

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM



RONGVIET
SECURITIES



NGÀNH NÔNG DƯỢC

ĐỐI DIỆN VỚI NHIỀU THỬ THÁCH

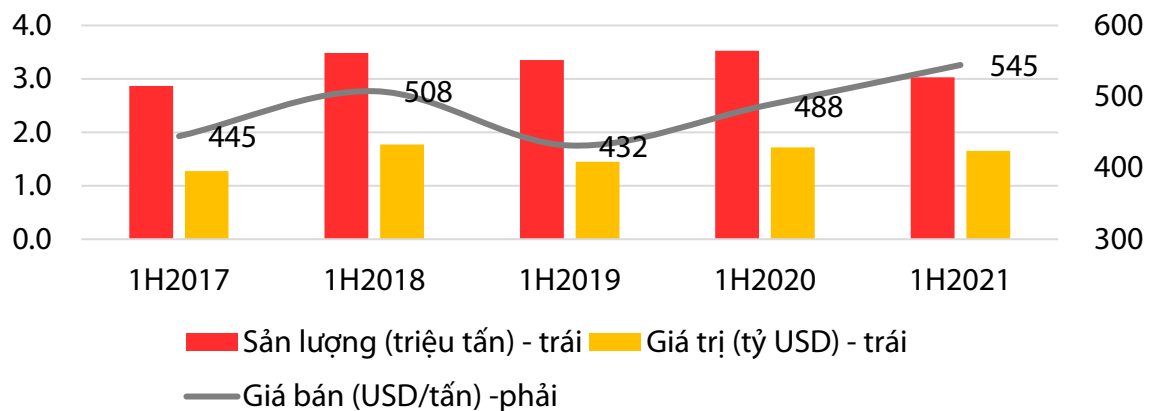


Bùi Huy Hoàng – hoang.bh@vdsc.com.vn

Trần Hà Xuân Vũ – vu.thx@vdsc.com.vn

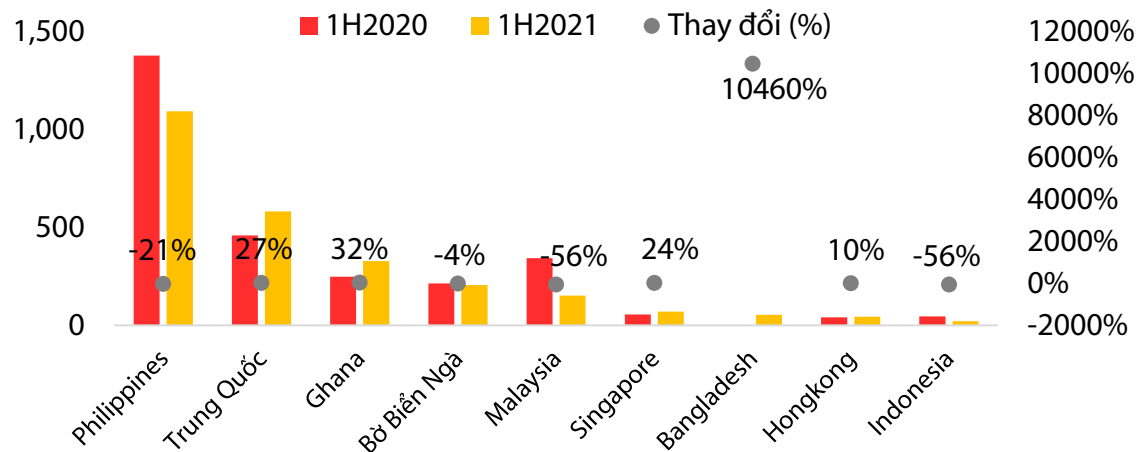


Hình 1: Tình hình xuất khẩu gạo



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng gạo xuất khẩu chia theo quốc gia (ngàn tấn)

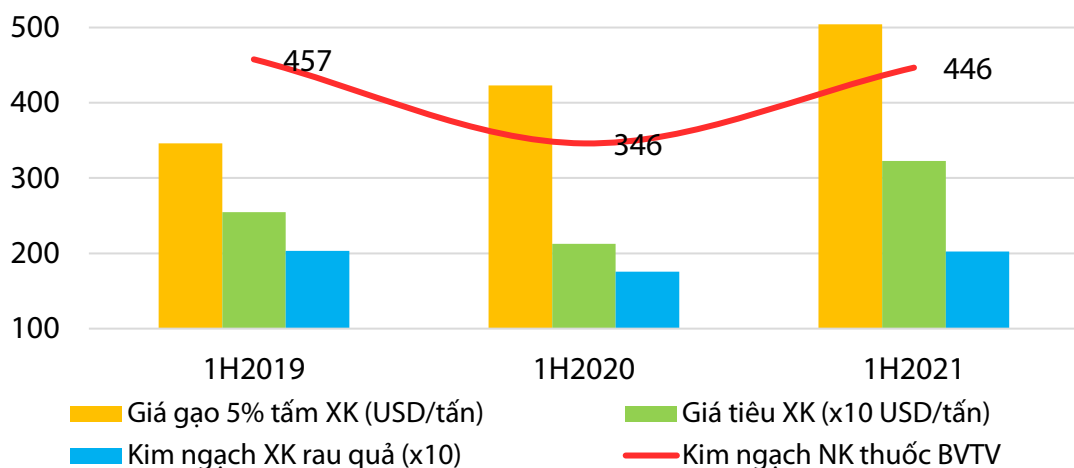


Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Giá trị xuất khẩu đạt 1,65 tỷ USD, giảm 4% yoy do sản lượng xuất khẩu giảm 14% yoy, xuống 3,03 triệu tấn. Ngược lại, giá bán bình quân tăng 12% yoy, lên 545 USD/tấn.

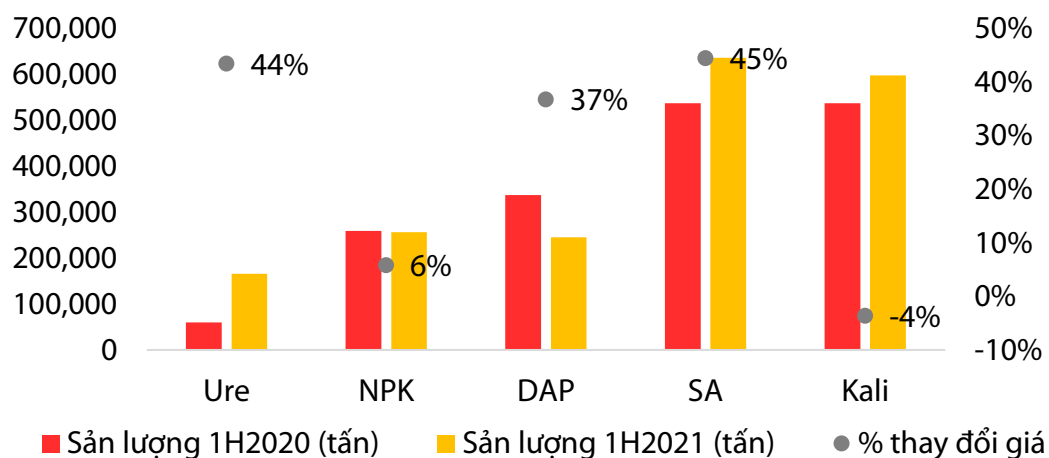
- Sản lượng xuất khẩu giảm do Philippines – thị trường lớn nhất - giảm nhập khẩu xuống 1.093 ngàn tấn (-21% yoy). Đồng thời, sản lượng xuất khẩu sang Malaysia cũng giảm 56% yoy, còn 151 ngàn tấn. Nguyên nhân đến từ (1) Philippines chủ động giảm nhập khẩu khi năm nay được mùa (sản lượng thu hoạch tăng 4% yoy); (2) không có đủ container đóng hàng để xuất khẩu. Ngược lại, tình hình xuất khẩu sang Trung Quốc, Ghana và Bangladesh ghi nhận sự tăng trưởng khi các nước này tăng nhập khẩu để bổ sung kho dự trữ.
- Giá gạo xuất khẩu tăng nhờ (1) tăng xuất khẩu gạo thơm, gạo chất lượng cao có giá bán và giá trị gia tăng cao hơn; (2) cầu trong nước tăng do cần bổ sung gạo trữ kho (3) nguồn cung đầu năm thiếu hụt khi vụ Đông Xuân năm nay thu hoạch muộn. Bên cạnh đó, giá gạo Ấn Độ duy trì ở mức thấp nhờ nguồn cung dồi dào. Giá gạo Thái Lan tăng cao lúc đầu năm sau giảm dần do đồng Bath giảm giá.

