

# PHÂN BÓN

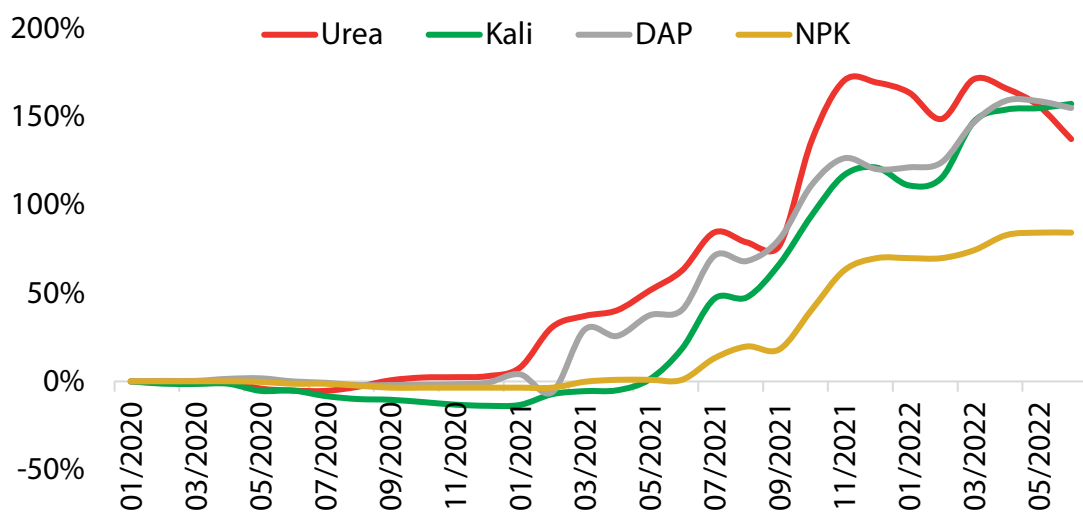
**NHU CẦU THẤP TRONG BỐI  
CẢNH GIÁ CAO**



Trần Hà Xuân Vũ – [vu.thx@vdsc.com.vn](mailto:vu.thx@vdsc.com.vn)



**Hình 1: % thay đổi giá phân so với 2020**

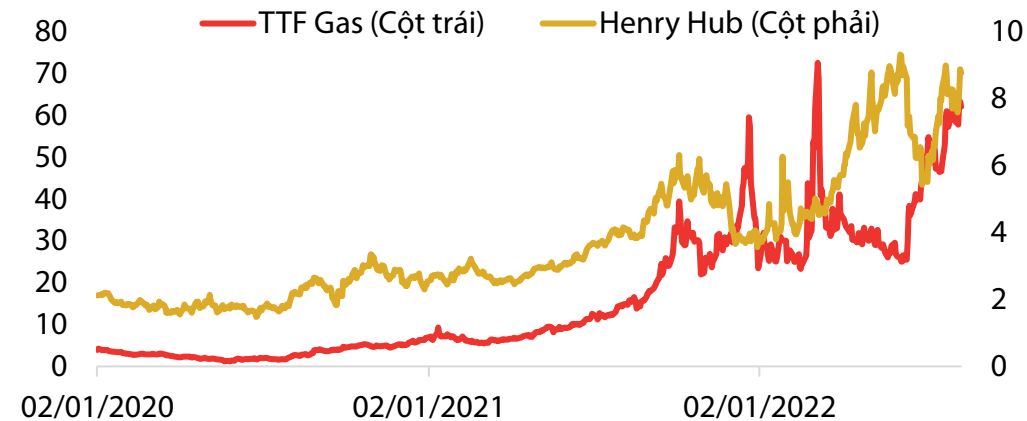


Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón của Nga và Trung Quốc đẩy giá phân bón lên cao trong bối cảnh lo ngại nguồn cung bị gián đoạn do cuộc chiến Nga - Ukraine**

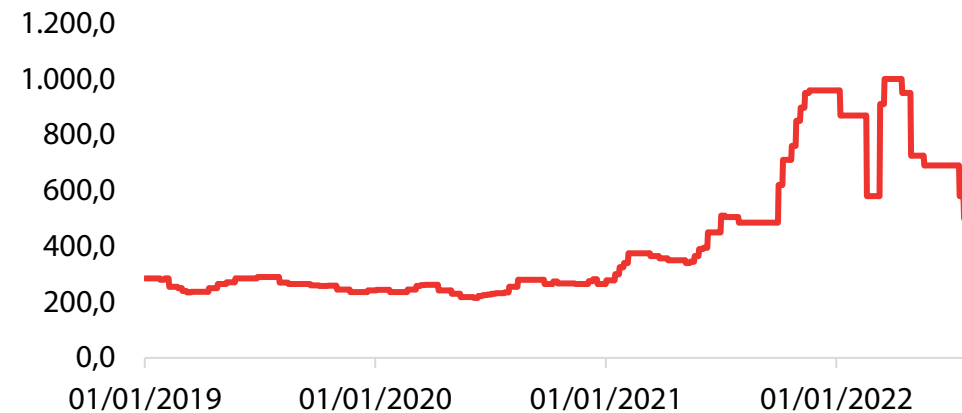
- Với vị thế lớn trong bản đồ phân bón thế giới, các lệnh cấm vận lên Nga khiến giá phân bón tăng mạnh trong Q1/2022 trước khi hạ nhiệt lại trong Q2/2022. Đỉnh tăng giá chủ yếu đến từ các sản phẩm Ure, DAP, Kali. Trước đó, Nga đã hạn chế xuất khẩu phân bón đến tháng 6/2022.
- Trung Quốc cũng duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón để đảm bảo nhu cầu trong nước.
- Giá khí tăng mạnh ở châu Âu cũng góp phần đẩy chi phí khí sản xuất phân bón ở khu vực dẫn đến một số nhà máy đóng cửa và làm thiếu hụt nguồn cung.

