

Vài nét về doanh nghiệp

DCM là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất phân bón. Hiện nay sản phẩm chủ lực của DCM là phân Urê hạt đục với hệ thống phân phối chủ lực tại Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, Campuchia và các thị trường xuất khẩu khác như Đông Nam Á, Nam Á, Mỹ Latinh.. Các sản phẩm khác của công ty phân bón NPK và phân bón hữu cơ cao cấp với hàm lượng dinh dưỡng cao, ứng dụng công nghệ hiện đại.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu

42.989

Tiềm năng tăng giá

16%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Phân bón
Thị giá (04/09/2024)	37.050
Biến động 1 năm	25,6-40,7
KLGD bình quân 52T	4.457.512
Vốn hóa (Tỷ đồng)	19.614
P/E	13,4x
P/B	2,0x
%NN sở hữu	7,4%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
DCM	5%	29%	30%
VNindex	-0,02%	2,9%	3,1%

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>

KQKD TÍCH CỰC ĐƯỢC ĐÓNG GÓP BỜ MẢNG NPK VÀ NHÀ MÁY URÊ HẾT KHẤU HAO

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **42.989 đồng/cp**.

CẬP NHẬT KQKD:

DCM ghi nhận KQKD Q2 tăng trưởng cả chỉ tiêu doanh thu và LNST. Doanh thu tăng trưởng nhờ đóng góp mảng NPK và mảng phân bón nhập khẩu tăng trưởng cả sản lượng và giá bán. Riêng doanh thu mảng Urê đi ngang dù giá bán tăng, nhưng sản lượng lại suy giảm.

LNST Q2 tăng trưởng nhờ biên LN gộp cải thiện nhờ chi phí khấu hao và đóng góp khoản lãi tài chính 167 tỷ đồng từ hoạt động M&A và KVF.

Lũy kế 6T.2024, DCM ghi nhận KQKD các chỉ tiêu DT và LNST đều tăng trưởng so với cùng kỳ. KH LNST 2024 của DCM 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 kỳ vọng sẽ được điều chỉnh sang mức chịu thuế 5%.

Giá khí đầu vào năm 2024 ước tính tăng nhẹ (+1% yoy) do sự hỗ trợ tích cực của điều kiện thời tiết trong bối cảnh giá dầu được dự báo tăng 2% so với cùng kỳ.

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.

Triển vọng tăng trưởng dài hạn đóng góp bởi mảng NPK.

Nhà máy Urê hết khấu hao kể từ quý IV.2023 sẽ thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp từ năm 2024.

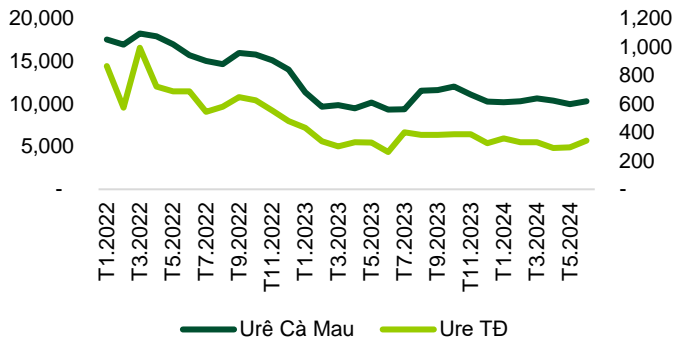
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	15.925	12.571	13.149	12.971
LNST	4.321	1.110	1.540	1.593
Tăng trưởng DT	61%	-21%	5%	-1%
Tăng trưởng LNST	137%	-74%	39%	1%
Nợ/TTS (%)	0%	6%	2%	2%
TS LN gộp (%)	36%	16%	21%	22%
ROE – TTM (%)	41%	11%	14%	13%
EPS - TTM (đồng)	7.703	1.790	2.298	2.356
P/E	3,8	21,0	18,7	18,2
P/B	1,5	2,0	2,2	2,0

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q2.2024
Tóm tắt biến động kinh doanh Q2.2024 và lũy kế 1H.2024

Tiêu chí	Q2.2024	% YOY	6T.2024	%YOY	KH 2024 của DCM	% KH năm	2024F VCBS	Nguyên nhân
Giá Urê Trung đông (USD/tấn)	309	1%	324	-2%	N/A	N/A	320	Giá phân bón Trung Đông ghi nhận mức tăng nhẹ 1% yoy, chủ yếu do: <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. 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.
Giá Urê Cà Mau (VND/kg)	10	5%	10	-1%	N/A	N/A	10	Giá phân Urê CM vẫn ở mức thấp: Mặc dù giá dầu thế giới vẫn duy trì mức trên 85 USD/thùng, tuy nhiên diễn biến giá phân Urê ở thị trường trong nước vẫn ở mức thấp và có dấu hiệu tăng nhẹ kể từ T6.2024. Nhu cầu và giá bán nông sản tăng cao đã hỗ trợ giá bán các loại phân bón tăng trong Quý 2.
Sản lượng Urê tiêu thụ (nghìn tấn)	192	-12%	453	3%	749	61%	890	Doanh thu mảng Urê Q2.2024 giảm 8% so với cùng kỳ chủ yếu do sản lượng giảm so với cùng kỳ (chủ yếu ở sản lượng xuất khẩu) mặc dù giá phân bón tăng 5% yoy chủ yếu do: <ol style="list-style-type: none"> Sản lượng xuất khẩu giảm 17% yoy do nguồn cung Thế giới dư thừa, nhu cầu thấp do trái vụ. Sản lượng tiêu thụ nội địa giảm 11% yoy do nhu cầu phân bón trong nước diễn biến chậm trong quý 2 do vụ hè thu đến chậm.
Doanh thu	3.863	17%	6.607	10%	11.878	56%	13.149	Doanh thu Q2 tăng trưởng nhờ đóng góp doanh thu mảng NPK (+) nhờ sản lượng tăng 42% yoy, giá bán tăng 24% yoy và mảng phân bón nhập khẩu, trong khi doanh thu mảng Urê giảm 8% so với cùng kỳ.
LNST	570	97%	919	70%	795	116%	1.540	LNST tăng mạnh chủ yếu do chi phí khấu hao đã giảm 83%, bù đắp cho mức tăng của giá khí đầu vào. Bên cạnh đó tăng trưởng LNST còn đóng góp bởi khoản lãi tài chính 167 tỷ khả năng đến từ hoạt động M&A vào KVF. Việc mua lại KVF vào tháng 4 đã giúp DCM tăng gấp đôi công suất NPK, đóng góp tích cực vào kết quả tăng trưởng sản lượng tiêu thụ NPK trong Quý 2 của DCM. Nếu loại lợi nhuận bất thường này, quý 2 DCM đạt 403 tỷ lợi nhuận tăng 39% so với cùng kỳ.
BLNG	16%	5%	20%	4%	N/A	N/A	21%	BLNG tăng chủ yếu do biên gộp mảng Urê cải thiện so với cùng kỳ do giá bán Urê tăng và tỷ trọng sản lượng Urê tiêu thụ nội địa tăng so với cùng kỳ trong khi giá bán Urê trong nước cao hơn giá xuất khẩu.

