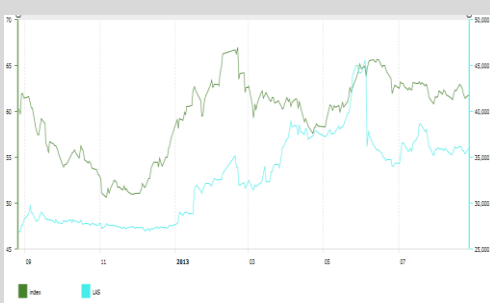


**MCK: LAS (HNX)****BÁO CÁO LẦN ĐẦU****CTCP SUPE PHỐT PHÁT VÀ HÓA CHẤT LÂM THAO****NĂM GIỮ****ĐỊNH GIÁ****39.800****Chuyên viên: Phạm Như Ngọc****Email: ngoc.pn@vpsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 317****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (26/08/2013)	36.000
Giá cao nhất (52 tuần)	38.700
Giá thấp nhất (52 tuần)	20.700
Số CP đang lưu hành	77.832.000
KLGD/BQ/phiên (30phiên gần nhất)	62.067
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.802
Trailing P/E 2012(x)	5,97
Forward P/E 2013(x)	7,03
P/BV (BV 31/06/2013) (x)	2,27

**Đồ thị giá 52 tuần của LAS**

Nguồn: HNX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đơn vị: tỷ đồng	2011A	2012A	6T2013	2013(F)
DT	4.056,2	4.494,9	3.133,9	4.918,8
LNTT	399,0	524,7	358,7	531,4
LNST	299,7	394,1	269,0	398,5
VĐL	540,5	648,6	778,3	778,3
VCSH	875,2	1.201,1	1.231,8	1.348,0
TTS	2.228,9	2.758,1	2.508,5	2.718,5
ROE	32,9%	32,4%	-	29,3%
ROA	13,4%	14,3%	-	14,7%
EPS (VNĐ)	6.896	6.782	-	5.120
GTSS (VNĐ)	16.192	18.518	15.827	17.319
TL cổ tức	20%	30%	-	20%

Nguồn: LAS, Rong Viet Securities ước tính

**HÓA CHẤT**

Trên cơ sở những dự phóng và ước tính thận trọng, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của LAS vào khoảng 39.800 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa 3.098 tỷ đồng), cao hơn gần 11% so với giá tham chiếu ngày 26/08/2013. Chúng tôi đánh giá cao sự ổn định trong hoạt động kinh doanh của LAS ở những năm qua. Năm 2013, kết quả doanh thu, lợi nhuận dự kiến vẫn sẽ duy trì tương đương với năm 2012 (một năm có lợi nhuận khá đột biến nhờ thuận lợi về giá đầu ra). Tuy nhiên, do tính mùa vụ của hoạt động kinh doanh, lợi nhuận trong hai quý cuối năm dự kiến sẽ thấp hơn nhiều so với hai quý đầu năm. Chính vì vậy, chúng tôi nhận thấy chưa có động lực tăng giá thực sự cho cổ phiếu trong 6 tháng còn lại và chỉ đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với LAS.

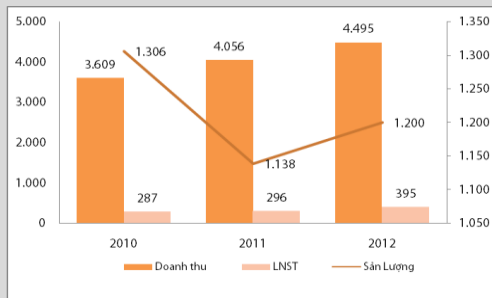
**Lợi nhuận ròng tăng trưởng nhẹ trong nửa đầu năm nay.** Với vị thế là doanh nghiệp dẫn đầu ngành trong lĩnh vực phân lân và phân NPK, kết quả kinh doanh của LAS luôn ở mức khả quan trong nhiều năm qua. Kết thúc 6 tháng đầu năm, mặc dù có sự tăng lên khá mạnh ở các khoản chi phí hoạt động nhưng nhờ sự bù đắp của sản lượng tiêu thụ, lợi nhuận sau thuế của LAS tăng trưởng nhẹ, khoảng 3,2% so với cùng kỳ năm trước.

**Do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ, lợi nhuận trong nửa cuối năm dự kiến sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm.** Nhìn chung, hoạt động kinh doanh của LAS phụ thuộc lớn vào thời vụ nên doanh thu chỉ tập trung mạnh ở 2 quý đầu năm, các quý còn lại doanh thu sẽ chỉ ở mức thấp. Ngoài ra, chi phí bán hàng ở nửa cuối năm dự kiến sẽ tăng 10%, lợi nhuận ròng chính vì vậy cũng sẽ giảm mạnh đến 51% so với nửa đầu năm, chỉ đạt khoảng 130 tỷ đồng. Đây vốn là đặc điểm trong chu kỳ kinh doanh thông thường của doanh nghiệp, lợi nhuận năm nay ước đạt khoảng 399 tỷ đồng và hoàn thành 122% kế hoạch năm.

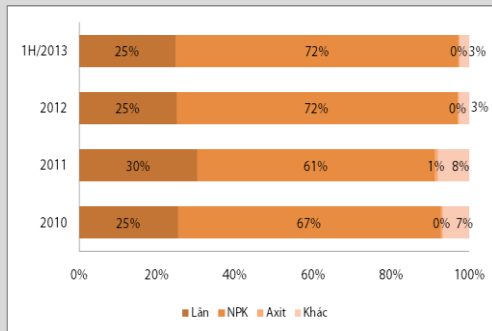
**Dây chuyền sản xuất NPK mới dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của LAS từ năm 2015.** Trong nhiều năm qua, các dây chuyền NPK hoạt động gần như vượt công suất thiết kế, do vậy, để giải quyết bài toán tăng trưởng, LAS đã có kế hoạch đầu tư thêm dây chuyền NPK từ rất sớm. Tuy nhiên, đến nay dây chuyền này đang được cân nhắc bởi thị trường tiêu thụ NPK đang bão hòa. Theo thông tin chúng tôi có được, Công ty dự kiến sẽ đưa dây chuyền này hoạt động vào năm sau. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định dây chuyền này sẽ đóng góp vào lợi nhuận của LAS từ năm 2015, với công suất hoạt động năm đầu khoảng 33% và tiếp tục tăng thêm 30% ở các năm sau.

