

Vài nét về doanh nghiệp

DPM là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất phân bón. Hiện nay sản phẩm chủ lực của DPM là phân đạm (urê) hạt trong, phân NPK, Kali, SA, DAP phục vụ cho nền nông nghiệp của đất nước, khí Amoniac lỏng, hóa chất UFC85/Formaldehyde, CO2, hóa chất sử dụng trong hoạt động khai thác dầu khí. Sản lượng Đạm Phú Mỹ đáp ứng khoảng 40% nhu cầu phân đạm trong nước.

LUẬT THUẾ VAT – TÍN HIỆU TÍCH CỰC NGÀNH PHÂN BÓN

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **40.175 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 22,x dựa trên triển vọng của thị trường phân bón trong năm tới.

CẬP NHẬT KQKD Q2

DPM ghi nhận KQKD Q2 tăng trưởng cả chỉ tiêu doanh thu và LNST. Doanh thu Q2 tăng trưởng nhờ đóng góp doanh thu mảng urê do giá bán tăng 4% yoy dù sản lượng giảm 4% yoy.

LNST tăng mạnh chủ yếu do biên lợi nhuận của mảng urê ổn định so với cùng kỳ dù giá khí đầu vào tăng và biên lợi nhuận gộp mảng NPK cải thiện so với cùng kỳ.

Lũy kế 6T.2024, DPM ghi nhận KQKD các chỉ tiêu DT và LNST đều tăng trưởng so với cùng kỳ. KH LNST 2024 của DPM đề ra khá thận trọng và chúng tôi cho rằng DN khả năng cao sẽ vượt KH đề ra.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mức thuế VAT đối với các sản phẩm phân bón được kỳ vọng sẽ điều chỉnh sang mức chịu thuế 5%.

Giá khí đầu vào năm 2024 ước tính tăng 3% so với năm 2023 do dự báo giá dầu tăng 2% so với cùng kỳ và tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ ở mức thấp.

Giá phân urê TG dự báo năm nay vẫn ở mức thấp sau khi giảm mạnh năm 2023, do nguồn cung toàn cầu tăng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng trưởng chậm lại so với năm 2023. Giá phân bón urê trong nước diễn biến theo giá phân thế giới.

| Chỉ tiêu tài chính | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | 18.627 | 13.569 | 13.949 | 13.621 |
| LNST | 5.585 | 530 | 844 | 847 |
| Tăng trưởng DT | 46% | -27% | 3% | -2% |
| Tăng trưởng LNST | 76% | -91% | 59% | 0% |
| Nợ/TTS (%) | 5% | 0% | 0% | 0% |
| TS LN gộp (%) | 42% | 12% | 15% | 15% |
| ROE – TTM (%) | 40% | 5% | 7% | 7% |
| EPS - TTM (đồng) | 13.470 | 747 | 1.786 | 1.695 |
| P/E | 2,4 | 35 | 22,4 | 23,6 |
| P/B | 0,95 | 1,24 | 1,47 | 1,46 |

Khuyến nghị

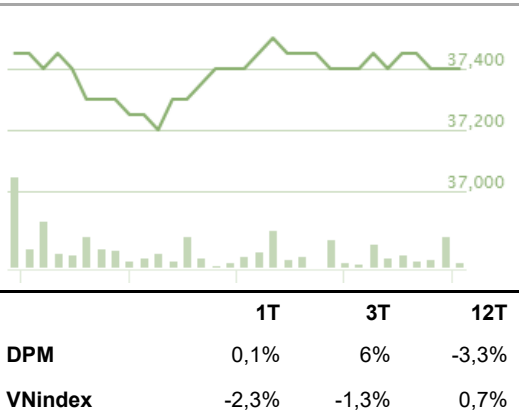
TRUNG LẬP

| | |
|----------------------|---------------|
| Giá mục tiêu | 40.175 |
| Tiềm năng tăng giá | 5% |
| Cổ tức (tiền mặt/cp) | 15% |
| Tỷ suất sinh lời | 20% |

Thông tin cổ phiếu

| | |
|----------------------------|-------------|
| Phân ngành | Phân bón |
| Thị giá (20/08/2024) | 38.200 |
| Biến động 1 năm | 28,4 – 40,5 |
| KLGD bình quân 52T (tr.cp) | 2.983.314 |
| Vốn hóa (Tỷ đồng) | 14.635 |
| P/E | 21,7x |
| P/B | 1,2x |
| %NN sở hữu | 8% |

Diễn biến giá



Tỷ lệ sở hữu

| | |
|-----------------------------|----|
| Chủ tịch và người liên quan | 0% |
|-----------------------------|----|

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Mộng Thy

phmthy@vcbs.com.vn +84-2838208117 ext 640

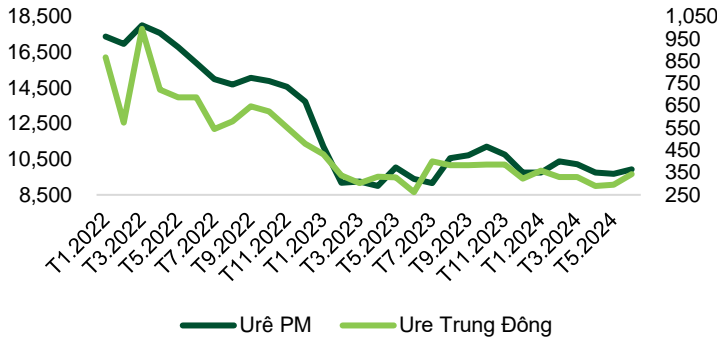
<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q2
Tóm tắt biến động kinh doanh Q2 và 6T.2024

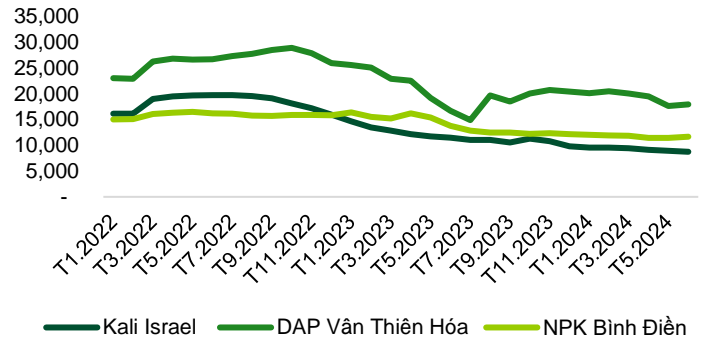
| Tiêu chí | Q2.2024 | % YoY | 6T. 2024 | %YOY | KH 2024 của DPM | % KH | 2024F | Nguyên nhân |
|------------------------------------|---------|-------|----------------|------|-----------------------|------|----------------|---|
| Giá khí đầu vào (USD/MMBTU) | 11,1 | 11% | 10,9 | 9% | 9,8 | 111% | 10,8 | Giá khí đầu vào ước tính tăng 11% yoy do diễn biến tương đồng với giá dầu Thế giới với tỷ trọng nguồn khí giá cao từ mỏ khác thuộc bể Cửu Long chiếm hơn 80%. |
| Giá Urê Trung đông (USD/tấn) | 307 | 1% | 324 | -2% | N/A | N/A | 320 | <p>Giá phân bón Trung Đông ghi nhận mức tăng nhẹ 1% yoy, chủ yếu do:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Nguồn cung dư thừa, đặc biệt ở Trung Đông. Hàng tồn kho cao ở Ai Cập, Algeria, Nigeria đã gây áp lực lên giá. ▪ Nhu cầu thấp, Ấn Độ cắt giảm sản lượng mua hàng. <p>Giá tăng trở lại vào cuối tháng 5 đầu tháng 6 chủ yếu do nguồn cung tại Ai Cập bị thắt chặt bởi thiếu khí đốt. Bên cạnh đó, tin tức Trung Quốc có thể xuất khẩu trở tiếp tục bị trì hoãn đã hỗ trợ xu hướng giá tăng.</p> |
| Giá urê Phú Mỹ (VND/kg) | 9.300 | 4% | 9.550 | 3% | 9.000 | 106% | 9.300 | Giá phân urê Phú Mỹ vẫn ở mức thấp: Nhu cầu và giá bán nông sản tăng cao đã hỗ trợ giá bán các loại phân bón tăng trong Quý 2, tuy nhiên diễn biến giá phân bón trong nước vẫn ở mức thấp. |
| Sản lượng Urê tiêu thụ (nghìn tấn) | 255.700 | -4% | 494.700 | 3% | 870.000 | 57% | 890.000 | Sản lượng giảm so với cùng kỳ mặc dù giá phân bón tăng 3% yoy, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ nội địa giảm 10% yoy do nhu cầu phân bón trong nước diễn biến chậm trong quý 2 vì vụ hè thu đến muộn. |
| Doanh thu | 4.012 | 3% | 7.378 | 3% | 12.755 | 58% | 13.949 | Doanh thu Q2 tăng trưởng nhờ đóng góp doanh thu mảng urê, dù sản lượng giảm 4% yoy nhưng giá bán tăng 4% yoy. |
| LNST | 236 | 124% | 503 | 37% | 542 | 93% | 844 | LNST tăng mạnh chủ yếu do biên lợi nhuận của mảng urê ổn định so với cùng kỳ dù giá khí đầu vào tăng và biên lợi nhuận gộp mảng NPK cải thiện so với cùng kỳ. |
| BLNG | 14% | 4% | 16% | 3% | N/A | N/A | 15% | BLNG tăng chủ yếu do biên gộp mảng NPK và phân bón tự doanh cải thiện so với cùng kỳ do công ty mua được nguyên liệu giá rẻ. |

Hình 1: Biến động giá Urê Thế giới và Urê Phú Mỹ



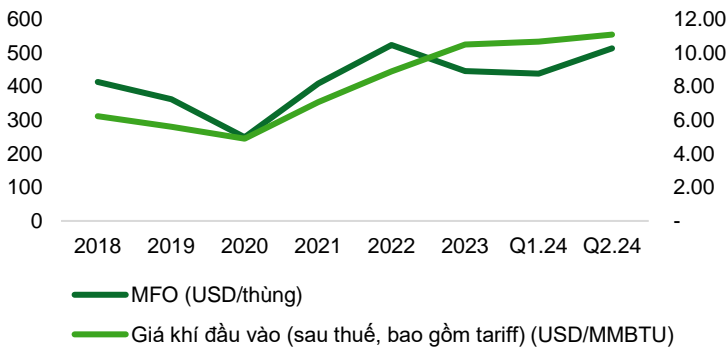
Nguồn: Bloomberg, Agronmonitor, VCBS tổng hợp

Hình 2: Biến động giá bán Kali, DAP và NPK trong nước



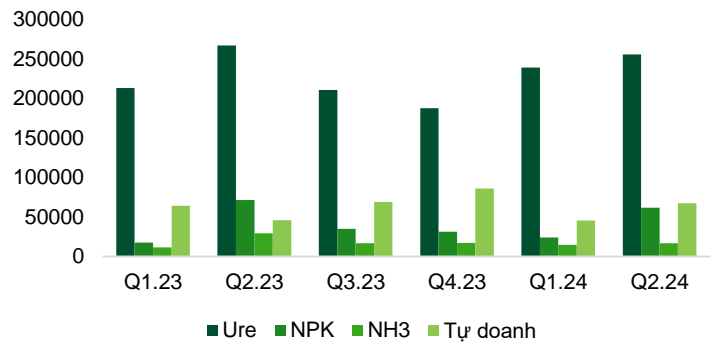
Nguồn: Agronmonitor, VCBS tổng hợp

Hình 3: Biến động giá khí đầu vào DPM và giá dầu FO



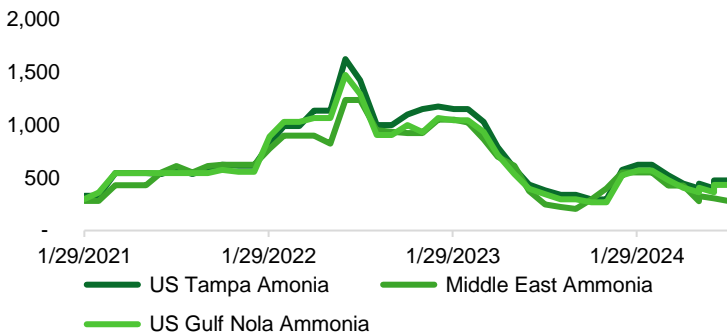
Nguồn: Bloomberg, DPM, VCBS tổng hợp

Hình 4: Sản lượng tiêu thụ theo Quý của DPM (nghìn tấn)