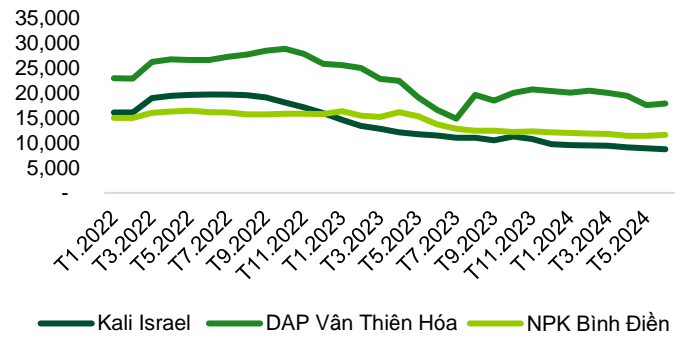
Nguồn: DCM, VCBS tổng hợp và ước tính

Hình 1: Biến động giá Urê Thế giới và Urê Cà Mau



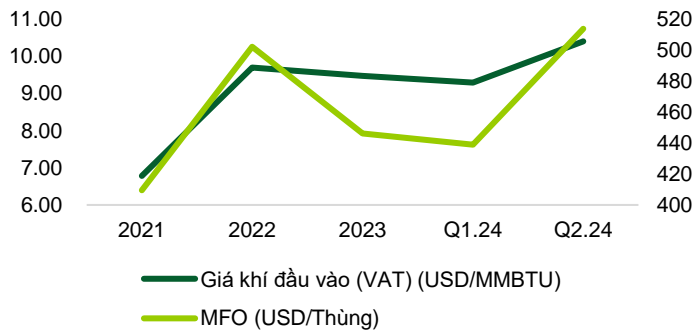
Nguồn: Bloomberg, Agronmonitor, VCBS tổng hợp

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



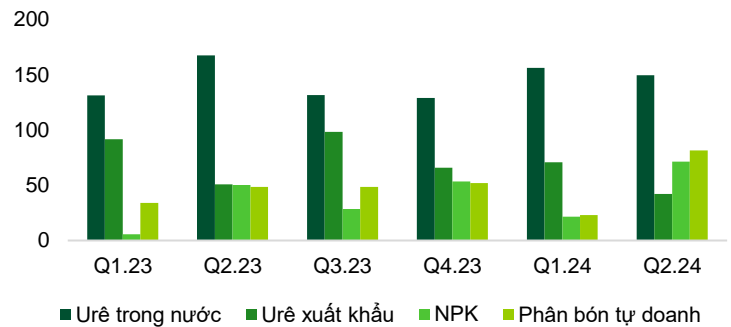
Nguồn: Agronmonitor, VCBS tổng hợp

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



Nguồn: Bloomberg, DCM, VCBS tổng hợp

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



Nguồn: DCM, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

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

Giá khí đầu vào năm 2024 ước tính tăng nhẹ (+1% yoy) do sự hỗ trợ tích cực của điều kiện thời tiết trong bối cảnh giá dầu được dự báo tăng 2% so với cùng kỳ.

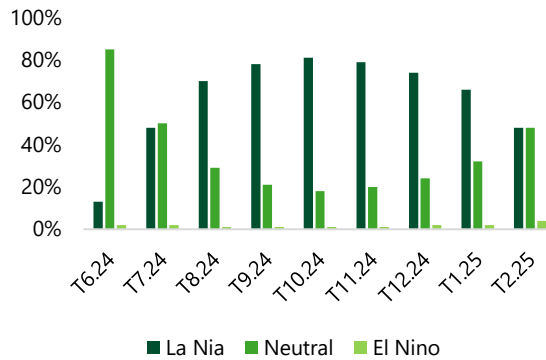
Quốc hội xem xét, cho ý kiến tại kỳ họp thứ 7 (giữa năm 2024) và thông qua tại kỳ họp thứ 8 (cuối năm 2024), có hiệu lực từ năm 2025.

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 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.

Bên cạnh đó, theo dự báo của IRI sau khi El-Nino sẽ tạo đỉnh trong tháng 11/2023, bắt đầu suy yếu trong Q1, đi vào pha trung tính từ Q2 và sẽ chuyển sang La nina trong 2H.2024. Tiền đề này kỳ vọng sẽ tạo môi trường thuận lợi hơn cho các nhà máy thủy điện so với 2023, giảm sản lượng huy động điện khí.