Hình 3: Tình hình nhập khẩu thuốc BVTV (triệu USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Hiệp hội Lương thực Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Sản lượng và % thay đổi giá phân bón nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

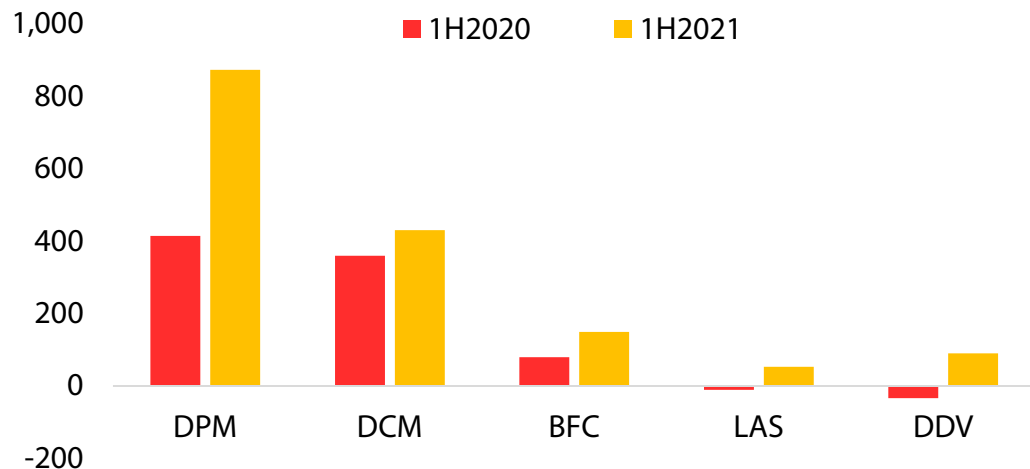
1H2021, cả nước nhập khẩu 446 triệu USD thuốc BVTV, tăng 29% yoy nhờ các yếu tố:

- Giá nông sản và kim ngạch xuất khẩu rau quả tích cực hơn cùng kỳ, giúp cải thiện thu nhập của người nông dân. Qua đó, người nông dân chi tiêu nhiều hơn vào thuốc BVTV.
- Hoạt động nhập khẩu thuốc BVTV không gặp nhiều trở ngại trong khi cùng kỳ năm trước, vì Covid bùng phát nên Trung Quốc áp đặt lệnh phong tỏa làm hạn chế việc nhập khẩu.
- Diện tích trồng trọt được duy trì khi đạt 5.223 ngàn ha, giảm nhẹ 0,9% yoy.

1H2021 giá trị nhập khẩu các loại phân bón đạt 645 triệu USD, tăng 26,9% yoy nhờ các yếu tố:

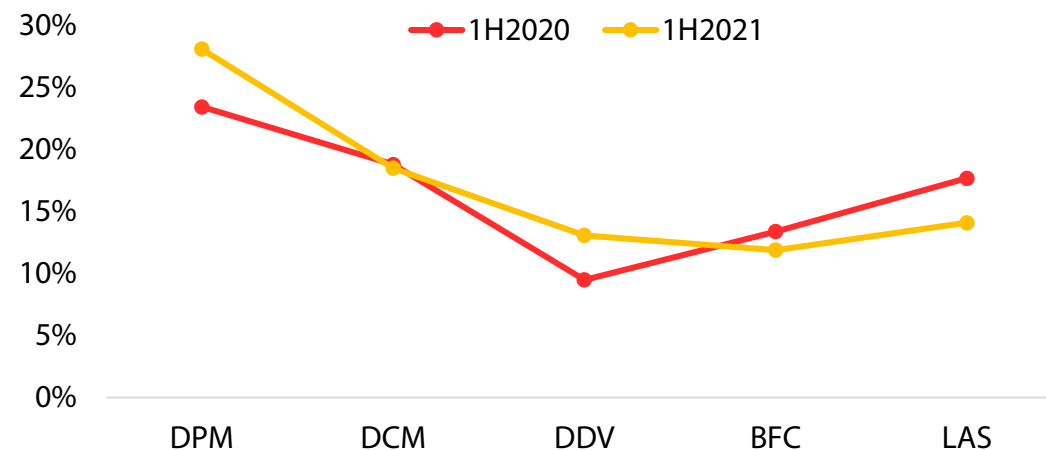
- Nhu cầu phân bón cải thiện khi hoạt động sản xuất nông nghiệp phục hồi trong điều kiện giá nông sản tăng cao nhờ nhu cầu tích trữ thực phẩm toàn cầu và điều kiện thời tiết tích cực trong nửa đầu năm. Ước tính Việt Nam nhập khẩu 2,3 triệu tấn phân bón, tăng 14,7%.
- Bên cạnh sản lượng nhập khẩu tăng, giá nhập khẩu các mặt hàng phân bón cũng ghi nhận mức tăng theo xu hướng chung của thế giới khi các chi phí sản xuất, vận chuyển tăng.

Hình 5: LNST các công ty phân bón (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp các công ty phân bón (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

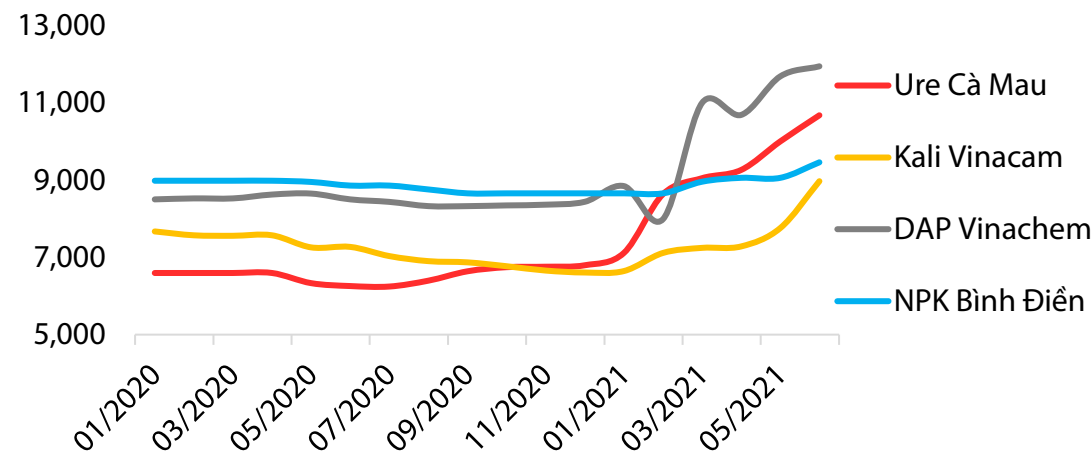
Biên lợi nhuận gộp biến động trái chiều

- Nhìn chung biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ của các công ty phân đơn (Ure, DAP) tốt hơn so với các công ty phân đa (NPK). Nguyên nhân chính đến từ sự cạnh tranh khốc liệt trong thị trường NPK khiến các công ty khó tăng mạnh giá bán để bù đắp giá nguyên vật liệu đầu vào như Ure, DAP cao.

Tuy nhiên, LNST nhìn chung đều tốt so với cùng kỳ

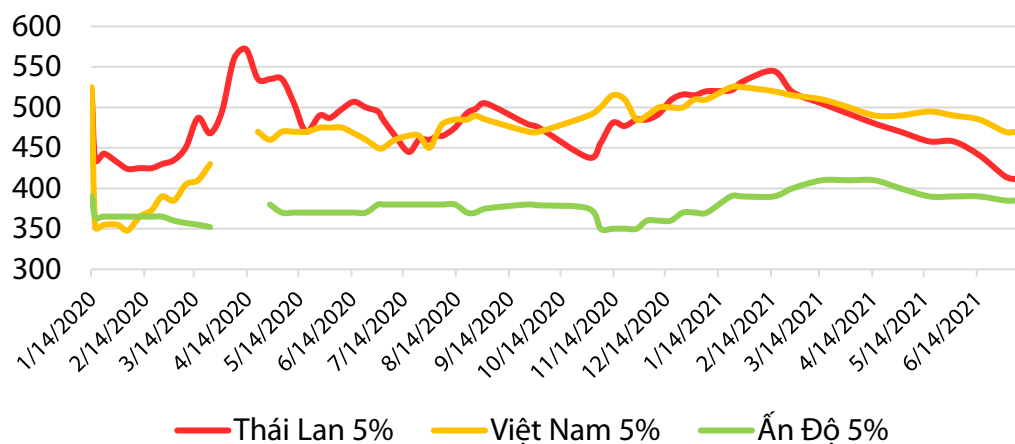
- Doanh thu các công ty phân bón tăng mạnh nhờ sản lượng phục hồi cộng với việc biên lợi nhuận gộp tốt đã giúp cho LNST các công ty ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong nửa đầu năm 2021.

Hình 7: Biến động giá phân bón đến T6/2021 (VND/kg)



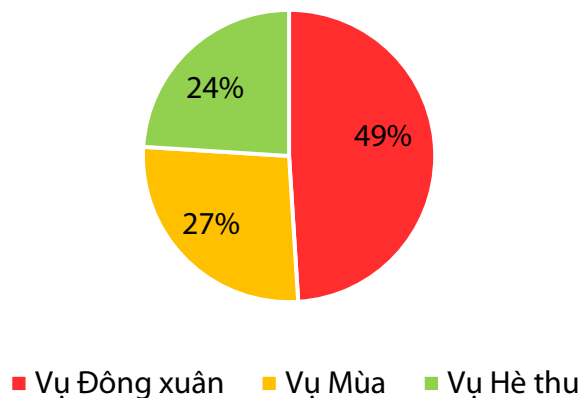
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: Giá gạo xuất khẩu (USD/tấn, FOB)



Nguồn: Hiệp hội Lương thực Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Nhu cầu phân bón theo mùa vụ



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự kiến giá nông sản sẽ giảm khi đối diện với nhiều khó khăn

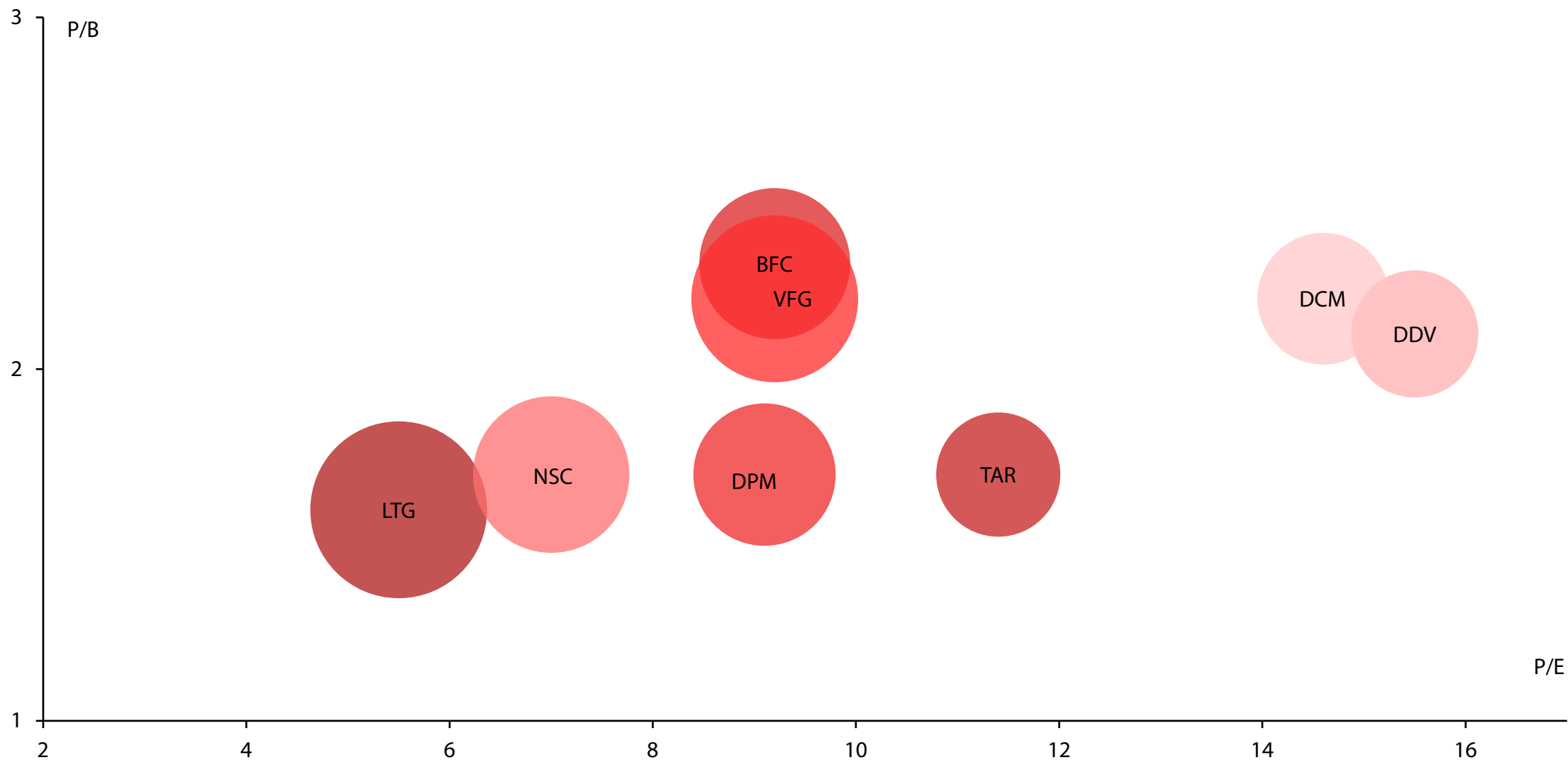
- Giá gạo Việt sẽ giảm để cạnh tranh với gạo Ấn Độ trong bối cảnh (1) giá gạo Ấn Độ sẽ duy trì ở mức thấp nhờ nguồn cung dồi dào; (2) Cạnh tranh xuất khẩu gạo sang Philippines tăng cao do quốc gia này sẽ giảm nhập khẩu 14% yoy, còn 2,1 triệu tấn nhờ vụ mùa bội thu. Ngoài ra, Philippines đã giảm thuế MFN (có áp dụng với Ấn Độ) xuống 35% - bằng mức thuế áp dụng với Việt Nam để tìm kiếm nguồn cung giá rẻ. Qua đó, kiểm soát lạm phát.
- Các biện pháp kiểm soát dịch khiến hoạt động giao thương giữa vùng sản xuất và thị trường tiêu thụ nội địa bị gián đoạn. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá nông sản và sản lượng thu mua trong 2H2021.

Giá nông sản giảm sẽ ảnh hưởng đến chi tiêu cho vật tư nông nghiệp

- Việc giá nông sản giảm sẽ ảnh hưởng đến nguồn thu của người nông dân. Do đó, dự kiến mức đầu tư cho thuốc bảo vệ thực vật sẽ bị tác động tiêu cực. Qua đó, doanh số thuốc BVTV của LTG có thể giảm nhẹ trong nửa cuối năm nay.
- Tiêu thụ phân bón được dự báo cũng sẽ không mạnh như nửa đầu năm khi nhu cầu phân bón vụ hè thu thấp. Ngoài ra, mặt bằng giá phân bón được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trong nửa cuối năm sẽ ảnh hưởng một phần đến nhu cầu khi mà giá các loại nông sản dự báo giảm.

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
DPM	10.409,5	26.700	8,8	22,6	18,8	12,7	62,8	13,3	9,9	13,7	7,9	9,1	1,2
LTG	3.202,9	41.300	70,1	76,2	9,8	8,2	144,9	4,6	6,4	16,9	2,5	5,5	1,1
BFC	1.720,8	24.000	23,5	13,4	6,4	5,4	51,2	3,4	6	15,4	5	9,2	1,8
DCM	10.905,6	N/A	24	13,1	23,9	8,2	50,7	8,7	8,3	11,7	6,8	14,6	1,7
DDV	2.175	N/A	63,6	136,9	11,7	5,6	-388,8	5,4	8,5	10,9	0,0	15,5	1,6
LAS	1.749,3	N/A	10,2	105	5,2	4,0	-445,5	2,6	3,9	5,6	0,0	62,8	1,4
VFG	1.668,5	N/A	13,6	21,4	10,7	9,7	42,9	8,6	10,5	18,8	6,7	9,2	1,7
NSC	1.355	N/A	25,5	13,3	15,1	13,9	7,7	11,5	10,3	16,5	7,8	7,0	1,2
TAR	683,8	N/A	-3,7	N/A	0,0	0,0	-42,9	0,0	0,0	0,0	0,0	11,4	1,2

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

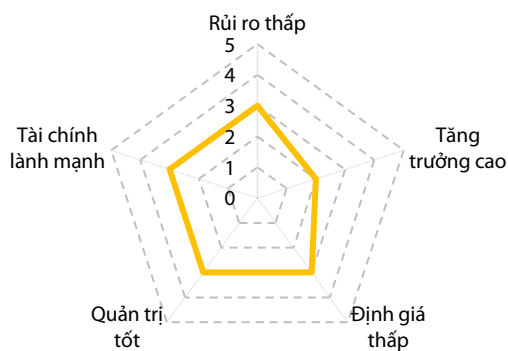
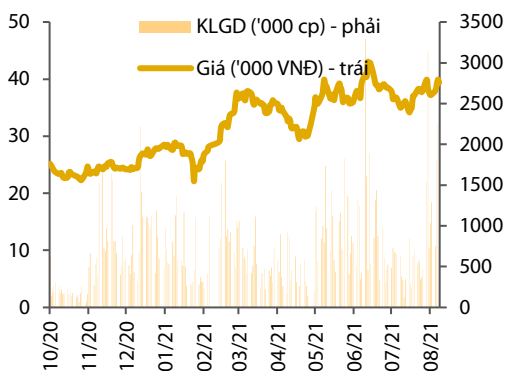


