

CTCP PHỐT PHO APATIT VIỆT NAM (UPCOM: PAT)
Tên chuyên viên: Đỗ Hoàng Sơn

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: sondh@fpts.com.vn

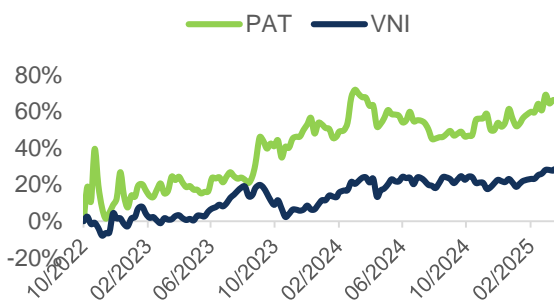
Điện thoại: 1900 6446

Giá hiện tại: 92.000
Giá mục tiêu : 110.500
Tăng/(Giảm): 19,51%
Khuyến nghị
MUA

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu PAT & VNIndex
Biến động giá PAT và VNIndex

Thông tin giao dịch 31/03/2025

Giá đóng cửa (VNĐ/cp)	92.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	94.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	76.858
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	25
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	25
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	20.830
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2.318
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)	10.598
P/E Trailing 12 tháng	8,73x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Phốt pho Apatit Việt Nam
Địa chỉ	Khu Công nghiệp Tầng Loông - Thị trấn Tầng Loông - H. Bảo Thắng - T.Lào Cai
HĐKD chính	Sản xuất phốt pho vàng
Chi phí chính	Chi phí điện, chi phí quặng apatit
Rủi ro chính	Giá bán phốt pho vàng giảm, quặng nguyên liệu đầu vào từ công ty mẹ sắp hết hạn khai thác

NHU CẦU PHỤC HỒI TỪ NHÓM CÔNG NGHỆ CAO

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu PAT – CTCP Phốt Phô Apatit Việt Nam niêm yết trên sàn UPCoM. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu PAT là **110.500 đồng/cp**, cao hơn **19,51%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 31/03/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PAT, dựa trên kết quả định giá & các luận điểm dưới đây:

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ
► KQKD dự kiến phục hồi trong năm 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PAT trong năm 2025 đạt **1.839 tỷ đồng (tăng 6,8% so với cùng kỳ)** nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi. Lợi nhuận sau thuế đạt 279 tỷ đồng (tăng 5,8% YoY). Nhờ vào các yếu tố:

- Sản lượng tiêu thụ tăng 3%, từ nhu cầu tiêu thụ chip bán dẫn và pin lithium. ([chi tiết](#))
- Giá bán tăng 4% do nguồn cung tại Trung Quốc tiếp tục khó khăn bởi chính sách môi trường. ([chi tiết](#))
- Chuyển dịch cơ cấu tiêu thụ sang thị trường có nhu cầu cao là Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan. Đây là các quốc gia có giá nhập khẩu cao hơn 10 – 15% so với Ấn Độ. ([chi tiết](#))

► Tỷ lệ chi trả cổ tức hấp dẫn

Tại đại hội cổ đông năm 2025, HĐQT công ty đã trình và được phê duyệt kế hoạch chia cổ tức với tỷ lệ 10.000 đồng/cp. Tại giá đóng cửa ngày 31/3/2025 tỷ lệ chi trả cổ tức/thị giá = 11%. ([chi tiết](#))

YẾU TỐ THEO DÕI
► Quặng nguyên liệu đầu vào từ công ty mẹ sắp hết hạn cấp phép khai thác ([chi tiết](#))

Chúng tôi đánh giá khả năng được phép khai thác tiếp tại khai trường 25 và khai trường 19b là cao do công ty mẹ đủ năng lực tài chính và có kinh nghiệm trong hoạt động xin cấp phép. Tuy nhiên, đây là yếu tố ảnh hưởng nhiều tới chi phí đầu vào của doanh nghiệp. Cần theo dõi sự thay đổi về quy hoạch khai thác, chính sách môi trường của nhà nước để cập nhật tiến độ xin cấp phép của công ty mẹ từ 2025.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

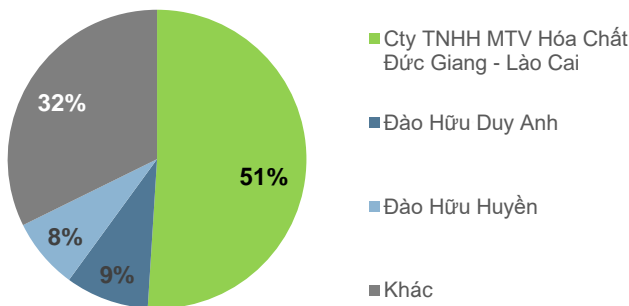


Công ty Cổ phần Phốt pho Apatit Việt Nam (UPCoM: PAT): Là một trong những doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất phốt pho vàng (P₄) và các sản phẩm khác có nguồn gốc từ phốt pho vàng, apatit.

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Năm	Sự kiện
2014	Được thành lập bởi Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam vào tháng 1/2014 với vốn điều lệ 150 tỷ đồng. Đầu tư xây dựng dây chuyền sản xuất phốt pho vàng với tổng công suất thiết kế 20.000 tấn/năm
2018	Chào bán cho cổ đông hiện hữu 10.000.000 cổ phiếu.
2022	Niêm yết trên sàn UPCoM với mã chứng khoán là PAT

2. Cơ cấu cổ đông



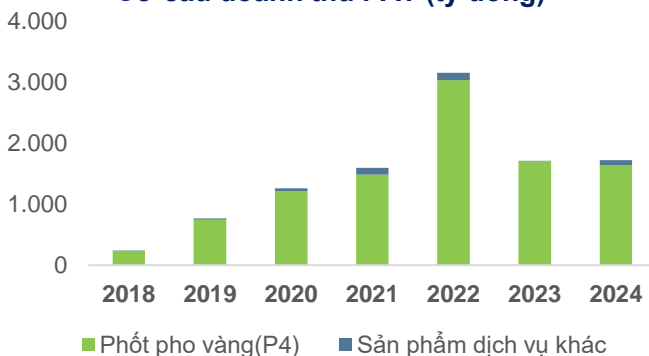
Nguồn: BCTN PAT (10/03/2025)

Sau khi được thành lập vào năm 2014 bởi Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam, PAT được chuyển giao về Công ty TNHH MTV Hóa Chất Đức Giang vào T6/2018.

Cơ cấu cổ đông của PAT có tính tập trung cao, với tổng số cổ phần ban lãnh đạo có liên quan và công ty mẹ là Công ty TNHH MTV Hóa chất Đức Giang – Lào Cai chiếm tới 67,72%. Sự chi phối này giúp PAT đưa ra các quyết định, chiến lược hợp lý trong hoạt động sản xuất kinh doanh, do Hóa chất Đức Giang là công ty có kinh nghiệm dày dặn trong lĩnh vực.

3. Hoạt động kinh doanh chính

Cơ cấu doanh thu PAT (tỷ đồng)

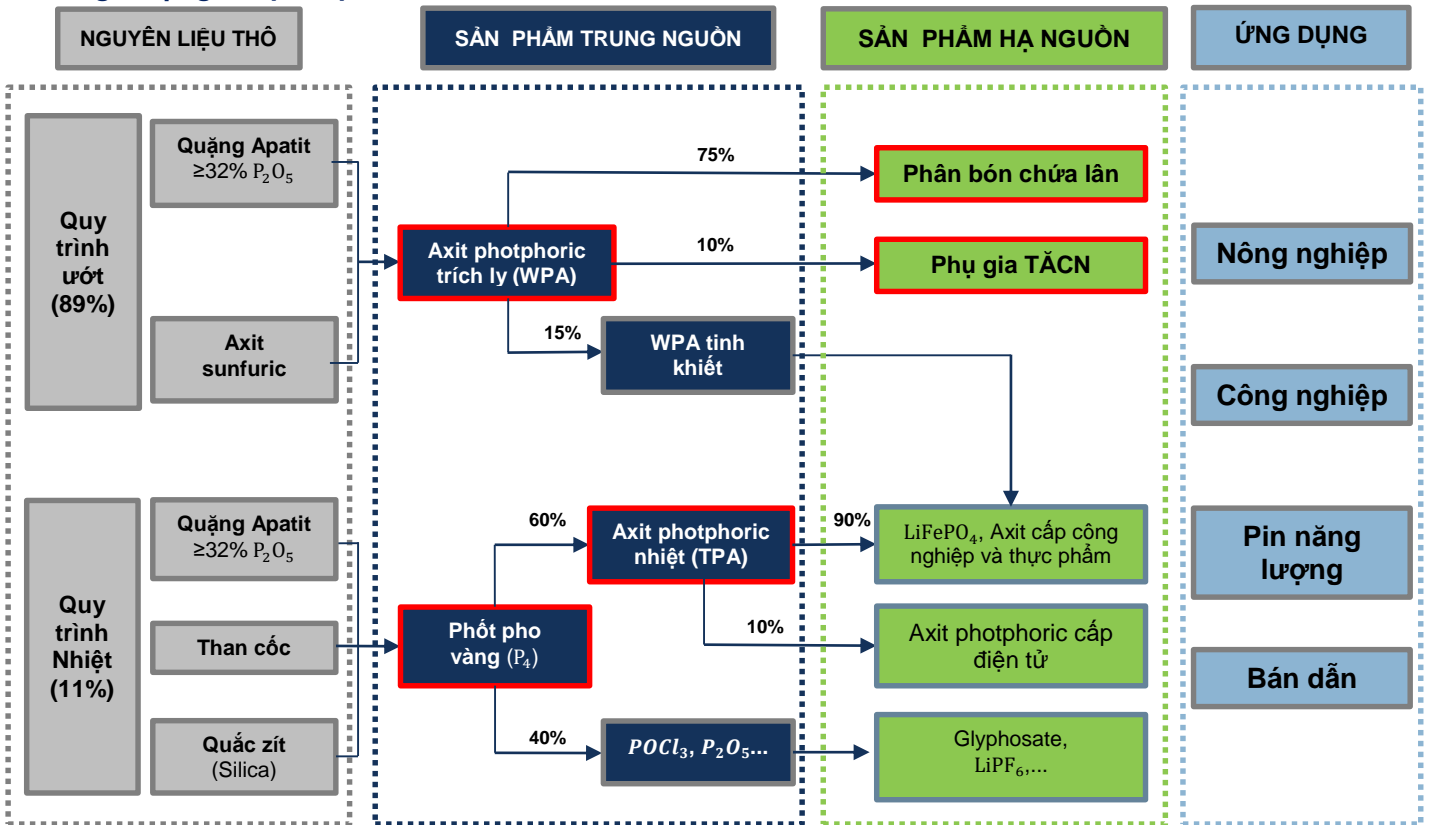


Nguồn: PAT

Phốt pho vàng (P₄) là sản phẩm chính chiếm 95% tỷ trọng cơ cấu doanh thu. 5% còn lại chủ yếu là các sản phẩm phụ từ quá trình sản xuất như: xỉ phốt pho và ferro-phốt pho. Thị trường tiêu thụ của công ty chiếm hơn 80% là xuất khẩu, 17% còn lại giao dịch nội bộ cho công ty mẹ sản xuất acid phosphoric nhiệt (TPA).

II. TỔNG QUAN NGÀNH HÓA CHẤT PHỐT PHO

Chuỗi giá trị ngành phốt pho toàn cầu



Nguồn: FPTS tổng hợp (viên đồ là những sản phẩm ngành hóa chất phốt pho Việt Nam đang sản xuất)

Chuỗi giá trị ngành phốt pho bắt đầu với nguyên liệu chủ chốt là **quặng apatit**, đây là một khoáng vật chứa hàm lượng phốt pho(P) cao. Qua quá trình tuyển quặng, apatit được làm giàu hàm lượng phốt pho pentôxít (P_2O_5) lên $\geq 32\%$. Từ đây, tinh quặng được đưa tới nhà máy sản xuất phốt pho và xử lý thông qua 2 quy trình là: Quy trình ướt (wet process) và quy trình nhiệt (thermal process). Sản phẩm trung nguồn bao gồm: **Phốt pho vàng (P_4)**, **Axit photphoric nhiệt (thermal process phosphoric acid – TPA)** và **Axit photphoric trích ly (wet process phosphoric acid – WPA)**.

Quy trình ướt là quy trình phổ biến, chiếm 89% sản lượng tiêu thụ quặng apatit thế giới. Quặng Apatit kết hợp với axit sulfuric để tạo ra axit photphoric trích ly (WPA). 75% WPA được dùng để sản xuất phân bón chứa lân, phục vụ nông nghiệp. Khoảng 10% WPA được chuyển hóa thành phụ gia thức ăn chăn nuôi (TĂCN), 15% còn lại được tinh chế thành WPA tinh khiết, ứng dụng trong ngành công nghiệp thực phẩm, công nghệ cao.

Quy trình ướt tốn ít chi phí sản xuất hơn do ít tiêu thụ năng lượng và chỉ tạo ra WPA có độ tinh khiết thấp hơn. Vì vậy, sản phẩm từ quy trình ướt chủ yếu phục vụ cho lĩnh vực nông nghiệp, do yêu cầu độ tinh khiết lĩnh vực này không cao.

Quy trình nhiệt ít phổ biến, chỉ chiếm 11% tổng sản lượng tiêu thụ quặng apatit thế giới. Quặng Apatit kết hợp với than cốc và quáct zít trong lò nhiệt điện để tạo ra phốt pho vàng (P_4). Trong đó, 56% phốt pho vàng được dùng để sản xuất axit photphoric nhiệt (TPA), phục vụ công nghiệp cao cấp như sản xuất $LiFePO_4$ cho pin lithium, axit cấp công nghiệp và thực phẩm. Khoảng 44% phốt pho vàng được chuyển hóa thành $PCl_3, P_2O_5, ...$, dùng trong ngành hóa chất, thuốc trừ sâu (Glyphosate), và vật liệu pin năng lượng. Một phần nhỏ (10%) của TPA cũng được tinh chế để sản xuất axit photphoric cấp điện tử, phục vụ ngành bán dẫn.

Quy trình nhiệt có chi phí đầu tư cao do cần lò điện đưa nhiệt độ lên $1300 - 1500^\circ C$ để khử quặng apatit và hệ thống oxy hóa phốt pho để tạo axit photphoric nhiệt, quá trình này tiêu tốn nhiều điện năng và tạo ra khí thải CO_2 . Nhờ được đưa lên nhiệt độ nóng chảy, giúp tách rời các hạt vật liệu nên sản phẩm đầu ra có độ tinh khiết cao. Sản phẩm được ứng dụng cho lĩnh vực công nghiệp thực phẩm, công nghệ cao.

Tại Việt Nam, quy trình nhiệt được sử dụng phổ biến hơn do có lợi thế về chi phí điện thấp và là quốc gia đang phát triển nên ít bị hạn chế đối với khí thải CO₂. Sản phẩm tại Việt Nam chủ yếu là các sản phẩm trung nguồn bao gồm: Phốt pho vàng (P₄), TPA và WPA. Tuy nhiên, do doanh nghiệp chúng tôi phân tích chỉ sản xuất sản phẩm phốt pho vàng (P₄), nên chúng tôi tập trung phân tích sản phẩm này.

1. Quặng apatit: Việt Nam là quốc gia tự chủ nguồn cung quặng apatit

Quốc gia	Trữ lượng (tỷ tấn)	Sản lượng khai thác (triệu tấn/năm)
Maroc & Tây Sahara	49,7	35
Iraq	4,9	n/a
Trung Quốc	4,3	90
Việt Nam	2,6	3
Algeria	2,1	n/a
Hoa Kỳ	1,4	20
Nga	1,4	14
Jordan	1,4	9
Các quốc gia khác	3,1	50

Nguồn: IBM, FPTS tổng hợp

Trữ lượng quặng apatit được chứng minh trên thế giới vào khoảng 71 tỷ tấn (theo Cơ quan Khảo sát Địa chất Mỹ). Maroc & Tây Sahara là vị trí có trữ lượng lớn nhất với khoảng 70% trữ lượng apatit thế giới, với sản lượng khai thác 35 triệu tấn/năm. Sản lượng khai thác của Maroc & Tây Sahara dự kiến sẽ tăng do các hoạt động mở rộng công suất sẽ hoàn thành vào năm 2026.

Theo dữ liệu xuất/nhập khẩu giai đoạn 2020 – 2024, Maroc là quốc gia chiếm 36,8% giá trị xuất khẩu quặng trên thế giới, tiếp đến là Jordan (24,1%). Do yêu cầu công nghệ và chi phí cao trong quá trình sản xuất chuyên sâu, nên hai quốc gia này chủ yếu sản xuất phân bón, các hợp chất phốt pho trong công nghiệp hóa chất và xuất khẩu.

Tại Việt Nam, trữ lượng thăm dò và dự báo còn lại hơn 2 triệu tấn, trong đó trữ lượng đã thăm dò là 839,3 triệu tấn. Quặng apatit được phân bố duy nhất ở phía hữu ngạn sông Hồng với chiều dài phân bố gần 100km và nằm trọn trong địa bàn tỉnh Lào Cai.

Quặng apatit được Vinachem (Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam) quản lý và khai thác. Việc khai thác và cung cấp quặng apatit cho các doanh nghiệp trong nước được thực hiện thông qua Công ty TNHH MTV Apatit Lào Cai – đơn vị trực thuộc Vinachem. Toàn bộ sản lượng khai thác trong nước chỉ phục vụ cho nhu cầu sản xuất nội địa, do chính phủ cấm xuất khẩu quặng thô.

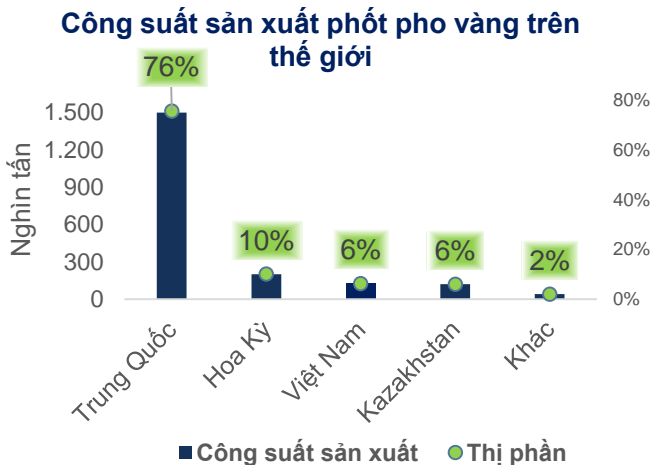
Phân loại quặng apatit đã thăm dò theo hàm lượng

Loại quặng	Hàm lượng	Trữ lượng đã thăm dò (triệu tấn)	Tỷ trọng	Đặc tính
Loại I	28 - 40%	49,9	4%	Quặng giàu nhưng trữ lượng thấp
Loại II	18 - 25%	244,0	30%	Tốn nhiều chi phí khai thác và sản xuất.
Loại III	12 - 20%	244,4	29%	Quặng rời, có độ xốp, mềm cao dễ tuyển
Loại IV	8 - 10%	300,9	36%	Chi phí khai thác và xử lý cao, công nghệ tuyển hiện đại.

Nguồn: Bộ tài nguyên & môi trường, FPTS tổng hợp

Quặng loại III hiện đang là nguyên liệu chính cho các nhà máy tuyển tại Lào Cai. Thời gian đầu chủ yếu khai thác quặng loại I do quặng loại I có chi phí chế biến thấp, giàu hàm lượng photphat nên trữ lượng còn lại hạn chế. Quặng loại II do xâm nhiễm trong đá dạng khối và cứng nên chi phí khai thác cao. Quặng loại IV có hàm lượng photpho pentôxít (P_2O_5) thấp, chiếm hơn 40% là silic dioxit (SiO_2), gây khó khăn trong việc khai thác và tuyển nên chưa được sử dụng.

2. Sản xuất: Diễn ra chủ yếu tại khu vực châu Á Thái Bình Dương do đây là khu vực tiêu thụ chính

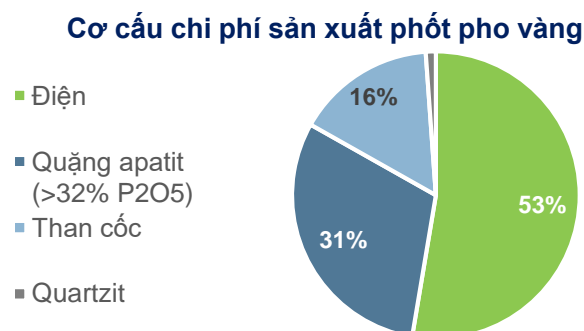


Nguồn: FPTs tổng hợp

Doanh thu thị trường photpho vàng toàn cầu đạt 4,29 tỷ đô la Mỹ trong năm 2024. Trong đó, hoạt động sản xuất và thương mại hóa photpho vàng chủ yếu diễn ra tại châu Á Thái Bình Dương. Khu vực này có chi phí sản xuất thấp, chính sách môi trường ít nghiêm ngặt hơn. Đặc biệt là nhu cầu từ nông nghiệp tại khu vực này cao hơn do khu vực này cũng chiếm hơn 60% tỷ trọng giá trị sản xuất nông nghiệp. Đây cũng là khu vực của các nước sản xuất công nghiệp hàng đầu như: Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc,...

Việt Nam là một trong những nước có công suất sản xuất photpho vàng lớn trên thế giới. Với tổng công suất đạt ~125 nghìn tấn/năm, chiếm hơn 6% tổng công suất toàn thế giới, Việt Nam chỉ đứng sau Mỹ và Trung Quốc.

2.1 Điện là đầu vào quan trọng trong hoạt động sản xuất bằng quy trình nhiệt



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

Sản xuất photpho vàng tiêu thụ nhiều năng lượng do cần tạo môi trường nhiệt độ cao từ 1300 – 1500°C trong lò hồ quang điện để khử tạp chất. Vì vậy, chi phí điện chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí (khoảng ~53%). Quặng apatit là nguyên liệu thô quan trọng trong quá trình khử và thu hồi photpho vàng, chiếm 31% chi phí. Còn lại là Than và Quartzit, chiếm 17% đóng vai trò là chất khử, tạo khí CO, giúp giải phóng các nguyên tố P.

2.2 Việt Nam có lợi thế về chi phí điện và thuế xuất thấp hơn so với các quốc gia sản xuất lớn

So sánh giá điện, thuế xuất khẩu của các quốc gia có công suất lớn nhất

	Việt Nam	Trung Quốc	Kazakhstan	Hoa Kỳ
Giá điện công nghiệp (Uscents/KWh)	8,0	8,9	7,9	15,2
Thuế xuất khẩu (P ₄)	5%	20%	n/a	n/a

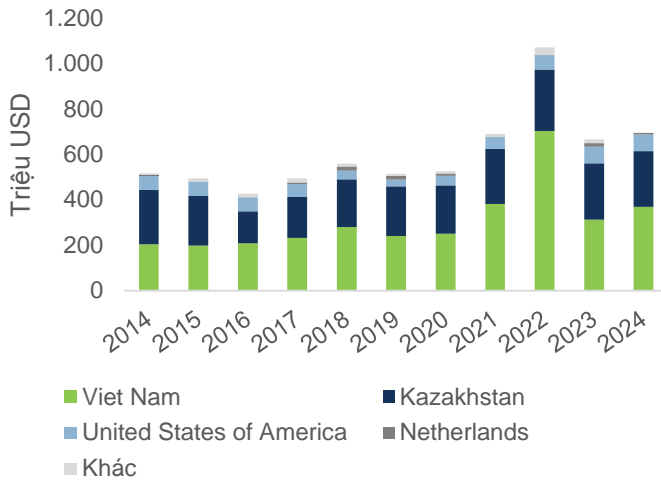
Nguồn: GlobalPetrolPrices, FPTs tổng hợp

Photpho vàng Việt Nam và Kazakhstan có lợi thế cạnh tranh so với Trung Quốc và Hoa Kỳ nhờ giá điện rẻ hơn. Do là quốc gia đang phát triển, nên chính phủ Việt Nam kiểm soát thông qua chính sách trợ giá, tăng tính cạnh tranh về chi phí đầu vào cho doanh nghiệp sản xuất. Kazakhstan có 70% sản lượng điện từ than đá, nhờ vào nguồn tài nguyên than đá, dầu mỏ và khí tự nhiên dồi dào tiết giảm chi phí nên giá điện rẻ hơn. Giá điện thời điểm hiện tại của Việt Nam đã cao hơn so với Kazakhstan 1,26%, nhưng vẫn thấp hơn 2 quốc gia có công suất lớn nhất là Trung Quốc và Hoa Kỳ lần lượt là 10,11% và 47,36%.

Ngoài ra thuế xuất khẩu photpho vàng của Việt Nam là 5%, thấp hơn so với mức 20% của Trung Quốc. Yếu tố này giúp photpho vàng Việt Nam có lợi thế cạnh tranh hơn so với Trung Quốc.

3. Việt Nam là nước xuất khẩu photpho vàng lớn nhất thế giới nhờ sự rút lui của Trung Quốc

Giá trị xuất khẩu photpho trên thế giới



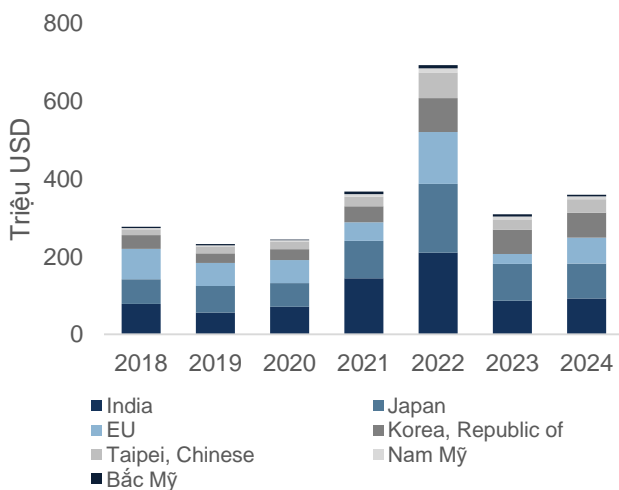
Trước 2008, Trung Quốc là nước xuất khẩu lớn nhất thế giới, nhưng kể từ 20/5/2008 Trung Quốc tăng thuế xuất khẩu lên 20% đối với các sản phẩm photpho và đến 2018, Trung Quốc đã cấm xuất khẩu. Hiện tại, Trung Quốc chủ yếu tiêu thụ nội địa để sản xuất sản phẩm hạ nguồn.

Việt Nam là nước xuất khẩu photpho vàng lớn nhất thế giới. Sau sự rút lui của Trung Quốc và liên tục gia tăng công suất trong giai đoạn từ 2010 - 2018 Việt Nam vươn lên trở thành quốc gia dẫn đầu về giá trị xuất khẩu sản xuất.

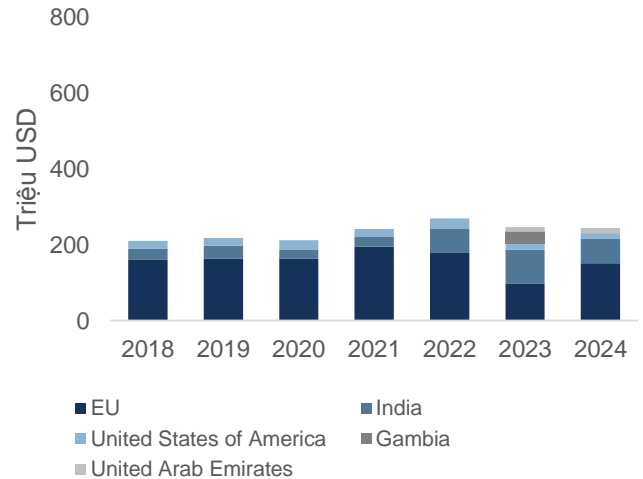
Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

► Vị trí địa lý thuận tiện giúp Việt Nam tiếp cận được với các quốc gia sản xuất công nghệ cao

Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam



Cơ cấu xuất khẩu của Kazakhstan



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

Nhờ có vị trí thuận lợi với hệ thống giao thông phát triển, bao gồm đường biển, đường hàng không và đường bộ. Khách hàng của Việt Nam là các quốc gia sản xuất nông, công nghiệp lớn như: (1) Ấn Độ: Quốc gia sản xuất phân lân thứ 3 thế giới; (2) Các quốc gia có nền công nghiệp bán dẫn và pin lithium top đầu thế giới như: Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản.

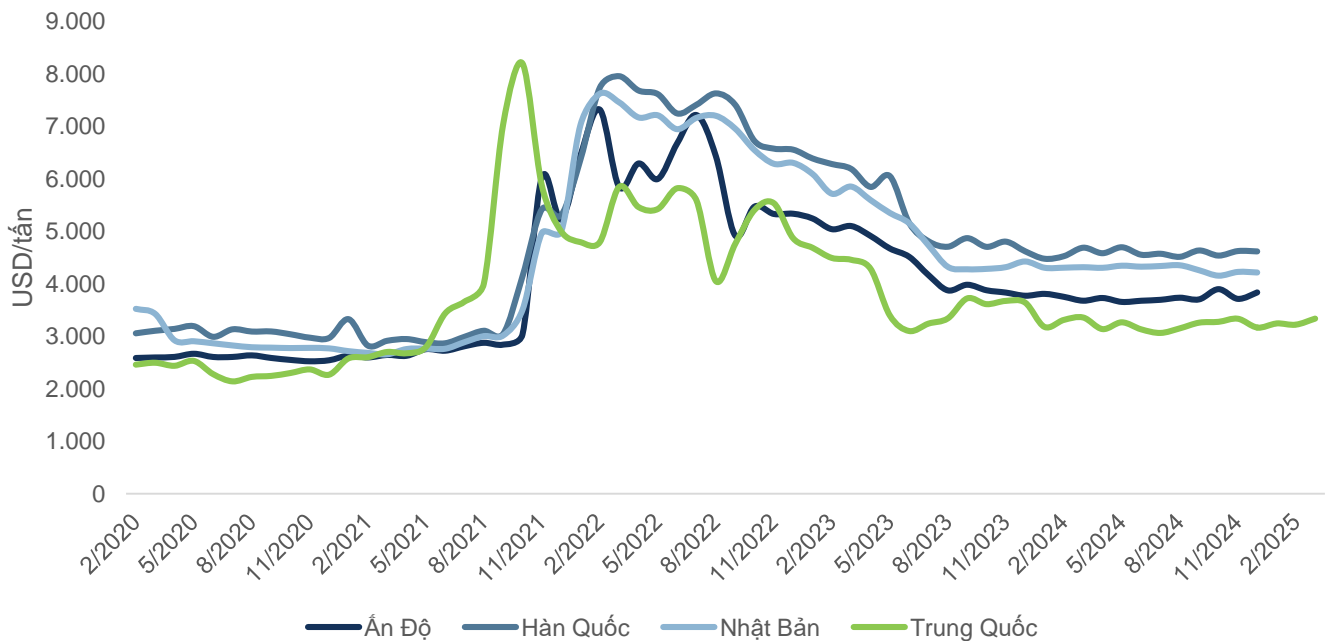
Trong khi đó, Kazakhstan – quốc gia có giá trị xuất khẩu photpho vàng lớn thứ hai thế giới – lại gặp hạn chế về vị trí địa lý do không có đường biển. Vì vậy, Kazakhstan chủ yếu xuất khẩu sản phẩm này sang các nước lân cận như: châu Âu, Ấn Độ,... nơi photpho vàng được sử dụng rộng rãi trong ngành công nghiệp hóa chất, dược phẩm và nông nghiệp.

4. Giá phốt pho vàng toàn cầu chịu tác động bởi hoạt động sản xuất tại Trung Quốc [\(quay lại\)](#)

Biến động giá phốt pho vàng Trung Quốc ảnh hưởng đến giá phốt pho vàng toàn cầu do Trung Quốc chiếm hơn 70% sản lượng sản xuất phốt pho toàn cầu và cũng là nhà tiêu thụ lớn nhất. Ảnh hưởng từ giá tại Trung Quốc tới giá phốt pho vàng thế giới có độ trễ do không còn xuất khẩu phốt pho vàng và độ trễ trong chuỗi cung ứng.

Hoạt động sản xuất của Trung Quốc diễn ra tại ba tỉnh là Vân Nam (46%), Tứ Xuyên (23%) và Quý Châu (19%) với tổng công suất sản xuất đạt 1,46 triệu tấn. Vì vậy, yếu tố thời tiết và chính sách khai thác tại ba tỉnh này ảnh hưởng trực tiếp tới nguồn cung. Giai đoạn 2021 – 2024, hiệu suất vận hành tại Trung Quốc trung bình chỉ đạt 45% do thiếu nguồn nước chạy thủy điện và chính sách cắt điện bảo vệ môi trường của chính phủ.

Diễn biến giá phốt pho vàng Trung Quốc và các quốc gia nhập khẩu lớn giai đoạn 2020 - 2024



Nguồn: ITC, Sunsir, FPTs tổng hợp

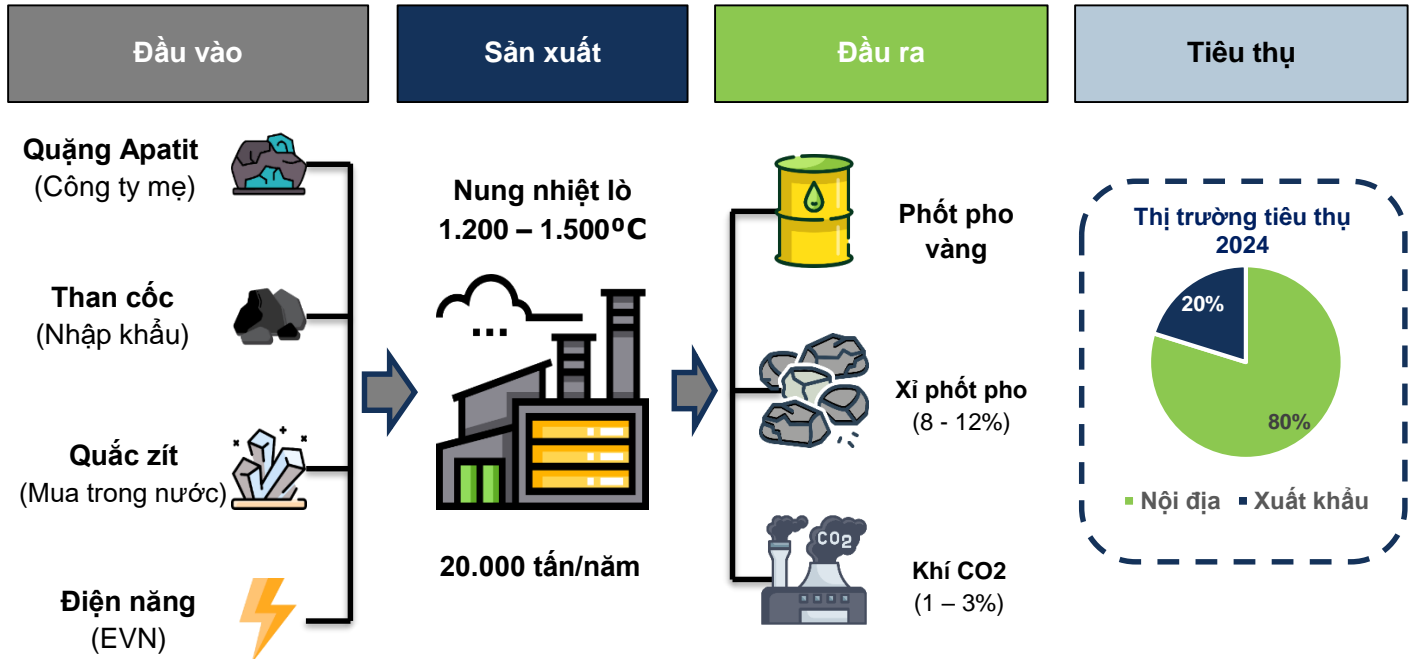
Giá phốt pho vàng tại Trung Quốc giai đoạn 2021 – 2022 tăng mạnh đạt đỉnh 8.200 USD/tấn vào tháng 10/2021. Nguyên nhân chính từ việc tỉnh Vân Nam ban hành chỉ thị giảm tiêu thụ năng lượng. Từ tháng 9 – 12/2021, sản lượng phốt pho vàng bị cắt giảm 90% sản xuất. Đồng thời, nhu cầu từ các ngành công nghiệp sản xuất pin, chất bán dẫn và phân bón tăng cao.

Từ 2023 – đầu 2024, giá phốt pho vàng giảm mạnh, chủ yếu do suy giảm nhu cầu tiêu thụ trong các ngành bán dẫn, hóa chất và sản xuất công nghiệp. Đến giữa 2024, các doanh nghiệp tăng cường nhập hàng để bổ sung kho dự trữ phục vụ cho ngành công nghệ và sản xuất pin xe điện, hỗ trợ giá phốt pho vàng phục hồi.

Giá phốt pho vàng tại Trung Quốc tiếp tục tăng 4,7% từ giai đoạn đầu năm 2025 lên 3334 USD/tấn vào cuối tháng 3/2025. Theo Sunsir (tổ chức cung cấp dữ liệu hàng hóa Trung Quốc), nguyên nhân chủ yếu do nguồn cung tiếp tục bị hạn chế bởi chính sách môi trường khiến nhà sản xuất tại Vân Nam và Quý Châu không còn sẵn hàng bán, buộc các doanh nghiệp hạ nguồn phải đặt hàng sớm. Sự tăng giá tại Trung Quốc sẽ tác động tới các thị trường khác trong thời gian ngắn.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị của PAT



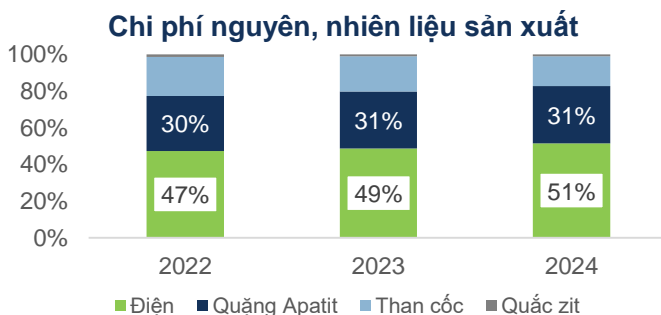
Nguồn: PAT, FPTS tổng hợp

Chuỗi giá trị sản xuất phốt pho vàng tại nhà máy của PAT có nguồn nguyên liệu đầu vào chủ yếu từ công ty mẹ cung cấp. Quặng apatit công ty mẹ tự khai thác tại khai trường 25, hợp đồng bao tiêu tại khai trường 19 và mua ngoài từ các doanh nghiệp tại khu vực Lào Cai.

Để tối ưu phản ứng hóa học trong lò, quặng apatit, than cốc, quắc zit được nghiền và vê viên trước khi đưa vào nung. Phản ứng được tạo điều kiện thuận lợi nhờ nhiệt độ từ 1.200 – 1.500°C trong lò điện, quy trình này tạo ra phốt pho dạng khí bằng cách khử phốt pho pentôxít (P₂O₅) bằng carbon từ than cốc và quắc zit.

Sau khi ngưng tụ, khí được thu thập và chế biến thành phốt pho vàng dạng lỏng. Hơn 80% sản lượng phốt pho vàng của PAT được xuất khẩu, 20% được tiêu thụ nội bộ để sản xuất TPA.

1. Đầu vào: Có lợi thế về chi phí quặng nhờ vào nguồn nguyên liệu từ công ty mẹ



Nguồn: PAT, FPTS tổng hợp

Do đặc thù hoạt động sản xuất phốt pho vàng, chi phí nguyên liệu, dịch vụ mua ngoài chiếm lần lượt 55% và 35% trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh năm 2024.

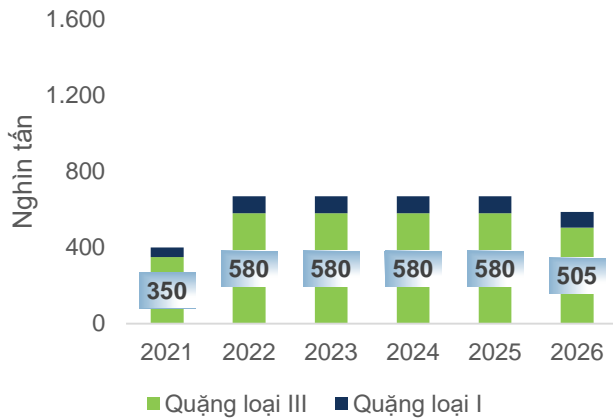
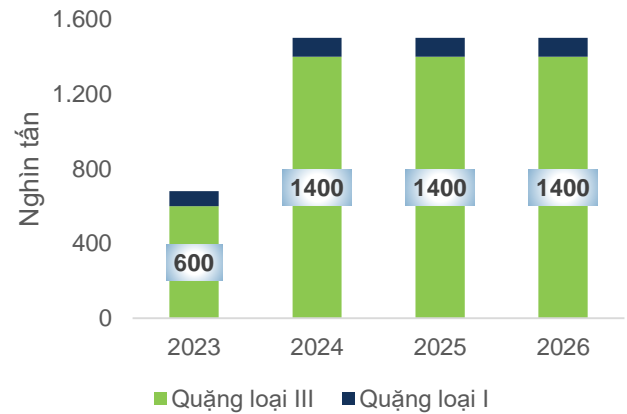
Do quá trình sản xuất phốt pho vàng cần tiêu hao lượng lớn điện năng nên chi phí điện chiếm tới gần 51% và quặng apatit 31% trong cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu. Nguyên liệu khử là than đá và quắc zit chiếm 17%.

► Nguồn cung nguyên liệu quặng từ công ty mẹ giúp tiết kiệm chi phí quặng đầu vào ([quay lại](#))

Trước đây, PAT nhập quặng nguyên liệu từ CTCP MTV Apatit Việt Nam, nhưng từ khi CTCP TNHH MTV Hóa chất Đức Giang được cấp quyền và chủ động khai thác quặng apatit tại khai trường 25 và khai trường 19b công ty đã chuyển nhà cung cấp về công ty mẹ.

Khai trường 25 đang hoạt động với công suất khai thác tại năm 2025 là 670.000 tấn quặng nguyên khai/năm. Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) được cấp phép khai thác tại Khai trường 25 trong 5,5 năm (từ 14/3/2021 đến 14/9/2026), trữ lượng 3,66 triệu tấn quặng nguyên khai.

Với chủ trương tận thu khoáng sản của Chính phủ cùng kinh nghiệm và nguồn lực tài chính, nhiều khả năng công ty mẹ của PAT sẽ tiếp tục được gia hạn khai thác và mở rộng thêm công suất. Khai trường 25 là mỏ có công suất lớn trong khu vực Bắc Nhặc Sơn – Lào Cai, với tổng trữ lượng đã thăm dò khoảng 27 triệu tấn. Theo chia sẻ, doanh nghiệp đang xin mở rộng thêm 11 ha tại khai trường 25, nâng nguồn tự chủ lên thêm 10 – 15% sản lượng quặng đầu vào.

Công suất khai thác khai trường 25

Công suất khai thác khai trường 19b


Nguồn: Văn bản nhà nước, FPT S tổng hợp

Khai trường 19b là hợp đồng bao tiêu giữa DGC và CTCP Công nghiệp Hóa chất Lào Cai. Với công suất khai thác tại năm 2025 là 1,5 triệu tấn quặng nguyên khai/năm. Dự án được khai thác từ 30/12/2022, có thời hạn khai thác 4 năm đến hết 30/12/2026. Do chưa có thông tin cụ thể về tiến độ xin cấp phép tại khai trường 19b và không đánh giá được nguồn lực đối với doanh nghiệp đang phối hợp bao tiêu với công ty mẹ của PAT. Vì vậy chúng tôi sẽ cập nhật trong báo cáo mới khi có đầy đủ thông tin.

