Báo cáo ngành

Ngành phân bón: lợi nhuận hồi phục nhanh trong ngắn hạn

Ngành phân bón: Vào giai đoạn hưởng lợi trong ngắn hạn

Điểm sáng trong ngành phân bón giai đoạn 2020-2021: (1) chính sách thuế GTGT mới giúp Doanh nghiệp (DN) sản xuất phân bón gia tăng lợi nhuận và khả năng cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu, tâm điểm quan sát LAS và BFC, (2) gia tăng biên lợi nhuận nhờ giá nguyên liệu đầu vào thấp (giá dầu và giá khí thấp), tâm điểm quan sát: DCM, DPM, (3) giá hàng hóa bật tăng kích thích nhu cầu gieo trồng của nông dân.

Tuy nhiên, khó khăn của ngành trong dài hạn vẫn còn đó: (1) suy giảm diện tích gieo trồng khiến tổng cầu không gia tăng, (2) thời tiết thất thường kéo theo nhu cầu biến động, (3) tình trạng cung vượt cầu làm bào mòn biên lợi nhuận của DN sản xuất trong nước.

Top cổ phiếu nổi bật ngành phân bón

Doanh nghiệp	Giá đóng cửa (9/10/2020)	Vùng giá giao dịch kỳ vọng trong 6-12 tháng tiếp theo (*)
DCM	12,100	12,000-13,000
DPM	17,400	17,000-21,000
LAS	7,200	7,000-12,000
BFC	17,100	17,000-32,000

(*)Ghi chú: Vùng giá kỳ vọng trên đã bao gồm kỳ vọng vào chính thuế GTGT mới sẽ được áp dụng từ đầu năm 2021.

Nguồn: Funan Securities

#1 Chính sách thuế GTGT mới: cổ phiếu sản xuất phân NPK khả năng cao sẽ được thị trường đón nhận tích cực hơn ngành sản xuất phân đạm.

Chính sách thuế GTGT mới: áp dụng biểu thuế GTGT 5% với phân bón sản xuất trong nước thay vì thuộc diện không đánh thuế GTGT như trước đây. Chính sách thuế GTGT mới khi thông qua sẽ giúp DN phân bón gia tăng "room" cạnh tranh về giá trên thị trường với sản phẩm ngoại. Đồng thời, giữ lại lợi nhuận phần nào cho NĐT vì giảm chi phí giá thành sản xuất do khấu trừ thuế GTGT đầu vào. DN sản xuất phân NPK (LAS, BFC) về mặt định lượng sẽ hưởng lợi nhiều hơn doanh nghiệp sản xuất đạm (DPM, DCM) do thuế suất đầu vào của ngành phân đạm 10% trong khi thuế suất đầu vào của NPK là 5%. Do đó, chính sách khấu trừ thuế GTGT 5% sẽ gần như khấu trừ toàn bộ chi phí thuế GTGT đầu vào của ngành sản xuất NPK, trong khi ngành sản xuất phân đạm vẫn phải gánh trên vai 5% còn lại thuế GTGT đầu vào trong giá thành.

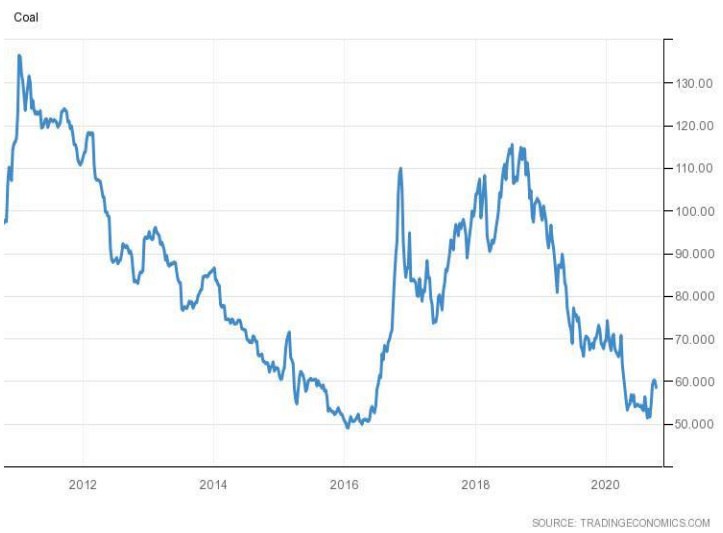
Bảng 1. Biểu thuế suất GTGT đầu vào một số nguyên liệu chính sản xuất phân bón

Loại phân	DN sản xuất	Nguyên liệu đầu vào chính	Thuế suất GTGT đầu vào được khấu trừ
Ure	DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình	Than	10%
		Khí thiên nhiên	10%
Lân	LAS, SFG, VAF, NFC, DDV, DGC	Quặng Apatit	5%
		Lưu huỳnh	10%
NPK	BFC, LAS, DPM,…	Phân ure/SA	5%
		Phân DAP/lân	5%
		Phân Kali	5%

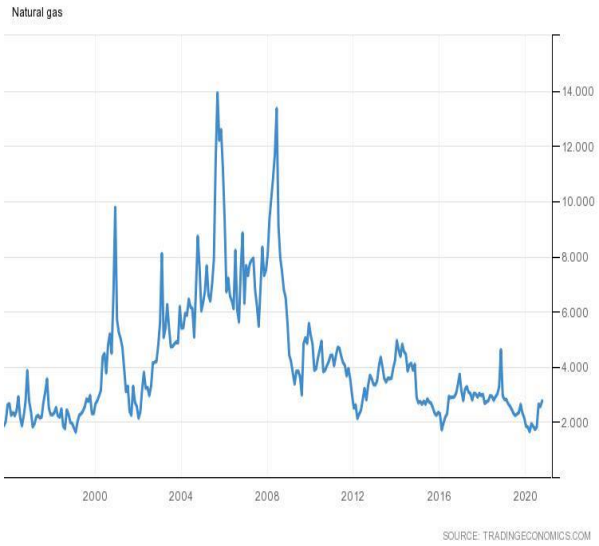
Nguồn: Wikipedia, Funan Securities tổng hợp

#2 Giá than, giá khí đều đang ở vùng đáy giúp DN phân bón có thêm lợi nhuận

Hình 2. Giá than

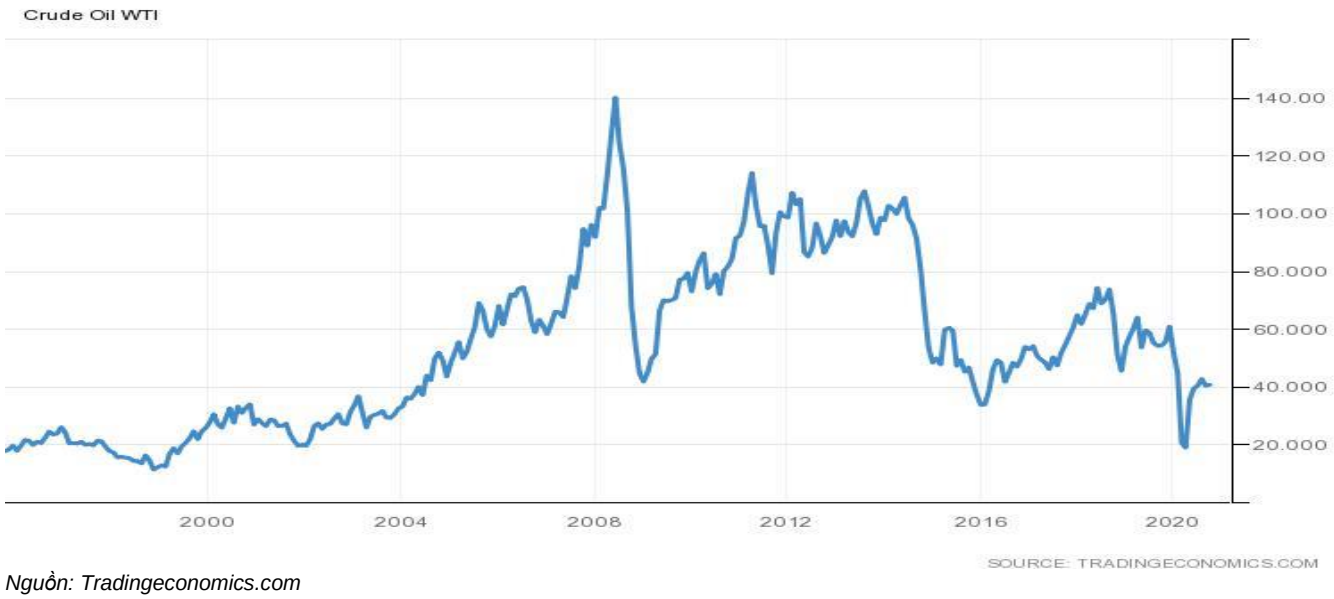


Hình 3. Giá khí



Nguồn: Tradingeconomics.com

Hình 4. Giá dầu thô

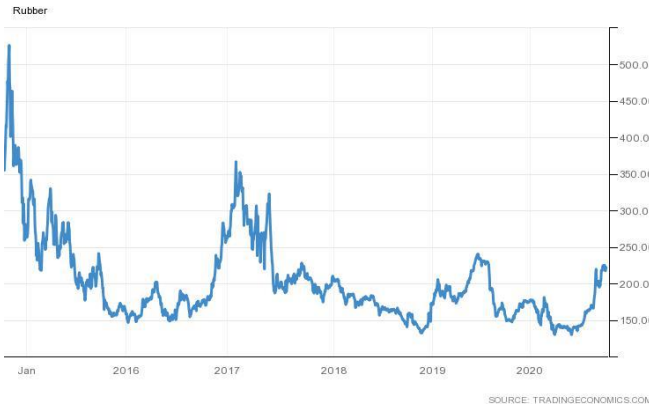


Nguồn: Tradingeconomics.com

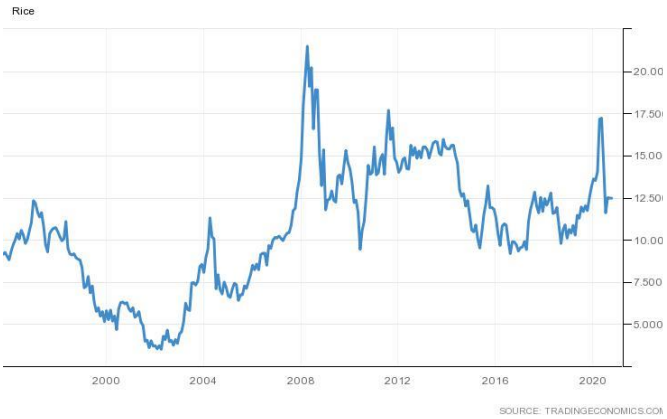
Đối với các doanh nghiệp sản xuất phân đạm, khí tự nhiên chiếm 60-70% giá thành sản phẩm nên giá khí thấp sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận do giá bán sản phẩm thường giảm ít hơn tốc độ giảm của giá đầu vào.

#3 Giá hàng hóa nông nghiệp tăng cao được kỳ vọng sẽ kích thích người dân gia tăng gieo trồng

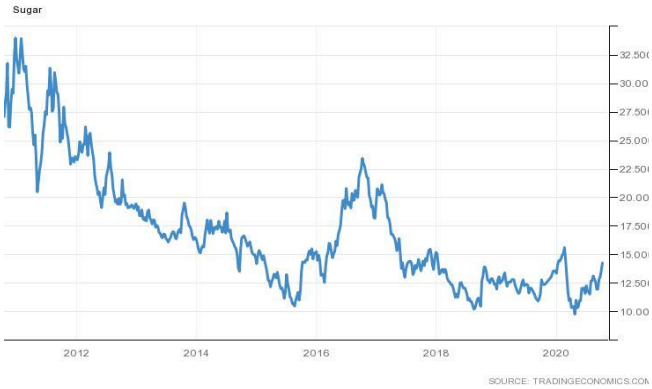
Hình 5. Giá cao su



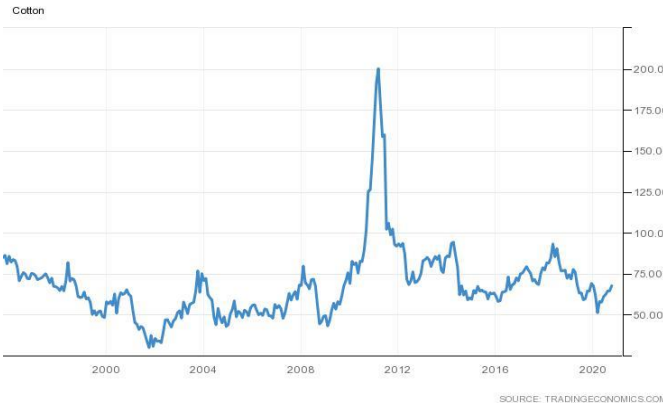
Hình 6. Giá lúa gạo xuất khẩu



Hình 7. Giá đường



Hình 8. Giá bông



Nguồn: tradingeconomics.com

Các hàng hóa nông nghiệp chính đều hồi phục mạnh mẽ sau đợt dịch bệnh do gián đoạn nguồn cung từ phía Trung Quốc. Thị trường giá tăng sẽ tạo thêm động lực để nông dân Việt mở rộng diện tích gieo trồng. Chúng tôi kì vọng đà giảm diện tích gieo trồng nông nghiệp sẽ bị chặn lại trong vài năm tiếp theo, hoặc ít nhất là giảm với tốc độ chậm lại.

#4 Diện tích gieo trồng đang trong xu hướng giảm là điểm trừ cho bức tranh ngành

Bảng 9. Thống kê diện tích gieo trồng (đvt: nghìn ha)

Năm	Lúa	Ngô	Mía	Bông	Lạc	Đậu tương
2000	7,666.3	730.2	302.3	18.6	244.9	124.1
2001	7,492.7	729.5	290.7	27.7	244.6	140.3
2002	7,504.3	816.0	320.0	34.1	246.7	158.6
2003	7,452.2	912.7	313.2	27.8	243.8	165.6
2004	7,445.3	991.1	286.1	28.0	263.7	183.8
2005	7,329.2	1,052.6	266.3	25.8	269.6	204.1
2006	7,324.8	1,033.1	288.1	20.9	246.7	185.6
2007	7,207.4	1,096.1	293.4	12.1	254.5	187.4
2008	7,400.2	1,140.2	270.7	5.8	255.3	192.1
2009	7,437.2	1,089.2	265.6	9.6	245.0	147.0
2010	7,489.4	1,125.7	269.1	9.1	231.4	197.8
2011	7,655.4	1,121.3	282.2	9.8	223.8	181.1
2012	7,761.2	1,156.6	301.9	6.9	219.2	119.6
2013	7,902.5	1,170.4	310.4	3.0	216.4	117.2
2014	7,816.2	1,179.0	305.0	2.8	208.7	109.4
2015	7,828.0	1,178.9	284.2	1.2	200.2	100.8
2016	7,737.1	1,152.7	267.6	0.5	184.8	99.6
2017	7,705.2	1,099.5	281.0	0.4	195.6	68.4
2018	7,570.9	1,032.9	269.3	0.2	185.7	53.3
Sơ bộ 2019	7,470.1	990.8	233.7	0.2	177.0	49.7

Nguồn: Tổng cục thống kê, Funan Securities

Các mặt hàng cây nông nghiệp chính đều giảm về mặt diện tích gieo trồng. Lý do lý giải cho vấn đề trên gồm: (1) hệ quả tất yếu của đô thị hóa và công nghiệp hóa, (2) thời tiết thất thường khiến hiệu quả kinh tế gieo trồng giảm nên nông dân rời xa nghề nông, chuyển dịch sang ngành nghề khác.