**Rủi ro:** Tỷ suất lợi nhuận gộp của LAS phụ thuộc lớn vào sự biến động giá của các nguyên liệu sản xuất như Lưu huỳnh, đạm Amoni Sunfat, Kali... Bên cạnh đó, thị trường phân NPK ở miền Bắc có thể sẽ gặp nhiều áp lực cạnh tranh trong những năm tới trong khi cầu đang có xu hướng bão hòa, đây cũng là một điểm đáng cân nhắc cho nhà đầu tư.

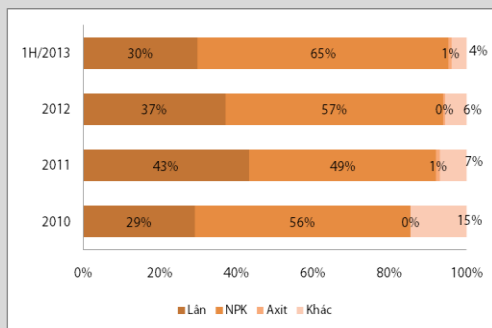
**Sản lượng, DT, LNST qua các năm của LAS**



**Cơ cấu doanh thu qua các năm:**

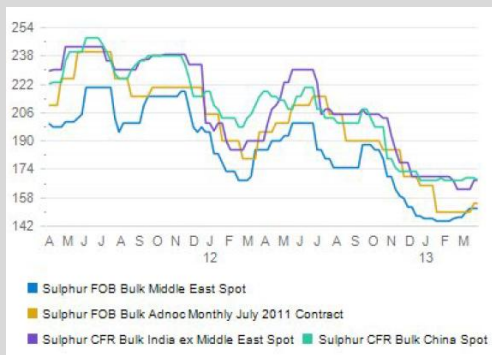


**Cơ cấu lợi nhuận gộp qua các năm:**



Nguồn: LAS và RongViet Securities tổng hợp

**Diễn biến giá lưu huỳnh thế giới**



Nguồn: CRU

**PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG**

Trong 6 tháng đầu năm 2013, kết quả kinh doanh của LAS ổn định, doanh thu tăng 9% đạt 3.134 tỷ đồng, lợi nhuận ròng đạt 269 tỷ đồng, tăng nhẹ 3,2% (thấp hơn rất nhiều so với mức tăng trưởng trong năm 2012 là 31,5%). Nguyên nhân do trong năm nay, LAS không còn được hưởng lợi như năm trước (giá nguyên vật liệu giảm mạnh trong khi giá bán lại được điều chỉnh tăng). Dù vậy, trong nửa đầu năm nay, LAS vẫn hoàn thành 82% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của cả năm.

**Doanh thu và lãi gộp**

Đóng góp lớn nhất và đang có chiều hướng tăng dần tỷ trọng vào doanh thu và lợi nhuận gộp của LAS qua các năm là phân NPK. Ở cơ cấu doanh thu, tỷ trọng phân NPK đã tăng từ 61% trong năm 2011 lên 72% nửa đầu năm nay. Còn ở cơ cấu lợi nhuận gộp, tỷ trọng này tăng đáng kể từ mức 49% trong năm 2011 lên mức 65% trong nửa đầu 2013. Kế đến, đóng góp ở vị trí thứ hai là phân Lân, trong giai đoạn 2011-1H/2013, mảng này đóng góp 30%-25% trong cơ cấu doanh thu và 43%-30% trong cơ cấu lợi nhuận gộp. Ở vị trí cuối cùng và chiếm tỷ trọng thấp nhất là mảng axit và sản phẩm khác.

Yếu tố mùa vụ chi phối chính trong hoạt động của LAS nên kết quả kinh doanh giữa các quý sẽ có sự chênh lệch rất lớn. Ở quý I luôn chịu sự tác động lớn của vụ Đông-Xuân, doanh thu và lợi nhuận ở quý này luôn đạt mức cao nhất. Đến quý II, mặc dù chưa phải là thời điểm chính của vụ Hè Thu, nhưng vụ này diễn ra trong thời gian ngắn và các khách hàng của LAS thường ở xa nên việc bán hàng được đẩy nhanh trong quý II. Do vậy, ở các quý sau (quý III và quý IV) hoạt động kinh doanh sẽ không có yếu tố tạo nên sự đột biến.

**Phân Lân**

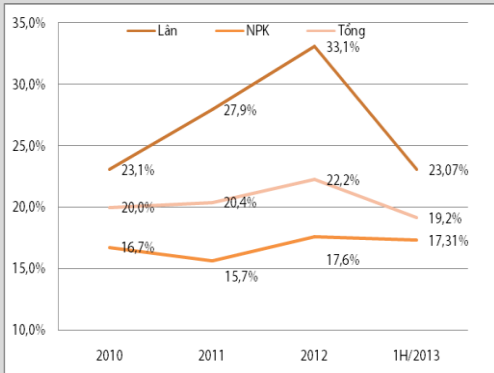
Tổng công suất sản xuất phân Lân gần 1,1 triệu tấn/năm trong đó dây chuyền Supe lân là 750 nghìn tấn/năm. Lân là nguyên liệu chính cho quá trình sản xuất phân NPK, nên phần còn lại sau sản xuất sẽ được bán ra ngoài. Sản lượng tiêu thụ Lân trong các năm khá ổn định, dao động quanh 500-510 nghìn tấn/năm. Trong năm 2012, doanh thu kinh doanh của Lân giảm 8,5% nhưng lợi nhuận gộp của mảng này vẫn tăng trưởng 8,4% nhờ giá lưu huỳnh giảm mạnh trong nửa cuối năm 2012.

