

CÔNG TY CỔ PHẦN SUPE PHỐT PHÁT VÀ HOÁ CHẤT LÂM THAO

Thông tin cổ phiếu	Ngày 31/07/2013
Mã chứng khoán	LAS
Ngành	Hóa chất
Sàn giao dịch	HNX
Thị giá ngày 31/07/2013 (VND)	35.800
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.802
KLCP đang lưu hành	77.832.000
P/E trailing (thị trường)	6,85
P/B trailing (thị trường)	2,22

- CTCP Supe phốt phát và Hóa chất Lâm Thao là một trong những công ty lớn nhất trong ngành phân bón và hoá chất với các sản phẩm uy tín và thương hiệu mạnh, thị phần tiêu thụ rộng lớn trên cả nước. Với bề dày hình thành và phát triển trên 50 năm, doanh nghiệp đã tạo được chỗ đứng vững chắc trên thị trường nội địa, cung cấp 80% nguồn cung Suphophotphat nội địa và 20% nguồn cung NPK. Ngoài ra, LAS còn cung cấp các sản phẩm như phân lân nung chảy (FMP), axit sunfuric, phèn, natri sunfit....
- Năm 2012, LAS tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng ổn định trên thị trường phân bón. Cụ thể, DTT đạt 4.494 tỷ đồng (+10,82% yoy) hoàn thành KH năm, LNTT đạt 527,7 tỷ đồng (+31,51% yoy) vượt 20,6% KH năm, LNST đạt 394 tỷ đồng (+31,52% yoy) và EPS đạt 6.782 đồng (+4,03% yoy). Tình trạng hàng tồn kho tăng mạnh (+54,7% yoy) và bão hòa nguồn cung phân bón trong những năm gần đây. Ngoài ra, nỗ lực thanh toán nợ và việc mất bằng lãi suất giảm đã giúp LAS kiểm soát chi phí tài chính, giảm -27,6% yoy năm 2012, đạt 71,5 tỷ đồng.
- ĐHCĐ 2013 đã thông qua kế hoạch kinh doanh khá thận trọng với DTT đạt 4.852 tỷ đồng (+8%yoy), LNTT đạt 435 tỷ đồng (-17,1%yoy), trong đó khả năng tiêu thụ các sản phẩm chính cụ thể như sau : Supe lân đạt 420.000 tấn (-8,3%yoy), NPK đạt 730.000 tấn (+3,6%yoy).
- LAS vừa công bố KQKD 6 tháng đầu năm tương đối khả quan, theo đó lũy kế DTT đạt 3.134 tỷ đồng (+9,3% yoy), tương đương 64,6% KH, LNTT đạt 358,7 tỷ đồng (+3,7% yoy), tương đương 82,4% KH, LNST đạt 269 tỷ đồng (+3,4% yoy) và EPS đạt 4.075 đồng. Theo đó, chúng tôi tin rằng, LAS có thể hoàn thành và vượt kế hoạch đề ra. Hiện LAS đang giao dịch ở mức P/E 6,85 lần và P/B 2,22 lần, tương đối cao so với trung bình ngành P/E 5,45 lần và P/B 1,58 lần. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	6T.2013
TTS (tỷ đồng)	1.862	2.229	2.758	2.508
VCSH (tỷ đồng)	720	875	1.201	1.231
VĐL (tỷ đồng)	432	541	649	778
DTT (tỷ đồng)	3.609	4.056	4.495	3.134
LNTT (tỷ đồng)	384	399	525	359
LNST (tỷ đồng)	288	300	394	269
Nợ/TTS (%)	61,32%	60,73%	56,44%	50,90%
Tỉ suất LN gộp (%)	20%	20%	22%	19%
Tỉ suất LN ròng (%)	7,97%	7,39%	8,77%	9,07%
ROA (%)	15,45%	13,44%	14,29%	10,72%
ROE (%)	39,95%	34,23%	32,80%	21,84%
BV (đồng/cp)	16.654	16.195	18.523	15.827
EPS (đồng/cp)	6.654	6.519	6.782	4.075

Báo cáo bao gồm:

Thông tin doanh nghiệp: Trang 2
 Kết quả sản xuất kinh doanh 2012: Trang 4
 Phân tích SWOT: Trang 6
 Kế hoạch kinh doanh năm 2013: Trang 7
 Triển vọng ngành: Trang 8
 Triển vọng doanh nghiệp: Trang 10
 Khuyến nghị: Trang 11
 Phụ lục: Trang 12

Nguyễn Thanh Diệp
+84 4 39366425 (ext.121)

Xem cam kết và điều khoản sử dụng tại trang 14

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Được thành lập từ năm 1962, CTCP Supe phốt phát và Hóa chất Lâm Thao là một trong những công ty lớn nhất trong ngành phân bón và hoá chất với các sản phẩm uy tín và thương hiệu mạnh, thị phần tiêu thụ rộng lớn trên cả nước. Với bề dày 50 năm kinh nghiệm trong ngành, Công ty luôn đáp ứng nhu cầu thị trường với các sản phẩm chất lượng như NPK, Super Lân, axit sunfuric...

Công ty chính thức chuyển sang mô hình CTCP ngày 01/01/2010 theo Giấy chứng nhận ĐKKD số 2600108471 do Sở KH-ĐT tỉnh Phú Thọ cấp. Đến tháng 3/2011, LAS bắt đầu giao dịch trên sàn HNX với VDL 540 tỷ đồng. Để đáp ứng nhu cầu mở rộng sản xuất, đầu tư đổi mới công nghệ, Công ty đã nâng VDL đạt 778 tỷ đồng năm 2013.

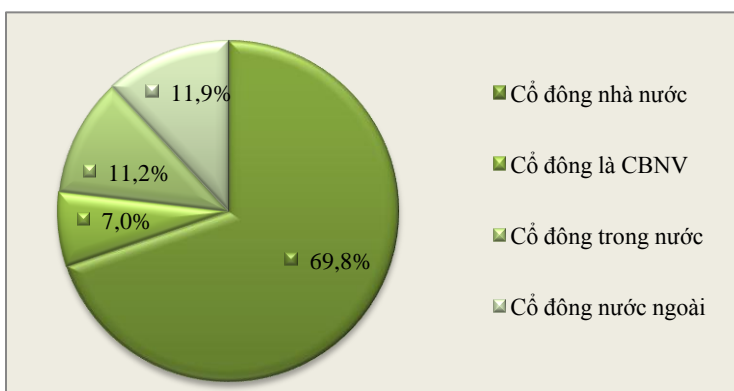
Trong tháng 6 vừa qua, LAS đã tiến hành thoái hoàn toàn 27,6% vốn tại CTCP Khí công nghiệp và DVTM Lâm Thao nên tính đến nay, LAS sở hữu 7 xí nghiệp trực thuộc, gồm 5 XN sản xuất và 2 XN phục vụ sản xuất; và 2 công ty liên kết, cụ thể:

STT	Công ty- Xí nghiệp	Hình thức	Lĩnh vực kinh doanh	VDL (tỷ đồng)	% góp vốn
1	CTCP Bao bì và Thương mại Lâm Thao	CTLK	SXKD bao bì	14,5	30,83%
2	CTCP Cơ khí Supe Lâm Thao	CTLK	Kinh doanh phôi đúc gang	3,01	35,00%

Lĩnh vực hoạt động

- (1) Sản xuất, buôn bán kinh doanh phân bón gồm supephotphat, NPK và phân lân nung chảy (FMP);
- (2) Sản xuất, buôn bán kinh doanh Axit sunfuric;
- (3) Buôn bán thuốc trừ sâu và hóa chất khác sử dụng trong nông nghiệp;
- (4) Sản xuất và buôn bán thức ăn gia súc gia cầm thủy sản.

Thông tin cổ đông



Cơ cấu cổ đông LAS

Nguồn: BCTN 2012 LAS

Cổ đông lớn nhất của LAS là Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinamchem) với tỷ lệ nắm giữ 69,82% cổ phần nên tính thanh khoản của cổ phiếu không cao.

Vị thế và năng lực công ty

Sau 50 năm phát triển, LAS đã chiếm lĩnh thị trường miền Bắc với thị phần 50%-60%. Các sản phẩm chính của công ty gồm có: NPK, Supe lân, Lân nung chảy (FMP) và Axit sunfuric, đều dẫn đầu phân khúc về công suất và sản lượng. Đối với thị trường từ Quảng Bình trở vào, LAS được biết đến với sản phẩm Supe Lân, chiếm 10%-20% thị trường.

Sản phẩm (tấn)	Công suất thiết kế	Sản lượng SX 2012
Supe lân	750.000	808.500
Lân nung chảy	300.000	51.154
NPK	700.000	729.068
Axit sunfuric	250.000	277.644

Chiếm 80% giá thành sản phẩm, hầu hết các nguyên vật liệu được cung cấp bởi các doanh nghiệp trong nước, ngoại trừ lưu huỳnh được nhập khẩu toàn bộ. Do phụ thuộc khá nhiều vào biến động giá nguyên liệu đầu vào, LAS luôn dự trữ để đáp ứng đủ cho ổn định sản xuất tối thiểu 1 tháng. Tuy nhiên, việc chủ động được nguồn photpho trong quá trình sản xuất NPK đã mang lại lợi thế cạnh tranh lớn cho LAS do hiện nay nước ta chỉ có 4 doanh nghiệp có khả năng này.

Trên thị trường phân bón và hóa chất, các đối thủ cạnh tranh chính của LAS gồm có Đạm Phú Mỹ, Bình Điền, Phân bón miền Nam, Văn Điển... Công ty luôn duy trì vị thế dẫn đầu ngành, đặc biệt với sản phẩm được ưa chuộng NPK. Ngoài ra, LAS còn là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam có thể sản xuất được hai loại sản phẩm Suphophotphat và lân nung chảy (FMP). Với đội ngũ quản lý kinh nghiệm và chiến lược phát triển có chiều sâu, Công ty sở hữu hệ thống phân phối rộng trên cả nước gồm 100 đại lý và nhiều kênh bán hàng giúp đưa sản phẩm đến gần người nông dân.

So sánh LAS với các DN tương đương khác trong ngành

Mã	TTS (tỷ đồng)	VDL (tỷ đồng)	TSLN gộp (%)	TSLN ròng (%)	Nợ/TTS (%)	ROA (ttm) (%)	ROE (ttm) (%)
DPM	10.580,00	3.800	32,50%	23,00%	13,37%	28,51%	33,67%
HAI	717,10	174	17,50%	5,70%	42,54%	7,00%	12,50%
VFG	1.159,30	132,8	29,83%	8,40%	51,70%	8,06%	16,55%
HSI	826,40	100	7,70%	-0,20%	83,81%	-0,23%	-1,37%
VAFCO*	673,00	289,7	24,72%	7,86%	41,92%	10,22%	17,60%
SFC*	2.123,00	414,7	10,40%	3,48%	74,55%	4,65%	18,28%
BDFC*	2.556,64	553,6	7,45%	2,14%	75,23%	5,42%	25,05%
LAS	2.758,00	649	22,00%	8,77%	56,44%	14,29%	32,80%
Trung bình	2.674,18	764,23	19,01%	7,39%	54,95%	9,74%	19,38%

Nguồn: BCTC đã hợp nhất 2012 của các DN liên quan, VCBS tổng hợp

()Doanh nghiệp chưa niêm yết: CTCP phân lân nung chảy Văn Điển (VAFCO), CTCP phân bón Bình Điền (BDFC), CTCP Phân bón Miền Nam(SFC).*

Có quy mô TTS và VCSH ở mức trung bình ngành phân bón và hóa chất, LAS tỏ ra tương đối vượt trội về các chỉ số tài chính nhờ chủ động được 1 phần nguyên liệu và có vị thế lớn trong ngành. Cụ thể, về TSLN, LAS đạt mức tỷ suất cao hơn trung bình ngành. Đặc biệt, so với các doanh nghiệp chuyên sản xuất phân bón, có thể nói LAS đã có một năm khá thành công với TSLN gộp 22% và TSLN ròng 8,77%, chỉ đứng sau DPM. Về hiệu quả hoạt động, các chỉ số của LAS cũng cho thấy ưu thế nổi bật của công ty trong ngành.

KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH 2012

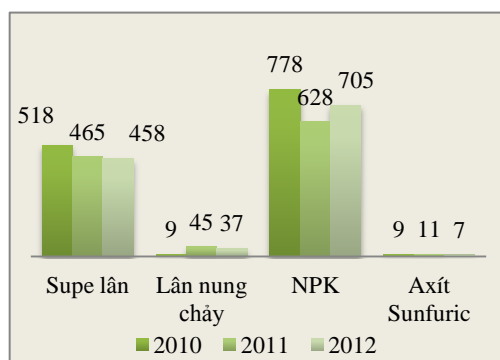
Tăng trưởng Doanh thu

Sản xuất kinh doanh NPK tiếp tục đóng góp lớn vào DTT giúp LAS đạt mức tăng trưởng tốt và vượt kế hoạch đề ra.

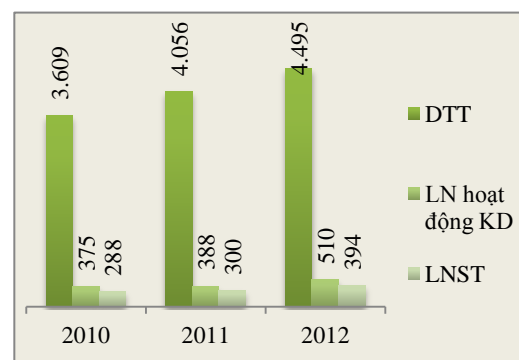
Năm 2012, LAS tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng ổn định trên thị trường phân bón. Cụ thể, DTT đạt 4.494 tỷ đồng (+10,82% yoy) hoàn thành KH năm, LNTT đạt 527,7 tỷ đồng (+31,51% yoy) vượt 20,6% KH năm, LNST đạt 394 tỷ đồng (+31,52% yoy) và EPS đạt 6.782 đồng (+4,03% yoy).

Cơ cấu doanh thu tương đối ổn định với phần đóng góp chủ yếu dựa vào hoạt động sản xuất NPK với sản lượng tiêu thụ 458.033 tấn (+12,16% yoy), chiếm hơn 60% DTT. Trong khi đó, sản phẩm chủ lực thứ 2, đóng góp khoảng 30% DTT, là Supe lân có mức giảm nhẹ, đạt 458.033 tấn (-1,47% yoy). Hai sản phẩm khác là phân lân nung chảy (FMP) và axit sunphuric có mức tiêu thụ giảm tương đối mạnh, lần lượt đạt 36.920 tấn (-18,35% yoy) và 6.805 tấn (-35,6% yoy). Tuy nhiên, do tỷ trọng các sản phẩm khác tương đối nhỏ nên mức tăng sản lượng tiêu thụ 12,16% của NPK vẫn giúp LAS đạt tăng trưởng DTT cả năm khá quan 10,82% so với năm 2011.

Sản lượng tiêu thụ (Đơn vị: Nghìn tấn)



DT-Lợi nhuận qua các năm (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: BCTN 2012 LAS

Cơ cấu Chi phí

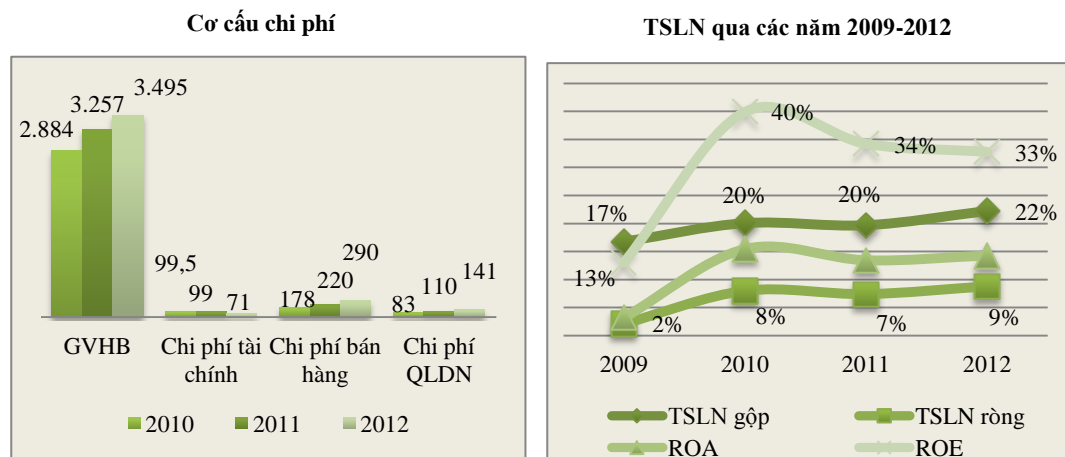
Chi phí liên tục tăng trong các năm, đặc biệt là chi phí bán hàng và QLDN có mức tăng mạnh. Cụ thể, giá vốn hàng bán chiếm 77,8% DTT, tăng nhẹ 7%, đạt 3.495 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng và QLDN cũng có tốc độ tăng trưởng mạnh, lần lượt đạt 290 tỷ đồng (+32% yoy) và 140 tỷ đồng (+28% yoy). Tuy nhiên, do mặt bằng lãi suất năm 2012 giảm nên gánh nặng chi phí tài chính của LAS cũng được giảm đáng kể (-28%) so với cùng kỳ, tương ứng 71,5 tỷ đồng, mặc dù khoản mục nợ ngắn hạn tăng mạnh (+22,3% yoy), đạt 1.532 tỷ đồng.

Chi phí SXKD cũng tăng mạnh. Năm 2012, chi phí SXKD đạt 6.455 tỷ đồng, tăng 32,2% so với năm 2011. Nguyên nhân chính là do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng, đạt 5.197 tỷ đồng (+27,5% yoy). LAS khá phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu gồm kali cacbonat, phân SA, lưu huỳnh, khiến giá thành sản phẩm và chi phí đầu vào biến động theo thị trường thế giới. Năm 2012, giá Kali duy trì ở mức 505 USD/mt so với mức 445 USD/mt cuối năm 2011 đã ảnh hưởng không nhỏ đến giá vốn NPK. Do vậy, chi phí dịch vụ mua ngoài năm vừa qua cũng tăng mạnh, đạt 700 tỷ đồng (+91% yoy).

Khả năng sinh lời

Do tốc độ tăng DTT lớn hơn tốc độ tăng của giá vốn hàng bán, TSLN gộp năm 2012 tăng mạnh, tương ứng 22,2% cao hơn mức 19,7% trong năm 2011. Tuy nhiên do chi phí tăng mạnh nên TSLN ròng đạt được khá khiêm tốn 8,8%. Trong khi đó chỉ số ROA tăng nhẹ nhưng ROE lại giảm, lần lượt đạt 14,3% và 32,8%.

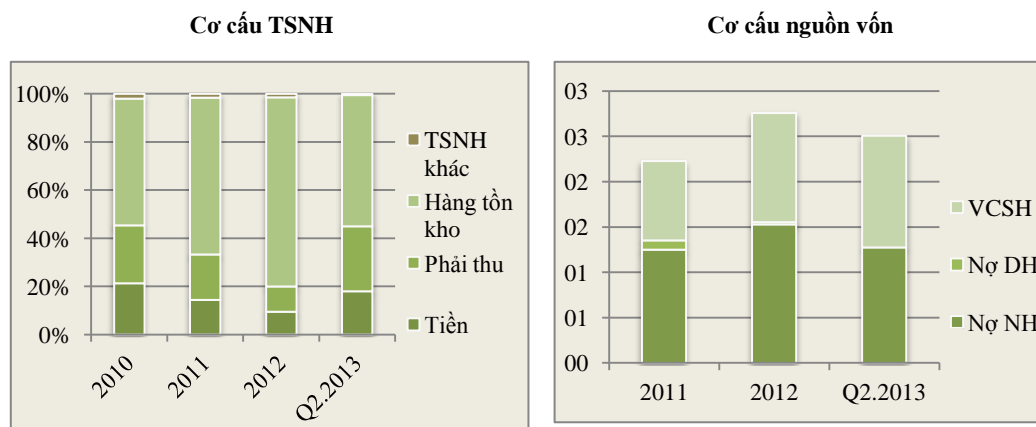
Theo phân tích Dupont, hệ số đòn bẩy giảm là yếu tố khiến ROE năm 2012 giảm nhẹ. LAS đã luôn duy trì hệ số đòn bẩy ở mức cao trong nhiều năm (trên 4 lần trước 2009 và trên 2,5 lần năm 2011) giúp duy trì mức tỷ suất lợi nhuận khá quan. Năm 2012, hệ số này đã được giảm xuống 2,3 lần chủ yếu do LAS nâng VDL lên 649 tỷ đồng. Tuy lợi nhuận biên thuần tăng nhẹ, từ 7,4% lên 8,8%, nhưng hệ số vòng quay tài sản cũng giảm từ 1,8 lần xuống 1,6 lần góp phần giảm ROE.