**Hình 2: Giá khí tại Mỹ và châu Âu (USD/MMBTU)**



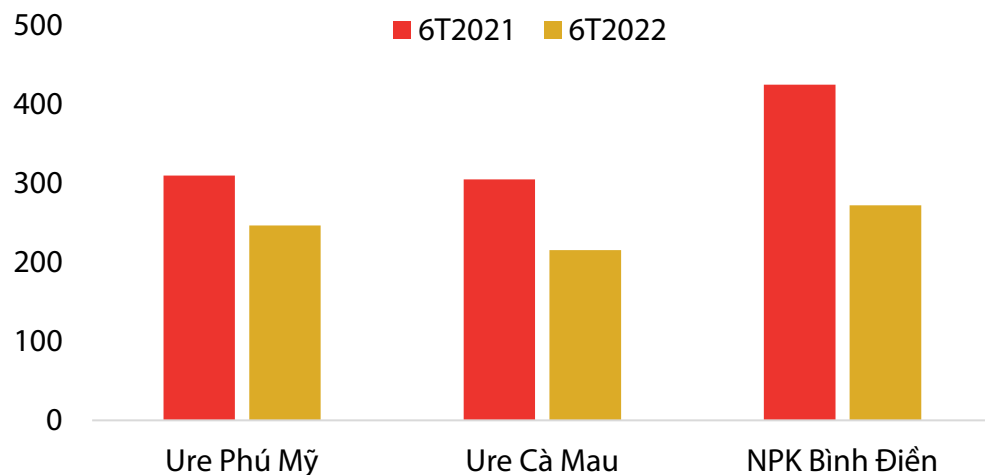
Nguồn: Bloomberg

**Hình 3: Giá Ure FOB Trung Đông (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 4: Sản lượng bán hàng nội địa (nghìn tấn)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt thu thập và ước tính

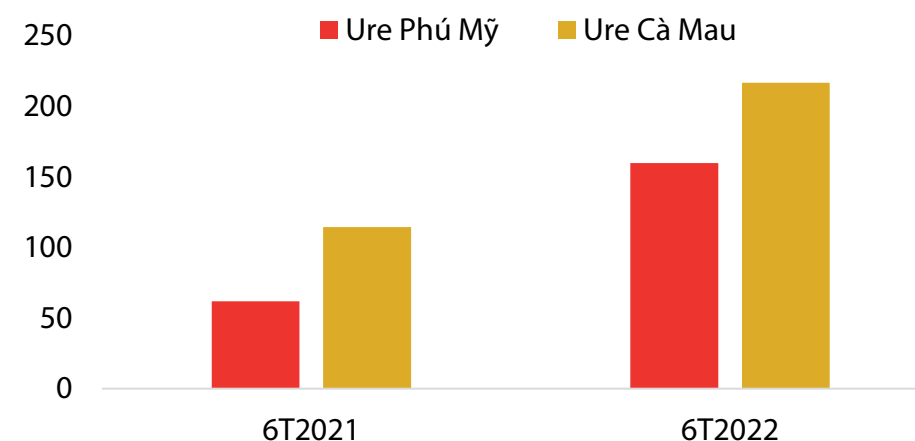
**Nhu cầu phân bón yếu trong nửa đầu năm**

- Với việc giá phân bón tăng cao, nhu cầu phân bón trên toàn cầu cũng như ở Việt Nam suy giảm. Các doanh nghiệp trong nước chủ yếu được hưởng lợi từ thị trường xuất khẩu do nguồn cung từ các nước sản xuất lớn bị suy giảm.
- Theo ước tính, nhu cầu phân bón nội địa giảm 20%-40% tùy khu vực.

**Xuất khẩu tăng mạnh bù đắp cho nhu cầu trong nước**

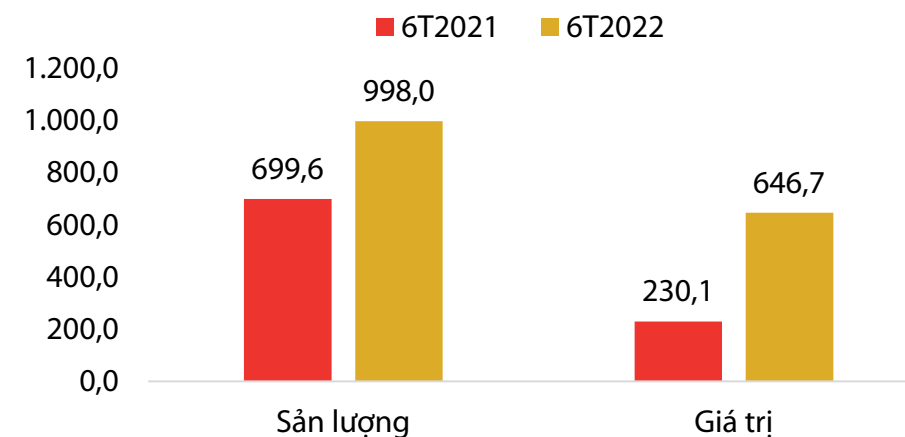
- Các doanh nghiệp sản xuất trong nước đẩy mạnh xuất khẩu để bù đắp sản lượng nội địa thấp. Các doanh nghiệp sản xuất Ure gặp nhiều thuận lợi trong việc xuất khẩu do chính sách thắt chặt xuất khẩu và cạnh tranh địa chính trị.
- Phân bón xuất khẩu tăng 42% về sản lượng và 181% về giá trị.

