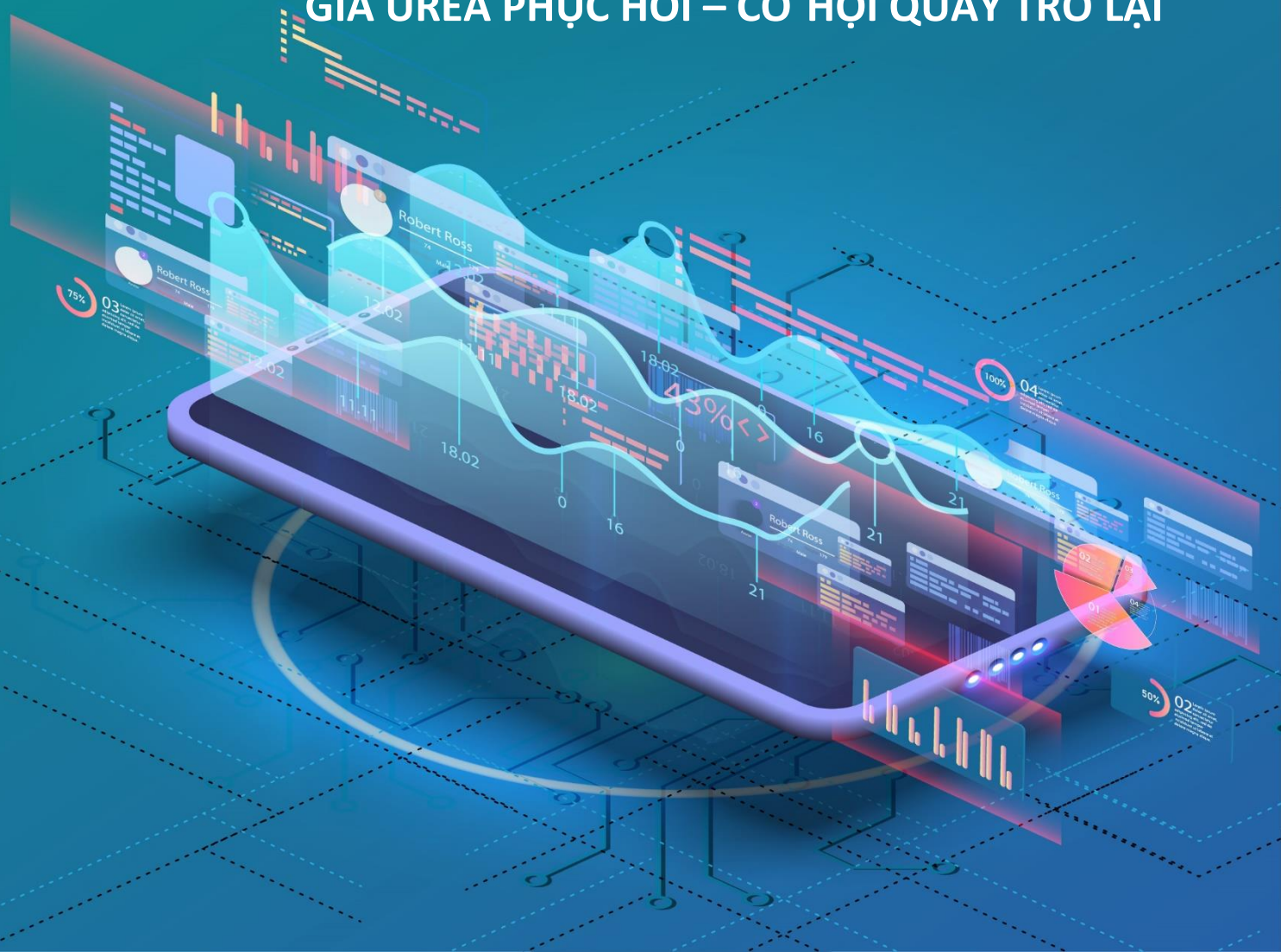


BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2022

NGÀNH PHÂN BÓN

GIÁ UREA PHỤC HỒI – CƠ HỘI QUAY TRỞ LẠI



TÓM TẮT

A. Về thị trường Phân bón thế giới:

Giá khí đốt tăng cao gây ra làn sóng cắt giảm công suất phân bón ở Châu Âu làm sụt giảm nguồn cung phân bón thế giới.

- Giá khí tự nhiên tại Mỹ và Châu Âu đang có xu hướng tăng nhanh trở lại khi khủng hoảng khí đốt ở Châu Âu đang diễn ra ngày càng trầm trọng, giá khí tự nhiên tại Châu Âu hiện cao hơn gấp 4.5 lần svck. **Giá năng lượng cao ngắt ngưỡng đã các hãng phân bón thu hẹp quy mô sản xuất, thậm chí phải tạm ngừng hoạt động.**
- Giá than tại Trung Quốc có xu hướng đi ngang sau khi điều chỉnh mạnh từ đỉnh trong tháng 3 và tháng 4. Hiện than Trung Quốc đang neo ở mức 171 USD/tấn (+17% YoY, +24% YTD).

Diễn biến giá Ure tại các thị trường trên thế giới. Giá Ure đã điều chỉnh, diễn biến phân hoá tại các khu vực.

- Giá Ure tại Mỹ, Trung Đông và biển Baltic đã lập đỉnh vào hồi tháng 4 sau đó tạo đáy trong tháng 6 và phục hồi kể từ đáy tháng 6. **Hiện Ure tại Mỹ giao dịch quanh 710 USD/ tấn (-9% YTD, +43% YoY) tương ứng +51% từ đáy.**
- Giá Ure tại Trung Quốc và Ấn Độ duy trì đà giảm tới tháng 3 rồi trở lại và tạo đỉnh vào tháng 6 sau đó duy trì xu hướng giảm đến hết tháng 8. Ure Trung Quốc hiện phục hồi nhẹ và có giá khoảng 480 USD/ tấn (-43% YTD, +4 YoY).

B. Về thị trường Phân bón trong nước:

Diễn biến giá phân Ure trong nước và giá nguyên liệu đầu vào

Giá Ure nội địa và giá nguyên liệu đầu vào (dầu FO Singapore) đang diễn biến theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp đạm khí như DPM và DCM. Giá Ure trung bình 8T/2022 cao hơn >60% so với trung bình năm 2021, con số này đối với dầu FO Singapore chỉ là 38%. Hiện giá Ure trong nước quanh 14,350 VND/kg (~610 USD/tấn), +5% so với cuối tháng 8.

Trung Quốc – thị trường nhập khẩu phân bón chủ đạo của Việt Nam nới lỏng xuất khẩu từ T6/2022, tuy nhiên lượng xuất khẩu vẫn thấp svck 2021 và 2020. T8/2022 lượng phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc giảm 42% svck, đạt ~150,000 tấn.

Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2022:

Các doanh nghiệp ngành phân bón khả quan trong 1H/2022 nhờ: (1) giá bán bình quân các sản phẩm chính tăng mạnh svck và có tốc độ tăng nhanh hơn so với giá khí đầu vào và **(2)** cùng với lượng tiêu thụ sản phẩm chính là Ure cao đã giúp lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành phân bón tăng trưởng đột biến. Cụ thể trong nửa đầu năm 2022 trung bình giá Ure nội địa cao hơn 85% svck trong khi mức tăng này đối với dầu FO là 57% svck và sản lượng tiêu thụ Ure của DPM và DCM trong 1H/2022 cao hơn so với cùng kỳ lần lượt là 8% YoY và 3% YoY.

Triển vọng kinh doanh 6 tháng cuối năm 2022: BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN trong năm 2022 đối với ngành phân bón dựa trên **(1)** nhu cầu phân bón cải thiện khi bước vào mùa vụ lớn nhất trong năm và giá gạo cải thiện kích thích người dân sử dụng phân bón và **(2)** giá Ure thế giới có dấu hiệu phục hồi do khủng hoảng khí đốt tại Châu Âu và các đợt thầu mới của Ấn Độ kỳ vọng thúc đẩy đà phục hồi giá Ure trong nước. Chúng tôi cho rằng giá Ure phục hồi và sản lượng tiêu thụ cải thiện sẽ là những yếu tố tích cực đối với các doanh nghiệp phân bón trong 2H/2022.

Triển vọng kinh doanh 2023: BSC giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành phân bón trong năm 2023 do nền giá bán cao năm 2022. BSC kỳ vọng giá Ure sẽ hạ nhiệt từ 2023 tuy nhiên mặt bằng giá mới sẽ được thiết lập.

Quan điểm đầu tư: BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN trong năm 2022 đối với ngành phân bón và khuyến nghị **MUA** đối với DPM và **KHẢ QUAN** đối với DCM.

