ tạo nên động lực tăng giá mạnh mẽ cho LAS.
- ❖ **Kết quả hoạt động kinh doanh 9T/2017** đạt 2.682 tỷ đồng doanh thu, giảm nhẹ so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 115,23 tỷ đồng tăng 31% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, hiện tại LAS hoàn thành 57,7% kế hoạch LNST đề ra.
- ❖ **LAS tiếp tục dẫn đầu thị phần tiêu thụ NPK và supe-lân cả nước**, lần lượt chiếm 19% và 65%. Đối với miền Bắc, LAS chiếm 80% thị phần phân NPK và phân lân.
- ❖ **LAS tiếp tục đầu tư mở rộng quy mô sản xuất NPK**, nhà máy NPK thứ 4 công suất 150 nghìn tấn tập trung vào NPK hàm lượng cao bắt đầu đi vào hoạt động từ quý 4/2017. Điều này giúp LAS đáp ứng kịp thời nhu cầu phân bón hàm lượng cao của người nông dân và tăng sức cạnh tranh trên thị trường phân bón.
- ❖ **VPBS dự phóng doanh thu năm 2017** đạt 4.134 tỷ đồng (tăng+4,3%), lợi nhuận sau thuế đạt 178,35 tỷ đồng (+29,1%), tương đương EPS đạt 1.580 đồng /cổ phiếu.
- ❖ **Cho năm 2018, VPBS dự phóng** doanh thu đạt 4.909 tỷ đồng, (+18,7%) và lợi nhuận ròng đạt 205,3 tỷ đồng, (+15,1% theo năm), theo đó EPS cho năm 2018 đạt 1.819 đồng / cổ phiếu.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN THẾ GIỚI

Triển vọng ngành phân bón hạn chế do hiện tượng hàng tồn kho lớn, giá cây trồng giảm, và bất ổn chính trị gia tăng tại một số thị trường tiêu thụ phân bón lớn. Hiệp hội phân bón thế giới (IFA) dự báo sản lượng phân bón tiêu thụ tăng mạnh mẽ trong năm 2017 lên 186 triệu tấn do điều kiện khí hậu thuận lợi mưa nhiều, giảm nóng bức tạo điều kiện thuận lợi cho nông nghiệp, sau đó sẽ chững lại vào năm 2018 với mức tăng trưởng chỉ 1,2% so với cùng kỳ lên 18 triệu tấn.

Thị trường cạnh tranh gay gắt do nguồn cung phân bón được dự đoán sẽ tiếp tục tăng mạnh đôi trong khi nhu cầu lại tăng trưởng khiêm tốn. Ngành công nghiệp phân bón sẽ đầu tư khoảng 110 tỷ USD cho 65 đơn vị nhà máy sản xuất mới, tăng sản lượng toàn cầu lên thêm 90 triệu tấn sản phẩm. Như vậy, trong 5 năm tới, ngành công nghiệp phân bón sẽ đối mặt với tình trạng dư cung và sự mất cân bằng giữa cung và cầu ngày càng gia tăng, khiến cạnh tranh trong ngành gay gắt hơn.

THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN VIỆT NAM

Sau những khó khăn về hiện tượng thời tiết khắc nghiệt El Nino ảnh hưởng đến mùa vụ và năng suất cây trồng, giá bán phân bón giảm và tác động không thuận lợi của chính sách thuế, **ngành phân bón Việt Nam được dự báo sẽ khởi sắc trong năm 2017 -2018.** Thời tiết thuận lợi mưa nhiều tạo điều kiện nhu cầu sử dụng phân bón của nông dân tăng, đồng thời các dự án NPK lớn bắt đầu đi vào hoạt động và kỳ vọng chính sách thuế được điều chỉnh..

Trong 9 tháng đầu năm 2017, nhiều doanh nghiệp sản xuất phân bón ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng đáng kể so với cùng kỳ. Chỉ riêng quý III, tổng doanh thu của 12 doanh nghiệp phân bón niêm yết trên sàn đã công bố BCTC đạt 8.727 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước; lợi nhuận ròng đạt 330 tỷ đồng, tăng trưởng 14% theo năm.

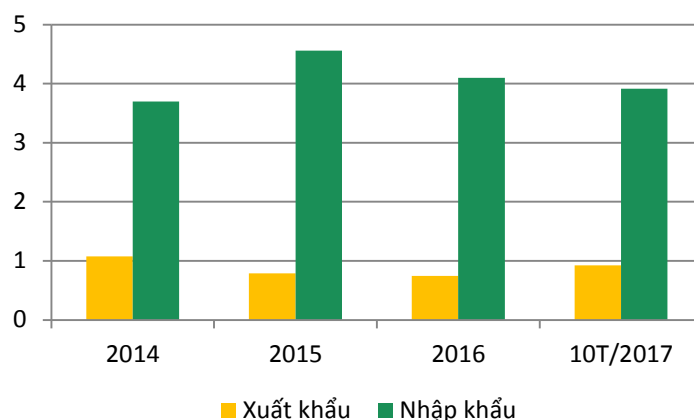
Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, xuất khẩu phân bón của Việt Nam cũng đã lấy lại đà tăng trưởng, với lượng và kim ngạch xuất khẩu 10 tháng 2017 đạt 822,33 nghìn tấn, trị giá 232,06 triệu USD, tăng 36,1% về lượng và tăng 33,8% về trị giá so với cùng kỳ.

Thị trường phân bón Việt Nam có mức độ cạnh tranh ngày càng cao do (1) nguồn cung trong nước tiếp tục tăng do các dự án mở rộng nhà máy và nguy cơ dư cung, (2) phân bón nội địa phải cạnh tranh mạnh mẽ với phân bón nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc với giá thành rẻ hơn. Nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước khoảng 11 triệu tấn mỗi năm trong đó phân bón vô cơ chiếm khoảng 90% còn phân hữu cơ và một số chủng loại khác vào khoảng 10%. Theo báo cáo của Hiệp hội Phân bón Việt Nam, ngành phân bón trong nước cơ bản đáp ứng được nhu cầu trong nước về sản lượng và chất lượng. Hiện nay, các công ty sản xuất phân bón tiếp tục xây dựng và mở rộng nhà máy mới tăng công suất và sản lượng tiêu thụ. Cụ thể như, Công ty Suphophat Lâm Thao dự kiến quý 4 đưa vào hoạt động nhà máy NPK thứ 4 công suất 150.000 tấn/năm. Công ty Phân bón Bình Điền cũng đầu tư nhà máy sản xuất NPK công suất ban đầu 200 ngàn tấn/năm, đến năm 2019 nâng công suất lên 250 ngàn tấn/ năm. Đạm Phú Mỹ đang triển khai xây dựng Tổ hợp xưởng NH3 mở rộng – Nhà máy sản xuất NPK Phú Mỹ với công suất sản xuất NH3 thêm 90 ngàn tấn/ năm và 250 ngàn tấn NPK/ năm.

Mặc dù **nguồn cung nội địa khá dồi dào, nhưng nhập khẩu phân bón vẫn tăng**

trưởng mạnh cả lượng và trị giá, khiến cho phân bón trong nước rơi vào tình trạng tồn kho quá tải và chịu sự o ép về giá đến từ phân bón nhập ngoại. Tổng cục Hải quan Việt Nam ước tính trong 11 tháng đầu năm 2017, 4,2 triệu tấn phân bón trị giá trên 1,2 tỷ đô la Mỹ được nhập khẩu vào nước ta, tăng 14,71% về khối lượng và tăng 12,72% về giá trị so với cùng kỳ năm 2016. Tuy nhiên, giá phân bón nhập khẩu bình quân giảm 1,73% xuống 266,1 USD/tấn.

Sản lượng phân bón nhập khẩu và xuất khẩu Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Vinachem, VPBS tổng hợp

Hiện nay, Việt Nam chỉ sản xuất được phân Ure, phân lân (supephotphat và lân nung chảy), DAP và NPK. Đối với phân Kali và Sunfat Amon (SA) vẫn nhập khẩu do nước ta không có quặng Kali tự nhiên nên không thể sản xuất được, và phân SA chỉ có một số doanh nghiệp sản xuất được một khối lượng nhỏ, không đáp ứng hết nhu cầu tiêu thụ.