**Hình 5: Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt thu thập và ước tính

**Hình 6: Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn) và giá trị (tr USD)**

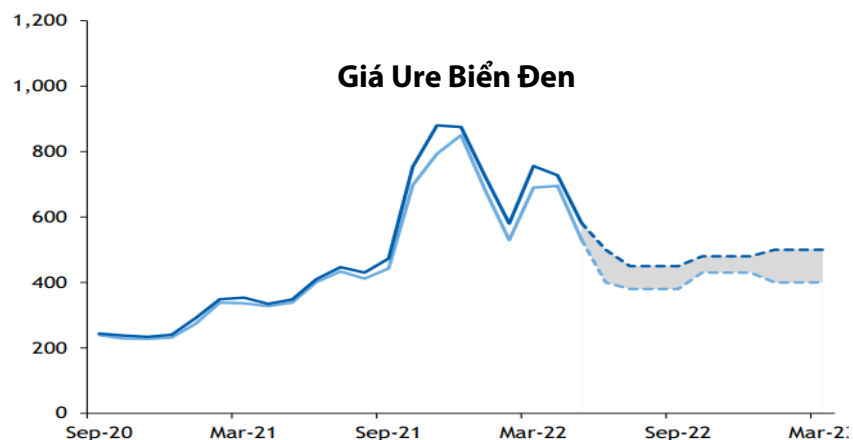
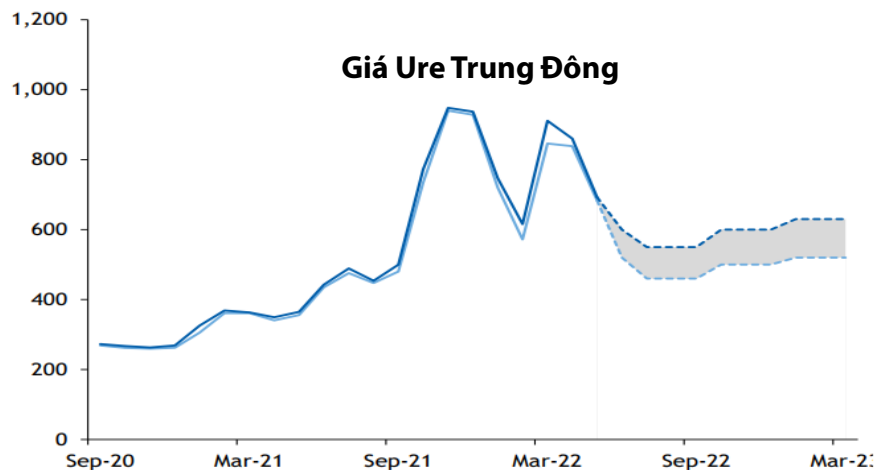


Nguồn: Tổng cục hải quan

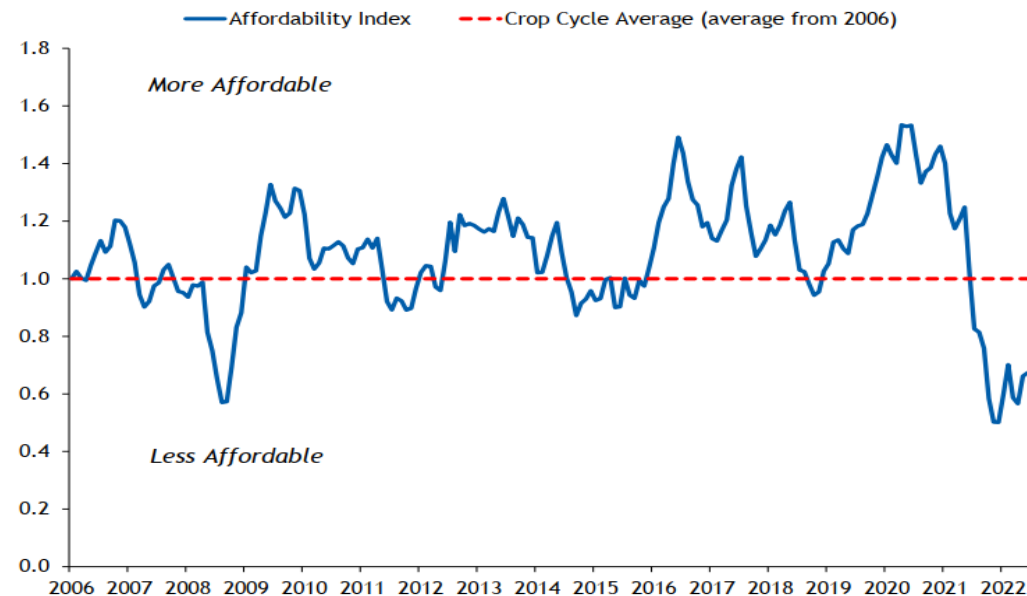
**Bảng 1: Dự báo giá Ure (USD/tấn)**

	T6/2022	T7/2022	T8/2022	Q3/2022	Q4/2022
Ure Biển Đen	400-500	380-450	380-450	380-450	430-480
Ure Trung Đông	520-600	470-550	470-530	460-550	500-600

Nguồn: Argus



**Hình 7: Chỉ số khả năng mua phân bón**



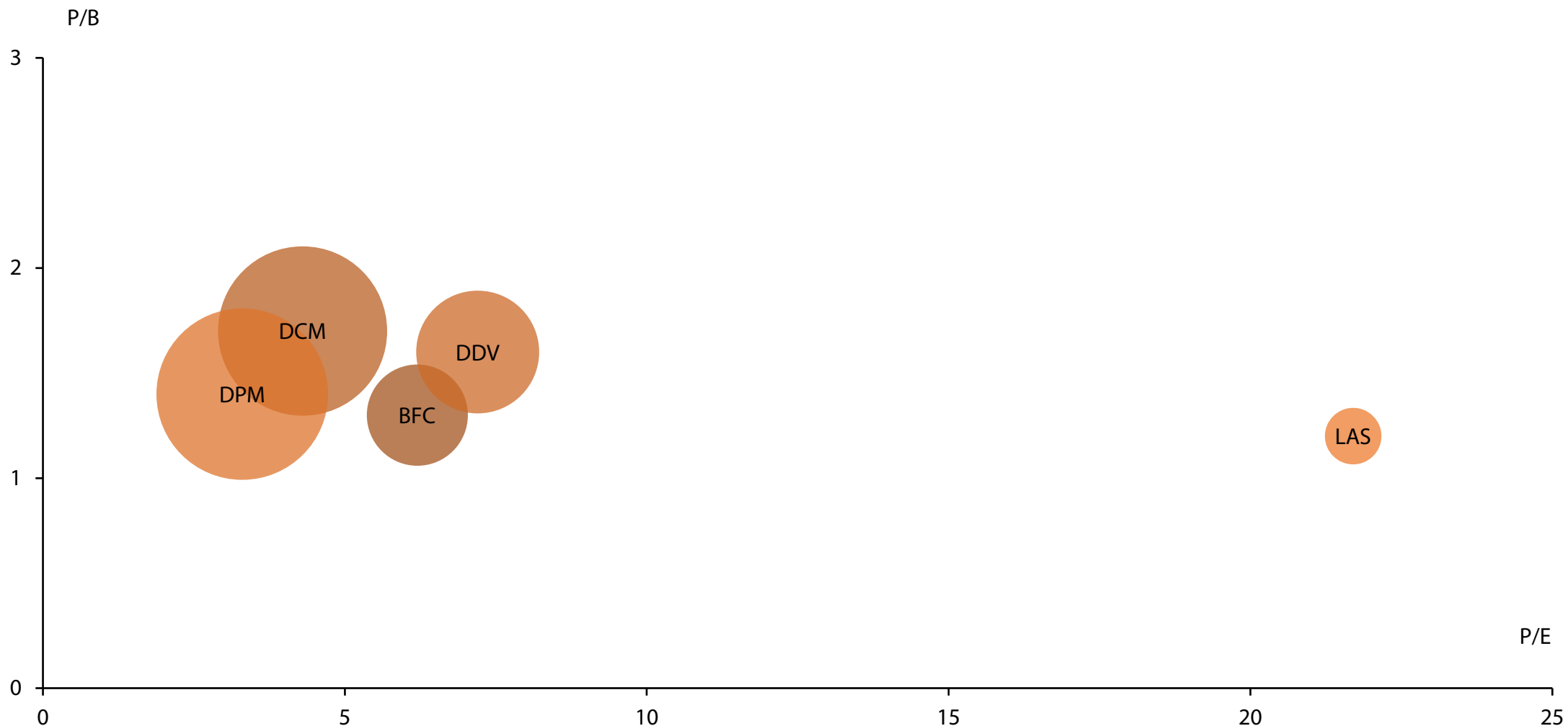
Nguồn: Agrus

**Giá phân bón được hỗ trợ bởi các yếu tố chính trị và xu hướng hạn chế xuất khẩu cho dù nhu cầu yếu**

- Ở thời điểm hiện tại, Nga và Trung Quốc tiếp tục chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón đến hết năm 2022. Ngoài ra, châu Âu hạn chế xài khí do nguồn cung từ Nga thấp khiến cho hoạt động sản xuất phân bón ở khu vực gián đoạn và cũng làm nguồn cung thế giới bị thiếu hụt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá phân bón khó tăng mạnh trong bối cảnh nhu cầu phân bón trên thế giới nhìn chung yếu.
- Hầu hết các dự báo cho rằng giá phân bón - đặc biệt là Ure, sẽ có xu hướng đi ngang và giảm dần qua 2023.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
<b>BFC</b>	1.406	25.800	15,9	25,5	7,2	6,0	22,4	2,8	6,1	20,2	8,1	6,9	1,3
<b>DPM</b>	18.588	40.700	108,1	396,0	38,2	35,0	568,3	30,4	37,3	50,2	10,5	3,7	1,5
<b>DCM</b>	17.126	N/A	61,9	163,3	39,1	29,0	421,4	28,4	33,7	44,7	5,6	4,6	1,7
<b>DDV</b>	2.835	N/A	52,6	49,2	11,6	6,3	571,3	6,6	11,3	14,1	0,0	14,8	1,9
<b>LAS</b>	1.557	N/A	10,7	-23,7	4,7	2,9	-22,3	2,4	3,5	5,5	4,3	21,6	1,2

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

**TÍCH LŨY: 13%**

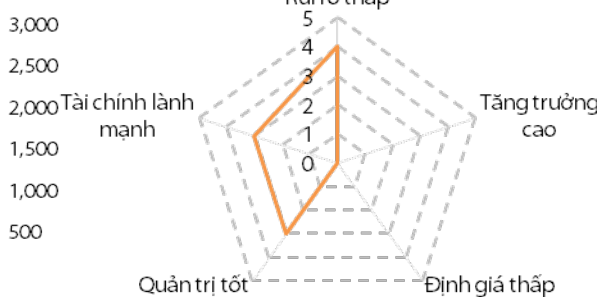
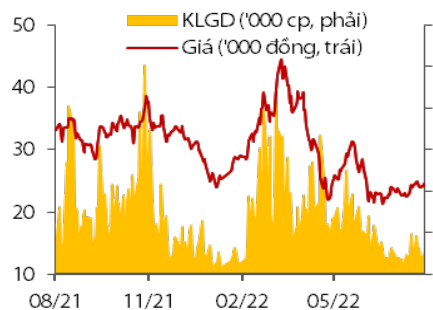
<GTT: 24.600>

<GMT: 25.800>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

**2021A 2022F 2023F**



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCPĐLH (triệu cp)  
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
ĐB giá 52 tuần

Hóa chất  
1.406  
57  
418  
11  
45,3  
20,5 – 48,6

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	7.708	8.786	7.960
LNST	220	216	179
ROA (%)	5,7	5,7	5,3
ROE (%)	20,2	18,5	14,7
EPS (đồng)	3.536	3.404	2.811
GTSS (đồng)	19.049	20.453	21.264
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	2.000	2.000
P/E (x) (*)	9,7	7,1	8,6
P/B (x) (*)	1,4	1,2	1,1

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Sản lượng bán hàng của BFC có thể thấp trong năm 2022.** Tổng sản lượng bán hàng giảm 35.9% xuống còn 272 nghìn tấn trong 6 tháng đầu năm 2022. Chúng tôi cho rằng giá phân bón tăng sẽ làm nhu cầu giảm dù đã có sự chuyển đổi từ các sản phẩm phân bón khác sang NPK từ cuối năm 2021. Bên cạnh đó, những nguyên nhân khác có thể đến từ việc cạnh tranh gay gắt trong ngành. Chúng tôi dự đoán công ty có thể tiêu thụ 600 nghìn tấn trong năm 2022, giảm 17,6%.

**Biên lợi nhuận dự đoán sẽ ổn định trong năm 2022 do giá bán vẫn giữ nguyên và giá nguyên liệu hạ nhiệt.** Urê – một trong những nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK được dự đoán sẽ giảm trong nửa cuối 2022 sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2022. Do đó, với sự sụt giảm trong giá Urê và giá bán ổn định có thể giữ biên LN gộp của BFC ở mức cao như năm 2021. Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận gộp sẽ ở mức 11,6% trong năm 2022, so với mức 11,7% của năm 2021.

**Lợi nhuận năm 2022 vẫn khả quan nhưng năm 2023 sẽ khó giữ vững nếu giá nguyên liệu đầu vào biến động.** Doanh thu và LNST công ty mẹ năm 2022 dự phóng lần lượt đạt 8.786 tỷ đồng (+14% svck) và 216 tỷ (-1,8% svck). Tuy nhiên, lợi nhuận 2023 sẽ khó duy trì nếu giá đầu vào có xu hướng giảm. Trong trường hợp đó, BFC sẽ giảm giá bán và sản lượng tồn kho lớn sẽ gây sức ép lên biên lợi nhuận gộp.

## RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá phân bón tăng vọt có thể ảnh hưởng lên biên gộp và tổng sản lượng bán hàng trong nửa cuối 2022.

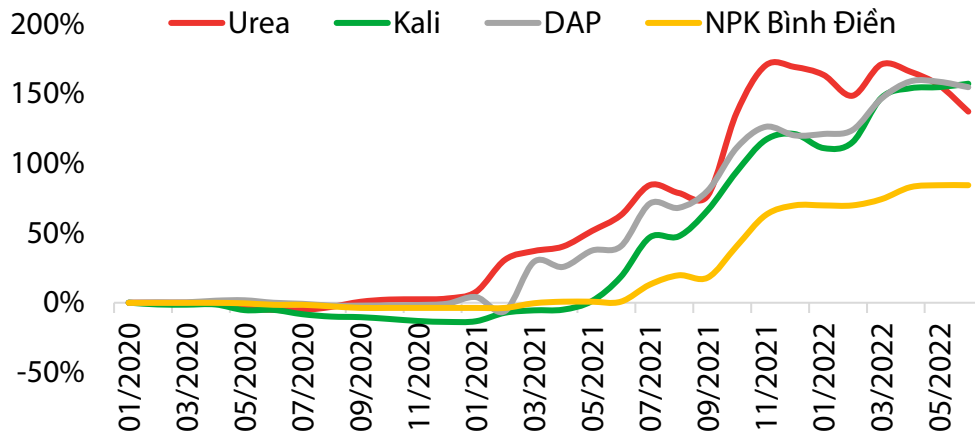
**Sản lượng tiêu thụ thấp trong nửa đầu 2022 nhưng biên gộp duy trì ở mức cao**

- Sản lượng tiêu thụ giảm 35,9% xuống 272 nghìn tấn. Chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh gay gắt và giá phân bón cao là nguyên nhân chính khiến nhu cầu giảm mặc dù đã có sự chuyển dịch từ các sản phẩm khác sang NPK.
- BFC đã tích cực tích trữ nhiều nguyên liệu từ cuối năm 2021 để sản xuất. Chúng tôi nhận thấy giá Urê - một trong những nguyên liệu đầu vào đang giảm và giá bán BFC đi ngang. Do đó, biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu 2022 đạt 11,7%, so với 11,8% cùng kỳ.

**Chúng tôi nhận thấy vốn lưu động tăng trong Q2/2022 và nợ ngắn hạn tăng**

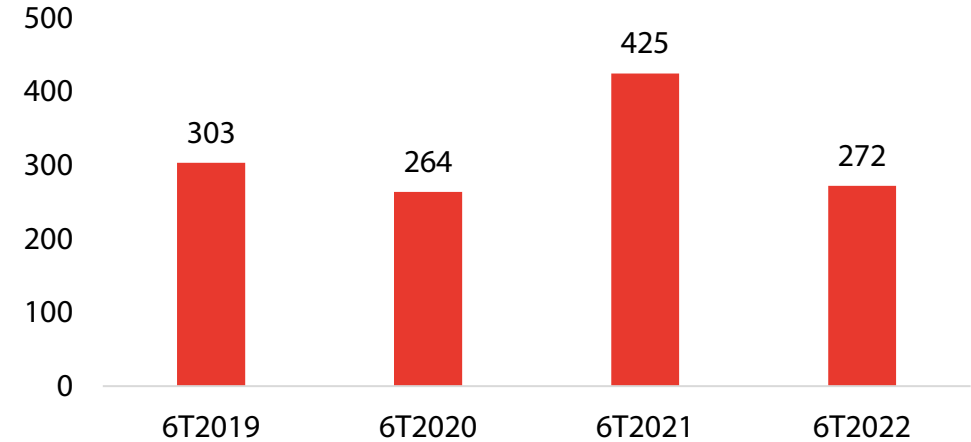
- Do BFC đã tích lũy được nhiều nguyên liệu và áp dụng chính sách “dễ dãi” để thúc đẩy bán hàng nên vốn lưu động đã tăng lên đáng kể. Do đó, nợ ngắn hạn cũng đạt 2.131 tỷ đồng vào cuối Q2/2022 - mức cao nhất trong nhiều năm.

**Hình 2: % thay đổi của giá nguyên vật liệu so với quý 1/2020**



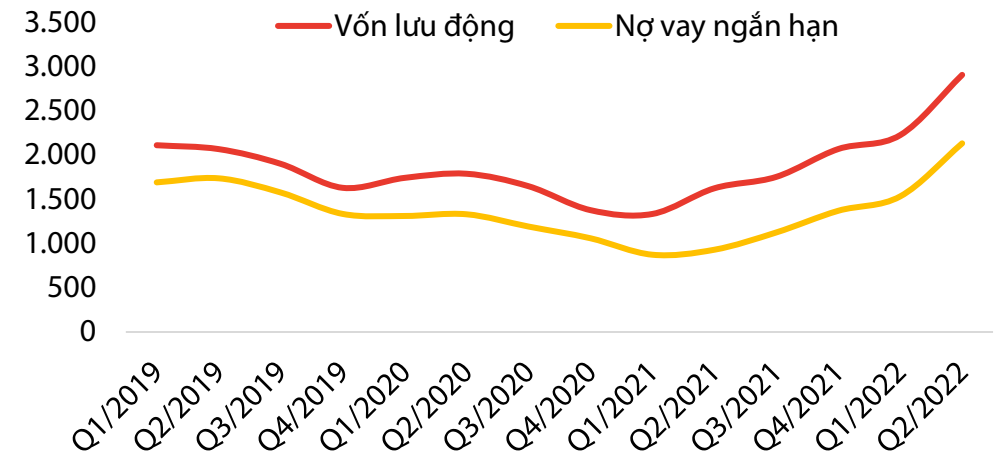
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Sản lượng tiêu thụ NPK (nghìn tấn)**



Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

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



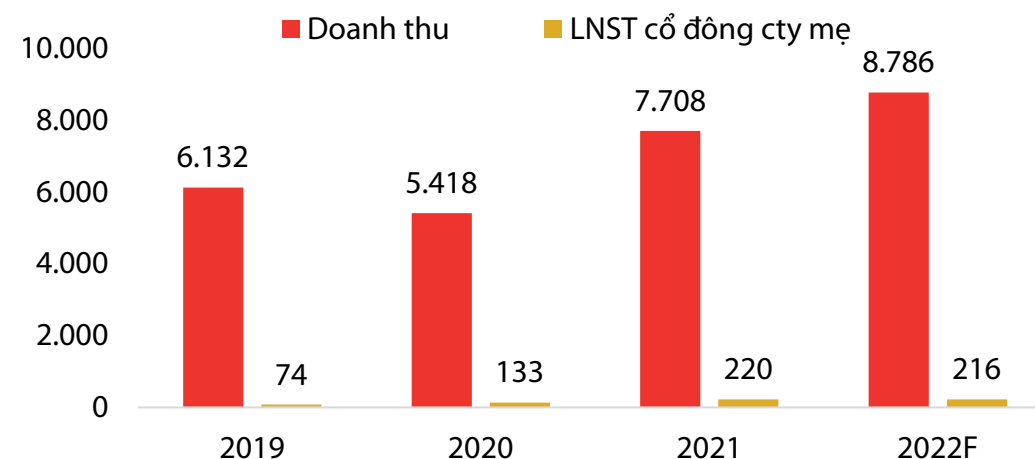
Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Dự báo giá urê (USD/tấn)**

	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Q3/2022	Q4/2022
Urê biển Baltic	400-500	380-450	380-450	380-450	430-480
Urê Trung Đông	520-600	470-550	470-530	460-550	500-600

Nguồn: Argus

**Hình 4: Dự báo doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Năm 2022 có thể vẫn tốt nhờ nguyên liệu giảm và giá bán ổn định

- Theo Argus, giá bán Ure sẽ ở mức 400 USD/tấn - 600 USD/tấn trong nửa cuối 2022, thấp hơn so với mức đầu năm. Tuy nhiên, DAP đang có xu hướng tăng do hạn ngạch xuất khẩu phốt phát từ Trung Quốc. Trong trường hợp giữ giá bán ổn định, BFC có thể duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp như năm 2021. Hiện tại, chúng tôi kỳ vọng BFC có thể đạt tỷ suất lợi nhuận gộp là 11,6% vào năm 2022.
- Về tiêu thụ, sản lượng bán hàng của BFC có thể sụt giảm đáng kể vào năm 2022 do nhu cầu trong nước yếu. Chúng tôi cho rằng tổng sản lượng tiêu thụ năm 2022 có thể là 600 nghìn tấn, giảm 17,6%. Cho năm 2022, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ được dự báo lần lượt đạt 8.786 tỷ đồng (+ 14,0% svck) và 216 tỷ đồng (-1,8% svck).

### Lợi nhuận năm 2023 có thể gặp khó khăn nếu các yếu tố đầu vào biến động

- Trong trường hợp giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng giảm nên công ty phải hạ giá bán. Với lượng hàng tồn kho lớn, tỷ suất lợi nhuận gộp của BFC sẽ chịu áp lực vào năm 2023, điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp.

**TRUNG LẬP: -4%**

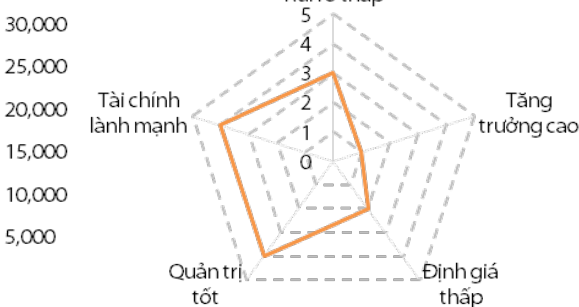
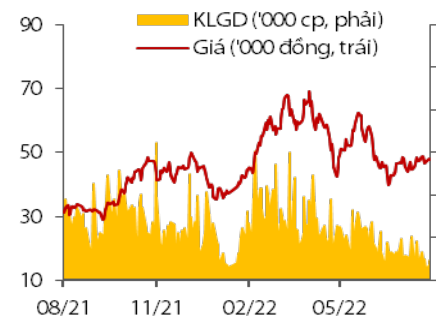
**<GTT: 47.500>**

**<GMT: 40.700>**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2021A 2022F 2023F**



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCPĐLH (triệu cp)  
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BĐ giá 52 tuần

Hóa chất  
18.588  
391  
3.908  
212  
33,2  
31,5 – 77,0

Doanh thu  
LNST  
ROA (%)  
ROE (%)  
EPS (đồng)  
GTSS (đồng)  
Cổ tức tiền mặt (đồng)  
P/E (x)  
P/B (x)

12.786  
3.117  
22,4  
29,6  
7.749  
26.866  
1.400  
6,3  
1,8  
17.004  
4.633  
30,4  
35,2  
11.787  
33.626  
5.000  
4,2  
1,5  
13.298  
2.590  
18,6  
19,4  
6.590  
34.184  
6.000  
7,6  
1,5

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Lợi nhuận năm 2022 tăng nhưng chủ yếu trong 6 tháng đầu 2022.** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 48,6% vào năm 2022 với các giả định chính (1) Sản lượng tiêu thụ Ure là 801 nghìn tấn (2) Biên gộp Ure là 49%. Tuy nhiên, KQKD nửa cuối 2022 được dự báo sẽ giảm tốc do giá bán Ure có khả năng hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2022. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2022 có thể lần lượt đạt 17.004 tỷ đồng (+33,0%) và 4, 633 tỷ (+48,6%).

**LNST được dự báo sẽ giảm vào năm 2023.** Năm 2023, chúng tôi tin rằng giá bán Urê sẽ thấp hơn do nhu cầu toàn cầu có khả năng bị ảnh hưởng bởi lạm phát cao và chi phí sản xuất sẽ giảm xuống. Vì vậy, KQKD của DPM có xu hướng giảm trong năm 2023 khi biên lợi nhuận gộp không thể duy trì ở mức cao. Chúng tôi cho rằng LNST của DPM có thể đạt 2.590 tỷ đồng vào năm 2023, giảm 44,1%.

**Cổ tức tiền mặt lớn là một điểm cộng.** Mặc dù lợi nhuận giảm mạnh từ nửa cuối 2022, DPM có khả năng trả cổ tức tiền mặt cao nhờ lợi nhuận tích cực của công ty trong hai năm gần đây. Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2022 đã thông qua mức cổ tức tiền mặt 5.000 đồng/cổ phiếu/năm cho các năm 2021 và 2022. Sau thời gian này, chúng tôi cho rằng DPM có thể duy trì mức cổ tức 3.000 đồng tiền mặt.

**RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ**

- Do rủi ro địa chính trị nên giá bán Urê cao hơn dự kiến.
- DPM không thể chia cổ tức tiền mặt cao như kỳ vọng của chúng tôi kể từ năm 2023 trở đi.

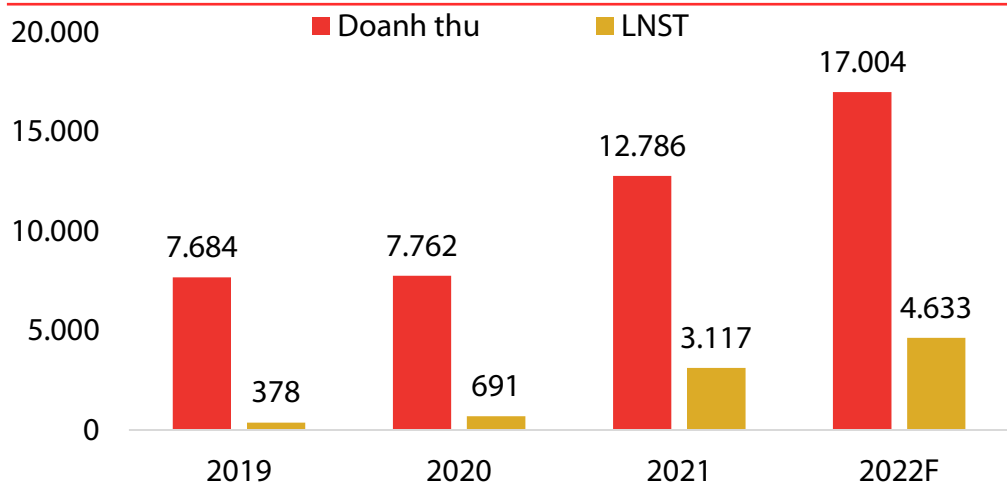
**Sản lượng tiêu thụ urê được hỗ trợ bởi xuất khẩu trong nửa đầu 2022**

- Sản lượng tiêu thụ urê nửa đầu 2022 tăng 9,3% lên 406 nghìn tấn nhờ hoạt động xuất khẩu. Cụ thể, DPM đã xuất khẩu 160 nghìn tấn, cao gấp 2,5 lần svck. Ngược lại, tiêu thụ nội địa giảm 20%.

**Lợi nhuận sẽ giảm tốc từ nửa sau 2022**

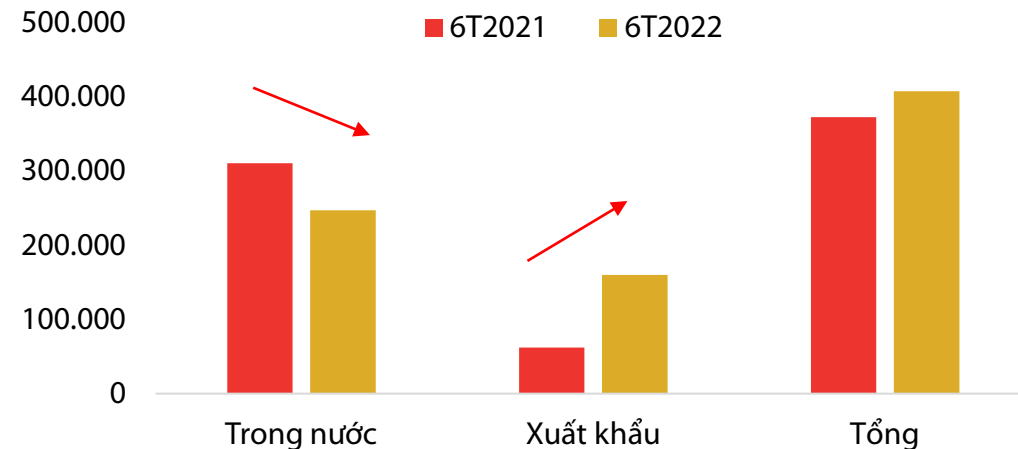
- DPM báo cáo KQKD tốt trong nửa đầu 2022 với LNST đạt 3.393 tỷ đồng, tăng 3,9 lần svck nhờ giá Urê cao. Tuy nhiên, giá Urê đã giảm sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2022.
- Chúng tôi cho rằng lợi nhuận nửa sau 2022 sẽ giảm tốc do (1) nhu cầu trong nước dự đoán sẽ suy yếu (2) Giá urê được dự báo sẽ giảm. Chúng tôi dự báo LNST của DPM chỉ đạt 1.240 tỷ đồng trong nửa cuối 2022 so với 3.393 tỷ đồng nửa đầu năm 2022.
- Doanh thu và lợi nhuận năm 2022 dự kiến là 17.004 tỷ đồng (+33,0%) và 4.633 tỷ đồng (+48,6%)

**Hình 3: Dự báo 2022 (tỷ đồng)**



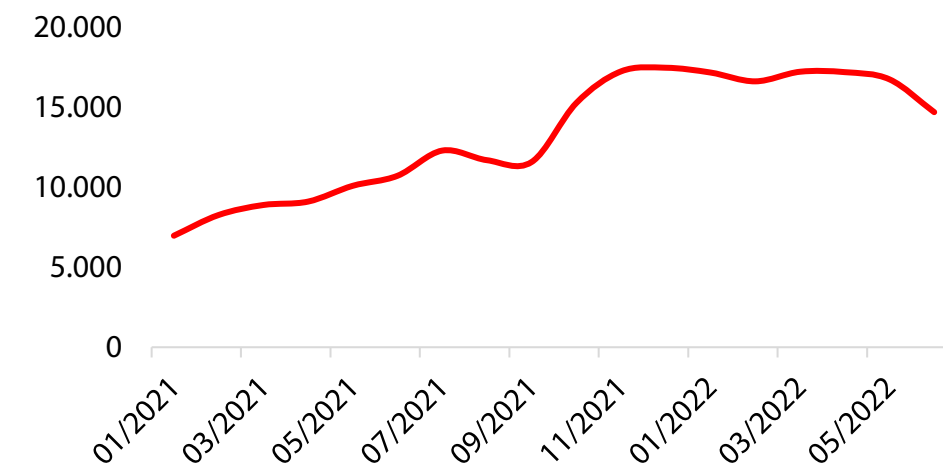
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Sản lượng urê tiêu thụ theo thị trường (tấn)**



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Giá bán urê của DPM (đồng/kg)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Chính sách chi trả cổ tức**

	2022	2023*	Từ 2023*
Giá trị cổ tức/cổ phiếu (đồng)	5,000	3,000	2,000-3,000

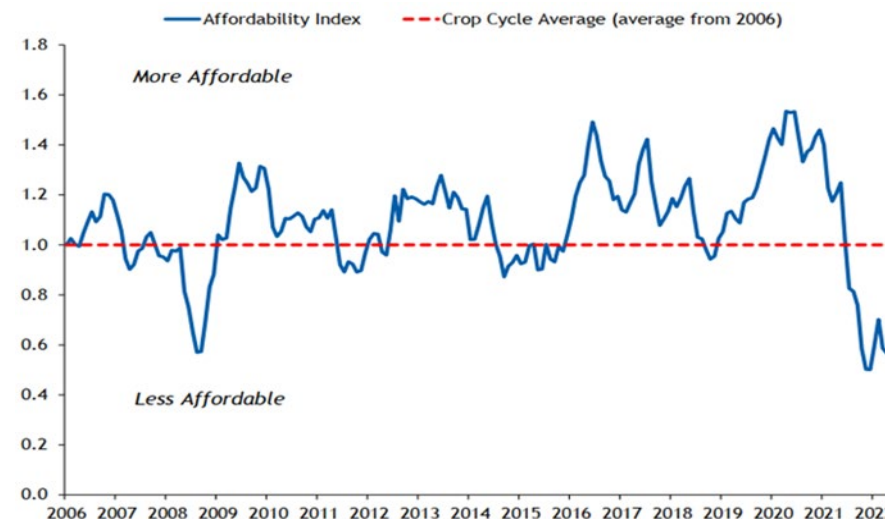
Nguồn: Ước tính CTCK Rồng Việt (\*), DPM, cổ tức 2022 sẽ được trả vào năm 2023 và tương tự năm sau.

**Bảng 2: Dự đoán giá Urê**

	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	3Q22	4Q22
Urê biển Baltic	400-500	380-450	380-450	380-450	430-480
Urê Trung Đông	520-600	470-550	470-530	460-550	500-600

Nguồn: Argus

**Hình 4: Chỉ số khả năng chi trả cho sản phẩm phân bón**



Nguồn: Argus

### LNST dự báo giảm vào năm 2023 do giá bán thấp

- Theo Argus, giá bán Urê sẽ ở mức 400 USD/tấn - 600 USD/tấn trong nửa cuối 2022, thấp hơn so với nửa đầu năm 2022. Và chỉ số khả năng chi trả cho sản phẩm phân bón vẫn ở mức “thấp”, nghĩa là giá phân bón đang cao hơn sức mua chung. Khi đó, nhu cầu có thể sẽ yếu. Chúng tôi tin rằng giá Urê sẽ giảm trong thời gian tới.
- Năm 2023, chúng tôi dự báo lợi nhuận giảm 44,1% xuống còn 2.590 tỷ đồng với giả định (1) Giá bán urê là 10.260 đồng/kg (2) Tỷ suất lợi nhuận gộp urê là 39%.

### Nhưng cổ tức tiền mặt cao là một điểm hấp dẫn

- Mặc dù lợi nhuận có xu hướng giảm trong thời gian tới nhưng điểm hấp dẫn của DPM nằm ở khả năng chia cổ tức cao dựa trên lợi nhuận tích cực của công ty trong hai năm gần đây. Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2022 đã thông qua mức cổ tức tiền mặt 5.000 đồng/cổ phiếu/năm cho năm 2021 và 2022 (công ty đã tạm ứng 5.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2021). Từ năm 2023, DPM có thể duy trì mức cổ tức tiền mặt là 3.000 đồng mặc dù lợi nhuận giảm so với năm 2022.
- Tổng cộng, cổ tức tiền mặt trong hai năm tới có thể lên đến 8.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất cổ tức 2 năm là 17% tại thị giá hiện tại.

## KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### **Nguyễn Thị Phương Lam**

#### **Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

### **Trần Hà Xuân Vũ**

#### **Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

### **Phạm Thị Tố Tâm**

#### **Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

### **Đỗ Thanh Tùng**

#### **Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

### **Nguyễn Thị Ngọc An**

#### **Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

### **Trần Kỳ Anh**

#### **Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

### **Nguyễn Hồng Loan**

#### **Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

### **Nguyễn Ngọc Thành**

#### **Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

### **Nguyễn Ngọc Thảo**

#### **Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

### **Trần Thị Ngọc Hà**

#### **Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

### **Lê Tự Quốc Hưng**

#### **Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

### **Bernard Lapointe**

#### **Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

### **Trần Thị Hà My**

#### **Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

### **Cao Ngọc Quân**

#### **Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

### **Trần Ngọc Thảo Trang**

#### **Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