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<TÍCH LŨY: 8,3%>

<GTT: 39.900>

<GMT: 41.200>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Nguyên vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.203
SLCPĐLH (triệu cp)	80,6
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	821
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	31,1
SH NĐTNN còn lại (%)	10,6
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17,3-43

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	7.506	10.285	12.381
LNST	366	425	450
ROA (%)	5,3	6,5	5,5
ROE (%)	13,1	14,3	14,4
EPS (VNĐ)	3.859	4.172	4.522
GTSS (VNĐ)	35.214	36.894	38.916
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.500	2.000	2.500
P/E (x) (*)	7,1	9,6	8,8
P/B (x) (*)	0,8	1,1	1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng vật tư nông nghiệp có cơ hội tăng trưởng nhờ mô hình liên kết mới với các hợp tác xã

- Mô hình mới tạo sự gắn kết chặt chẽ giữa LTG với các hợp tác xã khi LTG cam kết cung cấp tất cả các yếu tố sản xuất (như thuốc BVTV, hạt giống, công nghệ, kiến thức,...) và hỗ trợ bao tiêu sản phẩm. Điều này giúp cải thiện doanh số của mảng vật tư nông nghiệp. Ngoài ra, diện tích các hợp tác xã liên kết dự kiến sẽ tăng qua các năm từ mức 94.000 ha (hiện tại) lên 500.000 ha vào năm 2025. Qua đó, doanh thu của mảng dự kiến tăng trưởng 4,7%/năm trong giai đoạn 2021-2025, thay vì sụt giảm 1%/năm như giai đoạn 2016-2020.

Việc quản lý vốn lưu động tiếp tục được cải thiện

- LTG áp dụng chính sách mới khi yêu cầu các đại lý thuốc BVTV phải thanh toán sớm tiền hàng, đổi lại các đại lý sẽ được hưởng mức chiết khấu thanh toán tốt hơn. Qua đó, gánh nặng khoản phải thu và rủi ro nợ xấu giảm dần. Ngoài ra, việc tăng tỷ trọng bán hàng cho các công ty chuyên xuất khẩu gạo của Việt Nam (có thỏa thuận trước về sản lượng và giá bán) giúp cải thiện vòng quay hàng tồn kho. Thực tế, cuối Q2-2021, chất lượng quản lý vốn lưu động được cải thiện giúp vòng quay tiền mặt giảm 33% yoy, xuống còn 133 ngày.

Việc trích lập các quỹ dự phòng sẽ ảnh hưởng đến phần lợi nhuận thuộc về cổ đông

- Tập đoàn sẽ phân bổ phần lợi nhuận vượt kế hoạch mỗi năm vào các quỹ dự phòng rủi ro cho nhân viên (hỗ trợ nhân viên bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh hoặc các tính huống bất khả kháng) và nông dân (hỗ trợ nông dân liên kết với Tập đoàn khi bị thiệt hại bởi thiên tai, lũ lụt). Dự kiến LNST 2021-2025 tăng trưởng 10,2%/năm nhưng EPS cổ đông công ty mẹ sẽ chỉ tăng trưởng 5,7%/năm.

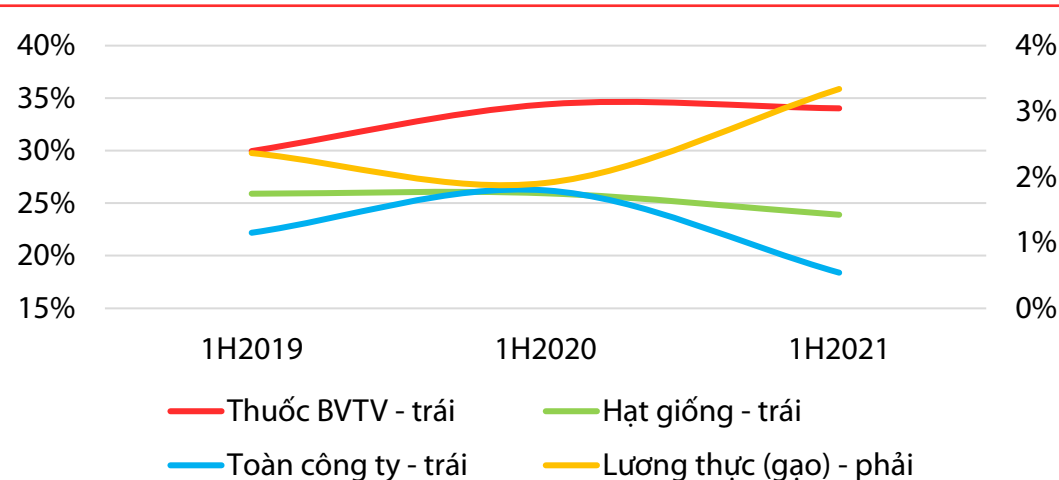
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Áp lực cạnh tranh có thể buộc LTG nới lỏng chính sách bán hàng, tăng áp lực lên khoản phải thu, tăng nợ vay và giảm lợi nhuận.

Các mảng kinh doanh chính đồng loạt khởi sắc

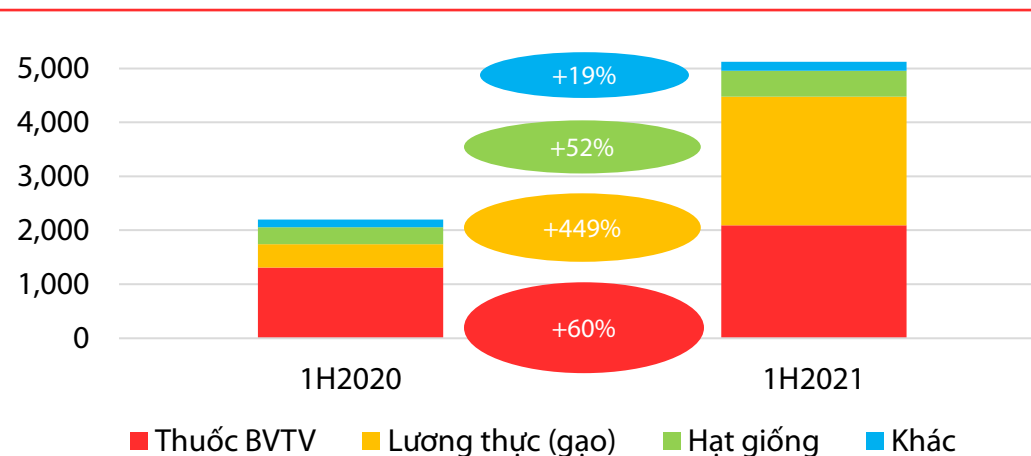
- Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt tăng 133% yoy (lên 5.121 tỷ đồng) và 100% yoy (lên 227 tỷ đồng) nhờ nhu cầu vật tư nông nghiệp phục hồi và hiệu quả của mảng gạo cải thiện.
- Doanh thu thuốc BVTV và hạt giống lần lượt ghi nhận tăng trưởng 60% yoy (lên 2.089 tỷ đồng) và 52% yoy (lên 481 tỷ đồng) nhờ thời tiết thuận lợi và giá nông sản tăng cao nên người nông dân sử dụng vật tư nông nghiệp nhiều hơn.
- Doanh thu mảng gạo tăng 449% yoy, lên 2.384 tỷ đồng. Động lực đến từ việc công ty mở rộng kênh phân phối khi bán hàng cho các công ty chuyên xuất khẩu gạo của Việt Nam. Đồng thời, việc kiểm soát tốt nguồn cung cầu và ký kết hợp đồng mua bán trước mùa vụ đã giúp biên LNG cải thiện từ 1,9% lên 3,3%.
- Biên LNG giảm từ mức 26,2% xuống 18,4% do tỷ trọng đóng góp của mảng gạo (có biên gộp thấp) trong doanh thu tăng mạnh từ 20% lên 47%. Lợi nhuận gộp đạt 941 tỷ đồng, tăng 63% yoy.
- Nợ vay ngắn hạn trung bình tăng 38% yoy, khiến chi phí lãi vay tăng 50% yoy, lên 71 tỷ đồng. Chi phí bán hàng tăng 49% yoy, lên 373 tỷ đồng do công ty tăng cường quảng cáo và khuyến mãi. Trong khi đó, chi phí quản lý chỉ tăng nhẹ 12% yoy, lên 146 tỷ đồng.