Trong 6 tháng đầu năm 2013, mặc dù giá lưu huỳnh tiếp tục giảm nhưng do giá quặng Apatit (chiếm tỷ trọng lớn trong quá trình sản xuất Lân) được điều chỉnh tăng 10% ngay từ đầu năm đã khiến chi phí sản xuất phân Lân tăng mạnh, khoảng 38% trên giá vốn đơn vị sản phẩm. Tuy nhiên, giá bán chỉ được điều chỉnh tăng 20% nên tỷ suất lãi gộp của phân Lân giảm khá mạnh, chỉ còn 23,1%. Mặc khác, sản lượng Lân được tiêu thụ tốt, đạt 285 nghìn tấn, tăng 15% so với cùng kỳ, đã bù đắp cho sự sụt giảm trong biên lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 597 tỷ và 179 tỷ đồng.

Sản lượng Lân trong nửa cuối năm dự kiến sẽ đạt khoảng 215 nghìn tấn, giảm 25% so với nửa đầu năm. Doanh thu và lợi nhuận gộp trong ước tính vào khoảng 585 và 140 tỷ đồng, tương ứng giảm 24% và 22% so với nửa đầu năm. Nếu giá lưu huỳnh hồi phục lại sau thời gian đã giảm khá sâu (biểu đồ), lợi nhuận kinh doanh phân lân dự kiến chịu ảnh hưởng tiêu cực.

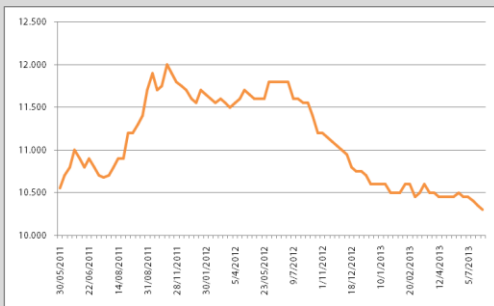
Ở các năm sau, nhu cầu phân Lân cho sản xuất NPK sẽ tăng lên khi dây chuyền NPK mới đi vào hoạt động (sẽ nói rõ mảng NPK). Tuy nhiên, phần tăng thêm để

**Tỷ suất lãi gộp của lân, NPK và LAS**



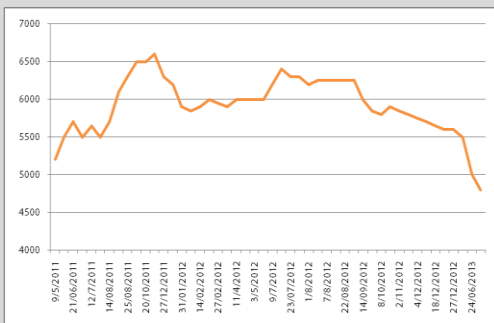
Nguồn: LAS và RongViet Securities tổng hợp

**Diễn biến giá Kali C.I.S**



Nguồn: Vinacam

**Diễn biến giá SA Nhật trắng**



Nguồn: Vinacam

đáp ứng cho sản xuất sẽ không ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của phân Lân bởi dây chuyền lân nung chảy vẫn còn dư công suất gần 255 nghìn tấn so sản lượng tiêu thụ hiện nay là 45 nghìn tấn. Do vậy, sản lượng tiêu thụ lân vẫn kỳ vọng giữ được mức tương đương năm nay là 530 nghìn/tấn. Giá bán được điều chỉnh tăng theo biến động của giá vốn bởi chúng tôi cho rằng giá quặng Apatit sẽ được điều chỉnh tăng dần do giới hạn về nguồn tài nguyên. Tốc độ tăng giá bán và giá vốn được giả định tăng bình quân mỗi năm là 6% và 5%.

**Phân NPK**

Bên cạnh sự tăng trưởng của Lân trong năm 2012, mảng phân NPK cũng ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt bậc của lợi nhuận gộp lên đến 48% so với năm 2011 nhờ sản lượng tăng và giá bán tăng mạnh hơn tốc độ tăng giá vốn. Biên lãi gộp trong năm 2012 tăng 2%, ở mức 17,6%.

Trong 6 tháng đầu năm 2013, mảng NPK vẫn kinh doanh khá tốt, sản lượng tiêu thụ đạt 495 nghìn tấn, tăng trưởng 6% so với cùng kỳ. Mặc dù chi phí sản xuất phân lân tăng lên nhưng giá vốn của phân NPK lại không tăng theo bởi giá một số nguyên liệu đầu vào khác như Đạm Amoni, Kali giảm mạnh đã bù đắp được phần tăng của phân Lân, biên lãi gộp vẫn duy trì tương đương với mức năm 2012 là 17,3%. Kết thúc 6 tháng, doanh thu và lợi nhuận gộp của NPK lần lượt đạt 2.270 tỷ và 393 tỷ đồng.

Trong 6 tháng còn lại, sản lượng tiêu thụ NPK dự kiến chỉ đạt 240 nghìn, giảm 51% so với nửa đầu năm (do tính vụ mùa). Với giả định giá Kali và đạm Amoni không biến động mạnh, doanh thu và lãi gộp ước tính đạt khoảng 888 tỷ và 240 tỷ đồng tương ứng giảm 53% và 39% so với nửa đầu năm.

Trong thời gian tới, LAS có kế hoạch tái khởi động dự án đầu tư thêm dây chuyền NPK công suất 150 nghìn tấn, nâng tổng năng lực sản xuất NPK lên 850 nghìn tấn/năm vào năm 2014. Chúng tôi giả định dây chuyền này sẽ tham gia đóng góp vào lợi nhuận của LAS kể từ năm 2015 với công suất năm đầu 33% (tương đương 50 nghìn tấn) và tiếp tục tăng thêm mỗi năm khoảng 30%. Tương tự phân Lân, giá bán và giá vốn được giả định tăng bình quân 2,5%/năm và 3%/năm.