Nguồn: BCTC LAS, VCBS tổng hợp

Cơ cấu Tài sản và Nguồn vốn

Tài sản ngắn hạn tăng do lượng hàng tồn kho tăng mạnh. Là công ty sản xuất sản phẩm nông nghiệp, do đó cơ cấu tài sản của LAS nghiêng về TSHN ở mức 92% TTS năm 2012. Trong TSNH, giá trị hàng tồn kho chiếm tỷ trọng 78,6%, tiếp tục tăng mạnh +54,7% trong năm 2012, tương ứng đạt 1.984 tỷ đồng. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng DTT lại giảm từ 12,4% xuống 10,8%, số ngày hàng tồn kho tăng cao nhất trong 5 năm trở lại đây với 170,5 ngày cho thấy LAS gặp vấn đề trong khâu tiêu thụ sản phẩm. Cụ thể, ngoài giá trị thành phẩm tồn kho có tỷ trọng 58% tổng giá trị tồn kho, tăng mạnh, nguyên vật liệu cũng có mức tăng đột biến, lần lượt đạt 45% và 84,1% so với năm 2011, tương ứng 1.162 tỷ đồng và 757,9 tỷ đồng. Thêm vào đó, hầu hết các khoản mục khác trong TSNH đều giảm. Cụ thể, tiền và các khoản tương đương đạt 240 tỷ đồng (-15,8% yoy); khoản phải thu đạt 264 tỷ đồng (-28,7% yoy). Do vậy, hệ số thanh toán nhanh của LAS giảm mạnh so với hệ số thanh toán ngắn hạn.



Nguồn: LAS – Đ/vị: Nghìn tỷ đồng

Cấu trúc tài chính của LAS phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn ngắn hạn, chủ yếu là vay ngân hàng. Để tài trợ cho lượng hàng tồn kho lớn, LAS thường xuyên duy trì các khoản vay ngắn hạn, chiếm tỷ trọng 54% tổng nợ phải trả. Năm 2012, công ty tiếp tục gia tăng các khoản vay này, đạt 839,4 tỷ đồng (+29,5% yoy) nhằm nhập khẩu nguyên liệu và thanh toán thu tín dụng (LC). Ngoài ra, do phải nhập khẩu nguyên liệu (lưu huỳnh) nên khoản mục trả trước cho người bán cũng chiếm tỷ trọng khá lớn trong nợ ngắn hạn với 27,3%, tương ứng 418 tỷ đồng (+17,4% yoy).

Về khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động

Khả năng thanh toán có dấu hiệu suy giảm. Mặc dù hệ số thanh toán hiện thời tăng mạnh từ 1,57 lần lên 1,65 lần nhưng các hệ số thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt đều giảm, lần lượt đạt 0,35 lần và 0,16 lần. Nguyên nhân chính là do lượng hàng tồn kho tăng 54,7% trong khi lượng tiền mặt và các khoản đầu tư giảm

sâu, lần lượt -15,8% và -28,7% so với năm 2011. Điều này phản ánh tình trạng khó khăn về khả năng tiêu thụ trong bối cảnh cạnh tranh với các sản phẩm trong nước và nước ngoài, cũng như tình trạng phân bón giá trên thị trường thời gian vừa qua.

Các hệ số hiệu quả hoạt động biến động khá khác nhau. Cụ thể, vòng quay hàng tồn kho giảm mạnh từ 3,13 lần xuống 2,25 lần trong khi vòng quay khoản phải thu lại tăng mạnh từ 10,9 lần lên 14,1 lần, cho thấy khả năng tiêu thụ hàng suy giảm cũng như vấn đề chiếm dụng vốn ở LAS. Ngoài ra, trong khi các DN cạnh tranh đều cải thiện các hệ số này, như DPM, HAI và VFG lần lượt đạt hệ số vòng quay hàng tồn kho 11,2 lần, 2,8 lần và 5,1 lần, LAS tỏ ra kém hơn hiệu quả trong hoạt động SXKD.

Các dự án đầu tư chính

Dự án sản xuất NPK: Đây là dự án đầu tư dây chuyền sản xuất NPK với công suất 150.000 tấn/năm, làm tăng sản lượng NPK lên 850.000 tấn (+21,4%). Dự án có vốn đầu tư khoảng 100 tỷ đồng. Tuy nhiên, do tình trạng tiêu thụ phân bón trên thị trường giảm mạnh từ Q3.2012, LAS đã quyết định tạm hoãn mở rộng dây chuyền này và cố gắng khởi động lại trong năm 2013.

Dự án sản xuất SA: Dự án bao gồm xây dựng nhà máy sản xuất axit sunphuric công suất 400.000 tấn/năm, kết hợp xưởng phát điện công suất 12MW, giá trị thực hiện trong năm 2012 là 3 tỷ đồng. Tổng mức đầu tư của dự án là 1.498 tỷ đồng, trong đó vốn của chủ đầu tư chiếm 30%, vốn vay dài hạn chiếm 70%. LAS muốn thay thế dây chuyền sản xuất hiện tại vốn đã cũ và hao phí nhiên liệu cao, nâng cao khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp. Dự án dự kiến thực hiện trong 2 năm và đưa vào hoạt động trong Q2.2016.

Dự án cải tạo Supe lân: Đây là dự án cải tạo xí nghiệp supe số 1 sang sản xuất Supe lân theo phương pháp nghiền ướt công suất 400.000 tấn/năm, nhằm giảm tiêu tốn nhiên liệu và năng lượng trong quá trình sản xuất. Tổng mức đầu tư đạt 74,5 tỷ đồng với tỷ suất thu hồi vốn nội bộ (IRR) là 23,26%. Giá trị thực hiện trong năm 2012 là 0,2 tỷ đồng. Công trình đã được nghiệm thu và bàn giao ngày 1/05/2013.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- Nhận được nhiều sự hỗ trợ từ Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) ;
- Có bề dày kinh nghiệm gần 50 năm sản xuất kinh doanh các sản phẩm phân bón và hóa chất nên đã tạo được uy tín và thương hiệu mạnh, thị phần tiêu thụ lớn, đặc biệt là khu vực miền Bắc ;
- Sở hữu dây chuyền công suất lớn : NPK đạt 700.000 tấn/ năm ; Supe Lân đạt 750.000 tấn/năm ; axit sulfuric đạt 250.000 tấn/năm ; FMP đạt 100.000 tấn/năm ;
- Là doanh nghiệp sản xuất phân lân NPK và supe lân lớn nhất tại Việt Nam.

Điểm yếu

- Hệ thống nhà máy kỹ thuật cũ, hoạt động hết công suất khiến hiệu quả sản xuất kinh doanh bị hạn chế ;
- Sản phẩm được cung ứng theo thời vụ nên LAS thường xuyên phải dự trữ lượng hàng tồn kho lớn cũng như vay vốn ngân hàng để đáp ứng nhu cầu sản xuất, từ đó phát sinh rủi ro lãi suất ;
- Phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu (kali cacbonat, phân SA – amoni sulphat, lưu huỳnh) nên dễ bị

ảnh hưởng bởi biến động giá trên thị trường quốc tế.

Cơ hội

- Việt Nam là nước nông nghiệp nên ngành phân bón luôn có vai trò quan trọng trong nền kinh tế, nguồn cầu khá ổn định ;
- Phân bón là ngành ít chịu ảnh hưởng của tình hình kinh tế khó khăn so với các ngành công nghiệp khác.

Thách thức

- Tại một vài loại phân bón như Ure, NPK hay Photphat, tình trạng dư thừa nguồn cung bắt đầu xuất hiện, ảnh hưởng đến tốc độ tăng lợi nhuận;
- Tồn tại các loại phân bón kém chất lượng và phân bón nhập lậu tràn lan;
- Tốc độ đô thị hóa nhanh, đặc biệt ở miền Bắc khiến thị trường tiêu thụ chính của LAS có nguy cơ bị thu hẹp;
- Biến đổi khí hậu dẫn đến các hiện tượng thiên tai, hạn hán, lũ lụt thường xuyên xảy ra tại Việt Nam khiến nhu cầu sử dụng phân bón cho các loại cây trồng sụt giảm.

KẾ HOẠCH KINH DOANH TRONG NĂM 2013

Kế hoạch 2013

ĐHCD 2013 đã thông qua kế hoạch kinh doanh khá thận trọng với DTT đạt 4.852 tỷ đồng (+8%/yoy), LNTT đạt 435 tỷ đồng (-17,1%/yoy), trong đó khả năng tiêu thụ các sản phẩm chính cụ thể như sau : Supe lân đạt 420.000 tấn (-8,3%/yoy), NPK đạt 730.000 tấn (+3,6%/yoy), Axit sunphuric đạt 7.000 tấn (+2,9%/yoy) và lân nung chảy FMP đạt 60.000 tấn (+62,6%/yoy). Đồng thời, LAS sẽ cố gắng khởi động lại dự án mở rộng dây chuyền sản xuất NPK và tiếp tục dự án sản xuất Supe lân bằng phương pháp nghiền ướt.

Kết quả 6T2013

Theo BCTC Q2.2013, KQKD 6 tháng đầu năm tương đối khả quan, theo đó lũy kế DTT đạt 3.134 tỷ đồng (+9,3% yoy), tương đương 64,6% KH, LNTT đạt 358,7 tỷ đồng (+3,7% yoy), tương đương 82,4% KH, LNST đạt 269 tỷ đồng (+3,4% yoy) và EPS đạt 4.075 đồng.

Về doanh thu :

DTT Q2 tăng mạnh +35% yoy góp phần lớn vào mức tăng trưởng +9,3% DTT 6 tháng đầu năm. Trong 6T2013, sản phẩm chính NPK mang lại 72,4% DTT cho LAS, tương ứng 2.270 tỷ đồng trong khi sản phẩm lân gồm Supe photphat và FMP đóng góp 24,8% DTT, đạt 776,4 tỷ đồng. Xét về sản lượng tiêu thụ, hai sản phẩm chính này lần lượt hoàn thành 67,8% và 59,4% KH năm. Bên cạnh đó, axit sunphuric cũng đạt mức tiêu thụ tốt, đạt 2,52 tấn, tương ứng 36% KH năm, mang lại 10,4 tỷ đồng DT. Nguyên nhân chính của kết quả tiêu thụ khả quan này là do yếu tố thời vụ gieo trồng vụ Đông Xuân vào tháng 1 và vụ Hè Thu vào tháng 5- 6 nên nhu cầu phân bón 6 tháng đầu năm khá cao. Đây là hai mùa vụ có diện tích thu hoạch và sản lượng lớn nhất trong năm. Chính vì vậy, tỷ trọng KQKD của LAS nửa đầu năm có xu hướng chiếm tỷ trọng lớn hơn so với giai đoạn cuối năm, đạt 63,8% DTT năm 2012.

Về chi phí :

Giá vốn hàng bán tăng nhẹ: DTT tăng +9,31% kéo theo giá vốn hàng bán cũng tăng tương ứng +9,32% so với cùng kỳ, tương ứng đạt 2.534 tỷ đồng. Trong đó, giá vốn NPK chiếm tỷ trọng 74,1%, đạt 1.877 tỷ đồng và sản phẩm lân đạt 597,3 tỷ đồng. Chi phí tài chính giảm mạnh: LAS đã nỗ lực thanh toán các khoản nợ ngắn và dài hạn trong Q1 giúp giảm chi phí lãi vay còn 17 tỷ đồng (-31,7% yoy). Theo thuyết minh BCTC Q1, việc chi phí

tài chính giảm mạnh là nhờ lãi suất ngân hàng giảm tuy nhiên, theo nhận định của chúng tôi, việc nợ vay ngắn hạn giảm -30,9% so với đầu năm còn 580,1 tỷ, đóng góp không nhỏ vào khoản sụt giảm này. Mặc dù chi phí lãi vay giảm nhưng do LAS thực hiện chính sách chiết khấu thanh toán để khuyến khích tiêu thụ sản phẩm nên chi phí tài chính tăng mạnh trở lại trong Q2, khiến lũy kế 6T.2013, khoản mục này chỉ giảm nhẹ -7,75% yoy, đạt 34 tỷ đồng.

Chi phí bán hàng và QLDN: tăng mạnh do kế hoạch kích thích tiêu thụ sản phẩm trong Q2. Cụ thể, chi phí bán hàng tăng +12,5% yoy, tương ứng đạt 143 tỷ đồng, chi phí QLDN tăng mạnh +20,2%, đạt 76,6 tỷ đồng.

Sản phẩm	DT 6T2013	GVHB 6T2013	TSLN gộp 6T2013
Sản phẩm lân	776,40	597,27	5,72%
NPK các loại	2269,94	1877,06	12,54%
A xít	10,36	5,48	0,16%
SP khác	77,25	53,88	0,75%
Toàn công ty	3133,95	2533,69	19,15%

Về LNTT và LNST :

Trong 6T.2013, LNTT đạt 358,7 tỷ đồng (+3,7% yoy), tương ứng 82,4% KH và LNST đạt 269 tỷ đồng (+3,4% yoy). Mặc dù các khoản chi phí tăng cao nhưng do tốc độ tăng trưởng DTT tốt giúp KQKD 6T.2013 của LAS tương đối khả quan. Góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận cũng cần kể đến lợi nhuận khác, khoản mục này cũng tăng nhẹ +3,7% yoy, tương ứng 5,8 tỷ đồng.

Cơ cấu tài sản-nguồn vốn thay đổi nhiều do yếu tố thời vụ.

Theo BCTC Q2.2013, TTS của LAS giảm nhẹ -9% so với đầu năm, đạt 2.508 tỷ đồng. Trong đó, đáng chú ý có sự tăng mạnh của tiền mặt và khoản phải thu ngắn hạn, lần lượt tăng +72,4% và +133,8%, tương ứng đạt 414 tỷ đồng và 617,8 tỷ đồng. Mặc dù lượng tiền mặt tăng giúp nâng cao tính thanh khoản của LAS nhưng tốc độ tăng đột biến của khoản phải thu, đặc biệt từ phải thu khách hàng tiếp tục báo hiệu tình trạng vốn bị chiếm dụng. Bên cạnh đó, hai vụ mùa Đông Xuân và Hè Thu đã giúp LAS giải quyết được một lượng lớn hàng tồn kho, giảm -36,8% so với đầu năm, đạt 1.253 tỷ đồng.

Cơ cấu nguồn vốn thay đổi theo hướng giảm bớt nợ vay. Trong 6T.2013, LAS đã thanh toán hoàn toàn nợ dài hạn và giảm mạnh nợ ngắn hạn còn 1.277 tỷ đồng (-16,7% so với đầu năm). Bên cạnh đó, VDL của công ty mới tăng từ 648,6 tỷ đồng lên 778,32 tỷ đồng thông qua việc phát hành thêm 12.972.000 cổ phiếu với mệnh giá 10.000 đồng/cp

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Thị trường nội địa – Nhu cầu NPK và Phân lân tương đối bão hòa

Việt Nam là một nước nông nghiệp với các mặt hàng nông phẩm xuất khẩu lớn như gạo, cà phê, ca cao...Tốc độ tăng trưởng ngành nông nghiệp bình quân hàng năm khoảng 4%. Do đó, nhu cầu phân bón cho hoạt động sản xuất nông nghiệp là rất lớn. Theo tính toán của bộ NN&PTNN, năm 2013 Việt Nam cần khoảng 10,325 triệu tấn phân bón các loại, tăng 6,1% so với năm 2012. Trong đó, cầu phân ure là 2 triệu tấn (+8% yoy), phân SA là 850.000 tấn (+6,25% yoy), phân kali là 950.000 tấn (+5,5% yoy), DAP là 900.000 tấn, NPK là 3,8 triệu tấn, phân lân là 1,825 triệu tấn. Hiện tại, lượng sản xuất nội địa với hai sản phẩm phân lân và NPK tương đối đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa, thậm chí có dấu hiệu vượt cầu. Đối với thị trường NPK, có khoảng 50 doanh nghiệp nội địa cung cấp sản phẩm này, trong đó 5 doanh nghiệp lớn nhất gồm LAS, phân bón Bình Điền, phân bón Miền Nam, DPM và phân bón Việt Nhật đã đáp ứng gần 2 triệu tấn/năm, các doanh nghiệp còn lại có quy mô khá nhỏ với công suất hơn 1 triệu tấn/năm. Đối với thị trường phân lân gồm 2 dòng sản phẩm chính là supe photphat và photphat nung chảy (FMP), một số ít các doanh nghiệp lớn cũng chiếm lĩnh thị trường. Có thể nói, nhu cầu hai thị trường này đã tương đối bão hòa, nguồn cung đáp ứng đủ so với nhu cầu, thị phần được xác định rõ ràng, vì vậy chúng tôi cho rằng khó có biến động trong tương lai gần.

Các doanh nghiệp lớn sản xuất phân bón tại Việt Nam

Phân bón	Công ty	Công suất thiết kế (nghìn tấn/năm)	Sản lượng 2011 (nghìn tấn/năm)
Supe lân	LAS	750	830
	CTCP Phân bón Miền Nam	200	181
Lân nung cháy	CTCP Phân Lân Nung Cháy Văn Điển	300	199
	CTCP Phân Lân Ninh Bình	300	235
	LAS	300	43
NPK	LAS	700	628
	CTCP Phân bón Bình Điền	500	581
	CTCP Phân bón Miền Nam	300	348
	CT Phân bón Việt Nhật	350	N/A
	Tập đoàn quốc tế Năm Sao	300	N/A

Thị trường khu vực châu Á – Dự báo cầu NPK vẫn ở mức cao

Nằm trong vùng tiêu thụ phân bón lớn như Thái Lan, Campuchia, Myanmar, Philippines, Việt Nam có cơ hội lớn để mở rộng thị trường sang các nước lân cận. Ngoài lợi thế về vị trí địa lý cũng như quan hệ thương mại khối ASEAN, các sản phẩm phân bón của Việt Nam còn có tính cạnh tranh cao với chất lượng tương đối tốt, đặc biệt so với các sản phẩm cùng chủng loại tại các nước Trung Đông và vùng Bantic. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là một thị trường tiềm năng nếu như các doanh nghiệp biết đầu tư nâng cao chất lượng sản phẩm và có chiến dịch quảng bá sản phẩm hiệu quả.

Theo ước tính của Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc (FAO), đến năm 2015 tốc độ tăng trưởng cầu của khối châu Á thuộc loại cao, 2,1% với NPK, trong đó khu vực Nam Á có sức cầu tăng đến 2,7% đối với mặt hàng này.

Tốc độ tăng trưởng cầu NPK từ năm 2011 đến năm 2015

Khu vực	N	P₂O₅	K₂O	Tổng cộng
Châu Phi	1,9%	3,3%	4,3%	2,5%
Châu Mỹ	1,6%	2,3%	2,3%	1,9%
Châu Âu	1,3%	1,7%	2,1%	1,5%
Châu Đại Dương	1,0%	2,8%	4,3%	2,1%
Châu Á	1,9%	1,7%	4,0%	2,1%
- Nam Á	2,6%	2,9%	2,7%	2,7%
Thế giới	1,7%	1,9%	3,1%	2,0%

Nguồn : FAO 2011

Trong khu vực Nam Á, nhu cầu về Phốtpho (P₂O₅) được đánh giá tăng trưởng khá nhanh và đang trong tình trạng thiếu hụt cung. Đến năm 2015, tổ chức FAO cho rằng chênh lệch cung cầu trên thị trường Phốtpho sẽ vào khoảng 4,2 triệu tấn đến 4,5 triệu tấn. Đây sẽ là lợi thế rất lớn cho các doanh nghiệp chủ động được yếu tố phốtpho trong quá trình sản xuất NPK. Ở nước ta hiện nay, chỉ có 4 doanh nghiệp có thể chủ động được nhu cầu về lân gồm LAS, phân bón Miền Nam, phân lân Ninh Bình, phân lân Văn Điển, các doanh nghiệp khác gần

như phải mua ngoài toàn bộ các nguyên liệu (N,P,K).

Cơ hội cho các DN Việt Nam

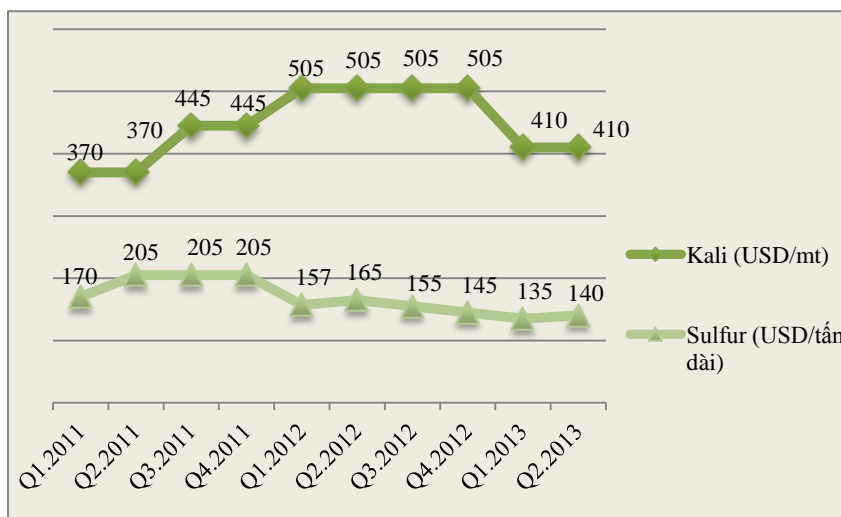
Từ cuối năm 2011, các doanh nghiệp Việt Nam đã tiến hành tìm kiếm thị trường xuất khẩu để giảm bớt áp lực cạnh tranh trong nước và tìm đầu ra ổn định cho sản xuất. Theo thống kê của Tổng cục Hải quan, đến tháng 11/2012, Việt Nam đã xuất khẩu khoảng 1,18 triệu tấn phân bón các loại (+127% yoy) sang hơn 40 thị trường trên thế giới. Trong đó, xuất khẩu sang Campuchia đạt kim ngạch lớn nhất với hơn 192 triệu USD (+28,8% yoy), Philippines và Malaysia xếp ở vị trí tiếp theo, lần lượt đạt hơn 59 triệu USD và 52 triệu USD.

Tuy nhiên, các DN Việt Nam cũng vấp phải một số khó khăn nhất định khi gia nhập thị trường mới này như (1) Cạnh tranh gay gắt với các sản phẩm nhập lậu từ Trung Quốc; (2) Chính sách trợ giá đối với mặt hàng phân bón của các nước trong khối ASEAN cũng đẩy cuộc đua giá cả sản phẩm lên cao; (3) Khả năng xây dựng và quảng bá thương hiệu của các doanh nghiệp trong nước còn nhiều yếu kém, chất lượng sản phẩm đầu ra chưa có tiêu chuẩn nghiêm ngặt để đáp ứng yêu cầu xuất khẩu.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

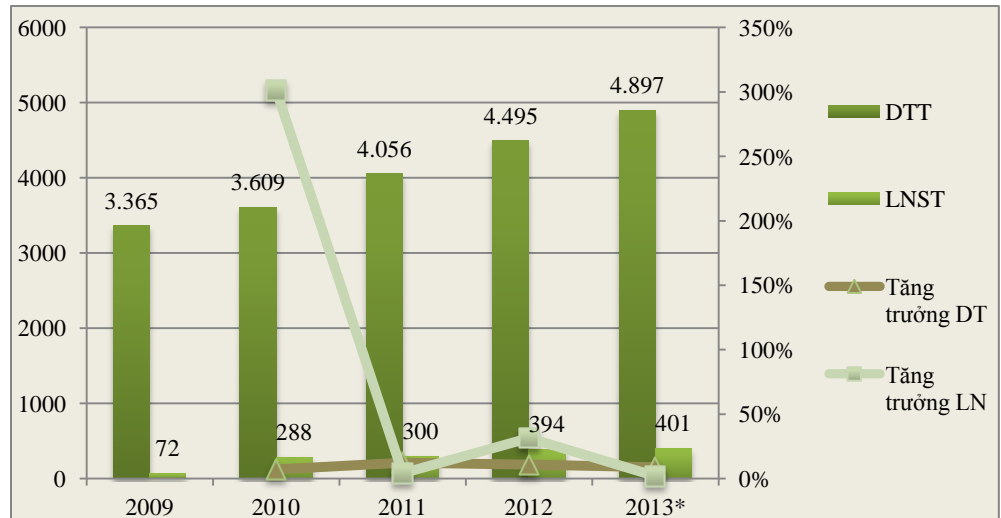
Triển vọng 2013 và dự báo

Với thị trường hoạt động chính tại khu vực miền Bắc, doanh thu của LAS phụ thuộc rất nhiều vào các vụ gieo trồng lúa, ngô, sắn. Chính vì vậy Q3 tới đây dự báo sẽ là giai đoạn khó khăn khi không có vụ mùa lúa chính nào. Tuy nhiên vụ Đông vào tháng 10 vẫn kỳ vọng mang lại DT và LN đáng kể cho doanh nghiệp. Thêm vào đó, giá nguyên vật liệu đầu vào khá ổn định cũng đang tạo điều kiện thuận lợi cho LAS giảm giá vốn hàng bán. Cụ thể, đối với Kali nhập khẩu, chiếm 20% giá thành sản xuất NPK, hiện đang ở mức giá 410 USD/mt, giảm mạnh so với mức 505 USD/mt trong năm 2012; lưu huỳnh (sulfur) chiếm khoảng 40% giá thành Supe lân, cũng đang giao động ở mức 135-140 USD/tấn dài.



Nguồn :Bloomberg

Việc đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất Supe lân theo phương pháp nghiền ướt công suất 400.000 tấn/năm vào cuối Q2 sẽ đóng góp đáng kể vào nỗ lực tiết giảm chi phí sản xuất cũng như nâng cao chất lượng sản phẩm. Dựa trên tình hình thị trường phân bón hiện tại và khả năng SXKD của LAS, chúng tôi giả định DTT 6T2013 chiếm tỷ trọng 64% DTT cả năm, tương ứng với tỷ trọng trong năm 2012. Theo đó, dự báo năm 2013, DTT của LAS đạt 4.897 tỷ đồng (+9% yoy), hoàn thành KH đề ra. Về LNST, LAS có khả năng đạt mức tăng trưởng nhẹ +2%, đạt 401 tỷ đồng, vượt KH đề ra với mức tăng trưởng -17,1%.



Nguồn : BCTC LAS 2009-2012, * VCBS dự báo

KHUYẾN NGHỊ

Quan điểm đầu tư

LAS là một trong những doanh nghiệp phân bón hàng đầu Việt Nam, chiếm lĩnh phần lớn thị trường phân lân với các sản phẩm chất lượng và uy tín. Với bề dày hình thành và phát triển trên 50 năm, doanh nghiệp đã tạo được chỗ đứng vững chắc trên thị trường nội địa, cung cấp 80% nguồn cung Suphphotphat nội địa và 20% nguồn cung NPK. Nhờ xây dựng được thương hiệu mạnh, LAS đã bước đầu xuất khẩu được sản phẩm, thâm nhập được thị trường khó tính như Nhật Bản. Trong tháng 12/2012, công ty đã xuất khẩu những lô supe lân đầu tiên sang thị trường Nhật Bản, mở ra hướng đi mới cho dòng sản phẩm Supe lân vốn đang bão hòa trong nước.

Tuy nhiên, việc giải quyết lượng hàng tồn kho lớn vẫn đang là vấn đề cần có hướng giải quyết rõ ràng hơn. Mặc dù có lượng hàng tồn ngày càng lớn và cán cân cung cầu trong nước đã dư cung, LAS lại dự định mở rộng dây chuyền sản xuất NPK, nâng công suất lên 850.000 tấn/năm. Việc phải dừng kế hoạch này do khả năng tiêu thụ suy giảm đáng kể từ Q3.2012 cho thấy DN cần tìm lối đi khác cho đầu ra sản phẩm. Ngoài ra, trong khi các đối thủ cạnh tranh như phân bón Bình Điền, phân bón Miền Nam, DPM hay PVFCCo nhanh chóng mở rộng thị trường xuất khẩu và đạt được mức tăng trưởng doanh thu lợi nhuận khả quan trên các thị trường này từ năm 2011, LAS tỏ ra chưa nhanh nhạy trong hoạt động này. Theo quan điểm của chúng tôi, BLĐ công ty cần có chính sách hợp lý, nâng cao chất lượng dây chuyền sản xuất và sản phẩm để nắm bắt mảng thị trường tiềm năng này, đảm bảo tăng trưởng ổn định cho DN trong thời gian tới.

Với kế hoạch kinh doanh 2013 khá thận trọng và KQKD 6T2013 khả quan, chúng tôi tin rằng LAS có khả năng hoàn thành và vượt kết hoạch đã đề ra. Nhìn chung, LAS có hoạt động SXKD khá ổn định, thị phần chi phối lớn nhưng tính thanh khoản tương đối thấp do 69,82% cổ phần do Vinachem nắm giữ. Hiện LAS đang giao dịch ở mức P/E 6,85 lần và P/B 2,22 lần, tương đối cao so với trung bình ngành P/E 5,45 lần và P/B 1,58 lần. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	+/-2009	2011	+/-2011	2012	+/-2011	Q1.2013
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1885,76	1550,40	-17,78%	1969,43	27,03%	2524,45	28,18%	2.163,33
Tiền và các khoản tương đương tiền	490,02	331,59	-32,33%	285,26	-13,97%	240,18	-15,81%	328,36
Các khoản phải thu ngắn hạn	124,06	371,79	199,69%	370,72	-0,29%	264,28	-28,71%	527,58
Hàng tồn kho	1243,67	816,03	-34,39%	1282,51	57,17%	1983,51	54,66%	1.301,48
Tài sản ngắn hạn khác	28,01	30,99	10,66%	30,92	-0,23%	36,48	17,96%	5,91
TÀI SẢN DÀI HẠN	322,37	311,51	-3,37%	259,46	-16,71%	233,68	-9,94%	220,66
Tài sản cố định	304,59	296,24	-2,74%	247,73	-16,38%	219,61	-11,35%	206,82
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	8,99	9,11	1,34%	9,11	0,00%	9,11	0,00%	9,11
Tài sản dài hạn khác	8,78	6,15	-29,96%	2,62	-57,39%	4,95	88,99%	4,73
TỔNG TÀI SẢN	2208,12	1861,91	-15,68%	2228,88	19,71%	2758,12	23,74%	2.383,99
NỢ PHẢI TRẢ	1658,10	1141,78	-31,14%	1353,54	18,55%	1556,74	15,01%	1.039,02
Nợ ngắn hạn	1593,47	1052,37	-33,96%	1252,62	19,03%	1532,02	22,31%	1.039,02
Nợ dài hạn	64,63	89,42	38,35%	100,91	12,86%	24,72	-75,50%	0,00
VỐN CHỦ SỞ HỮU	550,02	720,12	30,93%	875,34	21,55%	1201,38	37,25%	1.344,96
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2208,12	1861,91	-15,68%	2228,88	19,71%	2758,12	23,74%	2.383,99

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	+/- % 2010	2012	+/- % 2011	Q1.2013
Doanh thu thuần	3608,50	4056,16	12,41%	4494,85	10,82%	1872,73
Giá vốn hàng bán	-2884,44	-3257,31	12,93%	-3495,01	7,30%	-1539,06
Lãi gộp	724,06	798,86	10,33%	999,84	25,16%	333,66
Thu nhập tài chính	11,36	17,53	54,26%	11,92	-31,98%	1,68
Chi phí tài chính	-99,53	-98,81	-0,72%	-71,49	-27,65%	-17,96
Trong đó: Chi phí tiền lãi vay	89,99	90,21	0,24%	65,06	-27,88%	17,03
Chi phí bán hàng	-178,23	-219,90	23,38%	-290,07	31,91%	-89,31
Chi phí quản lý DN	-82,65	-110,02	33,10%	-140,52	27,73%	-32,26
Lãi/(Lỗ từ hoạt động kinh doanh)	375,00	387,65	3,37%	509,68	31,48%	195,81
Thu nhập/(Chi phí khác)	8,63	11,32	31,21%	15,00	32,52%	2,45
Lãi/(Lỗ ròng trước thuế)	383,63	398,97	4,00%	524,69	31,51%	198,26
Thuế TNDN - Hiện thời	-95,91	-99,32	3,56%	-130,60	31,49%	-49,56
Lãi/(Lỗ ròng sau thuế)	287,72	299,65	4,15%	394,09	31,52%	148,69
Lãi/(Lỗ thuần của cổ đông công ty mẹ)	287,72	299,65	4,15%	394,09	31,52%	148,69
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	6.654	6.519	-2,03%	6.782	4,03%	2293

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2010	2011	2012
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tổng tài sản	-15,68%	19,71%	23,74%
Vốn chủ sở hữu	30,93%	21,55%	37,25%
Doanh thu	7,23%	12,41%	10,82%
LNTT	300,19%	4,00%	31,51%
LNST	301,25%	4,15%	31,52%
Khả năng sinh lời			
Tỷ suất LN gộp	28,52%	10,33%	25,16%
Tỷ suất LN ròng	7,97%	7,39%	8,77%
ROA	15,45%	13,44%	14,29%
ROE	39,95%	34,23%	32,80%
Cơ cấu vốn và tài sản			
Nợ/Tổng tài sản (lần)	0,61	0,61	0,56
Nợ/Vốn chủ sở hữu (lần)	1,59	1,55	1,30
Vay dài hạn/Tổng tài sản (lần)	0,05	0,05	0,01
Vay dài hạn/Vốn chủ sở hữu (lần)	0,12	0,12	0,02
Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản (lần)	0,31	0,29	0,30
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu (lần)	0,81	0,74	0,70
Khả năng thanh toán			
TS thanh toán hiện thời	1,47	1,57	1,65
TS thanh toán nhanh	0,70	0,55	0,35
TS thanh toán tiền mặt	0,32	0,23	0,16
Hiệu quả hoạt động			
Số ngày các khoản phải thu	25,08	33,41	25,78
Số ngày hàng tồn kho	130,32	117,58	170,54
Vòng quay TTS	1,77	1,98	1,80

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty Chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty Chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích thực trạng và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024
Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vcbs.com.vn>