Hình 5: Xác suất xảy ra El Nino năm 2024



Nguồn: IRI, VCBS tổng hợp

Theo đó, chúng tôi giả định giá khí đầu vào trung bình của DCM năm 2024 sẽ tăng 1% yoy theo biến động của giá dầu với tỷ trọng nguồn khí mua bổ sung từ Petronas sẽ giảm từ mức 45% năm 2023 xuống mức 44% năm 2024 do tác động của La Nina làm sản lượng huy động điện khí sụt giảm. Tuy nhiên tỷ lệ này sẽ tăng dần lên 46% khi nhu cầu khí ngày càng tăng trong bối cảnh nguồn cung khí đang giảm dần như đã trình bày trong Báo cáo triển vọng 2H.2024 của VCBS.

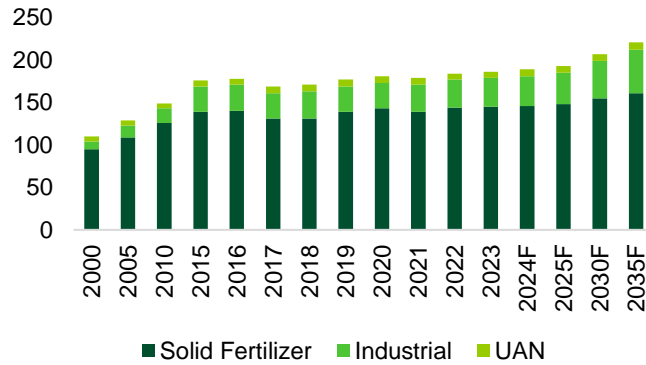
Dự phóng giá khí đầu vào	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Brent oil (USD/thùng)	82,4	84	80	80	80	80
MFO (USD/tấn)	453	462	440	440	440	440
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	7,53	7,62	7,31	7,36	7,73*	7,73*
Cước phí vận chuyển (USD/MMBTU)	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Giá khí (bao gồm VAT)	9,48	9,59	9,24	9,30	9,70	9,70
+/- yoy	-2%	1%	-4%	1%	4%	0%

Nguồn: VCBS dự phóng, *Nghị quyết số 663/HĐTV-DKVN thay đổi công thức tính giá khí mua từ Petronas kể từ 1/1/2027-31/12/2031

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.

- **Nguồn cung Urê Thế giới ổn định, được dự báo 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 6: Nhu cầu sử dụng phân bón trực tiếp



Nguồn: Fertecon, VCBS tổng hợp

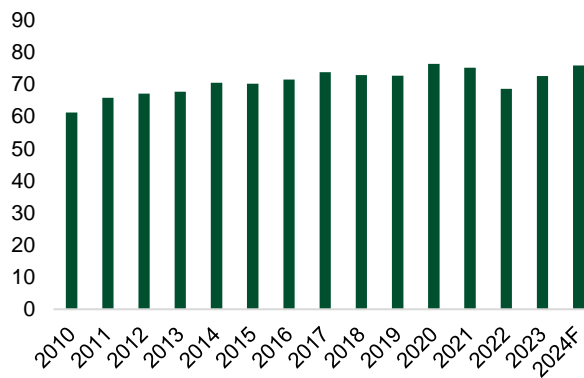
- (1) **Triển vọng xuất khẩu trở lại của Trung Quốc vẫn chưa rõ ràng:** Nhu cầu Urê của Trung Quốc trong lĩnh vực nông nghiệp đang tăng cao hơn kỳ vọng của thị trường nhờ áp dụng công nghệ tưới tiêu hiện đại và tăng diện tích cây trồng. Nguồn cung trong nước thất chặt, lượng tồn kho thấp và nhu cầu tăng 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 thất chặt nguồn cung:** Các nhà sản xuất Ai Cập phải đóng cửa các máy hoặc giảm công suất sản xuất Urê do thiếu nguồn cung khí đốt khiến tổng sản lượng sản xuất vẫn ở dưới mức thông thường do các vấn đề về cung cấp khí đốt vẫn đang tiếp diễn.
- **Nhu cầu tiêu thụ phân bón Thế giới 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.