Ngành phân bón sẽ được hưởng lợi từ những thay đổi trong chính sách và quy định về thuế trong thời gian tới. Thứ nhất, từ đầu năm 2017, chính phủ giao Bộ Nông Nghiệp và Phát triển Nông thôn (NN&PTNT) quản lý tất cả thị trường phân bón thay vì phân chia Bộ NN&PTNT quản lý phân bón hữu cơ và phân bón khác, và Bộ Công thương quản lý phân bón vô cơ. Do đó, việc quản lý thị trường sẽ hiệu quả và tốt hơn vì thẩm quyền kiểm tra và ra quyết định không bị chồng chéo và gò bó như trước đây. Thứ hai, dự thảo Bộ Tài Chính trình lên Chính phủ đề nghị đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế giá trị gia tăng VAT với mức thuế suất 5% hoặc 10% thay vì là đối tượng không chịu thuế VAT theo Luật số 71/2014/QH13 sẽ giúp các doanh nghiệp hưởng lợi không nhỏ. Áp dụng Luật số 71, phân bón là đối tượng không chịu thuế VAT, điều này đã làm cho tất cả chi phí thuế VAT đầu vào không được khấu trừ mà phải hạch toán vào chi phí của doanh nghiệp, làm ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận doanh nghiệp trong các năm gần đây. Khi điều luật về thuế được sửa đổi, phân bón là đối tượng chịu thuế VAT, doanh nghiệp sản xuất phân bón sẽ được khấu trừ thuế đã đóng khi mua nguyên vật liệu, góp phần giảm chi phí khá lớn. Theo đó, điều này sẽ đưa lợi nhuận thuần của doanh nghiệp tăng mạnh.

Tuy nhiên, quyết định có áp dụng thuế VAT với thuế suất 0%, 5% hoặc 10% vẫn chưa được thông qua trong cuộc họp Quốc hội khóa 14 vào cuối năm 2017. Do đó, việc chuyển đổi phân bón từ diện không chịu thuế GTGT sang diện chịu thuế vẫn là dự thảo, dự kiến nhiều khả năng được thảo luận kỳ họp Quốc hội tiếp theo diễn ra

vào tháng 6/2018. Nếu được thông qua, nội dung sửa đổi nhiều khả năng có hiệu lực từ 2019, do vậy sẽ vẫn chưa ảnh hưởng nhiều đến KQKD năm 2017 và 2018 của các doanh nghiệp sản xuất phân bón.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

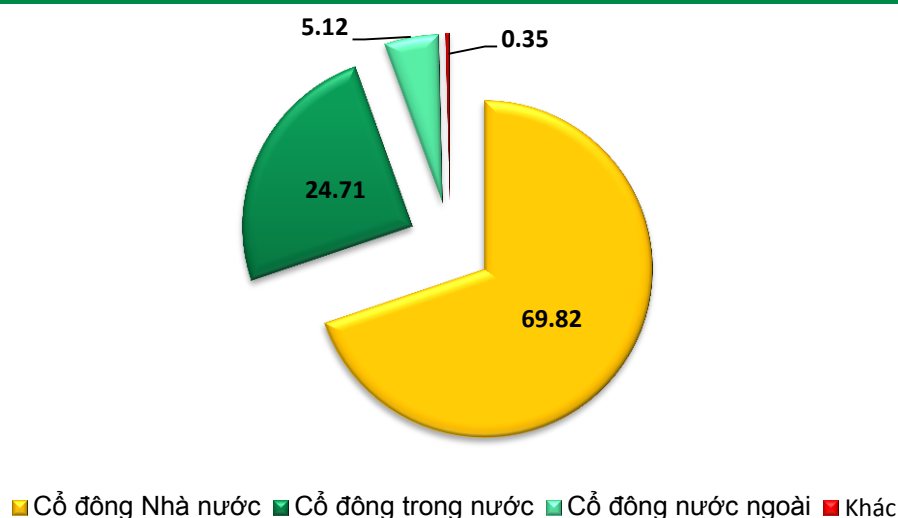
Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty cổ phần Supe photphat và hóa chất Lâm Thao, tiền thân là nhà máy Supe photphat Lâm Thao, là một thành viên trực thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam- Bộ Công Thương. Công ty được khởi công xây dựng vào năm 1959 và bắt đầu đi vào sản xuất năm 1962. Công ty chính thức hoạt động theo mô hình cổ phần vào năm 2010 và mã chứng khoán LAS của công ty được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào ngày 1/3/2012 với 54.05 triệu cổ phiếu. Hiện nay, số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 112,856,400 cổ phiếu tương đương vốn điều lệ là 1.128 tỷ đồng.

Cổ đông và quyền sở hữu

Cổ đông lớn nhất của LAS là Tập đoàn Hóa chất Việt nam (cổ đông nhà nước) nắm giữ 69,82% vốn điều lệ. Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng của LAS là 30,18%, trong đó cổ đông nước ngoài nắm giữ 5.12% tại thời điểm ngày 7 tháng 1 năm 2018

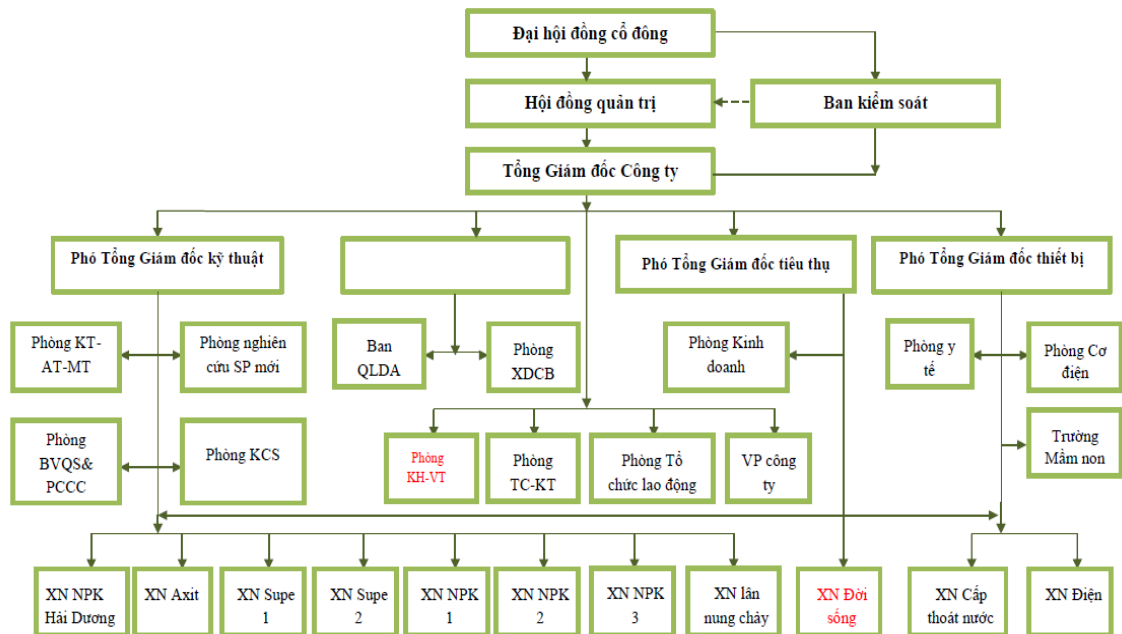
Cơ cấu cổ đông tính đến ngày 7/01/2018



Nguồn: LAS, VPBS tổng hợp, Bloomberg

Cơ cấu tổ chức

Công ty cổ phần Supe photphat và Hóa chất Lâm Thao áp dụng mô hình quản lý tập trung có phân cấp quản lý cho các Xí nghiệp trực thuộc. Cơ cấu bộ máy quản lý của LAS được trình bày như sau:



LAS có 2 công ty liên kết là Công ty CP Cơ khí Supe Lâm Thao và Công ty CP Bao bì và Thương mại Lâm Thao với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 29% và 30,8%. Hoạt động chính của Công ty CP Cơ khí Supe Lâm Thao là gia công cơ khí, trong khi đó Công ty CP Bao bì và Thương mại Lâm THao chuyên sản xuất và kinh doanh bao bì.