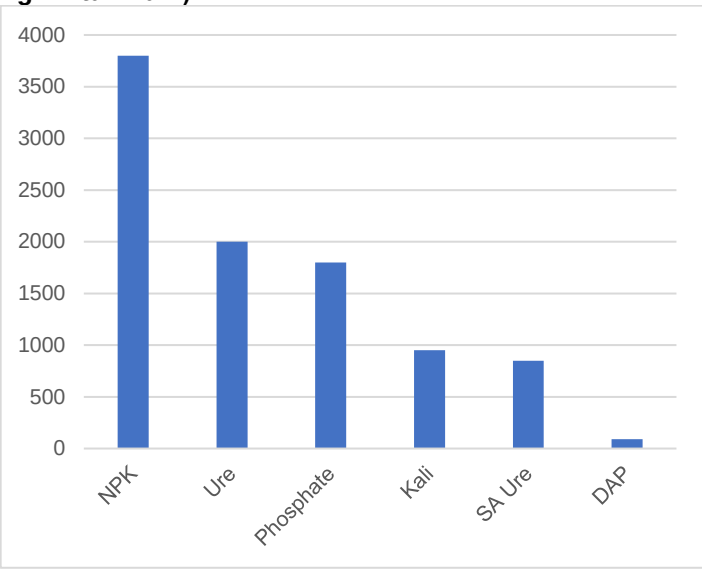
#5 Thị trường phân bón đã vào giai đoạn bão hòa: cung vượt cầu

Mảng phân đạm bị cung vượt cầu từ những năm 2013-2014

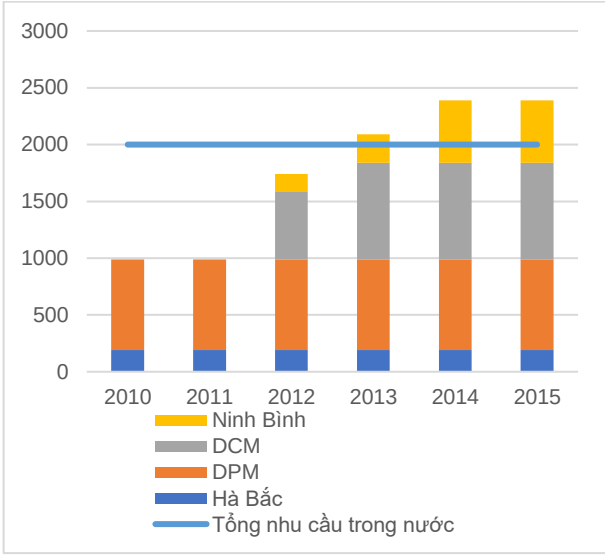
Theo Tổng Cục Thống kê (TCTK), tổng diện tích trồng trọt ở Việt Nam đã đạt mức ổn định kể từ năm 2000 với 11 triệu ha, tập trung vào các giống cây trồng trọng điểm như lúa, cao su, điều, tiêu, trái cây. Cầu tiêu thụ các sản phẩm phân bón đạt 11 triệu tấn/năm, trong đó NPK là loại phân bón được tiêu thụ nhiều nhất với tổng cộng 3,8 triệu tấn/năm, còn cầu u-rê ổn định trong khoảng 2-2,2 triệu tấn/năm.

Trong đó, miền Nam tiêu thụ ~60% tổng lượng phân bón cả nước. Đặc biệt, mùa vụ cầu tiêu thụ phân bón lên cao nhất là Quý 1 và Quý 2, đây là thời điểm canh tác các vụ mùa chính là Đông-Xuân và Hè-Thu.

Hình 10. Nhu cầu phân bón phân theo loại phân (đvt: nghìn tấn/năm)



Hình 11. Cung ure vượt cầu từ năm 2013-2014



Nguồn: DPM, Funan Securities

Mảng phân NPK đang chuẩn bị bước vào giai đoạn bão hòa

Khi các nhà máy mới này chạy 100% công suất, tổng lượng NPK tăng thêm sẽ vào khoảng 550,000 tấn. Trong khi đó, lượng phân bón NPK nhập khẩu chỉ khoảng 350,000-450,000 tấn/năm. Do đó, nếu tổng nhu cầu phân bón trong nước không tăng hoặc tăng chậm thì tình trạng cung vượt cầu tại thị trường phân đạm sẽ hiện hữu trên thị trường phân NPK vào khoảng năm 2022 trở đi. Cần chú ý rằng nhu cầu phân NPK trong nước chỉ ở mức 4 triệu tấn/năm và không tăng trong vòng 4 năm trở lại đây.

Bảng 12. Các dự án đầu tư mới sản phẩm NPK

	Công ty	Công suất (nghìn tấn/năm)	Thời điểm đưa vào hoạt động	Chất lượng sản phẩm	Công nghệ
1	Đạm Phú Mỹ	250	2018	Cao	Hóa học
2	Bình Điền	200	2017	Cao	Ure hóa lỏng
3	Lâm Thao	150	2018	Trung bình - Cao	Phối trộn, ure nóng chảy và hơi nước thùng quay
4	Đức Giang	200	2019	Cao	Hóa học
5	Văn Điển	200	2017	Trung bình	Phối trộn
6	Đạm Cà Mau	300	2019		CN Ure hóa lỏng

Nguồn: Funan Securities

Trên thị trường NPK, các DN nội địa đáp ứng 92% nguồn cung (4 triệu tấn/năm) và nhập khẩu 350,000 tấn/năm. Chất lượng sản phẩm NPK các loại cũng khá đa dạng, trong đó, 60-70% sản phẩm được sản xuất bằng công nghệ phối trộn thô (3 hạt) sử dụng các nguyên liệu đầu vào là các loại phân đơn mang ba yếu tố N (ure), P (photspho) và K (kali) để tạo ra sản phẩm phân bón phức hợp NPK.

Cả nước hiện đang có khoảng 300 cơ sở sản xuất NPK, trong đó gồm 150 đơn vị nhỏ lẻ, sử dụng dây chuyền và công nghệ lạc hậu dẫn đến chất lượng sản phẩm trên thị trường không đồng đều.

BFC và LAS đã chọn hướng đi sơ chế nên ít dư địa để cạnh tranh trong bối cảnh hiện tại. Nhìn vào tỷ trọng chi phí Nguyên vật liệu trên doanh thu, chúng ta có thể nhận ra ngay bản chất mô

hình kinh doanh của BFC và LAS (2 DN nội địa đầu ngành trong lĩnh vực phân NPK). Tỷ trọng Nguyên vật liệu chiếm đến 80-85% doanh thu nên giá trị gia tăng trong sản phẩm rất thấp. Thay vì xoay quanh vùng 40-50% như DCM và DPM (DN chuyên mảng phân đạm). BFC và LAS chủ yếu nhập nguyên liệu thô (đạm (N), lân (P) và Kali) về sơ chế trộn lại bán ra thị trường. Với mô hình thuần "trading" mua đi bán lại trên đã khiến DN không kịp trở tay khi nông dân chuyển dịch dần sang dòng sản phẩm cao cấp và phân bón nhập tràn vào thị trường.