**Axit và sản phẩm khác**

Do là phụ phẩm được tạo ra từ quá trình sản xuất Lân và NPK nên Axit và sản phẩm khác đóng góp thấp trong lợi nhuận của LAS và duy trì một khoảng tương đối ổn định, bình quân mỗi năm khoảng 63 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Chúng tôi giả định trong năm nay các phụ phẩm này vẫn đóng góp lợi nhuận ở mức tương đương với mức bình quân 63 tỷ đồng và tăng 2% cho các năm sau nhờ vào dây chuyền NPK mới đi vào động.

Tóm lại, do bước vào mùa thấp điểm nên kết quả kinh doanh trong nửa cuối năm nay của LAS sẽ ở mức thấp, tổng doanh thu và lợi nhuận gộp trong 6 tháng còn lại ước đạt 1.785 tỷ và 415 tỷ đồng, tương ứng cả năm ở mức 4.919 tỷ và 1.015 tỷ đồng.

**Bảng dự phóng kết quả kinh doanh các mảng hoạt động của LAS**

Đvt: Tỷ đồng	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>SP LÂN</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>1.363</b>	<b>1.445</b>	<b>1.563</b>	<b>1.656</b>	<b>1.756</b>
Sản lượng (nghìn tấn)	500	500	510	510	510
<b>Giá vốn</b>	<b>1.044</b>	<b>1.097</b>	<b>1.175</b>	<b>1.233</b>	<b>1.295</b>
<b>Lãi gộp</b>	<b>319</b>	<b>349</b>	<b>388</b>	<b>423</b>	<b>461</b>

Tỷ suất lãi gộp	23,4%	24,1%	24,8%	25,5%	26,2%
<b>NPK</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>3.398</b>	<b>3.489</b>	<b>3.818</b>	<b>4.162</b>	<b>4.520</b>
Sản lượng (nghìn tấn)	735	740	790	840	890
Giá bán (đồng/kg)	4.625	4.717	4.835	4.956	5.080
<b>Giá vốn</b>	<b>2.765</b>	<b>2.867</b>	<b>3.153</b>	<b>3.453</b>	<b>3.769</b>
Giá vốn đv (đồng/kg)	3.764	3.877	3.993	4.113	4.236
<b>Lãi gộp</b>	<b>633</b>	<b>622</b>	<b>665</b>	<b>708</b>	<b>751</b>
Tỷ suất lãi gộp	18,6%	17,8%	17,4%	17,0%	16,6%
<b>Axit và SP khác</b>					
Doanh thu	158	157	164	171	179
Lãi gộp	64	64	65	66	67
<b>Tổng DT</b>	<b>4.919</b>	<b>5.092</b>	<b>5.545</b>	<b>5.989</b>	<b>6.454</b>
<b>Tổng LNG</b>	<b>1.015</b>	<b>1.034</b>	<b>1.118</b>	<b>1.197</b>	<b>1.279</b>
<b>Tổng LNST</b>	<b>399</b>	<b>412</b>	<b>446</b>	<b>482</b>	<b>514</b>

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

### Các chỉ số chi phí trên doanh thu

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	1H2013
LNTC	-88,1	-81,2	-59,6	-27,9
CPBH/DTT	7,06%	4,94%	5,42%	4,56%
CPQL/DTT	3,01%	2,29%	2,71%	2,44%

Nguồn: LAS và Rong Viet Securities tổng hợp

### Lợi nhuận từ hoạt động tài chính

Trong những năm qua, doanh thu tài chính (DTTC) không đủ bù đắp cho chi phí tài chính (CPTC) nên lợi nhuận tài chính của LAS luôn ở mức âm. Năm nay, CPTC của LAS dự kiến sẽ giảm 19%, chỉ còn 56 tỷ đồng nhờ lãi suất và dư nợ vay ngắn hạn đều giảm. DTTC dự báo vẫn sẽ duy trì được mức của năm trước, đạt 11 tỷ đồng do số tư tiền mặt tăng lên đủ bù đắp cho lãi suất giảm. Như vậy, lợi nhuận từ hoạt động tài chính năm nay tiếp tục âm, ước tính vào khoảng 45 tỷ đồng.

### Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

Do mục tiêu mở rộng khách hàng ở xa nên việc cung ứng, lưu thông hàng hóa, lưu kho sẽ tốn nhiều chi phí bán hàng của công ty. Bên cạnh đó, quỹ lương của cũng được điều chỉnh tăng theo từng năm nên chi phí bán hàng (CPBH) và quản lý doanh nghiệp (CPQLDN) của LAS tăng khá mạnh trong năm qua, tương ứng 37% và 21%. Trong khi đó, DT chỉ tăng trưởng nhẹ 9%, đã khiến tỷ lệ CPBH/DTT và CPQLDN/DTT trong năm 2012 đều tăng so với năm 2011 (bảng bên).

Trong nửa đầu năm nay, 2 khoản chi phí này tiếp tục tăng so với cùng kỳ, tương ứng tăng 12,5% cho CPBH và 20,1% đối với CPQLDN, chủ yếu do công ty đẩy mạnh bán hàng cho vụ Hè Thu và thưởng cho nhân viên trong quý II. Ở nửa cuối năm, CPBH dự kiến sẽ tiếp tục tăng 10% so với nửa đầu năm, bởi việc thanh toán các hợp đồng vận chuyển mang tính chất chu kỳ vào cuối năm. CPQLDN dự kiến sẽ vẫn tương đương như nửa đầu năm, ước tính 2 khoản chi phí này lần lượt là 157 tỷ đồng và 72 tỷ đồng, tương ứng với cả năm là 302 tỷ (+4,1% so với năm trước) và 149 tỷ đồng (+5,7% so với 2011)

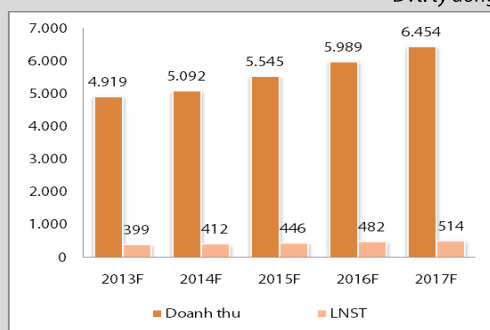
Ở các năm sau, dây chuyền mới đi vào hoạt động, chiến lược mở rộng khách hàng dự kiến sẽ đẩy mạnh, vì vậy chi phí bán hàng và quản lý tiếp tục tăng cùng với sự tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ 2 khoản chi phí này trên doanh thu được giả định sẽ ổn định, dao động từ 6,1%-6,4% đối với CPBH và 3% đối với CPQLDN.