Ban lãnh đạo

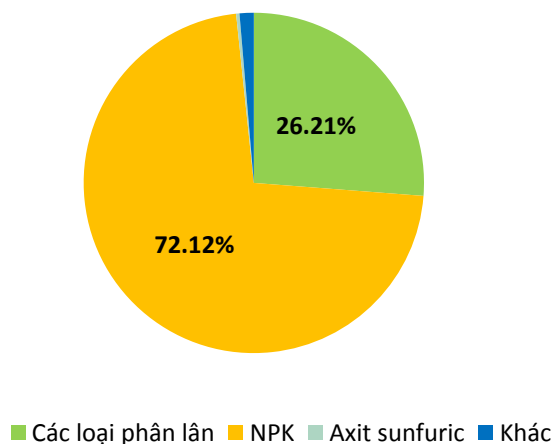
Ban điều hành và ban quản trị của LAS gồm những chuyên gia và kỹ sư giàu kinh nghiệm và am hiểu ngành hóa chất và phân bón.

Hội đồng quản trị	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Tỷ lệ sở hữu
Đỗ Quốc Hội	Chủ tịch	n/a	29.82%
Nguyễn Hồng Sơn	Thành viên HĐQT	n/a	15.00%
Nguyễn Khang	Thành viên HĐQT	Cử nhân Chính trị/ Cử nhân Luật	0.72%
Phạm Quang Tuyến	Thành viên HĐQT kiêm TGD	Kỹ sư xây dựng	
Nguyễn Thành Công	Thành viên HĐQT kiêm TGD	Kỹ sư cơ khí	
Ban điều hành			
Phạm Quang Tuyến	Tổng Giám đốc	Kỹ sư xây dựng	0.01%
Nguyễn Thành Công	Phó Tổng Giám đốc	Kỹ sư cơ khí	0.01%
Vũ Xuân Hồng	Phó Tổng Giám đốc	Kỹ sư hóa vô cơ	0%
Văn Khắc Minh	Phó Tổng Giám đốc	Kỹ sư xây dựng, Kỹ sư hóa vô cơ	0%
Lê Hồng Thắng	Kế toán trưởng	Cử nhân Kế toán	0%
Ban kiểm soát			
Nguyễn Chí Thức	Trưởng BKS	n/a	0%
Nguyễn Văn Thọ	Thành viên BKS	n/a	0.01%
Trần Quốc Cường	Thành viên BKS	Cử nhân Kinh tế	0%

Sản phẩm và hoạt động sản xuất

Hoạt động chính của LAS là sản xuất và kinh doanh phân bón và hóa chất, chủ yếu là các loại phân lân, phân NPK và axit sunfuric. Trong đó, dựa trên báo cáo tài chính 2016, doanh thu từ phân NPK chiếm hơn 72% tổng doanh thu của LAS, tiếp theo là doanh thu từ phân lân chiếm 26,21% và còn lại là doanh thu đến từ axit sunfuric và sản phẩm khác. Đối với sản phẩm lân (bao gồm Supe lân và Lân nung chảy), Supe lân đóng góp 90% tổng sản lượng tiêu thụ, còn lại là lân nung chảy. Supe lân là dạng muối, bột mịn màu xám xanh, dễ vón cục lân nung chảy. Lân nung chảy chế biến nung chảy quặng lân với các hợp chất kiềm, giúp lân dễ tan hơn và cây hấp thụ tốt hơn. Axit sunfuric chủ yếu là dùng nội bộ để sản xuất phân supe lân, ngoài ra để bán ra bên ngoài.

Cơ cấu doanh thu của LAS năm 2016



Nguồn: LAS, VPBS tổng hợp

Nguyên vật liệu đóng vai trò quan trọng trong sản xuất kinh doanh của LAS, chiếm hơn 80% giá thành sản phẩm. Nguyên vật liệu chính dùng trong sản xuất của LAS gồm có quặng Apatit, đạm Amoni Sunfat, Kali Clorua, urê, dầu FO, than, lưu huỳnh... Tuy nhiên, **với những lợi thế về giá nhập nguyên liệu đầu vào và kho trữ hàng lớn, LAS duy trì được giá vốn hàng bán ở mức thấp và bình ổn dù giá nguyên liệu đầu vào biến động.**

- Đối với quặng Apatit – nguyên liệu chính dùng để sản xuất phân lân, LAS luôn sử dụng quặng loại I và nhập mua với giá ưu đãi từ Tập đoàn mẹ - Tập đoàn Công ty Hóa chất Việt Nam.
- Đối với sản xuất phân NPK, supe lân và phân lân nung chảy (chứa nguyên tố Phospho -P) được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào. LAS là **công ty duy nhất trên thị trường sử dụng phân lân do mình tự sản xuất để sản xuất NPK**. Điều đó tạo ra ưu thế của LAS so với đối thủ là chủ động được khối lượng và giá nguyên liệu phân lân đầu vào, từ đó duy trì bình ổn chi phí nguyên liệu. Trong khi các doanh nghiệp khác phải mua hoàn toàn nguyên liệu thành phần gồm phân DAP, ure và kali, SA từ các doanh nghiệp sản xuất trong nước hoặc nhập khẩu, theo đó giá nguyên liệu đầu vào luôn biến động theo từng loại nguyên liệu khác nhau khiến cho chi phí nguyên liệu luôn bị biến động liên tục.
- Công ty cũng **chủ động trong khâu tích trữ lượng hàng lớn khi giá**

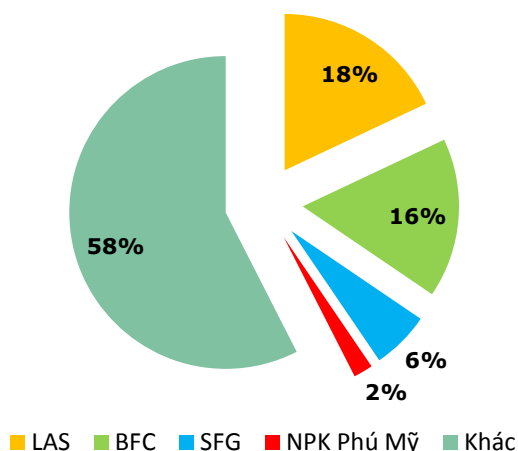
nguyên vật liệu rẻ nhờ lợi thế có kho chứa và bãi tập kết lớn đặt ngay tại trụ sở công ty ở Phú Thọ như các kho chứa lưu huỳnh, bãi tập kết apatit và than...Theo lãnh đạo công ty cho biết, các kho chứa của LAS có thể chứa được đến 60% khối lượng nguyên vật liệu dùng để sản xuất cả năm. Theo đó, LAS có thể duy trì giá vốn hàng bán tương đối có lợi và bình ổn dù giá nguyên vật liệu trên thế giới biến động.

Trải qua 55 năm xây dựng và phát triển, LAS hiện đang nắm giữ vị thế doanh nghiệp hàng đầu về sản xuất phân lân và phân NPK, với **năng lực sản xuất tăng 18 lần so với công suất ban đầu thành lập**. Tuy nhiên, **công nghệ dây chuyền của LAS đều đã lỗi thời và hiệu suất thấp** so với các đối thủ chính dù công ty đã nhiều lần cải tạo và nâng cấp dây chuyền nhưng vẫn ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả sản xuất kinh doanh và gặp khó khăn trong nghiên cứu sản phẩm mới. NPK các loại công suất 700.000 tấn/ năm, Supe lân là 850.000 tấn/ năm, axit sunfuric 280.000 tấn/ năm và lân nung chảy là 300.000 tấn/ năm. Hiện tại, các dây chuyền sản xuất của công ty đã được chạy hết công suất.

Tiếp tục dẫn đầu thị phần phân lân và phân NPK cả nước

Hiện nay, LAS **giữ vị trí dẫn đầu trên thị trường phân NPK Việt Nam** với thị phần khoảng 18% tổng sản lượng tiêu thụ cả nước năm 2016 khoảng 3,8 triệu tấn và nắm 60% thị phần NPK miền Bắc mặc dù công suất của LAS chỉ đứng thứ 2 trong ngành, sau BFC với 925 ngàn tấn/năm. Đạt được vị trí đó cho thấy LAS có hiệu quả sản xuất và phân phối sản phẩm tốt với hệ thống phân phối lớn gồm 60 đại lý cấp 1, chính sách ưu đãi cho đại lý hấp dẫn từ 4,5 - 5%. Bên cạnh đó, lợi thế về thương hiệu uy tín lâu năm và kế hoạch quảng bá thương hiệu marketing hiệu quả cũng giúp LAS duy trì được thị phần của mình.

Thị phần tiêu thụ NPK trong nước năm 2016



Nguồn: VPBS tổng hợp

Tuy nhiên, thị trường phân NPK sức cạnh tranh rất cao do nguồn cung rất dồi dào, đặc biệt khi các nhà máy sản xuất NPK mới đi vào hoạt động, nâng nguồn cung cho thị trường phân bón NPK ở khu vực phía Bắc tăng khoảng 70% trong năm 2017 trong khi nhu cầu phân NPK gần như giữ ổn định. Bên cạnh đó, các sản phẩm NPK giá rẻ kém chất lượng bán tràn lan trên thị trường đã tạo ra sức ép về giá cho LAS.

Đối với phân lân, LAS cũng **chiếm khoảng 65% thị trường so với tổng tiêu thụ Lân của cả nước** là 1,8 triệu tấn năm 2016. Chúng tôi ước tính thị phần phân lân của

LAS đạt 80% miền Bắc và miền Trung và chiếm thị phần khoảng 10-20% miền Nam. Công suất sản xuất Supe lân của LAS cao nhất thị trường, gấp 4 lần các nhà máy Lào Cai và Long Thành với 200 ngàn tấn/ năm, trong khi đó công suất sản xuất lân nung chảy là 300 ngàn tấn/ năm. LAS có khả năng cạnh tranh về giá và sản lượng với đối thủ mới nhờ lợi thế giá vốn thấp, công suất lớn, là đơn vị duy nhất ở Việt Nam tự sản xuất Supe lân và lân nung chảy, do đó chúng tôi kỳ vọng công ty tiếp tục giữ ổn định vị thế dẫn đầu thị trường tiêu thụ phân lân.

Các kế hoạch đầu tư

Trong năm 2017, LAS đang xây dựng và hoàn thiện nhà máy NPK thứ 4 công suất 250 ngàn tấn, nâng tổng công suất sản xuất NPK lên 850 ngàn tấn/ năm và dự kiến bàn giao trong quý 4. Nhà máy NPK số 4 của LAS tập trung sản xuất phân bón hỗn hợp có hàm lượng dinh dưỡng cao gồm có NPK+TE 16-8-16 và NPK+TE 16-16-8. Hiện nay do công nghệ càng phát triển và tiên tiến đi kèm với xu hướng tăng hiệu quả cây trồng hợp lý, tập quán canh tác của nông dân đang chuyển sang phân bón hỗn hợp có hàm lượng dinh dưỡng cao. Đặc biệt, giá thành sản phẩm NPK hàm lượng cao của LAS khoảng 6-7 triệu đồng/tấn, thấp hơn rất nhiều giá bán 11 triệu/tấn của phân bón BFC cho sản phẩm NPK Đầu trâu 16-16-8 +TE có hàm lượng dinh dưỡng tương tự. Vì vậy, nhà máy NPK thứ 4 đi vào sản xuất sẽ giúp LAS đáp ứng kịp thời nhu cầu này của thị trường và công ty kỳ vọng tiếp tục mở rộng thị phần và đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu nhờ lợi thế giá bán cạnh tranh so với đối thủ.

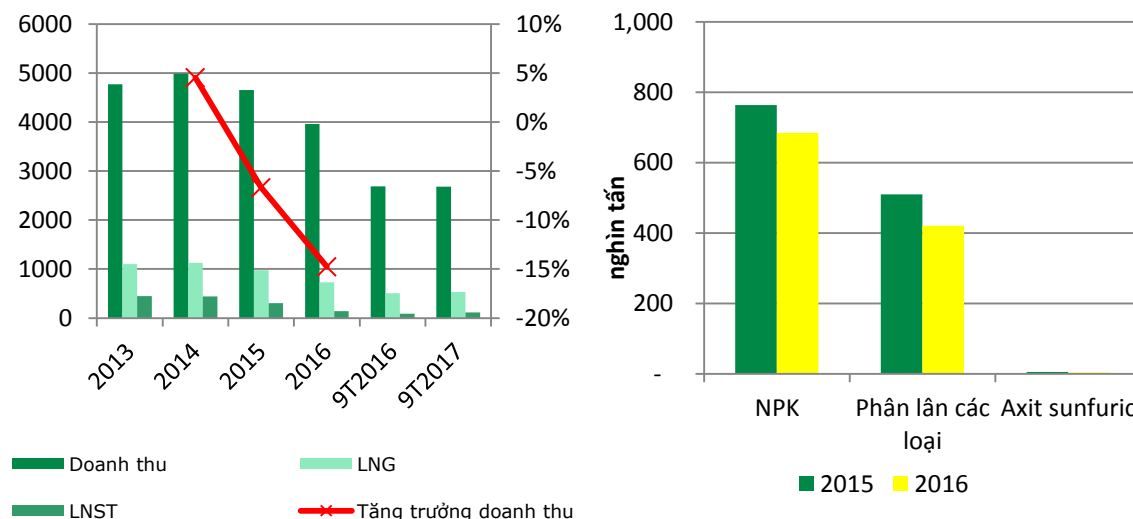
LAS sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ chính sách thuế giá trị gia tăng (VAT) trong các doanh nghiệp sản xuất phân NPK, bởi lẽ LAS là doanh nghiệp duy nhất sản xuất phân NPK dùng supe lân và lân nung chảy tự sản xuất làm nguyên liệu đầu vào. Trong đó, nguồn nguyên liệu chính là quặng Apatit và lưu huỳnh (chiếm 70% giá vốn NPK) cùng với than, bao bì, điện nước... Đây cũng là hai mặt hàng chịu thuế VAT 5% do đó nếu dự luật thuế VAT được áp dụng, các chi phí thuế đã đóng khi mua nguyên vật liệu sẽ được khấu trừ. Do đó, LAS sẽ **tiết kiệm được chi phí gia vốn, theo ước tính của công ty là khoảng 160 tỷ đồng một năm**. Ngược lại, trong trường hợp của BFC và SFG sẽ không hưởng lợi nhiều từ quy định mới, vì các doanh nghiệp này chủ yếu sử dụng phân đơn do các nhà máy trong nước sản xuất làm nguyên liệu đầu vào. Như vậy, việc thay đổi chính sách thuế VAT sẽ mang lại lợi ích lớn nhất cho LAS.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan kết quả kinh doanh các năm trước

Biên lợi nhuận ổn định dù doanh thu giảm đáng kể

Kết quả hoạt động kinh doanh của LAS (tỷ đồng) Sản lượng tiêu thụ phân bón của LAS năm 2015 và 2016



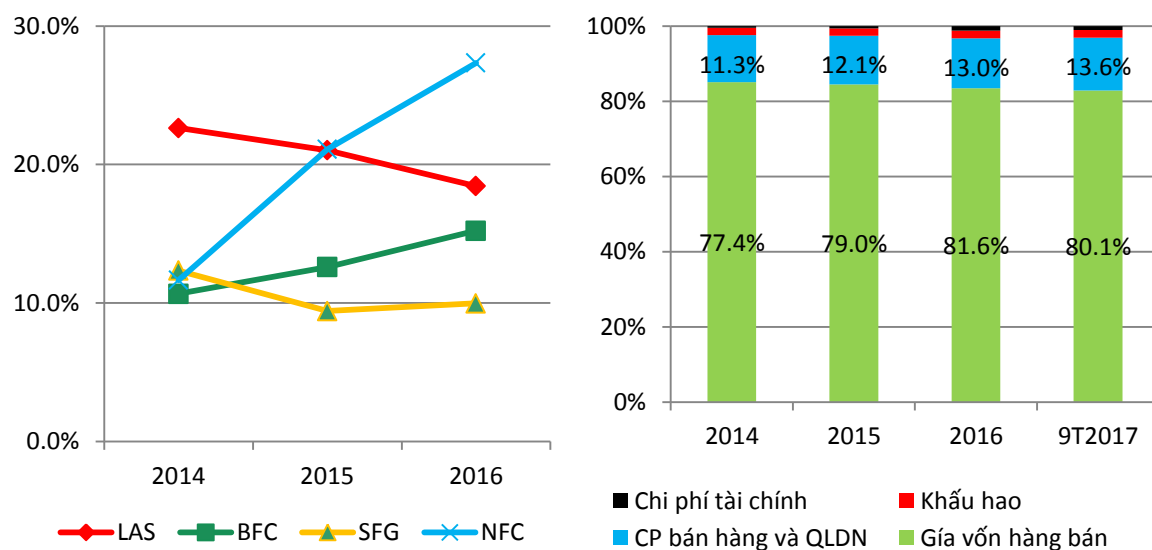
Nguồn: LAS, VPBS tổng hợp

Trong giai đoạn 2012-2016, doanh thu công ty có nhiều biến động theo xu hướng giảm, đặc biệt năm 2015 và 2016 doanh thu ghi nhận tăng trưởng âm lần lượt -6.7% và -14.8%. Nguyên nhân là do:

- (1) Nhu cầu sử dụng phân bón của người nông dân giảm do thời tiết không thuận lợi, ảnh hưởng từ biến đổi khí hậu và El Nino mưa ít, trời ấm nóng gây hiện tượng khô hạn ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động trồng trọt và hiệu quả mùa vụ. Cụ thể, sản phẩm phân lân thường dùng cho vụ Đông Xuân thời tiết lạnh, nhưng do thời tiết ấm nóng, nhu cầu phân lân giảm, sản lượng tiêu thụ phân lân của LAS giảm mạnh hơn 54% quý 1/2016 và 17.6% cả năm so với cùng kỳ;
- (2) Sản lượng tiêu thụ giảm do cạnh tranh trong ngành càng cao, khi mà nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ gia nhập thị trường do rào cản gia nhập ngành thấp. Sản lượng tiêu thụ của LAS năm 2016 giảm 14% so với năm 2015.
- (3) Giá bán đầu ra giảm do phải cạnh tranh với giá phân bón nhập khẩu. Trong năm 2016, giá phân bón thế giới giảm sâu do nguyên liệu đầu vào giảm. Chính vì vậy, giá phân bón nội địa cũng giảm theo để cạnh tranh giữ thị phần. LAS áp dụng chính sách chiết khấu cao đến 5% cho các đại lý, đồng thời giảm giá phân NPK trung bình giảm 2% so với năm 2015. Bên cạnh đó, tình trạng phân bón giả kém chất lượng tràn lan trên thị trường được bán với giá rẻ, ép giá các doanh nghiệp sản xuất phân bón;

Mặc dù doanh thu giảm chỉ bằng 85% so với cùng kỳ nhưng công ty vẫn duy trì được biên lợi nhuận gộp khoảng 18.5%, thấp hơn khoảng 1.4% so với năm 2015 do LAS đã tiết giảm chi phí giá vốn hàng bán vì (1) giá nguyên liệu đầu vào giảm; và (2) chủ động tích trữ nguyên liệu sản xuất khi giá.

So sánh biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp phân NPK Tỷ lệ chi phí trên doanh thu thuần



Nguồn: LAS, VPBS tổng hợp

Tỷ trọng giá vốn hàng bán trong tổng chi phí đã giảm nhẹ còn khoảng 85%. Theo đà giảm doanh thu, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng giảm lần lượt 10% và 2% so với năm 2015. Tuy nhiên, chi phí tài chính năm 2016 lại tăng mạnh, gấp 2 lần so với cùng kỳ do chi phí lãi tiền vay tăng cao và doanh nghiệp chịu thêm khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá đô la Mỹ.

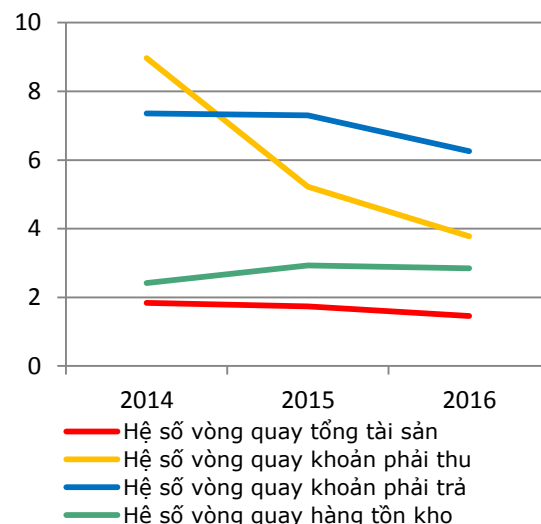
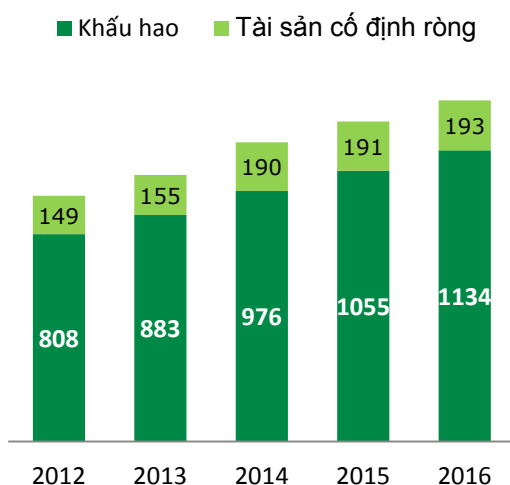
Trước tình hình kém khả quan do những yếu tố bất lợi, năm 2016 lợi nhuận sau thuế của công ty chỉ đạt 138 tỷ đồng, thấp nhất trong 5 năm trở lại đây, giảm 55% so với cùng kỳ.

Cơ cấu tài sản

Tại thời điểm cuối năm 2016, giá trị tổng tài sản đạt 2734 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn của công ty đạt khoảng 2509 tỷ đồng, chiếm 92% tổng tài sản và tài sản dài hạn là 225.3 tỷ đồng. Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, hàng tồn kho luôn chiếm tỷ trọng lớn với giá trị khoảng 1129 tỷ đồng. Vì đặc tính ngành nghề phụ thuộc vào mùa vụ tập trung chủ yếu vào vụ Đông Xuân, nên hàng tồn kho của LAS luôn thấp đầu năm và cao điểm vào giai đoạn cuối năm. Bên cạnh đó, trong giai đoạn năm 2015-2016, thời tiết bất lợi khiến mùa màng kém chất lượng, thu nhập người nông dân gặp khó khăn nên khả năng chi trả kém và chậm hơn. Do đó, khoản phải thu khách hàng có xu hướng tăng dần lên 1208 tỷ đồng cuối năm 2016, tăng 28.2% so với cùng kỳ.

Tài sản dài hạn công ty không có thay đổi nhiều do LAS không có đầu tư nhà máy hay mở rộng sản xuất từ sau giai đoạn đầu tư dây chuyền lân nung chảy 300.000 tấn/năm vào năm 2010. Trung bình mỗi năm công ty ghi nhận khấu hao khoảng 86,75 tỷ đồng và đến cuối năm 2016, công ty đã khấu hao gần xong toàn bộ tài sản cố định.

Tổng tài sản cố định của LAS qua các năm (nghìn tỷ) Các chỉ số hiệu quả hoạt động (lần)

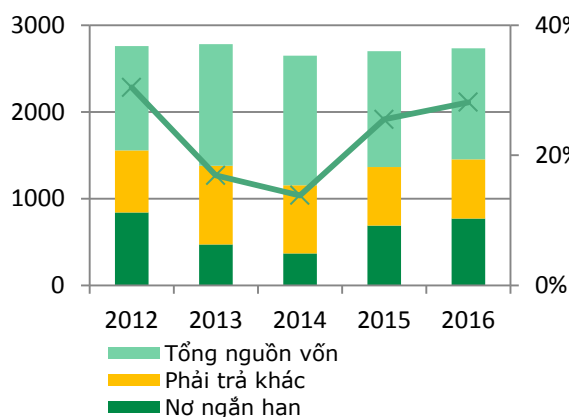


Nguồn: LAS, VPBS tổng hợp

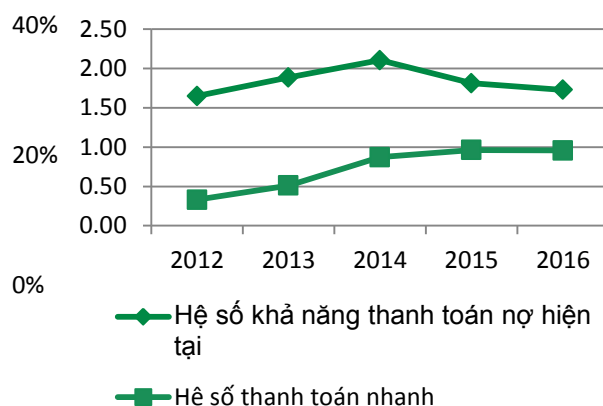
Cơ cấu nguồn vốn

Tại thời điểm 31/12/2016, giá trị nợ vay trên tổng tài sản là 1.452,7 tỷ đồng, tương đương với 53% tổng tài sản và nợ của LAS là nợ ngắn hạn. Trong đó, nợ ngắn hạn và khoản phải trả cho người bán chiếm tỷ trọng cao nhất lần lượt là 28,15% và 20%. Chính sách công ty không vay dài hạn, chủ yếu vay ngắn hạn phục vụ cho mục đích mua hàng tích trữ sản xuất ngay trong năm và trong giai đoạn 2012-2016 công ty không có dự án xây dựng nào lớn nên không có nhu cầu vay dài hạn. Hệ số thanh khoản hiện hành của LAS giảm nhẹ về 1,73 lần nhưng hệ số thanh khoản nhanh được cải thiện lên 0,98 lần. Như vậy, LAS vẫn có thể đảm bảo được thanh khoản, giảm rủi ro thanh khoản ngắn hạn nhờ quản lý dòng tiền mặt tốt hơn.

Cơ cấu nguồn vốn



Chỉ số thanh khoản và khả năng thanh toán



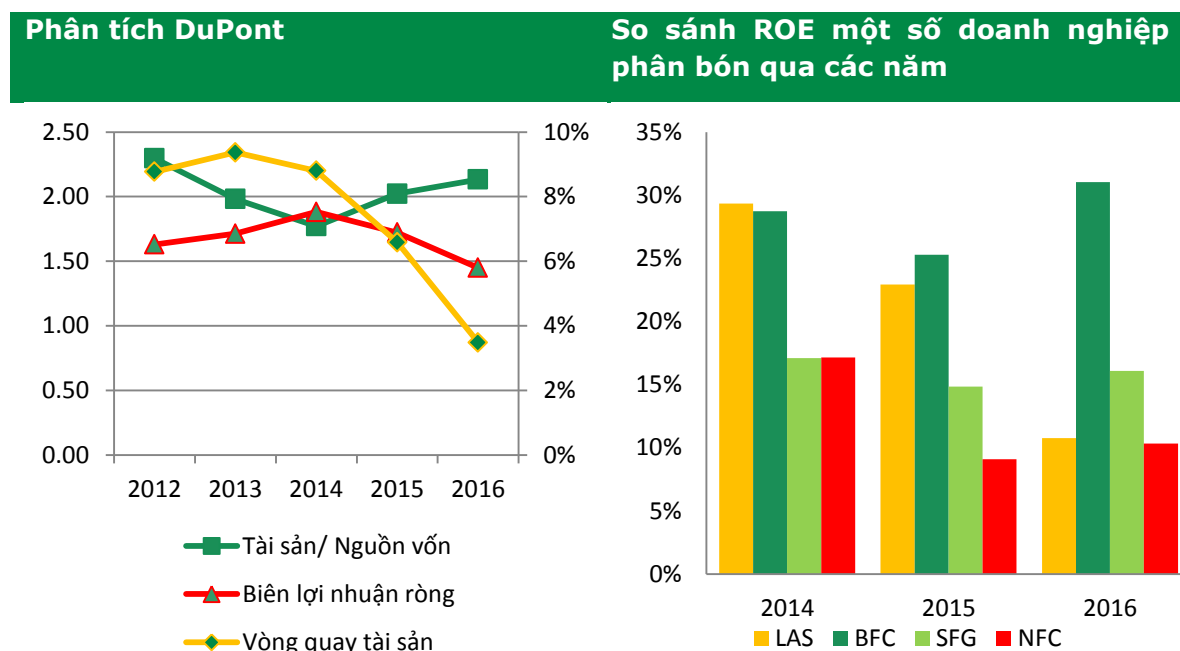
Nguồn: LAS, VPBS tổng hợp

Phân tích hiệu quả hoạt động kinh doanh

Qua từng năm, vòng quay hàng tồn kho của LAS giảm mạnh xuống còn 128 ngày năm 2016 từ khoảng 200 ngày năm 2012. Điều đó thể hiện được LAS đã quản lý hàng tồn kho hiệu quả hơn. Trong khi đó, vòng quay khoản phải thu tăng mạnh trong lên 97 ngày năm 2016 từ khoảng 70 ngày cuối năm 2015. Như vậy LAS gặp khó khăn trong việc thu hồi khoản phải thu vì khách hàng của LAS chủ yếu là người nông dân, nguồn thu chính của họ phụ thuộc vào mùa vụ trong năm khả năng chi trả khoản mua hàng ngay lập tức kém. Bên cạnh đó, công ty cũng áp dụng cơ chế bán hàng trả chậm, đầu tư ứng trước nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho người nông dân và duy trì được mối quan hệ lâu dài với khách hàng hiện tại và khách hàng tiềm năng. Đối với vòng quay các khoản phải trả, LAS duy trì trung bình khoảng 50 ngày để trả cho người bán.

Phân tích khả năng sinh lời

Cùng với tình hình doanh thu kém khả quan năm 2016, chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROA) của công ty giảm dần qua các năm, ở mức khoảng 5% năm 2016. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROE) cũng nằm trong xu hướng giảm từ 22,93% xuống 10,77% cuối năm 2016. Phân tích Dupont cho thấy, chỉ số ROE có xu hướng giảm do tỷ suất sinh lời tài sản giảm chỉ còn 1,45 lần và biên lợi nhuận sau thuế giảm mạnh từ 6,6% xuống 3,5% năm 2016.



Nguồn: LAS, VPBS tổng hợp

Kết quả kinh doanh 9T/2017 – LNST tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 9 tháng đầu năm 2017, LAS ghi nhận khoảng 2.682 tỷ đồng doanh thu, hoàn thành xấp xỉ 65% so với kế hoạch. Mặc dù sản lượng tiêu thụ phân lân và NPK tăng lần lượt 4,93% và 6,36% so với cùng kỳ nhưng giá bán NPK quý 3 của LAS giảm mạnh 30% khiến cho doanh thu 9 tháng giảm nhẹ so với cùng kỳ là 2.686 tỷ đồng. Tuy nhiên, giá vốn giảm do giá nguyên liệu đầu vào và biên lợi nhuận cao hơn của mảng phân lân giảm nên công ty có cải thiện về lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận gộp tăng lên 19,9% so với mức 19% của cùng kỳ năm ngoái.

Chỉ tiêu chính	9T2017	9T2016	Tăng trưởng	Kế hoạch 2017	Hoàn thành kế hoạch (%)
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	so với cùng kỳ (%)	(tỷ đồng)	
Doanh thu thuần	2.682,77	2.686,65	-0,1%	4.125	65,0%
Gía vốn	2.148,37	2.182,96	-1,6%		
Lợi nhuận gộp	534,40	503,69	6,1%		
% Biên lợi nhuận gộp	20%	19%			
Doanh thu tài chính	2,06	2,77	-25,5%		
Chi phí tài chính	28,43	35,89	-20,8%		
Chi phí bán hàng	231,30	228,95	1,0%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	133,46	131,67	1,4%		
Lợi nhuận trước thuế	145,50	109,67	32,7%	252	57,7%
Lợi nhuận ròng	115,23	87,98	31,0%		

Lợi nhuận sau thuế trong 9 tháng đầu năm đạt 115,23 tỷ đồng, tăng gần 30,9% so với cùng kỳ do (1) chi phí tài chính giảm 20,8% so với cùng kỳ do được hưởng lãi suất ưu đãi cho vay từ ngân hàng Vietinbank đồng thời (2) công ty ghi nhận khoản thu nhập khác gần 2 tỷ đồng từ khoản đền bù đất ở Hải Dương đã giúp LAS ghi nhận thu nhập khác đạt 2.162 tỷ đồng thay vì ghi nhận lợi nhuận âm so với cùng kỳ.

