

Phân bón

Không định giá

► Luận điểm chính

- Trung Quốc tạm ngưng xuất khẩu phân bón đến giữa năm 2022 tạo ra nhiều cơ hội cho ngành phân bón Việt Nam.
- Nhu cầu tích trữ lương thực tăng thời kỳ "hậu covid"
- Chính phủ có thể ban hành chính sách về giá đối với ngành phân bón nhằm bình ổn thị trường.

► Cổ phiếu khuyến nghị

Đạm Phú Mỹ (DPM, Không định giá)			
	2019A	2020A	2021F
PE (x)	14.4	10.0	8.7
PB (x)	0.5	0.9	2.1
EV/EBITDA (x)	2.5	3.6	4.9
Cổ tức (%)	9.0	6.8	4.7
EPS (đồng)	774	1,765	5,885
BPS (đồng)	20,433	20,659	24,797

Đầy triển vọng

Luận điểm đầu tư

Khan hiếm lượng cung khiến giá bán tăng mạnh

Theo Cục Bảo Vệ Thực Vật – Bộ Nông Nghiệp và Cục Hải Quan, trong 9T21, sản xuất phân bón trong nước đạt 5.7 triệu tấn (+4.3% n/n), sản lượng xuất khẩu đạt 918,570 tấn (tương đương 333 triệu USD). Tại tháng 12, cùng chung xu hướng với giá ure thế giới, giá ure tại Việt Nam tăng 2.5 lần so với cùng kỳ năm ngoái và đạt ngưỡng 18,000 đồng/kg. World Bank dự báo mức tăng này có thể kéo dài đến hết nửa đầu năm 2022. Chúng tôi ước tính LNST công ty mẹ 9T21 của 9 công ty phân bón đầu ngành đạt +116% n/n, hoàn thành 87-400% kế hoạch.

Trung Quốc và Nga tạm dừng xuất khẩu phân bón

Cuối năm 2021, Trung Quốc và Nga – hai trong số ba quốc gia xuất khẩu phân bón nhiều nhất thế giới, ra quyết định tạm ngưng xuất khẩu phân bón để ổn định nguồn cung trong nước và kiểm soát lạm phát. Thị trường dự báo quyết định này có thể kéo dài đến hết quý 2/2022. Theo báo cáo của IndexBox, trong 2020, ba quốc gia xuất khẩu phân bón lớn nhất bao gồm Nga, Trung Quốc và Canada, chiếm 35% tổng sản lượng xuất khẩu phân bón toàn thế giới. Do đó, động thái trên của hai quốc gia tác động mạnh đến thị trường phân bón toàn cầu, và giá phân bón được dự báo sẽ tiếp tục đạt đỉnh trong nửa đầu năm 2022.

Ngành phân bón Việt Nam hưởng lợi trong ngắn hạn

Theo phân tích của Mordor Intelligence, ngành phân bón Việt Nam sẽ tăng trưởng 4.9% mỗi năm trong giai đoạn 2021 - 2026. Để đáp ứng nhu cầu trong nước, Nam Phi và Hàn Quốc đang tích cực tìm kiếm những nhà cung ứng mới, điều đó có thể giúp Việt Nam tăng sản lượng xuất khẩu phân bón. Điển hình là trong tháng 11, Hàn Quốc quyết định nhập khẩu 10,000 tấn urea từ Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam có thể tận dụng cơ hội hiếm có này để gia tăng thị phần trên thị trường quốc tế.

Nhu cầu dự trữ lương thực tăng cao

Bộ Nông Nghiệp Mỹ dự báo tổng sản lượng tiêu thụ gạo toàn thế giới trong niên vụ 2021-2022 đạt 510.9 triệu tấn, tương đương sản lượng tiêu thụ cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ của Ấn Độ - nước xuất khẩu gạo lớn nhất thế giới, có thể đạt 16.5 triệu tấn (-12% n/n). Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu gạo của Việt Nam được dự báo đạt 6.3 triệu tấn trong 2022. Theo Hiệp Hội Lương Thực Việt Nam, sản lượng xuất khẩu gạo của Việt Nam trong 9T21 đạt 5.5 triệu tấn, tương đương 2.88 tỷ USD. Ngành nông nghiệp và phân bón có mối quan hệ tương hỗ với nhau, do đó kết quả này có thể được xem như một tín hiệu tích cực cho những công ty sản xuất phân bón nội địa.

Ngan Le

ngan.lk@kisvn.vn

Rủi ro Chính phủ có thể can thiệp vào giá bán phân bón

Gạo được xem như một mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là trong bối cảnh thiếu hụt lương thực “hậu covid”, do đó Chính Phủ có thể ban hành những quy định buộc các công ty sản xuất phân bón hạ giá bán để hỗ trợ người nông dân. Trong bối cảnh đó, mặc dù có lợi thế về gia tăng sản lượng, lợi nhuận của các công ty sản xuất phân bón có thể không đạt kỳ vọng vì giá bán không hấp dẫn.

Định giá

Ngành phân bón hiện đang giao dịch tại mức PE trượt 12 tháng là 8.8x, và 1.4x với chỉ số PB, nhỏ hơn hệ số PE trung bình 2 năm là 9.0x. Mặc dù mức định giá này có thể chưa thực sự hấp dẫn, nhưng lợi ích trong ngắn hạn đến từ sự tăng giá và mất cân đối giữa cung và cầu là những điểm sáng không thể bỏ qua. Bên cạnh đó, những rủi ro tiềm tàng như năng suất còn hạn chế và sự can thiệp của Chính phủ về chính sách giá là những yếu tố cần phải được cân nhắc.

Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi đánh giá tích cực về CTCP Phân bón Đạm Phú Mỹ dựa trên triển vọng kết quả kinh doanh trong năm 2022 với mức tăng trưởng khoảng 2% nhờ sự gia tăng về giá và sản lượng tiêu thụ.

Đạm Phú Mỹ (DPM)

Không định giá

Giá cp (23/12, đồng)	55,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	21,719
SLCP lưu hành (triệu)	391
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	55,500/14,654
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	224
Tỷ lệ CP tự do (%)	38.9
Sở hữu NN (%)	9.2
Cổ đông lớn (%)	
Tập Đoàn Dầu Khí Việt Nam	59.6
Edgbaston Asian Equity Trust	5.0

	D.thu	LNHB	LN ròng	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2018A	9,297	801	700	1,667	9.0	1,310	10.9	8.8	0.9	8.8	11.0
2019A	7,684	432	378	774	(54)	983	14.4	4.7	0.5	4.7	9.0
2020A	7,762	666	691	1,765	128	1,206	10.0	8.6	0.9	8.6	6.8
2021F	11,381	2,985	2,468	5,885	(97)	3,525	8.7	26.8	2.1	26.8	4.7
2022F	11,624	2,012	1,702	3,978	(32)	2,548	12.9	6.8	1.9	16.2	3.9

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

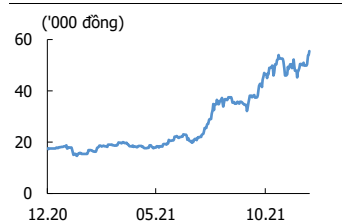
Sản lượng phục hồi từ Quý 4/2021

Trung Quốc và Nga giảm sản lượng xuất khẩu. Động thái bất ngờ từ Trung Quốc và Nga có thể làm gia tăng sức cạnh tranh của các công ty sản xuất phân bón Việt Nam. Hàn Quốc và Úc được xem là hai quốc gia chịu ảnh hưởng nặng nề nhất trước quyết định trên của Trung Quốc. DPM, một trong những doanh nghiệp đứng đầu ngành phân bón, có thể tận dụng cơ hội này để gia tăng thị phần phân bón trong nước lẫn xuất khẩu.

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	12.6	154.9	216.8
Tương đối với VNI (%p)	12.8	148.3	180.0

Giá cổ phiếu



Kiểm soát chặt chẽ hơn từ Chính phủ. Từ tháng 7/2021, dưới áp lực từ việc giá phân bón tăng phi mã, Bộ Công Thương yêu cầu Tập Đoàn Dầu Khí Việt Nam tăng dự trữ phân bón để đảm bảo nguồn cung ứng không bị đứt gãy. Bộ cũng ban hành công văn đề xuất các biện pháp đối phó với tình trạng tăng giá và yêu cầu các doanh nghiệp trong ngành không đầu cơ tích trữ. Theo đó, Việt Nam có thể tạm dừng xuất khẩu phân bón để bình ổn giá cả trong nước. Đối với kịch bản xấu nhất, mặc dù DPM có thể gia tăng về sản lượng nhưng doanh thu lại sụt giảm do giá bán bị điều chỉnh.

Rủi ro từ việc biến động giá đầu vào. Trước nguy cơ từ biến thể Omicron, các quốc gia có thể xem xét việc đóng cửa trở lại nếu tỷ lệ tiêm chủng vắc xin chưa đạt yêu cầu. Điều này sẽ tác động đến việc giao thương hàng hóa và gia tăng về chi phí vận chuyển. Trong bối cảnh đó, doanh thu trong năm 2022 của DPM có thể không đạt như kỳ vọng.

Định giá. DPM hiện đang giao dịch tại mức PE trượt là 12.7x, cao hơn hệ số PE trung bình ngành là 11.4x. Chúng tôi cho rằng thị trường đang có những đánh giá tích cực về sự tăng trưởng của DPM trong giai đoạn từ quý 4/2021 đến năm 2022. Theo ước tính của Bloomberg, trong 12 tháng tiếp theo, DPM được định giá tại mức PE là 14.0x, cao hơn mức hiện tại. Cùng với sự sụt giảm trong chỉ số EPS, chúng tôi cho rằng giá trị cổ phiếu DPM là không hề rẻ.

Chiến lược 2022

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Tài sản ngắn hạn	5,591	4,738	4,856	5,653	6,024
Tiền và tương đương tiền	4,154	3,257	2,672	4,012	4,214
Phải thu	515	259	521	290	341
Hàng tồn kho	923	1,223	1,663	1,351	1,468
Tài sản dài hạn	3,588	5,004	5,747	5,222	4,700
Tài sản cố định	3,542	4,957	5,700	5,176	4,656
Đầu tư tài chính	45	47	47	45	44
Khác	390	522	531	566	576
Tổng tài sản	9,569	10,264	11,134	11,440	11,300
Người mua trả trước	42	138	69	81	123
Doanh thu chưa thực hiện	2	1	-	-	-
Phải trả người bán	475	298	416	479	453
Khác	820	1,155	1,161	1,479	1,427
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	-	-	202	177	191
Nợ và TP dài hạn	-	629	1,032	1,064	859
Tổng nợ và phải trả	1,340	2,221	2,879	3,279	3,052
VCSH	8,055	7,872	8,087	7,996	8,085
Vốn điều lệ	3914	3914	3914	3914	3914
Thặng dư	21	21	21	21	21
Quỹ khác	3,495	3,495	3,495	3,495	3,495
LN giữ lại	625	442	657	566	655
Lợi ích cổ đông thiểu số	174	171	168	165	163
Tổng VCSH	8,229	8,043	8,255	8,161	8,247

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Dòng tiền hoạt động	1,836	1,081	584	1,847	1,026
LN ròng	1,393	708	712	389	702
Khấu hao và khấu trừ	242	165	520	522	529
Tăng vốn lưu động ròng	198	208	(649)	936	(204)
Dòng tiền đầu tư	(1,002)	(1,582)	(1,263)	3	(200)
Tài sản cố định	(1,289)	(1,580)	(1,263)	2	(100)
Tăng đầu tư tài chính	-	(1)	-	1	(100)
Dòng tiền tài chính	(2,425)	629	580	7	(191)
Tăng vốn chủ	114	-	-	-	-
Tăng nợ	6	629	604	7	(191)
Chi trả cổ tức	(2,312)	-	(25)	-	-
Dòng tiền khác	54	(1,026)	(486)	(517)	(433)
Tăng tiền mặt	(1,592)	(897)	(585)	1,340	202

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Doanh thu	7,925	7,996	9,297	7,684	7,762
Giá vốn hàng bán	5,529	5,884	7,398	6,281	6,032
Lợi nhuận gộp	2,396	2,111	1,899	1,402	1,730
Chi phí bán hàng & QLDN	1,235	1,441	1,098	970	1,064
LN hoạt động	1,161	670	801	432	666
Doanh thu tài chính	234	165	124	140	180
Thu nhập lãi	-	-	-	-	1
Chi phí tài chính	14	1	74	108	95
Chi phí lãi vay	4	0	63	107	88
LN khác	8	179	129	140	267
Lãi (lỗ) từ LD&LK	4	4	3	2	2
LN trước thuế	1,393	853	871	467	848
Thuế TNDN	228	145	158	78	146
LN sau thuế	1,165	708	712	389	702
LN ròng cho công ty mẹ	1,165	708	712	389	702
EBITDA	1,640	1,044	1,452	1,136	1,486

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	2,493	1,532	1,668	774	1,765
BPS	20,581	20,113	20,662	20,429	20,656
DPS	2,000	1,000	1,000	500	500
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(19.0)	1.0	16.2	(17.4)	1.0
LN hoạt động	(36.0)	(42)	20.1	(46.1)	54.2
LN ròng	(23.3)	(39.1)	1.0	(46.0)	83.0
EPS	(19.8)	32.8	9.0	(54.0)	128.0
EBITDA	(32.0)	(39.0)	53.0	(25.0)	23.0
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	30.2	26.4	20.4	18.3	22.3
Biên LN ròng	14.7	8.9	7.7	5.0	9.0
Biên EBITDA	17.7	10.8	14.2	12.9	15.7
ROA	11.1	7.0	6.5	3.4	6.0
ROE	13.6	8.7	8.8	4.7	8.6
Suất sinh lợi cổ tức	6.0	12.0	11.0	9.0	6.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức	1.20	1.29	0.56	1.55	0.99
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	-	629	1,032	1,064	859
Nợ ròng/VCSH (%)	-	8	15	15	13
Định giá (x)					
PE	5.4	10.8	10.9	14.4	10
PB	0.8	0.8	0.9	0.5	0.9
EV/EBITDA	3.3	5.7	2.5	3.6	4.9

Chiến lược 2022

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu				Lợi nhuận và Định giá									
Công ty			D.thu (Tỷ đồng)	LNHĐ (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (Đồng)	BPS (Đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	Cổ tức (%)	
Đạm Phú Mỹ (DPM)	Khuyến nghị	-	2017A	7,996	670	694	1,532	20,116	10.8	0.8	8.7	5.7	12.1
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	9,297	801	700	1,667	20,666	10.9	0.9	8.8	2.5	11.0
	Giá cp (23/12, đồng)	55,500	2019A	7,684	432	378	774	20,433	14.4	0.5	4.7	3.6	9.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	21,719	2020A	7,762	666	691	1,765	20,659	10.0	0.9	8.6	4.9	6.8
			2021F	11,381	2,985	2,468	5,885	24,797	8.7	2.1	26.8	4.9	4.7
Đạm Cà Mau (DCM)	Khuyến nghị	-	2017A	5,748	710	638	1,075	11,574	9.5	0.9	9.5	2.6	9.8
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	6,689	781	656	1,113	11,787	7.5	0.7	9.5	1.6	10.7
	Giá cp (23/12, đồng)	38,800	2019A	7,043	394	426	578	11,483	10.2	0.5	5.1	2.8	15.2
	Vốn hóa (tỷ đồng)	20,541	2020A	7,561	643	662	1,018	11,900	13.2	1.1	8.7	6.8	4.5
			2021F	8,314	981	1,026	1,701	12,536	15.6	2.1	13.7	6.5	3.0
Phân bón Lâm Thao (LAS)	Khuyến nghị	-	2017A	3,886	230	152	1,294	11,658	9.5	1.1	11.6	7.6	9.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	3,565	216	123	985	11,261	11.2	1.0	8.7	7.8	12.7
	Giá cp (23/12, đồng)	24,900	2019A	2,849	100	2	7	10,975	968.8	0.6	0.2	11.4	4.4
	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,810	2020A	2,294	64	8	20	11,147	402.2	0.7	0.7	7.8	n/a
			2021F	2,685	105	71	435	11,653	43.0	1.6	5.6	12.8	n/a
Phân bón Bình Điền (BFC)	Khuyến nghị	-	2017A	6,306	558	277	3,764	17,049	6.4	1.4	23.0	5.9	12.5
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	6,382	418	193	3,060	16,324	6.8	1.3	18.2	6.5	16.9
	Giá cp (23/12, đồng)	34,450	2019A	6,132	257	74	1,165	16,143	8.4	0.6	7.2	5.7	10.3
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,969	2020A	5,418	297	133	2,096	17,065	7.9	1.0	12.6	5.2	7.3
			2021F	7,346	363	179	2,814	17,530	12.2	2.0	16.4	6.7	5.8
Phân bón Tây Nam Bộ (PSW)	Khuyến nghị	-	2017A	2,037	4	10	468	12,441	16.0	0.6	4.7	4.1	8.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	2,287	5	11	577	11,956	18.3	0.5	5.3	7.6	16.0
	Giá cp (23/12, đồng)	22,600	2019A	1,789	-	6	281	11,637	22.7	0.6	3.0	35.7	9.3
	Vốn hóa (tỷ đồng)	384	2020A	1,776	4	8	426	11,531	23.0	0.8	4.3	7.7	5.2
			2021F	2,151	48	44	2,235	13,045	5.0	0.9	21.0	0.7	3.6
Phân bón Đông Nam Bộ (PSE)	Khuyến nghị	-	2017A	2,095	13	10	825	12,885	5.8	0.5	6.0	1.4	23.5
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	2,379	15	13	1,054	12,619	5.4	0.5	8.1	4.7	17.7
	Giá cp (23/12, đồng)	20,000	2019A	1,924	7	11	886	12,498	5.6	0.5	6.9	1.3	14.1
	Vốn hóa (tỷ đồng)	250	2020A	1,833	6	11	911	12,394	8.1	0.6	7.2	4.2	10.9
			2021F	2,406	31	32	2,562	14,245	5.7	1.0	18.6	3.2	5.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS.