

NGÀNH PHÂN BÓN

LÚA LẠI TRỞ BÔNG

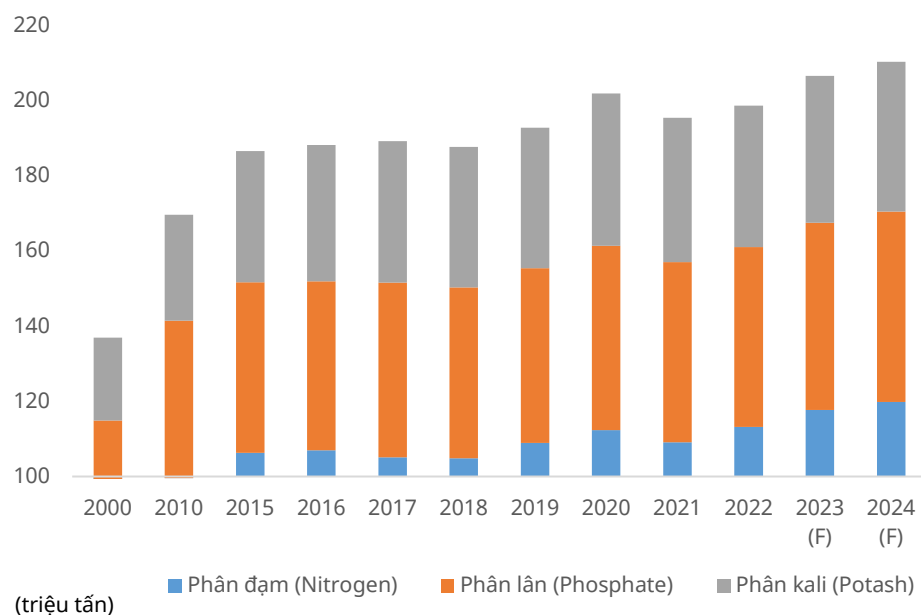
KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN



TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN THẾ GIỚI 2024 KHẢ QUAN

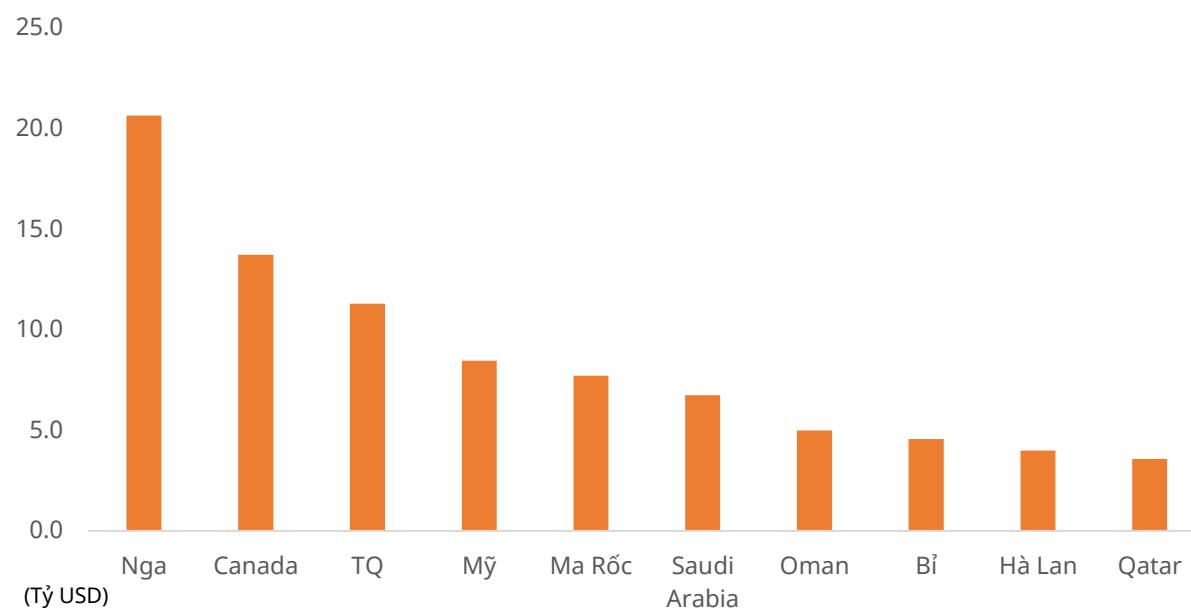
- ❑ Phân đạm (nitrogen) là mặt hàng phân bón quan trọng nhất thế giới khi chiếm 56% tổng sản lượng tiêu thụ toàn cầu giai đoạn 2015 – 2022. Theo sau, Phân lân (Phosphate) và Phân kali (Potash) lần lượt chiếm tỷ trọng 24% và 19% tổng sản lượng tiêu thụ phân bón cùng giai đoạn.
- ❑ Theo Hiệp hội Phân bón thế giới (IFA), tổng sản lượng phân bón thế giới năm 2023 kỳ vọng phục hồi tích cực 4% trong năm 2023, trước khi tăng tiếp 1,8% trong 2024. Trong khi, Rabobank dự báo có phần lạc quan hơn với mức tăng chung cho mảng phân bón toàn cầu năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 3% và 5%. Đây là cơ sở kỳ vọng cho triển vọng chung ngành phân bón thế giới sẽ cải thiện trong năm 2024.

Sản lượng tiêu thụ phân bón thế giới



Source: IFA, Statista, Mirae Asset

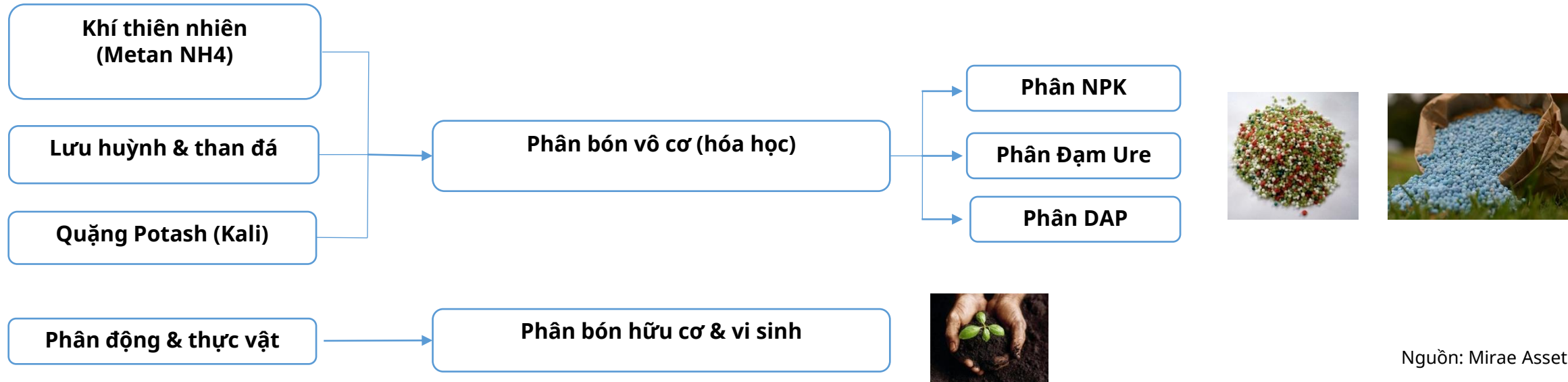
10 quốc gia sản xuất phân bón lớn nhất thế giới năm 2022



Source: Statista, Mirae Asset

- ❑ Theo Bộ Tài chính, Việt Nam có khoảng 1.000 doanh nghiệp sản xuất phân bón, với sản lượng khoảng 11 triệu tấn phân bón ở cả 2 dòng sản phẩm chính là phân bón vô cơ lẫn hữu cơ.
- ❑ Việt Nam đang là quốc gia chuyển hóa nhanh từ sử dụng phân bón vô cơ nguồn gốc hóa học, sang hữu cơ theo nhịp phát triển chung của toàn thế giới. Theo Cục bảo vệ thực vật, tỷ trọng sản lượng phân bón hữu cơ & vi sinh đã tăng từ mức 6,3% (năm 2017) lên 23% (T6/2022), với định hướng mục tiêu tỷ lệ sẽ tăng 25% vào năm 2025. Đây là định hướng phát triển chung trong dài hạn của ngành phân bón. Các doanh nghiệp nào tận dụng được việc chuyển đổi này sẽ được hưởng lợi trong dài hạn.

Lưu đồ sản xuất ngành phân bón



□ Thị trường phân bón tại Việt Nam tập trung ở mảng Urea, nhưng phân mảnh ở mảng NPK, Kali, Supe Lân.

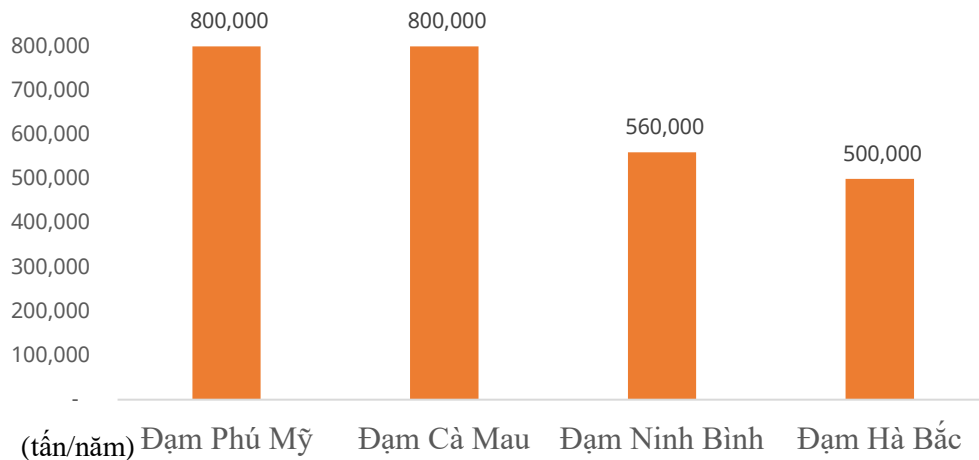
+ Mảng Urea: tổng công suất nhà máy sản xuất cả nước ở mức 2,66 triệu tấn/năm, nhưng thị phần trong tay 4 doanh nghiệp là Đạm Cà Mau (DCM), Đạm Phú Mỹ (DPM), Đạm Ninh Bình và Đạm Hà Bắc. Đáng chú ý, doanh thu và lợi nhuận mảng Urea tập trung chính ở hai doanh nghiệp DPM và DCM nhờ ưu thế vượt trội về biên lợi nhuận, hệ thống phân phối và thương hiệu.

+ Mảng NPK: tổng công suất nhà máy sản xuất ở mức trên 3,7 triệu tấn/năm. Thị trường NPK tại VN phân mảnh với rất nhiều doanh nghiệp tham gia. Mặc dù, Bình Điền (BFC) đang là doanh nghiệp có thị phần tiêu thụ NPK lớn nhất vào khoảng 15%.

+ Mảng DAP: công suất sản xuất toàn mảng vào khoảng gần 1 triệu tấn/năm. Thị trường phân mảnh. Các doanh nghiệp thị phần lớn bao gồm: DAP – Vinachem, Apromaco và Hà Anh.

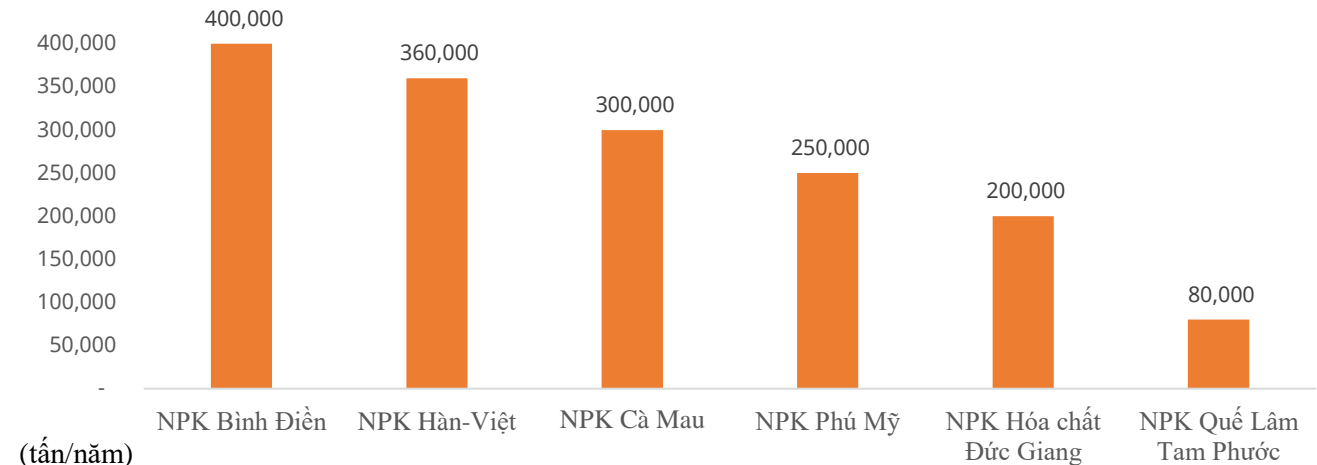
+ Mảng Phân lân: công suất ở mức 1,2 triệu tấn. Thị trường phân mảnh với top thị phần lớn là Apromaco, Hà Anh & Văn Điển.

Công suất các nhà máy phân Urea tại VN



Source: DPM, DCM, DNB, DHB, Mirae Asset

Công suất một số nhà máy phân NPK tại VN



Source: Mirae Asset tổng hợp

NGÀNH PHÂN BÓN: KẾT QUẢ 9 THÁNG KÉM KHẢ QUAN

- ❑ Sau một năm 2022 thành công với kết quả kinh doanh vượt trội nhờ sự cải thiện mạnh của giá bán, cũng như điều kiện thị trường thuận lợi. Năm 2023, ngành phân bón lại chịu áp lực suy giảm cả về doanh thu lẫn lợi nhuận.
- ❑ Tổng doanh thu thuần 9 tháng năm 2023 của các doanh nghiệp phân bón niêm yết trên sàn ghi nhận mức giảm 19% doanh thu và giảm đến 94% về lợi nhuận sau thuế. Điều này phản ánh mức độ khó khăn của thị trường chung khi giá phân bón thế giới giảm mạnh, trong khi điều kiện chi phí đầu vào lại duy trì ở mức cao khiến suy giảm lợi nhuận rõ nét ở cả ngành phân bón.
- ❑ Ngoại trừ, LAS ghi nhận doanh thu thuần và lãi ròng tăng trưởng 19% và 40%YoY nhờ sản lượng tiêu thụ Supe lân và NPK khả quan. Tuy nhiên, đây là doanh nghiệp có quy mô chỉ ở mức trung bình ngành, nên không phản ánh khó khăn chung của cả ngành.

Mã	Sàn	Doanh thu thuần 9T.2022	Doanh thu thuần 9T.2023	% tăng trưởng	Lãi ròng cổ đông công ty mẹ 9T.2022	Lãi ròng cổ đông công ty mẹ 9T.2023	% tăng trưởng
BFC	HOSE	6,684	6,386	-4%	126	112	-11%
DCM	HOSE	11,466	9,036	-21%	3,268	614	-81%
DPM	HOSE	14,727	10,187	-31%	4,439	425	-90%
QBS	HOSE	237	339	43%	(2)	17	-802%
SFG	HOSE	1,799	1,140	-37%	52	45	-13%
SJF	HOSE	134	106	-21%	(11)	(6)	-42%
VAF	HOSE	769	825	7%	32	34	7%
LAS	HNX	2,426	2,891	19%	67	94	40%
NFC	HNX	524	519	-1%	22	22	2%
PCE	HNX	2,841	2,612	-8%	32	18	-43%
PSE	HNX	3,167	2,499	-21%	23	10	-55%
PSW	HNX	2,402	2,183	-9%	20	5	-75%
DDV	UPCoM	2,463	2,374	-4%	350	8	-98%
DHB	UPCoM	5,294	3,224	-39%	1,694	(788)	-147%
Ngành phân bón		54,934	44,319	-19%	10,112	610	-94%

GIÁ PHÂN BÓN KỶ VỌNG PHỤC HỒI

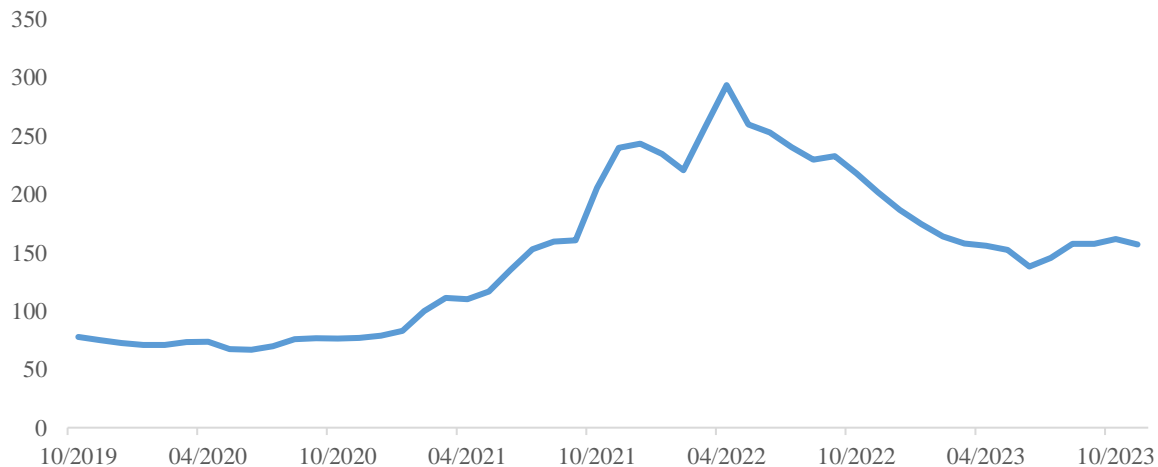
❑ Diễn biến giá phân bón giai đoạn năm 2020 – 2023:

+ Giai đoạn năm 2020 đến tháng 5/2022 - giá phân bón tăng mạnh và tạo đỉnh vào tháng 5/2022 do một số yếu tố: 1) Chiến tranh Nga – Ukraine ảnh hưởng làm hạn chế nguồn cung xuất khẩu phân bón; 2) Nhu cầu phân bón toàn cầu gia tăng; 3) Giá nguyên liệu đầu vào (khí đốt & than đá) tăng mạnh. Vào tháng 5/2022, giá phân Ure ghi nhận trên 18.000 đ/kg, phân DAP trên 22.000 đ/kg, và phân Kali trên 19.000 đ/kg.

+ Giai đoạn tháng 6/2022 đến tháng 12/2023: giá phân bón chịu áp lực giảm mạnh vì: 1) Giá nguyên liệu đầu vào suy giảm; 2) Một số nước xuất khẩu phân bón trở lại.

❑ Kỳ vọng giá phân bón tạo đáy vào tháng 6/2023, và đang trong chu kỳ phục hồi trong thời gian tới: 1) Nga và Trung Quốc đã kéo dài thời gian hạn chế xuất khẩu phân bón; 2) Các tổ chức lớn như Hiệp hội Phân bón thế giới (IFA) và NUE cùng dự báo tăng trưởng sản lượng phân bón toàn cầu tăng 1,8% cho năm 2024, sau khi kỳ vọng khoảng 4% trong năm 2023.

Chỉ số giá phân bón



Source: World Bank, Mirae Asset

Giá Urea thế giới (USD/tấn)



Source: tradingeconomics

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

MUA



Analyst: Trương Hoàng Tiến Hưng

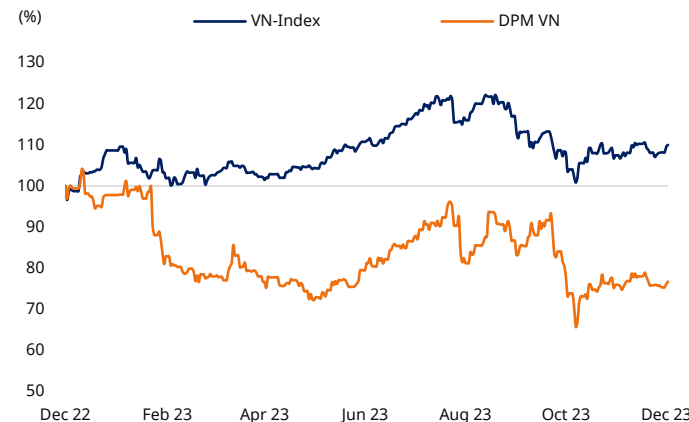
Email: hung.tht@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (25/12/2023)	32,900
Giá mục tiêu (12 tháng)	41,100
Lợi nhuận kỳ vọng	25%
Lãi ròng (24F, tỷ đồng)	2,243
Tăng trưởng EPS (24F, %)	168
P/E (24F, x)	5,8x

Vốn hoá (tỷ đồng)	12,973
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	391
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	36.8
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	10.0
Beta (12M)	1.2
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	28,400
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	45,650
(%)	1 M 6M 12M
Tuyệt đối	0.3 -7.6 -23.8
Tương đối	-1.7 -5.8 -33.4

Kỳ vọng giá URE phục hồi

- Tổng doanh thu 9 tháng đầu năm 2023 đạt 10,309 tỷ đồng (-30,7% YoY), và lợi nhuận sau thuế ở mức 425 tỷ đồng (-90,4% YoY): 1) Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ mức 42,3% xuống mức 13% trong cùng kỳ do giá bán phân bón trên thế giới giảm mạnh vì tình trạng dư cung tại nhiều khu vực; 2) Thu nhập tài chính tăng 35,7%YoY đạt 282 tỷ đồng; 3) Chi phí bán hàng giảm 8,6% YoY; 4) Tổng sản lượng tiêu thụ đạt trên 980 ngàn tấn, tăng 12%YoY.
- DPM là doanh nghiệp xuất khẩu URE hàng đầu Việt Nam. Đây cũng là sản phẩm chủ lực của doanh nghiệp. Trong 9 tháng đầu năm 2023, DPM ước sản xuất được gần 591 nghìn tấn (-14.7% so với cùng kỳ), tuy nhiên sản lượng kinh doanh đạt 684 nghìn tấn (+7% so với cùng kỳ) nhờ đẩy mạnh mở rộng thị trường, và thúc đẩy xuất khẩu. Dòng sản phẩm NPK đứng vị trí thứ 2 trong cơ cấu sản phẩm với hơn 104 nghìn tấn được sản xuất và kinh doanh.
- Tháng 12/2023, Trung Quốc và Việt Nam đã ký kết nhiều văn bản nhằm thúc đẩy phát triển kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ mảng nông nghiệp sẽ được thúc đẩy, qua đó kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ phân bón được cải thiện.
- Đến 25/12/2023, giá URE ở mức 328 USD/tấn (trading economic) quanh vùng giá thấp nhất trong 1 năm. Chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ được hồi phục dần trong năm 2024 nhờ việc hạn chế xuất khẩu Ure của Nga, cũng như nhu cầu phân bón từ nông dân phục hồi trên thế giới.
- Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 lần lượt ở mức 13,496 tỷ (-28% YoY) và 833 tỷ (-85% YoY). Năm 2024, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 16,735 tỷ (+24% YoY) và 2,243 tỷ (+169% YoY): 1) Biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ mức 15,3% trong năm 2023 lên mức 22,5% trong năm 2024; 2) Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhẹ lần lượt 5% và 6,3%; 3) Sản lượng Phân bón kinh doanh ước đạt hơn 1,4 triệu tấn (+8,2% YoY), trong đó URE tăng 3,6%YoY đạt gần 1 triệu tấn và NPK tăng 12% đạt hơn 150 nghìn tấn.
- EPS năm 2024 ước đạt 5,702 đồng/ cổ phiếu và P/E dự phóng ở mức 5,8x đây là mức P/E thấp nhất trung bình 5 năm. Vì vậy, chúng tôi đánh giá tích cực với DPM: 1) Hồi phục giá bán URE ở trên toàn cầu; 2) Hỗ trợ thúc đẩy kinh tế với Trung Quốc sẽ giúp xuất khẩu của Việt Nam được hưởng lợi.



(Tỷ đồng)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023(F)	FY 2024(F)
Doanh thu	7,684	7,762	12,786	18,627	13,496	16,735
LNHĐKD	466	753	3,646	6,587	966	2,632
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	6.0	9.6	28.3	35.1	7.2	15.7
Lãi ròng	378	691	3,117	5,565	833	2,243
EPS (VND)	863	1,535	7,749	13,897	2,121	5,702
ROE (%)	4.2	7.5	32.6	44.7	7.2	16.0
P/E (x)	15.0	12.2	6.5	3.1	15.5	5.8
P/B (x)	0.6	0.9	1.9	1.2	1.12	0.92
Cổ tức/thị giá (%)	7.7	6.4	2.8	11.6	9.1	9.7

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

MUA



Analyst: Trương Hoàng Tiến Hưng

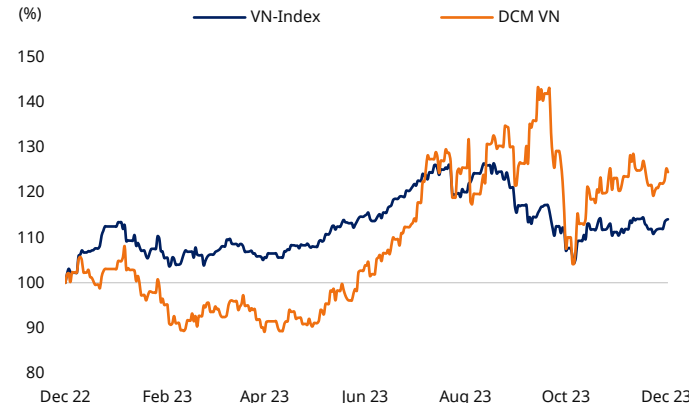
Email: hung.tht@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (26/12/2023)	32,450
Giá mục tiêu (12 tháng)	38,000
Lợi nhuận kỳ vọng	17,1%
Lãi ròng (24F, tỷ đồng)	2,096
Tăng trưởng EPS (24F, %)	110
P/E (24F, x)	8.2x

Vốn hoá (tỷ đồng)	17,073
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	21.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	10.9
Beta (12M)	1.3
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	22,550
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	37,900
(%)	1 M 6M 12M
Tuyệt đối	1.7 23.4 25.3
Tương đối	-0.7 23.7 11.4

Phục hồi mạnh mẽ nhờ nội tại vững chắc

- 9 tháng đầu năm 2023, Doanh thu của DCM đạt 9,436 tỷ đồng (-20,6% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 616 tỷ đồng (-81,1% YoY): 1) Biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 37,7% xuống 12,3% trong cùng kỳ từ việc giá bán giảm mạnh; 2) Doanh thu bán URE giảm hơn 31%YoY, trong đó doanh thu xuất khẩu URE với mức giảm mạnh hơn 51% so với cùng kỳ, chỉ còn hơn 2,080 tỷ đồng.; 3) Doanh thu tài chính tăng mạnh đóng góp đến từ khoản lãi tiền gửi gần 399 tỷ (+131% YoY) và lãi chênh lệch tỷ giá (+45,5% YoY).
- DCM là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu URE hàng đầu tại Việt Nam, và đây cũng là sản phẩm chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu. 9 tháng đầu năm 2023, doanh nghiệp ước thực hiện kinh doanh URE hơn 690 nghìn tấn tăng 11% so với cùng kỳ, chiếm tỷ trọng đứng thứ 2 trong cơ cấu sản phẩm là NPK có mức tăng đầy ấn tượng hơn 40%, đạt hơn 80 nghìn tấn.
- Tháng 12/2023, Trung Quốc và Việt Nam đã ký kết nhiều văn bản nhằm thúc đẩy phát triển kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ mảng nông nghiệp sẽ được thúc đẩy, qua đó kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ phân bón được cải thiện.
- Đến 25/12/2023, giá URE ở mức 328 USD/tấn (trading economic) quanh vùng giá thấp nhất trong 1 năm. Chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ được hồi phục dần trong năm 2024 nhờ việc hạn chế xuất khẩu Ure của Nga, cũng như nhu cầu phân bón từ nông dân phục hồi trên thế giới.
- Một điểm nhấn đáng lưu ý dành cho DCM là giá trị còn lại của tài sản cố định hữu hình tính đến ngày 30/09/2023 chỉ còn 1,257 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng chi phí khấu hao sẽ giảm mạnh trong năm kế tiếp sẽ giúp biên lợi nhuận được cải thiện. Bên cạnh đó DCM cũng có thông tin về việc thu mua lại nhà máy sản xuất NPK, tuy nhiên tạm thời chúng tôi chưa ghi nhận do thương vụ chưa hoàn thành chính thức và sẽ cập nhật thêm thông tin ở báo cáo sau.
- Chúng tôi ước tính tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DCM năm 2023 lần lượt ở mức 13,593 tỷ đồng (-17% YoY) và 994 tỷ (-77% YoY). Tuy nhiên, với những triển vọng tích cực trong năm 2024, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 16,858 tỷ đồng (+24% YoY) và 2,092 tỷ (+111% YoY): 1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 12,5% trong năm 2023 lên mức 17,3% trong năm 2024; 2) thu nhập tài chính tăng nhẹ hơn 7% đạt 638 tỷ đồng; 3) Tổng sản lượng tiêu thụ ước đạt hơn 1,4 triệu tấn, trong đó URE ước đạt hơn 1 triệu tấn (+13% YoY) và phân NPK đạt hơn 150 nghìn tấn (+20% YoY).
- EPS dự phóng đạt 3,951 đồng/ cổ phiếu, P/E dự phóng đạt 8,2x đây là mức thấp nhất trung bình 5 năm. Vì vậy chúng tôi đánh giá tích cực với DCM: 1) Khấu hao giảm mạnh giúp cải thiện tốt biên lợi nhuận; 2) Giá bán URE được hồi phục; 3) Xuất khẩu phân bón và nông sản của VN sẽ được cải thiện sau hỗ trợ thúc đẩy kinh tế với TQ.



(Tỷ đồng)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023(F)	FY 2024(F)
Doanh thu	7,177	7,717	10,088	16,380	13,595	16,858
LNHKD	418	709	1,955	4,593	1,065	2,241
Tỷ lệ LNHKD (%)	5.8	9.2	19.4	28.0	7.8	13.3
Lãi ròng	428	662	1,826	4,321	994	2,096
EPS (VND)	595	1,017	3,073	7,701	1,873	3,951
ROE (%)	5.1	8.7	23.7	45.2	10.4	19.8
P/E (x)	10.9	13.8	11.9	3.4	17.3	8.2
P/B (x)	0.6	1.2	2.6	1.3	1.80	1.62
Cổ tức/thị giá (%)	27.7	4.3	2.2	6.8	n/a	n/a

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Fdata, Mirae Asset

Mirae Asset Vietnam Research

- Báo cáo được viết và phát hành bởi Chứng khoán Mirae Asset. Báo cáo được thực hiện dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Chứng khoán Mirae Asset không chịu trách nhiệm về độ chính xác, tính công bằng và đầy đủ của những thông tin này. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Chứng khoán Mirae Asset, các đối tượng có kiến thức về môi trường kinh doanh địa phương, pháp luật cũng như nguyên tắc kế toán.
- Báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của từng khách hàng. Thông tin và quan điểm trong báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. Chứng Khoán Mirae Asset, các chi nhánh, giám đốc, nhân viên và các đại lý không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
- Chứng Khoán Mirae Asset, các chi nhánh, giám đốc, nhân viên và các đại lý có thể thực hiện hoặc đề nghị các giao dịch mua hoặc bán bất kỳ loại chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào vào bất kỳ thời điểm nào. Chứng khoán Mirae Asset và các chi nhánh có thể đã, đang hoặc sẽ có mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được luật pháp và quy định hiện hành cho phép. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Chứng khoán Mirae Asset.