Tại thời điểm 30/09/2017, giá trị tổng tài sản của LAS đạt hơn 2.630 tỷ đồng, tăng nhẹ 4,8% so với đầu năm. Các khoản phải thu tăng mạnh lên xấp xỉ 1.359 tỷ đồng, tăng 12,5% từ đầu năm 2017, trong khi đó hàng tồn kho ở mức 990 tỷ đồng giảm hơn 12% nhờ tiêu thụ tốt trong hai vụ lúa chính ở miền Bắc là Đông Xuân và Hè Thu.

Hoạt động kinh doanh của LAS có tính chất chu kỳ, theo đó mức doanh thu và lợi nhuận ròng thường cao vào 2 quý đầu năm và quý cuối năm do hai vụ mùa chính người nông dân sử dụng mua bán phân bón là Đông Xuân và Hè Thu. Trong khi đó, KQKD và sản lượng tiêu thụ thường thấp vào quý 3 do không trùng với vụ mùa nào. Hiện tại, doanh thu hoàn thành hơn 65% kế hoạch năm nhưng LNTT 9 tháng đầu năm chỉ hoàn thành 57,7% kế hoạch, chúng tôi ước tính rằng LAS khó hoàn thành kế hoạch đề ra trong năm nay là đạt 252 tỷ đồng LNTT.

GIA ĐÌNH VÀ DỰ PHÓNG

Cho năm 2017, VPBS dự phóng doanh thu đạt 4.134 tỷ đồng, tăng 4,3% theo năm và lợi nhuận sau thuế ở mức là 178,35 tỷ đồng, tăng 4,3% theo năm, EPS năm 2017 đạt 1.580 đồng/cổ phiếu, dựa trên giả định chính sau đây:

Doanh thu và sản lượng

- Sản phẩm phân NPK: Việc đầu tư vào nhà máy NPK thứ 4 công suất 150 ngàn tấn, dự kiến bàn giao và bắt đầu đi vào hoạt động trong quý 4/2017, sẽ bắt đầu làm tăng sản lượng sản xuất và tiêu thụ phân NPK cuối năm 2017 và năm 2018. Thêm vào đó, theo tính mùa vụ, quý 4/2017 là thời điểm vụ Thu – Đông, nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng. Do đó, VPBS dự phóng sản lượng tiêu thụ quý 4 khoảng 240 ngàn tấn, tăng 9,7% so với cùng kỳ năm ngoái, và tổng sản lượng tiêu thụ NPK 2017 đạt hơn 734,7 ngàn tấn, tăng 7,4% so với năm 2016. Với giá bán trung bình khoảng 3.920/kg thấp hơn so giá bình quân năm ngoái do giá bán phân NPK quý 3 của công ty giảm còn 2.950 đồng/kg. Tuy nhiên, VPBS kỳ vọng giá bán NPK quý 4 sẽ quay lại và tăng lên trên 4.000 đồng/kg khi mùa vụ Đông Xuân bắt đầu. Do đó, doanh thu NPK năm 2017 đạt 2.952 tỷ đồng.
- Sản phẩm phân lân: Tại thời điểm hiện tại, các nhà máy sản xuất phân lân đang hoạt động khoảng 75% công suất thiết kế. Trong quý 4/2017 khi nhà máy NPK thứ 4 đi vào hoạt động, sản lượng phân lân sản xuất cũng sẽ tăng lên vì phân lân là một thành phần nguyên liệu đầu vào cho NPK. Tuy nhiên, do thị trường cạnh tranh nên VPBS kỳ vọng sản lượng tiêu thụ phân lân duy trì ở 442,26 ngàn tấn, cao hơn kế hoạch công ty là 430 ngàn tấn. Giá bán trung bình phân lân duy trì 2.500/kg, doanh thu từ phân lân là 1115.28 tỷ.
- Các sản phẩm khác: Ngoài phân NPK và phân lân, LAS cũng kinh doanh thêm axit sunfuric và nguyên liệu khác. Chúng tôi dự phóng doanh thu của axit sunfuric và sản phẩm khác năm 2017 là khoảng 65 tỷ đồng, tương đương năm 2016.

Như vậy, VPBS dự phóng tổng doanh thu LAS cho năm 2017 là khoảng 4.134 tỷ đồng, tăng 4,3% so với năm 2016.

Chi phí giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý

- Chi phí giá vốn năm 2017 đạt 3.283 tỷ đồng, tăng 1,52% theo năm, tương đương mức biên lợi nhuận gộp khoảng 20,6%, tăng so với mức 18,4% của năm 2016 là do giá nguyên liệu đầu vào được dự báo vẫn ổn định và công ty tiếp tục kiểm soát chi phí tốt hơn.
- Chi phí bán hàng chiếm 9% doanh thu, năm 2017 sẽ ở mức 372 tỷ đồng, tăng 10,9% so với cùng kỳ
- Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu tăng nhẹ so với năm 2016, chiếm 5% doanh thu tương đương 206,7 tỷ đồng.

Các chỉ tiêu khác

- Thu nhập tài chính chủ yếu đến từ thu nhập từ lãi tiền gửi và nhận cổ tức từ đầu tư, ước tính đạt 2,55 tỷ đồng, giảm 17% theo năm do ước tính tiền gửi sẽ giảm do một phần tiền dùng đầu tư xây dựng nhà máy NPK thứ 4.
- Chi phí tài chính năm 2017 ước đạt 50,72 tỷ đồng, chủ yếu đến từ chi trả lãi vay cho khoản vay ngắn hạn 45,14 tỷ đồng, tăng 8,5% theo năm do khoản vay

xây dựng nhà máy NPK thứ 4. Theo lãnh đạo công ty, tổng chi phí xây dựng nhà máy là 250 tỷ đồng, và dùng 30% vốn tự có và 70% từ đi vay.

Cho năm 2018, VPBS dự phóng doanh thu đạt 4.909 tỷ đồng, tăng 18,7% theo năm và lợi nhuận ròng ở mức là 205,3 tỷ đồng, tăng 15,1% theo năm, theo đó EPS cho năm 2018 đạt 1.819 đồng/cổ phiếu dựa trên các giả định chính sau đây:

Dự phóng sản lượng tiêu thụ năm 2018 của phân NPK đạt hơn 778,6 ngàn tấn, tăng 5,4% theo năm với việc đưa nhà máy NPK thứ 4 hoạt động 100% công suất thiết kế. Giá bán trung bình phân NPK sẽ cao hơn năm 2017, ở mức 4,8 triệu/ tấn cao hơn 22% so với năm 2017 với giả định công ty đẩy mạnh bán phân bón NPK hàm lượng cao và tăng giá bán NPK. Do đó doanh thu phân NPK ước tính ghi nhận 3.737 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ phân lân và axit ước tính không thay đổi nhiều so với năm 2017, đạt lần lượt 447,9 ngàn tấn và 4 ngàn tấn, tương đương lợi nhuận ở mức 1.097 tỷ đồng và 13,7 tỷ đồng. Như vậy, tổng doanh thu dự phóng năm 2018 đạt mức 4.909 tỷ đồng, tăng 18,7% theo năm.

Giá vốn hàng bán năm 2018 ước đạt 3.911 tỷ đồng, tăng 19,1% theo năm do VPBS giả định giá vốn tăng do tăng sản lượng sản xuất khi nhà máy NPK thứ 4 đi vào sản xuất. Lợi nhuận gộp năm 2018 dự phóng ở mức 997,8 tỷ đồng, tương đương biên lợi nhuận gộp là 20,3%.

Cơ cấu chi phí bán hàng và chi phí quản lý không thay đổi nhiều so với năm 2017. Chi phí bán hàng năm 2018 ở mức 441,8 tỷ đồng và chi phí quản lý năm 2018 ước tính ở mức khoảng 245,4 tỷ đồng, chiếm lần lượt 9% và 5% doanh thu.

Doanh thu tài chính năm 2018 ước đạt 2,6 tỷ đồng, trong khi chi phí tài chính là 61,5 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ do công ty tăng nợ vay hỗ trợ hoạt động sản xuất và bù đắp vốn lưu động do khoản phải thu và hàng tồn kho lớn, trong đó 54,74 là trả lãi vay ngân hàng.

KHUYẾN NGHỊ VÀ RỦI RO

- **Rủi ro cạnh tranh:** Thị trường phân bón trong nước cạnh tranh rất cao khi nguồn cung ngày càng dồi dào đến từ 2 nguồn chính: (1) phân bón nội địa từ hơn 1.000 doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước với công suất sản xuất và chất lượng sản phẩm liên tục tăng do nhiều nhà máy mới công nghệ cao bắt đầu đi vào hoạt động; (2) phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Mỹ... tạo áp lực lớn tới nhu cầu tiêu thụ và giá cả đến từ. Đặc biệt, trên thị trường xuất các sản phẩm phân bón giả kém chất lượng từ Trung Quốc bán tràn lan trên thị trường với giá rất rẻ, khiến người nông dân hoang mang và ép giá sản phẩm của LAS. Trong các năm sau, nhu cầu tiêu thụ gần như bão hòa trong khi nguồn cung ngày càng tăng mạnh sẽ tạo ra những áp lực cho LAS để tiếp tục giữ vững thị phần.
- **Rủi ro thời tiết:** Thời tiết là yếu tố trực tiếp ảnh hưởng đến sản xuất nông nghiệp và từ đó tác động đến tiêu thụ phân bón. Năm 2016 ảnh hưởng của El Nino khiến cho doanh thu của LAS giảm 15% và LNST giảm 55% so với 2015. Với tình trạng Trái Đất đang nóng dần lên, nhiều hiện tượng thời tiết tiêu cực như mưa bão lớn và thời tiết nóng nực mưa ít thì nông nghiệp gặp khó khăn hơn, từ đó doanh thu và lợi nhuận của LAS và các doanh nghiệp phân bón nói chung bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong các năm tới.
- **Rủi ro mùa vụ:** Ngành phân bón gắn liền với yếu tố mùa vụ. LAS có thị phần tập trung chủ yếu ở miền Bắc có khí hậu cận nhiệt đới nên lúa thường tập trung hai vụ chính là vụ đông xuân và vụ mùa. Do đó, doanh thu và lợi nhuận của LAS sẽ tập trung chủ yếu ở Quý 1 và Quý 4 và thấp điểm nhất là Quý 3 hàng năm.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **17.020** đồng/cổ phiếu trong 12 tháng tiếp theo, tương đương mức sinh lời 17%, trên cơ sở sử dụng phương pháp so sánh 2 chỉ số P/E và EV/EBITDA với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi để mức P/E và P/B mục tiêu của LAS cao hơn trung bình so với trung bình ngành 12% do: (1) LAS có vị thế dẫn đầu thị phần tiêu thụ phân lân và phân NPK; (2) LAS là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất khi dự thảo thay đổi phân bón từ diện không chịu thuế GTGT sang diện chịu thuế GTGT được Quốc hội thông qua năm 2018, chính thức có hiệu lực năm 2019; (3) VPBS kỳ vọng doanh thu và LNST của LAS từ năm 2018 tăng mạnh do mở rộng đầu tư sản xuất nhà máy NPK 4 và tiết kiệm được chi phí thuế lớn khi dự thảo trên được thông qua.

Định giá cổ phiếu LAS					
Phương pháp	Chỉ số 2018 hiện tại	Chỉ số mục tiêu	Định giá	Tỷ trọng	Giá cp
P/E	7,97x	9,0x	16.327	50%	8.163
EV/EBITDA	5,93x	6,8x	17.713	50%	8.857
Giá mục tiêu					17.020

Chúng tôi chọn **7 công ty** cùng ngành, trong đó 4 công ty đang niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và 3 công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội để thực hiện so sánh.

Tên Công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa	ROA	ROE	EV/EBITDA	P/B	P/E
			(triệu USD)	(%)	(%)	(%)		
TCT Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN	Việt Nam		7,77	9,75	6,23	1,10	11,82
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	DCM VN	Việt Nam		6,36	13,50	3,73	1,19	9,00
CTCP Phân bón Bình Điền	BFC VN	Việt Nam		8,41	31,85	6,07	2,38	8,01
CTCP Phân bón Miền Nam	SFG VN	Việt Nam		7,44	16,72	7,26	1,14	7,01
CTCP Phân lân Ninh Bình	NFC VN	Việt Nam		7,16	9,77	8,72	1,33	13,36
CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Tây Nam Bộ	PSW VN	Việt Nam		8,44	9,36	0,74	0,72	7,63
CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Miền Trung	PCE VN	Việt Nam		11,1	13,51	2,47	0,76	6,35
Trung vị				7,77	13,50	6,07	1,14	8,01
CTCP Supe Phốt Phát và Hóa chất Lâm Thao (LAS)				5,77	10,92	6,53	1,34	11,10

Nguồn: Bloomberg, VPBS tổng hợp

PHỤ LỤC

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017F	2018F
Doanh thu	4.651,2	3.964,7	4.133,6	4.908,6
Chi phí hoạt động	3.673,5	3.233,4	3.282,7	3.910,8
Lợi nhuận gộp	977,8	731,2	850,9	997,8
Doanh thu tài chính	4,5	3,1	2,5	2,6
Chi phí tài chính	28,3	46,8	55,9	61,5
Chi phí bán hàng	377,8	335,4	372,0	441,8
Chi phí quản lý công ty CK	184,9	180,5	206,7	245,4
Lợi nhuận khác	1,2	0,8	4,1	4,9
Lợi nhuận trước thuế	392,5	172,5	222,9	256,6
Thuế TNDN	86,2	34,3	44,6	51,3
Lợi nhuận sau thuế	306,3	138,2	178,4	205,3
% Biên LNST	6,6%	3,5%	4,3%	4,2%
EPS (Đồng)			1.580	1.819
Các chỉ số tài chính				
(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017F	2018F
Chỉ số định giá				
Chỉ số P/E	4,75	10,21	9,11	7,97
Chỉ số P/B	1,09	1,10	1,18	1,11
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	21,02%	18,44%	20,58%	20,33%
Biên LN ròng	6,58%	3,48%	4,31%	4,18%
Tỷ số LN/VCSH	22,93%	10,77%	12,93%	13,94%
Chỉ số đòn bẩy				
Tỷ số nợ vay/tổng vốn	0,51	0,53	0,53	0,56
Tỷ số nợ vay/VCSH	1,02	1,13	1,14	1,25
H,số thanh toán nhanh	0,96	0,96	0,89	0,83

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn	2.472,0	2.509,7	2.475,9	2.833,6
Tiền/tương đương tiền	397,4	207,7	89,0	151,8
Đầu tư ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	917,8	1.180,3	1.311,2	1.378,4
Hàng tồn kho	1.153,6	1.117,3	1.071,2	1.298,9
Tài sản khác	3,2	4,5	4,5	4,5
Tài sản dài hạn	229,6	225,3	479,4	485,0
Tài sản cố định	191,0	193,5	452,3	458,0
Đầu tư dài hạn	7,0	7,0	7,0	7,0
Tài sản dài hạn khác	31,7	24,9	20,1	20,1
Tổng tài sản	2.701,6	2.735,0	2.955,3	3.318,6
Nợ ngắn hạn	1.366,2	1.452,7	1.575,4	1.846,1
Khoản phải trả	479,9	553,7	615,5	777,3
Vay nợ ngắn hạn	689,3	769,9	829,4	912,3
Nợ khác	197,0	129,2	130,5	156,5
Nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ	1.366,2	1.452,7	1.575,4	1.846,1
Vốn chủ sở hữu	1.335,4	1.282,3	1.379,9	1.472,4
Vốn góp	778,3	1.128,6	1.128,6	1.128,6
Cổ phiếu quỹ	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận giữ lại	204,8	90,4	162,3	221,9
Vốn khác	352,3	63,4	89,0	121,9
Chênh lệch đánh giá lại	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ và vốn CSH	2.701,6	2.735,0	2.955,3	3.318,6

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Lê Anh Minh, CFA

Giám đốc - Phân tích cơ bản
minhla@vpbs.com.vn

Trần Minh Anh

Trợ lý phân tích
anhtm@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+84 1900 6457 Ext: 335

Lê Kiên Cường

Phòng Môi giới Khách hàng Tổ chức
cuonglk@vpbs.com.vn
+84 28 3823 8608 Ext: 202

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+84 28 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
028.3823.8608 Ext: 246

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+84 24 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+84 28 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm. Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế,
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T: +84 1900 6457
F: +84 (0) 24 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai,
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T: +84 (0) 28 3823 8608
F: +84 (0) 28 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T: +84 (0) 236 356 5419
F: +84 (0) 236 356 5418