Hình 1: Biên lợi nhuận gộp của các mảng (%)



Nguồn: LTG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp của các mảng vào doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: LTG, CTCK Rồng Việt

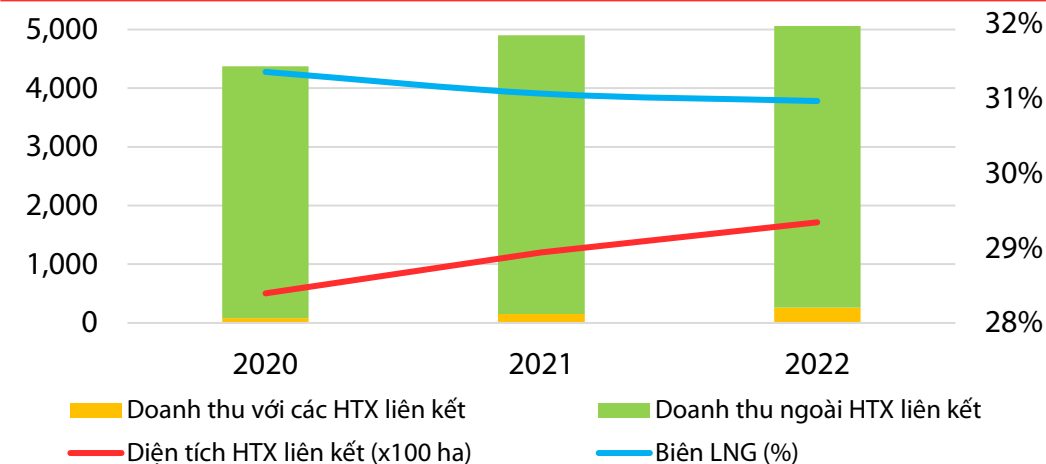
2H2021 đối mặt với nhiều thách thức

- Để cạnh tranh với gạo Ấn Độ, dự kiến giá gạo Việt sẽ giảm trong 2H2021. Đồng thời, dịch Covid-19 tái bùng phát sẽ làm gián đoạn hoạt động giao thương giữa các tỉnh thành nên sản lượng tiêu thụ và giá nông sản có thể giảm. Do đó, người nông dân có thể giảm chi tiêu vào vật tư nông nghiệp. Dự kiến doanh thu vật tư nông nghiệp sẽ chỉ đạt 3.130 tỷ đồng (-10% yoy).
- Dù vậy, nhờ 1H2021 tăng trưởng mạnh mẽ nên doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ vẫn lần lượt tăng trưởng 37% yoy (lên 10.285 tỷ đồng) và 16% yoy (lên 425 tỷ đồng).

2022 – Tăng cường bán hàng qua các mô hình kinh doanh mới giúp KQKD tăng trưởng

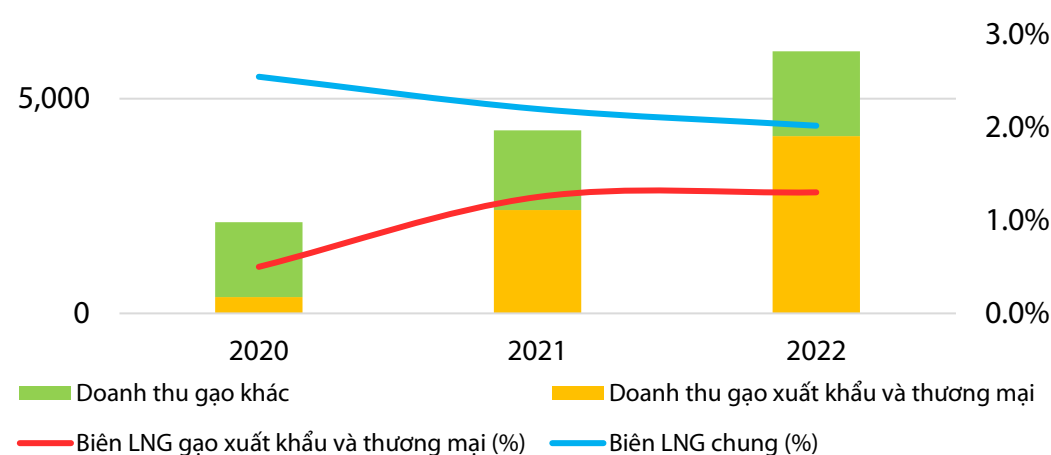
- Dự kiến diện tích hợp tác xã liên kết sẽ đạt 171.000 ha (+51.000 ha yoy) và nhu cầu tiêu thụ nông sản phục hồi (khi dịch bệnh được kiểm soát) giúp nâng cao nhu cầu tiêu thụ vật tư nông nghiệp.
- Việc mở rộng quy mô thương mại gạo với các công ty chuyên xuất khẩu sẽ giúp doanh thu mảng gạo tăng 43% yoy (lên 6.102 tỷ đồng) và làm biên LNG của mảng giảm nhẹ 18bps, còn 2%.
- Doanh thu và LNST 2022 sẽ lần lượt đạt 12.381 tỷ đồng (+20% yoy) và 450 tỷ đồng (+5,9% yoy).

Hình 3: Kết quả kinh doanh mảng thuốc BVTV (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Hiệu quả kinh doanh mảng gạo (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

<TÍCH LŨY: 6%>

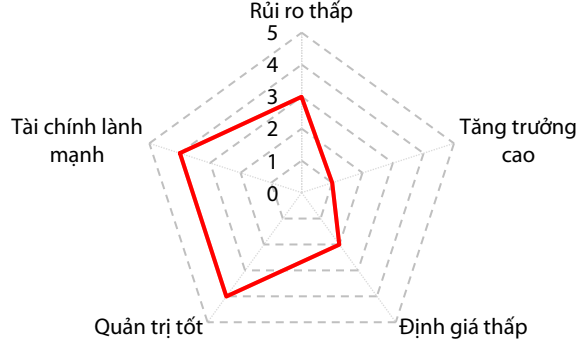
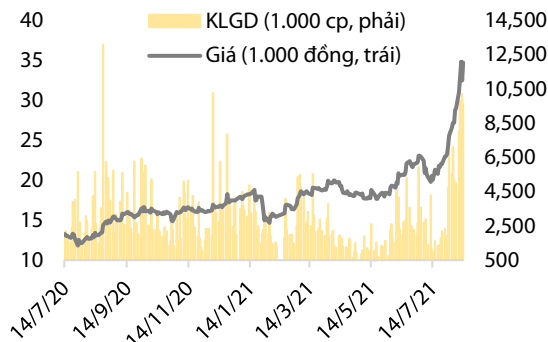
<GTT: 26.600>

<GMT: 26.700>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,598
SLCPĐLH (triệu cp)	391
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	2,522
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	81
SH NĐTNN còn lại (%)	29
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	13,3-34,8

Doanh thu (tỷ đồng)	7.762	10.741	10.103
LNST	693	1.311	782
ROA (%)	6,1	10,9	6,4
ROE (%)	8,6	15,	8,8
EPS (VND)	1.557	3.326	1.984
GTSS (VND)	20.661	21.976	22.954
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.400	2.000	1.000
P/E (x) (*)	12	8,0	13,4
P/B (x) (*)	0,9	1,2	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá bán của Urê và hóa chất duy trì ở mức cao là động lực cho lợi nhuận năm 2021

- Giá bán bình quân của Urê tăng 27% YoY trong 6T2021, góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của Urê từ 31,3% lên 32,4%. Bên cạnh đó, mảng NH3 cũng đạt kết quả tốt trong nửa đầu 2021 khi biên lợi nhuận gộp đạt 47% so với 25% trong nửa đầu 2020. Lợi nhuận gộp DPM đạt 1.373 tỷ đồng trong 6T2021, tăng 51% YoY.
- Ngoài ra, DPM ghi nhận 91 tỷ đồng tiền bảo hiểm đền bù cho các thiệt hại kinh doanh và ghi nhận giảm 300 tỷ đồng liên quan đến chi phí khấu hao và chi phí bảo dưỡng nhà máy.
- Năm 2021, chúng tôi dự báo tổng doanh thu DPM có thể đạt 10.741 tỷ đồng (+38,4% YoY) và 1.311 tỷ đồng LNST từ cổ đông công ty mẹ (+89% YoY).

Kỳ vọng vào sự đổi mới trong chính sách thuế GTGT

- Mức thuế GTGT đối với phân bón kỳ vọng sẽ được đệ trình cùng với bảng dự thảo mới về luật thuế GTGT trong cuộc quốc hội năm 2021. Trong trường hợp dự thảo được thông qua, LNST của DPM sẽ tăng thêm 300 tỷ đồng trong những năm tới.