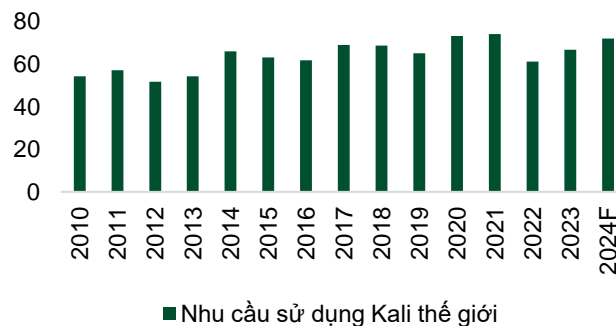
Hình 7: Nhu cầu sử dụng DAP thế giới



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 8: Nhu cầu sử dụng Kali thế giới



Nguồn: Mosaic, VCBS tổng hợp

Trong nước: 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.

Thị trường NPK Việt Nam: Dự báo năm 2024, tiêu thụ và sản xuất NPK tăng, với tiêu thụ tăng 11-15% lên 2,9-3 triệu tấn và sản xuất tăng 1-3% lên 2,63-2,65 triệu tấn.

Triển vọng tăng trưởng dài hạn đóng góp bởi mảng NPK

Ngày 17/5/2024, PVCFC đã hoàn thành giao dịch mua 100% phần vốn góp tại Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt (KVF). Điều này mang lại những lợi thế nhất định cho DCM bao gồm:

- (1) năng lực sản xuất phân NPK tăng 120% lên mức 660 nghìn tấn/năm.
- (2) Nhà máy NPK của KVF có lợi thế gần cảng, thuận tiện việc mở rộng thị trường đến các khu vực xa hơn như Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên.
- (3) Giảm chi phí lưu kho và gia tăng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK và các sản phẩm tự doanh của DCM khi KVF có kho bãi lớn. Điều này sẽ tạo lợi thế cạnh tranh trong giá bán cho các sản phẩm NPK của DCM do nguyên liệu đầu vào chiếm đến 85% giá thành sản xuất NPK và đa số phải nhập khẩu (Kali, DAP).

Nhà máy Urê hết khấu hao kể từ quý IV.2023 sẽ thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp từ năm 2024

(Đã cập nhật trong báo cáo ngày 30/10/2023)

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả 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)	9.800	9.500	-3%	9.000	-5%	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)	110.000	200.000	82%	240.000	20%	Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ NPK của DCM sẽ tăng từ mức 200 nghìn tấn trong năm 2024 khi nhà máy NPK của KVF đi vào hoạt động lên mức 350 nghìn tấn trong năm 2028.
Giá bán (đồng/kg)	14.280	12.000	-18%	11.400	-5%	Chúng tôi dự báo giá bán NPK năm 2024 sẽ giảm về mức 12.000 đồng/kg (-18,0% 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 10.000 – 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 **42.989 đồng/cp**, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và FCFE với tỷ trọng 50/50.

Giá 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	42.340	50%
FCFE	43.637	50%
Giá trị hợp lý	42.989 đồng/cp	

Định giá bằng FCFE:

FCFE: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	1.537	1.554	1.556	1.746	1.838
Chi phí phi tiền mặt	218	180	188	193	196
Đầu tư TSCĐ	-68	-72	-78	-83	-75
Đầu tư Vốn lưu động	-233	105	144	-113	41
Vay nợ ròng	-546	0	0	0	0
FCFE	908	1.767	1.809	1.744	2.000
NPV giai đoạn 2024-2028F					7.777
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1,5%)					13.209
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng					2.116
Giá trị VCSH					23.101
Số lượng CPLH (tr.cp)					529
Định giá					43.637

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	1.537	1.554	1.556	1.746	1.838

Chi phí phi tiền mặt	218	180	188	193	196
Lãi vay sau thuế	11	11	11	11	11
Đầu tư TSCĐ	-68	-72	-78	-83	-75
Đầu tư Vốn lưu động	-233	105	144	-113	41
FCFF	1.465	1.778	1.820	1.754	2.011
NPV giai đoạn 2024-2028F					7.520
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1,5%)					13.628
Tổng giá trị doanh nghiệp					21.148
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng					2.116
Vay nợ ròng					849
Giá trị VCSH					22.415
Số lượng CPLH (tr.cp)					529
Định giá					42.340

RỦI RO ĐẦU TƯ

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

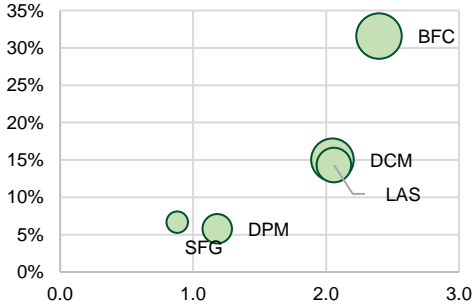
Giá khí nguyên liệu biến động mạnh làm gia tăng chi phí sản xuất phân bón, kéo theo giá thành bị đội lên trong bối cảnh giá nông sản không tăng tương ứng, tiêu thụ khó khăn sẽ khiến nông dân cắt giảm đầu tư cho sản xuất từ đó khiến sức mua giảm, tồn kho tăng cao. Nhu cầu tiêu thụ nội địa gặp nhiều khó 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

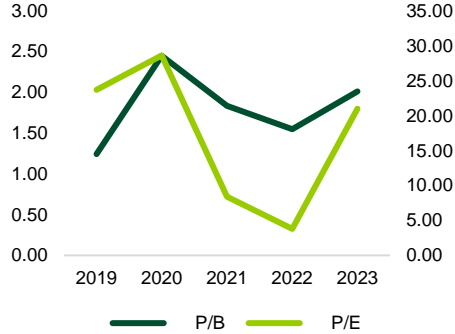
Khả năng xuất khẩu Urê trở lại của Trung Quốc vẫn chưa rõ ràng có thể ảnh hưởng mạnh tới xu hướng giá phân bón trong bối cảnh nguồn cung dư thừa và nhu cầu phân bón toàn cầu đang tăng trưởng chậm lại.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

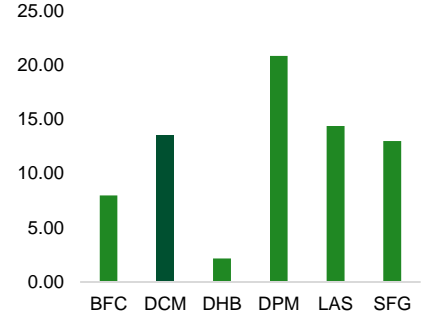
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