### Lợi nhuận ròng

Nhìn chung, dưới tác động của tổng doanh thu và LNG dự kiến sẽ rơi xuống mức thấp trong nửa cuối năm. Đồng thời CPBH và CPQLDN cũng tăng lên nên lợi nhuận ròng trong nửa cuối sẽ giảm khoảng 51% so với nửa đầu năm, chỉ đạt 130 tỷ đồng. Tổng lợi nhuận ròng năm nay ước tính vẫn tương đương với năm trước khoảng 399 tỷ đồng.

### Dự phóng doanh thu và lợi nhuận:

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: Rong Viet Securities ước tính



**Cấu trúc tài chính của LAS**

Cấu trúc tài sản	2010	2011	2012	1H2013
Tiền/TTS	17,81%	12,80%	8,71%	16,50%
Phải thu/TTS	19,97%	16,63%	9,58%	24,63%
HTK/TTS	43,83%	57,54%	71,92%	49,94%
TSNH/TTS	83,27%	88,36%	91,53%	91,55%
TSDH/TTS	16,73%	11,64%	8,47%	8,45%
<b>Cấu trúc vốn</b>				
Nợ NH/TTS	72,16%	53,86%	54,58%	50,89%
Tổng nợ/TTS	75,09%	58,67%	59,11%	50,89%
Vay NH/TTS	31,20%	29,08%	30,44%	23,13%
Vay DH/TTS	4,67%	4,30%	0,90%	0,00%

*Nguồn: LAS và Rong Viet Securities tổng hợp*

**Cấu trúc tài chính**

Do tài sản cố định của LAS có quá trình hình thành từ rất lâu nên giá trị còn lại không nhiều, chính vì vậy tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng thấp và có xu hướng giảm dần trong cơ cấu tài sản của LAS. Tính tới thời điểm nửa đầu năm nay, giá trị còn lại của tài sản cố định hữu hình là 164 tỷ đồng, chiếm chưa đến 7% trong tổng tài sản của Công ty. Dự kiến đến cuối năm 2015, tài sản cố định của LAS sẽ hết khấu hao, giúp công ty giảm bớt 82 tỷ đồng chi phí khấu hao mỗi năm. Tuy nhiên, nếu dây chuyền NPK đi vào hoạt động, chi phí khấu hao mới của LAS dự kiến khoảng 10 tỷ/năm (tổng vốn đầu tư của dây chuyền NPK là 100 tỷ đồng).

Phần lớn tài sản hiện nay của LAS được phân bổ cho hàng tồn kho và các khoản phải thu. Giá trị hàng tồn kho tại thời điểm cuối T6/2013 là 1.253 tỷ đồng, giảm mạnh gần 726 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm và chỉ chiếm 50% trong tổng tài sản. Do phụ thuộc vào chu kỳ kinh doanh nên số dư hàng tồn kho có xu hướng tăng mạnh vào quý IV (nhằm để đáp ứng cho vụ Đông Xuân kế tiếp), dự kiến số dư khoản mục này sẽ ở mức 1.774 tỷ đồng vào thời điểm cuối năm nay. Nguồn vốn tài trợ chủ yếu cho hàng tồn kho là vay ngắn hạn, tỷ trọng khoản mục này trên tổng tài sản thường dao động quanh 30% vào cuối mỗi năm. Thêm vào đó, số dư vay ngắn hạn luôn biến động cùng chiều với số dư hàng tồn kho. Tại thời điểm 30/06/2013, vay ngắn hạn của LAS là 580 tỷ đồng (giảm 259 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm), dự kiến sẽ tăng lên trở lại, đạt khoảng 644 tỷ đồng vào cuối 12/2013.

Ngược với biến động hàng tồn kho, khoản phải thu thường tăng mạnh vào hai quý cao điểm của mùa vụ, sau đó giảm thấp dần về cuối năm. Cụ thể, số dư khoản mục này cuối quý II/2013 là 618 tỷ đồng, tăng mạnh 353 tỷ đồng so với thời điểm cuối năm trước. Dự kiến tại thời điểm kết thúc năm nay, khoản phải thu sẽ ở mức 396 tỷ đồng, tương đương chiếm 14,5% trong tổng tài sản của LAS.

Ở những năm sau, cơ cấu tài sản của LAS có thể sẽ có thay đổi lớn nếu như dây chuyền sản xuất Axit và đạm Sunfat Amoni (tổng giá trị của dự án này lên tới 1.500 tỷ đồng) được đầu tư xong. Tuy nhiên, do phụ thuộc vào thời gian phê duyệt của Tổng công ty Hóa chất nên chúng tôi tạm thời không tính đến dự án Axit và đạm SA trong báo cáo này.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF và FCFE) và phương pháp so sánh (P/E) để định giá cổ phiếu LAS. Ở phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn và tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2017 được dự báo là 15,3% và 5,7%. Đối với phương pháp FCFE, sau năm 2017, chi phí vốn cổ phần là 15,8% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 6,9%. Riêng phương pháp P/E, chúng tôi tham khảo mức P/E bình quân của ngành hóa chất là 6,4 lần để định giá cổ phiếu LAS. Trên cơ sở những ước tính này và dự phóng kết quả kinh doanh của LAS, giá trị của mỗi cổ phiếu theo 02 phương pháp này vào khoảng 39.800 đồng.