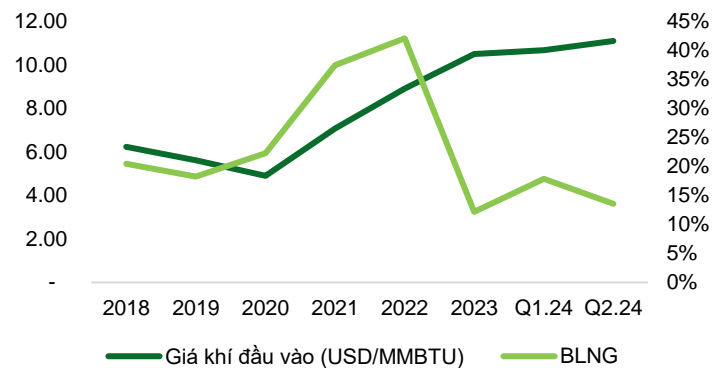
Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp

Hình 5: Biến động giá NH3 Thế giới



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Hình 6: Biến động giá khí đầu vào và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ/TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Mức thuế VAT đối với các sản phẩm phân bón kỳ vọng sẽ được điều chỉnh sang mức chịu thuế 5%

Quốc hội sẽ xem xét, cho ý kiến tại kỳ họp thứ 7 (giữa năm 2024) và thông qua tại kỳ họp thứ 8 (cuối năm 2024), có hiệu lực từ năm 2025.

Tại dự thảo Luật Thuế giá trị gia tăng (VAT) đang lấy ý kiến, Bộ Tài chính đề xuất áp thuế suất 5% với mặt hàng phân bón thay vì không chịu thuế như hiện tại. Nếu như dự

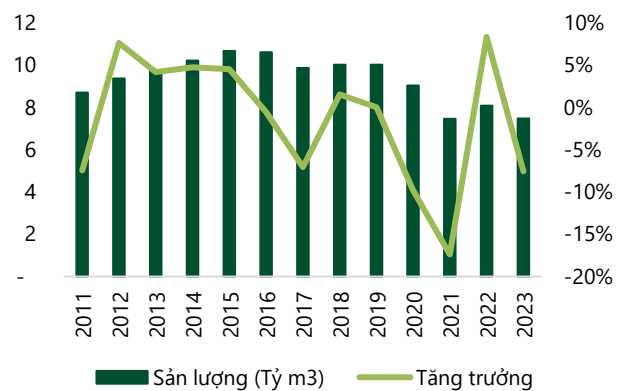
thảo được thông qua thì sẽ có tác động tích cực đến lợi nhuận nhóm phân bón, trong đó có DCM và DPM. Năm 2025 thị trường phân bón sẽ tiếp tục chứng kiến sự cạnh tranh mạnh mẽ giữa các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước và từ nguồn hàng nhập khẩu. Do đó, việc đưa phân bón vào diện chịu thuế GTGT 5% sẽ tiết kiệm chi phí sản xuất cho các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân bón trong nước, tạo thêm dư địa để các doanh nghiệp có thể giảm giá bán, giúp tăng khả năng cạnh tranh với hàng nhập khẩu.

Giá khí đầu vào năm 2024 ước tính tăng 3% so với năm 2023 do dự báo giá dầu tăng 2% so với cùng kỳ và tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ ở mức thấp

Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent được dự báo bởi EIA. Theo báo cáo từ các tổ chức, giá dầu Brent được dự báo vẫn giữ mức trên 80 USD/thùng trong năm 2024 như đã trình bày trong Báo cáo triển vọng 2H.2024 của VCBS.

Về dài hạn, các mỏ khí chủ lực hiện nay đã và đang trong giai đoạn suy giảm tự nhiên. Trong khi đó, nhu cầu khí trong nước sẽ ngày càng tăng trong các lĩnh vực như sản xuất điện, hóa chất, công nghiệp,... Do đó sản lượng khí nội địa giá rẻ cung cấp cho sản xuất đạm cũng sẽ giảm tương ứng.

Hình 7: Sản lượng khí khai thác hàng năm ở Việt Nam (Tỷ m3)



Nguồn: PVN, VCBS tổng hợp

Theo đó, chúng tôi giả định giá khí đầu vào trung bình của DPM năm 2024 sẽ tăng 3% yoy do tỷ lệ khí cao hơn từ các mỏ khí giá cao ở bể Cửu Long và Nam Côn Sơn và giá dầu nhiên liệu cao hơn (2% yoy). Cước phí vận chuyển (trước VAT) giai đoạn 2024-2028 ước tính đạt 4,5 USD/mmBTU do tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ đã ở mức thấp.