Hình 1: Ước tính kết quả kinh doanh một số doanh nghiệp ngành phân bón

| Mã CK | DTT 2022 | % YoY | LNST 2022 | % YoY | EPS 2022 (VND/cp) | P/E fw | P/B fw | ROA 2022 | ROE 2022 | Giá ngày 19/09/2022 | Giá mục tiêu | Upside |
|-------|----------|-------|-----------|-------|-------------------|--------|--------|----------|----------|---------------------|--------------|--------|
| DPM | 20,182 | 58% | 5,548 | 78% | 14,032 | 3.8 | 1.6 | 33% | 43% | 48,500 | 63,100 | 30% |
| DCM | 14,528 | 44% | 3,102 | 70% | 5,860 | 6.2 | 2.0 | 28% | 36% | 34,450 | 40,200 | 17% |

Nguồn: BSC Research

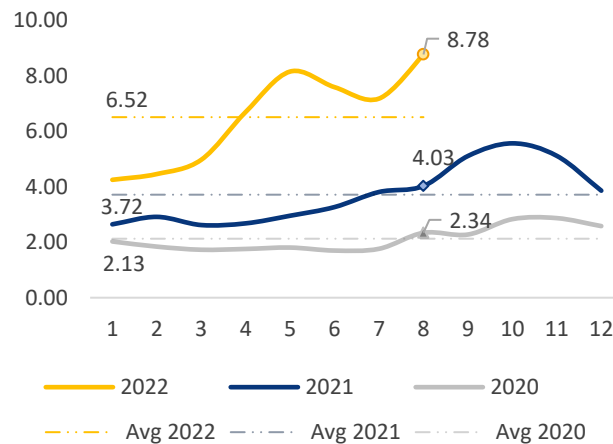
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN THẾ GIỚI

Giá khí đốt tăng cao gây ra làn sóng cắt giảm công suất phân bón ở Châu Âu làm sụt giảm nguồn cung phân bón thế giới.

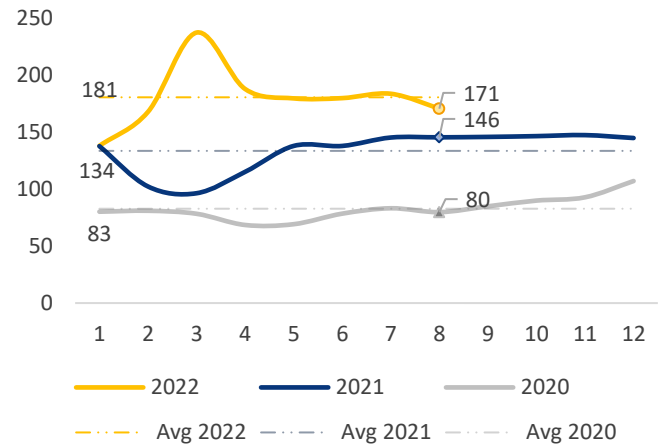
Giá nguyên liệu đầu vào diễn biến trái chiều sau giai đoạn hạ nhiệt kể từ xung đột Nga - Ukraine:

- Giá than tại Trung Quốc có xu hướng đi ngang sau khi điều chỉnh trong tháng 3. Hiện than Trung Quốc đang neo ở mức 171 USD/tấn (+17% YoY, +24% YTD) tuy nhiên vẫn thấp hơn 5.5% so với trung bình 8T/2022 là 181 USD/tấn (+35% so với trung bình năm 2021).
- Giá khí tự nhiên tại Mỹ và Châu Âu đang có xu hướng tăng nhanh trở lại khi khủng hoảng khí đốt đang diễn ra ngày càng trầm trọng. Giá khí tự nhiên tại Mỹ hiện đang cao hơn gấp 2.2 lần svck và tại Châu Âu là hơn gấp 4.5 lần svck.

Hình 2: Diễn biến giá khí tự nhiên tại Mỹ (USD/Mmbtu)



Hình 3: Diễn biến giá than Trung Quốc (USD/tấn)

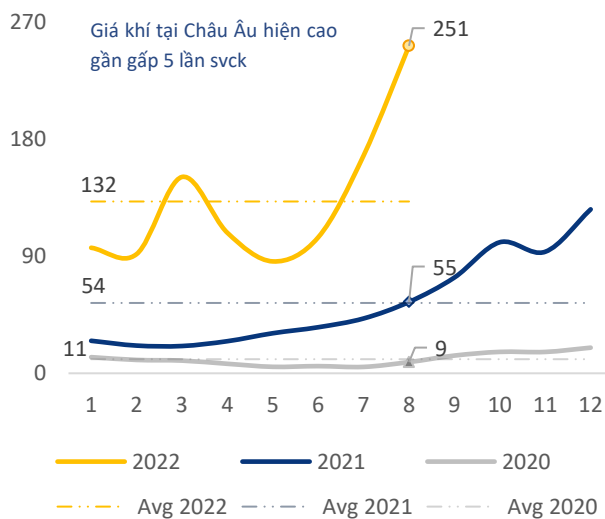


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

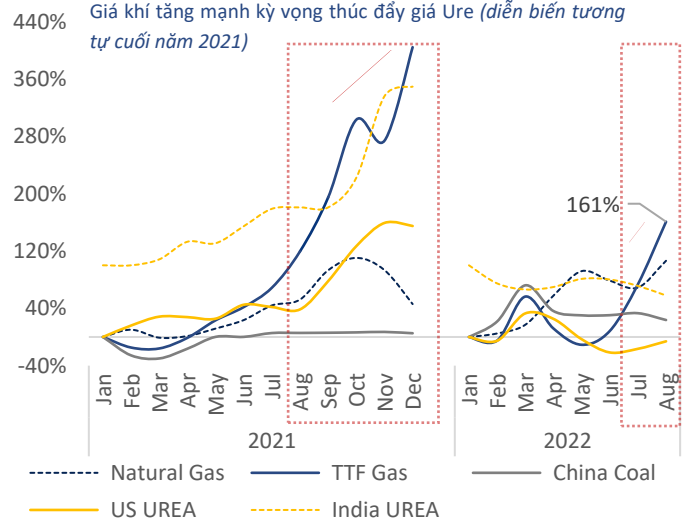
Ngày 2/9 Gazprom (Nga) thông báo đường ống Nord Stream 1 sẽ đóng cửa vô thời hạn khiến giá khí đốt ở Châu Âu tăng vọt và hiện neo ở mức 230 EUR/MWh (+315% YoY, +186% YTD) và cao hơn 20% so với hồi đầu tháng 8.

BSC cho rằng việc Châu Âu giải quyết nguồn cung khí tự nhiên thay thế Nga là không dễ dàng do: (1) EU cần thời gian để xây dựng hạ tầng kỹ thuật vận chuyển và tiếp nhận khí tự nhiên từ bên ngoài cũng như nội bộ giữa các nước EU và (2) việc nhập khẩu LNG cũng bị hạn chế do thiếu các cảng tiếp nhận, kho chứa và công suất tái khí bị giới hạn. BSC kỳ vọng giá khí tự nhiên sẽ tiếp tục neo cao trong cuối năm 2022 và điều này sẽ thúc đẩy làn sóng cắt giảm sản xuất phân bón tại EU.

Hình 4: Diễn biến giá khí tự nhiên tại Châu Âu (EUR/MWh)



Hình 5: Diễn biến giá các nguyên liệu đầu vào và giá Ure



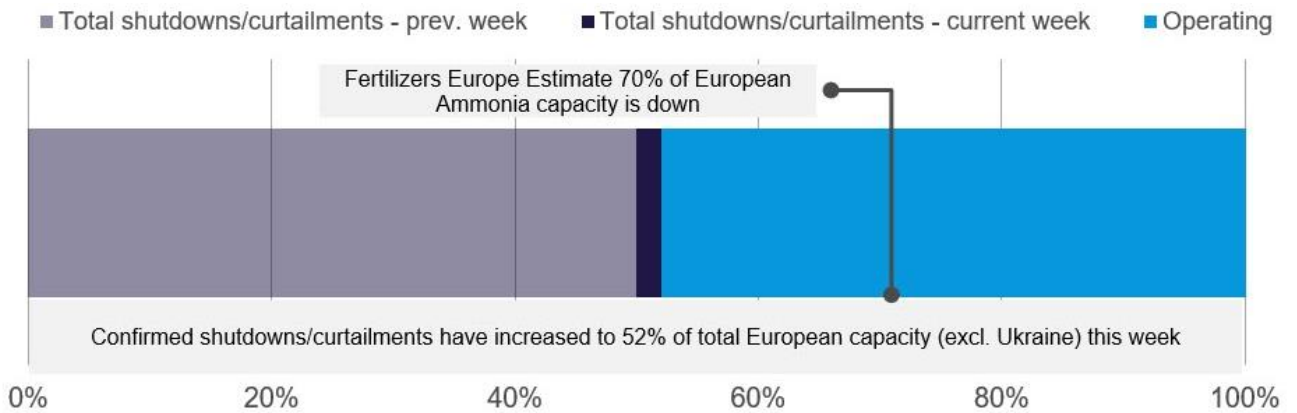
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Làn sóng cắt giảm công suất các nhà máy sản xuất hoá chất – phân bón tại Châu Âu

Giá năng lượng cao ngất ngưỡng đã buộc nhiều ngành công nghiệp ở châu Âu, bao gồm các hãng phân bón thu hẹp quy mô sản xuất, thậm chí phải tạm ngừng hoạt động. Theo ước tính của S&P Global Platts, do cơn bão giá nguyên liệu mà chủ yếu là khí thiên nhiên tăng vọt, châu Âu đã cắt giảm khoảng 25% - 30% công suất phân đạm và ít nhất khoảng 50% công suất ammonia (NH3) ở Châu Âu đã bị cắt giảm.

BSC cho rằng tình trạng cắt giảm sản lượng phân bón ở Châu Âu sẽ diễn ra trầm trọng hơn khi khu vực này bước vào mùa lạnh (T10 – T3 hàng năm), nhu cầu sử dụng khí đốt tăng cao sẽ đẩy chi phí sản xuất phân bón lên cao hơn nữa. Bên cạnh đó, nguồn cung phân bón ít có khả năng tăng mạnh trong ngắn hạn để bù đắp sự thiếu hụt bởi các nhà máy sản xuất phân bón thường vận hành gần như tối đa công suất từ 85 – 100%.

Hình 6: Tỷ lệ công suất NH3 bị đóng cửa do giá khí đốt cao ở châu Âu



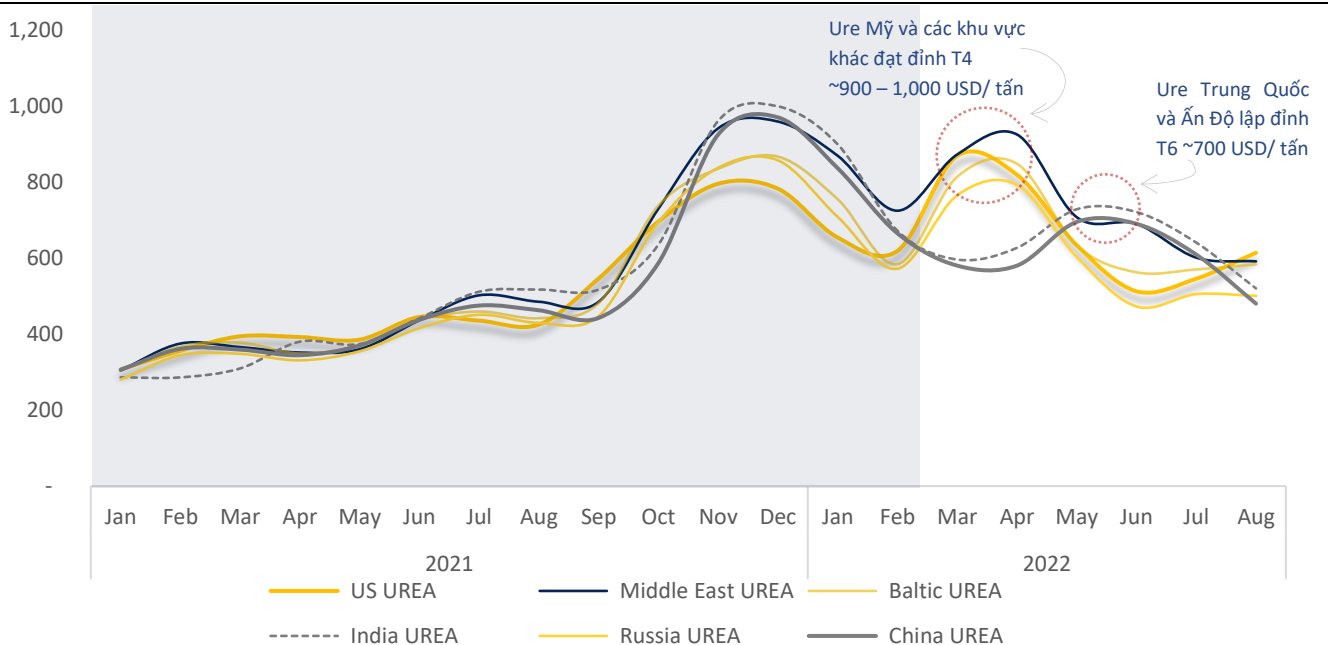
*Cập nhật ngày 30/08/2022

Nguồn: CRU, Fertilizer Week

Diễn biến giá Ure tại các thị trường trên thế giới

Giá Ure đã điều chỉnh mạnh kể từ đỉnh, diễn biến phân hoá tại khu vực Châu Á và các khu vực khác

Hình 7: Diễn biến giá Ure trên các thị trường từ tháng 01/2021 – nay (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Diễn biến giá Ure tại các thị trường khá tương đồng trong năm 2021, tuy nhiên sự phân hoá diễn ra kể từ tháng 3/2022.

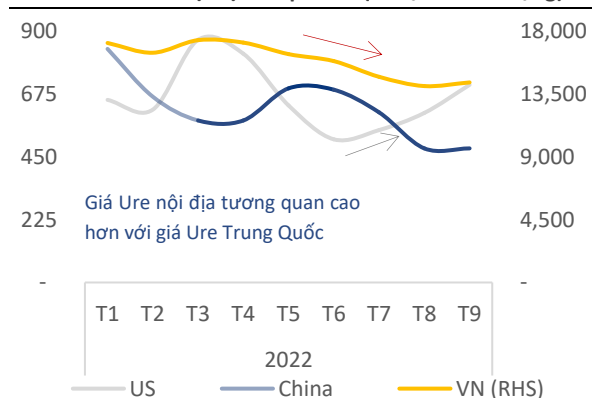
- Giá Ure tại Mỹ, Trung Đông và Baltic đã lập đỉnh tháng 4 và tạo đáy trong tháng 6 sau đó phục hồi cho tới nay do khủng hoảng khí đốt tại Châu Âu khiến nguồn cung phân bón khu vực này sụt giảm. Hiện Ure tại Mỹ giao dịch quanh 614 USD/tấn (-6% YTD, +45% YoY) và giảm 30% so với đỉnh tháng 4/2022.
- Diễn biến Ure tại Trung Quốc và Ấn Độ lại trái ngược với các khu vực trên, cụ thể, Ure tại Trung Quốc và Ấn Độ giảm từ đầu năm tới tháng 3 trước khi lập đỉnh tại tháng 6, sau đó duy trì xu hướng giảm cho tới nay. Ure Trung Quốc hiện có giá khoảng 480 USD/ tấn (-43% YTD, +4 YoY) và giảm 30% so với đỉnh hồi tháng 6.

Sự phân hoá này là do: **(1)** Trung Quốc sử dụng than để sản xuất Ure thay vì khí thiên nhiên như các quốc gia khác và **(2)** trong tháng 6 Nga không áp dụng hạn ngạch XK phân bón và tăng cường XK phân bón sang Trung Quốc, Ấn Độ với giá chiết khấu khoảng 30%.

Diễn biến giá Ure nội địa tương đồng với giá Ure thế giới do giá Ure trong nước được xây dựng theo giá bình quân của 4 thị trường lớn trên thế giới. Tuy nhiên, **BSC cho rằng diễn biến Ure trong nước có tương quan cao hơn với giá Ure Trung Quốc và Ấn Độ do (1)** Trung Quốc là nhà xuất khẩu Ure lớn vào thị trường Việt Nam (~45% lượng phân bón nhập khẩu của Việt Nam là từ Trung Quốc); **(2)** Trung Quốc là đối thủ cạnh tranh lớn với Việt Nam trong việc xuất khẩu Ure tới các thị trường trong khu vực (*Campuchia, Hàn Quốc, Lào, Malaysia, ...*) và **(3)** Ấn Độ là nhà nhập khẩu Ure lớn nên các thông tin về đợt thầu của Ấn Độ như khối lượng đặt thầu và giá trúng thầu sẽ tác động đến giá trong khu vực và trên thế giới.

Việt Nam tăng cường xuất khẩu Ure sang Ấn Độ khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu trong 6T/2022. Tỷ trọng nhập khẩu Ure từ Trung Quốc của Ấn Độ giảm từ 30 – 35% hàng năm xuống 12% trong 7T/2022 khi Trung Quốc áp dụng chính sách hạn chế xuất khẩu, trong thời gian này Việt Nam đã tăng cường xuất khẩu Ure sang Ấn Độ.

Hình 8: Giá Ure nội địa và quốc tế (USD/tấn – VND/kg)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

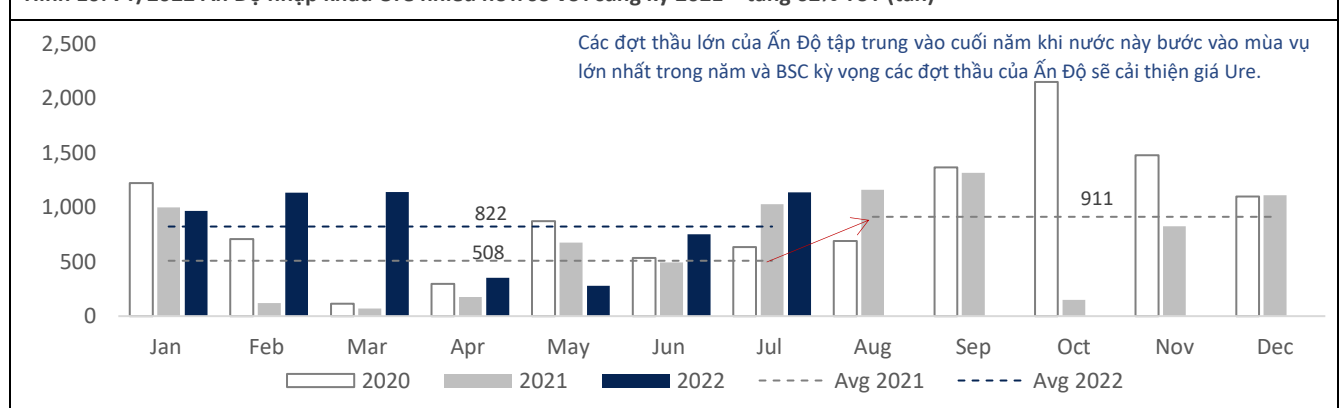
Hình 9: Việt Nam tăng cường XK Ure sang Ấn Độ trong 6T/2022

| | 7T/2022 | 7T/2021 | %Tỷ trọng 7T/22 | %Tỷ trọng 7T/21 | %Tỷ trọng 2021 | %Tỷ trọng 2020 |
|------------|---------|-----------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| Oman | 971,301 | 619,337 | 17% | 17% | 16% | 24% |
| Trung Quốc | 698,568 | 1,124,987 | 12% | 32% | 35% | 30% |
| Việt Nam | 267,367 | 0 | 5% | 0% | 0% | 1% |

Nguồn: India Department of Commerce, BSC Research

Hiện Ure tại các thị trường đồng loạt hồi phục 100 – 150 USD/tấn so với đầu tháng 8 nhờ: (1) EU cắt giảm nguồn cung phân bón do căng thẳng về khí đốt và **(2)** Ấn Độ mở đợt thầu 1 triệu tấn Ure cuối tháng 8 với giá trúng thầu khoảng 668 USD/ tấn.

Hình 10: 7T/2022 Ấn Độ nhập khẩu Ure nhiều hơn so với cùng kỳ 2021 – tăng 62% YoY (tấn)



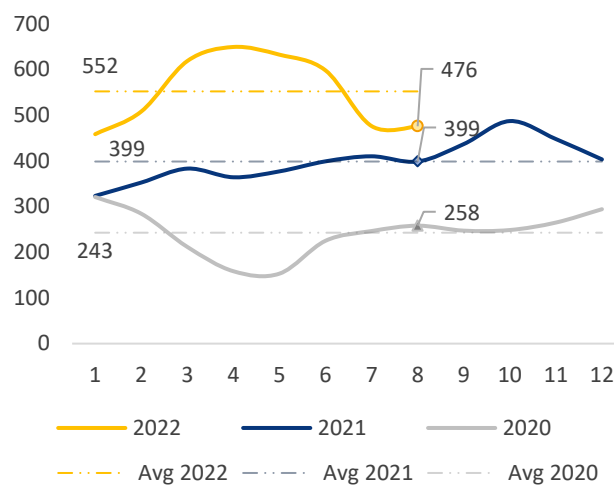
Nguồn: India Department of Commerce, BSC Research

THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN TRONG NƯỚC

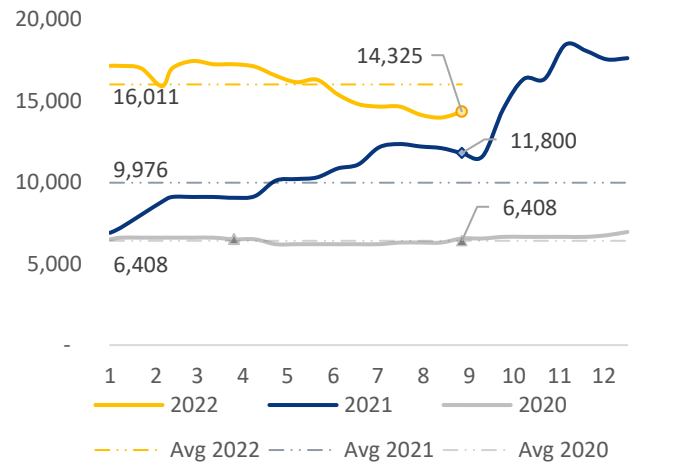
Diễn biến giá phân Ure trong nước và giá nguyên liệu đầu vào

Giá Ure nội địa và giá nguyên liệu đầu vào (FO Singapore) đang diễn biến theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất đạm khí như DCM và DCM. Giá Ure trung bình 8T/2022 cao hơn >60% so với trung bình cả năm 2021 trong khi con số này đối với dầu FO Singapore chỉ là 38%. Hiện giá Ure trong nước giao dịch quanh 14,325 VND/kg (+21.4% YoY) trong khi giá dầu FO Singapore đang cao hơn 19% svck 2021.

Hình 11: Diễn biến giá dầu FO Singapore (USD/tấn)



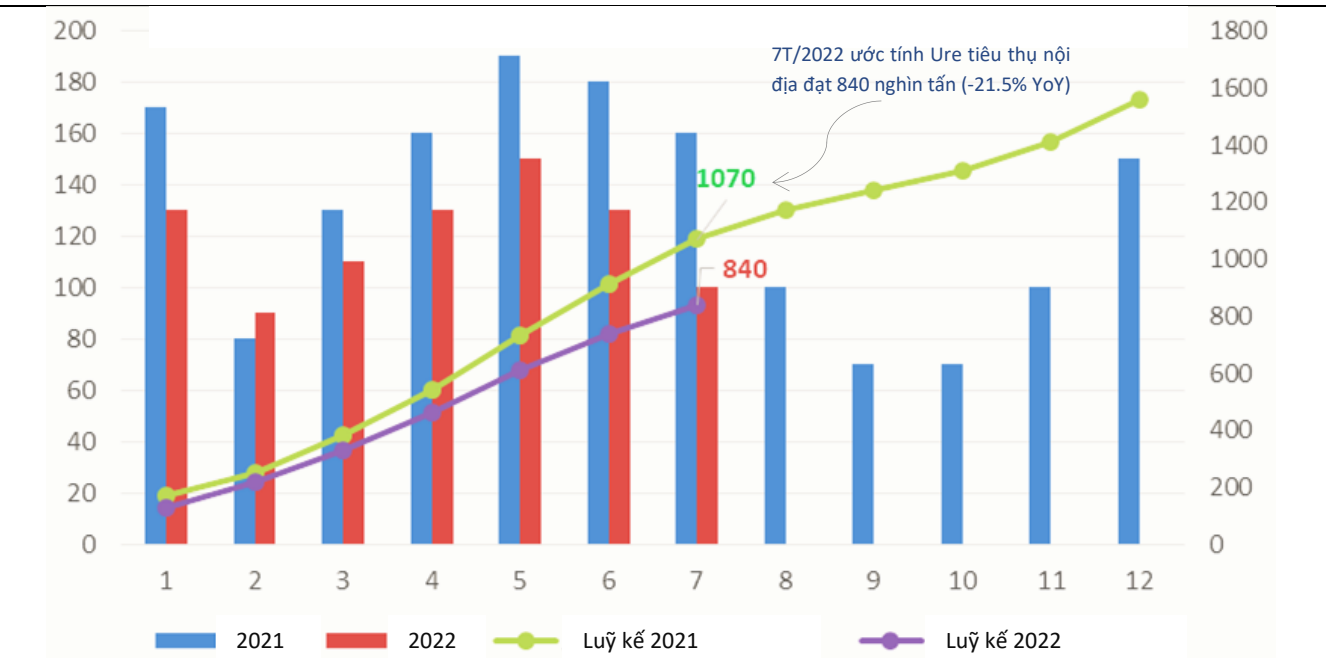
Hình 12: Diễn biến giá Ure trong nước (VND/ kg)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhu cầu tiêu thụ Ure năm 2022 có xu hướng giảm so với cùng kỳ 2021, đặc biệt giảm mạnh trong quý 2/2022

Hình 13: Nhu cầu tiêu thụ Ure nội địa giảm so với cùng kỳ 2021 (Nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, BSC Research

Nhu cầu tiêu thụ Ure trong nước năm 2022 có xu hướng giảm, đặc biệt, nhu cầu nội địa sụt giảm đáng kể trong quý 2. Lũy kế 7T/2022 trong nước tiêu thụ khoảng 840 nghìn tấn Ure thấp hơn khoảng 21% svck 2021, đạt 1,070 nghìn tấn Ure.

