

Ngành phân bón

Định giá thấp nhưng vẫn đối mặt với nhiều thách thức trong ngắn hạn

Thế giới: Trong năm 2022, doanh thu mảng phân đạm và phân lân của các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng tích cực, đạt lần lượt 40% và 80% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, biên lợi nhuận có sự phân hoá rõ rệt giữa các khu vực. Trong khi các doanh nghiệp tại Châu Âu chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc nguồn cung khan hiếm và giá khí tự nhiên tăng cao, các doanh nghiệp tại Bắc Mỹ và Châu Á hưởng lợi lớn nhờ giá đầu ra duy trì ở mức cao.

Sự phân hoá đối được dự báo sẽ tiếp tục kéo dài sang năm 2023 khi Trung Quốc mở cửa trở lại và có thể gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu vào cuối quý 2. Điều này giúp cho sản lượng xuất khẩu và triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp Trung Quốc được đánh giá khả quan hơn nhờ mức nền thấp của năm 2022. Ngược lại, nguồn cung gia tăng trong bối cảnh nhu cầu suy yếu sẽ khiến cho giá các mặt hàng phân bón tiếp tục giảm trong năm 2023 và ảnh hưởng tiêu cực lên biên lợi nhuận của các quốc gia còn lại, trong đó có Việt Nam.

Việt Nam: Xuất khẩu phân bón các loại của Việt Nam tăng mạnh trong năm 2022, đạt 1.75 triệu tấn tăng 29,6% so với cùng kỳ. Giá xuất khẩu trung bình của các mặt hàng tăng hơn 50% so với 2021 giúp cho tổng giá trị xuất khẩu phân bón của nước ta đạt mốc 1 tỷ USD. Các doanh nghiệp phân đạm như DPM, DCM ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội so với trung bình ngành nhờ đẩy mạnh việc xuất khẩu ra nước ngoài.

Mặc dù vậy, lợi nhuận của các doanh nghiệp tại Việt Nam nhiều khả năng đã lập đỉnh vào quý 1/2022, tương đồng với diễn biến của giá phân bón trong nước và trên thế giới. Giá các loại nông sản sụt giảm kết hợp với nhu cầu tiêu thụ suy yếu sẽ khiến cho việc kinh doanh phân bón trong năm 2023 gặp nhiều khó khăn.

Cổ phiếu của các doanh nghiệp hầu hết đều trải qua một nhịp điều chỉnh mạnh trong quý 2 và quý 3 trước những lo ngại của nhà đầu tư về kết quả kinh doanh kém tích cực trong năm 2023 trước khi diễn biến cân bằng hơn trong 2 quý trở lại đây. Mặc dù giá cổ phiếu của các doanh nghiệp phân bón hiện đã rơi về vùng định giá tương đối thấp, chúng tôi vẫn đưa ra đánh giá TRUNG LẬP đối với ngành phân bón trước những thách thức mà ngành này vẫn phải đối mặt trong trung hạn.

Trung lập

I. Ngành phân bón thế giới

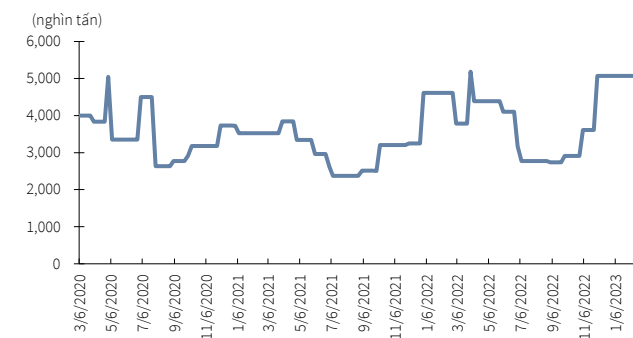
1. Nguồn cung và nhu cầu tiêu thụ phân bón thế giới

- Phân đạm

Giá phân ure có nhiều biến động trong năm 2022 do nguồn cung bị siết chặt trước tác động của chiến tranh

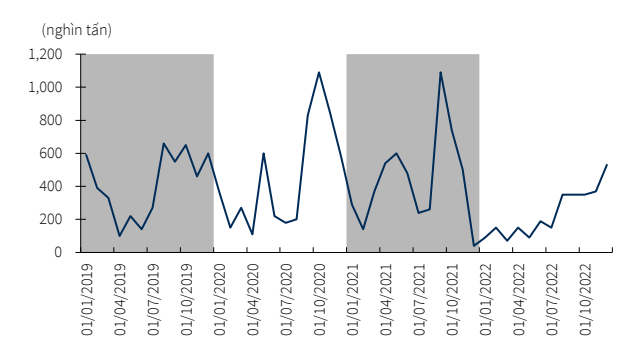
Năm 2022 là một năm nhiều biến động đối với các loại hàng hoá nói chung và phân ure nói riêng. Giá phân ure trong 1Q2022 tăng mạnh lên mức 1050 USD/tấn trước sự ảnh hưởng của cuộc chiến tranh giữa Nga-Ukraina và các lệnh trừng phạt cấm vận. Sau một giai đoạn neo quanh vùng giá cao, giá phân ure sau đó chứng kiến một sự sụt giảm mạnh, về quanh mức 380 USD/tấn trong tháng 02/2023, tương đương với mức giảm 63.8% từ đỉnh. Nguyên nhân là do trong 4Q2022, Châu Âu đã đẩy mạnh nhập khẩu khí tự nhiên và khí hoá lỏng từ Mỹ và OPEC. Kết hợp với tình hình thời tiết thuận lợi, các nhà sản xuất phân bón đã có thể tái khởi động việc sản xuất với giá đầu vào giảm đáng kể. Trong khi đó, Ấn Độ trở thành nhà nhập khẩu phân ure và ammonia lớn của Nga, giúp giải phóng lượng hàng tồn kho bị cấm vận và gia tăng nguồn cung phân bón trong lưu thông. Nhu cầu tiêu thụ phân bón có xu hướng yếu đi trong nửa cuối năm, đặc biệt là giai đoạn cao điểm của 3Q2022 đã góp phần hạ nhiệt giá phân bón. Tính chung cả năm 2022, sản lượng tiêu thụ phân ure đạt 180 triệu tấn, đi ngang so với năm 2021.