Tóm lại, sức mạnh chính của BFC và LAS hiện giờ chủ yếu là năng lực "trading", tức sở hữu quan hệ làm ăn hàng chục năm với đại lý và nhà phân phối, tức chính là hệ thống phân phối DN đã gầy dựng.

Điều này mở ra cơ hội cho DPM, DN đã chọn xây dựng nhà máy giá trị cao, tập trung vô công nghệ để làm ra sản phẩm chất lượng cạnh tranh với sản phẩm ngoại nhập.

Góc nhìn nhận ngành phân bón trên khía cạnh đầu tư tài chính:

Đây là ngành chỉ phù hợp cho nhà đầu tư:

- Lướt sóng theo từng chu kì câu chuyện riêng do đây là ngành tăng trưởng kém và có cạnh tranh cao, nên biên lợi nhuận ngành suy giảm qua các năm. Kém hấp dẫn cho đầu tư dài hạn.
- Mua hưởng cổ tức tại vùng đáy chu kì: do ngành này là ngành lâu đời, tiền tích lũy lớn trong DN.

Vui lòng tham khảo thêm về chính sách thuế GTGT mới và chính sách vận chuyển khí mới với ngành phân bón và một số thông tin thêm về ngành phân bón trong báo cáo phân tích DPM, phát hành ngày 28/9/2020, ***tại đây***

BFC: Hưởng lợi từ giá nguyên liệu phân đơn đầu vào giảm mạnh.

Hiểu về hoạt động kinh doanh DN

BFC doanh nghiệp nổi tiếng trong ngành phân bón với thương hiệu "đầu trâu". Thị trường chính của BFC là các tỉnh miền Nam và Tây Nguyên, với thị phần khoảng 15% cả nước. Dòng sản phẩm chính của BFC là phân NPK phối trộn từ phân đơn mua ngoài. Do đó, có thể thấy BFC đang bị lạc hậu về công nghệ nên sức cạnh tranh sẽ kém hơn đối thủ sở hữu nhà máy sản xuất NPK công nghệ mới (chẳng hạn: DPM và các sản phẩm nhập khẩu).

Bảng 13. Nguyên vật liệu đầu vào của Bình Điền

Số	Nguyên vật liệu	Nhà cung cấp
1	DAP	DAP-Vinachem, DAP Lào Cai, Vinacam
2	Kali	Vinacam
3	Cao lanh	Khoáng sản Phúc Thịnh, Tân Diên, Phước Quang
4	Ure	Đạm Cà Mau, Đạm Ninh Bình
5	SA	Tân Phát, Thái Sơn, Nguyên Ngọc

Nguồn: BFC, Funan Securities

Về năng lực sản xuất, BFC sở hữu 5 nhà máy sản xuất với công suất thiết kế đạt 975,000 tấn/ năm được đặt tại 5 khu vực chính: Long An, Ninh Bình, Quảng Trị, Lâm Đồng và Tây Ninh. Trong đó nhà máy trực thuộc tại Long An chiếm công suất lớn nhất với 500,000 tấn/ năm.

Về năng lực bán hàng, BFC đang sở hữu kênh phân phối trên 200 điểm bán sỉ (đại lý cấp 1) và 2,500 điểm bán lẻ (đại lý cấp 2), hoạt động trên khắp cả nước và một số nước trong khu vực như Campuchia, Myanmar, Thái Lan và Lào. Đây là thế mạnh của DN so với đối thủ trong ngành.

Do đặc thù kinh doanh như trên nên biên lợi nhuận của BFC thấp hơn đối thủ và tỷ trọng giá nguyên vật liệu trong giá thành rất cao so với DN cùng ngành. Nhìn chung, chúng ta có thể gọi BFC như doanh nghiệp "trading" (mua đi bán lại) phân bón hơn là doanh nghiệp sản xuất nếu nhìn về góc nhìn tài chính. Phần bên dưới sẽ làm rõ vấn đề này.

Đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh và tài sản

Xu hướng kết quả kinh doanh trong 5 năm gần nhất của BFC có thấy DN đã hết động lực để tăng trưởng. Doanh thu xoay quanh ngưỡng 6,100-6,200 tỷ đồng/năm, tương ứng với mức sản lượng khoảng 640,000 tấn/năm. Do phụ thuộc quá lớn vào giá nguyên liệu đầu vào nên mỗi khi giá dầu tăng mạnh là DN không kịp trở tay và bị giảm biên lợi nhuận và ngược lại.

Trong 6 tháng đầu năm 2020 doanh thu của BFC đạt 2,062 tỷ (-16 % YoY) và lợi nhuận trước thuế đạt 96.1 tỷ (+388,5% YoY) do 1) Giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh khiến cho biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 9.8% lên 13.4%; 2) chi phí bán hàng và lãi vay giảm mạnh tương ứng với mức giảm lần lượt 14.8% và 22.9 % so với cùng kỳ. Nhìn chung năm 2020, BFC sẽ hưởng lợi từ việc giá dầu giảm khiến giá phân bón đơn đầu vào giảm theo.

BFC sử dụng đòn bẩy cao với chi phí thấp để gia tăng giá trị dành cho nhà đầu tư. Tỷ lệ đòn bẩy của BFC hiện đang 1.25 (D/E) và chi phí lãi vay chỉ khoảng 6-7%/năm. Nhìn chung, chúng tôi không đánh giá cao chiến lược dùng nợ vay cao này. Do đây là ngành nhiều biến động trong kinh doanh nên dùng nợ vay cao sẽ làm gia tăng gánh nặng trong các năm suy giảm trong hoạt động kinh doanh.

Một điểm trừ khá lớn ở BFC là việc thất thoát lợi nhuận do chia sẻ lợi nhuận cho cổ đông thiểu số. Hàng năm, khoảng 25% lợi nhuận của BFC sẽ thuộc về cổ đông thiểu số, vốn dĩ là các chủ sở hữu tại các công ty con của BFC. BFC phân phối sản phẩm thông qua các công ty con!

Bảng 14. Danh sách công ty con của BFC

Công ty con	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của BFC (%)
Công ty TNHH MTV Thể Thao Bình Điền Long An	5	100%
CTCP Bình Điền Ninh Bình	100	51%
CTCP Bình Điền Lâm Đồng	89	51%
CTCP Bình Điền Quảng Trị	39	51%
CTCP Bình Điền MeKong	30	51%

Nguồn: Cafef, Funan Securities

Ước tính giá trị doanh nghiệp

Chúng tôi cho rằng BFC đã hết động lực tăng trưởng nên sẽ ước tính giá trị doanh nghiệp dựa trên mức doanh số bão hòa của DN trong hơn 5 năm qua là khoảng 6,100 tỷ/năm. Biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp cũng đã chạm ngưỡng thấp nhất và không có nhiều dư địa để hồi phục cũng như giảm tiếp. Do đó, chúng tôi tin mức biên lợi nhuận ròng 3% sẽ duy trì ổn định trong nhiều năm. Đo dó, mức lợi nhuận hàng năm của DN sẽ vào khoảng 180-190 tỷ/năm. Sau khi loại trừ 25% lợi ích chia sẻ cho nhóm cổ đông tại các công ty con, phần lợi nhuận còn lại cho cổ đông BFC là khoảng 135-142 tỷ đồng/năm. Phần giá trị lợi nhuận tăng thêm từ chính sách thuế GTGT mới của BFC vào khoảng 127 tỷ/năm. Tổng lợi nhuận dùng để định giá doanh nghiệp khoảng ~262 tỷ đồng/năm.

Chúng tôi sử dụng mức P/E 7x là mức PE trung bình 5 năm của DN và cũng là mức dùng để định giá mảng phân đạm bão hòa của DPM. Theo đó, vốn hóa thị trường hợp lý của BFC sẽ vào khoảng 1,834 tỷ, tương ứng với mức giá thị trường vào khoảng 32,000 đồng/cp.

Bảng 15. Thông tin hoạt động kinh doanh của BFC

	2015	2016	2017	2018	2019	1H2020
Doanh thu	6,038	5,943	6,306	6,382	6,132	2,543
Lợi nhuận gộp	760	904	1,010	840	736	341
EBIT	438	539	558	418	257	146
Chi phí lãi vay	-90	-85	-105	-107	-115	-44
Doanh thu tài chính	3	3	4	6	5	4
LNTT	351	421	428	312	137	96
LNST	280	350	349	253	99	79
Tăng trưởng doanh thu	-5.3%	-1.6%	6.1%	1.2%	-3.9%	-16%
Tăng trưởng sản lượng	-5.8%	3.9%	8.3%	-2.4%	-7.9%	
Tăng trưởng giá bán trung bình	0.5%	-5.3%	-2.0%	3.7%	4.3%	
Tăng trưởng LNG	11.7%	19.0%	11.7%	-16.9%	-12.4%	15%
Biên LNG	12.6%	15.2%	16.0%	13.2%	12.0%	13.4%
Biên EBIT	7.3%	9.1%	8.8%	6.5%	4.2%	5.7%
Thuế suất	-20%	-17%	-18%	-19%	-28%	-18%
Biên ròng	4.6%	5.9%	5.5%	4.0%	1.6%	3.1%
Tỷ suất lãi vay	-5.3%	-4.9%	-5.8%	-5.6%	-6.9%	
Tiền ròng	-1,377	-1,248	-1,578	-1,489	-1,053	-1144
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (D/E)	1.64	1.47	1.59	1.56	1.28	1.25
ROE	30.3%	28.4%	24.8%	16.5%	6.1%	
Sản lượng sản xuất (tấn)	560,258	649,912	685,966	672,114	620,017	
	-16.41%	16%	5.50%	-2%	-7.80%	
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	607,276	630,682	683,261	667,069	614,329	
	-5.80%	3.90%	8.30%	-2.40%	-7.90%	

Hình 16. Đồ thị kỹ thuật giá cổ phiếu BFC

Nguồn: Fireant, Funan Securities

LAS: Cổ phiếu sẽ bật dậy mạnh mẽ nhất từ chính sách thuế GTGT mới

Hiểu về hoạt động kinh doanh của DN

LAS có kinh nghiệm sản xuất phân lân từ năm 1962. Sản phẩm chủ lực của công ty là Supe Lân (P) và Lân nung chảy (P) và NPK phối trộn từ phân đơn N (urea, đạm), P (lân), K (kali).

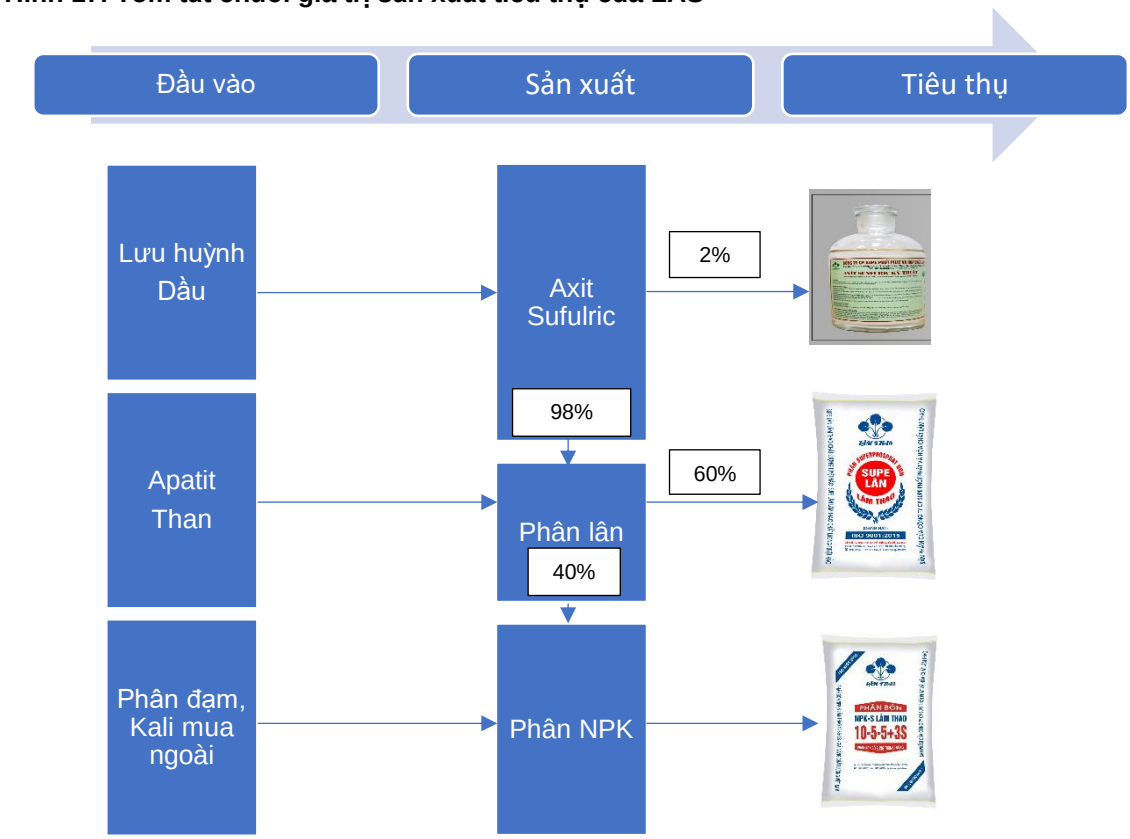
LAS gần như độc chiếm thị trường phân lân do để sản xuất lân cần có nguyên liệu là apatit nhưng nguyên liệu này được cung cấp độc quyền bởi Vinachem (cổ đông lớn nhất của LAS).

Giá trị doanh nghiệp LAS tập trung chủ yếu ở 2 mảng phân lân và phân NPK. Mảng phân lân đang đóng góp ~35% giá trị lợi nhuận của LAS và mảng phân NPK đóng góp 60% lợi nhuận của LAS. Do mảng phân lân có ưu thế độc quyền nguyên liệu apatit nên có biên lợi nhuận tốt hơn mảng phân NPK. Tuy nhiên, mảng NPK của LAS chủ yếu là mua nguyên liệu phân đơn đạm và kali về phối trộn với phân lân tự sản xuất do đó công ty ít lợi thế cạnh tranh và biên lợi nhuận bị ảnh hưởng nặng nề mỗi khi giá nguyên liệu tăng.

Nguyên vật liệu đầu vào

- Sản xuất supe lân: Nguyên liệu đầu vào chủ yếu là Apatit và Axit Sulfuric (sản xuất từ lưu huỳnh).
- Sản xuất lân nung chảy: Nguyên liệu đầu vào chủ yếu là Apatit và than atranxit.
- Sản xuất phân NPK: Nitơ (N) và Kali (K) lấy từ nguồn phân đạm mua ngoài và phân Kali nhập khẩu, LAS tự chủ được nguồn Photpho (P) từ Supe lân và lân nung chảy tự sản xuất.

Hình 17. Tóm tắt chuỗi giá trị sản xuất tiêu thụ của LAS



Nguồn: LAS, Funan Securities

Về năng lực sản xuất:

Mảng sản xuất phân lân của LAS có công suất 750,000 tấn/năm (lân nung chảy là 300,000 tấn/năm) và phân NPK là 850,000 tấn/năm (vừa đưa vào hoạt động nhà máy NPK số 4, công suất 150,000 tấn/năm từ năm 2018), là doanh nghiệp có sản lượng sản xuất lớn nhất ngành.