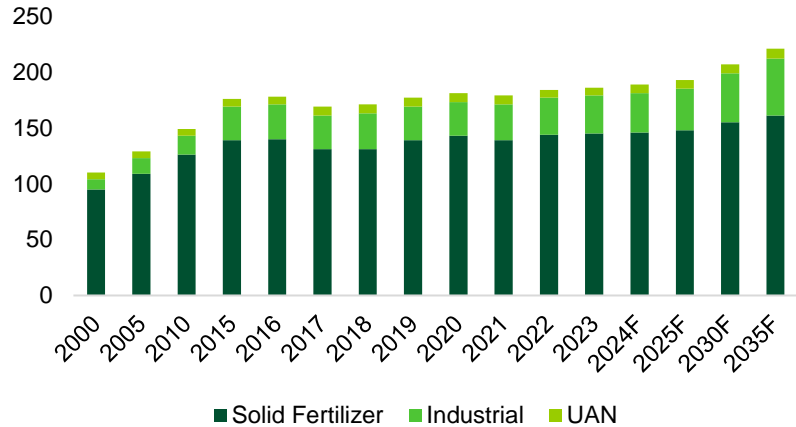
| Dự phóng giá khí đầu vào | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brent oil (USD/thùng) | 82 | 84 | 80 | 80 | 80 |
| MFO (USD/tấn) | 452 | 461 | 439 | 439 | 439 |
| Giá khí quy đổi (USD/MMBTU) | 5.20 | 5.30 | 5.05 | 5.05 | 5.05 |
| Cước phí vận chuyển (USD/MMBTU) | 4.3 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |
| Giá khí (bao gồm VAT, sau thuế) | 10.5 | 10.8 | 10.5 | 10.5 | 10.5 |
| +/- yoy | 18% | 3% | -2% | 0% | 0% |

Nguồn: VCBS tổng hợp và dự phóng

Gia phân urê TG dự báo năm nay vẫn ở mức thấp sau khi giảm mạnh năm 2023, do nguồn cung toàn cầu tăng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng trưởng chậm lại so với năm 2023. Giá phân bón urê trong nước diễn biến theo giá phân thế giới.

- **Nguồn cung Urê Thế giới được dự báo tiếp tục tăng so với 2023.** Theo dự báo của Fertecon, công suất các nhà máy Urê thế giới năm 2024 ước đạt 237.232 triệu tấn, tiếp tục xu hướng tăng so với năm 2023. Đông Nam Á duy trì nguồn cung ổn định ở mức 17.151 triệu tấn, Nam Á tăng lên 40.163 triệu tấn, Đông Nam Á tăng lên 77.098 triệu tấn, Châu Phi tăng lên mức 17.025 triệu tấn. Triển vọng gia tăng sản lượng ở các quốc gia xuất khẩu urê lớn như Nga, Trung Quốc và Ai Cập chưa cải thiện.

Hình 8: Nhu cầu sử dụng phân bón trực tiếp



Nguồn: Fertecon, VCBS tổng hợp

- (1) Triển vọng xuất khẩu trở lại của Trung Quốc vẫn chưa rõ ràng:** Nhu cầu Urê của Trung Quốc trong lĩnh vực nông nghiệp đang tăng cao hơn kỳ vọng của thị trường nhờ áp dụng công nghệ tưới tiêu hiện đại và tăng diện tích cây trồng. Nguồn cung trong nước thất chặt, lượng tồn kho thấp và nhu cầu tăng cao có thể là yếu tố khiến Chính Phủ gần đây phải áp dụng một loạt các biện pháp hạn chế xuất khẩu nhằm kiểm soát việc tăng giá Urê trong nước. Sau cuộc họp của Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia Trung Quốc (NDRC) đã có cuộc họp với Hiệp hội phân bón để đánh giá thị trường phân bón urê và có thông tin về việc tạm dừng kiểm hóa các lô hàng xuất khẩu đã hoàn thành kiểm hóa trước đó có thể vẫn tiếp tục được xuất khẩu. Tuy nhiên vẫn chưa có thông báo chính thức nên chỉ có các lô hàng container lượng nhỏ được xuất khẩu.
- (2) Nga tiếp tục gia hạn hạn ngạch đối với xuất khẩu phân bón đến ngày 30/11/2024.** Cụ thể, hạn ngạch xuất khẩu phân bón từ ngày 1/6-30/11/2024 là 19,7 triệu tấn, trong đó 12,46 triệu tấn dành cho các loại phân bón gốc Nitơ và 7,28 triệu tấn cho phân bón phức hợp và phân bón gốc Phosphates.
- (3) Sản xuất urê ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp:** Trong báo cáo của Tập đoàn tài chính Mitsubishi UFJ (tập đoàn tài chính lớn nằm trong top 10 thế giới), ít nhất 50 nhà máy sản xuất phân bón ở châu Âu đã đóng cửa. Sản xuất phân bón ở EU không có lãi do giá khí đốt cao (75% chi phí phân bón chứa Nitơ là chi phí khí đốt). Việc từ chối mua khí đốt giá rẻ từ Nga, Kali giá rẻ từ Belarus khiến EU phải đóng cửa các cơ sở sản xuất, dẫn đến nguy cơ Châu Âu phải nhập khẩu phân bón hoặc ngũ cốc sớm nhất vào năm 2024. Do đó, công suất urê ở khu vực châu Âu vẫn sẽ chưa được cải thiện mặc dù giá khí ở châu Âu đã hạ nhiệt.

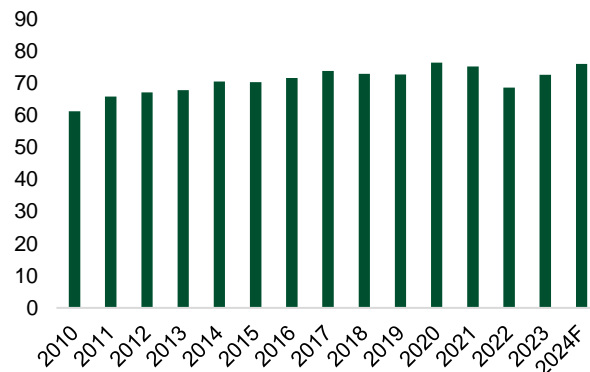
(4) Ai Cập tiếp tục thắt chặt nguồn cung: Tại khu vực Trung Đông, các nhà sản xuất Ai Cập phải đóng cửa các máy hoặc giảm công suất sản xuất urê do thiếu nguồn cung khí đốt, ảnh hưởng lớn đến nguồn cung toàn cầu.

- **Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng nhẹ. Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng vào Q4.2024 và Q1.2025 khi bước vào vụ Đông Xuân.**

Thế giới: Theo dự báo của IFA, tiêu thụ phân bón toàn cầu dự kiến sẽ tăng 2% trong năm tài chính 2024 lên 195,4 triệu tấn. Tiêu thụ N được dự báo sẽ tăng 2% lên 111,6 triệu tấn, tiêu thụ P₂O₅ tăng 2% lên 47,1 triệu tấn và tiêu thụ K₂O tăng 3% lên 36,7 triệu tấn. Châu Mỹ Latinh, Đông Á và Nam Á dự kiến sẽ thúc đẩy mức tiêu thụ phân bón toàn cầu trong năm 2024, chiếm 2/3 mức tăng trưởng toàn cầu. Ngược lại, Châu Đại Dương có thể phải trải qua một năm tiêu thụ phân bón giảm do tác động của El Nino. Dự báo tăng trưởng mạnh mẽ ở Châu Mỹ Latinh và Châu Phi, những khu vực có nhiều tiềm năng phát triển trong lĩnh vực nông nghiệp.

Nhu cầu DAP toàn cầu được dự báo tăng nhẹ so với cùng kỳ, vào khoảng 73-76 triệu tấn, do dự báo triển vọng mùa vụ và diện tích canh tác nông nghiệp thế giới được mở rộng hơn. Bên cạnh đó, giá DAP đã liên tục giảm góp phần kích thích nhu cầu tiêu dùng phân bón của nông dân khi mà giá các loại nông sản chính như ngô và đậu tương vẫn được neo cao. Nhu cầu được dự báo cải thiện ở các thị trường lớn như Brazil, Argentina, Bắc Mỹ và Châu Âu. Thị trường tiêu thụ ở Ấn Độ và Trung Quốc có thể chậm hơn so với phần còn lại của Thế giới.

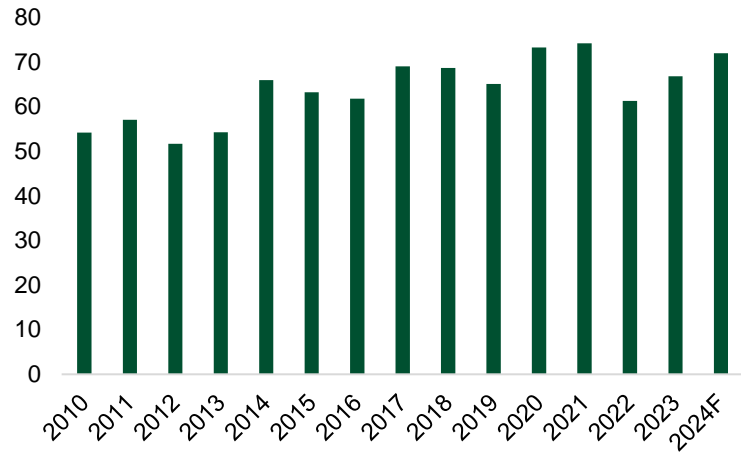
Hình 9: Nhu cầu sử dụng DAP thế giới



Nguồn: Mosaic, VCBS tổng hợp

Nhu cầu Kali được dự báo tăng trưởng đáng kể trong năm 2024, ước đạt 68-72 triệu tấn, trong đó các thị trường tiêu thụ chính như Mỹ Latinh (15-16 triệu tấn), Trung Quốc (14-16 triệu tấn), Bắc Mỹ (8,5-9,5 triệu tấn), Ấn Độ (2,6-3,2 triệu tấn) và các nước Châu Á khác (8,5-9,2 triệu tấn)...

Hình 10: Nhu cầu sử dụng Kali thế giới



Nguồn: Mosaic, VCBS tổng hợp

- **Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng vào Q4.2024 và Q1.2025 khi bước vào vụ Đông Xuân.**

Agromonitor dự báo nhu cầu tiêu thụ Urê trong nước đạt 2,05-2,11 triệu tấn, tăng khoảng 13%, 1,74-1,93 triệu tấn so với giai đoạn 2022-2023. Xuất khẩu Urê của Việt Nam năm 2024 dự báo sẽ tăng nhẹ hoặc ổn định so với năm 2023. Nguồn cung tại khu vực Châu Á dự kiến sẽ gia tăng sản lượng từ các nhà máy Urê mới, đặc biệt ở Ấn Độ và Bangladesh. Điều này sẽ làm gia tăng sự cạnh tranh trên các thị trường mà Việt Nam xuất khẩu. Tuy nhiên thị trường Campuchia vẫn mang lại tiềm năng xuất khẩu. Dự kiến xuất khẩu Urê của Việt Nam năm 2024 ở mức 550-570 nghìn tấn.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giá định chính trong dự báo KQKD

| Tiêu chí | 2023 | 2024F | % YOY | 2025F | %YOY | Nguyên nhân |
|--------------------------|---------|---------|-------|---------|------|---|
| Urê | | | | | | |
| Sản lượng tiêu thụ (tấn) | 890.000 | 890.000 | 0% | 890.000 | 0% | Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê năm 2024 và 2025 đều đạt 890 nghìn tấn đi ngang so với cùng kỳ dựa trên nhu cầu tiêu thụ trong nước được dự báo phục hồi tốt trong bối cảnh nguồn cung dư thừa, sản lượng xuất khẩu chiếm 30% tổng sản lượng. |
| Giá bán (đồng/kg) | 9.500 | 9.300 | -2% | 9.000 | -3% | Chúng tôi dự báo giá phân urê trong nước sẽ đạt trung bình 9.500 đồng/kg, (-3% yoy). Trong giai đoạn 2024F–2027F, giá phân urê ước tính sẽ dao động quanh mức 8.500 – 9.000 đồng/kg. Giá bán bình quân năm 2024 giảm chủ yếu do nhu cầu yếu trong bối cảnh thị trường dư thừa cung. |
| NPK | | | | | | |

| | | | | | | |
|--------------------------|---------|---------|------|---------|-----|---|
| Sản lượng tiêu thụ (tấn) | 137.761 | 145.000 | 5% | 152.000 | 5% | Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ NPK của DPM sẽ tăng 5% yoy trong năm 2024. Theo dự báo năm 2024 của Agromonitor về thị trường phân bón, tiêu thụ và sản xuất NPK lần lượt tăng 11-15% lên 2,9-3 triệu tấn và sản xuất tăng 1-3% lên 2,63-2,65 triệu tấn. |
| Giá bán (đồng/kg) | 12.747 | 11.500 | -10% | 11.155 | -3% | Chúng tôi dự báo giá bán NPK năm 2024 sẽ giảm về mức 11.500 đồng/kg (-10% YoY) khi giá các loại phân đơn dự báo sụt giảm. Trong giai đoạn 2024F–2027F, giá phân NPK ước tính sẽ dao động quanh mức 11.000 – 12.000 đồng/kg do nhu cầu yếu trong bối cảnh thị trường dư thừa cung. |

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **40.175 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 22,x dựa trên phương pháp chiết khấu FCFF và FCFE với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 10% theo CAPM (Rf = 2%, Risk premium = 9%, beta = 0,9)

Chi phí vay = 5%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10%

| Phương pháp | Định giá | Tỷ trọng |
|-----------------------|-----------------------|----------|
| FCFF | 41.150 | 50% |
| FCFE | 39.200 | 50% |
| Giá trị hợp lý | 40.175 đồng/cp | |

Định giá bằng FCFE:

| FCFE: tỷ đồng | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Lợi nhuận sau thuế | 819 | 832 | 867 | 887 | 888 |
| Chi phí phi tiền mặt | 484 | 424 | 427 | 430 | 336 |
| Đầu tư TSCĐ | -34 | -31 | -34 | -37 | -37 |
| Đầu tư Vốn lưu động | -387 | 13 | -118 | -79 | 185 |
| Vay nợ ròng | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FCFF | 882 | 1.237 | 1.141 | 1.201 | 1.372 |
| NPV giai đoạn 2024-2028F | | | | | 4.418 |
| NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1,5%) | | | | | 11.114 |
| Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng | | | | | 575 |
| Giá trị VCSH | | | | | 16.106 |
| Số lượng CPLH (tr.cp) | | | | | 391 |
| Định giá | | | | | 41.150 |

Định giá bằng FCFF:

| FCFF: tỷ đồng | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Lợi nhuận sau thuế | 819 | 832 | 867 | 887 | 888 |
| Chi phí phi tiền mặt | 484 | 424 | 427 | 430 | 336 |
| Lãi vay sau thuế | 11 | 11 | 11 | 12 | 12 |
| Đầu tư TSCĐ | -34 | -31 | -34 | -37 | -37 |
| Đầu tư Vốn lưu động | -387 | 13 | -118 | -79 | 185 |
| FCFF | 894 | 1.249 | 1.153 | 1.213 | 1.383 |
| NPV giai đoạn 2024-2028F | | | | | 4.462 |
| NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1,5%) | | | | | 11.207 |
| Tổng giá trị doanh nghiệp | | | | | 15.669 |
| Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng | | | | | 575 |
| Vay nợ ròng | | | | | 901 |
| Giá trị VCSH | | | | | 15.343 |
| Số lượng CPLH (tr.cp) | | | | | 391 |
| Định giá | | | | | 39.200 |

RỦI RO ĐẦU TƯ
Rủi ro về giá khí nguyên liệu tăng mạnh làm biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhanh.

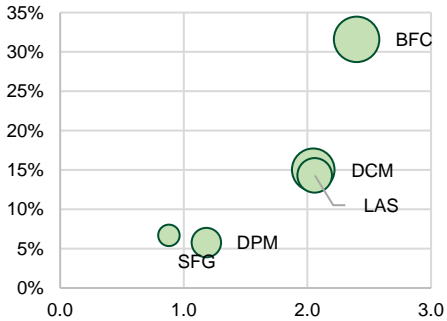
Giá khí nguyên liệu biến động mạnh làm gia tăng chi phí sản xuất phân bón, kéo theo giá thành bị đội lên trong bối cảnh giá nông sản không tăng tương ứng, tiêu thụ khó khăn sẽ khiến nông dân cắt giảm đầu tư cho sản xuất từ đó khiến sức mua giảm, tồn kho tăng cao. Nhu cầu tiêu thụ nội địa gặp nhiều khó khăn, lượng tiêu thụ nội địa thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước sẽ khiến các doanh nghiệp phải thu hẹp hoặc thậm chí ngưng sản xuất.

Rủi ro về giá Urê toàn cầu giảm mạnh hơn dự kiến

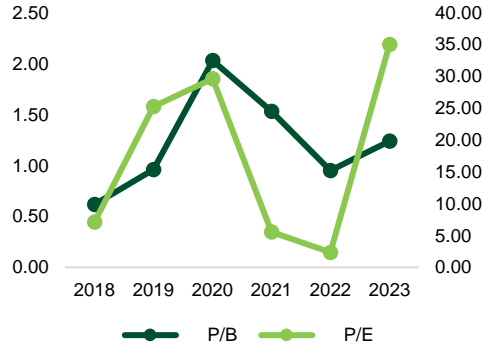
Khả năng xuất khẩu urê trở lại của Trung Quốc vẫn chưa rõ ràng có thể ảnh hưởng mạnh tới xu hướng giá phân bón trong bối cảnh nguồn cung dư thừa và nhu cầu phân bón toàn cầu đang tăng trưởng chậm lại.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

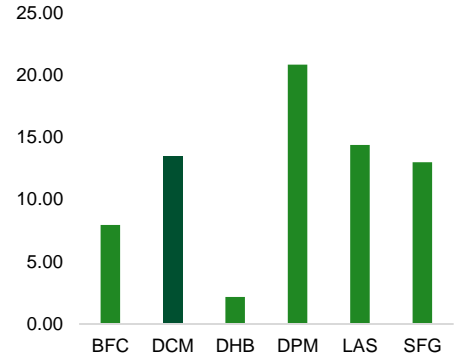
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

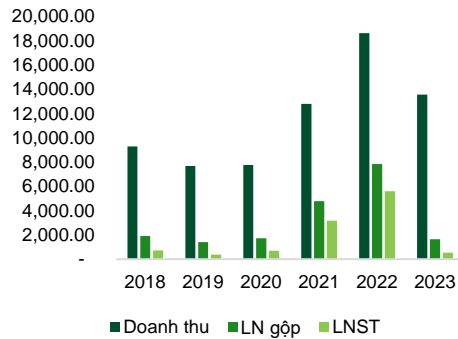


P/E ngành

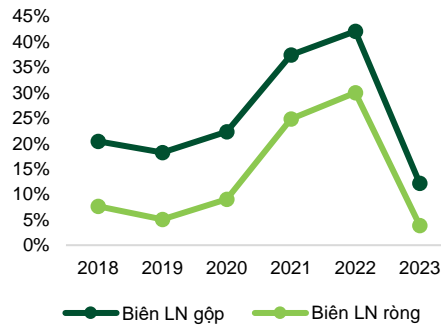


KẾT QUẢ KINH DOANH

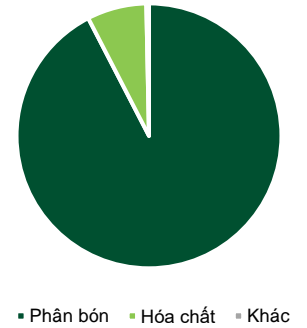
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

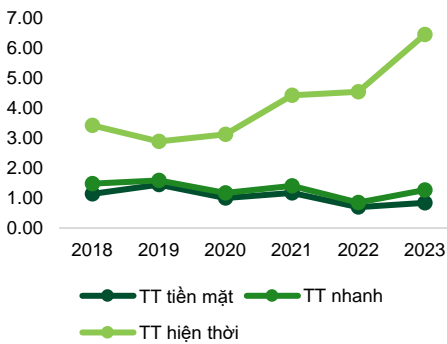


Cơ cấu doanh thu

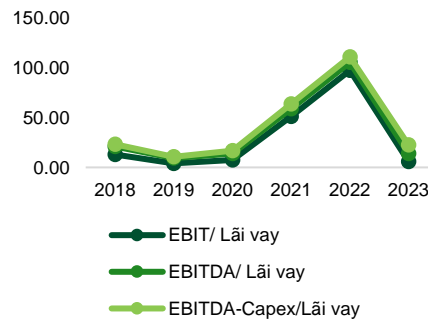


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

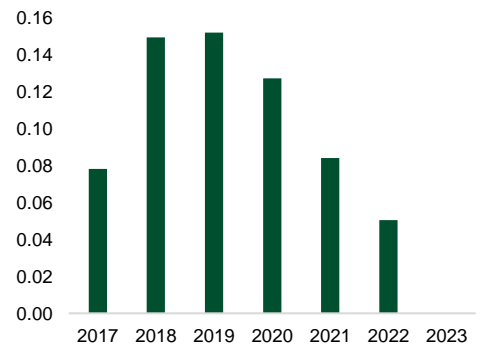
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

| Kết quả kinh doanh | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 12,786 | 18,627 | 13,569 | 13,949 | 13,621 |
| - Giá vốn hàng bán | 8,001 | 10,789 | 11,917 | 11,903 | 11,637 |
| Lợi nhuận gộp | 4,786 | 7,838 | 1,652 | 2,046 | 1,984 |
| - Chi phí bán hàng | 818 | 978 | 848 | 837 | 817 |
| - Chi phí quản lí DN | 425 | 556 | 502 | 418 | 409 |
| Lợi nhuận HĐKD | 3,646 | 6,587 | 690 | 1,056 | 1,060 |
| - (Lỗ) / lợi tỷ giá | 0 | 2 | 8 | - | 2 |
| - Lợi nhuận khác | 153 | 19 | 1 | 1 | 1 |
| EBIT | 3,869 | 6,670 | 742 | 1,070 | 1,073 |
| - Chi phí lãi vay | 69 | 65 | 51 | 14 | 14 |
| LNTT | 3,799 | 6,606 | 691 | 1,055 | 1,059 |
| - Thuế TNDN | 628 | 1,021 | 161 | 211 | 212 |
| LNST | 3,172 | 5,585 | 530 | 844 | 847 |
| - Lợi ích CĐTS | 54 | 20 | 10 | 28 | 18 |
| LNST CĐ CT Mẹ | 3,117 | 5,565 | 533 | 816 | 829 |
| EPS (đ) | 7,610 | 13,470 | 747 | 1,786 | 1,695 |
| EBITDA | 4,406 | 7,185 | 1,145 | 1,554 | 1,496 |
| Tăng trưởng | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| Doanh thu | 65% | 46% | -27% | 3% | -2% |
| LN HĐKD | 384% | 81% | -90% | 53% | 0% |
| LN Hợp nhất | 348% | 74% | -90% | 53% | 0% |
| LNST | 352% | 76% | -91% | 59% | 0% |
| EBIT | 313% | 72% | -89% | 44% | 0% |
| EPS | 434% | 77% | -94% | 139% | -5% |
| Tổng tài sản | 27% | 28% | 8% | 0% | 6% |
| Nợ vay | -14% | -21% | -100% | N/A | N/A |
| VCSH | 30% | 32% | -18% | -1% | 1% |
| Khả năng sinh lời | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| Tỷ suất LNG | 42% | 12% | 15% | 15% | 15% |
| Tỷ suất LNST | 25% | 30% | 4% | 6% | 6% |
| ROE DuPont | 30% | 40% | 5% | 7% | 7% |
| ROA DuPont | 23% | 32% | 4% | 6% | 6% |
| Tỷ suất EBIT | 30% | 36% | 5% | 8% | 8% |
| LNTT / LNST | 120% | 118% | 130% | 125% | 125% |
| LNTT / EBIT | 98% | 99% | 93% | 99% | 99% |
| Vòng quay TTS | 92% | 105% | 102% | 100% | 97% |
| Đòn bẩy tài chính | 30% | 27% | 15% | 22% | 22% |
| ROIC | 28% | 38% | 5% | 7% | 7% |
| Hiệu quả hoạt động | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| Số ngày tồn kho | 127 | 131 | 59 | 93 | 94 |
| Số ngày phải thu | 14 | 9 | 17 | 15 | 15 |
| Số ngày phải trả | 63 | 49 | 45 | 54 | 55 |
| Luân chuyển tiền | 77 | 91 | 31 | 54 | 54 |
| COGS/Hàng tồn kho | 3 | 3 | 6 | 4 | 4 |
| An toàn tài chính | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| TT hiện hành | 4.4 | 4.5 | 6.5 | 5.0 | 5.1 |
| TT nhanh | 3.1 | 3.2 | 5.2 | 3.6 | 3.8 |
| TT tiền mặt | 2.8 | 3.0 | 4.5 | 3.1 | 3.3 |
| Nợ / Tài sản | 0.1 | 0.0 | - | - | - |
| Nợ / Vốn sử dụng | 0.1 | 0.0 | - | - | - |
| Nợ / Vốn CSH | 0.1 | 0.1 | - | - | - |
| Khả năng TT lãi vay | 55.9 | 103.0 | 14.6 | 74.9 | 76.8 |

| Cân đối kế toán | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản | | | | | |
| + Tiền | 2,524 | 2,084 | 1,242 | 1,165 | 1,724 |
| + ĐTTT ngắn hạn | 3,455 | 6,880 | 5,385 | 5,385 | 5,385 |
| + Phải thu | 489 | 458 | 642 | 554 | 545 |
| + Hàng tồn kho | 2,776 | 3,871 | 1,911 | 3,038 | 3,012 |
| + Khác | 276 | 285 | 415 | 514 | 502 |
| Tài sản ngắn hạn | 9,520 | 13,579 | 9,595 | 10,656 | 11,168 |
| + Phải thu dài hạn | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| + Tài sản cố định | 3,717 | 3,255 | 2,988 | 2,805 | 2,422 |
| + Khấu hao lũy kế | 9,094 | 9,508 | 9,896 | 10,380 | 10,804 |
| + ĐTTT dài hạn | 45 | 42 | 33 | 33 | 33 |
| + Khác | 252 | 403 | 258 | 258 | 258 |
| Tài sản dài hạn | 4,398 | 4,120 | 3,728 | 3,277 | 2,885 |
| Tổng Tài sản | 13,918 | 17,699 | 13,322 | 13,933 | 14,052 |
| Nợ & VCSH | | | | | |
| + Phải trả (ngắn) | 1,871 | 2,330 | 1,375 | 1,764 | 1,758 |
| + Vay ngắn hạn | 200 | 202 | 0 | 0 | 0 |
| + Khác | 80 | 464 | 102 | 381 | 412 |
| Nợ ngắn hạn | 2,152 | 2,996 | 1,476 | 2,145 | 2,170 |
| + Vay dài hạn | 700 | 505 | 0 | 0 | 0 |
| + Phải trả dài hạn | 353 | 181 | 288 | 286 | 286 |
| Nợ dài hạn | 1,053 | 686 | 288 | 286 | 286 |
| Tổng nợ | 3,205 | 3,681 | 1,764 | 2,430 | 2,456 |
| + Vốn điều lệ | 3,914 | 3,914 | 3,914 | 3,914 | 3,914 |
| + Cổ phiếu ưu đãi | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| + Thặng dư | 21 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| + LN giữ lại | 3,086 | 6,401 | 2,852 | 2,768 | 2,844 |
| + Lợi ích CĐTS | 198 | 186 | 175 | 203 | 221 |
| Vốn chủ sở hữu | 10,515 | 13,831 | 11,384 | 11,300 | 11,376 |
| Tổng nguồn vốn | 13,918 | 17,699 | 13,322 | 13,933 | 14,053 |
| Lưu chuyển tiền | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| Tiền đầu năm | 2,029 | 2,524 | 2,084 | 1,242 | 1,165 |
| LNST | 3,172 | 5,585 | 530 | 844 | 847 |
| + Khấu hao lũy kế | 537 | 515 | 403 | 484 | 424 |
| + Điều chỉnh | -524 | -1,411 | -974 | -171 | -88 |
| + Thay đổi VLD | -1,296 | -748 | 718 | -387 | 13 |
| Tiền từ HĐKD | 2,516 | 4,961 | 838 | 742 | 1,177 |
| + Thanh lý TSCĐ | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| + Mua sắm TSCĐ | -222 | -77 | -165 | -34 | -31 |
| + Đầu tư ròng | -1,097 | -3,152 | 1,913 | 0 | 0 |
| + Khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền từ HĐĐT | -1,319 | -3,227 | 1,749 | -34 | -31 |
| + Cổ tức đã trả | -558 | -1,977 | -2,739 | -783 | -587 |
| + Tăng (giảm) vốn | 0 | 0 | 0 | -2 | -2 |
| + Nợ ngắn hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Nợ dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Khác | -145 | -200 | -699 | 0 | 0 |
| Tiền từ HĐTC | -702 | -2,177 | -3,438 | -785 | -589 |
| Lưu chuyển tiền | 495 | -442 | -851 | -77 | 557 |
| Tiền cuối năm | 2,524 | 2,084 | 1,242 | 1,165 | 1,724 |

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

| Khuyến nghị | Chi tiết |
|------------------|--|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới |
| BÁN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới. |

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích

phmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>