Biểu đồ 1. Trung Quốc – Tồn kho phân ure



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 2. Trung Quốc – Xuất khẩu phân ure



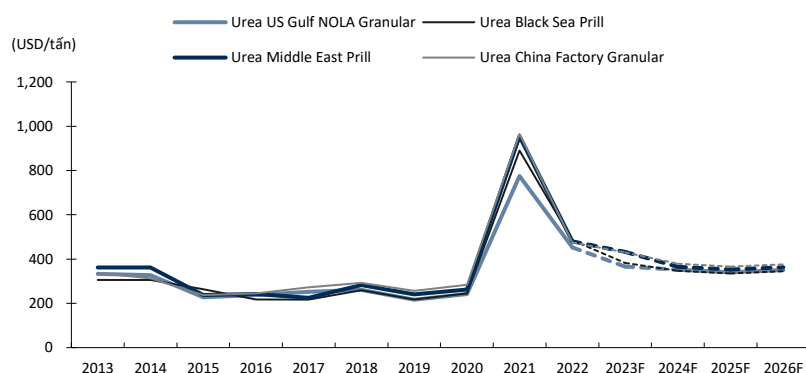
Nguồn: Bloomberg

Nguồn cung phân đạm sẽ tiếp tục tăng khi Trung Quốc gỡ bỏ lệnh cấm trong năm 2023 và gây áp lực lên mặt bằng giá nói chung

Nguồn cung phân bón được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2023 khi Trung Quốc gỡ bỏ hoàn toàn lệnh cấm xuất khẩu phân bón. Năm 2022 ghi nhận sản lượng xuất khẩu phân ure của Trung Quốc thấp kỷ lục, chỉ đạt 2.8 triệu tấn, giảm 45% so với trung bình 3 năm trở lại đây. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu hiện đang có xu hướng tăng mạnh trở lại trong những tháng cuối năm, đặc biệt là sản lượng tháng 12 hiện đã tương đương với giai đoạn 2019-2021 mặc dù vẫn đang trong giai đoạn triển khai chính sách cấm

xuất khẩu. Tính đến 31/12/2022, tồn kho phân ure cuối năm của Trung Quốc cũng tăng gần gấp đôi so với quý trước, đạt hơn 5 triệu tấn (Biểu đồ 1.). Bên cạnh đó, Ấn Độ, quốc gia nhập khẩu ure lớn nhất thế giới, sẽ thực hiện cắt giảm khoản trợ cấp nhập khẩu phân bón khoảng 22% trong bối cảnh hai nhà máy Sindri và Barauni đi vào hoạt động giúp cho sản lượng sản xuất tăng thêm 3 triệu tấn. Điều này được cho sẽ gây áp lực lên giá phân ure trong năm 2023 khi mà nhu cầu tiêu thụ được dự báo chỉ tăng nhẹ 3.3% YoY lên mức 186.1 triệu tấn và khiến giá phân ure tiếp tục giảm thêm 15-20% YoY về quanh ngưỡng 380-400 USD/tấn (Biểu đồ 3.), theo báo cáo của Green Markets.

Biểu đồ 3. Dự phóng giá Ure



Nguồn: Green Market, Bloomberg

- Phân lân

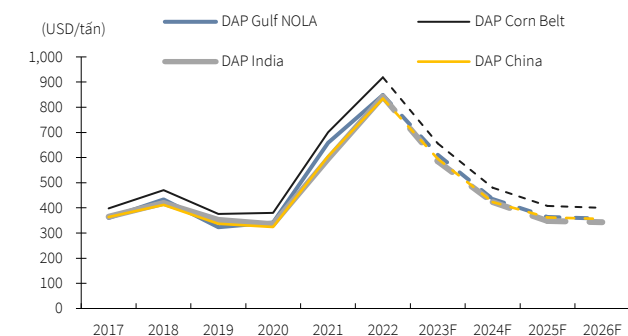
Giá các mặt hàng phân lân được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2023 trước nhu cầu suy yếu và nguồn cung gia tăng

Số liệu thống kê từ TDM cho thấy nhu cầu nhập khẩu phân lân trong năm 2022 sụt giảm đáng kể ở các thị trường lớn như Brazil (-23% YoY), Châu Âu (-42%), Mỹ (-48%), Úc (-21%) trước đà tăng phi mã của giá các mặt hàng này. Ấn Độ là quốc gia duy nhất đẩy mạnh nhập khẩu trong năm nay với tổng sản lượng đạt 6.7 triệu tấn, +49% so với mức nền thấp của năm 2021. Với lượng hàng tồn kho của các quốc gia nhập siêu hiện vẫn đang ở mức cao, kết hợp với tâm lý chờ đợi giá phân lân tiếp tục giảm thêm, việc tiêu thụ DAP/MAP dự kiến sẽ chậm lại trong 1H2023 trước khi dần hồi phục trong nửa cuối năm về mức 65.6 triệu tấn.

Xét về yếu tố nguồn cung, công suất sản xuất DAP/MAP trong năm 2022 tăng nhẹ 2.7% YoY lên mức 118.1 triệu tấn/năm, trong khi sản lượng tiêu thụ giảm 3.4% so với cùng kỳ về mức 65.84 triệu tấn, thấp nhất kể từ 2019. Công suất sản xuất trong năm 2023 dự kiến sẽ tiếp tục tăng thêm 2.6 triệu tấn trong năm 2023 với 2 dự án công suất 1 triệu tấn đi vào hoạt động là Dorogobuz và Leningrad tại Bắc Âu. Trước áp lực từ nguồn cung gia tăng, giá DAP và MAP được dự báo sẽ tiếp tục giảm sâu trong giai đoạn nửa đầu năm 2023 về quanh ngưỡng 510 USD/tấn (-21%) và 490 USD/tấn (-26%) trước khi hồi phục về quanh ngưỡng 550-590 USD/tấn trong giai đoạn nửa cuối năm. Ở chiều ngược lại, những yếu

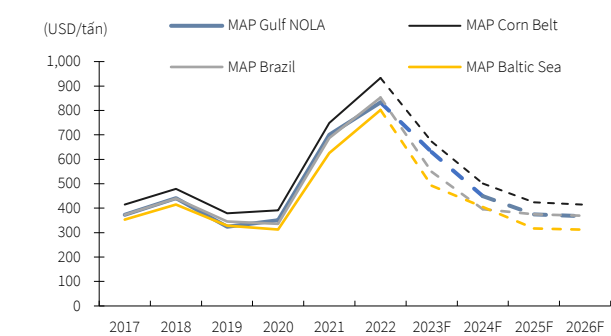
tổ hỗ trợ về giá có thể kể đến như tình trạng cấm vận vẫn tiếp diễn, giá điện và cước vận tải biển có xu hướng tăng trở lại,... sẽ giúp cho giá DAP/MAP hồi phục sớm hơn dự kiến.

Biểu đồ 4. Dự phóng giá DAP



Nguồn: Green Markets, Bloomberg

Biểu đồ 5. Dự phóng giá MAP



Nguồn: Green Markets, Bloomberg

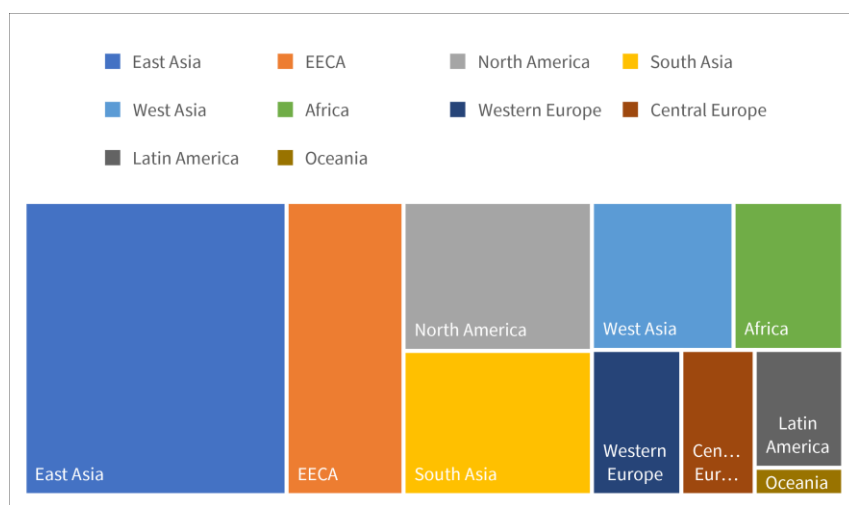
2. Hiệu quả kinh doanh mảng phân đạm và phân lân của các doanh nghiệp năm 2022 theo khu vực

- Phân đạm

Châu Á là khu vực có công suất sản xuất lớn nhất thế giới nhưng các nhà máy có công suất lớn tập trung chủ yếu ở Bắc Mỹ và Châu Âu

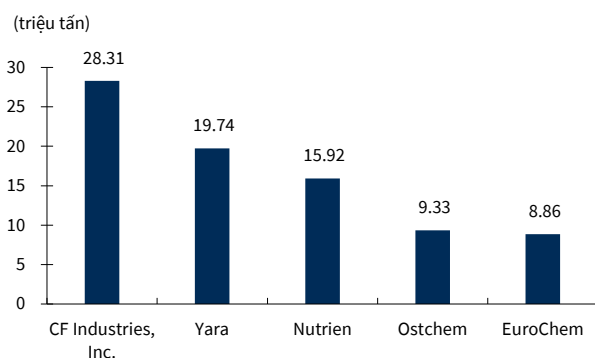
Tính theo công suất thiết kế, Đông Á là khu vực dẫn đầu về sản xuất phân đạm và ammonia với tổng công suất đạt 179 triệu tấn/năm. Tiếp theo là khu vực Đông Âu và Trung Á (EECA) (79.8 triệu tấn), Bắc Mỹ (65 triệu tấn) và Nam Á (63.26 triệu tấn). Mặc dù có số lượng nhà máy nhiều nhất trên thế giới, các nhà máy thuộc khu vực Đông Á phần lớn đều có công suất tương đối thấp, dưới 2 triệu tấn/năm. Chỉ có một số nhà máy có công suất tầm trung như Sinopec, PetroChina, SinoChem của Trung Quốc, Pursi của Indonesia hay PETRONAS của Malaysia. Các doanh nghiệp tại khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu tuy có số lượng ít hơn nhưng sở hữu nhiều nhà máy có công suất lớn như CF Industries, Inc. (27.5 triệu tấn), Nutrien (13 triệu tấn), Yara (11.97 triệu tấn), OstChem (9.33 triệu tấn).

Biểu đồ 6. Công suất sản xuất phân đạm và ammonia theo khu vực



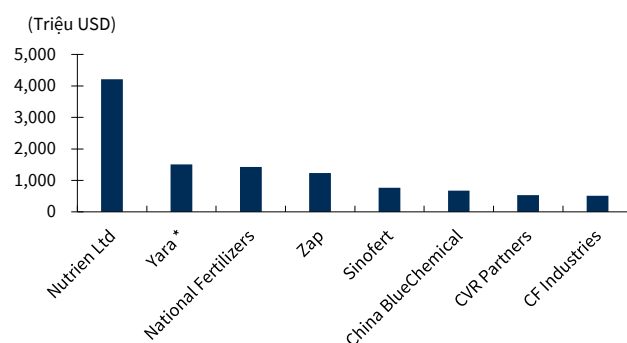
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 7. Công suất thiết kế - Phân đạm & Ammonia



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8. Doanh thu mảng ure của các DN toptầm 2021

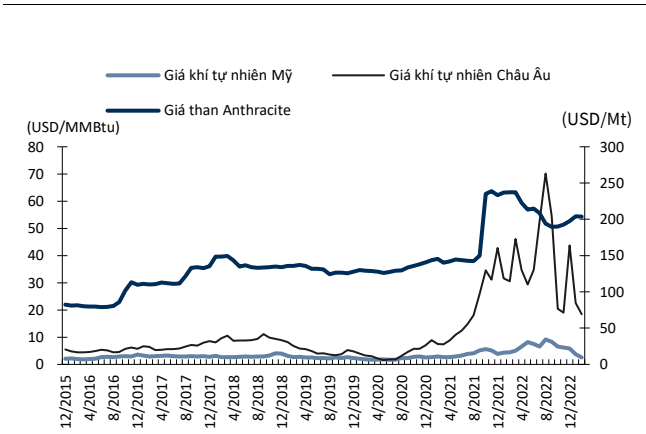


Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Doanh thu mảng ure tăng trưởng bình quân 30-40% so với cùng kỳ nhưng biên lợi nhuận có sự phân hoá giữa các khu vực

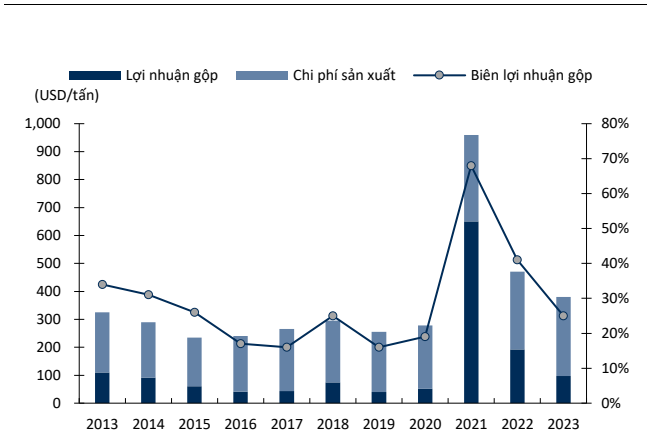
Trong năm 2022, trước đà tăng phi mã của giá dầu ra, doanh thu mảng ure của các doanh nghiệp phân bón niêm yết tăng trưởng trung bình ở mức 30-40%. Tuy nhiên, có sự phân hoá rõ rệt về biên lợi nhuận giữa các doanh nghiệp sản xuất phân ure tại Châu Âu so với Bắc Mỹ, Trung Quốc. Giá khí tự nhiên tại Mỹ và giá than tại Trung Quốc ghi nhận mức tăng trung bình lần lượt 84% và 34% so với năm 2021. Mặc dù vậy, giá dầu ra tăng tương ứng dưới tác động của việc cấm vận, đã giúp cho các doanh nghiệp sản xuất duy trì được biên lợi nhuận gộp cao (Biểu đồ 10 và 11). Trong khi đó, việc thiếu hụt nguồn cung khí tự nhiên từ Nga đã khiến cho nhiều doanh nghiệp tại Châu Âu phải tạm dừng việc sản xuất vô thời hạn hoặc tiếp tục hoạt động với chi phí nguyên liệu đầu vào cao (+192% YoY). Bình quân các doanh nghiệp tại Châu Âu chịu lỗ 612 USD trên mỗi một tấn ure sản xuất ra chưa kể khấu hao nhà máy và chi phí nhân công, theo số liệu ước tính của Bloomberg.

Biểu đồ 9. Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào tại Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc



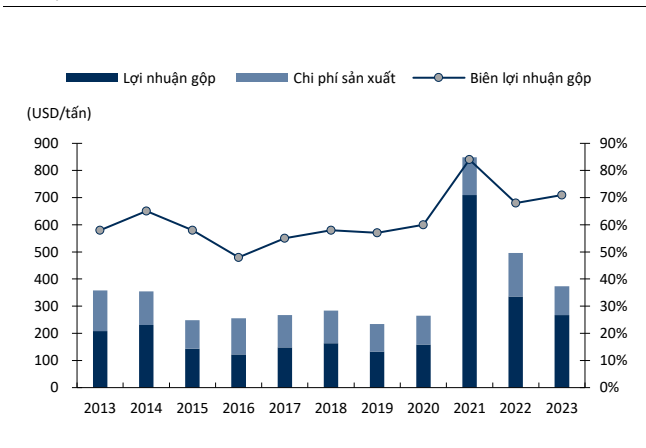
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Chi phí và lợi nhuận gộp các doanh nghiệp sản xuất ure tại Trung Quốc*



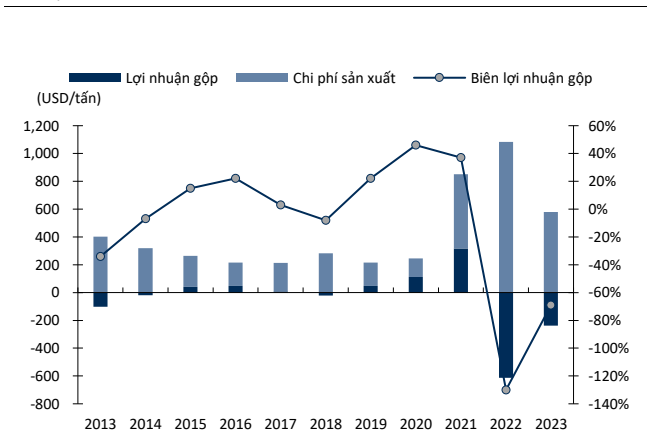
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 11. Chi phí và lợi nhuận gộp các doanh nghiệp sản xuất ure tại Bắc Mỹ*



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Chi phí và lợi nhuận gộp các doanh nghiệp sản xuất ure tại Châu Âu*



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

*Chi phí sản xuất chưa bao gồm khấu hao nhà máy và chi phí nhân công

Bảng 1. Định mức đầu vào sản xuất 1 tấn phân Ure theo khu vực

	Bắc Mỹ	Châu Âu	Trung Quốc
Ammonia	0.58 mt	0.58 mt	
Khí tự nhiên	5.2 MMBtu	5.2 MMBtu	
Than			0.9 mt
Chi phí khác	\$25	\$22	\$100

Nguồn: Green Market, Bloomberg

- Phân lân

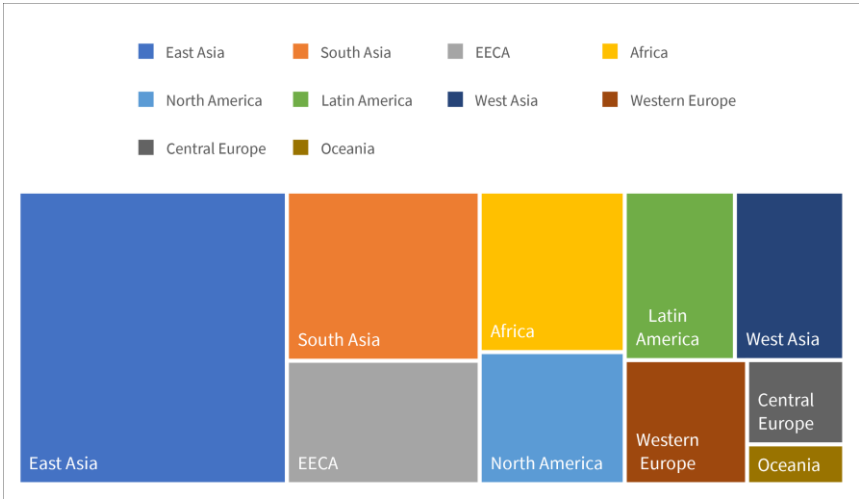
Xét về công suất sản xuất, mảng phân lân cũng có những đặc tính tương tự mảng phân đạm. Khu vực Đông và Nam Á vẫn là khu vực dẫn đầu về số lượng nhà máy cũng như sản lượng sản xuất phân lân trên thế giới, lần lượt đạt 71

Lợi nhuận mảng phân lân tăng trưởng tích cực nhờ giá đầu vào giảm nhanh hơn giá đầu ra

triệu tấn và 29 tấn/năm. Tuy nhiên các nhà máy có công suất sản xuất lớn hầu hết tập trung ở khu vực Bắc Mỹ (Mosaic, Nutrien) , Châu Phi (OCP) và Châu Âu (Yara, EuroChem) (Biểu đồ 14).

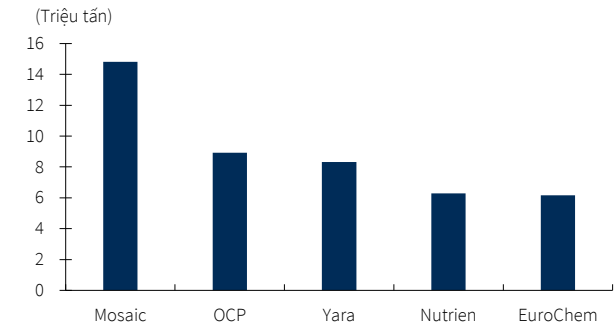
Trước diễn biến thuận lợi của giá DAP và MAP, phần lớn các doanh nghiệp phân bón đều chứng kiến doanh thu mảng phân lân tăng trưởng ở mức hai con số (Biểu đồ 16.). Trong khi đó, giá các nguyên liệu đầu vào như Ammonia và lưu huỳnh có diễn biến giảm nhanh hơn giá đầu ra theo đà giảm của giá dầu (Biểu đồ 18. và 19.) giúp cho lợi nhuận mảng phân lân tăng gấp 3-4 lần so với năm 2021 (Biểu đồ 17.). Cá biệt chỉ có các doanh nghiệp ở Nga có mức tăng trưởng doanh thu dưới trung bình và lợi nhuận đi lùi do tác động của chiến tranh và cấm vận kéo dài.

Biểu đồ 13. Công suất sản xuất phân lân theo khu vực



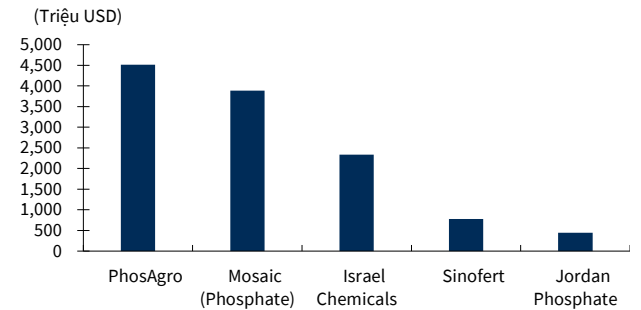
Nguồn: Green Market, Bloomberg

Biểu đồ 14. Công suất thiết kế - Phân DAP/MAP



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

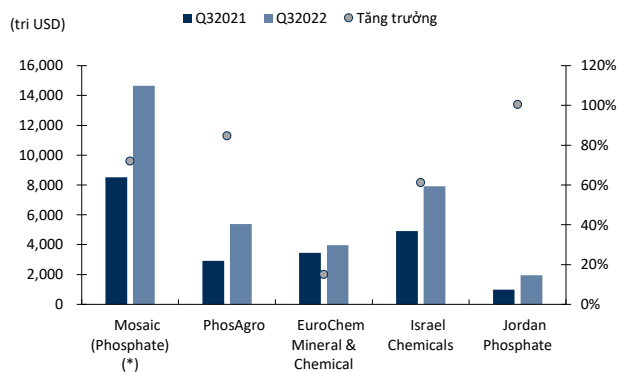
Biểu đồ 15. Doanh thu mảng phân lân của các DNNY năm 2021



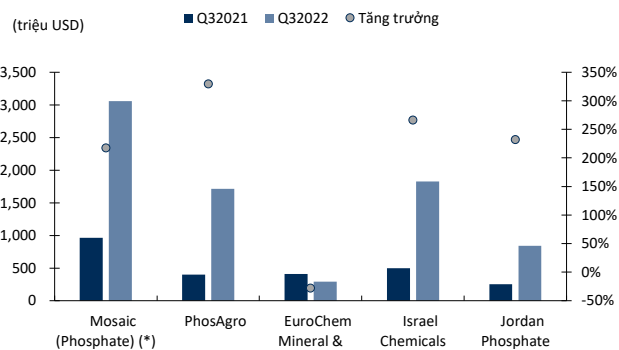
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 16. Tăng trưởng doanh thu mảng phân lân của các doanh nghiệp sản xuất lớn trên thế giới

Biểu đồ 17. Tăng trưởng lợi nhuận mảng phân lân của các doanh nghiệp sản xuất lớn trên thế giới

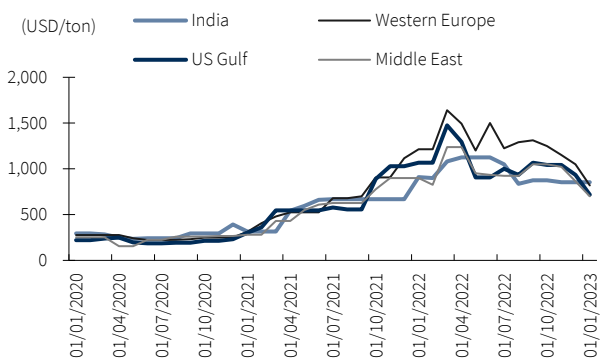


Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp



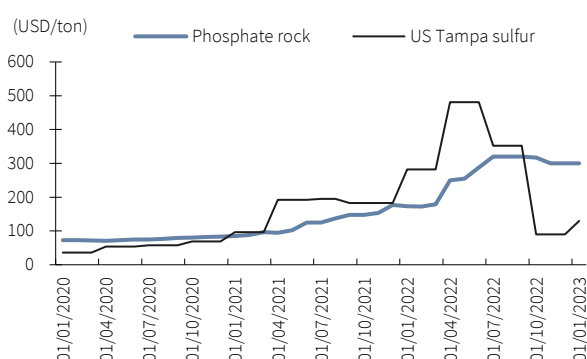
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 18. Diễn biến giá Ammonia 2020-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 19. Diễn biến giá quặng Apatit và Lưu huỳnh 2020-2023

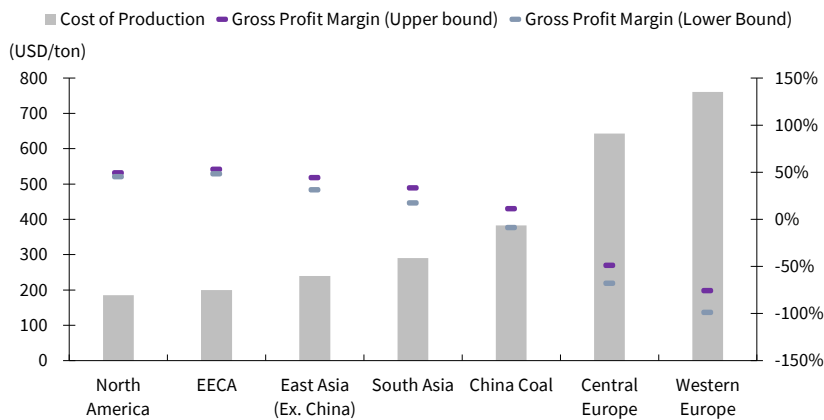


Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

3. Triển vọng kinh doanh và kết quả định giá 2023

Biên lợi nhuận mảng ure trong năm 2023 sẽ có sự phân hoá rõ rệt theo từng khu vực. Với dự báo kém khả quan của giá đầu ra, biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất ure của các doanh nghiệp thuộc khu vực Bắc Mỹ và Châu Á sẽ thu hẹp hơn so với năm 2022, dao động quanh mức 30-45%. Chi phí đầu vào neo ở mức cao sẽ tiếp tục tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tại Châu Âu.

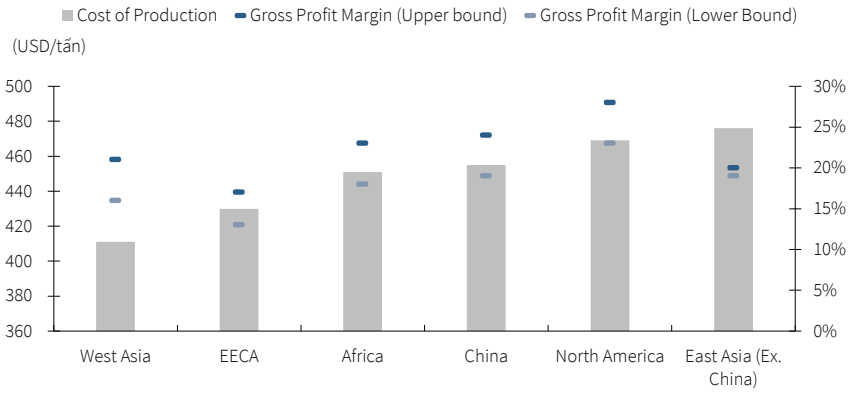
Biểu đồ 20. Dự phóng chi phí SX và biên lợi nhuận gộp mảng ure 2023 theo khu vực



Nguồn: Green Market, Bloomberg

Biểu đồ 21. Dự phóng chi phí sản xuất và biên lợi nhuận gộp mảng DAP/MAP 2023 theo khu vực

Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất phân lân trong năm 2023 sẽ tương đối đồng đều giữa các khu vực, dao động quanh mức từ 15-20%.



Nguồn: Green Market, Bloomberg

Doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết, ngoại trừ khu vực Trung Quốc, được dự báo giảm trong năm 2023

Năm 2023, dưới tác động của nhu cầu suy yếu cùng nguồn cung dồi dào, doanh thu của các doanh nghiệp phân bón niêm yết dự kiến giảm trung bình 8% so với năm 2022 trong khi lợi nhuận bình quân của ngành giảm 22.1% YoY. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tại Trung Quốc được đánh giá khả quan hơn so với mặt bằng chung nhờ việc xuất khẩu trở lại sau khi lệnh cấm được gỡ bỏ trong quý 2. Theo số liệu tổng hợp của Bloomberg, hệ số định giá P/E và EV/EBITDA trung bình của các doanh nghiệp phân bón niêm yết quy mô lớn trên thế giới trong năm 2023 lần lượt là 7.82 và 5 lần.

II. Ngành phân bón Việt Nam

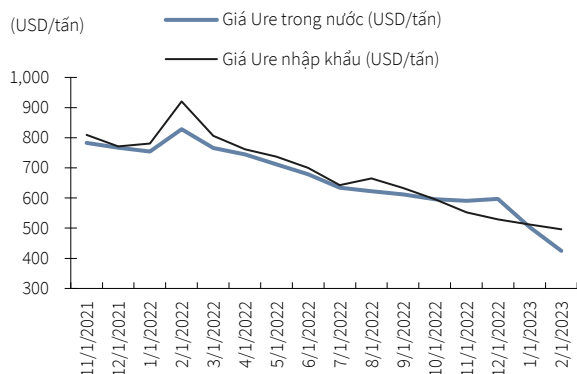
1. Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2022

Xuất khẩu phân bón tăng mạnh theo đà tăng giá của thế giới

Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, trong năm 2022, xuất khẩu phân bón các loại đạt 1.75 triệu tấn, tăng 29,6% so với cùng kỳ. Giá trị xuất khẩu tăng mạnh lên trên 1 tỷ USD (+97.1% YoY) nhờ giá xuất khẩu tăng theo đà tăng của thế giới. Cụ thể, giá phân bón xuất khẩu trung bình năm 2022 đạt 625 USD/tấn, tăng 51.3% so với năm 2021. Tuy nhiên, sau khi duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm, giá phân bón có xu hướng giảm dần về cuối năm.

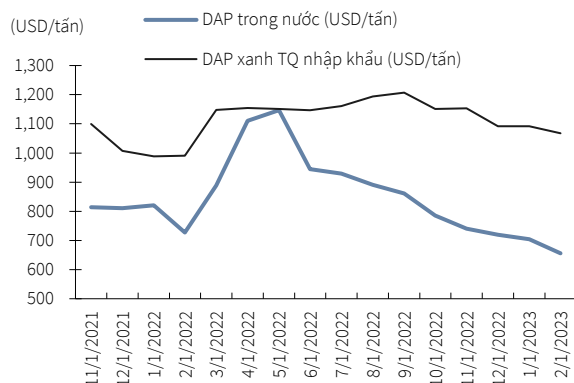
Giá phân ure năm 2022 sản xuất trong nước và nhập khẩu đã tăng vọt lên mức 830-920 USD/tấn trước thông tin Nga triển khai chiến lược quân sự đặc biệt với Ukraine. Giá ure đã trải qua một nhịp điều chỉnh kéo dài sau đó về quanh 425-500 USD/tấn (Biểu đồ 22). Giá phân DAP cũng trải qua những diễn biến tương tự liên tục điều chỉnh giảm từ tháng 10 đối với hàng nhập khẩu và từ tháng 6/2022 đối với hàng sản xuất trong nước (Biểu đồ 23).

Biểu đồ 22. Giá bán ure sản xuất trong nước và nhập khẩu



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 23. Giá bán DAP sản xuất trong nước và nhập khẩu



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Các doanh nghiệp niêm yết đều hoàn thành vượt kế hoạch đề ra nhưng kết quả kinh doanh có sự phân hoá rõ rệt

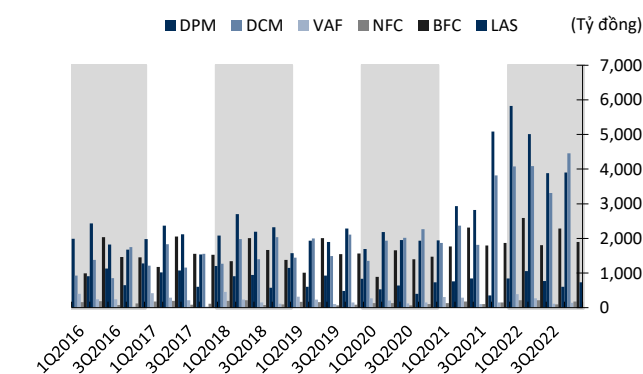
Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết có diễn biến khá tương đồng với giá của các mặt hàng phân bón khi mà doanh thu theo quý hầu hết đã tạo đỉnh trong 2 quý đầu năm. Cụ thể, trong quý 4/2022, Tổng công ty Phân bón và Hoá chất Dầu khí - CTCP (DPM) ghi nhận doanh thu thuần đạt 3.899 tỷ đồng; giảm 23% so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp có diễn biến kém tích cực hơn, giảm 4.61 điểm phần trăm so với 4Q2021. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh tích cực trong nửa đầu năm nhờ đẩy mạnh xuất khẩu đã giúp cho

biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 42%, cao nhất trong 5 năm trở lại. Tính đến hết năm 2022, lợi nhuận sau thuế của DPM đạt 5,586 tỷ đồng (+79.2% YoY).

Còn đối với DCM, doanh thu năm 2022 của doanh nghiệp đạt xấp xỉ 16,000 tỷ đồng, tăng 62%; lãi sau thuế hơn 4,315 tỷ đồng, gấp 2.3 lần năm 2021. Riêng quý 4, doanh thu đạt 4,458 tỷ đồng, tăng 14% YoY; lợi nhuận sau thuế tăng 37.55% so với quý liền trước nhưng vẫn giảm 34% so với đỉnh lợi nhuận thiết lập đầu năm.

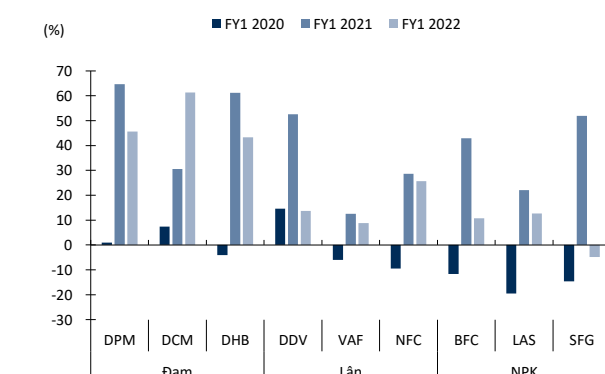
Mặc dù hầu hết các doanh nghiệp đều hoàn thành và hoàn thành vượt kế hoạch đề ra, kết quả kinh doanh giữa các doanh nghiệp vốn hoá lớn và vốn hoá vừa và nhỏ có sự phân hoá tương đối rõ rệt do có sự khác biệt về chất lượng sản phẩm và năng lực xuất khẩu. Ngoại trừ NFC, tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất phân lân và NPK tương đối khiêm tốn, trung bình ở mức 10%, hoặc tăng trưởng âm như SFG.

Biểu đồ 24. Doanh thu theo quý của các doanh nghiệp phân bón



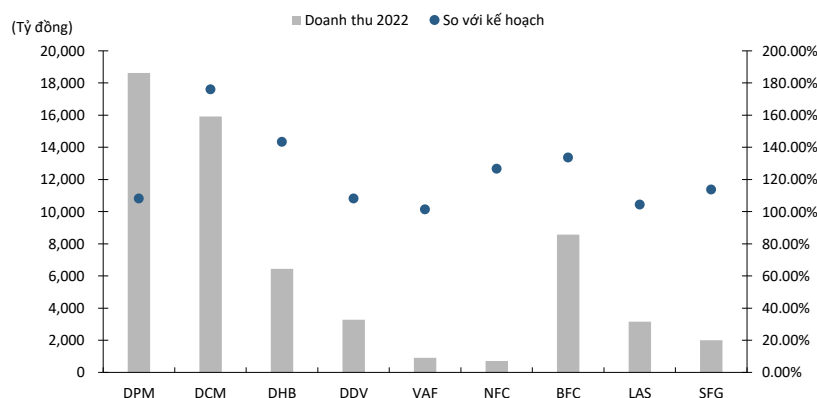
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 25. Tăng trưởng doanh thu năm 2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 26. Doanh thu 2022 so với kế hoạch



Nguồn: Green Market, Bloomberg

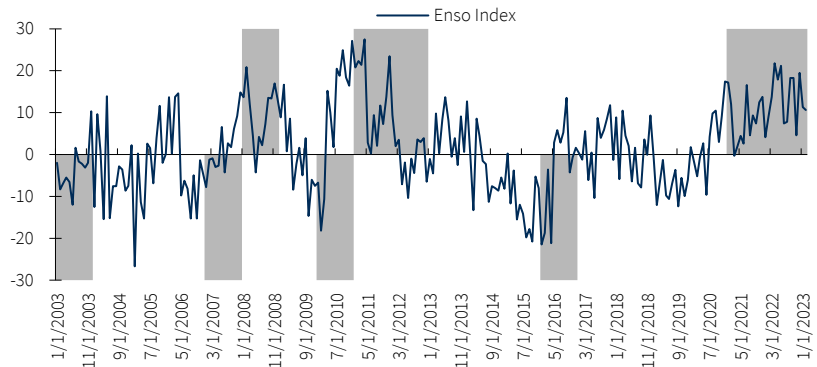
2. Triển vọng kinh doanh và định giá năm 2023

- Triển vọng kinh doanh

Mặc dù tình hình thời tiết thuận lợi trong năm 2023, giá các mặt hàng nông sản sẽ gặp nhiều khó khăn do nhu cầu suy yếu

Tình hình thời tiết trong nửa đầu năm 2023 được dự báo sẽ thuận lợi cho việc canh tác nông nghiệp. Hiện tượng La Nina, dù đang có xu hướng yếu đi, sẽ tiếp tục kéo dài trong vài tháng tới trước khi bước vào giai đoạn trung tính và giúp cho lượng mưa tại khu vực đồng bằng Bắc Bộ cao hơn từ 5-10% và khu vực Nam Bộ cao hơn từ 10-20% so với trung bình nhiều năm. Mặc dù vậy, trước những biến động do tình hình chính trị bất ổn trên thế giới cộng với nhu cầu tiêu thụ suy yếu do tác động của chính sách tiền tệ thắt chặt, việc kinh doanh và xuất khẩu các mặt hàng nông sản được dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn. Theo dự phóng của Bloomberg, giá ngô, đậu nành và gạo được dự báo giảm lần lượt 6.8%, 11.8% và 8.7% trong năm nay trước khi tiếp tục xu hướng giảm trong giai đoạn 2024-2026. Trong khi đó, giá lúa mì sẽ vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao trước dự báo thu hoạch lúa mì tiếp tục giảm trên 50% so với 2022 do ảnh hưởng của cuộc xung đột.

Biểu đồ 27. Chỉ số Enso giai đoạn 2003-2023



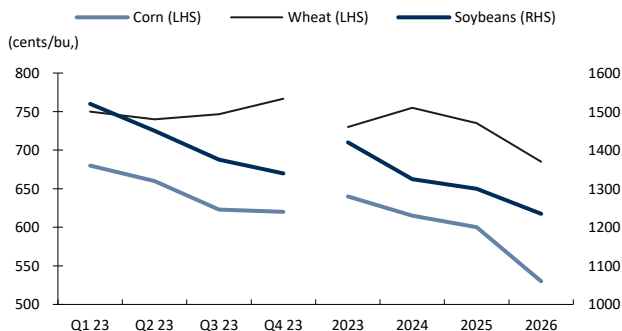
Nguồn: Bloomberg

*Chú thích: Giai đoạn shading phía trên trục hoành = La Nina

Shading phía dưới trục hoành = El Nino

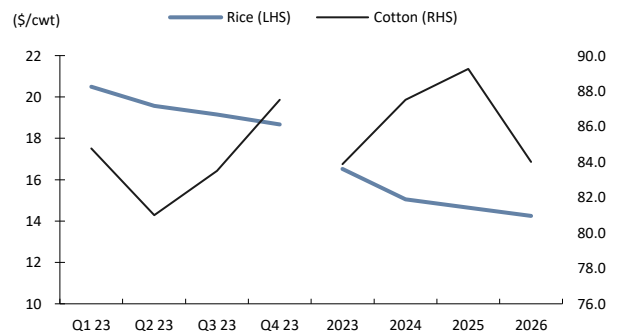
Không có shading = Neutral

Biểu đồ 28. Dự phóng giá ngô, lúa mì và đậu nành



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 29. Tăng trưởng doanh thu năm 2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

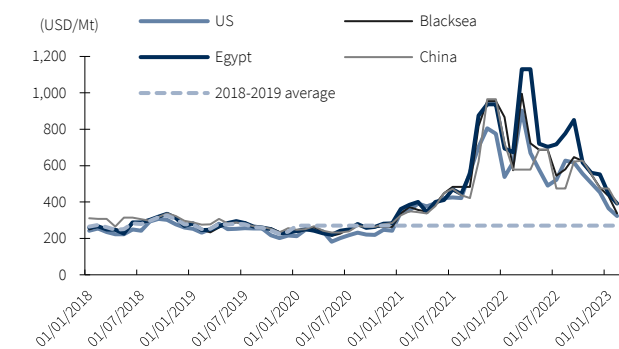
Giá phân bón hiện vẫn ở mức cao so với giai đoạn trước Covid và sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong 2023

Việc kinh doanh phân bón theo đó cũng sẽ gặp rất nhiều trở ngại do giá các loại vật tư nông nghiệp hiện vẫn đang duy trì ở mức cao so với thời điểm trước Covid-19 trong bối cảnh cầu tiêu thụ suy yếu. Mặc dù giá ure và DAP đã giảm lần lượt 65% và 38% từ vùng đỉnh thiết lập hồi tháng 4/2022, giá các mặt hàng phân bón hiện vẫn đang cao hơn từ 30-60% so với mặt bằng giá giai đoạn 2018-2019. Trong bối cảnh nguồn cung có xu hướng gia tăng trở lại sau khi Trung Quốc bãi bỏ lệnh cấm xuất khẩu, giá các phân bón được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2023 (*như đã đề cập ở phần trên*) trước khi thiết lập một mặt bằng giá cân bằng hơn.

Các doanh nghiệp phân đạm đặt kế hoạch kinh doanh đi lùi sau một năm lãi kỷ lục

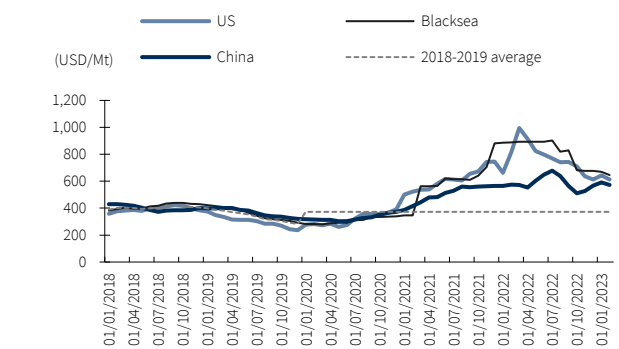
Tính đến thời điểm cuối tháng 02/2023, đã có 3 doanh nghiệp sản xuất phân bón công bố kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2023 là DPM, DCM và BFC. Trước diễn biến ảm đạm và triển vọng kém tích cực của giá phân bón, các doanh nghiệp trên đều đặt kế hoạch với doanh thu đi lùi sau một năm bùng nổ. Cụ thể trong năm 2023, DPM đặt kế hoạch 17,372 tỷ đồng doanh thu và 2,250 tỷ đồng lợi nhuận, giảm lần lượt 6.7% và 59.7% so với cùng kỳ. Tương tự như DPM, DCM đặt mục tiêu 13,458 tỷ đồng doanh thu và 1,383 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2023, tương đương với mức giảm 15.5% và 67.6% YoY. Còn đối với BFC, doanh nghiệp đặt kế hoạch kinh doanh có phần thận trọng với doanh thu giảm 12.9% về mức 7,476 tỷ đồng nhưng vẫn tích cực hơn so với các doanh nghiệp phân đạm với mục tiêu LNST tăng trưởng 23% YoY.

Biểu đồ 30. Diễn biến giá phân ure giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 31. Diễn biến giá phân DAP giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

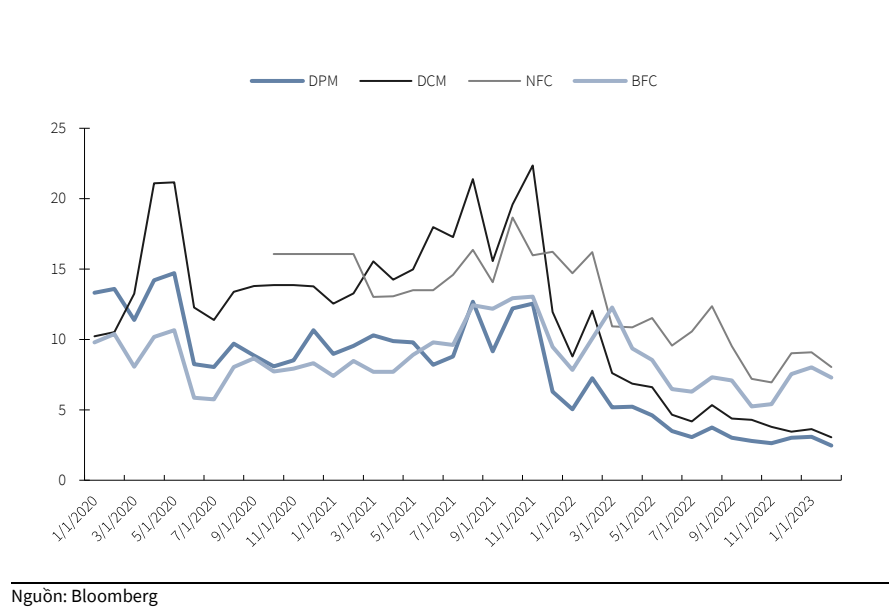
- Định giá và khuyến nghị

Định giá của các doanh nghiệp phân bón hiện đang ở mức tương đối phù hợp so với mặt bằng chung của ngành

Sau khi trải qua hai nhịp điều chỉnh sâu vào tháng 7 và tháng 9, hệ số P/E của các doanh nghiệp phân đạm hiện đã rơi về vùng định giá tương đối thấp, như DPM (2.4x) và DCM (3.0x), so với trung bình ngành là 5.6 lần trong khi các doanh nghiệp phân bón có vốn hoá vừa và nhỏ vẫn đang ở mức tương đối cao như NFC (8.0x) và BFC (7.3x). Mặc dù vậy, mức giá hiện tại của DPM và DCM được giao dịch ở mức phù hợp sau khi đánh giá triển vọng ngành phân bón nói

chung là tăng trưởng lợi nhuận của từng doanh nghiệp nói riêng. Do đó, chúng tôi đưa ra đánh giá TRUNG LẬP đối với triển vọng của ngành phân bón trong năm 2023.

Biểu đồ 32. Hệ số P/E của một vài doanh nghiệp phân bón niêm yết



Bảng 2. Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh và định giá

	Dự phóng DT 2023 (triệu USD)	Tăng trưởng DT 2023	Tăng trưởng LN 2023	ROE	Current P/E	P/E forward 2023	EV/EBITDA forward 2023
Mosaic (US)	15,720	-16.7%	-24.3%	22.1	4.8	5.7	4.03
CF Industries (US)	8,368	-26.6%	-31.4%	35.0	4.9	7.8	4.88
Nutrien Ltd (Canada)	32,730	-13.0%	-33.5%	18.0	6.0	7.8	4.94
Yara (Norway)	20,252	-16.1%	-31.9%	20.5	4.2	6.9	4.32
Qinghai Salt Lake Potash (China)	32,588	-2.2%	-4.9%	41.4	10.0	8.6	5.06
Sinofert (China)	18,303	0.3%	4.4%	12.0	5.1	-	-
China BlueChemical (China)	16,625	11.6%	-1.6%	10.3	6.5	-	-
Sociedad Quimica (Chile)	11,187	6.3%	2.8%	85.1	7.0	5.5	3.67
Israel Chemicals (Israel)	8,557	-15.5%	-47.2%	20.9	3.9	7.5	4.52
Petronas Chemicals (Malaysia)	28,833	3.8%	-14.5%	15.9	9.9	9.9	5.71
Petrovietnam Fertilizer & Chemicals Corp (DPM)	736	-6.7%	-59.7%	45.7	2.5	5.7	3.91
Petro Viet Nam Ca Mau Fertilizer JSC (DCM)	570	-15.5%	-67.6%	45.2	3.0	7.9	4.38
Trung bình ngành					5.6	7.4	4.54

Nguồn: Bloomberg

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyền – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.