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN - 20/09/2022

Nhu cầu tiêu thụ Phân bón có xu hướng giảm trong quý 2 do: **(1)** giá gạo neo ở mức thấp svck và phục hồi chậm đồng thời **(2)** mùa cao điểm bón phân vụ Hè thu (tháng 4 – tháng 5) giá phân bón duy trì mức cao khiến nông dân giảm lượng sử dụng. *Cụ thể:* giá gạo liên tục giảm và tạo đáy vào đầu tháng 4, khoảng 384 USD/tấn trong khi đó giá Ure tạo đỉnh vào tháng 4/2022, khoảng 930 USD/tấn, điều này khiến nhiều nông dân giảm bón phân, thậm chí bỏ ruộng.

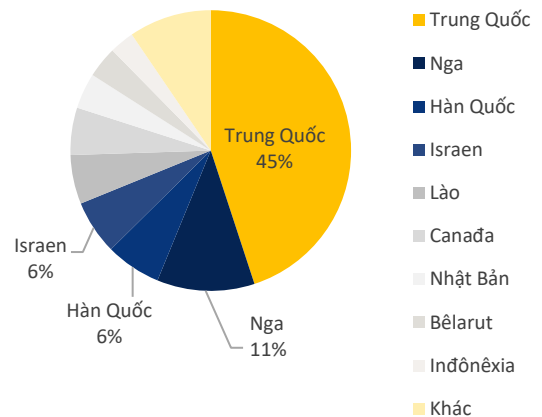
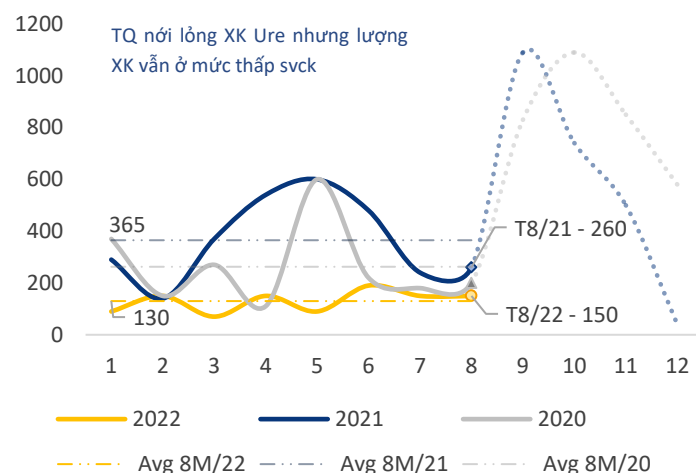
BSC kỳ vọng giá gạo trong 2H/2022 sẽ cải thiện và thúc đẩy nhu cầu phân bón nội địa nhờ: **(1)** Ấn Độ - nước xuất khẩu gạo lớn nhất thế giới cấm và hạn chế xuất khẩu một số loại gạo và **(2)** hạn hán và điều kiện thời tiết xấu tại một số quốc gia trồng lúa khiến năng suất giảm. Giá gạo tằm 5% tại Việt Nam đã tăng gần 5% ngay sau thông báo cấm xuất khẩu của Ấn Độ thêm 20 USD/tấn và được dự báo sẽ tiếp tục tăng.

Trung Quốc – quốc gia Việt Nam nhập khẩu phân bón chủ đạo đã nới lỏng xuất khẩu nhưng vẫn ở mức thấp svck

Sau giai đoạn kết thúc chính sách hạn chế xuất khẩu để ổn định giá phân bón nội địa vào cuối tháng 5/2022 **Trung Quốc đã nới lỏng việc xuất khẩu phân bón từ tháng 6/2022, tuy nhiên lượng xuất khẩu vẫn thấp so với cùng kỳ 2021 và 2020.** Trung bình 8T/2022 Trung Quốc xuất khẩu 130 nghìn tấn Ure, mức này thấp hơn so với cùng kỳ 2021 và 2020 lần lượt là -50% và 64%.

Hình 14: Sản lượng Ure xuất khẩu hàng tháng của Trung Quốc ('000 tấn)

Hình 15: Cơ cấu NK phân bón của Việt Nam 7T/2022



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Dù hạn chế xuất khẩu phân bón, Trong 7T/2022 Trung Quốc vẫn đứng đầu về thị trường cung cấp phân bón cho Việt Nam, chiếm 48.6% trong tổng lượng nhập khẩu phân bón của cả nước, đạt 945,809 tấn (-24.3% YoY) với giá trung bình 409 USD/tấn (+50.6% YoY). Tiếp đến thị trường Nga đứng thứ 2, chiếm 7.7% trong tổng lượng với 149,457 tấn (-39% YoY) với giá trung bình 647 USD/tấn (+100.6% YoY).

Lượng phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc đã giảm trong tháng 7 sau 3 tháng tăng liên tiếp từ tháng 4 – tháng 6. Cụ thể, tháng 7/2022 Việt Nam nhập khẩu phân bón từ Trung Quốc giảm -21.8% về lượng và giảm -7.4% về giá so với tháng 6/2022, đạt 107,652 tấn (-48.9% YoY) với giá trung bình 391.4 USD/tấn (+41.2% YoY).

Chính sách xuất khẩu phân bón của Trung Quốc đã nới lỏng hơn từ tháng 6 tuy nhiên xuất khẩu vẫn được kiểm soát chặt chẽ, mặc dù các thương nhân đã sẵn sàng báo giá xuất khẩu nhưng việc thực hiện vẫn gặp nhiều khó khăn. BSC kỳ vọng Chính phủ Trung Quốc sẽ tiếp tục áp dụng các biện pháp kiểm soát và hạn chế lượng xuất khẩu phân bón khi quốc gia này bước vào vụ gieo trồng lớn nhất trong năm từ tháng 10 – tháng 12 giúp hạn chế lượng cung phân bón và hỗ trợ giá Ure trong nước.

CẬP NHẬT KQKD nửa đầu năm 2022

KQKD của các doanh nghiệp ngành phân bón khả quan trong 1H/2022 nhờ: (1) giá bán bình quân các sản phẩm chính tăng mạnh svck và có tốc độ tăng nhanh hơn so với giá khí đầu vào và **(2)** lượng tiêu thụ sản phẩm chính là Ure cao đã giúp lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành phân bón tăng trưởng đột biến.

Trong 6 tháng đầu năm, các doanh nghiệp phân bón ghi nhận KQKD tích cực với doanh thu thuần, biên lợi nhuận gộp đều tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ 2021. Cụ thể:

- DPM ghi nhận DTT và LNST 6T/2022 lần lượt đạt: 10,844 tỷ VND (+122% YoY) và 3,405 tỷ VND (+298% YoY) với biên lợi nhuận cải thiện từ 28% lên 44%.
- DCM ghi nhận DTT và LNST 6T/2022 lần lượt đạt: 8,160 tỷ VND (+93% YoY) và 2,563 tỷ VND (+490% YoY) với biên lợi nhuận cải thiện từ 19% lên 41%.

Cụ thể trong nửa đầu năm 2022 trung bình giá Ure nội địa cao hơn 85% svck trong khi mức tăng này đối với dầu FO là 57% svck và sản lượng tiêu thụ Ure của DPM và DCM trong 1H/2022 cao hơn so với cùng kỳ lần lượt là 8% YoY và 3% YoY.

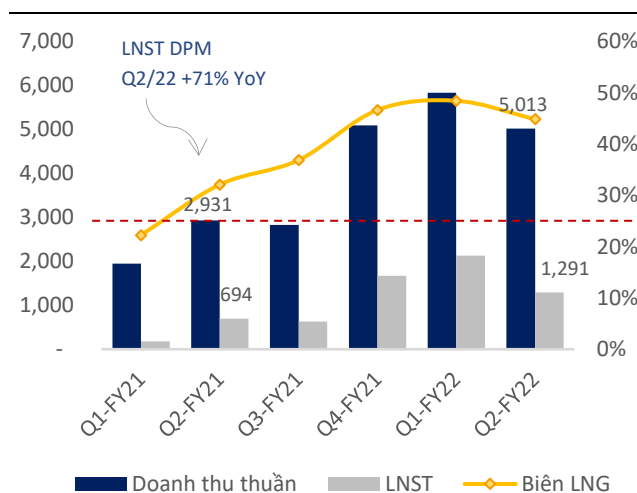
Nguồn cung phân bón bị thắt chặt do chiến tranh Nga- Ukraine và các lệnh cấm xuất khẩu đã khiến giá phân bón leo cao trong quý 1 giúp DPM và DCM ghi nhận doanh thu và biên lợi nhuận kỷ lục. Quý 2, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ghi nhận sự giảm tốc so với quý 1 do giá Ure điều chỉnh tuy nhiên vẫn đạt mức cao svck 2021, giá Ure trung bình quý 2 vẫn cao hơn 66% svck 2021.

Hình 16: Kết quả kinh doanh 6T/2022 của DPM và DCM (Tỷ VND)

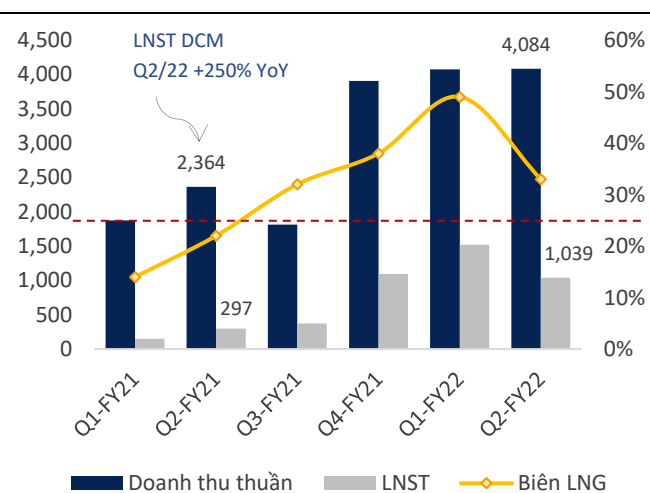
| Chỉ tiêu | DPM | | | | | | DCM | | | | | |
|----------------------|-------|---------|-------|--------|--------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| | Q1/22 | %YoY | Q2/22 | %YoY | 1H/22 | %YoY | Q1/22 | %YoY | Q2/22 | %YoY | 1H/22 | %YoY |
| DTT | 5,829 | 200% | 5,013 | 71% | 10,844 | 122% | 4,075 | 118% | 4,084 | 73% | 8,160 | 93% |
| LNG | 2,823 | 552% | 1,930 | 105% | 4,758 | 247% | 1,977 | 640% | 1,353 | 162% | 3,337 | 326% |
| Biên LNG | 48% | +26 đpt | 39% | +6 đpt | 44% | +16 đpt | 49% | +34 đpt | 33% | +11 đpt | 41% | +22 đpt |
| LNST | 2,114 | 11.38x | 1,279 | 87% | 3,405 | 298% | 1,516 | 8.98x | 1,039 | 268% | 2,563 | 490% |
| % DT xuất khẩu / DTT | | | | | 25% | +24 đpt | | | | | 50% | +23 đpt |

Nguồn: DPM, DCM, BSC Research

Hình 17: KQKD theo quý của DPM (Tỷ VND)



Hình 18: KQKD theo quý của DCM (Tỷ VND)



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN CUỐI NĂM 2022 VÀ 2023

BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với ngành phân bón năm 2022 nhờ mặt bằng giá bán duy trì mức cao so với cùng kỳ dù tốc độ tăng trưởng giảm tốc so với 1H/2022.

BSC nhận thấy **kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành phân bón phụ thuộc lớn vào biến động của giá hàng hoá, đặc biệt là giá Ure và giá dầu FO.** Giá Ure trong nước đã trải qua đợt điều chỉnh từ tháng 6 – tháng 8 và **BSC kỳ vọng giá Ure nội địa sẽ phục hồi từ nay tới cuối năm nhờ (1)** nhu cầu phân bón cải thiện khi bước vào mùa vụ lớn nhất trong năm và giá gạo cải thiện kích thích người dân sử dụng phân bón và **(2)** giá Ure thế giới có dấu hiệu phục hồi do khủng hoảng khí đốt tại Châu Âu và các đợt thầu mới của Ấn Độ kỳ vọng thúc đẩy đà phục hồi giá Ure trong nước.

(1) Kỳ vọng nhu cầu phân bón phục hồi nhờ vụ Đông xuân – vụ chính trong năm

BSC kỳ vọng giá gạo phục hồi sẽ thúc đẩy diện tích gieo cấy lúa vụ Đông Xuân (vụ chính trong năm) và hỗ trợ cho nhu cầu phân bón, đặc biệt là Ure. BSC kỳ vọng giá gạo sẽ được hỗ trợ bởi: **(1)** ảnh hưởng xung đột với Nga nên Ukraine không xuất khẩu lúa mì, kéo theo giá các loại ngũ cốc và lương thực cao khiến khách hàng chuyển sang mua gạo của các nước châu Á, trong đó có Việt Nam; **(2)** nhu cầu thu mua gạo dự trữ của nhiều quốc gia tăng cao trước lo ngại cuộc xung đột Nga – Ukraine kéo dài khiến giá lương tăng và **(3)** nguồn cung gạo trên toàn cầu giảm vì thời tiết khắc nghiệt ở các nước xuất khẩu lớn như Ấn Độ, Trung Quốc và Bangladesh.

(2) Giá Ure thế giới phục hồi nhờ nguồn cung thế giới sụt giảm và nhu cầu cải thiện kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá Ure nội địa phục hồi cuối năm 2022

BSC kỳ vọng trong Q4/2022 nguồn cung Ure thế giới sẽ suy giảm nhờ: (1) giá khí tự nhiên ở Châu Âu neo ở mức cao cùng với chi phí sản xuất tăng cao khiến các nhà sản xuất phân bón khu vực này cắt giảm sản lượng và **(2)** Trung Quốc bước vào mùa vụ chính trong năm nên chính sách xuất khẩu sẽ tiếp tục duy trì sự kiểm soát như hiện tại, tương ứng mức giảm từ 20 – 25% sản lượng xuất khẩu Ure so với năm 2021.

Đồng thời, Ấn Độ tiếp tục mở các đợt thầu lớn cho mùa vụ Kharif của quốc gia này vào dịp cuối năm kỳ vọng sẽ cải thiện nhu cầu Ure thế giới và hỗ trợ phục hồi giá Ure thế giới. Gần đây nhất, cuối tháng 8 Ấn Độ đã mở đợt thầu mới với 1 triệu tấn Ure và giá Ure các khu vực trên thế giới đã bật tăng từ 2- 5%. Cuối tháng 8, giá Ure tại Việt Nam đã tăng mạnh, với mức tăng cao nhất lên tới 850đ/kg tương đương mức tăng khoảng 40 USD/tấn.

Ước tính của BSC dựa trên các giả định

Hình 19: Các giả định chính trong ước tính của BSC

| | 2021 | 2022 | 2023 | %YoY 2022 | %YoY 2023 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| Giá dầu FO bình quân (USD/ tấn) | 410 | 530 | 450 | +29% | -15% |
| Giá bán Ure bình quân (VND/ kg) | 10,543 | 15,011 | 12,009 | +42% | -20% |
| Giá bán NPK bình quân (VND/ kg) | 10,616 | 15,858 | 11,100 | +150% | -30% |

Nguồn: BSC Research

Triển vọng kinh doanh 2023: BSC cho rằng mức nền cao đang là thách thức lớn nhất với tăng trưởng của doanh nghiệp phân bón trong năm 2023 và giá Ure sẽ hạ nhiệt từ 2023 tuy nhiên mặt bằng giá mới sẽ được thiết lập

BSC kỳ vọng giá các nguyên liệu sản xuất Ure như than và khí tự nhiên sẽ hạ nhiệt trong dài hạn nhờ chi phí năng lượng toàn cầu sẽ bình thường hoá trong dài hạn và Châu Âu sẽ tìm được nguồn cung khí tự nhiên thay thế cho Nga.

BSC kỳ vọng giá Ure sẽ điều chỉnh từ 2023 tuy nhiên việc sụt giảm nguồn cung phân bón ở Châu Âu sẽ hỗ trợ giá Ure thiết lập mặt bằng giá mới, tương ứng, chúng tôi kỳ vọng giá Ure sẽ giao động quanh 400 – 550 USD/tấn trong giai đoạn 2023–2024. Chúng tôi cho rằng giá khí tự nhiên của Châu Âu sẽ thiết lập mặt bằng giá mới trong giai đoạn 2023 – 2024 do chi phí xây dựng CSHT lớn để thay thế cho nguồn cung từ Nga. Điều này sẽ khiến nguồn cung phân bón trên toàn cầu sụt giảm do chi phí sản xuất phân bón ở Châu Âu tăng lên, một số nhà máy phân bón sẽ cắt giảm sản lượng hoặc đóng cửa vĩnh viễn.

Hình 20: Tóm tắt một số chỉ tiêu của DPM và DCM

| | 2022 | 2023 | %YoY |
|---|--------|--------|--------------|
| DPM | | | |
| Doanh thu thuần | 20,182 | 16,093 | -20% |
| LNST | 5,548 | 3,514 | -37% |
| EPS | 14,032 | 8,933 | -36% |
| P/E fw | 3.4x | 5.8x | |
| DCM | | | |
| Doanh thu thuần | 14,528 | 11,584 | -20% |
| LNST | 3,102 | 2,079 | -33% |
| EPS | 5,860 | 3,927 | -33% |
| P/E fw | 5.9x | 9.4x | |
| P/E trung bình lịch sử 5 năm một số công ty cùng ngành trong khu vực | | | 12.75 |

Nguồn: BSC Research

DPM và DCM hiện có định giá hấp dẫn với P/E fw và P/E 2023 lần lượt là 3.7 lần/ 5.8 lần và 6.2 lần/ 9.4 lần, mức P/E hấp dẫn so với P/E trung bình trượt 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 12.75 lần.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** trong năm 2022 đối với ngành phân bón dựa trên (1) kỳ vọng giá Ure phục hồi nhờ khủng hoảng khí tự nhiên tại Châu Âu và các đợt mở thầu lớn của Ấn Độ trong dịp cuối năm và (2) nhu cầu Ure nội địa cải thiện khi bước vào mùa vụ chính trong năm. Chúng tôi cho rằng giá Ure phục hồi trong cuối năm 2022 và sản lượng tiêu thụ cải thiện sẽ là những yếu tố tích cực đối với DCM và DPM và mở ra cơ hội đầu tư cho các cổ phiếu này.

Hình 21: Ước tính kết quả kinh doanh một số doanh nghiệp ngành phân bón

| Mã CK | DTT 2022 | % YoY | LNST 2022 | % YoY | EPS 2022 (VND/cp) | P/E fw | P/B fw | ROA 2022 | ROE 2022 | Giá ngày 19/09/2022 | Giá mục tiêu | Upside |
|-------|----------|-------|-----------|-------|-------------------|--------|--------|----------|----------|---------------------|--------------|--------|
| DPM | 20,182 | 58% | 5,548 | 78% | 14,032 | 3.4 | 1.6 | 33% | 43% | 48,500 | 63,100 | 30% |
| DCM | 14,528 | 44% | 3,102 | 70% | 5,860 | 5.9 | 2.0 | 28% | 36% | 34,450 | 40,200 | 17% |

Nguồn: BSC Research

| Khuyến nghị | MUA | TCT PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT ĐẦU KHÍ - CTCP (HSX: DPM) KỶ VỌNG LÃI RÒNG CAO NHẤT LỊCH SỬ | | | |
|--------------------------|------------|---|------------|----------------------------|-------|
| Giá hiện tại: | 48,500 | Ngày viết báo cáo: | 19/09/2022 | Cơ cấu cổ đông | |
| Giá mục tiêu: | 63,100 | Cổ phiếu lưu hành (Triệu) | 391 | PVN | 59.6% |
| Tỷ suất cổ tức: | 50% | Vốn hóa (tỷ VND) | 20,741 | Vật tư nông nghiệp Nghệ An | 4.8% |
| Tỷ suất sinh lợi: | 30% | Thanh khoản bq 30n (Triệu) | 2.98 | Truswell Securities | 2.7% |
| | | Sở hữu nước ngoài | 15.37% | | |

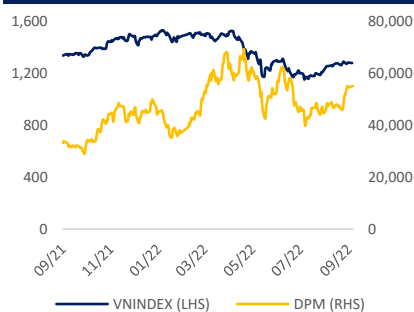
Chuyên viên phân tích:

Lưu Thuỳ Linh
(Phân bón, Ô tô, Cao su – sẫm lớp)
Linhlt2@bsc.com.vn

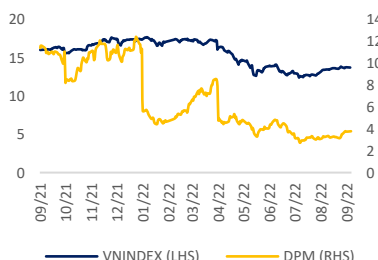
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Lê Quốc Trung
Trunglq@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị:
Giá cắt lỗ:

So sánh giá DPM và VN- Index



So sánh P/E của DPM và VN index



ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu DPM với giá mục tiêu **63,100 VNĐ/CP** cho năm 2022, tương đương với upside 30% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2022 dựa trên phương pháp P/E với tỉ lệ mục tiêu là 4.5x.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo DTT và LNST năm 2022 của DPM lần lượt đạt **20,182 tỷ VND (+58% YoY)** và **5,548 tỷ VND (+78% YoY)**. EPS 2022F = 14,032 VND (+81%YoY) và P/E fw= 3.4x; P/E fw 2023 = 5.8x. Dựa trên giả định:
(1) Giá bán Ure trung bình năm 2022 đạt 15,011 VND/kg (+42% YoY);
(2) Sản lượng Ure tiêu thụ đạt 865 nghìn tấn (+15.5% YoY);
(3) BLN góp cải thiện lên mức 41% (so với mức nền cao năm 2021 đạt 37%).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Giá bán duy trì ở mức cao svck và sản lượng kinh doanh tăng trưởng tích cực;
- Yếu tố cần theo dõi chưa được đưa vào định giá: Khoản hoàn thuế VAT khi luật sửa đổi;
- Doanh nghiệp duy trì trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm với tỉ lệ chi trả cao.

RỦI RO

- Giá khí đầu vào tăng nhanh hơn dự báo và giá bán giảm mạnh hơn dự báo;
- Giá phân bón cao thúc đẩy nông dân tiết giảm bón phân khiến cầu nội địa phục hồi chậm;
- Công suất nhà máy NPK đạt hiệu suất thấp hơn và giá bán giảm so với dự báo.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

DTT và LNST của DPM trong Q2/2022 lần lượt đạt 5,013 tỷ VND (+71% YoY) và 1,279 tỷ VND (+87% YoY) svck nhờ: (1) giá bán bình quân tăng mạnh so với cùng kỳ và (2) sản lượng tiêu thụ Ure tăng nhẹ 7.9% YoY.
DPM điều chỉnh kế hoạch 2022: (1) DTT và LNST lần lượt là 17,239 tỷ VND (+4% YoY) và 3,473 tỷ VND (+9% YoY); **(2)** sản lượng Ure và NPK lần lượt là 865 nghìn tấn (+4%YoY) và 165 nghìn tấn (+2%YoY) và **(3)** nâng kế hoạch cổ tức năm 2021 từ mức 10% lên 50% và duy trì cổ tức tiền mặt năm 2022 với tỷ lệ 50%.

| | 2021 | 2022F | VNINDEX |
|----------------|------|-------|---------|
| PE (x) | 3.67 | 3.78 | 13.7 |
| PB (x) | 1.04 | 1.61 | 2.1 |
| PS (x) | 0.87 | 1.03 | 1.8 |
| ROE (%) | 30% | 43% | 15.6 |
| ROA (%) | 25% | 33% | 2.5 |
| EV/ EBITDA (x) | 1.49 | 1.59 | 12.9 |

| | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | 7,762 | 12,786 | 20,182 | 16,093 |
| Lợi nhuận gộp | 1,730 | 4,786 | 8,213 | 5,507 |
| Lợi nhuận sau thuế | 691 | 3,117 | 5,548 | 3,514 |
| EPS | 1,535 | 7,749 | 14,032 | 8,933 |
| Tăng trưởng EPS | 78% | 405% | 81% | -36% |
| Nợ ròng/VCSH | -12% | -15% | -29% | -35% |

| Khuyến nghị | MUA | CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU - CTCP (HSX: DCM) GIÁ URE PHỤC HỒI THỨC ĐẨY LỢI NHUẬN | | | |
|--------------------------|------------|---|------------|-----------------------|-------|
| Giá hiện tại: | 34,450 | Ngày viết báo cáo: | 19/09/2022 | Cơ cấu cổ đông | |
| Giá mục tiêu: | 40,200 | Cổ phiếu lưu hành (Triệu) | 529 | PVN | 75.6% |
| Tỷ suất cổ tức: | 18% | Vốn hóa (tỷ VND) | 19,376 | PVFC CAPITAL | 5.0% |
| Tỷ suất sinh lợi: | 17% | Thanh khoản bq 30n (Triệu) | 8.6% | KOREA INVESTMENT MGM | 1.8% |
| | | Sở hữu nước ngoài | | | |

Chuyên viên phân tích:

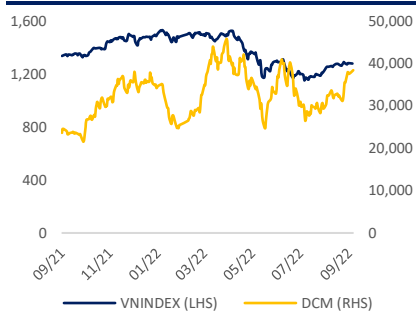
Lưu Thuỳ Linh
(Phân bón, Ô tô, Cao su – sẫm lớp)
Linhlt2@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

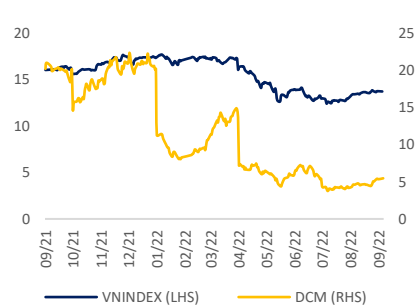
Lê Quốc Trung
Trunglq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị:
Giá cắt lỗ:

So sánh giá DCM và VN- Index



So sánh P/E của DCM và VN index



ĐỊNH GIÁ

- BSC khuyến nghị MUA cho cổ phiếu DCM với giá mục tiêu 40,200 VNĐ/CP cho năm 2022, tương đương với upside 17% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2022 dựa trên phương pháp P/E với tỉ lệ mục tiêu là 6.8x.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- BSC dự báo DTT và LNST năm 2022 của DCM lần lượt đạt 14,528 tỷ VND (+44% YoY) và 3,102 tỷ VND (+70% YoY). EPS 2022F = 5,860 VND (+91%YoY) và P/E fw = 5.8x; P/E fw 2023 = 9.4x Dựa trên giả định:
(1) Giá bán Ure trung bình năm 2022 đạt 15,011 VND/kg (+42% YoY);
(2) Sản lượng Ure tiêu thụ đạt 850 nghìn tấn (+10% YoY);
(3) BLN gộp cải thiện lên mức 36% (so với 29% năm 2021).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Giá bán duy trì ở mức cao svck và sản lượng kinh doanh tăng trưởng tích cực;
- Yếu tố cần theo dõi chưa được đưa vào định giá: Khoản hoàn thuế VAT khi luật sửa đổi;
- Nhà máy Ure hết khấu hao từ năm 2024 giúp tiết giảm đáng kể chi phí sản xuất

RỦI RO

- Giá khí đầu vào tăng nhanh hơn dự báo và giá bán giảm mạnh hơn dự báo;
- Giá phân bón cao thúc đẩy nông dân tiết giảm bón phân khiến cầu nội địa phục hồi chậm;
- Công suất nhà máy NPK đạt hiệu suất thấp hơn và giá bán giảm so với dự báo.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

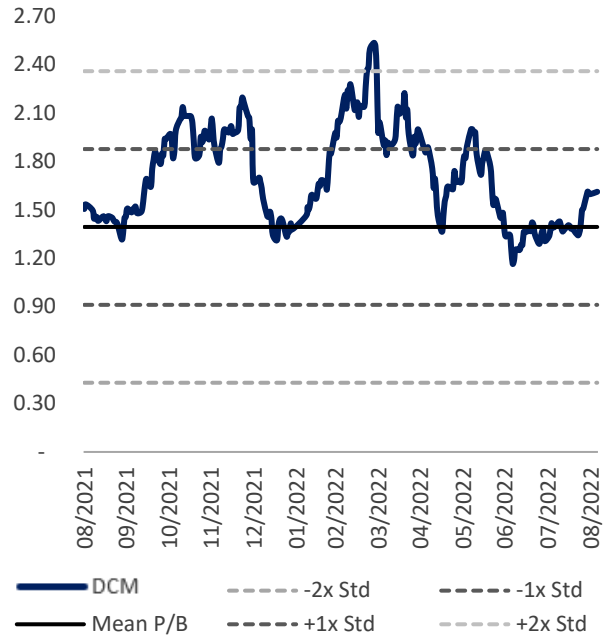
- DTT và LNST của DCM trong Q2/2022 lần lượt đạt 5,013 tỷ VND (+71 %YoY) và 1,279 tỷ VND (+87% YoY) nhờ: (1) giá bán Ure tăng 79% YoY bù đắp cho sản lượng giảm nhẹ 6.6% YoY và (2) giá bán tăng nhanh hơn chi phí đầu vào giúp cải thiện BLNG.
- Kế hoạch kinh doanh 2022: (1) DTT và LNST lần lượt là 9,060 tỷ VND (- 8% YoY) và 512 tỷ VND (-72% YoY); (2) sản lượng Ure và NPK lần lượt là 850 nghìn tấn và 80 nghìn tấn.
- DCM thông qua chi trả cổ tức bằng tiền mặt là 1,800 VND/cp, tương đương lợi suất cổ tức là 4,3% và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 52%.

| | 2021 | 2022F | VNINDEX | | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|----------------|------|-------|---------|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| PE (x) | 9.9 | 6.2 | 13.7 | Doanh thu | 7,561 | 9,870 | 14,528 | 11,584 |
| PB (x) | 1.3 | 2 | 2.1 | Lợi nhuận gộp | 1,317 | 2,854 | 5,230 | 3,506 |
| PS (x) | 1.2 | 1.4 | 1.8 | Lợi nhuận sau thuế | 661 | 1,823 | 3,102 | 2,079 |
| ROE (%) | 28% | 38% | 15.6 | EPS | 1,017 | 3,073 | 5,860 | 3,927 |
| ROA (%) | 20% | 28% | 2.5 | Tăng trưởng EPS | 71% | 202% | 91% | -33% |
| EV/ EBITDA (x) | 4.1 | 2.2 | 12.9 | Nợ ròng/VCSH | 29% | 27% | -9% | -15% |

Hình 22: P/E của DPM

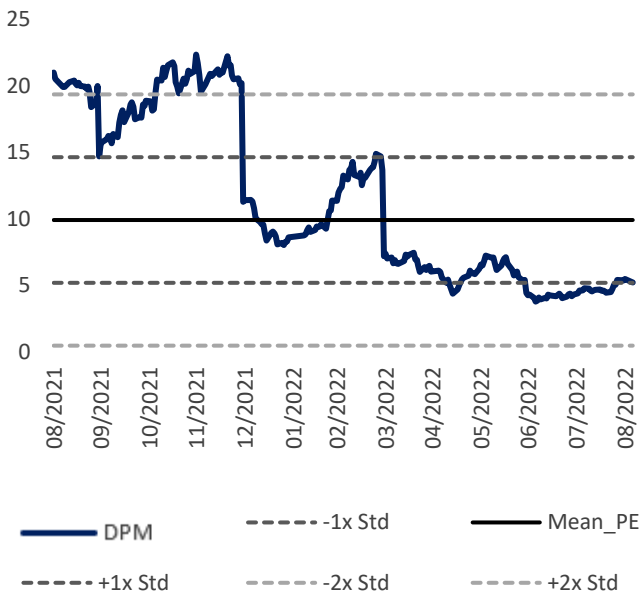


Hình 23: P/B của DCM

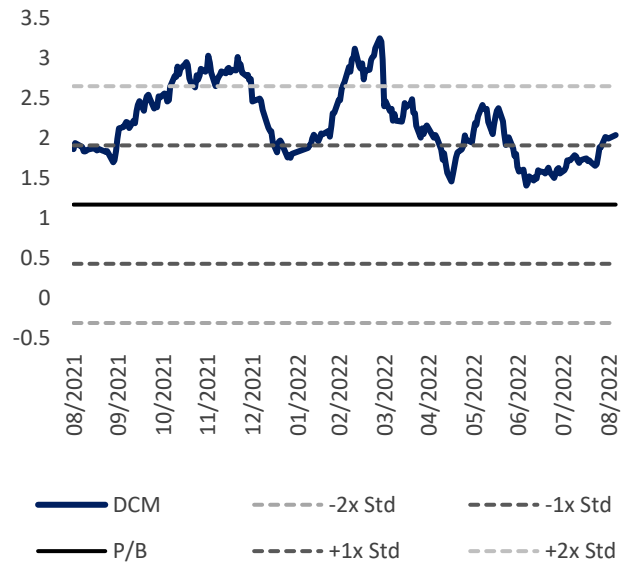


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 24: P/E của DPM



Hình 25: P/B của DCM



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (1) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (2) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

 www.bsc.com.vn

 *Trụ sở chính*
Trụ sở chính: Tầng 08,09 Toà nhà Thái Holdings,
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

 HN:(024) 3935 2722 | HCM:(028) 3821 8885

Chi nhánh
Lầu 9, Toà nhà 146 Nguyễn Công Trứ,
Q.1, Tp Hồ Chí Minh