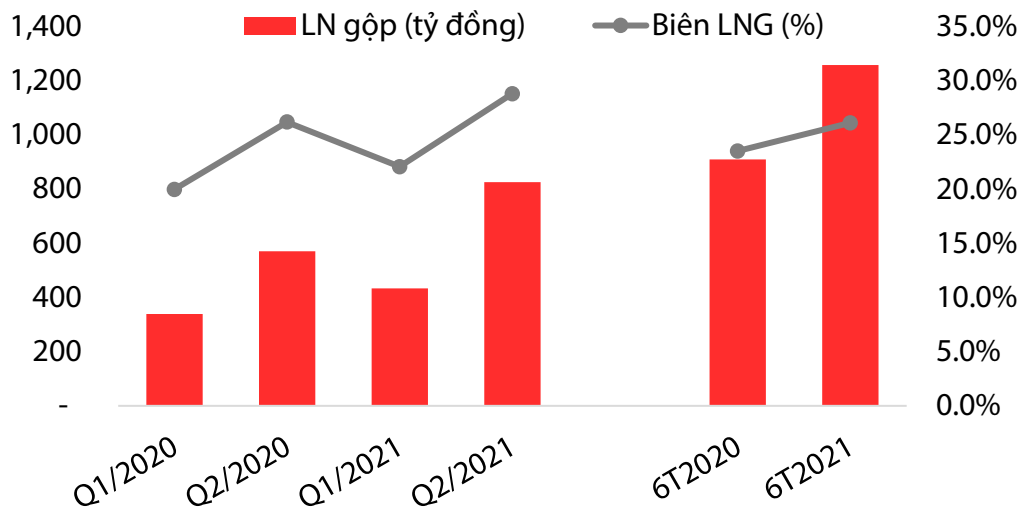
Định giá đã không còn rẻ nếu nhìn vào triển vọng 2022 mức thấp

- EPS năm 2021 ước đạt 3.325 đồng, tương đương với P/E 2021 là 8x. Tuy nhiên, EPS năm 2022 ước đạt 1.984 đồng, tương đương với P/E 2022 là 13,4x, cao hơn mức trung bình 3 năm – 11x.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

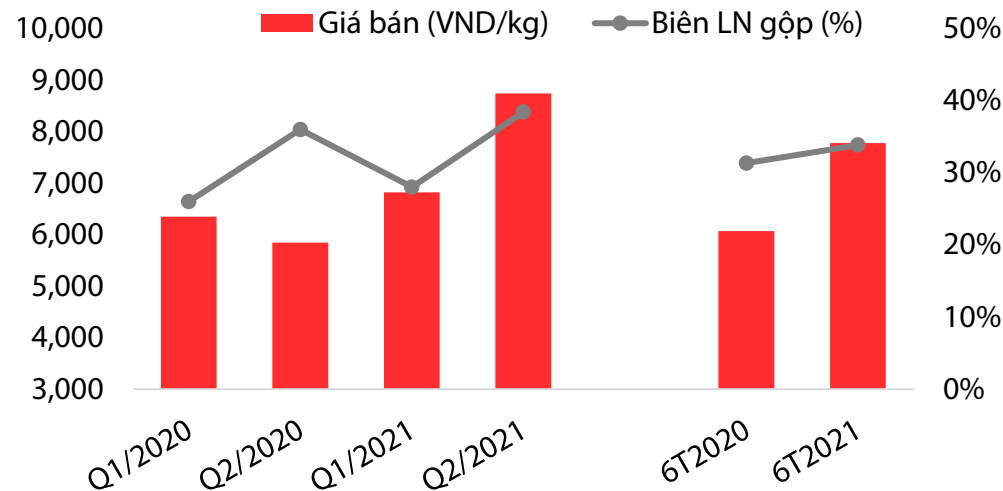
- Sự biến động của giá dầu hoặc giá Urê gây ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của Urê.
- Thay đổi trong chính sách thuế GTGT đối với ngành phân bón không được thông qua sẽ ảnh hưởng đến cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất phân bón.

Hình 1: Lợi nhuận gộp (trái) và biên lợi nhuận gộp (phải)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá bán bình quân (trái) và tỷ suất lợi nhuận gộp của Urê (phải)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

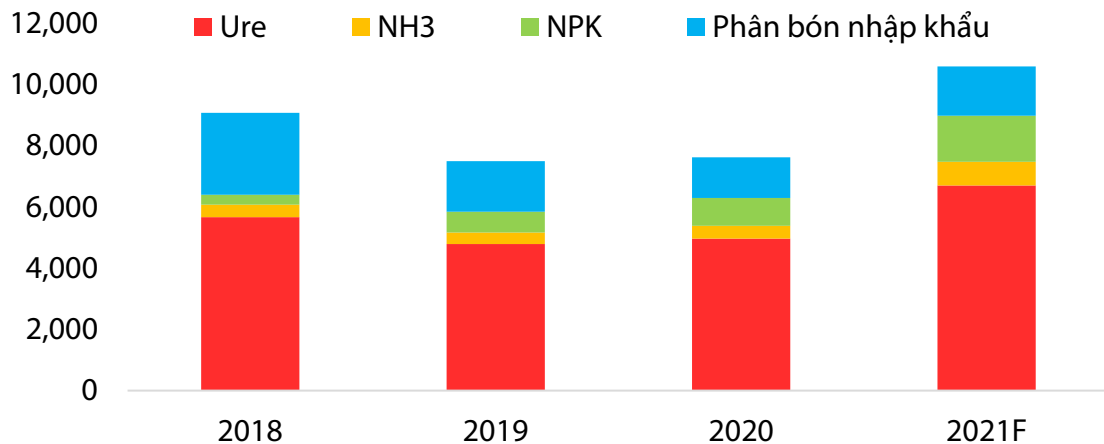
Lợi nhuận tăng mạnh trong 6T2021 nhờ giá bán cao và lợi nhuận đột biến.

- Trong 6T2021, giá bán của Urê và NH3 đạt mức tăng trưởng lần lượt là 27% YoY và 55% YoY. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 23,5% lên 28,1%. Đáng chú ý, lợi nhuận gộp của NH3 đã tăng gấp 4 lần trong quý 2/2021 lên 137 tỷ đồng, so với cùng kỳ năm ngoái.
- Bên cạnh đó, DPM đã được ghi nhận 91 tỷ đồng tiền bảo hiểm cũng như điều chỉnh giảm 300 tỷ đồng liên quan đến khấu hao và chi phí bảo trì trong năm 2020.
- Trong 6T2021, DPM đã công bố mức doanh thu đạt 4.953 tỷ đồng và 855 tỷ đồng ở LNST từ cổ đông công ty mẹ, tăng trưởng lần lượt là 25,7% YoY và 110% YoY.

Cạnh tranh gay gắt từ thị trường NPK

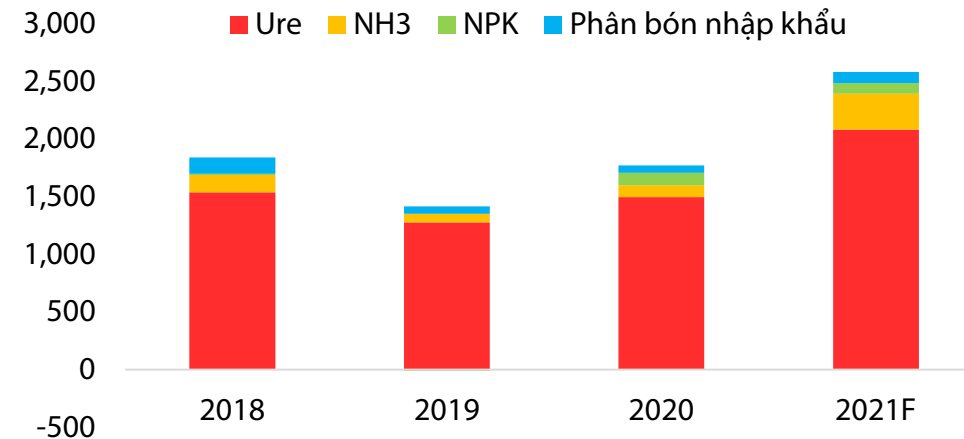
- Với mục tiêu đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ, DPM vẫn duy trì giá bán NPK ở mức thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Qua đó, chấp nhận thu hẹp biên lợi nhuận gộp so với năm trước nhưng tổng sản lượng tiêu thụ lại cao hơn gấp 1,8 lần với 89 nghìn tấn trong nửa đầu năm.