Bảng 18. So sánh năng lực sản xuất các doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Công suất thiết kế (nghìn tấn/năm)			
	Lân nung chảy	NPK	Supe Lân	DAP
Công ty trực thuộc tập đoàn Vinachem				
LAS	300	700	750	
Lân Ninh Bình (NFC)	300	200		
Lân nung chảy Văn Điển (VAF)	300	200		
SFG		350	200	
BFC		925		
Phân bón hóa chất Cần Thơ		200		
DAP 1				330
DAP 2				330
Các công ty khác				
Tập đoàn quốc tế Năm Sao		300		
Tập đoàn Baconco		200		
CTCP vật tư tổng hợp và phân bón hóa sinh		360		
CT phân bón Việt Nhật		350		

Nguồn: Vinachem, Funan Securities

Hiện tại, các nhà máy NPK của LAS đã chạy vượt 15% công suất thiết kế vào thời điểm các mùa vụ chính trong năm. Vì vậy, nhà máy NPK số 4, công suất thiết kế 150.000 tấn/năm, được đưa vào hoạt động cũng giúp giảm tải tại các nhà máy hiện tại và tăng thêm 20% năng lực sản xuất của LAS, nâng tổng công suất sản xuất của công ty lên 850.000 tấn/năm.

Về thị trường tiêu thụ và hệ thống đại lý

LAS nắm gần 60% thị phần khu vực Miền Bắc (80% sản lượng tiêu thụ của LAS tại thị trường này), đây là thị trường tiêu thụ chính của Công ty.

Hệ thống đại lý của LAS trải rộng khắp thị trường miền Bắc và Bắc Trung Bộ với hơn 60 đại lý tại các tỉnh thành. Khu vực Miền Nam và Tây Nguyên, LAS chủ yếu tiêu thụ các sản phẩm phân lân với các tổng kho đầu mối như Kho Đồng Nai, Sóng Thần, Trần Xuân Soạn, và một số đại lý ký gửi khác.

Đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh và tài sản

LAS bị ảnh hưởng nặng nề từ cạnh tranh và chính sách thuế GTGT từ năm 2015 đến nay. Do mô hình kinh doanh phụ thuộc nhiều và giá nguyên liệu đầu vào, với chi phí nguyên vật liệu chiếm 85-95% giá thành.

Từ năm 2014-2020, LAS trong chu kì suy thoái trong hoạt động kinh doanh, với doanh thu giảm hơn 40% và lợi nhuận gần như không có trong năm 2019 trong khi năm 2014 doanh nghiệp có lợi nhuận hơn 400 tỷ/năm. Ba nguyên nhân chính: (1) thị trường thừa cung nên cạnh tranh giá khốc liệt khiến DN không đủ năng lực cạnh tranh về giá nên mất thị phần và lợi nhuận, (2) giá nguyên liệu (giá than và giá phân bón đơn đầu vào) tăng khiến biên lợi nhuận giảm, (3) thời tiết thất thường khiến nhu cầu người dân với phân bón giảm, (4) chính sách thuế GTGT (ban hành năm 2015) làm cho doanh nghiệp bị đội chi phí lên cao và mất đi lợi nhuận hàng năm ~150-200 tỷ/năm (~50% mức tổng lợi nhuận của DN trước khi có chính sách thuế GTGT).

Đi cùng với khó khăn về mặt kinh doanh, khoản phải thu của DN cũng tăng nhanh qua các năm, với số ngày phải thu từ mức ~60-70 ngày năm 2014 và hiện đang duy trì ở mức 150-200 ngày vào cuối năm 2019. Đây là hệ quả tất yếu của DN kinh doanh dựa trên hệ thống phân phối nhiều cấp. Khi sản phẩm mất sức cạnh tranh trên thị trường so với đối thủ và sức cầu giảm, phía nhà sản xuất phải gia tăng công nợ cho toàn bộ hệ thống phân phối của mình như công cụ để đẩy sản phẩm về phía hệ thống và gia tăng sức hấp dẫn giữ chân đại lý. Do đó, đẩy rủi ro tín dụng thương mại tài trợ cho đại lý lên cao nên khi đầu tư vào LAS, nhà đầu tư nên lưu ý và chiết khấu phần giá trị dự phòng cho rủi ro này.

Điểm sáng cải thiện chất lượng tài sản trong năm 2020. Quan sát BCTC Q2/2020, chúng tôi nhận thấy LAS đã kéo giảm số ngày phải thu về mức 90-120 ngày (giảm 40% so với trước kia). Theo đó, công ty đã giảm được nợ vay ngắn hạn tài trợ vốn lưu động hơn ½ từ mức ~1,000 tỷ về còn ~500 tỷ. Do đó, 6T cuối năm 2020 và các năm 2021 nếu LAS tiếp tục duy trì chính sách này thì doanh nghiệp sẽ giảm được tối thểu là 50% chi phí lãi vay. Đồng nghĩa chi phí lãi vay 6 tháng cuối năm sẽ giảm 20 tỷ so với cùng kỳ và các năm tiếp theo LAS sẽ giảm chi phí lãi vay dần về mức chỉ khoảng 30-40 tỷ/năm thay vì 90-100 tỷ/năm như năm 2019 trở về trước. Điều này sẽ gia tăng lợi nhuận cho NĐT và giá trị cho doanh nghiệp.

Ước tính giá trị doanh nghiệp

LAS chỉ phù hợp với nhà đầu tư yêu thích sự mạo hiểm do đặc thù kinh doanh có tính biến động lớn. Tuy nhiên, do trong 12 tháng tiếp theo LAS sẽ có sự hồi phục mạnh mẽ về lợi nhuận từ mặt bằng thấp hình thành từ năm 2019 và giá cổ phiếu chưa phản ánh đầy đủ đà hồi phục này.

Trong năm 2019, lợi nhuận cả năm của DN hơn 2 tỷ đồng thay vì mức hơn 400 tỷ năm 2014 và mức 150 tỷ giai đoạn 2016-2018. Trong 6T/2020, LAS ghi nhận mức lỗ hơn 10 tỷ đồng. Theo đó, giá cổ phiếu LAS cũng đã mất khỏi vùng mệnh giá 10,000 đồng/cp hình thành giai đoạn 2016-2018 và hiện đang giao dịch quanh vùng giá 5-7,000 đồng/cp.

Bảng 19. Ước tính KQKD

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021F
Doanh thu	4,768	4,985	4,651	3,965	3,886	3,565	2,849	2,849	2,849
Tăng trưởng doanh thu	6%	5%	-7%	-15%	-2%	-8%	-20%	0%	0%
Lợi nhuận gộp	1,100	1,129	978	731	782	727	505		
Biên lợi nhuận gộp	23.1%	22.6%	21.0%	18.4%	20.1%	20.4%	17.7%		
EBIT	634	563	415	215	230	216	100	114	128
Biên EBIT	13.3%	11.3%	8.9%	5.4%	5.9%	6.1%	3.5%	4%	4.50%
Chi phí lãi vay	-57	-16	-24	-42	-36	-61	-86	-60	-52
Lợi nhuận trước thuế	595	562	392	172	192	156	12	54	76
Biên lợi nhuận trước thuế	12.5%	11.3%	8.4%	4.3%	4.9%	4.4%	0.4%	1.9%	2.7%
Lợi nhuận sau thuế	447	439	306	138	152	123	2	43.2	60.8
Biên lợi nhuận sau thuế	9.4%	8.8%	6.6%	3.5%	3.9%	3.5%	0.1%	1.5%	2.1%
Khoản chi phí gia tăng do thuế GTGT				162	155	142	128		
Biên lợi nhuận gộp nếu được tính phần thuế GTGT vào chi phí giá vốn				22.5%	24.1%	24.4%	22.2%		
Lợi nhuận sau thuế điều chỉnh phần hưởng lợi từ chính sách thuế GTGT 5% mới (nếu có)									163

Nguồn: LAS, Funan Securities

Nếu chính sách thuế GTGT được áp dụng kể từ đầu năm 2021 thì chúng tôi ước tính năm 2021, DN khả năng cao sẽ hồi phục lại mức LNST tầm 150-160 tỷ, xấp xỉ mức lợi nhuận trung bình giai đoạn 2016-2018. Do đó, khả năng cao giá cổ phiếu LAS sẽ có cơ hội về lại vùng trên mệnh giá 10,000 đồng/cp như đã giao dịch giai đoạn 2016-2018. Điều kiện tiên quyết cho sự hồi phục này là luật thuế GTGT mới phải áp dụng trong năm 2021.

Bảng 20. Thông tin doanh thu và sản lượng

	2016	2017	2018	2019
Doanh thu				
Lân	1,039	1,422	1,016	834
NPK	2,859	3,397	2,492	1,923
Axit	13	18	14	36
Sản lượng				
Lân (ngàn tấn)	420	561	392	320
NPK (ngàn tấn)	684	857	570	438
Axit (tấn)	4	5	4	15

Nguồn: LAS, Funan Securities

Hình 21. Đồ thị phân tích kỹ thuật giá cổ phiếu LAS

Nguồn: Fireant, Funan Securities

DCM: DN sở hữu khả năng tăng trưởng mạnh mẽ nhất ngành

Hiểu về hoạt động kinh doanh của DN

DCM ra đời sau nên thừa hưởng giá trị chuyển giao từ DPM (DPM và DCM có cùng chủ sở hữu là PVN) về mặt thị trường. DPM đã nhường hẳn thị trường miền Tây cho DCM. Đồng thời, DCM cũng cải tiến sản phẩm (ure hạt đục thay vì hạt trong) nhằm tạo ra lợi thế cạnh tranh trong vận chuyển đường xa tiêu thụ. Ure hạt đục có độ cứng cao hơn nên ít bị vụn vỡ trong quá trình vận chuyển, vốn dĩ là điểm yếu của sản phẩm ure được phát triển bởi DPM trước đó. Ngoài ra, nhờ thuận lợi về vị trí địa lý, nên DCM được tạo điều kiện để xuất khẩu mạnh phân bón sang Campuchia, và hiện đang là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần tại thị trường này.

Về năng lực sản xuất: DCM đang sở hữu 1 nhà máy sản xuất ure công suất 800.000 tấn/năm, 1 nhà máy sản xuất phân Ure Humate 30.000 tấn/năm và dự kiến năm 2020 sẽ hoàn thành xây dựng nhà máy NPK công nghệ ure nóng chảy công suất 300.000 tấn/năm (bằng 37,5% công suất nhà máy urea hiện tại).

Dự án nhà máy sản xuất phân bón NPK đi vào hoạt động nửa cuối 2020: Đạm Cà Mau quay lại thúc đẩy dự án nhà máy sản xuất phân bón NPK.

Bảng 22. Thông tin nhà máy của DCM

	Nhà máy Đạm Cà Mau	Nhà máy sản xuất phân Ure Humate	Nhà máy NPK
Vốn đầu tư	900 triệu USD		800 tỷ đồng
Năm hoạt động	2012		
Công suất	800,000 tấn ure/năm	30,000 tấn/năm	300,000 tấn/năm

Nguồn: DCM, Funan Securities

Về thị trường tiêu thụ và vị thế thị trường: DCM là một trong hai nhà sản xuất urê lớn nhất Việt Nam (khoảng 32% thị phần). Nhà máy của DCM đặt tại tỉnh Cà Mau, nằm trong khu vực vựa lúa lớn nhất (đồng bằng sông Cửu Long) và tiếp giáp các tỉnh phát triển nông nghiệp tại Campuchia (giáp ranh giới với Việt Nam).

Về hệ thống bán hàng: DCM xây dựng thành công hơn 50 đại lý cấp 1 và 1,000 đại lý cấp 2 đặt tại miền Nam.

Về sản phẩm: Ure tiếp tục là sản phẩm chủ lực, chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu nhưng bắt đầu giảm dần vai trò do sản phẩm được đa dạng hơn khi doanh nghiệp đẩy mạnh phân phối các loại phân bón khác như DAP, Kali,… để mở rộng thị phần và thị trường.

Đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh và tài sản

Tất toán khoản vay dài hạn trong năm 2020 sẽ giúp DCM tiết giảm chi phí lãi vay hàng năm khoảng 40-50 tỷ.

Bảng 23. Ước tính chi phí lãi vay giảm dần do tất toán khoản vay dài hạn trong năm 2020

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021F
Chi phí lãi vay	(328)	(242)	(207)	(183)	(142)	(87)	(60)	(43)
Dư nợ vay dài hạn	6,740	5,753	4,538	3,674	1,508	629	-	
Dư nợ vay ngắn hạn	1,254	1,319	1,359	1,062	1,196	1,156	1,156	1,156

Nguồn: DCM, Funan Securities

Tiếp tục chịu áp lực khấu hao lớn đến hết năm 2023. Giá trị khấu hao nhà máy đạm đến hết năm 2023 sẽ xong. Hàng năm, tổng giá trị khấu hao của DCM vào khoảng 1,300 tỷ đồng (~27% giá vốn), cao hơn gấp 2.5 lần so với DPM. Nhưng bù lại nhà máy còn mới và không phải phát sinh chi phí bảo trì cao như DPM. Chi phí khấu hao là chi phí không bằng tiền nhưng chi phí sửa chữa bão trì là chi phí thật hàng năm. Do đó, DCM sẽ có dòng tiền tốt hơn so với DPM.

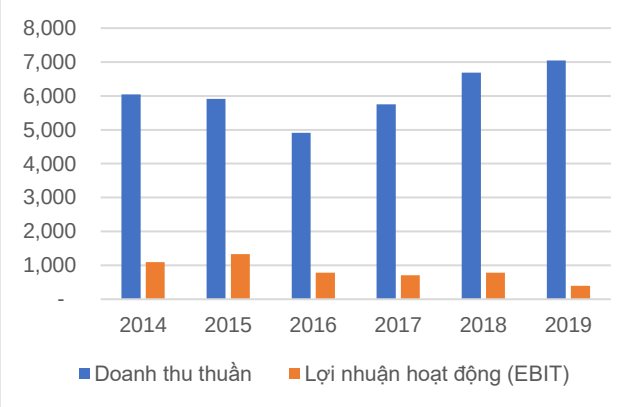
Bảng 24. So sánh dòng tiền hoạt động của DCM và DPM

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dòng tiền hoạt động (CFO) của DCM	4,270	540	1,087	2,266	1,529	1,371
CFO của DPM	608	608	608	608	608	608

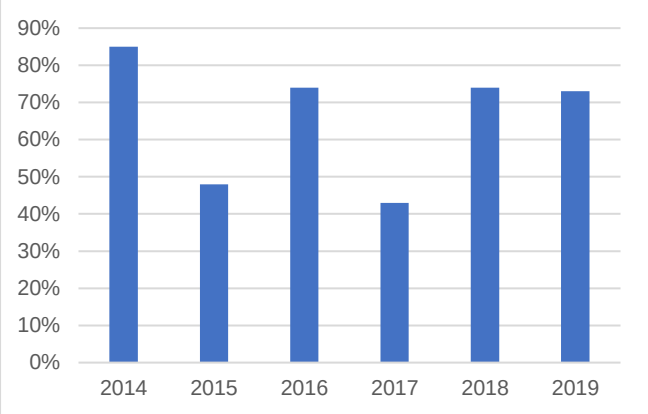
Nguồn: DCM, DPM, Funan Securities

Doanh nghiệp phân bón hiếm hoi duy trì được doanh số tăng trưởng trong 5 năm qua. DCM duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 5-10%/năm về mặt doanh thu. Điều này sẽ giúp doanh nghiệp mở rộng thị phần và gia tăng công suất hoạt động. Đồng thời, khi vào chu kì hưởng lợi về giá nguyên liệu đầu vào như năm 2020 này, DCM sẽ được hưởng lợi nhiều hơn so với DPM, vốn doanh thu không tăng trưởng.

Hình 25. Tình hình tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của DCM



Hình 26. Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt trên lợi nhuận (payout ratio) của DCM



Nguồn: DCM, Funan Securities

Đặc biệt, doanh nghiệp gần như duy trì tỷ số chi trả cổ tức trên lợi nhuận làm ra (payout ratio) rất cao, ~70-80%. Đồng nghĩa, lợi nhuận tăng thì cổ đông sẽ được nhận cổ tức tiền mặt tăng cao đột biến. Điều này rất có ý nghĩa về mặt giao dịch giá cổ phiếu DCM.

Ước tính giá trị doanh nghiệp

Chúng tôi ước tính giá trị doanh nghiệp dựa trên giá trị doanh thu lợi nhuận trung bình 5 năm gần nhất do (1) ngành phân bón có tính chu kỳ 5 năm theo chu kì điều chỉnh luật thuế GTGT, (2) DCM hoạt động trong ngành chu kì nên doanh thu và lợi nhuận biến động liên tục theo giá nguyên liệu (tương quan chặt với giá dầu). Ngành phân bón cũng đã bão hòa nên không còn dư địa tăng trưởng nên lợi nhuận của doanh nghiệp chỉ tăng giảm trong ngắn hạn và xoay quanh mức giá trị nhất định trong dài hạn (mean reversion). Mức LNST trung bình 5 năm của DCM là 638 tỷ đồng. Phần giá trị gia tăng lợi nhuận từ chính sách thuế GTGT mới ước tính khoảng 116 tỷ đồng (5%*

chi phí nguyên liệu đầu vào). Vậy nếu có chính sách thuế GTGT mới, mức lợi nhuận sau thuế trung bình giai đoạn 2020-2024 của DCM vào khoảng 754 tỷ đồng. Áp dụng mức PE trung bình từ khi giao dịch của DCM vào khoảng 8.5 lần, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của DCM vào khoảng 6,400 tỷ đồng, tương đương mức giá 12,000 đồng/cp.

Bảng 27. Ước tính giá trị hợp lý DCM theo kịch bản mức PE thị trường chấp nhận

Mức P/E áp dụng	8	8.5	9	9.5	10
Mức giá hợp lý DCM (vnđ/cp)	11,412	12,125	12,839	13,552	14,265

Nguồn: Funan Securities

Hình 28. Đồ thị phân tích kỹ thuật cổ phiếu DCM: vào vùng đỉnh cao nhất từ khi niêm yết

Nguồn: Fireant, Funan Securities

DPM: Doanh nghiệp đầu ngành với định giá hấp dẫn

Tóm tắt quan điểm

DPM là doanh nghiệp tốt trong ngành sản xuất phân bón, đang giao dịch dưới giá trị tài chính của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính giá trị tài chính hợp lý của doanh nghiệp hiện còn cao hơn giá thị trường khoảng ~23% (upside). Tuy nhiên, do ngành phân bón là ngành có biên lợi nhuận giảm dần theo thời gian do cạnh tranh và có tính chu kì cao theo thời tiết và mùa vụ nông nghiệp nên chúng tôi cho rằng chỉ nên mua DPM cho mục tiêu đầu tư ngắn hạn, thay vì nắm giữ lâu dài theo năm. Hiện giá cổ phiếu đang giao dịch tại vùng giá thấp so với giá trị doanh nghiệp và có yếu tố tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2020. Đồng thời, năm 2020, phần lớn các doanh nghiệp niêm yết đều giảm tăng trưởng do ảnh hưởng dịch bệnh n-Covid 19 nên tăng trưởng lợi nhuận tốt của DPM sẽ tạo nên lực hút lớn dòng tiền của NĐT trên thị trường chứng khoán. Trên góc nhìn PTKT, chúng tôi cũng nhận thấy cổ phiếu DPM đang nỗ lực bứt lên trên vùng giá 17-21,000VND đã thiết lập trong giai đoạn 2014-2018 (trước khi bị ảnh hưởng suy giảm ½ lợi nhuận năm 2019 do bảo trì nhà máy và sự cố dây chuyền sản xuất NH3). Tóm lại, nhìn cả trên góc nhìn giá trị doanh nghiệp và góc hình vận động của giá cổ phiếu DPM, chúng tôi đánh giá cao khả năng DPM sẽ giao dịch trong vùng giá 17-21,000VND trong giai đoạn 6 tháng tiếp theo.

Tóm tắt về hoạt động kinh doanh của DN

DPM là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất phân đạm trong nước. Giá trị doanh nghiệp hiện bao gồm 3 thành tố chính: (1) giá trị mảng sản xuất kinh doanh cốt lõi, gồm: mảng phân đạm (~70% giá trị mảng kinh doanh cốt lõi), mảng phân NPK (đang giai đoạn phát triển thị trường, nỗ lực gia tăng thị phần), mảng hóa chất (~11% giá trị mảng kinh doanh cốt lõi); (2) giá trị phần tiền mặt dôi dư (net cash) và (3) giá trị gia tăng từ phần tài sản tài chính (các bất động sản giá trị tại HCM). Về mảng kinh doanh cốt lõi: lợi nhuận mảng này hiện có cấu thành gồm: ~92% từ mảng phân đạm, ~8% từ mảng hóa chất, mảng phân NPK đang lỗ chưa đạt điểm hòa vốn. Động lực tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn sẽ từ mảng NPK (hiện đang lỗ). Phần chi phí quan trọng cần quan sát khi đầu tư DPM là giá khí tự nhiên (>70%tổng giá thành), biến động tương quan với giá dầu.

Lý do để mua trong ngắn hạn:

- Tăng trưởng đột biến trong năm 2020 do (1) năm 2019 giá trị lợi nhuận thấp do trì hoãn vận hành bảo dưỡng sửa chữa nhà máy NH3 (2) biên lợi nhuận cải thiện do giá dầu giảm sâu (3) chờ đợi chính sách thuế GTGT mới giúp DPM giảm giá thành sản xuất tối thiểu 5%.

Có nên mua nắm giữ dài hạn?

- Hạn chế mua cho mục đích nắm giữ dài hạn vì ngành này là ngành có biến động lớn từ phía cầu (chịu ảnh hưởng của thời tiết và quá trình đô thị hóa và công nghiệp hóa). Hơn thế, ngành bị cạnh tranh gay gắt bởi phân bón nhập khẩu nên giá bán giảm liên tục, biên lợi nhuận ngành sụt giảm qua các năm (nếu không tính yếu tố giá nguyên liệu giảm giúp cải thiện biên).
- Nhìn chung DPM là doanh nghiệp tốt trong ngành nhưng vì đây là ngành không tốt cho đầu tư nên chúng tôi không khuyến nghị KH mua cho mục tiêu nắm giữ dài hạn.

*Vui lòng tham khảo thêm báo cáo phân tích DPM đã phát hành vào ngày 28/9/2020 **tại đây**.*

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9158
Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TPHCM
Tel : (028) 6295.9138
Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng
Tel : (0236) 377.9655
Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội
Tel : (024) 6283.3666
Fax: (024) 3206.8881