

# NGÀNH PHÂN BÓN

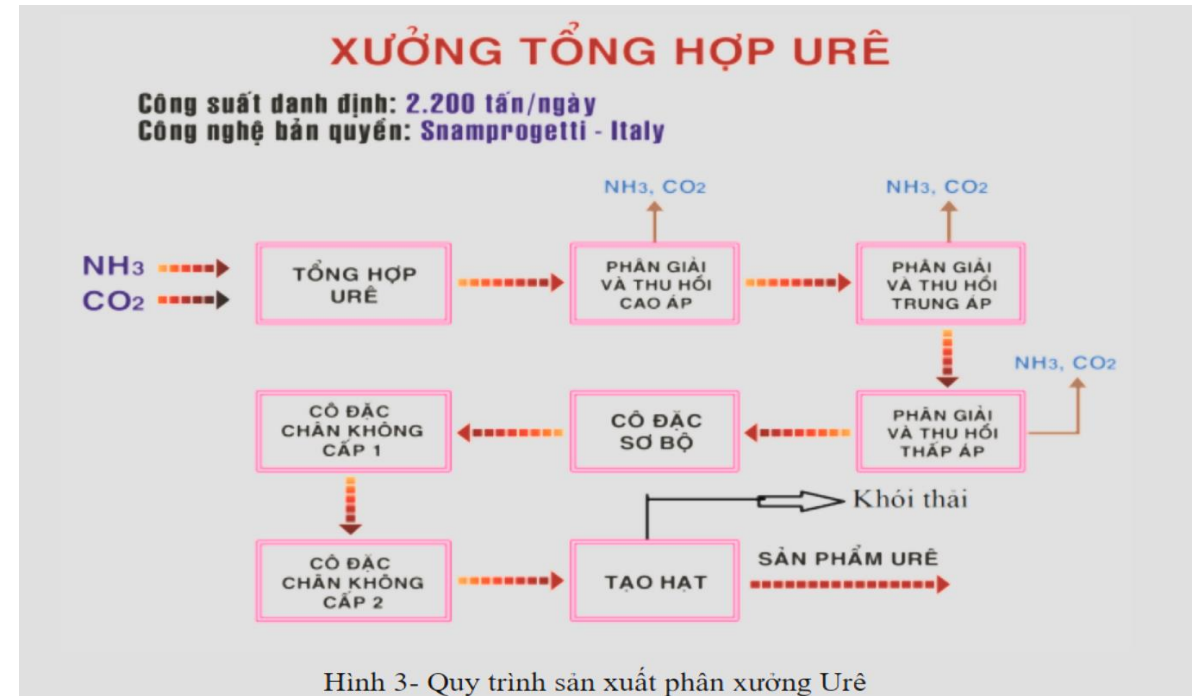
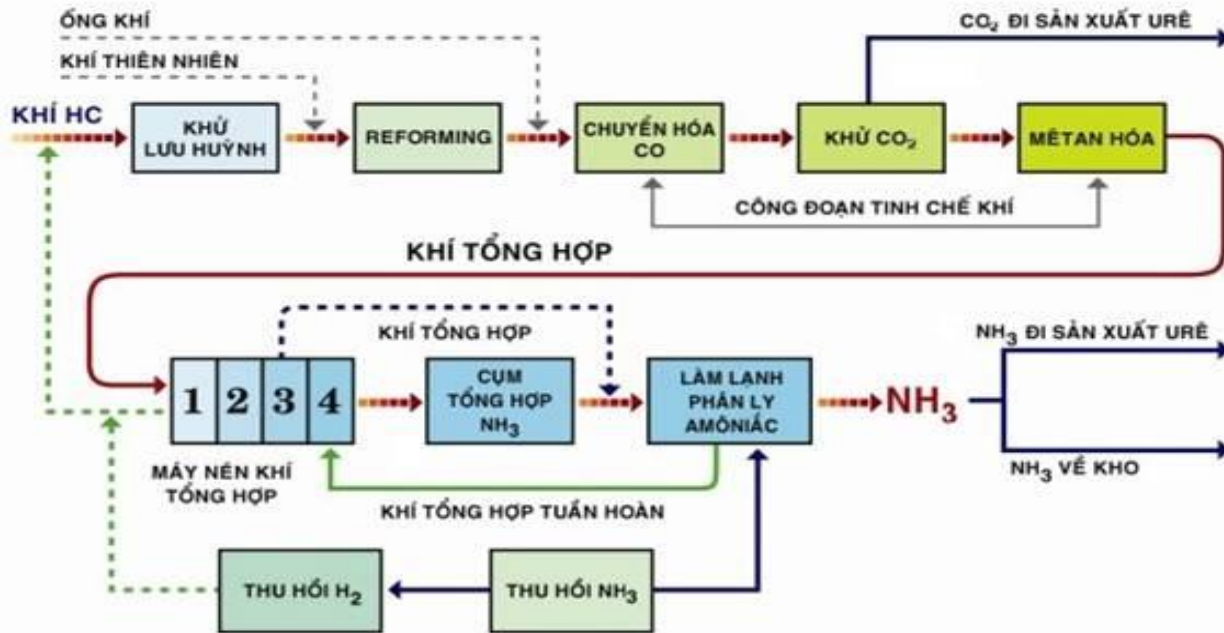
Kỳ vọng nhu cầu phục hồi



KHOẺ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

## Khí tự nhiên và than là nguyên liệu đầu vào để sản xuất phân bón

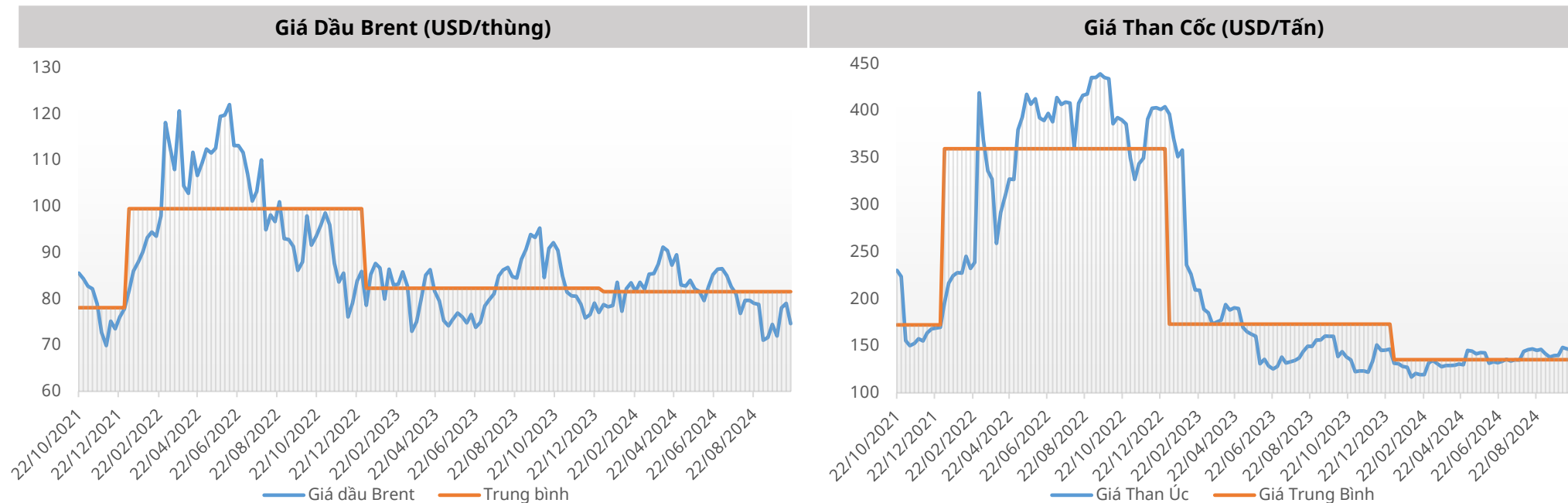
- **Phân urê chiếm tỷ trọng sản xuất cao:** Theo Bộ Công Thương, nhu cầu tiêu thụ phân bón tại Việt Nam vào khoảng 11 triệu tấn mỗi năm, bao gồm các loại: urê, DAP, NPK, Kali... Trong đó, phân urê chiếm tỷ trọng sản xuất lớn, với tổng công suất ước đạt 3 triệu tấn/năm với phần lớn nguyên liệu đầu vào khai thác trong nước từ các mỏ khí như Bạch Hổ, Nam Côn Sơn. Riêng kali, Việt Nam phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu.
- **Khí tự nhiên và than là nguyên liệu chính để sản xuất urê:** Khí tự nhiên sau khi được đưa vào sẽ trải qua quá trình khử lưu huỳnh và nhiều phản ứng hóa học phức tạp nhằm thu được  $\text{NH}_3$  nguyên chất – nguyên liệu đầu vào quan trọng cho quy trình sản xuất và tạo hạt urê sau đó. Trong quá trình khai thác, dầu và khí tự nhiên thường được tìm thấy và khai thác cùng nhau nên có độ tương quan cao về giá.



Hình 3- Quy trình sản xuất phân xưởng Urê

**Giá dầu và than cốc đang ở quanh vùng thấp nhất trong 3 năm, tạo thuận lợi cho chi phí đầu vào.**

- **Giá dầu được dự báo sẽ duy trì quanh mức 75-80 USD/thùng.** Sau khi chạm đỉnh 120 USD/thùng trong giai đoạn khủng hoảng năng lượng toàn cầu năm 2022, giá dầu đã dần điều chỉnh và giảm về mức ổn định khoảng 80 USD/thùng. Trong năm 2023 và 9 tháng đầu năm 2024, giá dầu trung bình không có nhiều biến động đáng kể, và duy trì ổn định quanh mức này, phản ánh sự cân bằng giữa cung và cầu trên thị trường toàn cầu.
- **Giá than được dự báo sẽ giảm nhẹ trong thời gian tới.** Tương tự như xu hướng điều chỉnh của giá dầu, giá than đã giảm sau khi đạt đỉnh gần 450 USD/tấn. Sự suy giảm này chủ yếu do nhu cầu từ các ngành công nghiệp lớn như sản xuất điện và thép sử dụng than đang có dấu hiệu chững lại. Đồng thời, quá trình chuyển dịch sang các nguồn năng lượng tái tạo cũng gây áp lực lên giá than, mang đến kỳ vọng giá than sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong thời gian tới.
- **Cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp phân bón.** Khi giá nguyên liệu đầu vào vẫn duy trì ở mức thấp, chi phí sản xuất phân bón được tối ưu đáng kể, mang lại lợi thế lớn cho các doanh nghiệp trong ngành. Điều này giúp không chỉ các doanh nghiệp tự sản xuất mà cả những doanh nghiệp nhập khẩu nguyên vật liệu có thể nâng cao biên lợi nhuận.



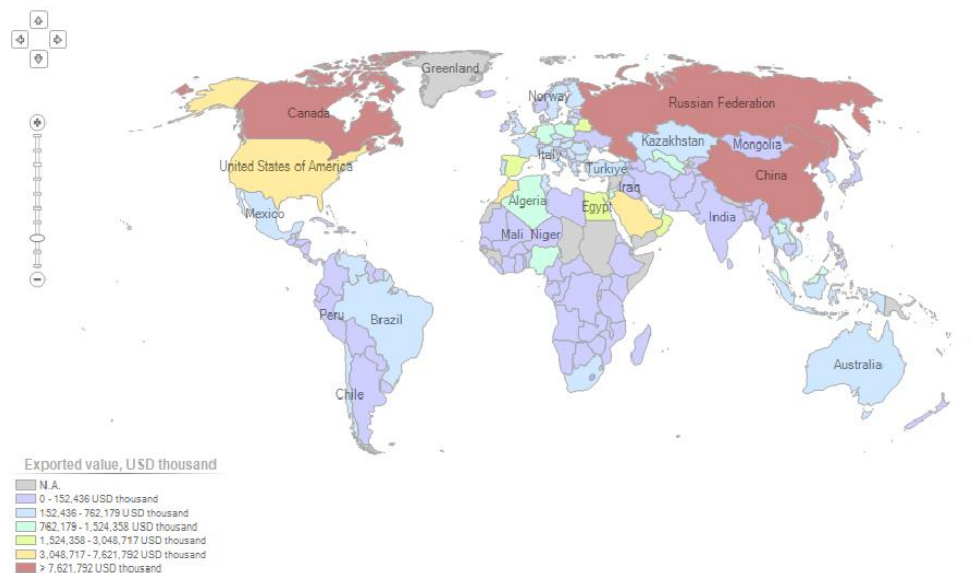
**Nga chiếm đến hơn 16% giá trị xuất khẩu toàn thế giới**

- **Nga là quốc gia có giá trị xuất khẩu phân bón nhiều nhất trên thế giới:** Theo số liệu của Trademap, năm 2023 Nga chiếm hơn 16% tổng giá trị xuất khẩu phân bón toàn cầu với hơn 15,2 tỷ USD. Tuy nhiên mức này ghi nhận giảm 27% so với năm 2022, nguyên nhân đến từ những lệnh cấm và trừng phạt với Nga trong năm 2023. Việc chiếm thị phần lớn khiến lượng xuất khẩu phân bón của Nga có tác động lớn lên mặt bằng giá toàn cầu.
- **Brazil, Ấn Độ và Mỹ luôn là top 3 thị phần nhập khẩu phân bón trên thế giới:** Trong đó, Brazil luôn chiếm 14 - 16% tổng giá trị xuất khẩu, Ấn độ ở mức 10,2% và Mỹ đạt 9.8% tương ứng với giá trị lần lượt đạt 14,6 tỷ USD; 10,4 tỷ USD và 9,8 tỷ USD.

## Giá trị xuất khẩu phân bón

List of exporters for the selected product in 2023

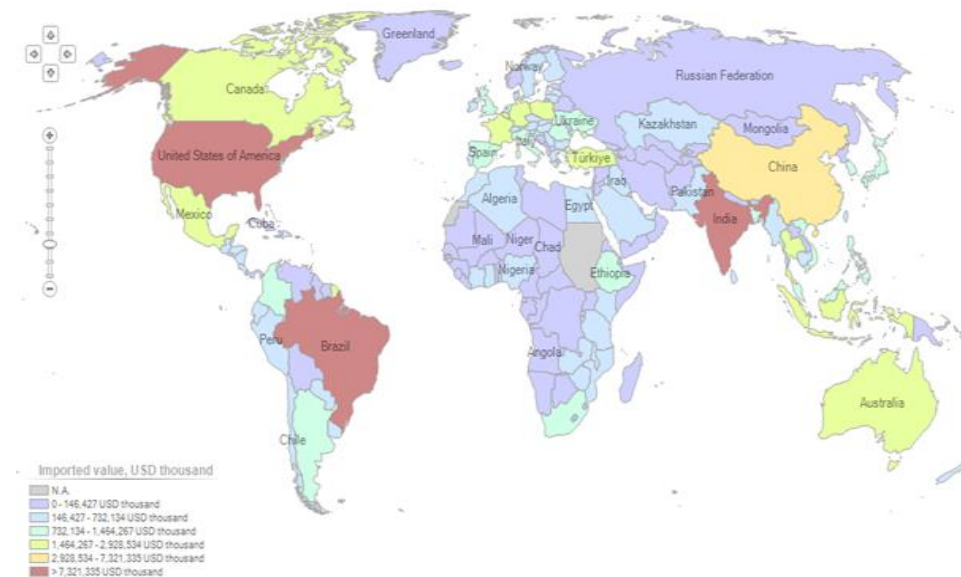
Product : 31 Fertilisers



## Giá Trị nhập khẩu phân bón

List of importers for the selected product in 2023

Product : 31 Fertilisers

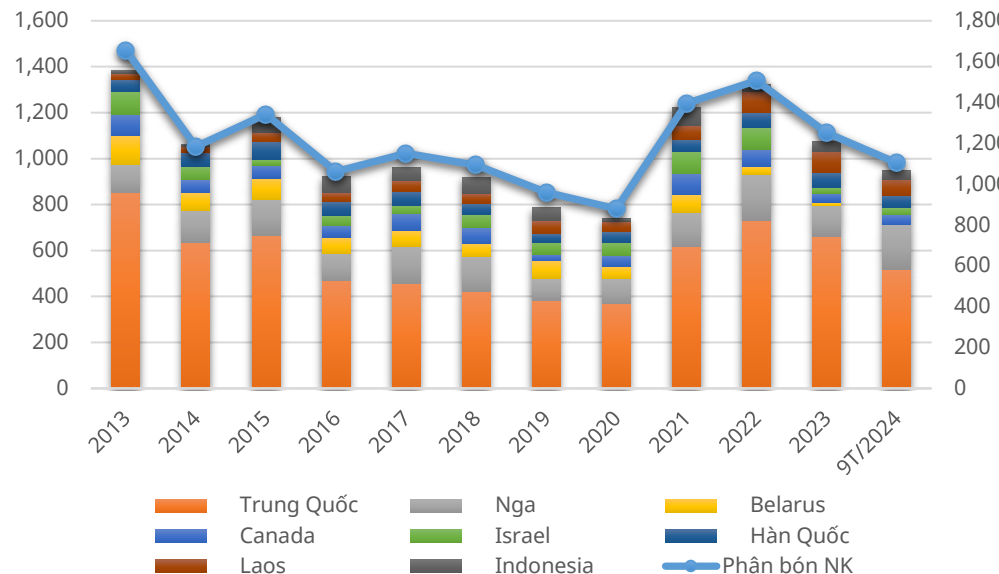




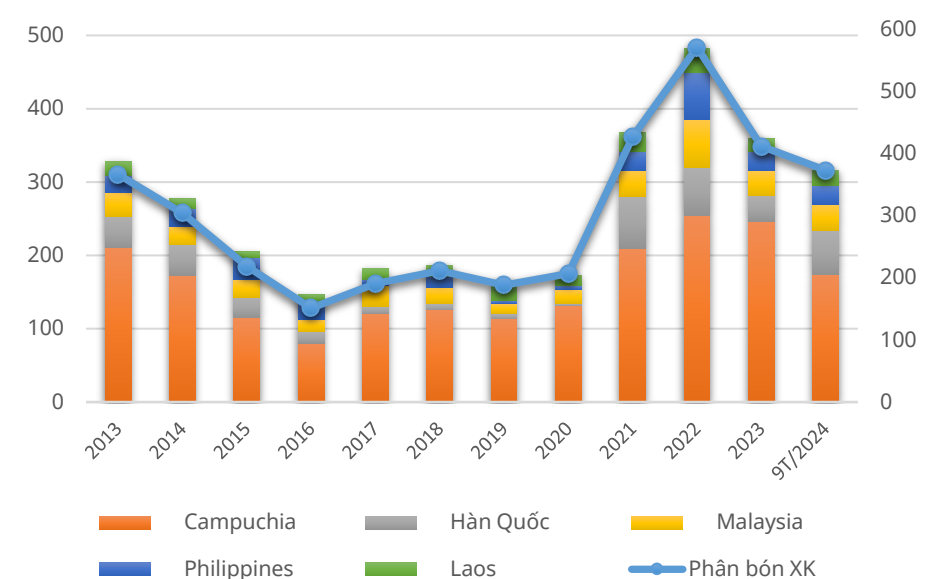
## Trung Quốc đứng đầu giá trị nhập khẩu phân bón của Việt Nam

- **Việt Nam chỉ có khả năng tự sản xuất phân ure, nên vẫn phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu các nguyên liệu và phân bón khác.** Trong năm 2023, Việt Nam đã nhập khẩu hơn 4,1 triệu tấn phân bón, với phân kali được nhập chủ yếu từ Nga, Belarus và Canada. Đáng chú ý, Trung Quốc giữ vai trò là đối tác cung cấp chính các loại phân DAP và một số sản phẩm phân bón khác, góp phần quan trọng trong việc đảm bảo nguồn cung cho thị trường nội địa.
- **Campuchia hiện là thị trường xuất khẩu phân bón lớn nhất của Việt Nam.** Với năng lực sản xuất vượt trội, hơn 3 triệu tấn ure mỗi năm, sản lượng ure của Việt Nam cao hơn đáng kể so với nhu cầu tiêu thụ nội địa, vốn chỉ quanh mức 2 triệu tấn. Điều này tạo điều kiện cho Việt Nam không chỉ đáp ứng đủ nhu cầu trong nước mà còn đẩy mạnh xuất khẩu, và Campuchia trở thành thị trường tiềm năng hàng đầu cho sản phẩm phân bón này.
- **Hỗ trợ tích cực thị trường phân bón trong nước.** Trung Quốc, quốc gia xuất khẩu phân bón lớn nhất sang Việt Nam, áp dụng chính sách hạn chế sản xuất để tập trung đáp ứng nhu cầu nội địa. Điều này giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp phân bón trong nước

Giá trị nhập khẩu Phân bón (triệu USD)



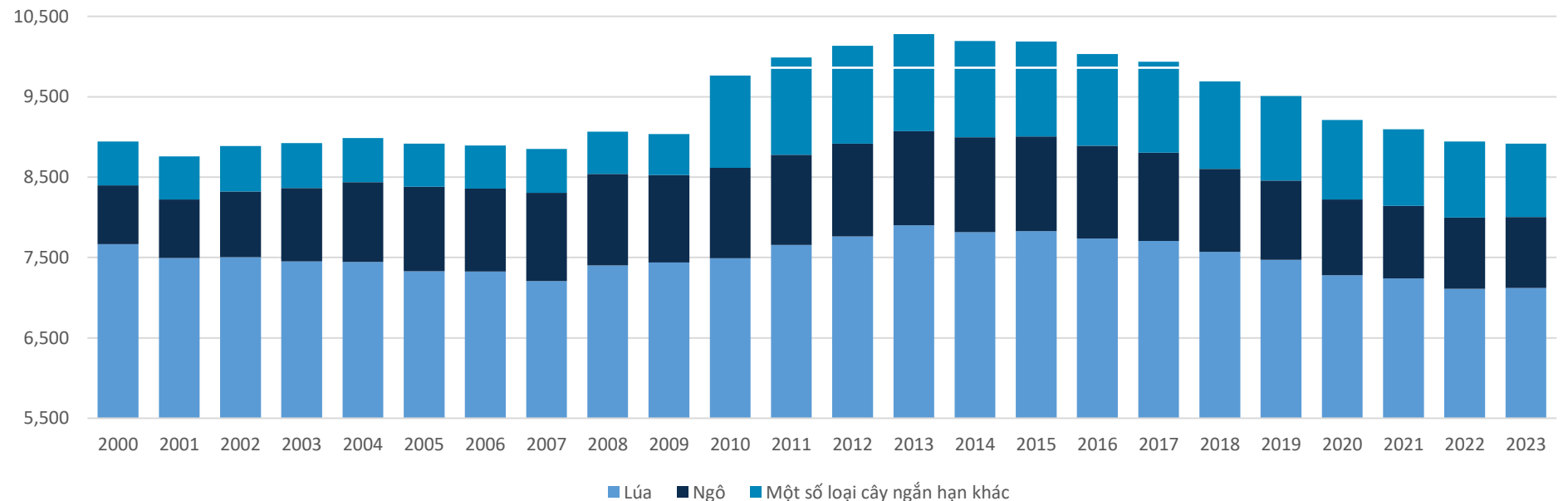
Giá trị nhập khẩu Phân bón (triệu USD)



## Diện tích trồng trọt cây ngắn hạn có phần suy giảm

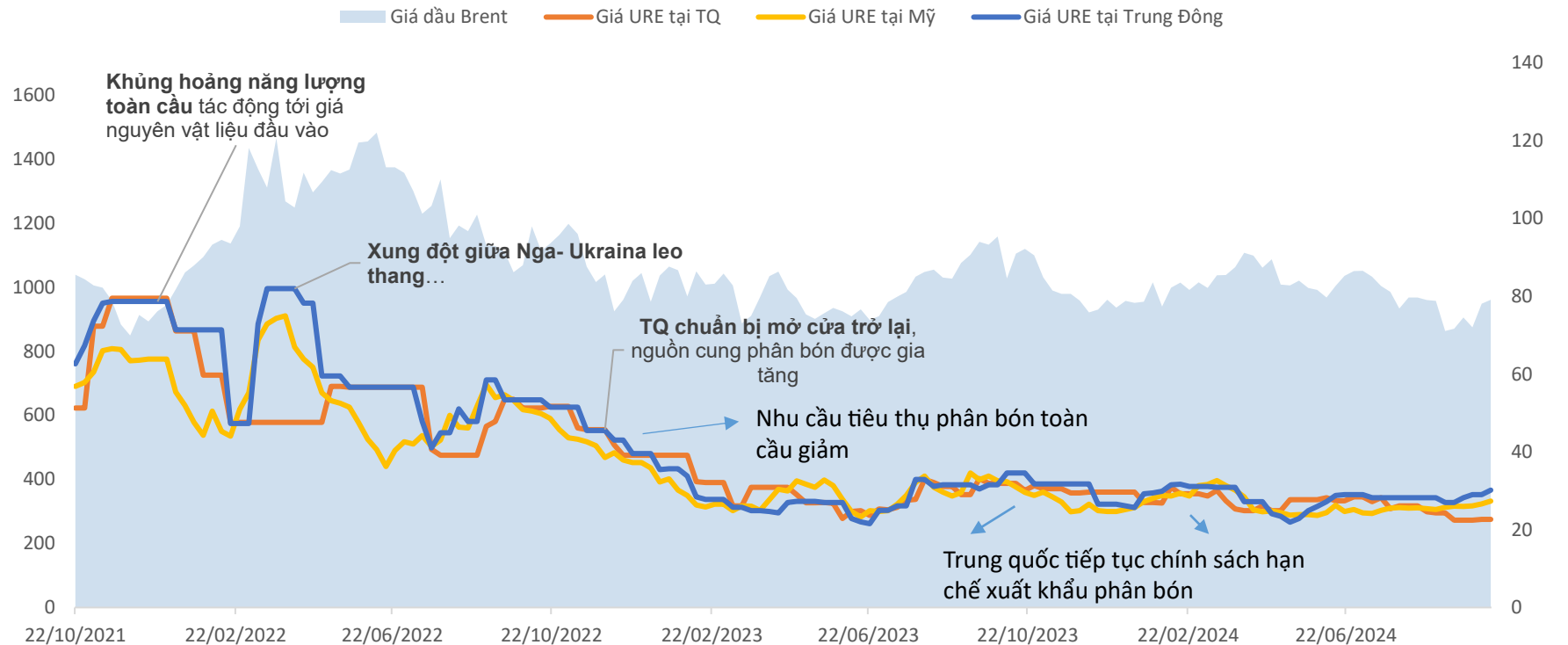
- Từ năm 2010 đến 2014, diện tích trồng lúa tại Việt Nam đạt đỉnh với hơn 7,5 triệu ha, phản ánh sự bùng nổ nông nghiệp và quyết tâm đẩy mạnh xuất khẩu gạo để củng cố vị thế quốc tế. Tuy nhiên, diện tích trồng lúa sau 2014 giảm dần do yêu cầu tối ưu hóa năng suất, và chiến lược đa dạng hóa cây trồng. Người nông dân chuyển dần sang các loại cây có giá trị kinh tế cao hơn và phù hợp với điều kiện thị trường.
- Dự báo nhu cầu phân bón tăng: Hiệp hội phân bón thế giới (IFA) dự báo nhu cầu tiêu thụ phân Ure tăng 6% trong giai đoạn 2024 – 2028. Riêng Việt Nam, AgroMonitor dự báo tiêu thụ ure trong 2024 tăng khoảng 13% so với niên vụ 2022 – 2023. Nhu cầu phân bón ngắn hạn kỳ vọng cải thiện nhờ các yếu tố: 1) nguồn cung xuất khẩu gạo thế giới chưa cải thiện; 2) xuất khẩu nông sản Việt Nam kỳ vọng tích cực, giúp gia tăng lượng phân bón tiêu thụ.

Diện tích trồng trọt cây ngắn hạn (nghìn ha)



## Kỳ vọng giá URE phục hồi sau giai đoạn tích lũy quanh vùng giá thấp

- **Khủng hoảng năng lượng toàn cầu:** Giá khí tự nhiên tăng cao đẩy chi phí sản xuất phân bón lên mạnh, khiến nhiều nhà máy châu Âu phải đóng cửa, làm gián đoạn nguồn cung.
- **Xung đột Nga - Ukraine:** Nga là một trong những nhà sản xuất phân bón lớn nhất. Cấm vận từ xung đột đã ảnh hưởng đáng kể đến nguồn cung phân bón toàn cầu và gây biến động giá dầu.
- **Nhu cầu phân bón giảm:** Giá phân bón cao và xu hướng chuyển đổi sang nông nghiệp bền vững với phân hữu cơ khiến nhu cầu phân vô cơ giảm.
- **Điều chỉnh cung - cầu:** Một số quốc gia hạn chế xuất khẩu và duy trì sản xuất chỉ để đáp ứng nhu cầu nội địa, giữ giá phân bón thế giới ở mức thấp gần một năm qua.



### KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

MUA



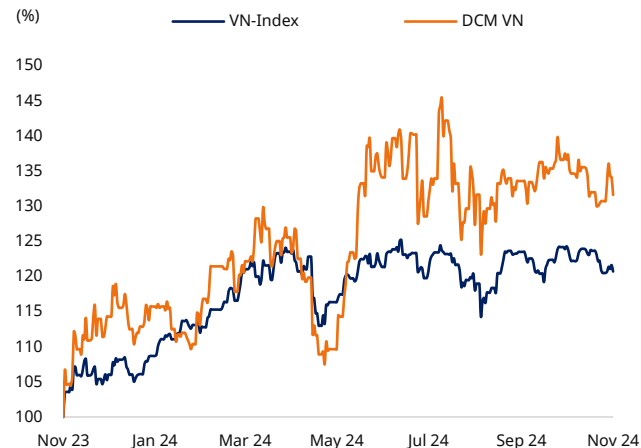
Analyst: Trương Hoàng Tiến Hưng

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

Giá đóng cửa (01/11/2024)	36,850		
Giá mục tiêu (12 tháng)	44,800		
Lợi nhuận kỳ vọng	21,5%		
Lãi ròng (25F, tỷ đồng)	1,608		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	14,5%		
P/E (25F, x)	12,4x		
Vốn hoá (tỷ đồng)	19,508		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	21.2		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	7.4		
Beta (12M)	1.0		
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	26,800		
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	41,800		
(%)	1 M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.8	17.3	34.1
Tương đối	0.3	13.8	12.5

### Hưởng lợi từ hoạt động M&A

- Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DCM trong 9 tháng đầu năm 2024 lần lượt đạt 9,241 tỷ đồng (+2% so với cùng kỳ) và 1,055 tỷ đồng (+69% so với cùng kỳ): 1) Biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 12.3% lên 18.4%, với giá bán trung bình ước tính khoảng 9,919 đồng/kg (+3.1% so với cùng kỳ); 2) Lợi nhuận khác tăng mạnh nhờ ghi nhận khoản lãi từ giao dịch mua giá rẻ, đạt hơn 167 tỷ đồng - một phần từ thương vụ thầu tóm 100% vốn của KVF trong tháng 5/2024; 3) Chi phí lãi vay tăng mạnh lên 28.7 tỷ đồng, so với hơn 6.2 tỷ đồng cùng kỳ.
- Mặc dù phân URE là sản phẩm chủ lực, nhưng sản lượng sản xuất của DCM trong tháng 9 và 9 tháng đầu năm đều giảm lần lượt 18% và 1% so với cùng kỳ, xuống 67,4 nghìn tấn và 701 nghìn tấn. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ trong tháng 9 tăng mạnh 39% đạt 53,74 nghìn tấn, nhưng lũy kế 9 tháng vẫn giảm 13,5% so với cùng kỳ, đạt hơn 581 nghìn tấn. Thương vụ thầu tóm KVF (với công suất 360,000 tấn NPK/năm) đã giúp sản lượng NPK của DCM tăng đáng kể. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ và sản xuất NPK trong 9 tháng 2024 lần lượt đạt 115,04 nghìn tấn (+36.9% so với cùng kỳ) và 130,47 nghìn tấn (+44.3% so với cùng kỳ).
- Chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2024 của DCM đạt 13,991 tỷ đồng (+11,3% so với cùng kỳ) và 1,407 tỷ đồng (+26,7% so với cùng kỳ), nhờ vào: 1) Biên lợi nhuận gộp tăng từ 16.2% lên 18.8%; 2) Sản lượng tiêu thụ URE và NPK dự kiến đạt 832 nghìn tấn (-4% YoY) và 195 nghìn tấn (+21.8% YoY); 3) Chi phí tài chính tăng 118% YoY lên mức 61 tỷ đồng.
- Dự báo năm 2025, DCM đạt doanh thu thuần 14,970 tỷ đồng (+7% YoY) và lợi nhuận sau thuế 1,618 tỷ đồng (+14,9% YoY), với: 1) Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao 19,3% so với 18,8% dự kiến năm 2024; 2) Chi phí lãi vay tăng nhẹ lên trên 61 tỷ đồng, tăng 2% YoY; 3) Thu nhập khác giảm đáng kể xuống khoảng 10 tỷ đồng, do không còn ghi nhận từ giao dịch mua giá rẻ, so với mức 209 tỷ đồng dự kiến cho năm 2024.
- EPS dự phóng năm 2025 ước đạt 2,977 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng 12,4x, ngang với mức P/E trung bình 5 năm của cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với DCM, nhờ: 1) Kỳ vọng chính sách thuế VAT 5% cho phân bón, nếu được thông qua, sẽ tăng sức cạnh tranh cho doanh nghiệp nội địa; 2) Triển vọng giá phân bón tiếp tục phục hồi trong thời gian tới.



(Tỷ đồng)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024(F)	FY 2025(F)
Doanh thu	7,717	10,088	16,380	12,571	13,991	14,970
LNHĐKD	709	1,955	4,593	1,232	1,449	1,818
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	9.2	19.4	28.0	9.8	10.4	12.1
Lãi ròng	662	1,826	4,321	1,110	1,404	1,608
EPS (VND)	1,017	3,073	7,701	1,797	2,599	2,977
ROE (%)	8.7	23.7	45.2	9.3	14.1	16.1
P/E (x)	13.8	11.9	3.4	18.0	14.2	12.4
P/B (x)	1.2	2.6	1.3	1.7	1.96	0.00
Cổ tức/thị giá (%)	4.3	2.2	6.8	9.3	5,4	5,5

Nguồn: Bloomberg, Fiiipro, Fdata, Mirae Asset

Mirae Asset Vietnam Research



### KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

**Khuyến nghị**

**Tăng tỷ trọng**



Analyst: Trương Hoàng Tiến Hưng

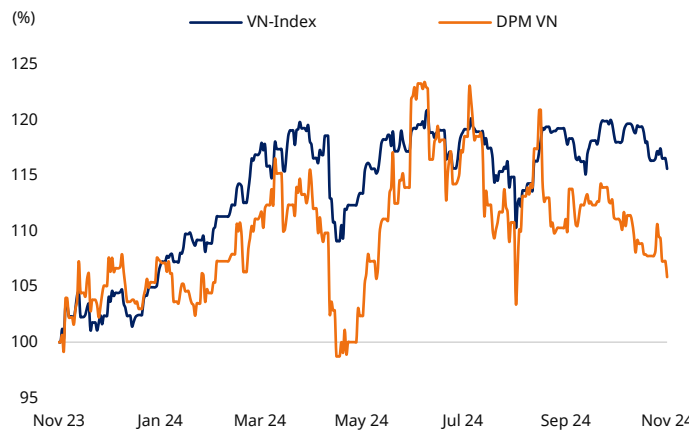
Email: hung.tht@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (04/11/2024)	33,450
Giá mục tiêu (12 tháng)	39,600
Lợi nhuận kỳ vọng	18.3%
Lãi ròng (25F, tỷ đồng)	960
Tăng trưởng EPS (25F, %)	23.5%
P/E (25F, x)	13.6x

Vốn hoá (tỷ đồng)	13,090
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	391
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	39.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	7.9
Beta (12M)	0.9
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	31,000
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	39,950
(%)	1 M 6M 12M
Tuyệt đối	-3.4 1.0 7.3
Tương đối	-2.2 0.5 -9.3

### Hồi phục ở mức nền thấp

- DPM là một trong những nhà sản xuất phân bón hàng đầu Việt Nam, với sản phẩm chính là phân bón URE, chiếm khoảng 60% doanh thu và công suất 800.000 tấn/năm. Phân bón NPK chiếm hơn 12% doanh thu, công suất thiết kế 250.000 tấn. Thị trường nội địa đóng góp 90% doanh thu, 10% từ xuất khẩu tới các quốc gia như Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc.
- Trong 9 tháng đầu năm, DPM đạt doanh thu thuần 10,332 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,8%, và lợi nhuận sau thuế 569 tỷ đồng, tăng mạnh 30,7% so với cùng kỳ năm trước: 1) Biên lợi nhuận gộp tăng từ 12,9% lên 14,5%; 2) Doanh thu tài chính quý 3 tăng vọt từ 27 tỷ lên hơn 158 tỷ đồng, giúp lũy kế 9 tháng chỉ giảm 15,2% so với cùng kỳ; 3) Chi phí tài chính quý 3 tăng 56%YoY, trong đó lỗ tỷ giá tăng từ 2,3 tỷ lên 7,7 tỷ, và lãi vay tăng 26,6% lên 17,6 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng, chi phí tài chính giảm 58,5% YoY.
- Tuy giá khí đầu vào và tỷ giá lần lượt tăng 11% và 7% so với kế hoạch đã làm kế hoạch chi phí sản xuất phân bón trong 9 tháng đầu năm tăng 9% cho sản phẩm URE và 14% cho NH3, nhưng tổng sản lượng tiêu thụ vẫn đạt 103% kế hoạch.
- Dự báo năm 2024, doanh thu thuần của DPM sẽ đạt 14,519 tỷ đồng (+7% YoY), lợi nhuận sau thuế 793 tỷ (+53,2% YoY), với: 1) Biên lợi nhuận gộp tăng từ 12,2% lên 13,9%; 2) Chi phí tài chính giảm 25% YoY; 3) Chi phí quản lý và bán hàng tăng nhẹ lần lượt 7,6% và 5%.
- Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ đạt doanh thu thuần 15,289 tỷ (+5,3% YoY) và lợi nhuận sau thuế 960 tỷ (+21% YoY): 1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 14,8%; 2) Chi phí tài chính giảm 15% YoY, xuống còn 47 tỷ đồng; 3) Chi phí quản lý và bán hàng tăng lần lượt 6,1% và 7,5%. 4) sản lượng tiêu thụ phân bón các loại ước đạt 1,52 triệu tấn, tăng 8,5% so với dự phóng năm 2024.
- Dự phóng EPS năm 2025 đạt 2,453 đồng/cổ phiếu, P/E dự kiến 13,8x, thấp hơn mức trung bình 5 năm của DPM. Chúng tôi đánh giá tích cực về DPM nhờ: 1) Kỳ vọng giá phân bón tăng; 2) Chính sách thuế VAT 5% cho phân bón nếu được thông qua, sẽ giúp doanh nghiệp nội địa cạnh tranh hơn.



(Tỷ đồng)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025(F)
Doanh thu	7,762	12,786	18,627	13,569	14,519	15,289
LNHĐKD	666	3,543	6,304	301	936	1,121
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	8.6	27.7	33.8	2.2	6.4	7.3
Lãi ròng	691	3,117	5,565	519	793	960
EPS (VND)	1,535	7,749	13,581	1,030	1,986	2,453
ROE (%)	7.5	32.6	43.7	3.2	6.9	8.3
P/E (x)	12.2	6.5	3.2	32.3	17.1	13.6
P/B (x)	0.9	1.9	1.2	1.1	0.95	0.00
Cổ tức/thị giá (%)	6.4	2.8	11.6	21.0	5.9	7.5

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Fdata, Mirae Asset

Mirae Asset Vietnam Research

- Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
- Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
- Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.
- MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.
- Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.