Hình 3: Doanh thu theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Lợi nhuận gộp theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

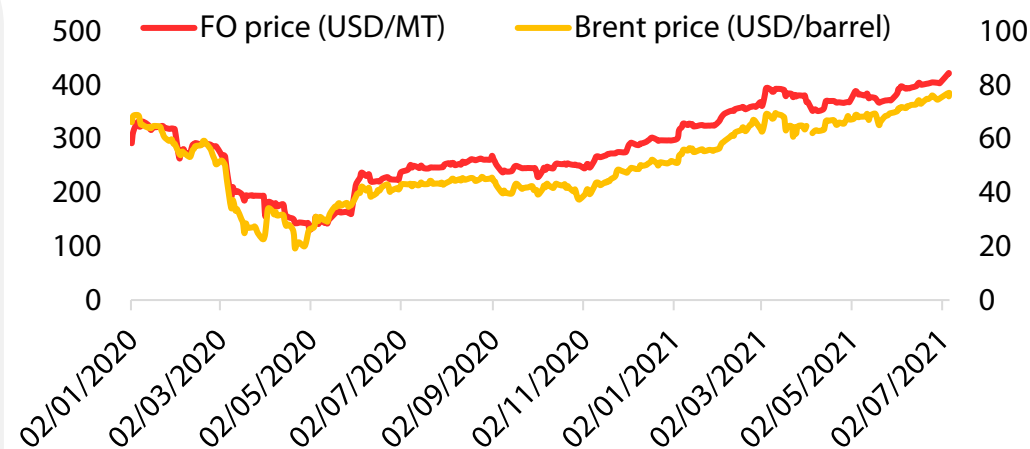
Nửa cuối 2021 – Lợi nhuận dự kiến giảm

- Chúng tôi cho rằng lợi nhuận nửa cuối 2021 giảm so với nửa đầu năm do biên lợi nhuận gộp của Ure thấp hơn và không còn đóng góp của các khoản lợi nhuận bất thường. DPM được hưởng lợi từ lượng Urê tồn kho rẻ trong quý 2/2021, và giá dầu cao hiện tại có thể ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của Urê từ quý 3/2021 trở đi.
- Trong năm 2021, chúng tôi ước tính công ty đạt mức doanh thu 10.741 tỷ đồng (+31,1% YoY) và 1.311 tỷ đồng LNST cổ đông công ty mẹ (+89% YoY).
- Lợi nhuận sẽ đạt được mức cao hơn so với kế hoạch nên DPM có thể chia cổ tức tiền mặt cao hơn so với mức 1.000 đồng/cổ phiếu.

Chính sách thuế GTGT sẽ là chất xúc tác chính hỗ trợ thu nhập trong những năm tới

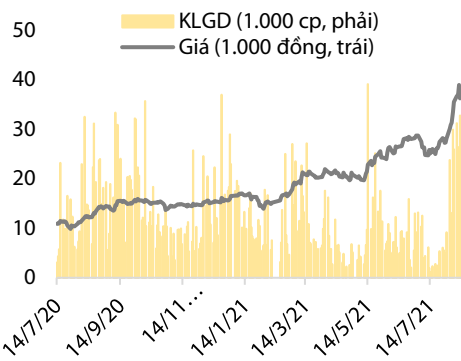
- Việc thay đổi thuế GTGT có thể đóng góp thêm 300 tỷ đồng vào lợi nhuận hàng năm trong tương lai.

Hình 5: Giá FO (trái) và giá dầu Brent (phải)



Nguồn: Bloomberg

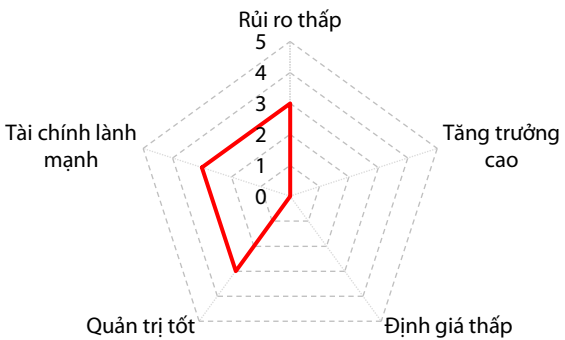
<BÁN: -11%>



<GTT: 30.100>



<GMT: 25.100>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,178
SLCPĐLH (triệu cp)	57
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	378
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	11
SH NĐTNN còn lại (%)	29
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	12,7-38,9

TÀI CHÍNH

	2020A	2021A	2022A
Doanh thu	5.418	7.543	6.035
LNST	133	188	176
ROA (%)	4,4	5,6	5,5
ROE (%)	13,7	17,7	15,2
EPS (VND)	2.143	3.022	2.830
GTSS (VND)	17.065	18.587	20.217
Cổ tức tiền mặt (VND)	700	1.500	1.200
P/E (x) (*)	8,3	10,0	10,6
P/B (x) (*)	0,8	1,6	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cải thiện vốn lưu động để giảm nợ ngắn hạn

- BFC tiếp tục giảm các khoản phải thu cũng như khoản mục hàng tồn kho, để giảm khoản nợ vay ngắn hạn. Tính đến cuối quý 2/2021, nợ ngắn hạn giảm 30,4% YoY xuống còn 925 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng BFC có thể duy trì nợ ngắn hạn ở mức 800 tỷ đồng vào năm 2021, so với mức 1.000 tỷ đồng trong năm 2020.

KQKD tiếp tục phục hồi trong năm 2021 nhưng định giá không còn rẻ

- Nhờ vào nhu cầu phân bón cho nông nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ, sản lượng NPK tiêu thụ được dự báo tăng 21% YoY lên 704 nghìn tấn trong năm 2021. Trong năm 2021, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ dự kiến lần lượt đạt 7.543 tỷ đồng (+39,2% YoY) và 188 tỷ đồng (+41,3% YoY). Tuy nhiên, P/E dự phóng cho năm 2021 của BFC là 10x, cao hơn mức trung bình 3 năm là 9x. P/E dự phóng cho năm 2022 còn cao hơn với mức 11x.

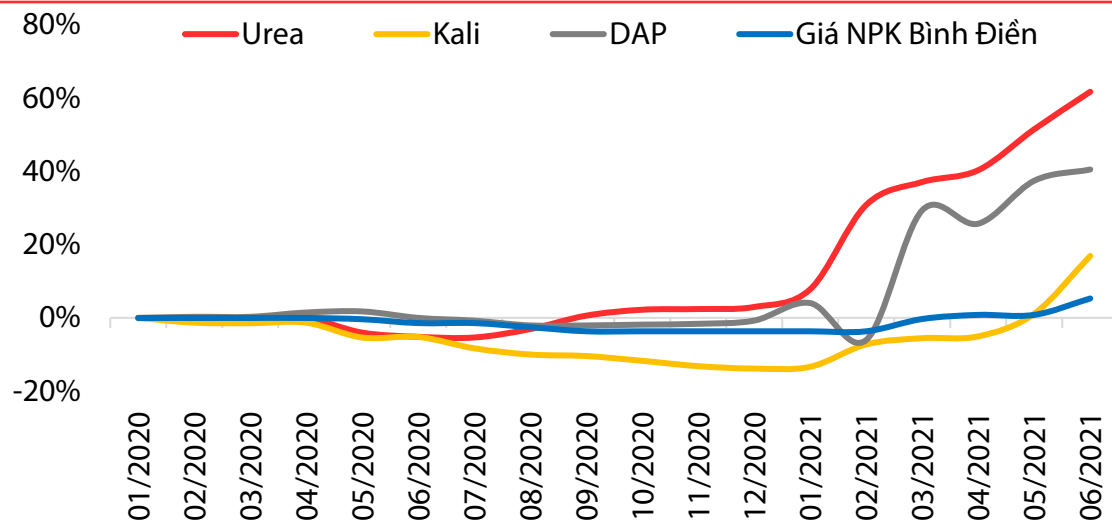
Cạnh tranh gay gắt ở thị trường NPK

- Dưới áp lực cạnh tranh khốc liệt, các doanh nghiệp sản xuất NPK không thể dễ dàng gia tăng giá thành sản phẩm khi giá nguyên vật liệu tăng cao. Từ đó, ảnh hưởng lên biên lợi nhuận gộp.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

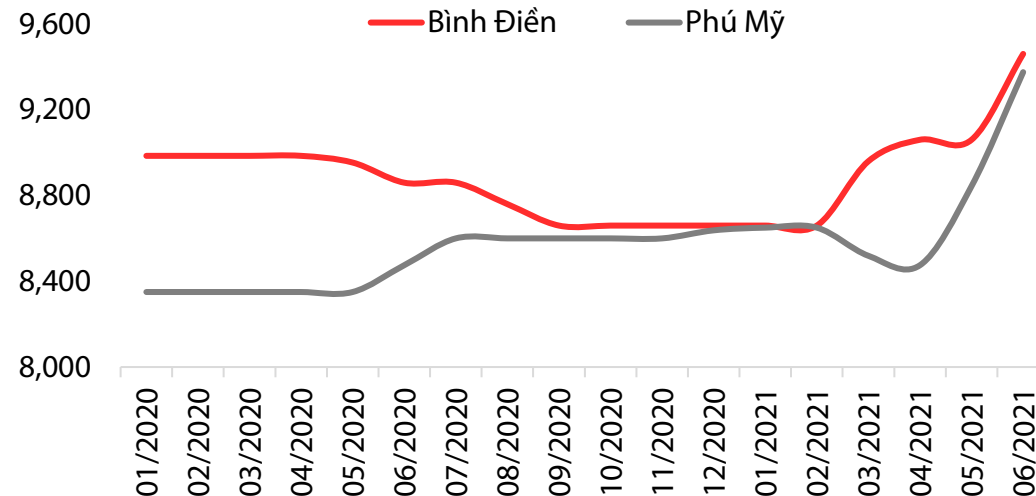
- Biên lợi nhuận gộp không bị ảnh hưởng nhiều như kỳ vọng của chúng tôi.
- Cổ phiếu ngành phân bón tăng tạo hiệu ứng tích cực lên giá cổ phiếu BFC.

