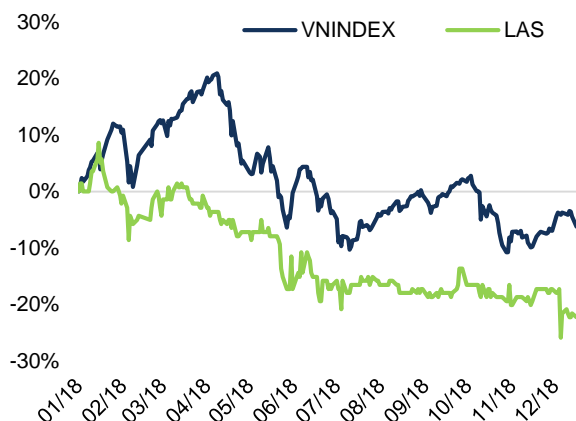


Bùi Thị Phương

Chuyên viên phân tích

 Email: phuongbt@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312

Biến động giá cổ phiếu LAS và VNINDEX

Thông tin giao dịch
04/01/2019

Giá hiện tại	10.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	15.100
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	10.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	112,856,400
Số lượng CP lưu hành (CP)	112,856,400
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	36.179
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	5.43%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1.128,56
Vốn hóa (tỷ VND)	1.184,99
EPS 4 quý gần nhất (VND/cp)	1.115
P/E trailing	9.5x

Thông tin doanh nghiệp

Tên	CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao
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 phân khúc NPK

Giá thị trường (04/01/2019) 10.500
Giá mục tiêu 12.000
Chênh lệch 14,2%
Khuyến nghị
THEO DÕI
**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH GẶP KHÓ KHĂN
KỲ VỌNG VÀO CHÍNH SÁCH THUẾ MỚI**

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu **LAS** của **CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao**. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu LAS với giá mục tiêu **12.000 VNĐ/cp**, cao hơn mức giá hiện tại 14,2%. Nhà đầu tư có thể xem xét mua cổ phiếu LAS ở mức giá 10.000 VNĐ/cp, tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 20% ([chi tiết dự phóng và khuyến nghị](#)).

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- ✓ **Giá phân bón thế giới hồi phục mạnh, giá phân NPK trong nước tăng theo** từ 3 – 5% yoy. Kỳ vọng giá phân NPK tiếp tục tăng 1 – 2% năm 2019.
- ✓ **LAS bắt đầu chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang NPK hàm lượng cao, tăng khả năng cạnh tranh của sản phẩm.** Đưa nhà máy NPK số 4 vào hoạt động, LAS đã có những bước đi bắt kịp xu hướng sử dụng phân bón chất lượng cao, đang chuyển dịch ở miền Bắc.
- ✓ **Luật thuế GTGT sửa đổi có thể giúp LAS tăng lợi nhuận sau thuế**, do được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, giá thành sản phẩm phân bón có thể giảm 3 – 4%. Hiện tại, Quốc hội vẫn đang lấy ý kiến và sửa đổi Luật thuế này, chúng tôi kỳ vọng Luật sửa đổi sẽ được áp dụng từ năm 2019.

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI
► Biến động giá phân đơn đầu vào

Hiện tại, giá bán lẻ phân đơn đã tăng 20 – 30% do ảnh hưởng từ giá thế giới và tính mùa vụ nông nghiệp. LAS sản xuất NPK, chỉ tự chủ được thành phần phân lân (P); phân Ure (N) và Kali (K) phải mua ngoài, chiếm gần 70% tổng chi phí nguyên liệu.

► Cạnh tranh gay gắt trong phân khúc NPK cao cấp

Đối thủ lớn nhất của LAS tại miền bắc là BFC, DGC đang đẩy mạnh cung cấp sản phẩm NPK hàm lượng cao. Nhà máy NPK hóa học của DPM bắt đầu hoạt động từ Q3/2018, cạnh tranh tăng sẽ ảnh hưởng đến thị phần của LAS trong phân khúc này.

► Phải thu ở mức cao, bù đắp VLĐ bằng vay ngắn hạn

Phải thu 9T2018 đạt 1.475 tỷ (- 8,7% so với đầu năm) nhưng vẫn ở mức cao. Điều này cho thấy chất lượng doanh thu của công ty chưa thực sự tốt, vốn lưu động thiếu hụt phải bù đắp bằng tiền vay ngắn hạn, tăng rủi ro cho doanh nghiệp.

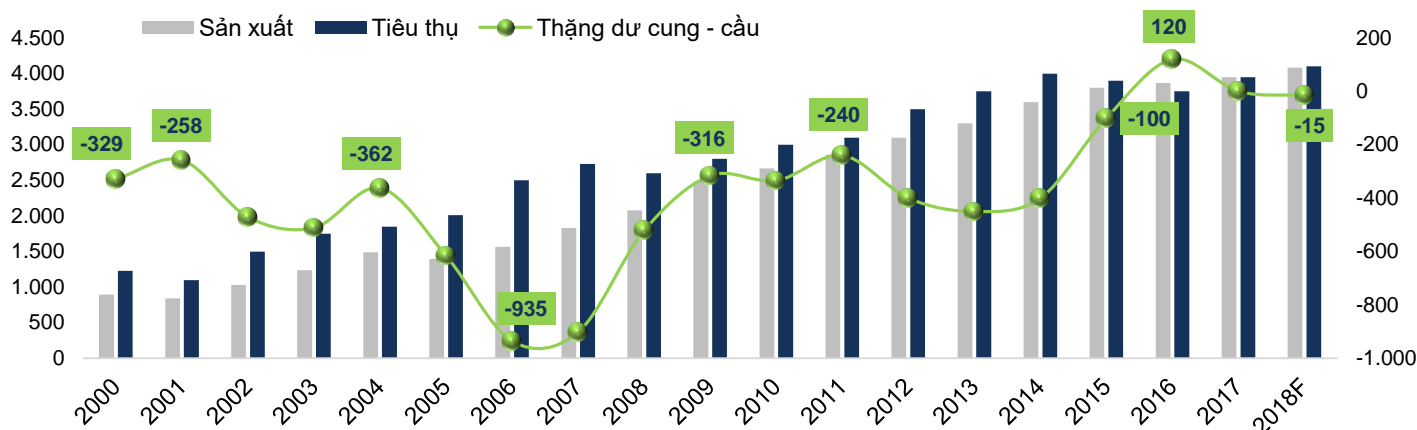
 Chi tiết [Báo cáo định giá lần đầu - Tháng 12/2017](#)

I. TỔNG QUAN VỀ PHÂN KHÚC NPK TẠI VIỆT NAM

► Tăng trưởng nhanh hơn trung bình ngành, động lực đến từ sản phẩm NPK chất lượng cao

Phân NPK là loại phân chứa cả 3 thành phần dinh dưỡng N, P và K. Tuy xuất hiện muộn hơn phân đơn nhưng phân NPK được tiêu thụ nhiều nhất, chiếm gần 40% tổng lượng tiêu thụ hàng năm do dễ phối trộn, tiện lợi khi sử dụng và sản phẩm chứa đủ chất dinh dưỡng.

Sản xuất và tiêu thụ phân NPK trong nước
(nghìn tấn)

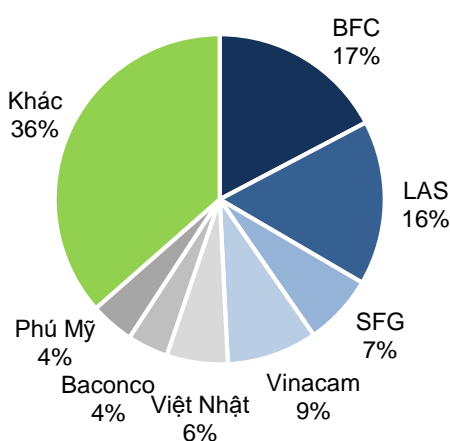


Nguồn: Bộ NN&PTNT, Agromonitor, FPTS tổng hợp

Từ năm 2000 – 2017, nhu cầu tiêu thụ NPK tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng trung bình CAGR = 7,12%/năm, nhanh gấp hai lần tốc độ tăng trưởng toàn ngành phân bón trong nước (~ 3,6%/năm). Trong khi đó, tốc độ gia tăng nguồn cung NPK hàng năm khoảng 9,1% trong giai đoạn trên, đã xuất hiện dấu hiệu dư cung năm 2016. Giai đoạn 2017 - 2018, nhu cầu tiêu thụ phân NPK đã tăng trở lại với tốc độ chậm hơn, ước đạt 4,6%/năm, động lực tăng trưởng đến từ phân khúc NPK chất lượng cao.

► Thị trường phân hóa mạnh, cạnh tranh gay gắt trong phân khúc cao cấp

Thị phần NPK trong nước năm 2017



Nguồn: Vinachem, FPTS tổng hợp

Số lượng các doanh nghiệp trong phân khúc NPK khá lớn. Năm 2018, cả nước có 735 cơ sở sản xuất phân bón, phần lớn thuộc phân khúc NPK. Các doanh nghiệp đầu ngành như BFC, LAS chỉ chiếm 16 – 17% thị phần cả nước, doanh nghiệp nhỏ lẻ chiếm tới 23%, còn lại là nhập khẩu.

Thị trường NPK phân hóa cả về quy mô và chất lượng sản phẩm. Phần lớn các doanh nghiệp nhỏ lẻ sử dụng công nghệ thô sơ, lạc hậu, dẫn đến sản phẩm kém chất lượng, không có thương hiệu, dễ bị làm giả. Trong khi đó, các doanh nghiệp lớn đẩy mạnh đầu tư xây dựng nhà máy với công nghệ hiện đại, sản phẩm có thương hiệu, chất lượng tốt.

Trong khi nguồn cung phân NPK trong nước đã có dấu hiệu vượt nhu cầu, lượng phân bón nhập khẩu hàng năm vẫn khá lớn và chủ yếu là phân NPK chất lượng cao. Tỷ trọng phân NPK nhập khẩu trung bình chiếm trên 10% nhu cầu tiêu thụ trong nước, năm 2017 lên đến 13,2% (thị phần doanh nghiệp đầu ngành cũng chỉ 17%).

Xu hướng chung của ngành phân bón thế giới là chuyển sang sử dụng phân bón NPK chất lượng cao, nâng cao hiệu quả sử dụng phân bón và Việt Nam cũng đang dần chuyển dịch theo xu hướng này. Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng mức độ cạnh tranh trong phân khúc NPK trong nước sẽ gay gắt hơn khi xu hướng sử dụng sản phẩm NPK chất lượng cao đang được ưa chuộng tại cả thị trường miền Bắc và miền Nam.

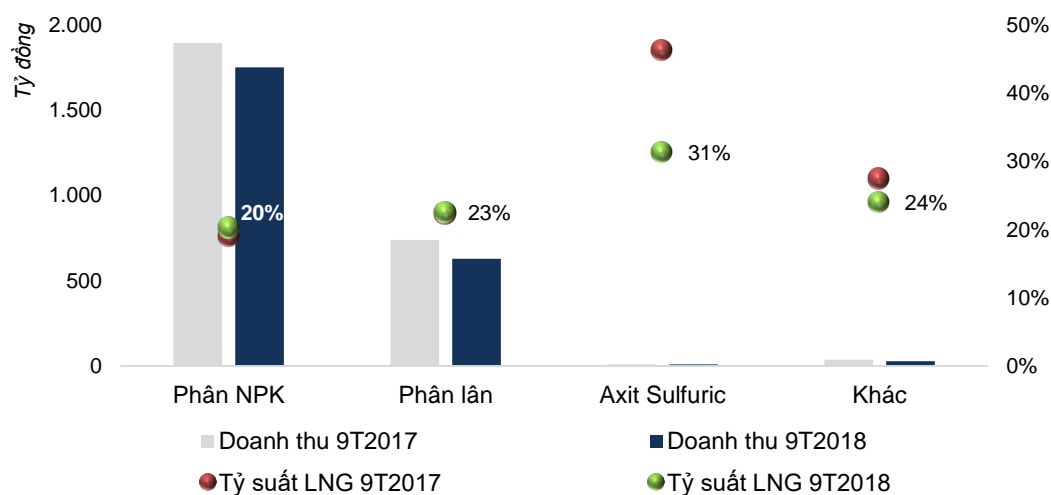
II. KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2018

(Đơn vị: tỷ đồng)	9T2018	9T2017	% yoy	% KH 2018	% FPTs dự phóng(*)
Doanh thu thuần	2.419,40	2.682,77	-9,8%	58,8%	55,9%
<i>Phân NPK</i>	1.752,55	1.895,24	-7,5%		
<i>Phân lân</i>	628,75	739,79	-15,0%		
<i>Axit Sulfuric</i>	9,67	10,22	-5,4%		
<i>Khác</i>	28,42	37,52	-24,2%		
Giá vốn hàng bán	1.911,98	2.141	-10,7%		
Lợi nhuận gộp	507,41	541,71	-6,3%		60,7%
Doanh thu tài chính	1,69	2,07	-18,4%		
Chi phí tài chính	41,63	28,43	46,4%		
Chi phí lãi vay	41,20	25,40	62,2%		
Chi phí bán hàng	220,69	231,31	-4,6%		
Chi phí QLDN	130,30	133,45	-2,4%		
Lợi nhuận từ HĐKD	116,48	150,58	-22,6%		53,4%
Lợi nhuận (lỗ) khác	1,35	2,24	-39,6%		
Lợi nhuận trước thuế	117,83	152,82	-22,9%	53,6%	55,4%
Lợi nhuận sau thuế	93,00	122,55	-24,1%	68,9%	62,0%
EPS	758	1.000	-24,2%		

(*) Kết quả dự phóng được công bố tại báo cáo định giá lần đầu – Tháng 12/2017

Nguồn: LAS, FPTs tổng hợp

Doanh thu và tỷ suất LNG từng mảng sản phẩm 9T2018

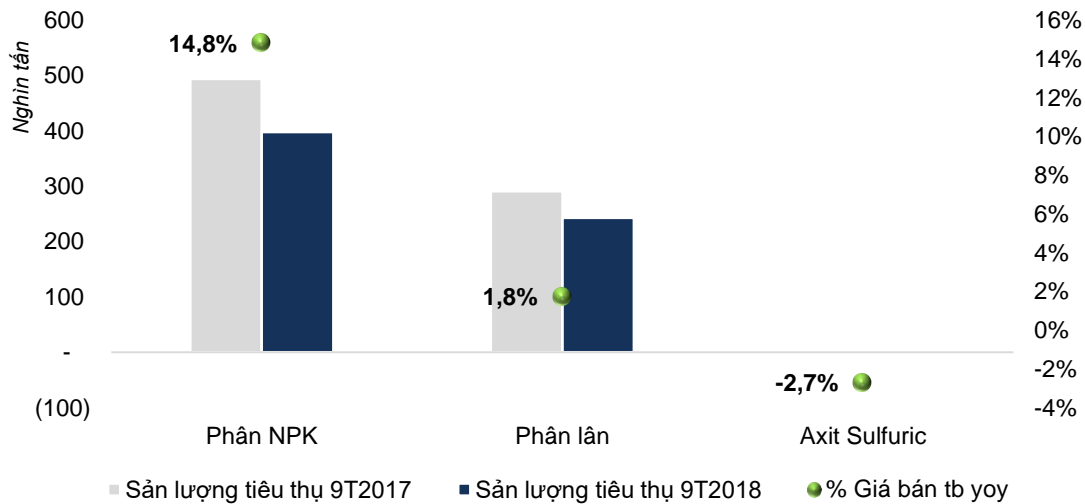


Nguồn: LAS, FPTs tổng hợp

Doanh thu 9T2018 các mảng sản phẩm đều giảm đáng kể so với cùng kỳ.

9 tháng 2018, LAS ghi nhận tổng doanh thu đạt 2.419,4 tỷ đồng, giảm 9,8% so với cùng kỳ năm 2017, hoàn thành 59% kế hoạch năm. Trong đó, phân NPK đóng góp 1.752,55 tỷ đồng (-7,5% yoy), phân lân các loại: 628,75 tỷ đồng (-15% yoy), axit Sulfuric: 9,67 tỷ đồng (-5,4% yoy).

Thay đổi giá bán trung bình và sản lượng các mảng sản phẩm 9T2018 so với 9T2017



Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

► Tình hình tiêu thụ các loại sản phẩm gặp khó khăn.

Sản lượng tiêu thụ hầu hết các sản phẩm phân bón đều giảm trong 9T2018, giảm mạnh nhất là phân NPK (-19,5% yoy). Nguyên nhân chủ yếu là do:

- (1) Giá các mặt hàng nông, lâm sản giảm mạnh về mức đáy năm 2016 ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón. Các sản phẩm như: hạt lấy dầu giảm 9%, ngũ cốc giảm 4% so với đầu năm 2018. Điều này đã khiến thu nhập của người nông dân giảm đáng kể, ảnh hưởng đến mức độ chi tiêu cho phân bón, đặc biệt là phân NPK.
- (2) LAS đang bị cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cả trong và ngoài nước. Bình Điền – Ninh Bình cạnh tranh tại thị trường Đồng bằng Sông Hồng, Tiến Nông tại thị trường Thanh Hóa – Nghệ An, phân bón Lào Cai, Đức Giang tại thị trường Tây Bắc bộ... Bên cạnh đó, các loại phân bón nhập khẩu từ các thị trường lân cận như Trung Quốc, Indonesia, Malaysia đang có lợi thế về giá hơn phân bón trong nước do không phải chịu 5% tiền thuế GTGT. Mức độ cạnh tranh càng gay gắt khiến thị phần của LAS đã sụt giảm từ 18,5% xuống 16% trong 2 năm 2016 – 2017.

Thay đổi thị phần phân NPK năm 2016 – 2017

Doanh nghiệp NPK	Sản lượng (nghìn tấn)	Năm 2016		Sản lượng (nghìn tấn)	Năm 2017	
		Thị phần	Xếp hạng		Thị phần	Xếp hạng
LAS	694	18,5%	1	637	16%	2
BFC	631	17%	2	683	17%	1
DPM	75	2%	7	170	4%	6

(*) Xếp hạng 3, 4, 5 là các doanh nghiệp không niêm yết như Vinacam, Baconco, Việt Nhật

Nguồn: Vinachem, FPTS tổng hợp

- (3) Sản lượng phân NPK hàm lượng thấp (NPK 5-10-3) giảm mạnh do xu hướng sử dụng sản phẩm hàm lượng cao tại miền Bắc. Tỷ lệ phân bón hàm lượng cao của LAS hàng năm chỉ chiếm 10% tổng sản lượng tiêu thụ, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ 40% của Bình Điền – Ninh Bình. Khi nhu cầu sử dụng phân NPK hàm lượng cao tăng lên thay thế các sản phẩm hàm lượng thấp, LAS gặp khó khăn trong việc tiêu thụ các sản phẩm loại này.

► **Giá bán NPK trung bình tăng 14,8% yoy do chuyển đổi cơ cấu sản phẩm, phân lân tăng 1,8% yoy.**

Từ quý 1/2018, nhà máy NPK số 4 bắt đầu sản xuất các loại sản phẩm NPK 12-5-10, NPK 13-13-13, NPK 16-16-8 với giá bán cao hơn 20% so với sản phẩm hàm lượng thấp. LAS thực hiện chuyển đổi cơ cấu sản phẩm NPK, giảm tỷ trọng phân NPK 5-10-3, tăng tỷ trọng các loại sản phẩm hàm lượng cao, khiến giá bán bình quân 9T2018 tăng mạnh gần 15% so với cùng kỳ năm 2017.

Do ảnh hưởng từ giá phân bón thế giới, giá phân đơn trong nước cũng tăng đáng kể, giá bán phân lân của LAS tăng 1,8% so với năm 2017. Giá phân đơn tăng cũng kéo theo giá phân NPK tăng lên do phần lớn phân NPK sản xuất trong nước sử dụng nguyên liệu đầu vào là phân đơn thành phẩm.

III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Trong bối cảnh ngành phân bón trong nước bão hòa, mức độ cạnh tranh ngày càng gia tăng, kết quả kinh doanh của LAS năm 2018 không được như kỳ vọng. 9T2018, công ty chỉ đạt được 59% kế hoạch doanh thu và 69% kế hoạch lợi nhuận năm 2018 đề ra. Theo dự phóng của chúng tôi trong báo cáo định giá lần đầu, công ty mới chỉ đạt 56% kết quả dự phóng doanh thu và 62% dự phóng lợi nhuận.

Như vậy, chúng tôi điều chỉnh kết quả kinh doanh dự phóng năm 2018 như sau:

<i>(Đơn vị: tỷ đồng)</i>	2018F Cập nhật	2018F Lần đầu	% Thay đổi dự phóng	% KH 2018 Cập nhật
Doanh thu	3.607,28	4.328,11	-16,7%	87,7%
Lợi nhuận sau thuế	131,21	150.01	-12,5%	97,2%

Xét trong trung hạn, một số yếu tố hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của LAS như sau:

Dự báo giá phân bón tiếp tục tăng trong năm 2019

Giá phân bón thế giới hồi phục mạnh, kéo theo giá phân NPK trong nước tăng từ 3 – 5% so với cùng kỳ 2017. Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, giá phân bón sẽ tiếp tục tăng 2% trong năm 2019. Kỳ vọng giá NPK trong nước sẽ tiếp tục tăng 1 – 2% do ảnh hưởng từ sản phẩm nhập khẩu và giá nguyên liệu đầu vào.

LAS chuyển dịch cơ cấu sản phẩm, tăng khả năng cạnh tranh trong phân khúc cao cấp

Đưa nhà máy NPK số 4 vào hoạt động, LAS đã có những bước đi bất kịp xu hướng sử dụng phân bón chất lượng cao, đang chuyển dịch ở miền Bắc. Nâng dần tỷ trọng tiêu thụ phân bón NPK hàm lượng cao từ 10% lên 20% - 25% năm 2019, cải thiện tình hình tiêu thụ các mảng sản phẩm chính của doanh nghiệp.

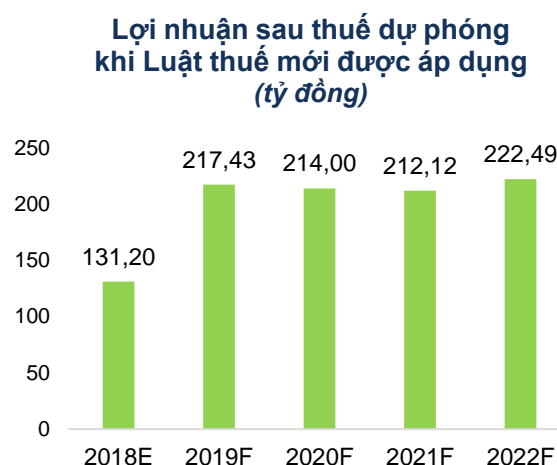
Kỳ vọng Luật Thuế GTGT sửa đổi có hiệu lực từ năm 2019

Việc sửa đổi Luật thuế giá trị gia tăng số 13/2008/QH12 (sửa đổi, bổ sung một số điều theo Luật số 31/2013/QH13 và theo Luật số 106/2016/QH13) đã được đưa ra thảo luận tại kỳ họp thứ 6, Quốc hội khóa 14 khai mạc ngày 22/10/2018 vừa qua. Trong dự thảo này, mức thuế suất mới được áp dụng cho mặt hàng phân bón là 6%, thay vì không chịu thuế theo luật sửa đổi số 71/2014/QH13 (*chi tiết [Dự thảo sửa đổi Luật thuế GTGT](#)*).

Việc sửa đổi luật thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón có thể giúp LAS giảm giá vốn hàng bán, tăng lợi nhuận do được khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Đối với mảng phân NPK, mức thuế đầu vào và đầu ra phải nộp là như nhau nên sẽ không được lợi thuế. Mảng phân lân và Axit, các chi phí đầu vào chịu thuế GTGT như Apatit (thuế suất 5%), lưu huỳnh, than, dầu (thuế suất 10%) sẽ được khấu trừ vào giá vốn hàng bán.

FPTS ước tính chi phí thuế GTGT được khấu trừ theo kết quả kinh doanh dự phóng năm 2019 của LAS như sau:

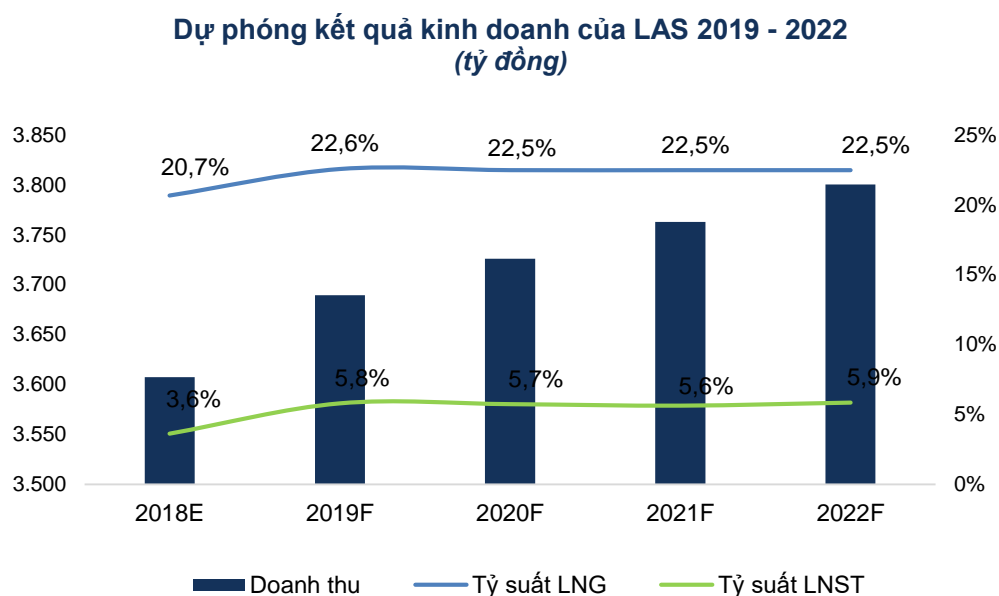
Khoản chi phí	Giá trị (tỷ đồng)	Thuế suất	Thuế GTGT được khấu trừ
Chi phí Apatit	414,03	5%	20,70
Chi phí lưu huỳnh	312,18	10%	31,22
Chi phí dịch vụ mua ngoài	501,20	10%	50,12
Tổng			102,04



Nguồn: FPTS ước tính

Nếu Luật thuế GTGT sửa đổi được thông qua và có hiệu lực từ năm 2019 thì đây sẽ là triển vọng lớn đối với LAS do phần thuế được khấu trừ có thể lên tới 102,04 tỷ đồng (bằng 77,8% lợi nhuận sau thuế ước tính năm 2018). Hiện tại, Quốc hội vẫn đang trong quá trình lấy ý kiến và sửa đổi Luật thuế này, chúng tôi kỳ vọng Luật sửa đổi sẽ được áp dụng từ năm 2019.

Với những phân tích trên, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của LAS giai đoạn 2019 – 2022 như sau:



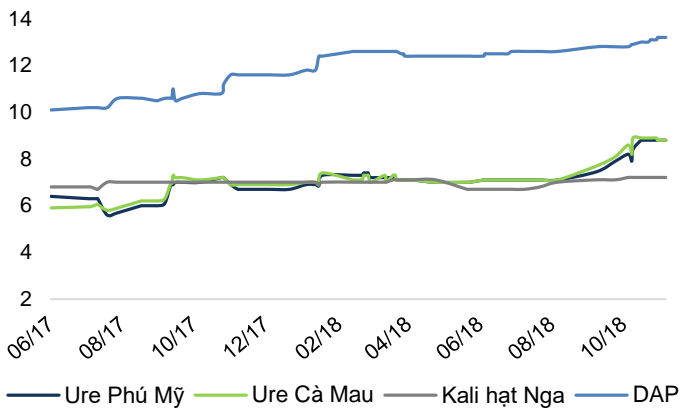
- Chúng tôi dự phóng doanh thu của LAS sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình khoảng 1,3%/năm trong giai đoạn 2019 – 2022 với kỳ vọng giá bán sẽ tiếp tục tăng nhẹ 1 – 2% và nâng cao được tỷ trọng sản phẩm hàm lượng cao trong cơ cấu doanh thu từ năm 2019.
- Giá vốn dự phóng chiếm tỷ trọng khoảng 79,3% doanh thu năm 2018. Từ năm 2019, do ảnh hưởng tích cực từ luật thuế GTGT sửa đổi, giá vốn hàng bán sẽ giảm trong năm 2019. Tỷ suất lợi nhuận gộp được dự phóng tăng khoảng 2 điểm phần trăm so với năm 2018.
- Do lợi nhuận bị ảnh hưởng lớn bởi các yếu tố chi phí tăng nhanh như chi phí bán hàng, chi phí lãi vay nên sẽ giảm mạnh trong năm 2018 (-13,6% yoy). Từ năm 2019 - 2022, dự phóng lợi nhuận sau thuế tăng trưởng trung bình 0,8% mỗi năm. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế khoảng 5,6% - 5,9% trong giai đoạn này.

IV. CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

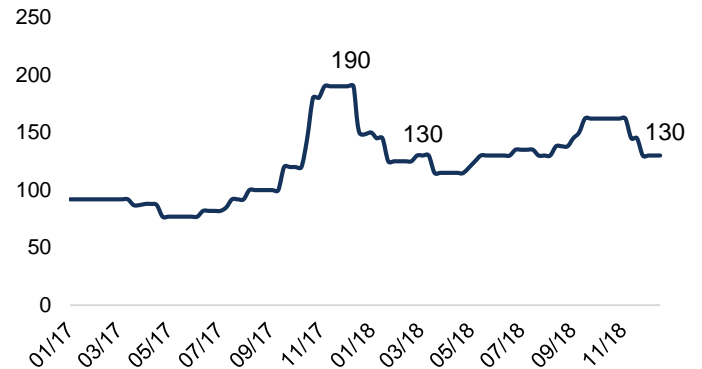
► Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào

LAS sản xuất phân phức hợp NPK từ phân đơn thành phẩm với chi phí phân đơn mua ngoài hàng năm chiếm đến 70% giá vốn. LAS tự sản xuất phân lân làm đầu vào cho phân NPK, tuy nhiên, lưu huỳnh nguyên liệu phải nhập khẩu 100% do trong nước không có nguồn cung. Vì vậy, biến động giá phân đơn và lưu huỳnh đầu vào là yếu tố ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của LAS.

**Giá bán lẻ các loại phân bón trong nước
(triệu đồng/tấn)**



**Diễn biến giá lưu huỳnh thế giới
(USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, Cục quản lý giá, FPTS tổng hợp

Giá phân bón thế giới đã phục hồi khá nhanh từ mức đáy năm 2017 theo đà hồi phục của giá dầu và giá nguyên liệu đầu vào. Giá phân bón trong nước biến động có độ trễ so với giá thế giới, cũng đã tăng lên đáng kể. LAS chịu ảnh hưởng lớn nhất từ giá phân Ure nên biên lợi nhuận gộp mảng NPK 9T2018 vẫn ổn định so với năm 2017. Tuy nhiên, từ tháng 10/2018, giá Ure bán lẻ trong nước đã tăng 27% yoy do ảnh hưởng tính mùa vụ nông nghiệp. Dự báo, biên lợi nhuận gộp quý 4/2018 giảm so với cùng kỳ.

Giá lưu huỳnh thế giới năm 2018 có dấu hiệu ổn định trở lại sau đợt tăng mạnh nửa cuối năm 2017. Chi phí lưu huỳnh chiếm gần 40% giá vốn sản xuất phân lân. Giá lưu huỳnh năm 2018 ổn định, biên lợi nhuận gộp mảng phân lân 9T2018 duy trì ở mức 22,6%.

► Áp lực cạnh tranh trong phân khúc NPK cao cấp

Năm 2018 – 2019, nguồn cung phân phức hợp NPK gia tăng cả số lượng và chất lượng sản phẩm từ các đối thủ lớn như Đức Giang, Phú Mỹ, Cà Mau. Hầu hết các nhà máy này đều sản xuất sản phẩm NPK hàm lượng cao, chất lượng tốt do tính tiện lợi và sự ưa chuộng của người nông dân. Việc triển khai các dự án này kỳ vọng sẽ tạo nền tảng tăng trưởng mới cho ngành phân bón trong nước. Tuy nhiên mức độ cạnh tranh sẽ gia tăng, đòi hỏi các doanh nghiệp phải thay đổi công nghệ và nâng cao chất lượng sản phẩm, để tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Các nhà máy NPK mới đã và đang được xây dựng năm 2018 - 2019

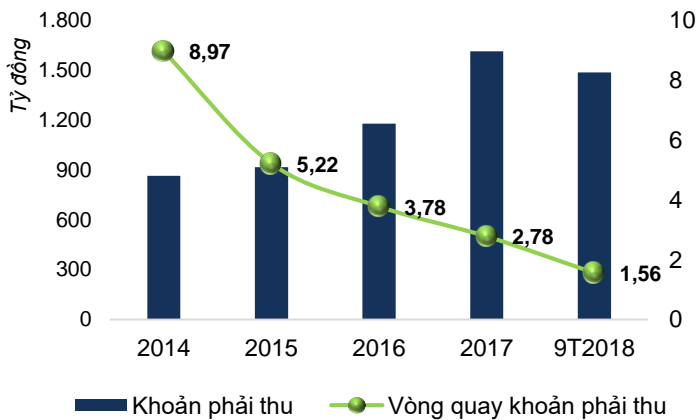
STT	Tên nhà máy	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Thời điểm đi vào hoạt động	Công nghệ sản xuất
1	Nhà máy NPK số 4 - LAS	150.000	Quý 1/2018	CN SA - Thùng quay li tâm
2	Nhà máy NPK Phú Mỹ - DPM	250.000	Quý 3/2018	CN Hóa học
3	Nhà máy NPK Cà Mau - DCM	300.000	Quý 2/2019	CN Ure hóa lỏng
4	Nhà máy NPK Đức Giang - DGC	200.000	Năm 2019	CN Hóa học

Nguồn: FPTS tổng hợp

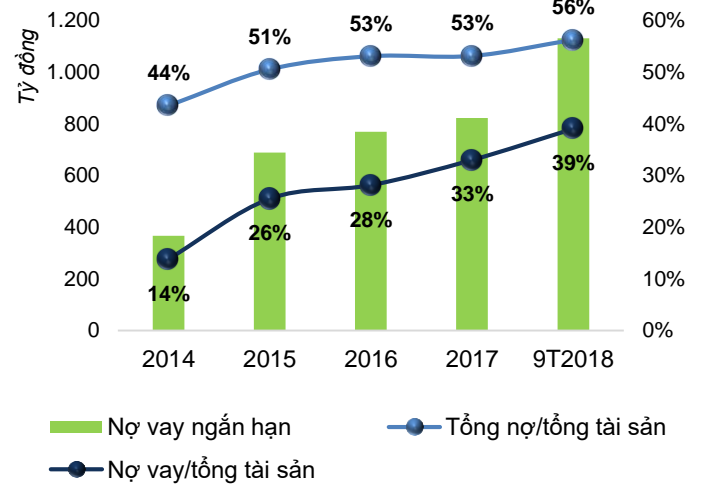
► **Khoản phải thu vẫn ở mức cao, bù đắp vốn lưu động bằng dòng tiền vay ngắn hạn**

Tình hình quản trị khoản phải thu của LAS năm 2018 vẫn chưa được cải thiện. Vòng quay khoản phải thu giảm mạnh từ 8,97 vòng năm 2014 xuống còn 2,78 vòng năm 2017. Các khoản phải thu 9T2018 có giảm so với năm 2017 nhưng vẫn cao gấp 2,5 lần so với thời điểm đầu năm 2014, vòng quay giảm chỉ còn 1,56 vòng/năm.

Tình hình các khoản phải thu của LAS năm 2014 - 2018



Cơ cấu nguồn vốn của LAS



Nguồn: LAS, FPTS tổng hợp

Trước tình hình cạnh tranh gay gắt như hiện nay, công ty đã thực hiện các chính sách bán hàng trả chậm cho các doanh nghiệp và đại lý bán lẻ, đảm bảo tiêu thụ hàng hóa, giữ vững thị phần tại các thị trường lớn. Hiện tại, phải thu ngắn hạn đã có xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức cao, tỷ lệ khoản phải thu/DTT quý 3/2018 đã lên tới 2,6 lần.

Dòng tiền phải thu chưa được cải thiện ảnh hưởng xấu đến nguồn vốn lưu động hàng năm, LAS phải bù đắp bằng dòng tiền vay ngắn hạn. Quý 3/2018, nợ vay của LAS tăng 28% so với cuối năm 2017, trong đó 95% là nguồn vốn vay ngắn hạn, khiến tỷ trọng tổng nợ và nợ vay trên tổng tài sản tăng nhanh. Có thể thấy, xu hướng gia tăng của khoản phải thu và nợ vay vẫn tiếp diễn trong năm 2018, tăng thêm rủi ro cho dòng tiền hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

CẬP NHẬT DỰ PHÓNG

[\(quay lại\)](#)

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu LAS dựa trên các thay đổi lớn sau:

- (1) Doanh thu các mảng sản phẩm sẽ tăng trưởng nhẹ khi giá bán có xu hướng tăng và tình hình tiêu thụ sản phẩm NPK hàm lượng cao được cải thiện trong năm 2019.
- (2) Giá vốn hàng bán mảng phân lân và axit giảm khi Luật Thuế GTGT sửa đổi chính thức được áp dụng từ năm 2019 do được khấu trừ thuế GTGT đầu vào sản xuất. Theo đó, lợi nhuận sau thuế của LAS có thể tăng mạnh, đây là yếu tố hỗ trợ chính cho sự tăng trưởng dòng lợi nhuận của LAS trong dài hạn.

Chi tiết thay đổi dự phóng trong báo cáo cập nhật như sau:

Chỉ tiêu 2019	Báo cáo cập nhật 04/01/2019	Báo cáo lần đầu 12/12/2017	Diễn giải
Doanh thu			
Mảng phân NPK	CAGR 2018 – 2021 là 1,3%	CAGR 2018 – 2021 là 2%	Cạnh tranh gia tăng trong phân khúc NPK hàm lượng cao, sản phẩm hàm lượng thấp khó tiêu thụ hơn.
Mảng phân lân	CAGR 2018 – 2021 là 1,7%	CAGR 2018 – 2021 là 3%	Nhu cầu phân lân bão hòa, có xu hướng chuyển dịch sang tiêu thụ phân NPK.
Tỷ suất LNG			
Mảng phân NPK	20%	21%	Tỷ suất LNG giảm do chi phí phân đơn đầu vào tăng nhẹ.
Mảng phân lân	29%	26%	Tỷ suất LNG mảng phân lân tăng 3% do kỳ vọng thuế GTGT được khấu trừ vào giá vốn.
Các chỉ tiêu hoạt động			
Số ngày phải thu (ngày)	120	106,7	Tiếp tục tăng khi cạnh tranh vẫn gay gắt, công ty phải thực hiện chính sách giãn nợ, bán hàng trả chậm cho các đại lý.
Số ngày tồn kho (ngày)	102,9	103,8	
Nợ vay			
Vay ngắn hạn	855,24	794,06	Vay nợ ngắn hạn tăng để bù đắp vốn lưu động thiếu hụt
Vay dài hạn	63,77	17,24	Vay dài hạn tăng do năm 2018 vay thêm để tài trợ cho nhà máy NPK số 4.
Hệ số chiết khấu			
Beta không đòn bẩy	0,46	0,39	Cập nhật Tháng 12/2018
Lãi suất phi rủi ro	5,18%	4,65%	Cập nhật Tháng 12/2018
Phần bù rủi ro	11,73%	9,84%	Cập nhật theo ERP US + CRP VN (có điều chỉnh)
Chi phí sử dụng VCSH	13,29%	11,38%	
Chi phí sử dụng nợ vay	6,23%	5,56%	Tỷ trọng vay nợ dài hạn tăng
WACC	10,08%	8,49%	

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá mã 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 đạt mức **12.000 VNĐ/cp** cao hơn 14,2% so với mức giá đóng cửa ngày 04/01/2019 (giảm 35,8% so với báo cáo định giá lần đầu).

Với mức giá mục tiêu như trên, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với cổ phiếu LAS thành **THEO DÕI** trong trung và dài hạn. Mức giá hợp lý có thể mua khoảng **10.000 VNĐ/cp** với mức sinh lời kỳ vọng là 20%.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	12.957	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	12.802	
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh P/E	8.399	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	11.984	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	10,08%	Phần bù rủi ro	11,73%
Chi phí sử dụng nợ	6,23%	Hệ số Beta	0,46
Chi phí sử dụng VCSH	13,29%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,18%	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	10,08%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	2.117.601
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	255.279
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	928.046
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1.444.835
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	112,86
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	12.802
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1.462.327
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	12.957

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

So sánh với một số doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân bón niêm yết (ngày 08/10/2018):

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hoá (triệu đồng)	Giá trị DN (triệu đồng)	NI (triệu đồng)	P/E
CTCP Phân bón Bình Điền	BFC	1.466.359	3.782.623	276.974	5,29x
CTCP Phân bón Miền Nam	SFG	660.983	1.231.440	91.954	7,19x
Trung bình					6,24x
Doanh nghiệp định giá	LAS	1.184.992	2.434.706	151.873	7,80x

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Triệu đồng

HĐKD	2017	2018E	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3.885.546	3.607.279	3.689.431	3.725.995
- Giá vốn hàng bán	3.103.892	2.861.822	2.857.082	2.888.457
Lợi nhuận gộp	781.654	745.456	832.349	837.538
- Chi phí bán hàng	338.104	329.110	322.850	326.396
- Chi phí quản lí DN	213.741	194.604	185.710	187.750
Lợi nhuận thuần HĐKD	229.810	221.743	323.788	323.393
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(36.885)	(55.725)	(50.041)	(54.868)
- Lợi nhuận khác	(622)	2.011	1.965	1.026
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	192.303	168.028	275.711	269.551
- Chi phí lãi vay	36.118	54.181	48.912	54.162
Lợi nhuận trước thuế	192.303	164.006	271.782	267.499
- Thuế TNDN	40.430	32.801	54.356	53.500
LNST	151.873	131.205	217.426	213.999
EPS (đ)	1.238	1.163	1.927	1.896

Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018E	2019F	2020F
Tiền đầu năm	207.672	255.279	185.439	302.927
Lợi nhuận sau thuế	192.303	131.205	217.426	213.999
+ Khấu hao	70.882	73.541	71.452	50.885
+ Điều chỉnh	(62.802)	516	(26.849)	(288)
+ Thay đổi vốn lưu động	(65.189)	31.140	(93.543)	(93.910)
Tiền từ hoạt động KD	130.487	236.402	168.485	170.686
+ Thanh lý tài sản cố định	373	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(119.254)	(32.749)	-	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	2.266	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(116.615)	(32.749)	-	-
+ Cổ tức đã trả	(124.450)	(157.725)	(157.725)	(157.725)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(151.450)	123.751	18.825
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	35.682	(17.023)	(17.023)
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	33.731	(273.493)	(50.997)	(155.923)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	47.603	(69.840)	117.488	14.763
Tiền cuối năm	255.279	185.439	302.927	317.690

CĐKT	2017	2018E	2019F	2020F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	255.279	185.439	302.927	317.690
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	1.614.638	1.196.574	1.264.766	1.318.354
+ Hàng tồn kho	617.601	800.593	833.552	877.258
+ Tài sản ngắn hạn khác	5.907	5.010	31.859	32.147
Tổng tài sản ngắn hạn	2.493.425	2.187.616	2.433.103	2.545.450
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.366.550	1.529.515	1.529.515	1.529.515
+ Khấu hao lũy kế	(1.195.315)	(1.268.779)	(1.340.155)	(1.390.963)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	171.235	260.735	189.360	138.551
+ Đầu tư tài chính dài hạn	6.964	6.964	6.964	6.964
+ Tài sản dài hạn khác	1.733	2.103	2.103	2.103
+ Xây dựng cơ bản dở dang	136.002	5.330	5.330	5.330
Tổng tài sản dài hạn	315.935	275.512	204.061	153.176
Tổng tài sản	2.809.360	2.463.128	2.637.164	2.698.626

Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	419.798	239.542	244.998	247.426
+ Vay và nợ ngắn hạn	882.938	731.488	855.239	874.064
+ Nợ ngắn hạn khác	352	341	341	341
Nợ ngắn hạn	1.448.599	1.093.206	1.224.563	1.246.774
+ Vay và nợ dài hạn	45.108	80.790	63.768	46.745
Nợ dài hạn	45.108	80.790	63.768	46.745
Tổng nợ	1.493.707	1.173.996	1.288.331	1.293.519
+ Vốn điều lệ	1.128.564	1.128.564	1.128.564	1.128.564
+ LN chưa phân phối	103.057	61.539	96.386	128.198
Vốn chủ sở hữu	1.315.653	1.289.133	1.348.833	1.405.107
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	2.809.360	2.463.128	2.637.164	2.698.626

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018E	2019F	2020F
Số ngày phải thu	131,4	120,00	124,00	128,00
Số ngày tồn kho	102,9	102,93	107,33	111,73
Số ngày phải trả	39,4	24,24	24,24	24,24
Thời gian luân chuyển tiền	194,9	198,70	207,10	215,50
COGS / Hàng tồn kho	5,0	3,57	3,43	3,29

Chỉ số khả năng sinh lời	2017	2018E	2019F	2020F	Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018E	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.1%	20.7%	22.6%	22.5%	CS thanh toán hiện hành	1.72	2.00	1.99	2.04
Tỷ suất LNST	3.9%	3.6%	5.9%	11.3%	CS thanh toán nhanh	1.29	1.27	1.31	1.34
ROE DuPont	11.7%	10.1%	16.5%	15.5%	CS thanh toán tiền mặt	0.18	0.17	0.25	0.25
ROA DuPont	5.5%	5.0%	8.5%	8.0%	Nợ / Tài sản	0.33	0.33	0.35	0.34
Tỷ suất EBIT/doanh thu	4.9%	4.7%	7.5%	7.2%	Nợ / Vốn CSH	0.71	0.63	0.68	0.66
LNST/LNTT	79.0%	80.0%	80.0%	80.0%	Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.67	0.57	0.63	0.62
LNTT/EBIT	100.0%	97.6%	98.6%	99.2%	Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.03	0.06	0.05	0.03
Vòng quay tổng tài sản	140.2%	136.8%	144.7%	139.7%	Khả năng TT lãi vay	5.32	3.10	5.64	4.98
Đòn bẩy tài chính	213.4%	202.4%	193.3%	193.8%					

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 giữ 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