**P/E của một số DN ngành hóa chất**

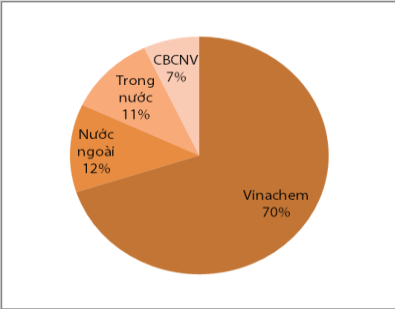
Mã CK	Vốn hóa	P/E
DPM	15.501	5,8
VFG	660	7,1
HAI	369	8,9
DRC	3.273	8,0
CSM	2.077	6,5
<b>Bình quân</b>		<b>6,4</b>

*Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp*

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	40.916	40%	16.366
FCFE	42.245	40%	16.898
P/E	32.684	20%	6.537
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>39.801</b>

*Nguồn: Rong Viet Securities ước tính*

**Cơ cấu cổ đông của LAS (08/03/2013)**



**Năng lực sản xuất của LAS**

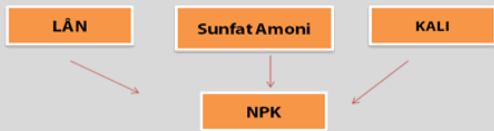
Danh mục	Số DC	Năm	Công Suất
Axit	3	1984-2006	200.000
Supe Lân	2	1962-1984	750.000
Lân NC	1	2010	300.000
NPK	4	2000-2004	700.000

Nguồn: LAS

**Sơ đồ sản xuất phân Lân**



**Sơ đồ sản xuất phân NPK**



Nguồn: LAS

**Một số công ty sản xuất phân Lân và NPK**

Phân Lân	CS: tấn/năm	Vị trí
LAS	Supe Lân: 750.000 Lân NC: 300.000	Miền Bắc
Ninh Bình	Lân NC: 300.000	Miền Bắc
Vân Điện	Lân NC: 300.000	Miền Bắc
Vật tư nông sản	Supe Lân: 200.000	Miền Bắc
Supe Long Thành	Supe Lân: 200.000	Miền Bắc
Miền Nam	Supe Lân: 200.000	Miền Nam
Phân NPK	CS: tấn/năm	Vị trí
LAS	700.000	Miền Bắc
Bình Điện	650.000	Miền Nam
Miền Nam	350.000	Miền Nam
Việt Nhật	350.000	Miền Nam
Hóa Chất Cần Thơ	300.000	Miền Nam
Ninh Bình	150.000	Miền Bắc
Vân Điện	150.000	Miền Bắc

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

**TỔNG QUAN CÔNG TY**

Tiền thân là nhà máy Supe phốt phát Lâm Thao, được khởi công xây dựng vào năm 1959 và đi vào sản xuất năm 1962. Đến năm 2010, công ty chuyển sang hình thức hoạt động theo mô hình cổ phần với vốn điều lệ ban đầu là 540 tỷ đồng, đến nay vốn điều lệ của công ty đã lên tới 778 tỷ đồng. Hoạt động chính chủ yếu là sản xuất và kinh doanh phân bón như Lân, NPK, Axit,...Cổ đông lớn nhất là Vinachem có tỷ lệ sở hữu là 69,8%, kể đến là một số cổ đông nước ngoài nắm giữ 12% vốn điều lệ.

**Sản phẩm chính và năng lực sản xuất**

Sản phẩm chủ lực của Công ty là Lân (bao gồm Supe Lân và Lân nung chảy) và NPK. Ngoài ra, LAS còn kinh doanh Axit Sunfuric và một số sản phẩm được tạo ra từ quá trình sản xuất Lân và NPK. Đối với sản phẩm Lân, Supe Lân đóng góp chính trong tổng sản lượng tiêu thụ Lân (hơn 90%), còn lại là Lân nung chảy. Tổng công suất sản xuất phân Lân là 1,05 triệu tấn, trong đó công suất của Supe Lân là 750 nghìn tấn/năm. Đối với sản phẩm NPK, sản lượng tiêu thụ hàng năm luôn sát hoặc có năm vượt công suất thiết kế (700 nghìn tấn/năm). Đây cũng là sản phẩm đóng góp chính cho doanh thu và lợi nhuận của LAS trong nhiều năm qua.

**Nguyên vật liệu**

Nguyên liệu chính cho quá trình sản xuất phân Lân là quặng Apatit và lưu huỳnh (dùng để sản xuất Axit Sunfuric). Trong đó, quặng Apatit được cung cấp bởi Tổng công ty Hóa chất Việt Nam. Do là đơn vị thành viên của Vinachem nên giá quặng của công ty khá ổn định trong thời gian 1-2 năm, sau đó sẽ có điều chỉnh tăng từ 5-10% tùy vào chính sách của Tổng công ty. Riêng về lưu huỳnh, do trong nước không sản xuất được loại nguyên liệu này nên LAS gần như phải nhập khẩu 100%.

Đối với sản phẩm NPK, nguyên liệu chính để sản xuất NPK gồm phân Lân, đạm Sunfat Amoni, Kali,...Trong đó Lân được công ty tự chủ sản xuất và đáp ứng đủ cho nhu cầu sản xuất NPK. Còn đạm Sunfat Amoni và Kali được công ty mua từ bên ngoài thông qua các doanh nghiệp nhập khẩu. Ngoài ra, còn một số than và dầu FO... là nhiên liệu đốt lò, đây là nguồn nguyên liệu có sẵn trong nước.

**Vị thế của công ty**

Đối với sản phẩm phân Lân, thị phần của LAS chiếm khoảng 20% so với tổng tiêu thụ Lân của cả nước là 1,8 triệu tấn ( số liệu năm 2012). Tuy nhiên, nếu xét về quy mô, LAS lại dẫn đầu công suất sản xuất, lớn hơn gấp nhiều lần so với đối thủ (bản thống kê).