Hình 1: % thay đổi về giá nguyên liệu, giá bán so với T1/2020



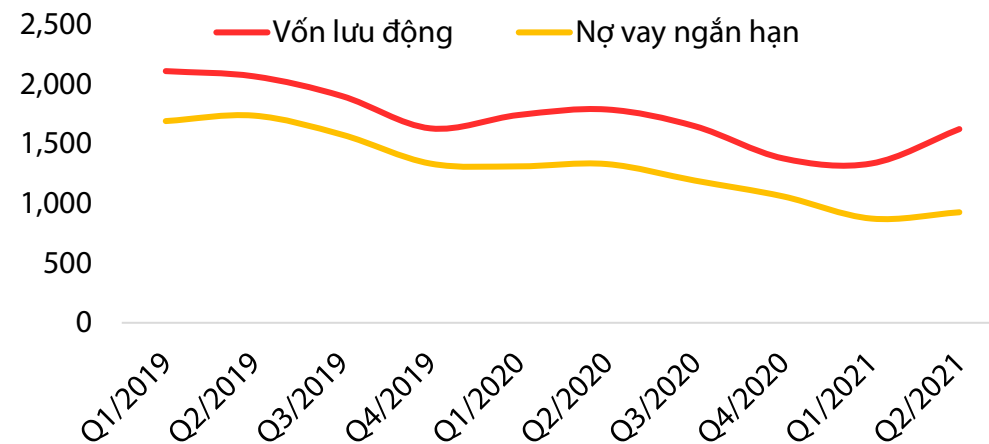
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá bán NPK 16-16-8 + 13S + TE (đồng/kg)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 3: Vốn lưu động và nợ ngắn hạn (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

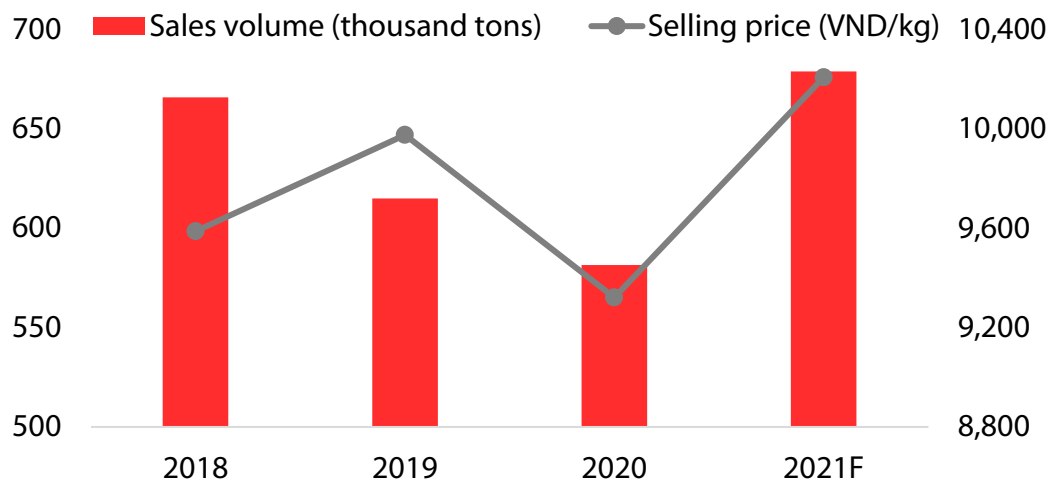
LN tăng mạnh nhưng biên LNG giảm vì cạnh tranh trong ngành

- Tổng sản lượng tiêu thụ là 400 nghìn tấn trong 6T2021, tăng 51% YoY. Kể từ cuối năm 2020, giá phân Urê, DAP và Kali - nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất NPK đã tăng 35% - 50% trong khi giá bán NPK tăng chậm hơn do cạnh tranh lớn trong ngành. Vì vậy biên lợi nhuận gộp liên tục giảm từ 16,7% trong Q3/2020 xuống còn 11,4% trong Q2/2021.
- Trong 6T2021, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt VND4.102 tỷ đồng (tăng 62% YoY) và 112 tỷ đồng (tăng 88% YoY).

Tiếp tục giảm nợ ngắn hạn

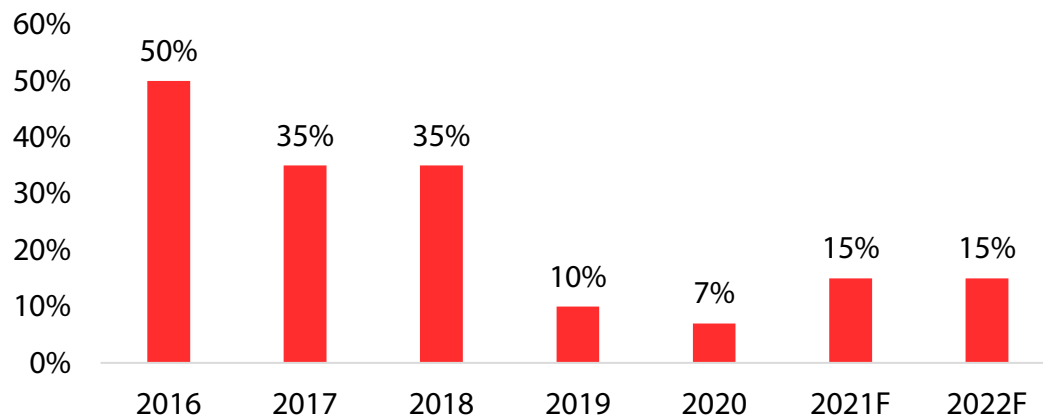
- BFC quản lý dòng vốn lưu động hiệu quả hơn nhằm giảm số dư các khoản nợ ngắn hạn, từ đó giảm chi phí lãi vay trong năm 2020 cũng như trong 6T2021.

Hình 4: Sản lượng bán (trái) và giá bán (phải)



Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: % cổ tức tiền mặt được trả theo mệnh giá



Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

Thu hẹp biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm

- BFC đã dự trữ nguyên liệu cho 2-3 tháng sản xuất trong bối cảnh giá đầu vào tăng và giá bán tăng nhẹ, nhằm giảm tác động lên biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận trong 6 tháng cuối năm sẽ giảm từ mức trung bình 11,9% trong 6T2021, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận cả năm là 11,4%. Mặt khác, chúng tôi cho rằng BFC có thể kiểm soát tốt các chi phí (chi phí lãi vay, chi phí bán hàng) để hỗ trợ lợi nhuận.
- Về sản lượng bán hàng, chúng tôi dự báo tổng sản lượng NPK tiêu thụ trong năm 2021 đạt khoảng 704 nghìn tấn, tăng 21% YoY. Trong khi mức giá bình quân sẽ điều chỉnh tăng 17% lên 10.905 đồng/kg.
- Trong năm 2021, chúng tôi ước tính công ty có thể đạt mức doanh thu khoảng 7.543 tỷ đồng (+39,2% YoY) và 188 tỷ đồng ở LNST công ty mẹ (+41,3% YoY).

Mức định giá không còn rẻ

- Với mức LNST công ty mẹ là 188 tỷ đồng, EPS 2021 là 3.022 đồng. Tương ứng với P/E năm 2021 là 10 lần, dựa trên thị giá 30.100 đồng, cao hơn mức trung bình của 3 năm là 9 lần. P/E dự phóng cho năm 2022 còn cao hơn với mức 11x.

Kỳ vọng cổ tức tiền mặt khả quan hơn kế hoạch năm 2021

- Trong trường hợp vượt kế hoạch, BFC có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt 1.500 đồng/cp cao hơn so với kế hoạch 1.200 đồng/cp.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn