

17/05/2024

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thiện Nhân

nhannguyen@phs.vn

Triển vọng có thể cải thiện nhờ chính sách nhưng còn nhiều bở ngỡ

- Ngành phân bón đã trải qua năm 2023 nhiều thách thức khi sản lượng và giá bán đều giảm mạnh so với năm trước.
- Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh Q1/2024 có nhiều khởi sắc nhờ yếu tố mùa vụ và tình hình xuất khẩu cải thiện. Tuy vậy, triển vọng dài hạn của ngành vẫn còn nhiều bở ngỡ.
- Luật thuế GTGT sửa đổi áp thuế GTGT 5% lên mặt hàng phân bón sẽ là điểm sáng nổi bật cho các doanh nghiệp trong ngành.

Ngành phân bón chật vật đi qua năm 2023 khi giá bán và xuất khẩu hạ nhiệt nhanh chóng

Từ mức nền cao của năm 2022, ngành phân bón đã trải qua một năm 2023 sụt giảm mạnh về kết quả kinh doanh, nguyên nhân chủ yếu do:

1. Giá bán, đặc biệt là giá Urê và NPK đã rơi nhanh chóng về mức trước Giai đoạn Mở cửa sau đại dịch Covid (cuối năm 2021) và Chiến tranh Ukraine (đầu năm 2022).
2. Nhu cầu nội địa chỉ tăng nhẹ trong khi xuất khẩu giảm mạnh do vấp phải cạnh tranh lớn từ Trung Quốc và Nga, trong khi các sản phẩm đều chịu thuế xuất khẩu là 5%.
3. Chi phí đầu vào, đặc biệt là khí tự nhiên, tiếp tục xu hướng tăng.

Do thị trường phân đạm trong nước đã đạt trạng thái bão hòa nên hầu hết các doanh nghiệp sản xuất phân đạm chủ chốt đều bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi tình hình trên. Cụ thể, DPM và DCM trong năm 2023 lần lượt ghi nhận doanh thu giảm 27% và 21%, nghiêm trọng hơn, LNST của 2 doanh nghiệp này lần lượt giảm 90% và 74% so với năm 2022.

Trong khi đó, các doanh nghiệp chuyên sản xuất phân NPK như BFC và LAS lại cho thấy ít bị tác động hơn. Kết thúc năm 2023, BFC ghi nhận LNST giảm khoảng 30% còn 134 tỷ đồng, còn LAS thậm chí còn có LNST tăng trưởng mạnh lên 148 tỷ đồng (+68% YoY) nhờ chủ động cắt giảm chi phí và chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào giá thấp.

Triển vọng ngành sẽ được dẫn dắt bởi thay đổi chính sách và bức tranh xuất khẩu dần cải thiện

Trong Q1/2024, hầu hết nhóm phân bón đều ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực so với cùng kỳ nhờ tình xuất khẩu phân bón có nhiều chuyển biến tích cực trong ngắn hạn (đạt trên 499 nghìn tấn, tương đương 207 triệu USD, tăng 23% về khối lượng và khoảng 13% về kim ngạch so với cùng kỳ, theo số liệu của Tổng cục Hải quan). Đặc biệt, DCM ghi nhận LN gộp tăng mạnh (+24.8% YoY) nhờ hết khấu hao nhà máy Urê.

Về triển vọng của ngành trong ngắn và dài hạn, chúng tôi nhìn thấy một số yếu tố sẽ có tác động tích cực đến ngành như:

1. Các quốc gia xuất khẩu phân bón chủ chốt (đặc biệt là phân đạm) như Nga và Trung Quốc đều ban hành các hạn chế xuất khẩu nhằm bình ổn thị trường nội địa.
2. Về dài hạn, nhóm phân bón có thể hưởng lợi đáng kể từ Luật thuế GTGT sửa đổi (dự kiến có hiệu lực từ 2025), quy định phân bón là mặt hàng chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay. Từ đó, thuế GTGT đầu vào sẽ được khấu trừ, làm giảm giá thành sản phẩm, giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận cho ngành.

Rủi ro chính

(1) Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao hơn dự kiến; (2) Sự thay đổi bất lợi trong chính sách điều hành của Chính phủ; (3) Mùa vụ canh tác giảm sút do thời tiết/khí hậu bất lợi.

Mã CK	Doanh thu thuần Q1/2024	Tăng trưởng YoY (%)	% dự báo của PHS cho 2024	LNST Q1/2024	Tăng trưởng YoY (%)	% dự báo của PHS cho 2024	P/E	Nợ/VCSH	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE (%)
DPM	3,307	1%	24%	268	2%	37%	24.72	0.00	12.71%	4.03%	4.58%
DCM	2,744	0%	21%	350	52%	28%	14.94	0.14	16.83%	9.74%	11.99%
BFC	1,940	44%	NA	74	NA	NA	8.23	1.07	11.85%	2.70%	22.10%
LAS	1,444	19%	NA	52	58%	NA	13.99	0.19	15.76%	4.57%	12.00%

Nhìn lại năm 2023

Hiện nay, sản xuất và tiêu thụ phân bón trong nước đang ở trong tình trạng mất cân đối giữa các loại phân bón khác nhau. Đặc biệt là phân đạm (Urê) luôn trong tình trạng dư thừa nguồn cung khi lượng sản xuất hàng năm từ 2.2 – 2.5 triệu tấn, vượt xa nhu cầu tối đa chỉ 1.8 triệu tấn/năm.

Sản xuất các loại phân bón khác như DAP, NPK, Lân chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu về chất lượng hoặc số lượng. Riêng phân Kali, Việt Nam hoàn toàn không sản xuất được nên phải dựa hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu để phục vụ nhu cầu trên 960,000 tấn.

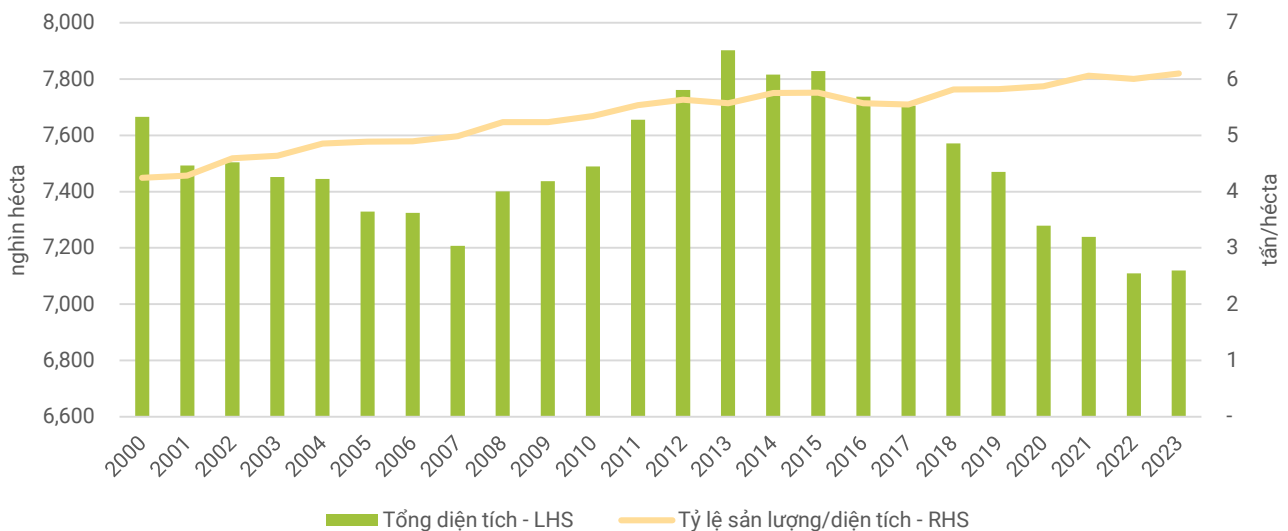
Bảng 1 Cán cân cung – cầu các loại phân bón chính ở Việt Nam

Loại phân	Công suất hàng năm	Nhu cầu hàng năm	Cán cân Cung – Cầu	Nhà cung cấp chính trong nước
Urê	4 nhà máy: 2.2 - 2.5 triệu tấn	1.6 - 1.8 triệu tấn	Đáp ứng đủ nhu cầu trong nước, vẫn dư để xuất khẩu	DCM, DPM, Vinachem (Đạm Hà Bắc, Đạm Ninh Bình)
DAP	3 nhà máy: 810 nghìn tấn	900 nghìn tấn	Sự thiếu hụt được bù đắp bởi nhập khẩu	DGC, DDV, DCM
Kali	Không sản xuất được	960 nghìn tấn	100% nhập khẩu	DCM
NPK	Khoảng 5 triệu tấn	4 triệu tấn	Nguồn cung dư thừa nhưng thiếu hụt sản phẩm chất lượng cao	BFC, LAS, DCM, DPM, DGC
Lân	1.5 - 2 triệu tấn	1.8 triệu tấn	Đáp ứng linh hoạt nhu cầu trong nước	DGC, LAS
Khác	1.8 - 2.5 triệu tấn			

Nguồn: Các công ty phân bón, PHS tổng hợp

Xét đến nhóm sản phẩm quan trọng nhất của ngành phân bón Việt Nam là phân đạm, hiện tại nhóm này đã đi vào giai đoạn bão hòa dài hạn ở thị trường nội địa khi diện tích canh tác nông nghiệp, điển hình là cây lúa, đã thu hẹp đáng kể qua các năm, đồng thời năng suất cũng đã gần đạt đỉnh. Điều này buộc các nhà sản xuất phân đạm chủ chốt như DCM, DPM hay Vinachem phải tìm cách mở rộng xuất khẩu để tìm lối ra cho lượng cung dư thừa hiện nay.

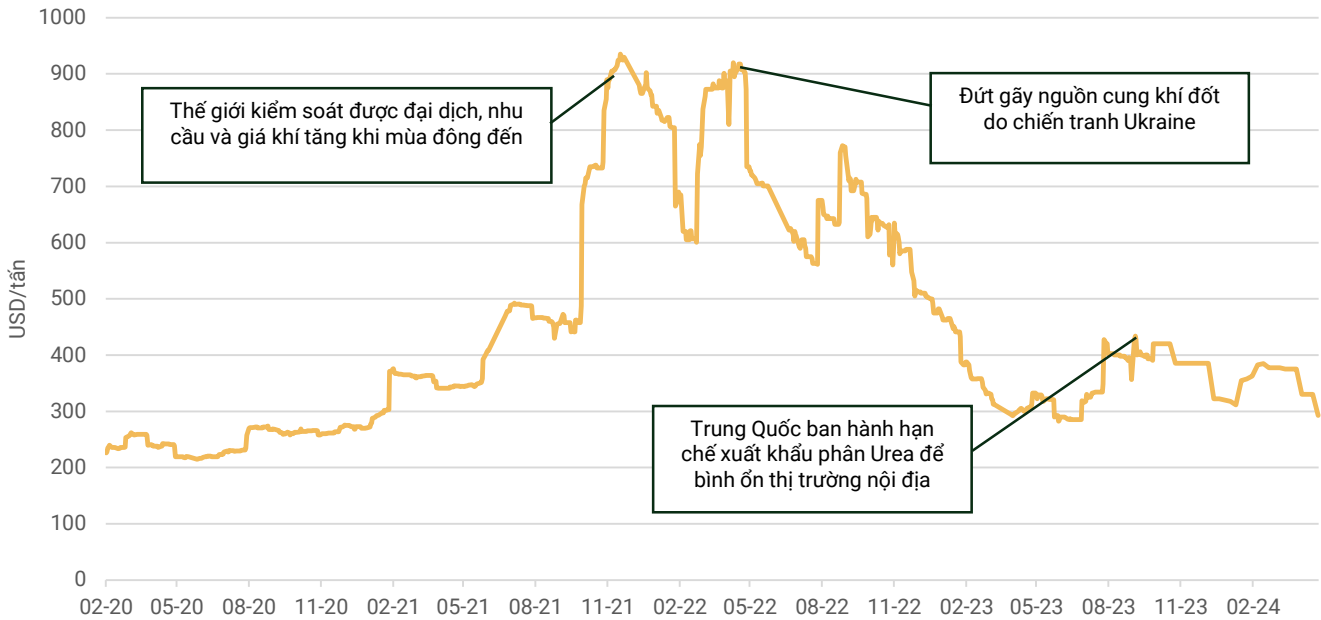
Hình 1 Diện tích canh tác lúa gạo thu hẹp trong khi năng suất đã gần đạt đỉnh (số liệu từ năm 2000 - năm 2023)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Ngoài ra, vì nền kinh tế Việt Nam có độ mở lớn mà giá phân Urê trong nước có sự tương quan rất cao với giá thế giới. Từ đó, có thể nói Biến động xuất khẩu và Giá phân Urê thế giới định hình toàn bộ bức tranh kinh doanh của nhóm phân đạm ở Việt Nam qua các năm.

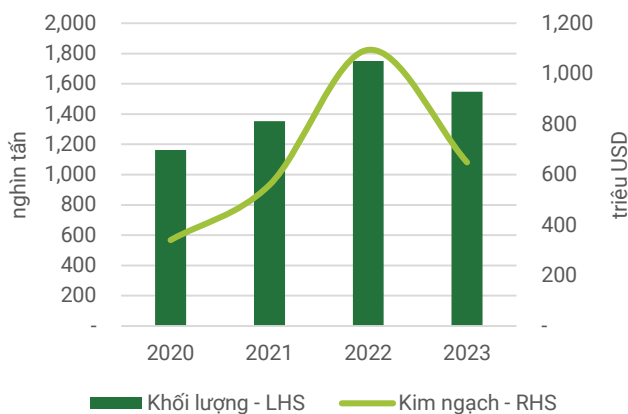
Hình 2 Urê hạt đục (Urea granular) FOB Middle East Future



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

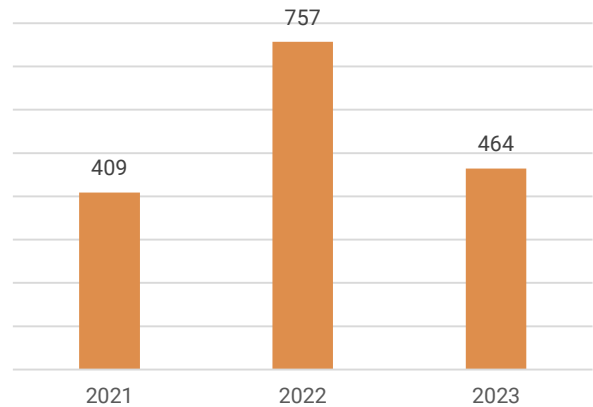
Từ mức nền cao của năm 2022, giá phân Urê thế giới đã giảm rất mạnh (hơn 48% YoY) về mức trung bình 356 USD/tấn cho cả năm 2023 (tính theo giá Future Urea Granular Middle East) do sự đứt gãy nguồn cung khí đốt đã biến mất ngay khi các nước phương tây bước ra khỏi mùa đông năm 2022. Điều này giúp các nhà cung cấp phân Urê lớn nhanh chóng nối lại sản xuất và khôi phục cán cân cung - cầu trên thế giới. Giá khí giảm, nguồn cung phục hồi mạnh mẽ trong khi nhu cầu chỉ tăng nhẹ là các nhân tố chính dẫn đến giá Urê thế giới giảm sâu trong năm qua.

Hình 3 Xuất khẩu phân bón của Việt Nam giảm nhanh về cả Khối lượng và Kim ngạch



Nguồn: Tổng cục hải quan, PHS tổng hợp

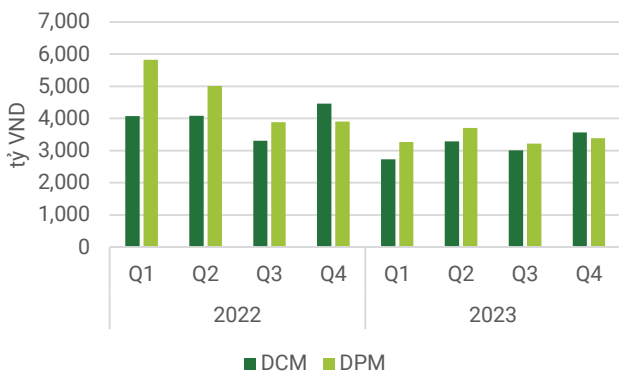
Hình 4 Trong đó, xuất khẩu Urê bị tác động mạnh nhất (nghìn tấn)



Nguồn: AgroMonitor, DPM, PHS tổng hợp

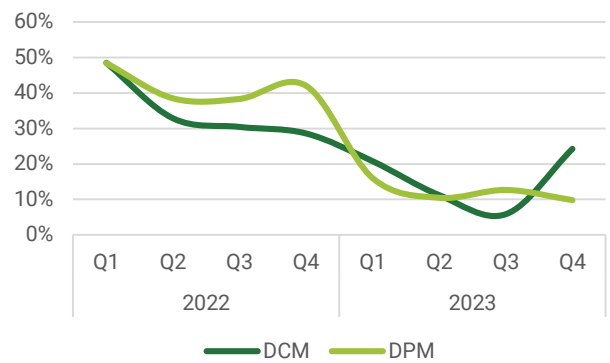
Từ đó, xuất khẩu phân bón của Việt Nam, đặc biệt là Urê, yếu đi đáng kể trong năm 2023, vốn đã chịu tác động từ thuế xuất khẩu 5% (đã áp dụng từ 2022) làm giảm đi khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trong nước. Vì vậy mà trong năm qua, các nhà sản xuất phân đạm quan trọng như DCM và DPM chứng kiến sự sụt giảm nghiêm trọng về khối lượng bán và giá bán, dẫn đến bức tranh kinh doanh ảm đạm dù tình hình đã có phần cải thiện từ Q3/2023 khi Trung Quốc bắt đầu áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu Urê nhằm bình ổn thị trường nội địa.

Hình 5 Doanh thu của DCM và DPM sụt giảm nhanh trong năm qua



Nguồn: Tổng cục hải quan, PHS tổng hợp

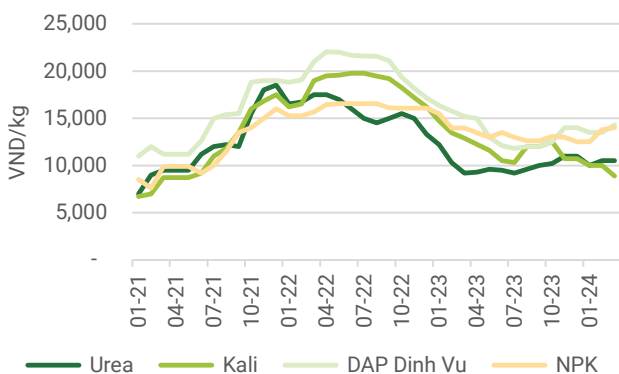
Hình 6 Tình hình Biên LN gộp thậm chí còn xấu hơn do giá đầu vào (khí đốt) tăng cao



Nguồn: DCM, DPM, PHS tổng hợp

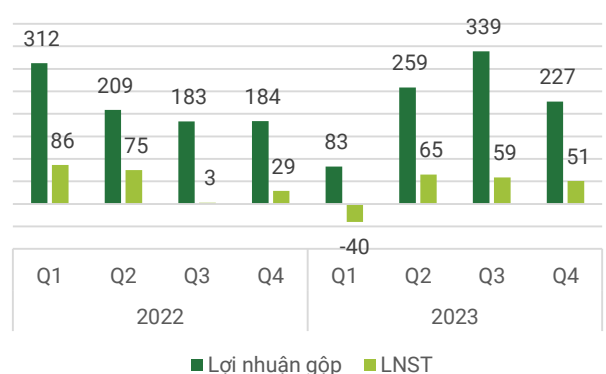
DCM và DPM trong năm 2023 lần lượt ghi nhận doanh thu giảm 21% YoY và 27% YoY. Đặc biệt, LN gộp của 2 doanh nghiệp này giảm rất mạnh, lần lượt ở mức 64% và 79% so với năm trước, đây là mức giảm rất nghiêm trọng trong bối cảnh giá khí đầu vào (chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành) của 2 doanh nghiệp này đều tăng 15-18% YoY. Điều này đã bào mòn Biên LN gộp của DPM và cả DCM, dù nhà sản xuất phân bón ở Cà Mau ghi nhận biên LN gộp tăng mạnh từ Q4/2023 do hết khấu hao nhà máy Urê.

Hình 7 Giá NPK có mức giảm ít hơn hẳn các loại phân bón khác



Nguồn: AgroMonitor, PHS tổng hợp

Hình 8 Tình hình kinh doanh của BFC vẫn sáng sủa hơn các doanh nghiệp chuyên sản xuất phân đạm (tỷ đồng)



Nguồn: BFC, PHS tổng hợp

Tuy nhiên, các doanh nghiệp chuyên sản xuất NPK như Bình Điền (BFC) lại hưởng lợi từ việc giá các loại phân bón như Urê, DAP và Kali giảm mạnh khi đây là đầu vào để sản xuất NPK. Trong khi, giá NPK trong năm 2023 giảm nhẹ hơn đáng kể so với Urê hay DAP. Từ đó giúp BFC có được kết quả khả quan hơn đối thủ khi duy trì được mức LN gộp đi ngang trong năm 2023.

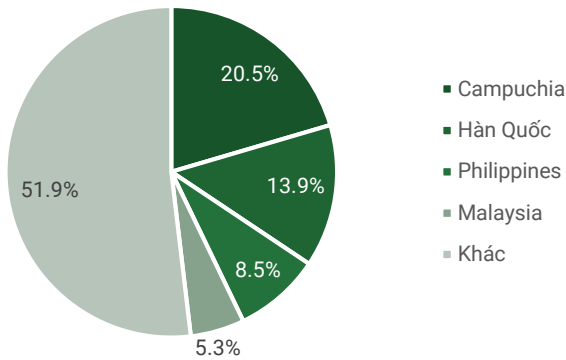
Triển vọng và thách thức trong tương lai

Ngay từ đầu Q1/2024 tình hình xuất khẩu phân bón của Việt Nam đã có nhiều chuyển biến tích cực khi đạt trên 499 nghìn tấn, tương đương 207 triệu USD, tăng 23% về khối lượng và khoảng 13% về kim ngạch so với cùng kỳ, theo số liệu của Tổng cục Hải quan). Nhưng dễ thấy giá xuất khẩu vẫn tiếp tục chịu áp lực giảm, cho thấy sự cạnh tranh về giá hiện hữu giữa các nhà sản xuất phân bón trong khu vực và trên thế giới.

Nhìn chung, tình hình xuất khẩu cải thiện trong ngắn hạn nhờ việc Trung Quốc duy trì các lệnh hạn chế xuất khẩu Urê (vốn đã xuất hiện từ tháng 9 năm 2023), tạo điều kiện cho các công ty Việt Nam mở rộng thị trường xuất khẩu. Cụ thể, DCM và DPM đã tích cực tìm kiếm thêm khách hàng ở Hàn Quốc, Malaysia và Úc (vốn là thị trường rất khó tính về nhập khẩu phân bón).

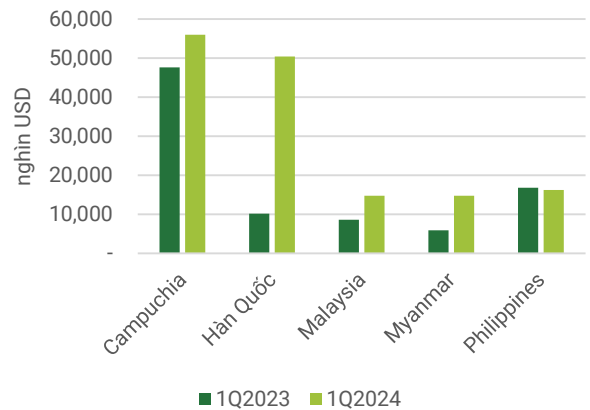
Dù vậy, hiện nay Campuchia vẫn là thị trường xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, chiếm 20% tỷ trọng, xếp sau lần lượt là Hàn Quốc, Philippines và Malaysia với tỷ trọng lần lượt là 14%, 8% và 5%, theo thống kê của Tổng cục Hải quan trong Q1/2024.

Hình 9 Campuchia là thị trường xuất khẩu trọng điểm của phân bón Việt Nam trong Q1/2024



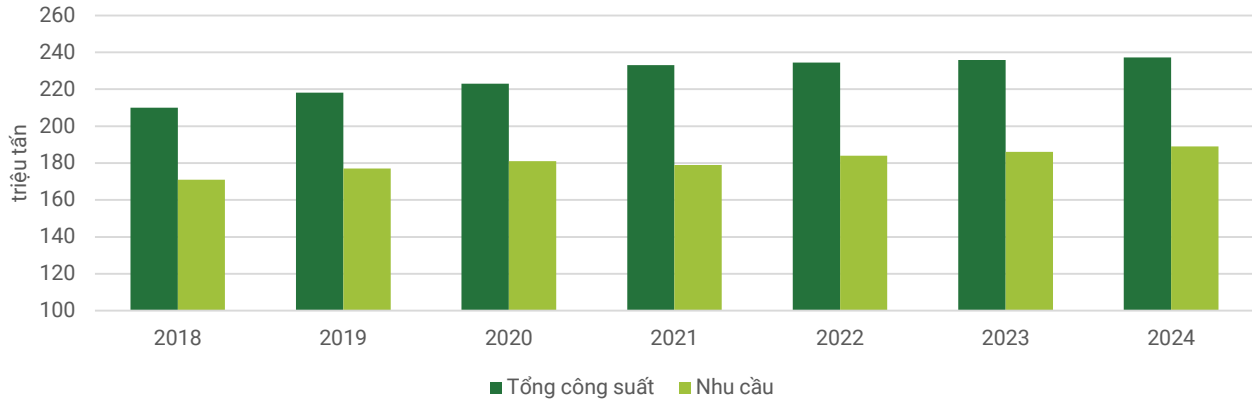
Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Hình 10 Giá trị xuất khẩu phân bón sang 1 số thị trường tăng vượt bậc trong 1Q2024, đặc biệt là Hàn Quốc và Malaysia



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 11 Công suất Urê luôn tăng nhanh hơn Nhu cầu trên thế giới báo hiệu cạnh tranh gay gắt trong tương lai

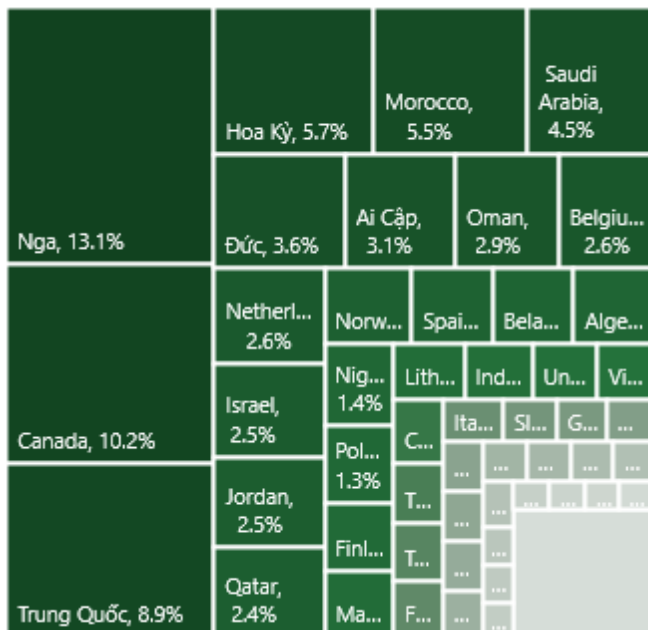


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tuy nhiên, nếu nhìn về dài hạn, xuất khẩu phân bón có thể gặp lại nhiều trở ngại, đặc biệt là mắng Urê, khi vấp phải sự cạnh tranh gay gắt:

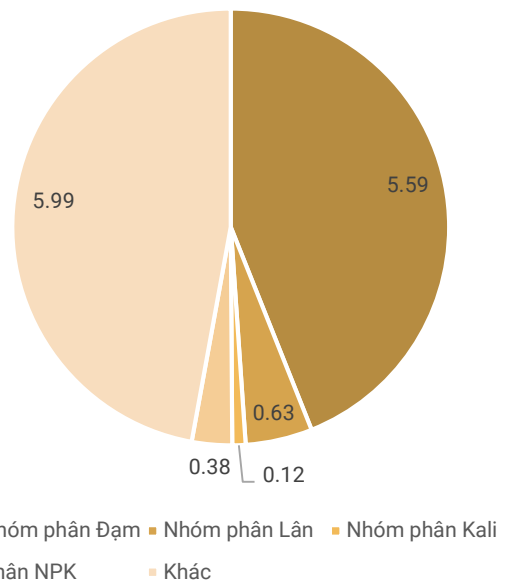
1. Sự quay trở lại của nguồn cung phân bón (phần lớn là phân Đạm, bao gồm Urê,...) từ Trung Quốc ngay khi thị trường nội địa của nước này được bình ổn (ít nhất là sau tháng 4 năm 2024), và điều này có thể diễn ra từ cuối 2024, theo dự đoán của PHS, do nguồn cung và mặt bằng giá khí (đầu vào quan trọng) đã về mức thấp và ổn định kể từ sau khi chiến tranh Ukraine bùng phát.
2. Công suất Urê trên toàn cầu liên tục được mở rộng. Riêng năm 2023, đã có hàng loạt nhà máy mới được đưa vào hoạt động (6 ở Ấn Độ, 3 ở Trung Quốc và 1 ở Bangladesh). Trong khi đó, sản lượng ở châu Âu, đặc biệt là Nga và Ukraine cũng ghi nhận sự tăng trưởng.

Hình 12 Trung Quốc đứng thứ 3 trên thế giới về Giá trị xuất khẩu phân bón (số liệu năm 2022)



Nguồn: BACI, PHS tổng hợp

Hình 13 Trong đó, xuất khẩu của Trung Quốc chủ yếu tập trung vào Nhóm phân Đạm (Urê và các loại khác chứa Nitơ), số liệu năm 2022 (tỷ USD)

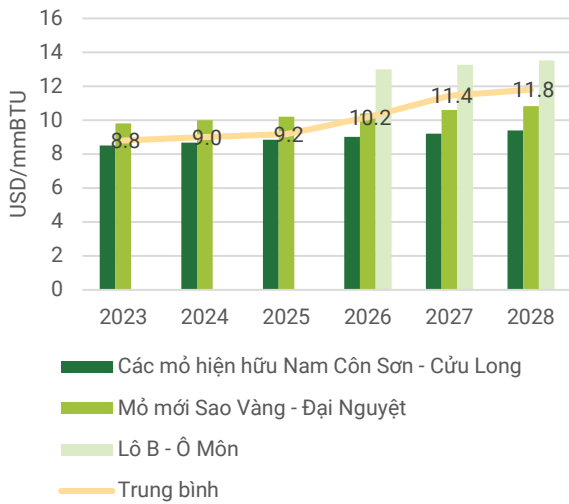


Nguồn: BACI, PHS tổng hợp

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng thị trường tiêu thụ nội địa sẽ gặp phải nhiều thách thức lớn khi diện tích canh tác nông nghiệp ở Đồng bằng Sông Cửu Long sẽ bị thu hẹp đáng kể khi Campuchia tiến hành xây dựng kênh đào Phù Nam (bắt đầu từ cuối năm 2024 và dự kiến hoàn thành trong 2028), khi đó, khu vực này sẽ đối mặt tình trạng ngập mặn nghiêm trọng do lượng nước chảy về Sông Tiền và Sông Hậu có thể giảm đến 50%.

Bên cạnh đó, các doanh nghiệp phân bón lớn, đặc biệt là DPM, sẽ sớm phải đối mặt với giá khí đầu vào cao (so với giai đoạn trước) vì Việt Nam đã bước vào giai đoạn suy giảm khí nghiêm trọng, tỷ trọng khí từ các mỏ giá cao ngày càng lớn và sẽ phải phụ thuộc vào LNG. Điều này có thể bào mòn dần Biên lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất phân bón, đặc biệt là phân Đạm.

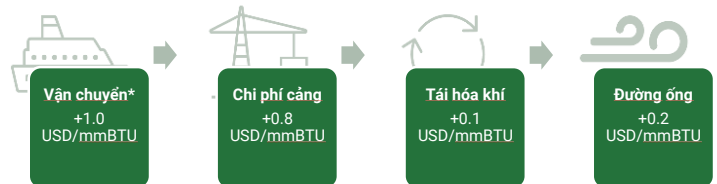
Hình 14 Giá khí trong nước* ngày càng đắt đỏ



(*) Giá đã bao gồm các loại phí đến nhà máy.

Nguồn: ERAV, PHS tổng hợp và dự báo

Hình 15 Trong khi giá nhập khẩu LNG sẽ gánh thêm nhiều chi phí liên quan đến logistics



Nguồn: PHS ước tính

Điểm sáng đáng chú ý là nhóm phân bón có thể hưởng lợi đáng kể từ Luật thuế GTGT sửa đổi (dự kiến có hiệu lực từ 2025), quy định phân bón là mặt hàng chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay. Từ đó, thuế GTGT đầu vào sẽ được khấu trừ, làm giảm đáng kể giá thành sản phẩm, giúp cải thiện biên lợi nhuận cho ngành thêm từ 5 - 6%, bù đắp tốt cho những bất lợi của ngành.

KHUYẾN NGHỊ
NĂM GIỮ

Giá hợp lý	35,300 VND
Giá hiện tại	37,300 VND
Tiềm năng tăng/giảm	-5.0%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

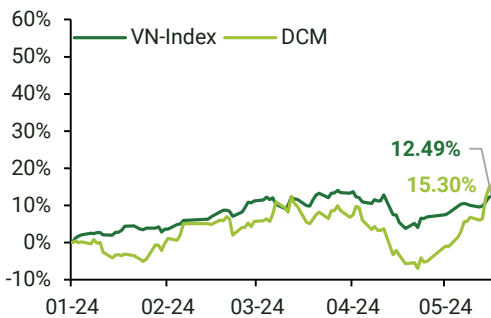
CP đang lưu hành (triệu)	529.4
Free float (triệu)	132.4
Vốn hóa (tỷ VND)	19,667
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	4.4 triệu
Sở hữu nước ngoài (%)	10.74%
Ngày niêm yết đầu tiên	31/03/2015

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

PetroVietnam	75.6%
PVCB Capital	5.0%
CTBC Vietnam Equity Fund	2.2%
Norges Bank	1.8%
Khác	15.5%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	2,313
BVPS (VND)	19,381
Nợ/VCSH (%)	14%
ROA (%)	8.0%
ROE (%)	12.0%
P/E	14.9
P/B	1.8
Tỷ suất cổ tức (%)	8.7%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), được thành lập từ năm 2011. Công ty chủ yếu sản xuất phân urê, và phân phối tại khu vực Đông Nam Bộ, Miền Tây và Đồng bằng sông Cửu Long cũng như xuất khẩu sang các thị trường Châu Á. DCM sở hữu một nhà máy sản xuất phân đạm công suất 800,000 tấn/năm và gián tiếp sở hữu một nhà máy đóng gói, một nhà máy sản xuất phân urê humate,...

CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU

- Trong 1Q2024, DCM ghi nhận Doanh thu thuần đi ngang, tuy nhiên LN gộp và LNST tăng mạnh lần lượt 24% YoY và 52% YoY nhờ phần lớn tài sản cố định hết khấu hao từ Q4/2023.
- Kết quả kinh doanh có thể chậm đi trong các quý còn lại do nhu cầu giảm ở Vụ Mùa và Vụ Hè Thu, đồng thời phải cạnh tranh với nguồn cung tăng lên từ Trung Quốc (có thể nới lỏng hạn chế xuất khẩu).
- Việc đưa phân bón thành mặt hàng chịu thuế GTGT và Cấu trúc tài chính lành mạnh là những điểm sáng của DCM trong thời gian tới
- Khuyến nghị của chúng tôi là **NĂM GIỮ** với tiềm năng tăng giá -5%

Dự phóng: Chúng tôi ước tính doanh thu của công ty sẽ tăng nhẹ và đạt 12.9 nghìn tỷ đồng (+3.0% YoY) trong năm 2024 nhờ doanh thu tăng thêm từ việc mua lại Phân bón Hàn - Việt (KVF), tương ứng với mức tiêu thụ NPK dự kiến tăng thêm 100 nghìn tấn. Trong khi đó, LN gộp và LNST có thể tăng đáng kể lần lượt 9.7% YoY và 11.6% YoY lên mức 2,230 tỷ đồng và 1,238 tỷ đồng trong 2024, đó là nhờ Biên LN gộp được mở rộng do phần lớn tài sản cố định liên quan đến nhà máy Urê đã hết khấu hao. Theo đó, chúng tôi dự đoán Biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ từ 16% ở năm 2023 lên 17% trong 2024F và 19% trong 2025F (chủ yếu nhờ việc áp dụng Luật thuế GTGT mới).

Điểm nhấn đầu tư:

(1) Nhóm phân bón có thể hưởng lợi đáng kể từ Luật thuế GTGT sửa đổi (dự kiến có hiệu lực từ 2025), quy định phân bón là mặt hàng chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay. Từ đó, thuế GTGT đầu vào sẽ được khấu trừ, làm giảm đáng kể giá thành sản phẩm, giúp cải thiện biên lợi nhuận cho DCM thêm từ 5 - 6%.

(2) Cơ cấu tài chính rất ít nợ vay và dòng tiền mạnh giúp công ty duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong những năm tới (20% vào năm 2024F và 19% trong 2025F). Công ty cũng tập trung đầu tư vào các dự án sản xuất hóa chất mới để đa dạng hóa danh mục sản phẩm cũng như tạo ra các động lực tăng trưởng mới.

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 35,300 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với mức tăng giá tiềm năng là -5%. Định giá của chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của dòng tiền sau năm 2028 là 0% (g=0%) do thị trường phân bón nội địa bị phân mảnh và tiến gần đến trạng thái bão hòa mà không có động lực tăng trưởng mới.

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023A	2024F	2025F
Tiêu thụ Urê (nghìn tấn)	818	880	866	883	891
Tiêu thụ NPK (nghìn tấn)	38	84	139	250	300
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,870	15,925	12,571	12,944	11,894
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	2,781	5,703	2,032	2,230	2,252
LNST (tỷ VND)	1,826	4,321	1,110	1,238	1,272
Biên LN ròng (%)	18.50%	27.13%	8.83%	9.57%	10.70%
Giá trị sổ sách (VND/cp)	14,126	20,033	18,820	18,926	19,409
Cổ tức (VND)	800	1,800	3,000	2,000	1,900

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7,561	9,870	15,925	12,571	12,944	11,894
Giá vốn hàng bán	(6,244)	(7,089)	(10,221)	(10,539)	(10,713)	(9,643)
Lợi nhuận gộp	1,317	2,781	5,703	2,032	2,230	2,252
Chi phí bán hàng	(369)	(420)	(698)	(801)	(649)	(592)
Chi phí QLDN	(304)	(528)	(653)	(549)	(536)	(523)
Lợi nhuận từ HĐKD	643	1,832	4,353	683	1,046	1,136
Lợi nhuận tài chính	128	168	301	577	260	287
Chi phí lãi vay	(43)	(19)	(10)	(10)	(22)	(23)
Lợi nhuận trước thuế	717	1,956	4,596	1,255	1,304	1,414
Lợi nhuận sau thuế	662	1,826	4,321	1,110	1,238	1,272
LNST của cổ đông Công ty mẹ	661	1,823	4,316	1,109	1,236	1,269
Cân đối kế toán	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài Sản Ngắn Hạn	3,978	7,276	11,624	13,504	12,784	12,881
Tiền và tương đương tiền	510	428	2,126	2,284	2,104	2,114
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,302	4,362	6,812	8,242	7,802	7,862
Phải thu ngắn hạn	45	45	1	199	69	75
Hàng tồn kho	834	2,204	2,283	2,161	2,338	2,308
Tài sản ngắn hạn khác	287	238	403	619	470	522
Tài Sản Dài Hạn	4,739	3,796	2,543	1,733	2,304	2,230
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	3,955	3,406	2,207	1,600	2,019	1,976
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	761	66	33	88	62	62
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	23	324	303	45	223	191
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	8,717	11,072	14,167	15,238	15,088	15,111
Nợ phải trả	2,391	3,594	3,561	5,275	5,068	4,836
Nợ ngắn hạn	2,050	3,187	2,874	4,517	4,112	3,882
Nợ dài hạn	341	407	687	757	956	954
Vốn chủ sở hữu	6,326	7,478	10,605	9,963	10,020	10,275
Vốn góp	5,294	5,294	5,294	5,294	5,294	5,294
Lợi ích cổ đông thiểu số	26	27	29	28	29	30
Tổng nguồn vốn	8,717	11,072	14,167	15,238	15,088	15,111

Lưu chuyển tiền tệ	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,781	2,569	5,732	2,313	1,153	1,372
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(461)	(2,102)	(2,385)	(1,469)	(278)	(367)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,280)	(549)	(1,631)	(754)	(1,055)	(995)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	39	(82)	1,716	90	(180)	10
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	471	510	428	2,126	2,284	2,104
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	510	428	2,126	2,284	2,104	2,114
Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tăng trưởng						
Doanh thu	7.4%	30.5%	61.3%	-21.1%	3.0%	-8.1%
Lợi nhuận sau thuế	54.9%	175.7%	136.6%	-74.3%	11.6%	2.7%
Tổng tài sản	-14.3%	27.0%	28.0%	7.6%	-1.0%	0.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	3.6%	18.2%	41.8%	-6.1%	0.6%	2.5%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	17.4%	28.2%	35.8%	16.2%	17.2%	18.9%
Tỷ suất EBIT	8.5%	18.6%	27.3%	5.4%	8.1%	9.6%
Tỷ suất EBITDA	25.9%	32.6%	36.1%	14.0%	10.6%	12.5%
Tỷ suất lãi ròng	8.8%	18.5%	27.1%	8.8%	9.6%	10.7%
ROA	7.6%	16.5%	30.5%	7.3%	8.2%	8.4%
ROE	10.5%	24.4%	40.7%	11.1%	12.4%	12.4%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	2	2	0	6	2	2
Số ngày tồn kho	49	113	82	75	80	87
Số ngày phải trả	41	41	37	69	48	47
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.94	2.28	4.04	2.99	3.11	3.32
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.40	1.54	3.14	2.39	2.44	2.61
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	27.4%	32.5%	25.1%	34.6%	33.6%	32.0%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	13.0%	9.3%	0.0%	8.5%	8.5%	8.5%
Vay ngắn hạn/VCSH	10.8%	9.2%	0.0%	8.5%	6.5%	6.6%
Vay dài hạn/VCSH	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	1.9%

(Nguồn: PHS tổng hợp)

KHUYẾN NGHỊ
NĂM GIỮ

Giá hợp lý	33,700 VND
Giá hiện tại	35,100 VND
Tiềm năng tăng/giảm	-4.0%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

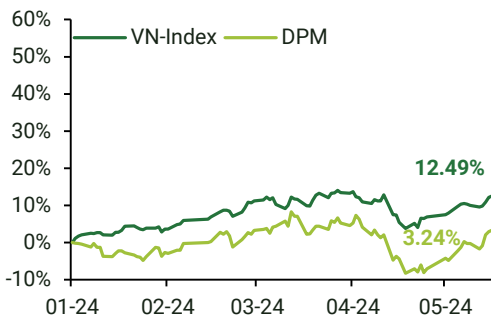
CP đang lưu hành (triệu)	391.3
Free float (triệu)	176
Vốn hóa (tỷ VND)	13,755
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	2.8 triệu
Sở hữu nước ngoài (%)	10.3%
Ngày niêm yết đầu tiên	05/11/2007

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

PetroVietnam	59.6%
Agrimex Nghệ An	4.1%
Egdbaston Asian Equity Trust	3.9%
CTBC Vietnam Equity Fund	2.7%
Khác	29.8%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	1,372
BVPS (VND)	29,711
Nợ/VCSH (%)	0%
ROA (%)	3.8%
ROE (%)	4.6%
P/E	24.7
P/B	1.1
Tỷ suất cổ tức (%)	20.9%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Được thành lập vào năm 2003, Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) sản xuất phân urê cho thị trường trong nước và Châu Á. Công ty sở hữu một nhà máy urê công suất 800 tấn/năm và một nhà máy NPK sản xuất 250 tấn/năm. DPM còn cung cấp các loại phụ gia hóa chất như NH₃ và UFC85/Formalin,...

TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ

- Trong 1Q2024, DPM ghi nhận Doanh thu thuần và LNST đi ngang so với cùng kỳ dù mảng kinh doanh Urê trong quý này có nhiều khởi sắc với sản lượng và giá bán tăng lần lượt 15% YoY và 2% YoY.
- Kết quả kinh doanh có thể chậm đi trong các quý còn lại do nhu cầu giảm ở Vụ Mùa và Vụ Hè Thu, đồng thời phải cạnh tranh với nguồn cung tăng lên từ Trung Quốc (có thể nới lỏng hạn chế xuất khẩu).
- Việc đưa phân bón thành mặt hàng chịu thuế GTGT và Cấu trúc tài chính lành mạnh là những điểm sáng của DPM trong thời gian tới
- Khuyến nghị của chúng tôi là **NĂM GIỮ** với tiềm năng tăng giá -4%

Dự phóng: Chúng tôi ước tính doanh thu của công ty sẽ tăng nhẹ (+2.6% YoY) và đạt 13.9 nghìn tỷ đồng trong 2024F với giả định mức tiêu thụ Urê tương đương với năm 2023 vì do nhu cầu giảm ở vụ Mùa và Vụ Hè Thu và có thể gặp phải cạnh tranh từ sự trở lại của Trung Quốc. Tuy nhiên, LN gộp và LNST sẽ có nhiều chuyển biến tích cực, đặc biệt là nhờ biên LN gộp của mảng NPK sẽ tăng theo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ (dự kiến +10% YoY). Theo đó, PHS dự báo Biên LN gộp sẽ tăng lên mức 15% trong 2024F và 19% trong 2025F (chủ yếu nhờ việc áp dụng Luật thuế GTGT mới).

Điểm nhấn đầu tư:

(1) Nhóm phân bón có thể hưởng lợi đáng kể từ Luật thuế GTGT sửa đổi (dự kiến có hiệu lực từ 2025), quy định phân bón là mặt hàng chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay. Từ đó, thuế GTGT đầu vào sẽ được khấu trừ, làm giảm đáng kể giá thành sản phẩm, giúp cải thiện biên lợi nhuận cho DPM thêm từ 5 - 6%.

(2) Cơ cấu tài chính rất ít nợ vay và dòng tiền mạnh giúp công ty duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong những năm tới (20% vào năm 2024F và khoảng 14% vào năm 2025F). Công ty cũng tập trung đầu tư vào các dự án sản xuất hóa chất mới để đa dạng hóa danh mục sản phẩm cũng như tạo ra các động lực tăng trưởng mới.

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 33,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với mức tăng giá tiềm năng là -4%. Định giá của chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của dòng tiền sau năm 2028 là 0% (g=0%) do thị trường phân bón nội địa bị phân mảnh và tiến gần đến trạng thái bão hòa mà không có động lực tăng trưởng mới.

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023A	2024F	2025F
Tiêu thụ Urê (nghìn tấn)	749	791	879	879	825
Tiêu thụ NPK (nghìn tấn)	151	129	138	152	155
Doanh thu thuần (tỷ VND)	12,786	18,627	13,569	13,922	12,049
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	4,786	7,838	1,652	2,121	2,272
LNST (tỷ VND)	3,172	5,585	530	727	1,074
Biên LN ròng (%)	24.8%	30.0%	3.9%	5.2%	8.9%
Giá trị sổ sách (VND/cp)	27,317	35,759	29,443	29,297	30,502
Cổ tức (VND)	1,400	5,000	7,000	2,000	1,400

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7,762	12,786	18,627	13,569	13,922	12,049
Giá vốn hàng bán	(6,032)	(8,001)	(10,789)	(11,917)	(11,801)	(9,777)
Lợi nhuận gộp	1,730	4,786	7,838	1,652	2,121	2,272
Chi phí bán hàng	(655)	(818)	(978)	(848)	(934)	(796)
Chi phí QLDN	(409)	(425)	(556)	(502)	(576)	(468)
Lợi nhuận từ HĐKD	666	3,543	6,304	301	611	1,008
Lợi nhuận tài chính	180	176	365	458	264	288
Chi phí lãi vay	(88)	(69)	(65)	(51)	(2)	(3)
Lợi nhuận trước thuế	848	3,799	6,606	691	885	1,312
Lợi nhuận sau thuế	702	3,172	5,585	530	727	1,074
LNST của cổ đông Công ty mẹ	691	3,117	5,565	519	703	1,047
Cân đối kế toán	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài Sản Ngắn Hạn	6,314	9,520	13,579	9,565	10,193	10,650
Tiền và tương đương tiền	2,029	2,524	2,084	1,242	1,245	2,228
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,185	3,455	6,880	5,385	4,846	4,846
Phải thu ngắn hạn	223	263	235	432	348	286
Hàng tồn kho	1,468	2,776	3,871	1,911	3,273	2,795
Tài sản ngắn hạn khác	409	502	509	595	480	495
Tài Sản Dài Hạn	4,986	4,398	4,120	3,744	3,449	3,223
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	4,283	3,717	3,255	2,988	2,725	2,495
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	153	174	219	261	191	200
Đầu tư tài chính dài hạn	44	45	42	33	41	40
Tài sản dài hạn khác	505	463	604	461	492	488
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	11,300	13,918	17,699	13,309	13,642	13,873
Nợ phải trả	3,052	3,205	3,681	1,764	2,154	1,914
Nợ ngắn hạn	2,026	2,152	2,996	1,484	1,875	1,634
Nợ dài hạn	1,026	1,053	686	280	279	280
Vốn chủ sở hữu	8,247	10,713	14,017	11,545	11,488	11,960
Vốn góp	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
Lợi ích cổ đông thiểu số	163	198	186	175	197	223
Tổng nguồn vốn	11,300	13,918	17,699	13,309	13,642	13,873

Lưu chuyển tiền tệ	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	787	2,516	4,961	945	275	1,697
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,066)	(1,319)	(3,227)	1,676	512	(112)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(669)	(702)	(2,177)	(3,463)	(784)	(603)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(948)	495	(442)	(842)	4	983
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2,977	2,029	2,524	2,084	1,242	1,245
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2,029	2,524	2,084	1,242	1,245	2,228
Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tăng trưởng						
Doanh thu	1.02%	64.73%	45.68%	-27.15%	2.60%	-13.46%
Lợi nhuận sau thuế	80.43%	352.03%	76.10%	-90.51%	37.17%	47.84%
Tổng tài sản	-1.23%	23.17%	27.17%	-24.80%	2.50%	1.69%
Tổng vốn chủ sở hữu	1.05%	29.90%	30.84%	-17.64%	-0.49%	4.10%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	22.29%	37.43%	42.08%	12.17%	15.24%	18.86%
Tỷ suất EBIT	8.58%	27.71%	33.84%	2.22%	4.39%	8.37%
Tỷ suất EBITDA	15.66%	31.91%	36.61%	5.19%	6.92%	11.14%
Tỷ suất lãi ròng	9.04%	24.80%	29.98%	3.90%	5.22%	8.92%
ROA	6.21%	22.79%	31.56%	3.98%	5.33%	7.74%
ROE	8.51%	29.60%	39.84%	4.59%	6.33%	8.98%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	10	8	5	12	9	9
Số ngày tồn kho	89	127	131	59	101	104
Số ngày phải trả	27	35	29	24	29	29
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.12	4.42	4.53	6.44	5.44	6.52
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.22	2.96	3.10	4.79	3.48	4.56
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.27	0.23	0.21	0.13	0.16	0.14
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.13	0.08	0.05	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.02	0.02	0.01	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.10	0.07	0.04	-	-	-

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thiện Nhân, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Fax: (84-28) 5 413 5472

Customer Service: 1900 25 23 58

Call Center: (84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung

Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,

Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác,

Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú,

Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận

Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,

Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801