Tương tự, đối với sản phẩm NPK, thị phần của Công ty cũng chiếm khoảng 20% trên tổng tiêu thụ của cả nước là 3,5 triệu tấn (năm 2012). Nếu tính tới thời điểm hiện tại, LAS vẫn đang dẫn đầu về quy mô sản xuất NPK, cao hơn 50 nghìn tấn so với vị trí thứ 2 là Công ty phân bón Bình Điện (công suất 650 nghìn tấn/năm). Tuy nhiên, kể từ năm 2014-2015, Bình Điện sẽ dẫn đầu về công suất khi đưa nhà máy NPK 400 nghìn tấn/năm vào hoạt động, nâng tổng công suất sản xuất NPK lên gần 1,1 triệu tấn. Nhà máy mới này hoạt động ở khu vực miền Bắc (Ninh Bình) dự kiến sẽ tạo áp lực cạnh tranh cho LAS, tuy vậy kỳ vọng áp lực này sẽ không ảnh hưởng mạnh bởi sản phẩm NPK của Bình Điện thuộc phân khúc khác với LAS (giá phân NPK của Bình Điện vào khoảng 11.000 đồng/kg, còn phân NPK của LAS vào khoảng 5.000 đồng/kg)

Nếu xét về vị trí địa lý, thị trường tiêu thụ chính của LAS là các tỉnh miền Bắc (từ Hà Tĩnh trở ra) với thị phần nắm giữ từ 50% đến 60%. Các tỉnh từ Quảng Bình trở vào chủ yếu tiêu thụ Supe lân, sản phẩm Công ty chiếm 10%-20% tổng lượng tiêu thụ của khu vực này (nguồn: BCB LAS)

### Tiềm năng tăng trưởng

Theo Bộ Nông Nghiệp và Nông Thôn, nhu cầu tiêu thụ phân Lân và NPK trong năm nay khoảng 1,83 triệu và 3,8 triệu tấn. Tổng nguồn cung được tính toán tương ứng cho Lân và NPK lần lượt là 1,83 triệu và 3,7 triệu tấn. Như vậy, về cơ bản nguồn cung trong nước gần như đã đáp ứng được nhu cầu. Trong thời gian tới, khi Bình Điền và LAS đưa các dây chuyền mới vào hoạt động có thể dẫn đến tình trạng thừa cung cho mảng phân NPK trong khi cầu gần như bão hòa. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của ngành phân bón nói chung và LAS nói riêng. Tuy vậy, với lợi thế về nguồn nguyên liệu (tự chủ được phân Lân, LAS vẫn có thể giữ được khả năng cạnh tranh. Nếu các dây chuyền mới đi vào hoạt động như NPK và đạm Sunfat Amoni sẽ tạo bước tăng trưởng cho công ty.

### Các dự án của LAS

*Dây chuyền phân NPK.* LAS có kế hoạch đầu tư thêm dây chuyền NPK công suất 150 nghìn tấn/năm với tổng vốn đầu tư là 100 tỷ đồng từ năm trước. Tuy nhiên, dự án này vẫn đang trong quá trình xem xét diễn biến của thị trường phân NPK để cân nhắc thời điểm đầu tư. Theo kế hoạch, dự kiến năm sau dự án sẽ khởi động và đi vào hoạt động cuối năm.

*Dây chuyền Axit và phân SA.* Cũng trong kế hoạch của những năm trước, LAS dự kiến sẽ xây dựng nhà máy 400 nghìn tấn Axit và 100 nghìn tấn phân SA với tổng vốn đầu tư là 1.500 tỷ đồng (vốn vay 70%). Hiện, dự án này đang được trình Tổng công ty phê duyệt sửa đổi giảm công suất dây chuyền Axit xuống còn 300 nghìn tấn. Nếu như nhà máy này đi vào hoạt động sẽ thay thế các dây chuyền sản xuất Axit cũ hiện nay, khắc phục ô nhiễm môi trường (các dây chuyền hiện tại đang chạy bằng dầu FO). Bên cạnh đó, LAS sẽ giảm lượng phân Sunfat Amoni nhập từ bên ngoài, giúp giá thành của phân NPK giảm xuống, tăng khả năng cạnh tranh cho phân NPK. Tuy vậy, do vốn đầu tư lớn và phụ thuộc vào phê duyệt của Vinachem nên thời gian dự án hoàn thành có thể còn xa (LAS dự kiến đến cuối năm 2016 dự án này mới đi vào hoạt động).

### Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu ngành hóa chất

Mã CK	Market Cap 26/08/13 (tỷ VND)	DT 2012 (tỷ VND)	LNST 2012 (tỷ VND)	EPS 2012 (VND/cp)	BV 2012 (VND/cp)	P/E Trailing (x)	P/BV 30/06/13 (x)	1H2013 Doanh thu (tỷ VND)	%KH	LNST (tỷ VND)	% KH
VFG	660	1.507,6(*)	86,6	6.773	40.721	7,06	1,17	1.323,6(**)	75%	71,3	95%
DRC	3.273	2.784,9	312,1	5.289	16.892	7,98	2,74	1.378,7	46%	188,8	60%
CSM	2.077	3.043,8	253,9	5.241	16.521	6,54	1,86	1.527,5	47%	168,5	61%
HAI	369	834(*)	40,7	2.340	23.170	8,89	1,02	579,1(**)	69%	26,4	53%
DPM	15.501	13.321	3.016	7.990	23.731	5,76	1,60	6.337	59%	1.630	85%

(\*) Kỳ kế toán từ 01/10/2011-30/09/2012

(\*\*) Kết quả 9T niên độ 2012-2013

Nguồn: Vietstock, Rong Viet Securities tổng hợp

**PHỤ LỤC**

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2010A	2011A	2012A	2013 F
Doanh thu thuần	3.608,5	4.056,2	4.494,9	4.918,8
Giá vốn	2.884,4	3.257,3	3.495,0	3.903,6
<b>Lãi gộp</b>	<b>724,1</b>	<b>798,9</b>	<b>999,8</b>	<b>1.015,2</b>
Chi phí bán hàng	178,2	219,9	290,1	300,0
Chi phí quản lý	82,7	110,0	140,5	148,5
<b>Lợi nhuận từ HKKD</b>	<b>463,2</b>	<b>468,9</b>	<b>569,3</b>	<b>566,6</b>
Lợi nhuận từ HĐTC	(88,2)	(81,3)	(59,6)	(45,1)
Lợi nhuận khác	8,6	11,3	15,0	9,8
<b>EBIT</b>	<b>392,6</b>	<b>489,2</b>	<b>589,7</b>	<b>587,7</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>383,6</b>	<b>399,0</b>	<b>524,7</b>	<b>531,4</b>
Thuế TNDN	95,9	99,3	130,6	132,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>287,7</b>	<b>299,7</b>	<b>394,1</b>	<b>398,5</b>

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2010A	2011A	2012A	2013 F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	7,2%	12,4%	10,8%	9,4%
Lợi nhuận HKKD	106,1%	1,2%	21,4%	-0,5%
EBIT	82,2%	24,6%	20,6%	-0,3%
Lợi nhuận trước thuế	300,2%	4,0%	31,5%	1,3%
Lợi nhuận sau thuế	248,2%	4,1%	31,5%	1,1%
Tổng tài sản	-15,7%	19,7%	23,7%	-1,4%
Vốn chủ sở hữu	39,9%	18,4%	33,3%	11,9%
Tốc độ TT nội tại	29,0%	21,0%	16,4%	17,9%

**Khả năng sinh lợi**

LN gộp / Doanh thu	20,1%	19,7%	22,2%	20,6%
LN HKKD / Doanh thu	12,8%	11,6%	12,7%	11,5%
EBIT/ Doanh thu	10,9%	12,1%	13,1%	11,9%
LNTT/ Doanh thu	10,6%	9,8%	11,7%	10,8%
LNST/ Doanh thu	8,0%	7,4%	8,8%	8,1%
ROA	15,5%	13,4%	14,3%	14,7%
ROIC or RONA	33,5%	29,6%	31,8%	29,3%
ROE	37,4%	32,9%	32,4%	29,3%

**Hiệu quả hoạt động**

Vòng quay phải thu	9,7	10,9	17,0	12,5
Vòng quay HTK	3,5	2,5	1,8	2,2
Vòng quay phải trả	6,8	5,7	5,1	5,4
Vòng quay TSCĐ	14,8	20,0	29,8	42,4
Vòng quay Tổng tài sản	1,9	1,8	1,6	1,8

**Khả năng thanh toán**

Hiện hành	1,5	1,6	1,7	1,9
Nhanh	0,7	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	0,3	0,2	0,2	0,3

**Cấu trúc tài chính**

Tổng nợ/ Vốn CSH	141,9%	144,6%	127,0%	99,9%
Tổng nợ / Tổng tài sản	58,7%	59,1%	55,9%	50,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	75,5%	71,1%	69,1%	47,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	11,3%	10,5%	2,0%	0,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2010A	2011A	2012A	2013 F
Tiền	331,6	285,3	240,2	365,2
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-
Các khoản phải thu	371,8	370,7	264,3	393,5
Tồn kho	816,0	1.282,5	1.983,5	1.756,6
Tài sản ngắn hạn khác	31,0	30,9	36,5	40,0
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>1.550,4</b>	<b>1.969,4</b>	<b>2.524,4</b>	<b>2.555,3</b>
Tài sản cố định hữu hình	241,8	201,3	149,4	114,9
Nguyên giá	870,6	928,9	957,1	1.012,1
Khấu hao	(628,8)	(727,6)	(807,7)	(897,2)
Tài sản cố định vô hình	1,6	1,8	1,5	1,1
Nguyên giá	5,0	5,4	5,4	5,4
Khấu hao	(3,4)	(3,7)	(4,0)	(4,3)
Xây dựng cơ bản dở dang	52,9	44,7	68,8	33,0
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	9,1	9,1	9,1	9,1
Tài sản dài hạn khác	6,2	2,6	5,0	5,0
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>311,5</b>	<b>259,5</b>	<b>233,7</b>	<b>163,1</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.861,9</b>	<b>2.228,9</b>	<b>2.758,1</b>	<b>2.718,5</b>

<b>Các khoản phải trả NH</b>	<b>1.002,9</b>	<b>1.216,6</b>	<b>1.518,4</b>	<b>1.358,6</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	268,8	409,4	454,0	487,9
Khoản phải trả NH khác	153,2	159,0	225,0	231,2
Vay và nợ ngắn hạn	580,9	648,2	839,4	639,4
<b>Các khoản phải trong DH</b>	<b>89,4</b>	<b>100,9</b>	<b>24,7</b>	-
Vay và nợ dài hạn	87,0	95,8	24,7	-
Khoản phải trả dài hạn khác	2,4	5,1	-	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.092,3</b>	<b>1.317,5</b>	<b>1.543,1</b>	<b>1.358,6</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>719,8</b>	<b>875,2</b>	<b>1.201,1</b>	<b>1.348,0</b>
Vốn đầu tư của CSH	432,4	540,5	648,6	778,3
Thặng dư vốn	-	-	-	-
Cổ phiếu ngân quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	287,4	300,8	482,7	464,4
Quỹ đầu tư và phát triển	-	20,1	41,1	60,8
Quỹ dự phòng tài chính	-	13,7	28,7	44,5
Khác	-	-	-	-
<b>Nguồn kinh phí, quỹ khác</b>	<b>49,7</b>	<b>36,2</b>	<b>13,9</b>	<b>12,0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>769,6</b>	<b>911,4</b>	<b>1.215,0</b>	<b>1.359,9</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.861,9</b>	<b>2.228,9</b>	<b>2.758,1</b>	<b>2.718,5</b>

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2010A	2011A	2012A	2013 F
SLCPDLH (triệu cp)	43,2	54,1	64,9	77,8
Giá trị thị trường cuối năm	-	-	27.500	-
EPS (VND)	6.654	6.896	6.782	5.120
Giá trị sổ sách (VND)	16.648	16.192	18.518	17.319
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.500	2.000	3.000	2.000
P/E (x)	-	-	3,2	-
P/B (x)	-	-	1,2	-
Dividend Yield (%)	-	-	10,9%	-



**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
----------------	--------------	-------------	------------------------	--------------

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 15% - 20%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là Rong Viet Securities) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin – TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2013.**