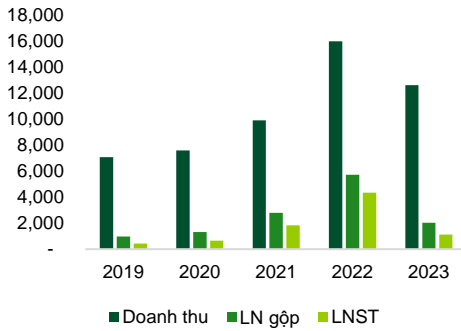


P/E ngành

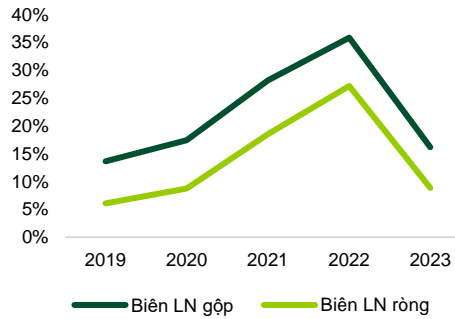


KẾT QUẢ KINH DOANH

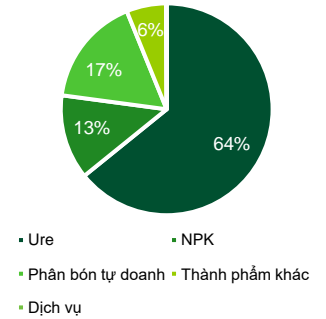
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

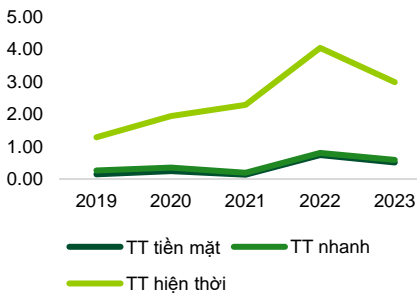


Cơ cấu doanh thu

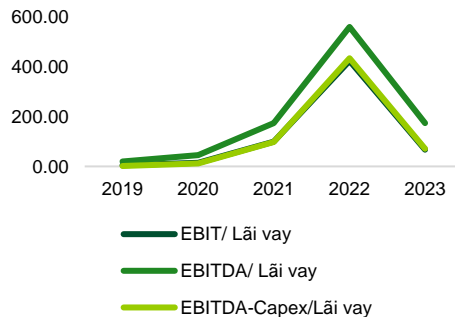


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

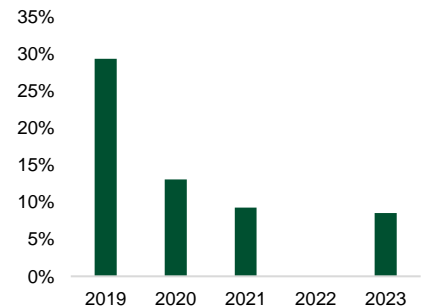
Khả năng thanh toán



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	9.870	15.925	12.571	13.149	12.971
- Giá vốn hàng bán	7.089	10.221	10.539	10.346	10.117
Lợi nhuận gộp	2.781	5.703	2.032	2.803	2.854
- Chi phí bán hàng	420	698	801	837	826
- Chi phí quản lí DN	528	653	549	587	593
Lợi nhuận HDKD	1.955	4.593	1.232	1.711	1.770
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-	1	2	3	4
- Lợi nhuận khác	2	3	22	-	-
EBIT	1.975	4.607	1.265	1.723	1.782
- Chi phí lãi vay	19	10	10	12	12
LNTT	1.956	4.596	1.255	1.711	1.770
- Thuế TNDN	138	270	146	171	212
LNST	1.826	4.321	1.110	1.540	1.557
- Lợi ích CĐTS	3	5	1	3	3
LNST CĐ CT Mẹ	1.823	4.316	1.109	1.537	1.554
EPS (đ)	3.073	7.703	1.790	2.298	2.356
EBITDA	1.818	4.460	721	1.656	1.710
Tăng trưởng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	31%	61%	-21%	5%	-1%
LN HDKD	176%	135%	-73%	39%	3%
LN Hợp nhất	173%	135%	-73%	36%	3%
LNST	176%	137%	-74%	39%	1%
EBIT	160%	133%	-73%	36%	3%
EPS	146%	151%	-77%	28%	2%
Tổng tài sản	27%	28%	8%	0%	6%
Nợ vay	50%	-1%	48%	-17%	1%
VCSH	18%	42%	-6%	9%	9%
Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất LNG	28%	36%	16%	21%	22%
Tỷ suất LNST	19%	27%	9%	12%	12%
ROE DuPont	25%	41%	11%	14%	13%
ROA DuPont	16%	31%	7%	10%	10%
Tỷ suất EBIT	20%	29%	10%	13%	14%
LNST / LNST	107%	106%	113%	111%	114%
LNST / EBIT	99%	100%	99%	99%	99%
Vòng quay TTS	89%	112%	82%	86%	80%
Đòn bẩy tài chính	48%	34%	53%	41%	38%
ROIC	22%	41%	10%	14%	13%
Hiệu quả hoạt động	2021	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày tồn kho	113	82	75	77	77
Số ngày phải thu	7	4	11	7	7
Số ngày phải trả	100	59	102	88	91
Luân chuyển tiền	20	27	(16)	(4)	(7)
COGS/Hàng tồn kho	3	4	5	5	5
An toàn tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
TT hiện hành	2.3	4.0	3.0	3.8	4.0
TT nhanh	1.6	3.2	2.5	3.2	3.4
TT tiền mặt	1.5	3.1	2.3	3.0	3.3
Nợ / Tài sản	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
Nợ / Vốn sử dụng	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
Nợ / Vốn CSH	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
Khả năng TT lãi vay	106	448	125	142	142

Cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản					
+ Tiền	428	2.126	2.284	2.629	3.768
+ ĐTTC ngắn hạn	4.362	6.812	8.242	8.242	8.242
+ Phải thu	187	188	366	255	242
+ Hàng tồn kho	2.204	2.283	2.161	2.182	2.133
+ Khác	95	216	452	372	371
Tài sản ngắn hạn	7.276	11.624	13.504	13.680	14.756
+ Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
+ Tài sản cố định	3.472	2.240	1.688	1.538	1.431
+ Khấu hao lũy kế	-11.852	-13.243	-14.330	-14.548	-14.728
+ ĐTTC dài hạn	0	0	0	0	0
+ Khác	324	303	45	45	45
Tài sản dài hạn	3.796	2.543	1.733	1.584	1.476
Tổng Tài sản	11.072	14.167	15.238	15.263	16.232
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	2.302	1.886	2.747	2.425	2.467
+ Vay ngắn hạn	689	3	846	300	300
+ Khác	195	986	925	909	896
Nợ ngắn hạn	3.187	2.874	4.517	3.634	3.664
+ Vay dài hạn	3	1	3	3	3
+ Phải trả dài hạn	405	686	754	754	754
Nợ dài hạn	407	687	757	757	757
Tổng nợ	3.594	3.561	5.275	4.391	4.421
+ Vốn điều lệ	5.294	5.294	5.294	5.525	5.758
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0	0
+ LN giữ lại	1.188	3.018	2.045	2.570	3.118
+ Lợi ích CĐTS	27	29	28	31	33
Vốn chủ sở hữu	7.452	10.576	9.936	10.841	11.778
Tổng nguồn vốn	11.072	14.167	15.238	15.263	16.232
Lưu chuyển tiền	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền đầu năm	510	428	2.126	2.215	2.629
LNST	1.956	4.596	1.255	1.537	1.554
+ Khấu hao lũy kế	1.386	1.398	1.083	218	180
+ Điều chỉnh	-138	425	-988	-187	-317
+ Thay đổi VLD	-635	-688	963	-233	105
Tiền từ HDKD	-2.102	-2.388	-1.469	-68	-72
+ Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-157	-147	-544	-68	-72
+ Đầu tư ròng	-1.945	-2.241	-925	0	0
+ Khác	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	-2.102	-2.388	-1.469	-68	-72
+ Cổ tức đã trả	-425	-948	-1.590	-307	-311
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	0	0	0	-546	0
+ Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
+ Khác	-124	-683	836	0	0
Tiền từ HĐTC	-549	-1.631	-754	-853	-311
Lưu chuyển tiền	-82	1.713	90	413	1.139
Tiền cuối năm	428	2.140	2.215	2.629	3.768

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 -10% 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>