Ước tính lượng quặng tiêu thụ của PAT chiếm 21% trong tổng lượng nhu cầu từ hệ sinh thái

	DGC	PAT	Nam Tiến Lào Cai
Công suất TPA (tấn)	40.000	20.000	8.900
Công suất WPA (tấn)	160.000	0	0
Lượng quặng apatit tiêu thụ	620.000	190.000	84.550

Nguồn: DGC, PAT, FPT S ước tính

Ước tính vào năm 2025, Công ty mẹ hiện đang tự chủ khoảng 744,4 nghìn tấn quặng apatit >32% P₂O₅/năm. Chúng tôi tính toán dựa vào hệ số tuyển đối với quặng loại III là 28% (1.980.000 tấn quặng III tuyển ra 554.000 tấn quặng ≥32% P₂O₅/năm). Quặng loại I (190.000 tấn/năm) do có hàm lượng đạt yêu cầu nên không cần tuyển.

Tổng nhu cầu ước tính từ hệ sinh thái DGC cần khoảng gần 900 nghìn tấn tinh quặng apatit ≥32% P₂O₅/năm, công ty tự chủ khoảng 82% lượng quặng đầu vào. Lượng quặng còn lại, doanh nghiệp thu mua của các đơn vị khai thác tại tỉnh Lào Cai. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, việc chủ động nguồn cung giúp công ty mẹ tiết kiệm khoảng 20 – 30% chi phí quặng apatit so với mua từ bên ngoài.

► Lợi thế công nghệ giúp PAT có thể sử dụng quặng giá rẻ cho sản xuất

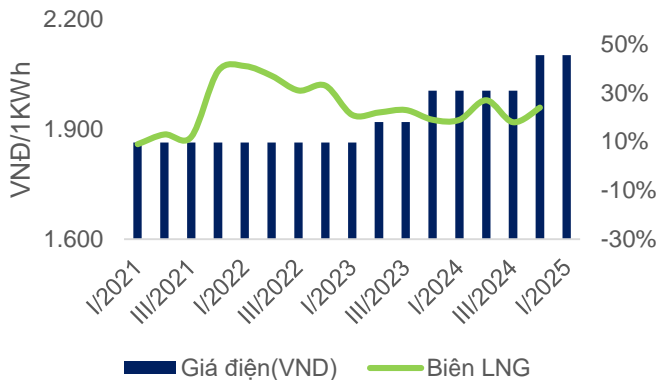
Ngoài lợi thế từ nguồn nguyên liệu của công ty mẹ, PAT cũng được chuyển giao công nghệ ép bột quặng. Công nghệ này cho phép công ty có thể sử dụng 100% quặng dạng bột trong sản xuất phốt pho vàng. Loại quặng này có giá thành thấp hơn 40% so với dạng cục, do đây là sản phẩm được nghiền thô từ quặng thô có chất lượng thấp và sản phẩm phụ từ quá trình khai thác.

► Lợi nhuận gộp ít bị ảnh hưởng bởi chi phí điện nhờ sự bù đắp từ nguồn quặng dầu vào

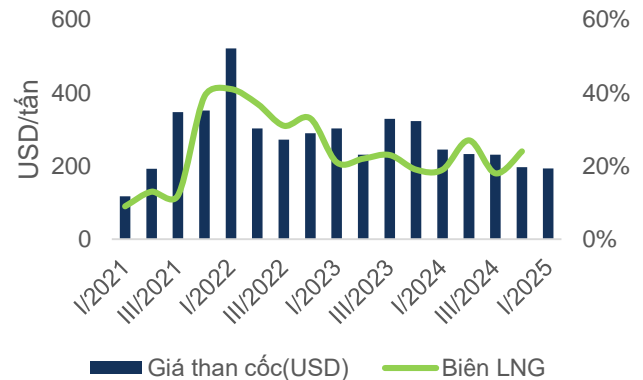
Điện và than là hai yếu tố chiếm tỷ trọng lần lượt 51% và 16% trong cơ cấu chi phí nguyên, nhiên liệu. Kể từ năm 2024, giá điện đã điều chỉnh tăng 7,6% so với giai đoạn trước Q1/2023. Tuy nhiên, doanh nghiệp vẫn giữ được mức biên lợi nhuận gộp hơn 21%. Nguyên nhân chủ yếu là công ty tiết kiệm được chi phí quặng apatit do tỷ lệ tự chủ công ty mẹ tăng lên 83% (so với mức 59% vào năm 2023) từ sản lượng khai thác thêm tại khai trường 19b.

Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đã điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân lên 2.103 đồng/kWh từ tháng 10/2024, tăng 4,8% so với mức trước đó là 2.006 đồng/kWh. Chúng tôi ước tính, giá điện mới sẽ làm giá vốn trong năm 2025 tăng 1,86% và biên lợi nhuận gộp giảm 1,46% so với 2024.

Bình quân giá điện sản xuất Việt Nam



Giá than cốc nhập khẩu



Nguồn: EVN, PAT, FPTS tổng hợp

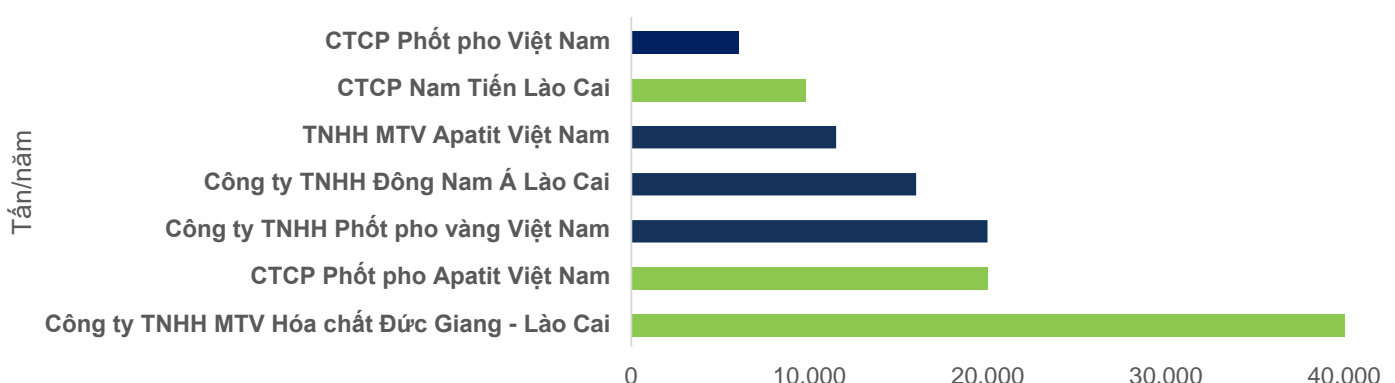
Giá than cốc năm 2025 dự báo giảm 15,2% nhưng tỷ giá hiện tại cao hơn 2,17% so với 2024 nên chi phí cho than chỉ giảm 10,7%. Việt Nam chủ yếu nhập khẩu sản phẩm than cốc luyện kim từ Úc, nên biến động giá tại Úc ảnh hưởng đến giá nhập khẩu. Theo dự báo của bộ tài nguyên Úc, giá than 2025 dự kiến sẽ trung bình khoảng 205 USD/tấn, giảm 15,2% yoy. Nguyên nhân do suy giảm nhu cầu tiêu thụ thép tại trung quốc bởi thị trường bất động sản và hạ tầng. Chúng tôi ước tính, mức giảm của giá than sẽ hỗ trợ cho giá vốn giảm 1,28% và tăng hơn 1% biên lợi nhuận gộp.

2. Sản xuất: Sản lượng sản xuất phụ thuộc vào nhu cầu thị trường

Nhà máy sản xuất phốt pho vàng của PAT có công suất 20.000 tấn/năm. Năm 2014, Công ty được Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Lào Cai phê duyệt hai dây chuyền sản xuất với công suất thiết kế mỗi dây chuyền 10.000 tấn/năm. Kể từ đó, công suất của nhà máy không thay đổi do chính phủ đã ngừng cấp phép cho các dự án mới để bảo vệ môi trường.

► Hóa chất Đức Giang đang chiếm hơn 56% tổng công suất toàn ngành phốt pho vàng Việt Nam

Công suất thiết kế toàn ngành phốt pho vàng

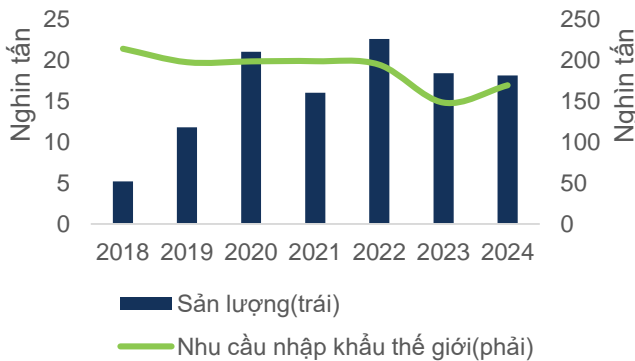


Nguồn: Ban Quản lý Khu kinh tế tỉnh Lào Cai

Tổng công suất sản xuất photpho vàng tại Việt Nam là gần 125 nghìn tấn/năm, các doanh nghiệp có nhà máy tập trung chủ yếu tại vùng nguyên liệu quặng apatit tại Lào Cai. **Với công suất 20.000 tấn/năm PAT đang chiếm tỷ trọng 16% trên tổng công suất.**

Hệ sinh thái của Công ty TNHH MTV Hóa Chất Đức Giang – Lào Cai bao và 2 công ty con là CTCP Photpho Apatit Việt Nam, CTCP Nam Tiến Lào Cai hiện có tổng công suất đạt 69.800 tấn photpho vàng mỗi năm, chiếm 56,6% tổng công suất toàn ngành. Việc mở rộng sản xuất gặp khó khăn do hạn chế về nguồn cung và các chính sách môi trường. Vì vậy, công ty mẹ đã mua lại các nhà máy đang hoạt động để nâng công suất sản xuất.

Sản lượng sản xuất P₄ của PAT



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

Sản lượng sản xuất hàng năm có sự điều chỉnh phụ thuộc vào nhu cầu thị trường. Nhà máy bắt đầu hoạt động từ quý 3/2018 và hoạt động tối đa công suất vào năm 2020. Do ảnh hưởng bởi Covid-19 khiến sản lượng 2021 giảm 23,93%(yoy).

Đến năm 2022, doanh nghiệp hoạt động vượt công suất để tận dụng bối cảnh giá bán đầu ra cao do nguồn cung photpho vàng tại Vân Nam, Trung Quốc bị hạn chế.

Giai đoạn 2023 – 2024, sản lượng giảm 18,46% do nhu cầu tiêu thụ sản phẩm công nghệ cao suy giảm, nguyên nhân chủ yếu là do chính sách tiền tệ thắt chặt, dẫn đến nhu cầu bán dẫn giảm.

3. Đầu ra: Tập trung chủ yếu vào thị trường xuất khẩu do nhu cầu trong nước còn yếu

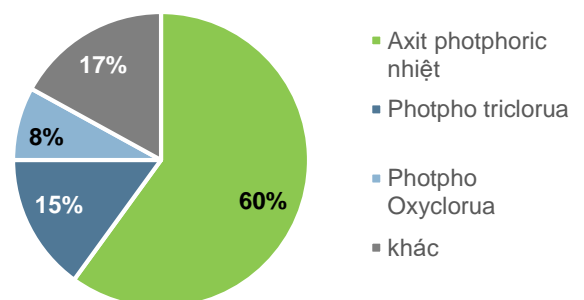
Photpho vàng là sản phẩm chính từ quá trình sản xuất của PAT. Photpho vàng được ứng dụng trong sản xuất axit photphoric nhiệt (TPA), photpho triclorea (PCl₃), photpho oxyclorua (POCl₃)...

Axit photphoric nhiệt (TPA): Với độ tinh khiết cao, TPA được ứng dụng cho các lĩnh vực: (1) thực phẩm & nước giải khát: trong quá trình tinh chế đường, chất béo và đồ ăn (~35-40%). (2) Hóa chất & tẩy rửa: sản xuất bột giặt, chất tẩy rửa công nghiệp. (3) Ngành điện tử & sản xuất bán dẫn (15-20%) sử dụng trong công nghệ sản xuất chip bán dẫn, sản xuất pin lithium, (4) sản xuất phân bón MAP, DAP (15%).

Photpho triclorea (PCl₃): Chủ yếu ứng dụng trong sản xuất thuốc trừ sâu & hóa chất nông nghiệp.

Photpho oxyclorua (POCl₃): Sản xuất chất chống cháy, chất hóa dẻo nhựa và sử dụng trong quá trình khuếch tán trong sản xuất chất bán dẫn.

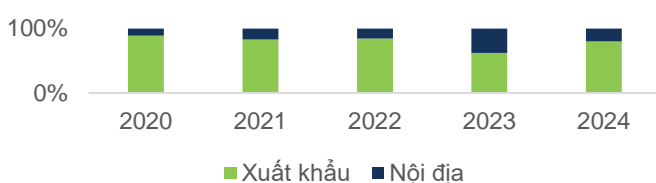
Cơ cấu tiêu thụ P₄ theo sản phẩm hạ nguồn



Nguồn: Chemanalyst, FPTS tổng hợp

Hoạt động sản xuất các sản phẩm hạ nguồn yêu cầu công nghệ cao trong quy trình sản xuất và hiện tại Việt Nam chưa phát triển các công nghệ này. Vậy nên sản phẩm photpho vàng của PAT chủ yếu xuất khẩu.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường



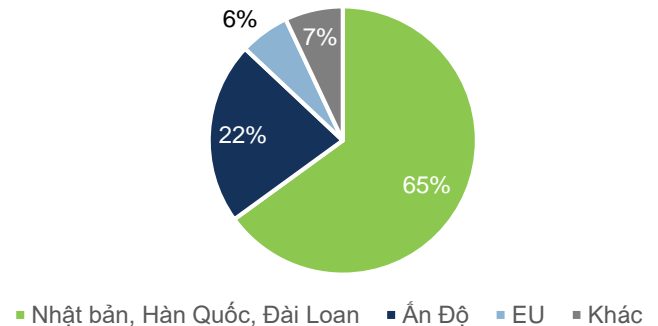
Nguồn: PAT, FPTS ước tính

Trong năm 2023, do sự suy giảm nhu cầu trên thị trường quốc tế, các doanh nghiệp nước ngoài hạn chế nhập khẩu, công ty mẹ đã đẩy mạnh tiêu thụ nội bộ để sản xuất axit photphoric nhiệt. Tuy nhiên, các sản phẩm này đều được xuất khẩu tiêu thụ tại nước ngoài.

Do PAT là công ty con của DGC, nên việc phân phối đầu ra phụ thuộc vào đơn hàng từ các khách hàng của công ty mẹ. Sản phẩm của PAT được xuất khẩu sang các quốc gia như: Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan,... sử dụng cho sản xuất công nghiệp, nông nghiệp.

- **Thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan, chiếm 65% cơ cấu tiêu thụ.** Các quốc gia này chủ yếu sử dụng phốt pho vàng để sản xuất TPA điện tử, phục vụ lĩnh vực sản xuất linh kiện điện tử, chip bán dẫn. Vì vậy, yêu cầu về chất lượng đầu vào của sản phẩm cao, dẫn đến giá bán cao hơn.
- **Thị trường Ấn Độ chiếm 22% cơ cấu tiêu thụ.** Phốt pho vàng tại đây chủ yếu sản xuất thuốc diệt cỏ và TPA thực phẩm. Do đó yêu cầu về chất lượng đầu vào và giá bán thấp hơn.
- **Thị trường EU, chiếm khoảng 6% cơ cấu tiêu thụ.** Các quốc gia EU nhập khẩu sản phẩm này để sản xuất chất chống cháy, dầu nhờn...

Cơ cấu doanh thu P₄ thị trường xuất khẩu



Nguồn: PAT, FPTS tổng hợp

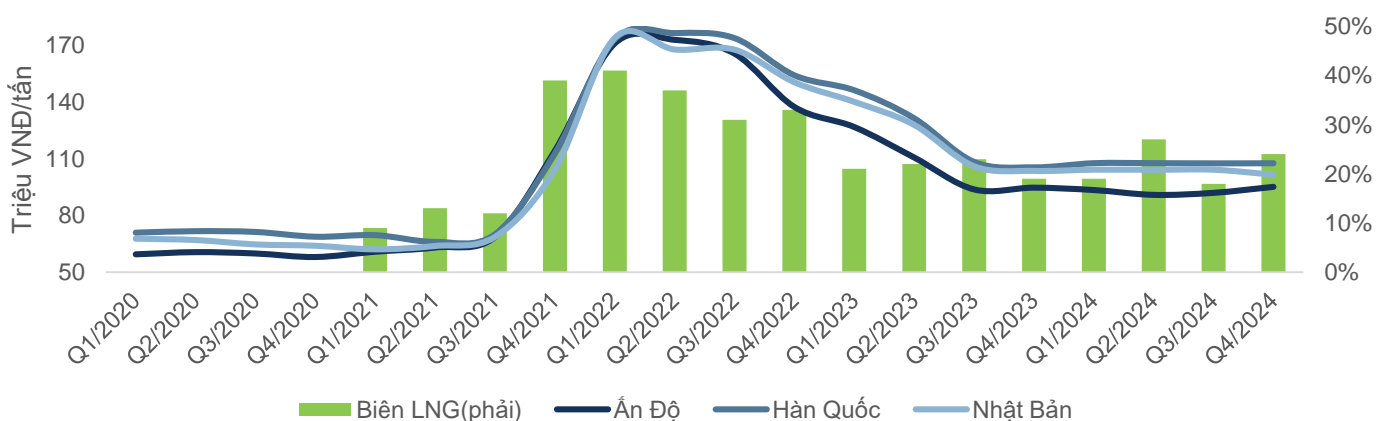
► **Giá bán phốt pho vàng có sự khác biệt do sản phẩm hạ nguồn ([quay lại](#))**

Giá bán phốt pho vàng có sự chênh lệch tại các quốc gia do hoạt động sản phẩm hạ nguồn. Nhật bản và Hàn Quốc sử dụng phốt pho vàng chủ yếu cho sản xuất chip bán dẫn, vi mạch điện tử và sản xuất pin lithium. Đây là sản phẩm cần phốt pho vàng chất lượng hơn so với sản xuất phân bón nên giá nhập khẩu phốt pho vàng cao hơn khoảng 10 - 15% so với thị trường Ấn Độ.

Sau biến động tăng mạnh vào giai đoạn cuối 2021 đến đầu 2022, giá phốt pho vàng hiện thời tại ba thị trường nhập khẩu lớn nhất từ Việt Nam vẫn cao hơn 58% so với giai đoạn 2019 – Q2/2021. Do:

- (1) Trung Quốc không còn hỗ trợ giá điện cho các doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng kể từ năm 2021
- (2) Giá quặng tại Trung Quốc dự kiến vẫn cao hơn 30 – 40% so với mức trung bình giai đoạn trước Q3/2021

Giá xuất khẩu từ Việt Nam qua ba thị trường nhập khẩu lớn nhất



Nguồn: ITC, PAT FPTS Tổng hợp

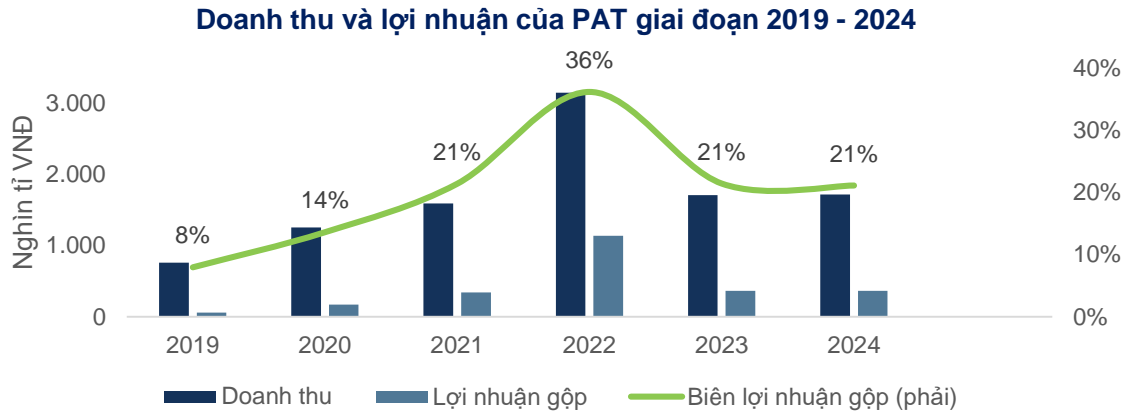
Giai đoạn 2023 - 2024 biên lợi nhuận gộp của PAT đạt hơn 21% (cao hơn 7,39 đpt so với năm 2020 và 13 đpt tại 2019). Sự tăng trưởng của biên lợi nhuận không chỉ được hỗ trợ bởi giá bán mà còn được bù đắp nhờ chi phí nguyên vật liệu đầu vào quặng apatit được bao tiêu bởi khai trường 19b. Giá than cốc 2024 giảm hơn 10% so với 2021, cũng là yếu tố bù đắp cho biên lợi nhuận gộp.

Ước tính, nhu cầu phốt pho vàng thế giới sẽ tăng 2,31% vào năm 2025, chủ yếu phục vụ cho ngành sản xuất chip bán dẫn và pin lithium. Sự gia tăng này được kỳ vọng sẽ trở thành động lực thúc đẩy doanh nghiệp điều chỉnh cơ cấu xuất khẩu, hướng tới các quốc gia có nền công nghệ phát triển như Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan, nơi có mức giá nhập khẩu cao hơn.

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Giá bán là động lực chính cho sự tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận

Kết quả kinh doanh của DGC chịu tác động bởi giá bán và nhu cầu tiêu thụ sản phẩm phốt pho vàng do hiện tại công ty đã hoạt động gần như tối đa công suất.



Nguồn: PAT, FPT S tổng hợp

Doanh thu của PAT tăng trưởng vượt trội với CAGR = 42%/năm trong giai đoạn 2019 – 2022, do sản lượng sản xuất và giá bán được thúc đẩy bởi:

- (1) Thiếu hụt nguồn cung phốt pho vàng do Trung Quốc ban hành chính sách giới hạn tiêu thụ năng lượng, khiến nhiều nhà máy phốt pho vàng phải cắt giảm công suất.
- (2) Nhu cầu phục hồi đối với các sản phẩm hạ nguồn như chip bán dẫn và pin lithium.

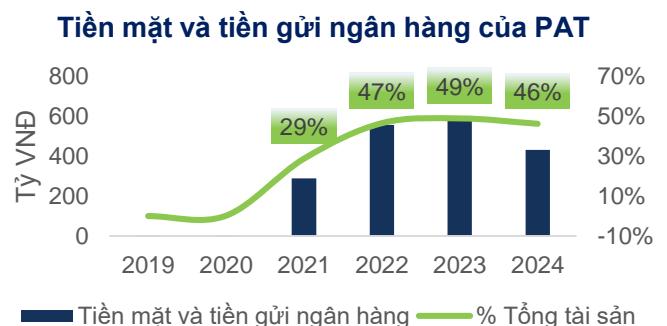
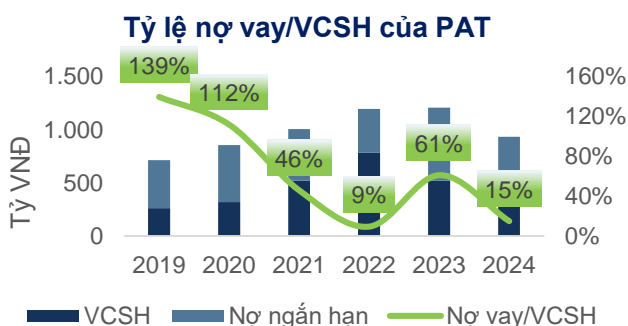
Giai đoạn 2023 – 2024, doanh thu duy trì ở mức hơn 1.700 tỷ/năm giảm 46% so với 2022. Nguyên nhân chủ yếu do giá bán bình quân sụt giảm 29% YoY, chịu ảnh hưởng bởi nhu cầu suy giảm đối với sản phẩm hạ nguồn là chip bán dẫn.

Biên lợi nhuận năm 2024 vẫn cao hơn so với trung bình giai đoạn trước 2021. Nguyên nhân do (1) Giá phốt pho vàng vẫn cao hơn 30 – 40% so với giai đoạn trước Q3/2021 và (2) PAT có thể tiết kiệm chi phí quặng apatit từ nguồn quặng tự chủ của công ty mẹ.

2. Cơ cấu tài chính lành mạnh, lượng tiền mặt cao giúp PAT có thêm doanh thu từ hoạt động tài chính

PAT sở hữu cấu trúc vốn lành mạnh với tỷ lệ nợ vay/VCSH đạt 11% tại thời điểm kết thúc 2024. Tỷ lệ nợ vay có sự giảm mạnh từ 139% vào năm 2019 xuống còn 15% vào năm 2024 nhờ vào sự tăng trưởng của VCSH với CAGR = 16,92%/năm.

Do hiệu quả hoạt động tích cực khi số ngày chuyển đổi tiền mặt thấp nên nhu cầu nợ vay của doanh nghiệp không cao. Các khoản vay của PAT chủ yếu là các khoản vay với kỳ hạn ngắn để bổ sung vốn lưu động. Vì vậy, doanh nghiệp ít chịu áp lực từ lãi vay.

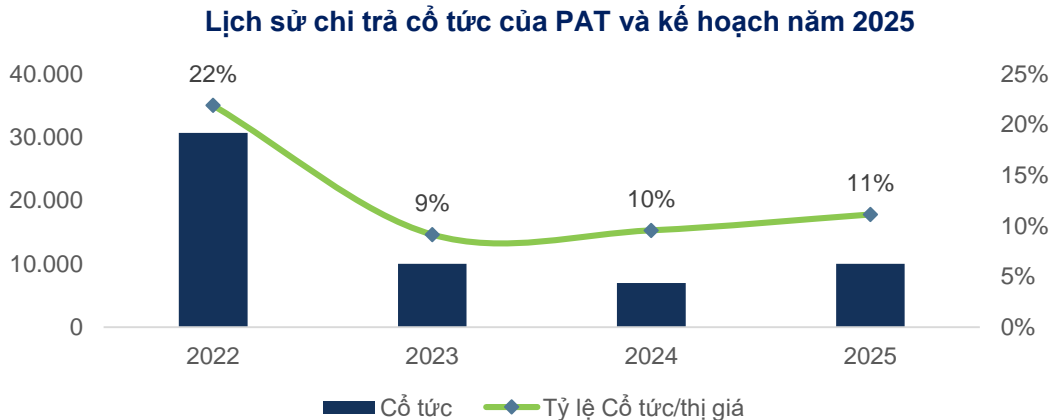


Nguồn: PAT, FPT S tổng hợp

Tại thời điểm kết thúc năm tài chính 2024, PAT đang sở hữu 431,4 tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng. Đây là khoản tiền tích lũy từ hoạt động kinh doanh từ thời điểm bắt đầu sản xuất vào 2018. Khoản này ghi nhận lãi tiền gửi đạt 23,29 tỷ, tương đương 8,34% lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp năm 2024. Khoản lãi hàng năm từ tiền gửi sẽ mang lại cho doanh nghiệp nguồn thu nhập tài chính ổn định.

3. Tỷ suất cổ tức cao và đều đặn hàng năm [\(quay lại\)](#)

Doanh nghiệp tập trung vào phân phối lợi nhuận cho cổ đông do không có kế hoạch đầu tư mới. Trong bối cảnh gặp nhiều khó khăn từ chính sách của Nhà nước trong việc mở rộng hoạt động sản xuất,



Nguồn: PAT, FPTTS tổng hợp

Cụ thể, công ty đã trả cổ tức năm 2022 bằng tiền với tỷ lệ 30.655 đồng/cổ phiếu, 2023 10.000 đồng/cổ phiếu. Năm 2024, công ty ra kế hoạch chia cổ tức 7.000 đồng/cổ phiếu vào đầu năm. Tuy nhiên, nhờ kế hoạch kinh doanh vượt kế hoạch nên công ty đã tăng thêm 2.500 đồng lên 9.500 đồng/cổ phiếu cho năm 2024. Tại đại hội cổ đông năm 2025, HĐQT công ty đã trình và được phê duyệt kế hoạch chia cổ tức với tỷ lệ 10.000 đồng/cổ phiếu.

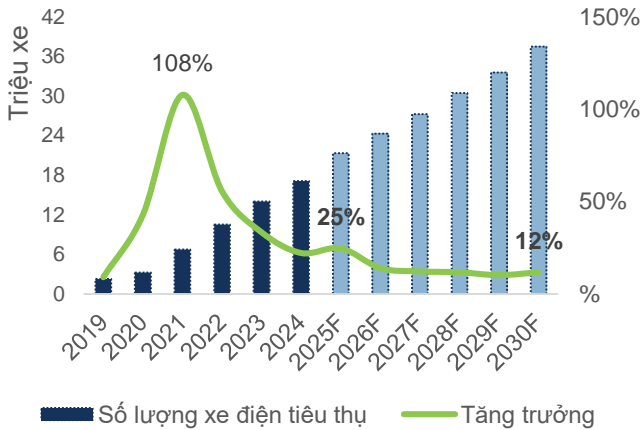
Qua lịch sử chi trả cổ tức hàng năm và kế hoạch trong năm 2025 cùng phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá PAT là doanh nghiệp có tính bền vững cao với lợi thế từ công ty mẹ và sản phẩm đầu ra mang tính chiến lược là phốt pho vàng. Với tỷ lệ chi trả cổ tức/thị giá trung bình $\geq 10\%$ qua các năm và 11% vào năm 2025, doanh nghiệp sẽ mang lại mức sinh lời cho nhà đầu tư ngoài sự tăng giá của cổ phiếu.

V. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & YẾU TỐ THEO DÕI

► Triển vọng kinh doanh phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ sản xuất ngành bán dẫn và pin lithium ([quay lại](#))

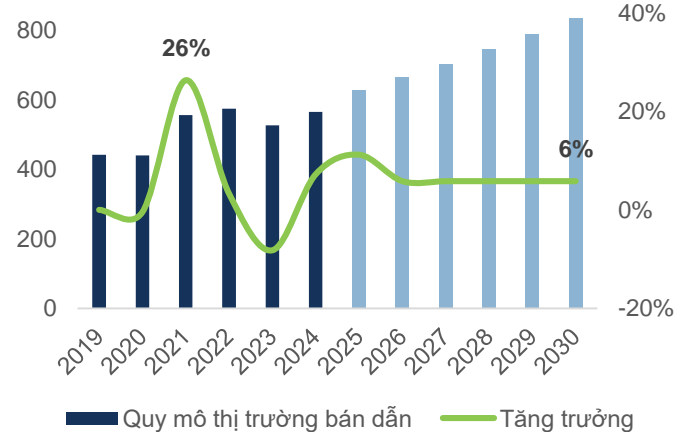
Do khách hàng của PAT chủ yếu hoạt động sản xuất chip bán dẫn và pin lithium tại Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan và lĩnh vực hóa chất, phân bón nông nghiệp tại Ấn độ. Vì vậy, nhu cầu tiêu thụ đối với các lĩnh vực này sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phốt pho vàng.

Dự phóng tiêu thụ xe điện 2025 - 2030



Nguồn: Bloomberg, JP Morgan, CPCA, CAAM, SMMT

Dự phóng quy mô thị trường bán dẫn



Nguồn: Anysilicon, FPTS tổng hợp

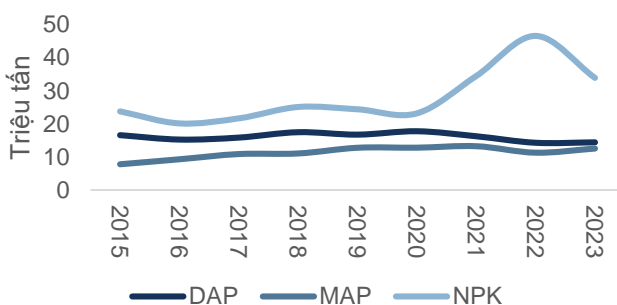
Doanh số bán xe điện (BEV), xe xăng lai điện không sạc (HEV) và xe xăng lai điện sạc (PHEV) tăng trưởng mạnh mẽ trên toàn cầu đang thúc đẩy nhu cầu về pin lên cao. Nhu cầu về pin cho phương tiện giao thông (EV) toàn cầu đạt hơn 950 GWh trong năm 2024, tăng 27% so với 2023.

Theo dự báo, giai đoạn 2025 – 2030 sẽ có xu hướng chậm lại nhưng vẫn giữ ở mức > 22%. Cụ thể, năm 2025 dự báo tăng trưởng tiêu thụ pin xe điện đạt 1160 GWh, tương ứng mức tăng 22%. Ước tính, mức tăng này sẽ kéo theo nhu cầu P4 trên thế giới tăng hơn 1,98%.

Theo dự báo của Tổ chức Thống kê Thương mại Bán dẫn Thế giới (WSTS), ngành bán dẫn sẽ tăng trưởng 11,2% và đạt 697,18 tỷ USD vào năm 2025, chủ yếu nhờ nhu cầu chip cho trung tâm dữ liệu AI và điện thoại thông minh. Giai đoạn 2026 – 2030, mức tăng trưởng kép hàng năm khoảng 5,82%. Nhu cầu P4 toàn cầu năm 2025 dự kiến sẽ tăng 0,33% do sự mở rộng của thị trường bán dẫn.

Trước năm 2021, PAT chủ yếu xuất khẩu sang Ấn Độ ứng dụng cho sản xuất phân bón, hóa chất nông nghiệp. Tuy nhiên, sau khi lĩnh vực công nghệ cao bùng nổ vào năm 2021 và nhu cầu phân bón giảm, PAT chuyển dịch cơ cấu xuất khẩu dần sang các quốc gia sản xuất công nghệ cao do giá bán cao hơn. Hiện tại Ấn Độ vẫn là quốc gia chiếm 22% cơ cấu xuất khẩu.

Nhu cầu nhập khẩu thế giới (DAP, MAP, NPK)



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

Ngành phân bón đang bước vào giai đoạn cân bằng giữa cung – cầu. Cụ thể, năm 2024 sản lượng sản xuất phân lân đạt 35,3 cùng với đó tiêu thụ phân lân toàn cầu cũng đạt 35,2 triệu tấn.

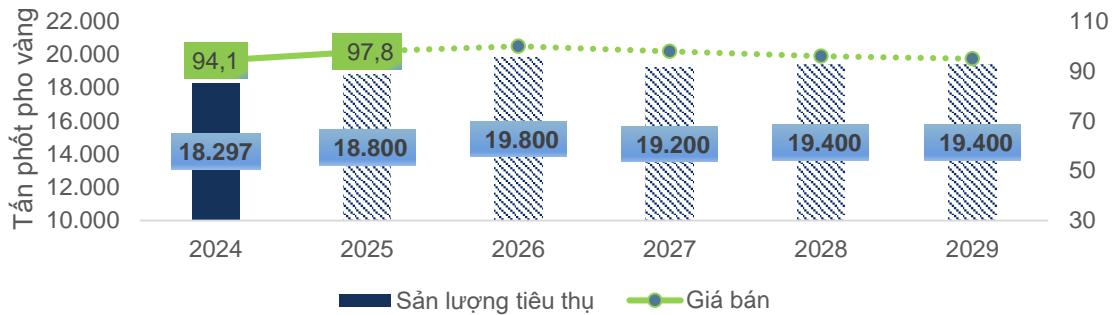
Theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA), nhu cầu phốt phát dự kiến sẽ tăng trưởng nhẹ vào năm 2025, với mức tăng trưởng từ nhu cầu phân bón dưới 2%.

Với mức tăng trưởng này, nhu cầu tiêu thụ phốt pho vàng ước tính tăng 0,05%

► Sản lượng tiêu thụ phục hồi nhờ sự tăng trưởng nhu cầu từ các quốc gia sản xuất công nghệ cao

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tiếp tục được phục hồi vào 2025 với mức tiêu thụ 18.800 tấn/năm, tương ứng tăng 3% YoY. Sản lượng tiêu thụ của PAT sẽ đạt gần công suất tối đa vào năm 2026 và duy trì >97% công suất nhờ vào nhu cầu tăng trưởng bền vững từ chip bán dẫn và pin lithium trong giai đoạn 2025 – 2030.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán P₄ của PAT



Giá phốt pho vàng tại Trung Quốc tiếp tục tăng 4,7% lên 3334 USD/tấn trong Quý I/2025, tạo động lực tăng giá cho các thị trường nhập khẩu. Vì vậy, đối với giá bán của PAT chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ tăng 4% đạt 97,8 triệu đồng/tấn trong năm 2025.

Chúng tôi cho rằng: Giá sẽ tăng lên 99,8 triệu đồng/tấn vào năm 2026 bởi sự tăng trưởng nhu cầu sản xuất chip bán dẫn và pin lithium tại thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan sẽ tạo động lực cho doanh nghiệp ưu tiên dịch chuyển cơ cấu tiêu thụ. Đây là các thị trường xuất khẩu có giá bán cao hơn từ 10 – 15% so với Ấn Độ ([chi tiết](#)).

VI. YẾU TỐ THEO DÕI

► Quặng nguyên liệu đầu vào từ công ty mẹ sắp hết hạn cấp phép khai thác

Quặng apatit là nguyên liệu quan trọng và mang yếu tố quyết định trong sản xuất phốt pho vàng. Hiện tại PAT đang nhận được sự hỗ trợ từ công ty mẹ với nguồn cung từ 2 khai trường là 25 và 19b, nhưng cả 2 khai trường này sẽ hết hạn vào 2026.

Mặc dù chúng tôi đánh giá khả năng được phép khai thác tiếp là cao do công ty mẹ đủ năng lực tài chính và có kinh nghiệm trong hoạt động xin cấp phép, nhưng đây cũng là yếu tố rủi ro chúng ta cần theo dõi kể từ năm 2025.

VII. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG NĂM 2025

Dựa trên những phân tích về triển vọng kinh doanh, chúng tôi tiến hành cập nhật kết quả kinh doanh dự phóng của ĐGC trong giai đoạn 2025F – 2029F như sau:

Chỉ tiêu	Giá định
Doanh Thu	Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PAT trong năm 2025 đạt 1.839 tỷ VNĐ, tăng 6,86% YoY nhờ vào các yếu tố: (1) Sản lượng tiêu thụ tăng 3,05% YoY từ nhu cầu đối với các sản phẩm hạ nguồn hồi phục. (2) Giá bán bình quân dự kiến tăng 4% YoY nhờ vào: Sự tăng trưởng nhu cầu sản xuất chất bán dẫn tại Nhật bản, Hàn Quốc và Đài Loan, tạo động lực cho doanh nghiệp ưu tiên dịch chuyển cơ cấu tiêu thụ sang các thị trường này. Đây là thị trường xuất khẩu có giá bán cao hơn 10 – 15% so với Ấn Độ.
Lợi nhuận gộp	Lợi nhuận gộp năm 2025F ước tính 382,3 tỷ đồng (+5,26%), với biên LNG giảm nhẹ về 20,8% do giá quặng apatit tăng 11% và giá điện tăng 4,8% vào cuối năm 2024. Tuy nhiên, giá bán tăng 4% tiếp tục bù đắp cho biên lợi nhuận gộp.

VIII. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PAT với mức giá mục tiêu là **110,500 VNĐ/cp**, cao hơn **19,51%** so với mức giá đóng cửa ngày 31/03/2025.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	109.092	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	112.010	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		110,500	

Thay đổi giá định mô hình DCF

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC	12,84%	Phần bù rủi ro	9,38%
Chi phí sử dụng nợ	3,2%	Hệ số Beta đòn bẩy	1
Chi phí sử dụng VCSH	12,84%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro	3,06%	Thời gian dự phóng	5 Năm

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền cuối cùng doanh nghiệp (tỷ VNĐ)		1.394
(+ Tiền mặt + đầu tư tài chính (tỷ VNĐ)		431
(-) Vay nợ (tỷ VNĐ)		85
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ VNĐ)		0
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		2.800
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		25
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		112.010
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		1.300
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		109.092

IX. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG
Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.711	1.721	1.840	1.976
- Giá vốn hàng bán	(1.344)	(1.358)	(1.457)	(1.522)
Lợi nhuận gộp	366	363	382	454
- Chi phí bán hàng	(82)	(99)	(96)	(100)
- Chi phí quản lí DN	(18)	(15)	(17)	(18)
Lợi nhuận thuần HĐKD	266	249	269	336
- (Lỗ)/lãi HĐTC	42	35	27	27
- Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	308	283	296	363
- Chi phí lãi vay	(7)	(4)	(2)	(1)
Lợi nhuận trước thuế	301	279	294	362
- Thuế TNDN	(15)	(14)	(15)	(18)
LNST công ty mẹ	286	265	279	344
EPS (đ/cp)	10.775	9.970	11.163	13.756

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21%	21%	21%	23%
Tỷ suất LNST	17%	15%	15%	17%
ROE DuPont	44%	49%	49%	55%
ROA DuPont	24%	25%	30%	36%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	18%	16%	16%	18%
LNST/LNTT	98%	98%	99%	100%
LNTT / EBIT	95%	95%	95%	95%
Vòng quay tổng tài sản	143%	161%	200%	209%
Đòn bẩy tài chính	184%	196%	160%	153%

Chỉ tiêu	2023	2023	2025F	2026F
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,2x	1,7x	1,9x	2,3x
Chỉ số thanh toán nhanh	1,1x	1,5x	1,7x	2,0x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,9x	1,2x	1,3x	1,6x
Nợ / Tài sản	0,6x	0,4x	0,4x	0,3x
Nợ / VCSH	1,3x	0,6x	0,6x	0,5x
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,3x	0,6x	0,6x	0,5x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	44,3x	65,8x	165,5x	661,1x

CĐKT	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư TC ngắn hạn	590	431	411	519
+ Các khoản phải thu	165	102	127	136
+ Hàng tồn kho	89	85	91	95
+ Tài sản ngắn hạn khác	3	1	2	2
Tổng tài sản ngắn hạn	847	619	630	751
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	564	565	572	572
+ Khấu hao lũy kế	-231	-278	-322	-365
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	333	287	250	207
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	24	23	25	27
Tổng tài sản dài hạn	357	313	277	236
Tổng tài sản	1.205	933	907	987
Nợ & VCSH				
+ Vay và nợ ngắn hạn	317	85	26	13
+ Các khoản phải trả	307	209	225	235
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	62	70	75	80
Nợ ngắn hạn	685	364	325	328
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tổng nợ	685	364	325	328
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	250	250	250	250
+ LN chưa phân phối	61	90	99	172
+ Các khoản khác	209	229	233	237
Vốn chủ sở hữu	520	569	582	659
Tổng cộng nguồn vốn	1205	933	907	987

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày phải thu	34,69	28,34	22,67	24,27
Số ngày tồn kho	21,22	23,34	21,99	22,27
Số ngày phải trả	85,95	69,32	54,33	55,04
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	(30,0 4)	(17,64)	(9,67)	(8,49)
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	20,0x	15,3x	17,2x	16,8x

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu PAT, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888