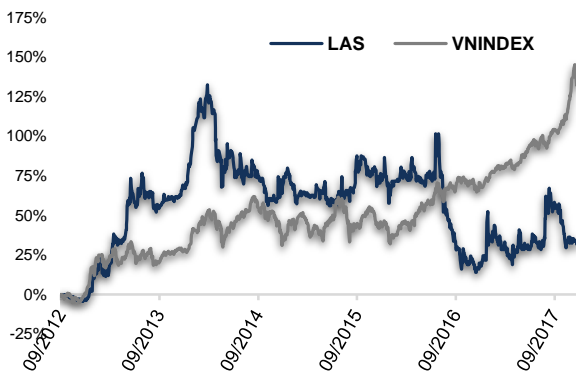


Bùi Thị Phương Chuyên viên phân tích Email: phuongbt@fpts.com.vn Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312	Giá thị trường (12/12/2017)	13.300	Khuyến nghị MUA
	Giá mục tiêu	18.000	
	Chênh lệch	35%	

Biến động giá cổ phiếu LAS và VNINDEX


Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **LAS** của **Công ty Cổ phần Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao**, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu LAS là **18.000 đồng/cp**, cao hơn 35% so với giá hiện tại.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu LAS với những luận điểm như sau:

ĐIỂM HẤP DẪN ĐẦU TƯ

- ✓ **Là doanh nghiệp sản xuất phân bón hàng đầu khu vực phía Bắc**, đứng đầu thị phần tiêu thụ trong mảng phân hỗn hợp NPK và phân lân (lần lượt chiếm 18,5% và 43,5% cả nước), với thương hiệu lâu năm và uy tín với người tiêu dùng.
- ✓ **Trong ngắn hạn, các yếu tố tích cực tác động đến nhu cầu tiêu thụ phân bón như:** điều kiện thời tiết thuận lợi hơn, sự hồi phục của giá nông sản,... thúc đẩy canh tác nông nghiệp và tăng nhu cầu tiêu thụ phân bón cho cây trồng. Theo dự báo của Agrimonitor, các yếu tố tích cực trên sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng phân bón chính (NPK và Ure) tăng 3 - 5% trong năm 2017 - 2018.
- ✓ **Năm 2018 nhà máy NPK số 4, công suất thiết kế 150.000 tấn/năm đi vào hoạt động**, với sản phẩm chính là phân hỗn hợp NPK hàm lượng cao, và dự kiến sản xuất thương mại vào đầu năm 2018. Việc đưa ra sản phẩm NPK hàm lượng cao hơn cho thấy LAS đã và đang có những bước đi bắt kịp xu hướng sử dụng phân bón chất lượng tốt hơn, phù hợp với tập quán canh tác của miền bắc.
- ✓ **Việc sửa đổi luật thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón có thể giúp LAS tăng lợi nhuận sau thuế (tăng khoảng 70% LNST năm 2016) do được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.** Tuy nhiên, theo dự thảo sửa đổi Luật này của Bộ Tài Chính (ngày 18/08/2017) thì Luật thuế GTGT sửa đổi sẽ chính thức có hiệu lực từ năm 2019, nên nhiều khả năng trong Kỳ họp tiếp theo diễn ra vào tháng 6/2018, Quốc hội sẽ đưa ra thảo luận và kết luận cho việc sửa đổi Luật này.

Thông tin giao dịch	12/12/2017
Giá hiện tại	13,300
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	16,800
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	11,900
Số lượng CP niêm yết (Triệu CP)	112,856,400
Số lượng CP lưu hành (Triệu CP)	112,856,400
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	576,607
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	6.5%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1,128.56
Vốn hóa (tỷ VND)	1,862.13

Thông tin doanh nghiệp	
Tên	CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao
Tên viết tắt	LAFCHEMCO
Địa chỉ	Thị trấn Lâm Thao, Huyện Lâm Thao, Tỉnh Phú Thọ
Doanh thu chính	Phân NPK và phân lân
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu, hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Cạnh tranh trong nội bộ ngành

RỦI RO ĐẦU TƯ

➤ **Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào.**

Mảng sản phẩm chủ lực của LAS là phân hỗn hợp NPK, tuy nhiên, LAS chỉ tự chủ được thành phần nguyên tố P từ phân lân tự sản xuất, Ni-tơ và Kali đều phải mua ngoài, thậm chí phải nhập khẩu. Trước diễn biến giá phân bón đang bất đầu có dấu hiệu hồi phục từ cuối năm 2016, LAS đã thay đổi chính sách dự trữ hàng tồn kho với tỷ trọng giá trị nguyên vật liệu luôn chiếm trên 50% để đảm bảo ổn định chi phí nguyên vật liệu đầu vào cho quá trình sản xuất.

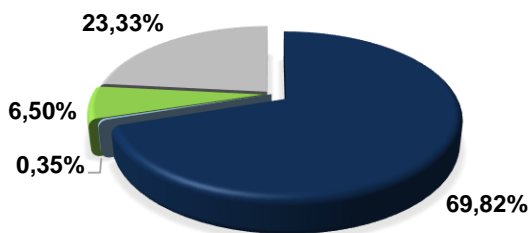
➤ **Rủi ro cạnh tranh trong xu hướng sử dụng phân bón chất lượng cao.**

Hiện cả ngành có trên 800 doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh các loại phân bón, trong đó, đối thủ cạnh tranh lớn nhất của LAS tại miền bắc như BFC, Văn Điển, Apromaco,... đang chuẩn bị nâng công suất nhà máy cũng như xây dựng dây chuyền mới, đẩy mức độ cạnh tranh tại khu vực miền Bắc càng gay gắt hơn. Bên cạnh đó, xu hướng sử dụng phân bón chất lượng cao đang ngày càng được ưa chuộng, nhất là thị trường phía Nam. Các dự án nhà máy phân bón chất lượng cao đã và đang được xây dựng như: nhà máy NPK công nghệ hóa học của DPM dự kiến hoạt động vào đầu năm 2018, nhà máy NPK Ure nóng chảy của DCM, và một số dự án mở rộng dây chuyền sản xuất khác.

➤ **Rủi ro đến từ các khoản phải thu tăng nhanh.**

Năm 2016, nhu cầu tiêu thụ phân bón toàn ngành giảm sút dẫn đến tình hình tiêu thụ sản phẩm phân bón của LAS cũng trở nên khó khăn hơn, công ty phải áp dụng các chính sách bán hàng trả chậm khiến các khoản phải thu khách hàng tăng nhanh. Điều này cho thấy chất lượng doanh thu của công ty chưa thực sự tốt, cần theo dõi thêm.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG


■ Tập đoàn Hóa chất VN ■ Công đoàn công ty
 ■ Cổ đông nước ngoài ■ Cổ đông trong nước

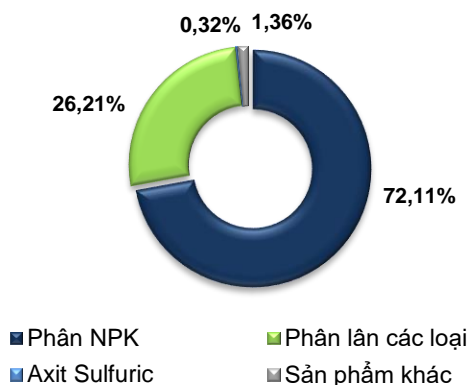
**Tính đến ngày 30/09/2017*

Cơ cấu cổ đông của LAS khá cô đặc với gần 70% số cổ phần thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), do vậy LAS được hưởng lợi từ mối quan hệ giữa các thành viên trong tập đoàn. Trong tương lai gần, nhiều khả năng Vinachem sẽ không thoái vốn khỏi LAS do LAS là một trong những doanh nghiệp có doanh thu và lợi nhuận đứng đầu tập đoàn. Dù năm 2016 chịu nhiều tác động lớn từ các chính sách Nhà nước và môi trường kinh doanh nhưng LAS vẫn luôn duy trì tỷ lệ trả cổ tức khá cao và đều đặn – tương đương với khoảng 200 – 300 tỷ đồng cổ tức mỗi năm.

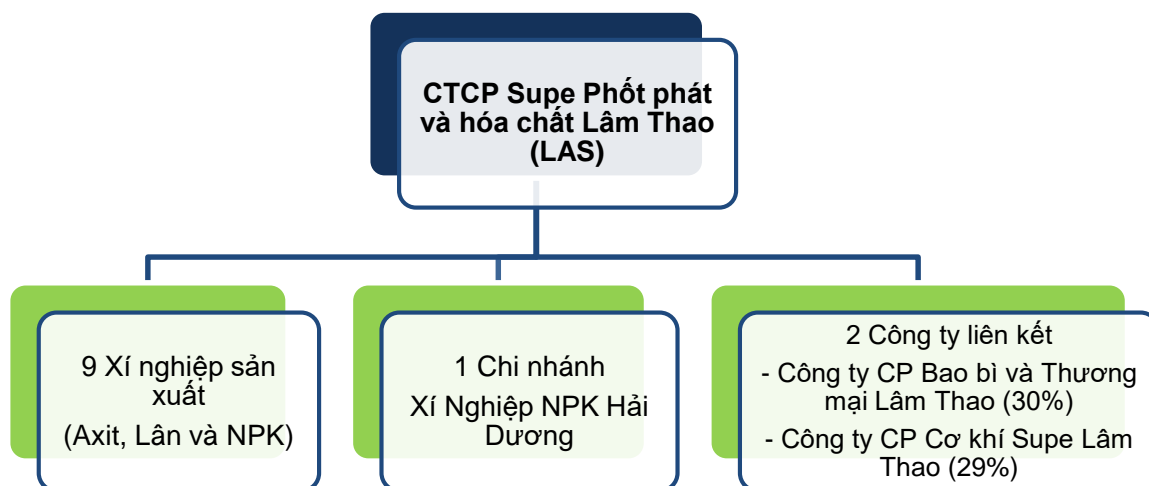
CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao (LAS) là đơn vị thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), chính thức đi vào hoạt động từ năm 1962, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh phân bón.

Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện
24/06/1962	Nhà máy đi vào hoạt động, công suất ban đầu 40.000 tấn H ₂ SO ₄ ; 100.000 tấn supe lân/năm.
1980 – 1984 1999 – 2004	Hai giai đoạn nâng cấp công suất sản xuất axit sulfuric và supe lân. Gđ 1: Xây dựng dây chuyền axit số 2 công suất 120.000 tấn/năm và supe lân số 2 công suất 200.000 tấn/năm. Gđ 2: Xây dựng dây chuyền axit số 3 công suất 40.000 tấn/năm và nâng công suất dây chuyền supe lân số 2 lên 450.000 tấn/năm.
Năm 1985	Nghiên cứu và sản xuất thử thành công phân bón hỗn hợp NPK.
Năm 1988	Xây dựng dây chuyền sản xuất phân NPK đầu tiên với công suất 10,000 tấn/năm.
2002, 2003, 2004 - 2005	Các giai đoạn nâng công suất và công nghệ sản xuất phân NPK. Đến năm 2005, công suất sản xuất phân NPK đạt 600,000 tấn/năm. Chuyển từ đốt quặng Pirit sang sử dụng lưu huỳnh, chấm dứt việc xả thải xỉ pirit ra môi trường.
Năm 2010	- Đầu tư xây dựng dây chuyền sản xuất lân nung chảy công suất 300,000 tấn/năm. - Chuyển từ mô hình doanh nghiệp Nhà nước sang mô hình Công ty cổ phần với vốn điều lệ 540 tỷ đồng.
01/03/2012	Chính thức niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã cổ phiếu LAS.
28/08/2012	Tăng vốn điều lệ lên 648,6 tỷ đồng.
25/07/2013	Tăng vốn điều lệ lên 778,32 tỷ đồng.
18/08/2016	Tăng vốn điều lệ lên 1.128,564 tỷ đồng.

Cơ cấu doanh thu LAS năm 2016

Ngành nghề kinh doanh chính

- Sản xuất và kinh doanh phân bón, hợp chất nitơ;
- Sản xuất kinh doanh các sản phẩm hóa chất, phục vụ ngành công nghiệp hóa chất trong nước;
- Sản xuất kinh doanh điện, nước, xi măng, vôi, phèn, các sản phẩm phục vụ khai khoáng và dịch vụ khác,...

Cơ cấu tổ chức Công ty


PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Các loại sản phẩm chính

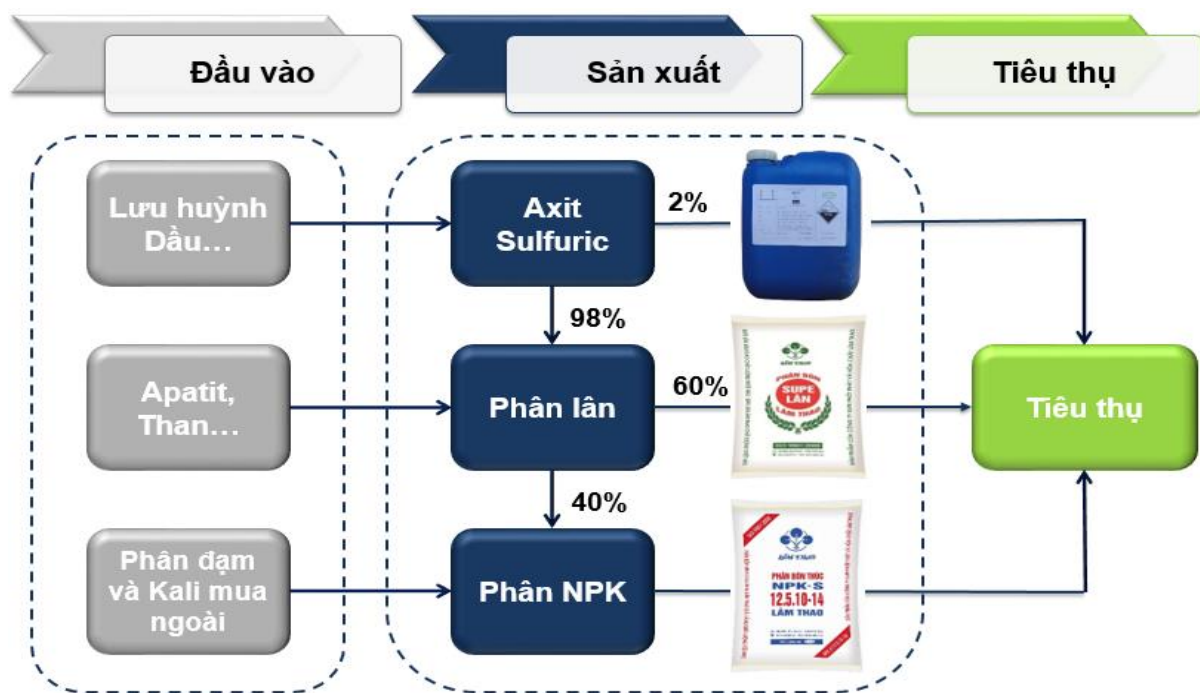
Hàng năm, LAS sản xuất hơn 50 loại sản phẩm phân bón và hóa chất. Trong đó, sản phẩm chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản phẩm của công ty là: phân lân, phân NPK và các loại hóa chất. (Chi tiết [Phụ lục 1](#))

Ngoài ra, Công ty còn sản xuất các sản phẩm khác như phèn đơn, phèn kép, thuốc trừ sâu công nghiệp, các sản phẩm hóa chất khác như sunfit, bisunfit, bột giặt, bao PP, vôi, gạch không nung phục vụ cho các ngành công nghiệp và tiêu dùng.

Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh

LAS tham gia vào một phần chuỗi giá trị sản xuất NPK từ nguyên tố P (phân lân). LAS là doanh nghiệp duy nhất sản xuất được cả 2 loại lân: Supe lân và lân nung chảy, điều này giúp LAS có thể điều chỉnh được các thành phần lân làm tăng chất lượng của phân NPK. Ngoài ra, LAS có dây chuyền sản xuất Axit sulfuric (H_2SO_4) từ lưu huỳnh, tự chủ được nguồn Axit sulfuric cho sản xuất phân lân.

Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của LAS



Nguyên vật liệu đầu vào

Sản xuất supe lân: Nguyên liệu đầu vào chủ yếu là Apatit và Axit Sulfuric (sản xuất từ lưu huỳnh).

Sản xuất lân nung chảy: Nguyên liệu đầu vào chủ yếu là Apatit và than atranxit.

Sản xuất phân NPK: Nito (N) và Kali (K) lấy từ nguồn phân đạm mua ngoài và phân Kali nhập khẩu, LAS tự chủ được nguồn Photpho (P) từ Supe lân và lân nung chảy tự sản xuất.

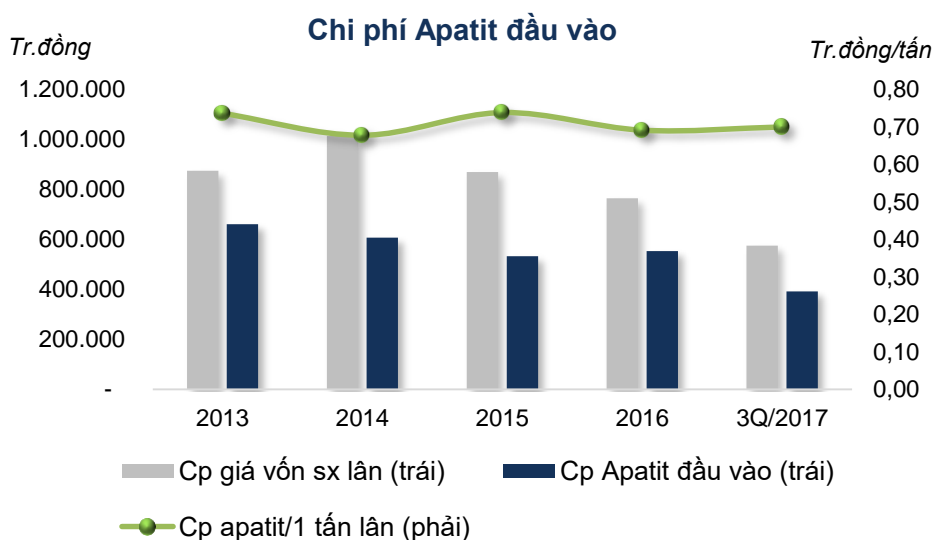
Bảng 1: Các nguyên, nhiên liệu đầu vào của LAS

Nguyên vật liệu	Nhà cung cấp	Xuất xứ	Tính chất nguồn cung
Apatit	CTNNHH Apatit Việt Nam	Việt Nam	Ổn định
Ure	CTCP Phân đạm và Hóa chất Hà Bắc	Việt Nam	Sẵn có
Lưu huỳnh	Swiss Singapore	Trung Đông, Singapore	Phụ thuộc nhập khẩu
Đạm SA	CTCP XNK Hà Anh, Agrofertrans - Anh	Nga, Trung Quốc	Phụ thuộc nhập khẩu
Kali Clorua	CTCP XNK Hà Anh, CTCP Vật tư nông nghiệp I Hải Phòng, NewQuest - Singapore	Belarus, Canada, Israel	Phụ thuộc nhập khẩu
Than	Các công ty than trong nước	Việt Nam	Sẵn có
Dầu FO	Tổng đại lý của Tổng cty xăng dầu Việt Nam	Việt Nam	Sẵn có

Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

✓ **Nguồn cung cấp Apatit ổn định cả về lượng và giá từ Vinachem.**

Quặng Apatit là nguyên liệu đầu vào cho sản xuất phân lân. Hàng năm, chi phí mua quặng apatit chiếm từ 60% - trên 70% chi phí giá vốn đầu vào để sản xuất Supe lân và lân nung chảy, bằng 16% tổng chi phí nguyên, vật liệu của LAS.



Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

Tận dụng lợi thế từ mối quan hệ thành viên trong tập đoàn Hóa chất Việt Nam, LAS đã tiếp cận được nguồn quặng Apatit dồi dào và ổn định về giá cả từ Công ty TNHH Một thành viên Apatit Việt Nam – Vinachem sở hữu 100% vốn. Hiện tại, quặng apatit đã bị cấm xuất khẩu nên đầu ra của quá trình khai thác chủ yếu chỉ được sử dụng để sản xuất các loại phân lân. Vì vậy, đó là nguồn cung cấp quặng Apatit ổn định cho các doanh nghiệp này, ít chịu biến động của giá nguyên liệu trên thị trường thế giới. Điều đó, được thể hiện qua chi phí mua Apatit của LAS qua các năm từ năm 2013 – 2016 luôn ổn định ở mức khoảng từ 500 – 650 tỷ đồng/năm, chi phí này tăng giảm tương ứng với tổng khối lượng phân lân sản xuất hàng năm, mức tiêu hao apatit ổn định vào khoảng 700.000 đồng trên 1 tấn lân qua các năm từ năm 2013 – 2017.

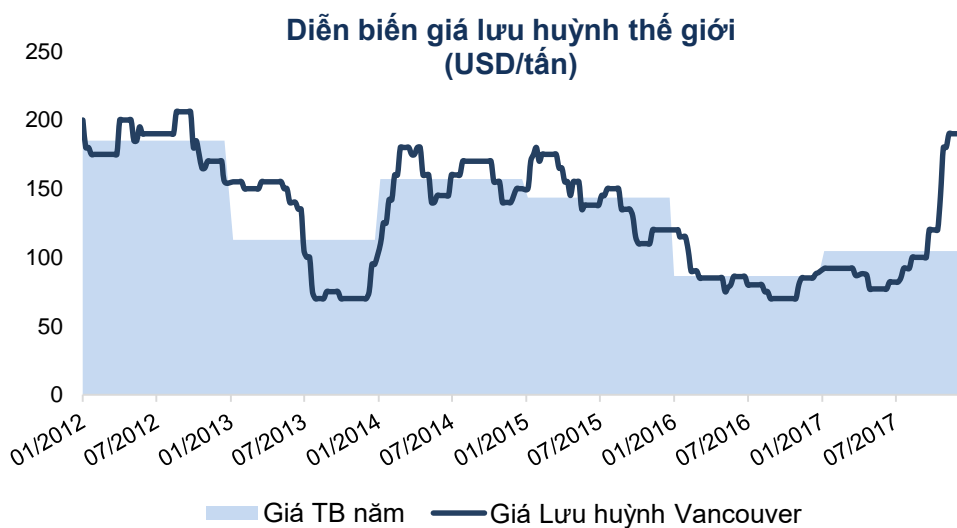
Thông tin về mỏ quặng Apatit Lào Cai: Mỏ thuộc quyền khai thác và quản lý của Công ty TNHH Apatit Việt Nam – một trong những thành viên của Vinachem, là mỏ quặng apatit duy nhất trên cả nước, trữ lượng được thăm dò và dự báo là khoảng gần 1,5 tỷ tấn, trong đó khối lượng đã thăm dò được là gần 800 triệu tấn quặng

apatit (bằng 53% tổng trữ lượng). Theo kế hoạch của công ty từ năm 2020 – 2030, sản lượng khai thác quặng apatit sẽ đạt 4,5 – 5 triệu tấn/năm, gấp đôi so với hiện tại ở mức khoảng 2,5 triệu tấn.

Dự báo: Trong tương lai gần, chúng tôi dự báo nguồn cung Apatit cho LAS vẫn sẽ ổn định, do Vinachem chưa thoái vốn tại LAS cũng như Apatit Việt Nam, LAS vẫn sẽ được hưởng lợi từ mối quan hệ giữa các thành viên trong tập đoàn.

✓ **Sản xuất Axit Sulfuric từ lưu huỳnh nhập khẩu, phụ thuộc vào giá nguyên liệu thế giới.**

Axit Sulfuric dùng để trung hòa quặng Apatit trong quá trình sản xuất Supe lân. LAS có 3 dây chuyền sản xuất Axit sulfuric từ lưu huỳnh. Tuy nhiên toàn bộ lưu huỳnh đầu vào sản xuất axit đều phải nhập khẩu do trong nước chưa sản xuất được. LAS nhập khẩu trực tiếp lưu huỳnh từ nhà cung cấp Swiss Singapore, cung cấp sản phẩm có xuất xứ từ các nước Trung Đông và một số nhà máy tinh chế ở Singapore,... Vì vậy chi phí này luôn phụ thuộc vào diễn biến giá lưu huỳnh trên thị trường thế giới.



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

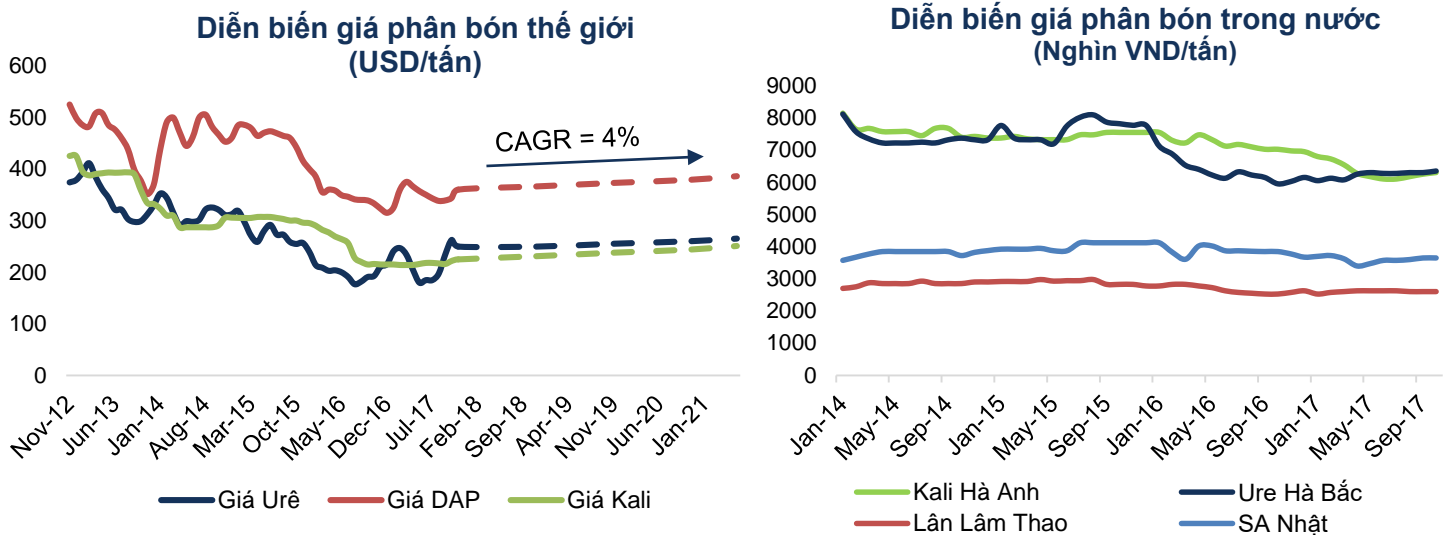
Từ trước năm 2016, theo ước tính dựa trên sản lượng sản xuất, chi phí lưu huỳnh nhập khẩu luôn chiếm gần 40% giá vốn sản xuất supe lân của LAS, do giá lưu huỳnh trong giai đoạn này duy trì ở mức khá cao, trung bình từ 130 – 155 USD/tấn. Tuy nhiên, từ năm 2016 trở lại đây, do nguồn cung từ các nhà máy lọc dầu tăng lên, đã khiến giá lưu huỳnh giảm mạnh và biến động quanh mốc 80 USD/tấn. Điều này tác động đáng kể đến chi phí giá vốn phân lân của LAS, cụ thể chi phí lưu huỳnh giảm đáng kể, chỉ còn chiếm 18% chi phí giá vốn sản xuất phân lân năm 2016.

Bước sang năm 2017, nhận thấy giá lưu huỳnh đang ở mức thấp, LAS đã tăng cường nhập khẩu nguyên liệu này, tận dụng tối đa hệ thống kho bãi để dự trữ lưu huỳnh cho hoạt động sản xuất cả năm. Vì vậy, khi giá lưu huỳnh thế giới tăng đột biến từ tháng 10/2017, do thiếu hụt nguồn cung trong ngắn hạn, giá vốn sản xuất lân của LAS không bị ảnh hưởng bởi biến động này.

Dự báo: Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng giá lưu huỳnh thế giới sẽ ổn định trở lại. Theo Integer Research nhu cầu tiêu thụ mặt hàng này đang có xu hướng tăng nhẹ nhưng tình trạng cung vượt cầu vẫn ở mức 1,6 triệu tấn năm 2016 và dự báo sẽ còn tiếp tục tăng.

✓ **Đầu vào sản xuất phân NPK: phân Đạm và Kali mua ngoài**

Mảng sản xuất chủ lực của LAS là sản xuất phân bón NPK. Tuy nhiên, công ty tham gia vào chuỗi giá trị NPK từ nguồn phân lân tự sản xuất (nguyên tố P), vì vậy 2 nguyên tố N và K phải mua ngoài. Chủ yếu nguồn N và K đầu vào của LAS dưới dạng Kali Clorua (KCl) và phân Amoni Sunfat (SA) mua từ các nhà nhập khẩu trung gian, phân Ure mua từ Nhà máy đạm Hà Bắc, và một số nhà cung cấp từ Trung Quốc khi giá Ure trong nước cao hơn nhiều so với giá Ure Trung Quốc nội địa.



Nguồn: World Bank, FPTTS tổng hợp

Nguồn: IAS, FPTTS tổng hợp

Từ năm 2014 trở lại đây, do nguồn cung từ các nhà máy tăng lên nhanh chóng mà nhu cầu tiêu thụ chỉ tăng nhẹ, dẫn đến áp lực dư cung trên toàn cầu và mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn. Do đó, năm 2016, giá các loại phân bón giảm mạnh quay trở về mức thấp nhất trong vòng 10 năm qua. Phân bón nhóm Đạm và Kali đã biến động giảm gần 20% so với giai đoạn trước đó, ảnh hưởng xấu đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên, LAS mua ngoài 2 loại phân đơn là Ure và kali để sản xuất NPK, cho nên điều này mang lại một tín hiệu tích cực cho LAS khi chi phí này luôn chiếm đến trên 70% tổng chi phí nguyên vật liệu của LAS hàng năm.

Đến năm 2017, do nhu cầu phân bón trong nước có xu hướng tăng trở lại khi hiện tượng El Niño kết thúc và thời tiết đang ở mức trung tính, giá của các loại phân bón đang có xu hướng tăng nhẹ. Đối với phân bón nhóm đạm, giá bán trong nước đã tăng 4% kể từ đầu năm 2017.

Dự báo: Theo dự báo của Worldbank, giá phân bón thế giới sẽ có xu hướng tăng khoảng 4% trong giai đoạn 2017 – 2021, do đó, giá phân bón trong nước cũng sẽ tăng nhẹ. Trước tình trạng nguồn cung trong nước ngày càng tăng trong khi nhu cầu tiêu thụ chỉ tăng nhẹ qua các năm, chúng tôi cho rằng giá phân bón trong nước sẽ tăng khoảng 2% trong dài hạn.

Trình độ công nghệ và năng lực SXKD

✓ **Cải tiến công nghệ sản xuất và nâng cấp nhà máy thường xuyên.**

Về công nghệ sản xuất Supe lân:

Hai dây chuyền sản xuất Supe lân với công nghệ sản xuất theo phương pháp hóa học sử dụng axit sunfuric (H_2SO_4) phân hủy quặng apatit, hiệu suất sử dụng trung bình 85% - 100%. Các dây chuyền supe lân đã được chuyển đổi thiết bị lọc bụi kiểu tay áo sang thu hồi bụi kiểu túi lọc, làm tăng hiệu suất thu hồi, giảm bụi thoát ra môi trường và tiết kiệm được bột apatit. Từ đó, đảm bảo được các tiêu chuẩn vận hành nhà máy và tiết kiệm được đáng kể chi phí sản xuất kinh doanh.

Về công nghệ sản xuất NPK:



LAS có bốn dây chuyền sản xuất phân hỗn hợp NPK với công nghệ về viên tạo hạt bằng thùng quay li tâm phổ biến ở các doanh nghiệp trong nước, bao gồm thiết bị định lượng nguyên liệu, đóng bao sản phẩm, sấy khô tự động... Tuy nhiên, các dây chuyền này đều đã hoạt động nhiều năm, vì vậy hàng năm Công ty phải dừng sản xuất để bảo trì máy móc thiết bị.

Xét về trình độ công nghệ, khi so sánh công nghệ sản xuất NPK của LAS với đối thủ lớn là Bình Điền (BFC) thì công nghệ của BFC có phần hiện đại hơn với công nghệ sản xuất NPK từ Ure hóa lỏng tạo ra sản phẩm có độ chắc, cứng và hàm lượng dinh dưỡng đồng đều hơn, bảo quản tốt hơn trong điều kiện thường.

✓ Là một trong những doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn nhất ngành.

Tính đến thời điểm hiện tại, mảng sản xuất phân lân của LAS có công suất 750.000 tấn/năm (lân nung chảy là 300.000 tấn/năm) và phân NPK là 700.000 tấn/năm, là doanh nghiệp có sản lượng sản xuất lớn nhất ngành.

Xét về năng lực sản xuất NPK, từ năm 2015, Bình Điền đã đưa thêm 2 nhà máy NPK vào hoạt động trong đó có Nhà máy NPK Bình Điền - Ninh Bình (công suất thiết kế 200.000 tấn/năm), đánh dấu bước tiến mạnh mẽ ra thị trường phía Bắc, đưa năng lực sản xuất của Bình Điền đứng đầu mảng NPK trong các doanh nghiệp phân bón trong nước.

Bảng 2: So sánh năng lực sản xuất các doanh nghiệp trong ngành.

Tập đoàn	Tên Công ty	Sản phẩm - công suất thiết kế (nghìn tấn/năm)			
		Lân nung chảy	NPK	Supe lân	DAP
Vinachem	CTCP Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao (LAS)	300	700	750	
	CTCP phân lân Ninh Bình (NFC)	300	200		
	CTCP phân lân nung chảy Văn Điển (VAF)	300	200		
	CTCP phân bón Miền Nam (SFG)		350	200	
	CTCP phân bón Bình Điền (BFC)		925		
	CTCP phân bón hóa chất Cần Thơ		200		
	CTCP DAP 1				330
	CTCP DAP 2				330
	Tập đoàn quốc tế Năm Sao		300		
Khác	Tập đoàn Baconco		200		
	CTCP vật tư tổng hợp và phân bón hóa sinh		360		
	CT phân bón Việt Nhật		350		

Nguồn: Vinachem, FPTS tổng hợp

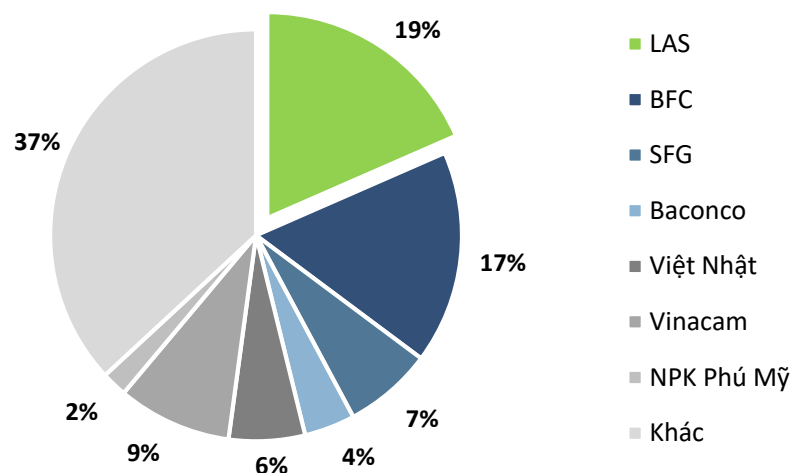
Về việc đầu tư nhà máy NPK số 4:

Hiện tại, các nhà máy NPK của LAS đã chạy vượt 15% công suất thiết kế vào thời điểm các mùa vụ chính trong năm. Vì vậy, nhà máy NPK số 4, công suất thiết kế 150.000 tấn/năm, được đưa vào hoạt động cũng giúp giảm tải tại các nhà máy hiện tại và tăng thêm 20% năng lực sản xuất của LAS, nâng tổng công suất sản xuất của công ty lên 850.000 tấn/năm. Dự kiến, Nhà máy số 4 sẽ vận hành thương mại vào đầu năm 2018.

Tuy nhiên, thị trường NPK trong nước bị phân tán mạnh, các doanh nghiệp nhỏ lẻ, công nghệ thô sơ vẫn chiếm đến gần 40% thị phần cả ngành. Vì vậy, các công ty đã có lợi thế về thương hiệu, công nghệ và hệ thống phân phối như LAS tiếp tục nâng công suất sản xuất, nâng cao chất lượng sản phẩm để giành thị phần tại thị trường Miền Bắc.

✓ **LAS luôn đứng đầu thị phần về sản lượng tiêu thụ phân NPK và phân lân.**

Thị phần NPK trong nước năm 2016



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Thị trường phân NPK trong nước phân hóa mạnh, cả ngành có gần 1000 cơ sở sản xuất với công nghệ đảo trộn thô sơ, chiếm lĩnh 37% thị phần cả nước. Trong khi đó, các doanh nghiệp lớn như LAS, BFC cũng chỉ nắm thị phần khá nhỏ. Khi BFC đang mở rộng thị trường ra phía bắc (thị phần tăng 2% so với năm 2015) đạt 17%, thì thị phần của LAS năm 2016 vẫn được duy trì mức 18,5% lượng tiêu thụ cả nước. Cho thấy dư địa mở rộng thị phần của các doanh nghiệp này vẫn còn khá lớn.

Với mảng phân lân, sản phẩm sản xuất trong nước có lợi thế cạnh tranh lớn hơn so với sản phẩm nhập khẩu do nguồn cung nguyên liệu apatit sẵn có làm cho chi phí sản xuất rẻ hơn. Đó cũng chính là lợi thế của LAS khi nắm thị phần lớn nhất cả nước trong mảng này, LAS đáp ứng 43,5% nhu cầu tiêu thụ cả nước, cao gấp 2,86 lần so với đối thủ là Phân bón miền Nam (SFG - 1 trong 2 DN sản xuất supe lân trong cả nước).

Về thị trường tiêu thụ và hệ thống đại lý

LAS nắm gần 60% thị phần khu vực Miền Bắc (80% sản lượng tiêu thụ của LAS tại thị trường này), đây là thị trường tiêu thụ chính của Công ty.

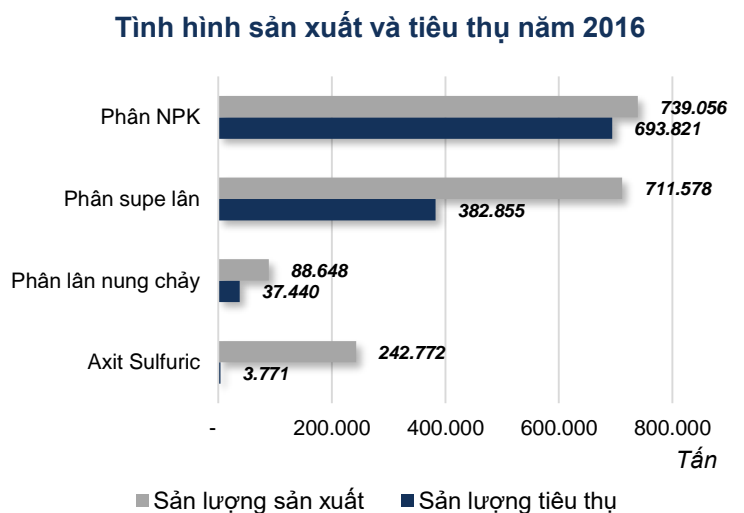
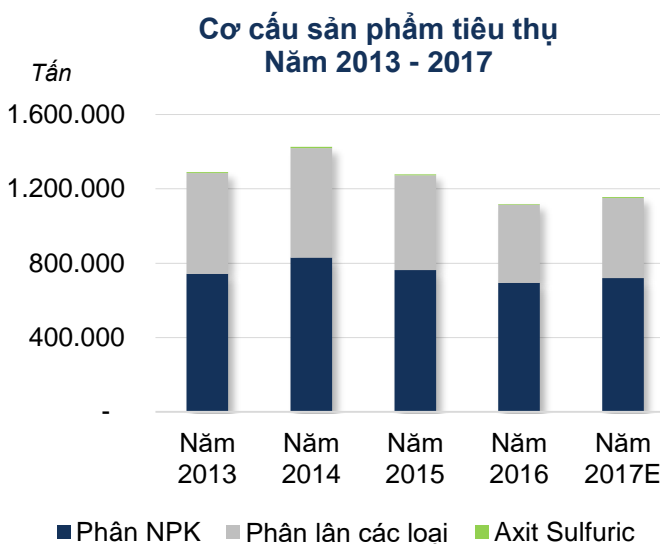
Hệ thống đại lý của LAS trải rộng khắp thị trường miền Bắc và Bắc Trung bộ với hơn 60 đại lý tại các tỉnh thành. Khu vực Miền Nam và Tây Nguyên, LAS chủ yếu tiêu thụ các sản phẩm phân lân với các tổng kho đầu mối như Kho Đồng Nai, Sóng Thần, Trần Xuân Soạn, và một số đại lý ký gửi khác...

✓ **Hoạt động tiêu thụ năm 2016 giảm do thị trường bão hòa và áp lực cạnh tranh tăng cao.**

Hàng năm, LAS tiêu thụ trên 1 triệu tấn phân bón các loại, trong đó chiếm khoảng 60% là phân NPK, đóng góp 70% doanh thu và trên 60% tổng lợi nhuận gộp cả năm cho công ty, còn lại là phân lân (chiếm 26% tổng doanh thu) và các sản phẩm khác.

Từ năm 2014 trở lại đây, ngành phân bón Việt Nam bước vào giai đoạn bão hòa, LAS cũng chịu ảnh hưởng khá lớn từ các yếu tố môi trường kinh doanh, làm giảm kết quả hoạt động kinh doanh của LAS cũng như các doanh nghiệp khác trong ngành:

- Thị trường phân bón cả trong nước và thế giới vẫn đang đối mặt với tình trạng dư cung. Trong năm 2016, sản xuất toàn cầu tiếp tục xu hướng tăng. Tính riêng sản xuất trong nước, có tới trên 1000 cơ sở sản xuất phân bón các loại, phân bố nhỏ lẻ và khác biệt lớn về công nghệ sản xuất. Dự báo, sản xuất trong nước vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ 3 – 5% trong dài hạn, đặc biệt là mảng phân hỗn hợp NPK.
- Diễn biến thời tiết thất thường ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón trong ngắn hạn. Vừa qua, hiện tượng El Niño gây hạn hán, ngập mặn ảnh hưởng lớn đến canh tác nông nghiệp, làm giảm nhu cầu tiêu thụ phân bón. Hiện tại, tình hình thời tiết cực đoan này đã kết thúc vào nửa cuối năm 2016 và đang ở mức độ trung tính. Dự báo, thời tiết sẽ thuận lợi hơn trong vụ Hè thu và Đông xuân năm nay, sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng lên.
- Từ năm 2015, cả ngành chịu ảnh hưởng khá nặng nề bởi việc chuyển mặt hàng phân bón từ diện chịu thuế GTGT mức 5% sang không chịu thuế GTGT. Điều này khiến cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón từ đầu chuỗi giá trị không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, khiến giá thành sản xuất tăng cao.



Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

Từ những nguyên nhân trên có thể thấy, hoạt động tiêu thụ các loại sản phẩm NPK và phân lân của LAS đều giảm, điều này đến từ những nguyên nhân trực tiếp như: (1) *Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2016 giảm sút*, (2) *Nhà máy NPK Bình Điện – Ninh Bình đi vào hoạt động từ cuối năm 2015*, đánh dấu bước tiến mạnh mẽ của Bình Điện (BFC) ra thị trường phía bắc, làm tăng áp lực cạnh tranh lên sản phẩm NPK của công ty.

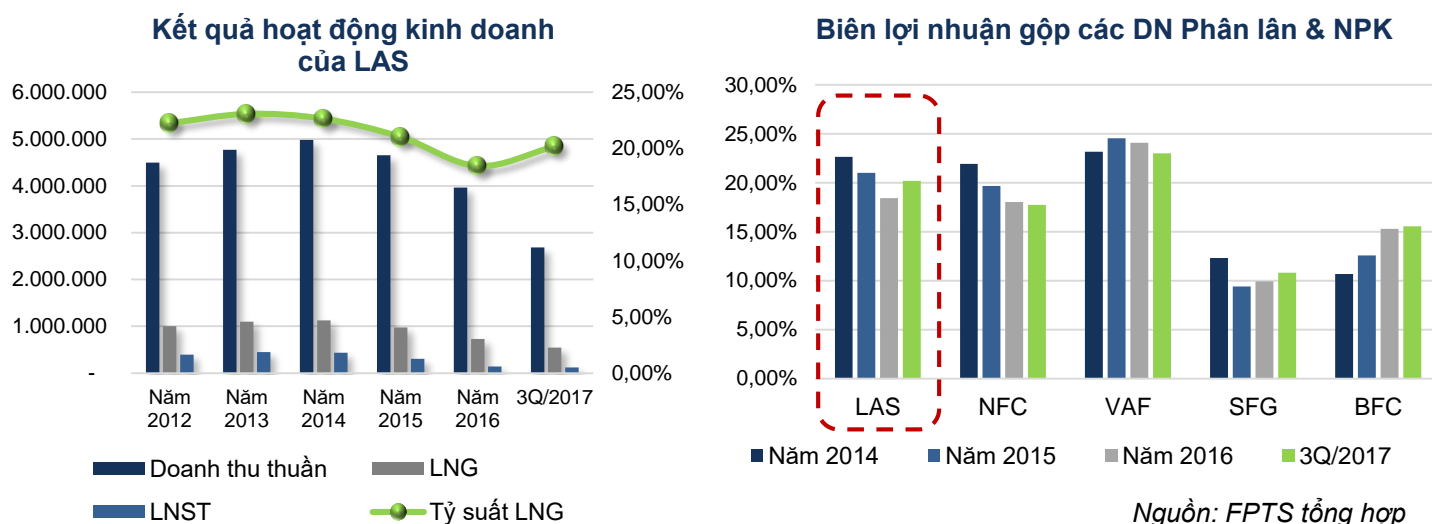
Bước sang năm 2017, nhu cầu tiêu thụ và một số yếu tố hỗ trợ đã giúp LAS cải thiện tình hình tiêu thụ sản phẩm. Theo tính toán đến thời điểm hiện tại, nhiều khả năng LAS sẽ hoàn thành kế hoạch sản xuất và tiêu thụ sản phẩm năm 2017. Hoạt động tiêu thụ được dự đoán tăng khoảng 3 – 4% sản lượng tiêu thụ năm 2016.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

✓ **Kết quả hoạt động kinh doanh giảm do thị trường phân bón bão hòa và áp lực cạnh tranh tăng cao.**

Nhìn chung, kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty sản xuất phân bón từ đầu chuỗi giá trị đều có xu hướng giảm trong giai đoạn 2014 - 2016 do bị ảnh hưởng bởi các yếu tố cung – cầu thị trường như đã nói ở trên.

Thêm vào đó, các doanh nghiệp sản xuất lân và NPK gặp phải 2 vấn đề trong năm 2016, đó là: (1) giá than, dầu nhiên liệu đầu vào tăng, (2) giá phân bón đầu ra giảm. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp này chỉ đạt từ 18% - 24% thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp sản xuất Ure từ khí như DPM, DCM (32 – 35%).

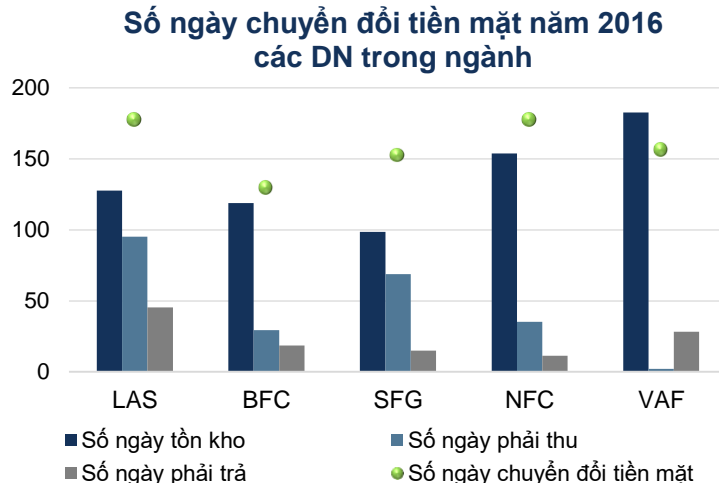
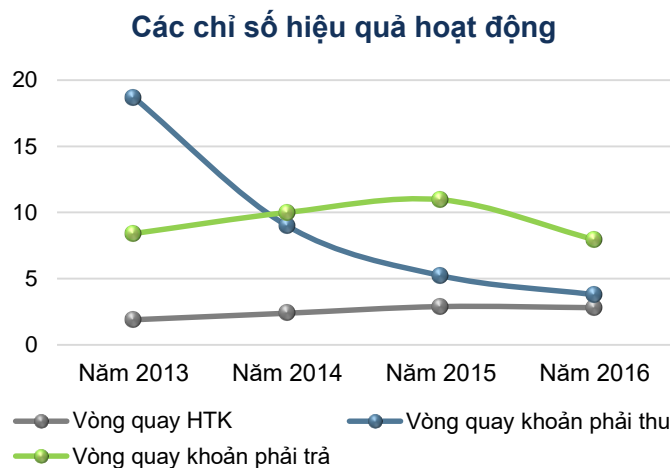


Do ảnh hưởng của sự suy giảm toàn thị trường nên doanh thu và lợi nhuận của LAS trong năm 2016 vừa qua đã giảm đáng kể dẫn đến biên lợi nhuận gộp giảm từ 21% năm 2015 xuống còn 18,44% năm 2016. Tuy nhiên, **bước sang năm 2017, đã có những dấu hiệu tích cực cho thị trường phân bón như:**

- **Nhu cầu tiêu thụ phân bón khi bước vào vụ Đông Xuân và Hè Thu tăng lên** do tình hình thời tiết thuận lợi hơn, mưa nhiều và hạn hán cũng giảm bớt so với năm 2016, đồng thời có sự hỗ trợ từ giá nông sản đang dần hồi phục từ mức đáy năm 2016. Vì vậy, kết quả kinh doanh đã cho thấy sự tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2016, cụ thể: biên lợi nhuận gộp 3 quý đầu năm 2017 của LAS tăng lên mức 20,2% và lợi nhuận sau thuế cũng tăng 39% yoy.
- **Việc sửa đổi luật thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón có thể giúp LAS tăng lợi nhuận sau thuế** (tăng khoảng 70% LNST năm 2016) do được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, nhưng nhiều khả năng việc thay đổi này nếu được thông qua sẽ được phản ánh vào kết quả kinh doanh của LAS từ năm 2019.

Trong Kỳ họp thứ 4, Quốc hội khóa 14, được khai mạc ngày 23/10/2017, Quốc hội đã chưa đưa ra thảo luận về Luật Thuế GTGT sửa đổi, để ưu tiên cho các vấn đề cấp thiết hơn. Theo đó, việc chuyển phân bón từ diện không chịu thuế GTGT sang diện tính thuế vẫn chỉ nằm trong dự thảo. Tuy nhiên, theo dự thảo sửa đổi Luật này của Bộ Tài Chính (ngày 18/08/2017) thì Luật thuế GTGT sửa đổi sẽ chính thức có hiệu lực từ năm 2019, nên nhiều khả năng trong Kỳ họp tiếp theo diễn ra vào tháng 6/2018, Quốc hội sẽ đưa ra thảo luận và kết luận cho việc sửa đổi Luật này. Nếu đề xuất trên được thông qua thì các doanh nghiệp sản xuất phân bón từ đầu chuỗi giá trị sẽ được hưởng lợi do được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, và LAS là 1 trong số các doanh nghiệp được hưởng lợi lớn nhất. Hiện tại, LAS đang phải tính phần thuế này vào giá thành sản xuất làm tăng tổng giá vốn lên 110 – 120 tỷ đồng/năm (khoảng 70% LNST năm 2016 của LAS).

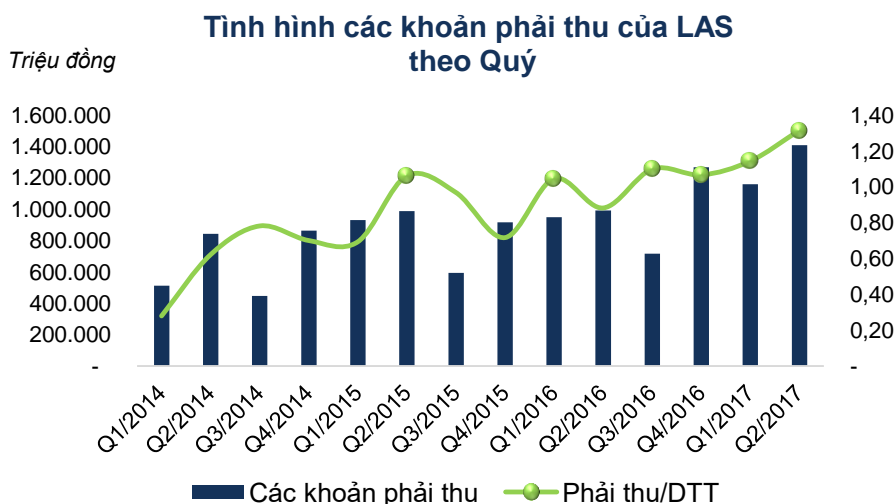
- ✓ **Các chỉ tiêu hoạt động chưa được cải thiện, vòng quay khoản phải thu giảm mạnh do chính sách bán hàng trả chậm.**



Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

Nhìn chung, giai đoạn từ năm 2013 – 2016, các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của LAS vẫn chưa được cải thiện nhiều, cụ thể:

- Tuy tình hình tiêu thụ sản phẩm của LAS cũng như các doanh nghiệp trong ngành có xu hướng sụt giảm trong giai đoạn này, nhưng vòng quay hàng tồn kho của LAS tăng nhẹ từ 1,91 lên 2,82 vòng, ở mức trung bình so với các DN và giá trị hàng tồn kho bình quân giảm đáng kể, cho thấy công tác quản trị hàng tồn kho của công ty trong giai đoạn năm 2013 – 2016 là khá tốt.
- Bên cạnh đó, vòng quay khoản phải trả của LAS cũng có sự cải thiện đáng kể, đặc biệt là năm 2016, trước tình hình ảm đạm của thị trường phân bón, LAS đã vận dụng các mối quan hệ với các nhà cung cấp lâu năm của mình (như Apatit Việt Nam, ...) để thay đổi chính sách từ mua hàng trả trước sang trả chậm, từ đó làm giảm vòng quay xuống còn 7,93 vòng/năm, tương ứng số ngày phải trả từ 32,85 ngày tăng đạt 45,4 ngày, tốt nhất trong các DN phân lân & NPK năm 2016.
- Tuy nhiên, tình hình quản trị khoản phải thu của LAS chưa đạt được hiệu quả khi vòng quay khoản phải thu giảm mạnh từ 18,67 vòng năm 2013 xuống còn 3,78 vòng năm 2016 và các khoản phải thu bình quân tăng nhanh khoảng 27%/năm trong giai đoạn 2013 – 2016.



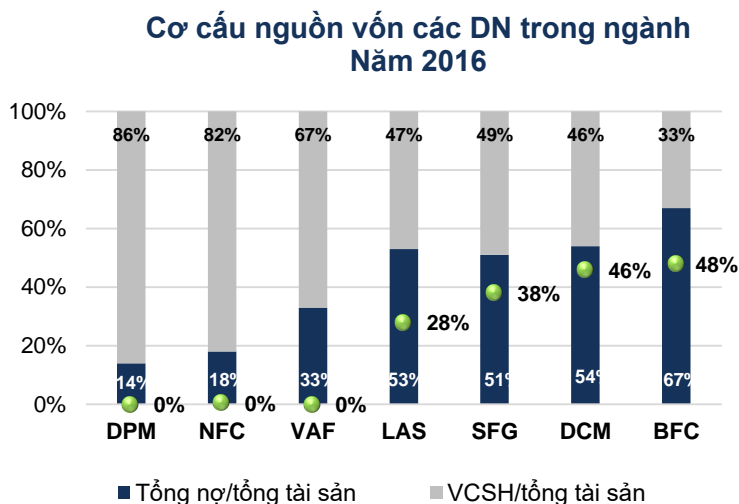
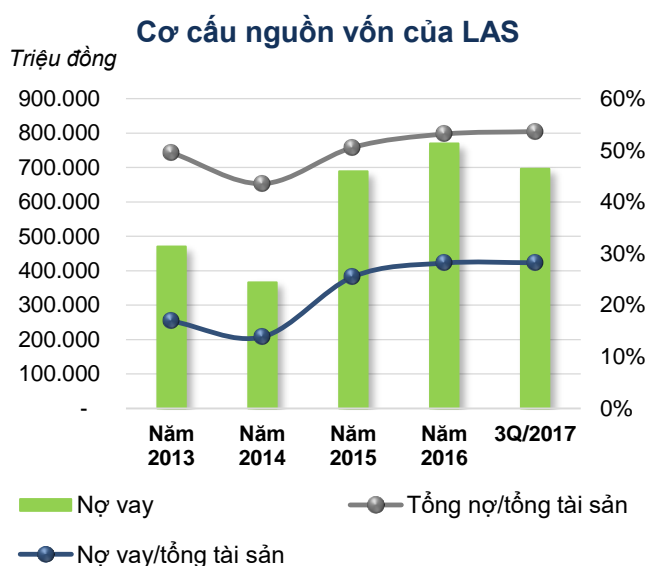
Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

Xét theo quý, từ đầu năm 2014, các khoản phải thu bắt đầu có xu hướng tăng nhanh, đến quý 2/2015, các khoản phải thu đã có dấu hiệu vượt quá doanh thu thuần của quý. Bước sang năm 2016, ngành phân bón bão hòa, mức độ cạnh tranh tăng cao và cùng với sự sụt giảm về nhu cầu tiêu thụ, vì vậy công ty phải thay đổi các chính sách bán hàng trả chậm cho các khách hàng và đại lý của mình để đảm bảo tiêu thụ được hàng hóa, giữ vững thị phần của mình tại các thị trường lớn. Tuy vậy, tỷ lệ khoản phải thu/DTT đầu năm 2017 đã lên tới 132%, là con số đáng báo động cho chất lượng doanh thu của công ty trong thời gian tới.

Xét về tổng thể, so với các doanh nghiệp trong nhóm DN lân & NPK, số ngày chuyển đổi tiền mặt của LAS vẫn ở mức quá cao, năm 2016 lên tới 177,63 ngày, cho thấy công tác quản trị của Công ty vẫn chưa được hiệu quả, bị ảnh hưởng lớn bởi công tác thu hồi các khoản phải thu của công ty.

✓ **Nợ vay ngắn hạn có xu hướng tăng năm 2015 - 2016, chủ yếu để bù đắp vốn lưu động do khoản phải thu và HTK lớn.**

Từ năm 2015, LAS bắt đầu đẩy mạnh vay nợ ngắn hạn và xoay vòng vốn trả nợ trong năm, đẩy cơ cấu nợ vay của LAS từ 13,8% năm 2014 lên mức 28,2% tổng tài sản năm 2016. Cùng với đó, cơ cấu nợ phải trả của LAS cũng tăng trong giai đoạn này từ 43,6% lên mức 53,2% tổng tài sản, cho thấy DN đang tận dụng cả nguồn vốn chiếm dụng từ khách hàng, nhà cung cấp và vốn vay ngắn hạn để bù đắp cho thay đổi vốn lưu động do các khoản phải thu tăng nhanh, giá hàng tồn kho tuy đang có xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức cao trong năm 2016.



Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

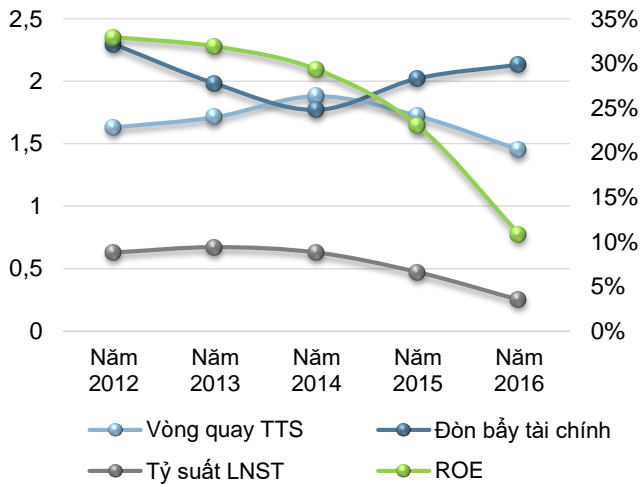
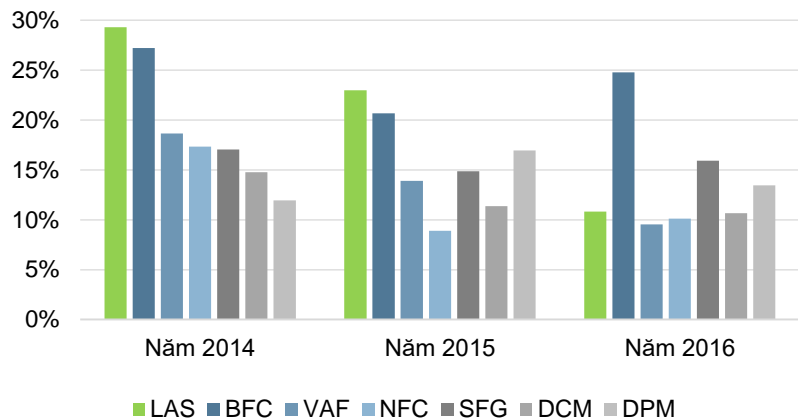
So với các doanh nghiệp trong ngành, tỷ lệ nợ/tổng tài sản của LAS ở mức trung bình các Doanh nghiệp, khả năng chiếm dụng vốn từ khách hàng, nhà cung cấp cũng ở mức cao.

✓ **Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm mạnh nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành.**

Có thể thấy, trong giai đoạn từ năm 2012 – 2016, tỷ suất lợi nhuận sau thuế của LAS có xu hướng giảm mạnh, nhất là giai đoạn từ 2014 đến nay, giảm từ trên 30% xuống chỉ còn 10,82% năm 2016, đến từ những nguyên nhân chủ yếu sau:

- Tỷ suất lợi nhuận sau thuế giảm đáng kể trong giai đoạn 2014 - 2016, do thị trường bão hòa, mức độ cạnh tranh cao, Công ty phải thay đổi các chính sách bán hàng khiến tỷ lệ chi phí bán hàng, chi phí quản lý / Doanh thu thuần tăng trong khi doanh thu thuần giảm. Cùng với đó, từ năm 2015, LAS bị ảnh hưởng khá nặng nề bởi việc chuyển mặt hàng phân bón từ diện chịu thuế 5% sang không chịu thuế GTGT, điều này khiến LAS thiệt hại từ 70 – 80 tỷ đồng mỗi năm (chiếm khoảng 58% lợi nhuận sau thuế của LAS năm 2016).

- Đòn bẩy tài chính tăng mạnh trong năm 2014 – 2016, nhưng không tương ứng với sự thay đổi của vòng quay tổng tài sản, nợ vay ngắn hạn tăng nhanh chủ yếu để bù đắp cho sự tăng lên của các khoản phải thu khách hàng và nợ vay đến hạn trả. Vì vậy càng khiến cho tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu giảm mạnh trong giai đoạn này.

Phân tích DuPont

ROE các DN trong ngành năm 2014 - 2016


Nguồn: FPTIS tổng hợp

So với các doanh nghiệp trong ngành, từ trước năm 2015, LAS luôn thuộc top DN có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu cao nhất ngành cho thấy công tác quản lý vốn của LAS khá hiệu quả. Tuy nhiên, bước sang năm 2016, tỷ suất này lại giảm mạnh chỉ còn xấp xỉ 11% thấp nhất trong nhóm doanh nghiệp NPK, trong khi các doanh nghiệp trong nhóm này như: BFC, SFG,... có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu tăng, do trong năm 2016, các doanh nghiệp này được hưởng lợi lớn từ giá phân đơn đầu vào giảm.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu LAS sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh với trọng số **80%:20%**. Giá trị cổ phiếu LAS theo 2 phương pháp có mức bình quân là **18.000 VNĐ/cp** cao hơn 35% so với mức giá đóng cửa ngày 11/12/2017. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	17,256	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	19,287	
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh EV/EBITDA	16,832	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	18,000	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2017	8.33%	Phần bù rủi ro	9.84%
Chi phí sử dụng nợ	5.11%	Hệ số Beta	0.39
Chi phí sử dụng VCSH	11.43%	Tăng trưởng dài hạn	1.5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5.4%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	8,33%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1.5%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	2,738,868
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	207,672
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	769,865
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2,176,675
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	112,856
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	19,287
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1,947,408
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	17,256

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

So sánh với một số doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh thép niêm yết:

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hoá (tỷ VNĐ)	Giá trị doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	EBITDA (tỷ VNĐ)	EV/EBITDA
CTCP Phân bón Bình Điền	BFC	1,937,995	3,197,693	607,854	5.26x
CTCP Phân bón Miền Nam	SFG	589,137	920,814	130,073	7.08x
Trung bình					6.17x
Doanh nghiệp định giá	LAS	1,337,399	1,899,592	307,880	6.7x

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: Triệu đồng

HĐKD	2016	2017E	2018F	2019F
Doanh thu thuần	3.964.661	4.141.080	4.478.951	4.578.836
- Giá vốn hàng bán	3.233.437	3.338.847	3.616.248	3.673.567
Lợi nhuận gộp	731.224	802.233	862.703	905.269
- Chi phí bán hàng	335.378	347.240	376.090	385.725
- Chi phí quản lí DN	180.473	199.329	215.890	227.761
Lợi nhuận thuần HĐKD	215.373	255.664	270.724	291.783
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(43.687)	(43.907)	(51.010)	(54.866)
- Lợi nhuận khác	794	4.296	5.725	4.195
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	172.480	216.052	225.438	241.112
- Chi phí lãi vay	41.592	42.343	49.414	53.616
Lợi nhuận trước thuế	172.480	207.461	213.989	232.722
- Thuế TNDN	34.330	41.492	42.798	46.544
LNST	138.150	165.969	171.191	186.178
EPS (đ)	1.380	1.471	1.517	1.650

Chỉ số khả năng sinh lợi	2016	2017E	2018F	2019F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,4%	19,4%	19,3%	19,8%
Tỷ suất LNST	3,5%	4,0%	3,8%	10,5%
ROE DuPont	10,6%	13,3%	14,5%	16,6%
ROA DuPont	5,1%	6,0%	6,0%	6,6%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	4,4%	5,2%	5,0%	5,3%
LNST/LNTT	80,1%	80,0%	80,0%	80,0%
LNTT / EBIT	100,0%	96,0%	94,9%	96,5%
Vòng quay tổng tài sản	145,9%	149,1%	158,3%	162,0%
Đòn bẩy tài chính	207,7%	222,8%	240,2%	252,3%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2016	2017E	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	1,73	1,54	1,53	1,53
CS thanh toán nhanh	0,96	0,95	0,93	0,93
CS thanh toán tiền mặt	0,14	0,25	0,19	0,19
Nợ / Tài sản	0,28	0,31	0,32	0,33
Nợ / Vốn CSH	0,60	0,73	0,80	0,84
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,60	0,71	0,79	0,83
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,02	0,02	0,01
Khả năng TT lãi vay	4,15	5,10	4,56	4,50

CĐKT	2016	2017E	2018F	2019F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	207.672	399.105	313.714	317.702
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	1.180.284	1.099.442	1.190.463	1.217.371
+ Hàng tồn kho	1.117.252	939.932	1.018.229	1.033.698
+ Tài sản ngắn hạn khác	4.466	5.559	47.893	48.917
Tổng tài sản ngắn hạn	2.509.674	2.444.038	2.570.298	2.617.688
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.327.640	1.384.712	1.551.042	1.551.042
+ Khấu hao lũy kế	(1.134.160)	(1.226.397)	(1.332.392)	(1.408.085)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	193.480	158.315	218.650	142.957
+ Đầu tư tài chính dài hạn	6.964	6.964	6.964	6.964
+ Tài sản dài hạn khác	3.935	3.622	3.622	3.622
Tổng tài sản dài hạn	225.310	375.784	269.788	194.096
Tổng tài sản	2.734.984	2.819.821	2.840.087	2.811.784

Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	553.674	578.311	625.496	639.445
+ Vay và nợ ngắn hạn	769.865	864.167	899.161	910.624
+ Nợ ngắn hạn khác	651	595	595	595
Nợ ngắn hạn	1.452.695	1.585.580	1.677.398	1.705.661
+ Vay và nợ dài hạn	-	22.982	17.236	11.491
Nợ dài hạn	-	22.982	17.236	11.491
Tổng nợ	1.452.695	1.608.562	1.694.634	1.717.152
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	1.128.564	1.128.564	1.128.564	1.128.564
+ LN chưa phân phối	90.348	(1.404)	(77.781)	(140.096)
Vốn chủ sở hữu	1.282.221	1.211.191	1.145.384	1.094.563
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	2.734.984	2.819.821	2.840.087	2.811.784

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016	2017E	2018F	2019F
Số ngày phải thu	96,7	96,70	96,70	96,70
Số ngày tồn kho	129,5	103,60	103,60	103,60
Số ngày phải trả	51,0	50,97	50,97	50,97
Thời gian luân chuyển tiền	175,2	149,33	149,33	149,33
COGS / Hàng tồn kho	2,9	3,55	3,55	3,55

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Các sản phẩm chính của LAS ([Quay lại](#))

- **Phân lân** là loại phân đơn, có chứa nguyên tố Phốt pho (P), cung cấp photpho hoá hợp cho cây dưới dạng ion photphat (PO_4^{3-}), ngoài ra còn có các nguyên tố trung, vi lượng như CaO, MgO, Mn, Fe... và đặc biệt hàm lượng lưu huỳnh (S) > 11%, là sản phẩm của quá trình phản ứng Apatit và Axit sulfuric,.... Phân lân bao gồm 2 loại: Phân supe lân và phân lân nung chảy.

Phân supe lân là phân đơn có dạng bột mịn, màu trắng, vàng xám hoặc màu xám thiếc, hàm lượng lân (P_2O_5 hữu hiệu) khoảng 16% - 16,5%. Quá trình sản xuất supe lân xảy ra bằng cách cho bột photphoric hoặc apatit phản ứng với axit sunfuric đặc.

Phân lân nung chảy (hay phân lân thủy tinh) là phân có màu ghi hoặc xám, các thành phần dinh dưỡng như P_2O_5 : 15 - 17%; MgO: 15 - 20%; Cao: 28 - 34%; SiO_2 : 24 - 30%..., được sản xuất bằng cách nung chảy lỏng quặng Apatit (hoặc quặng phosphorit) và một số phụ gia sau đó làm lạnh nhanh bằng nước.

Bảng: So sánh Supe lân và Lân nung chảy

Supe lân	Lân nung chảy
<ul style="list-style-type: none"> - Có tính Axit - Không thích hợp với đất chua - Tan trong nước, cây trồng hấp thụ được ngay - Bổ sung cả Ca^{2+} và S cho cây 	<ul style="list-style-type: none"> - Có tính kiềm - Thích hợp với đất chua - Không tan trong nước, chỉ tan trong axit nhẹ hoặc axit của rễ cây tiết ra nên có tác dụng chậm nhưng lâu dài - Bổ sung cả Ca^{2+} và Mg^{2+}

Nguồn: FPTS tổng hợp

- **Phân NPK** là loại phân phức hợp, được sản xuất bằng cách kết hợp 3 loại phân đơn chứa nguyên tố Nitơ – N (phân đạm), Phốt pho – P (phân lân), và Kali – K (phân Kali). Sản phẩm NPK chủ lực của LAS là phân NPK hàm lượng thấp: NPK 5.10.10 (có chứa 5% N, 10% P, và 10% K) hay NPK 10.5.5. Trên thị trường phân bón có rất nhiều loại phân NPK tùy theo tỉ lệ thành phần: NPK hàm lượng thấp (NPK 5.10.3, NPK 6.12.2...), NPK hàm lượng cao (NPK 16.16.8, NPK 20.20.15,...). Ngoài ra, LAS còn cung ứng sản phẩm NPK-S với hàm lượng khác nhau như: NPK-S 5.10.3-8, NPK-S 12.5.10-14, NPK-S chuyên dụng với hàm lượng 10.5.5-3, 16.16.8-8, ...



Phân Supe lân Lâm Thao



Phân NPK các loại

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm 131 cổ phiếu LAS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu LAS nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P. Bưởi
Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888