

Ngành phân bón

Không xếp hạng

Tín hiệu tích cực trong ngắn hạn

Tổng quan

Ngành phân bón Việt Nam chịu sự chi phối lớn từ Vinachem và Petro Việt Nam (PVN). Đạm Phú Mỹ (DPM) - một thành viên của PVN, hiện chiếm khoảng hơn 30% thị phần ure cả nước (số liệu 2020). Trong khi DPM sử dụng khí gas như nguồn nguyên liệu đầu vào chính, Đạm Hà Bắc (UpCom: DHB) – một thành viên của Vinachem, sử dụng than trong công nghệ sản xuất ure. Giá nhiên liệu đầu vào tăng cao khiến biên lợi nhuận gộp các công ty sản xuất phân bón co dẫn theo từng mức độ khác nhau. Các công ty sản xuất phân bón sử dụng than có thể ít bị tác động hơn nhờ sự kiểm soát chặt chẽ giá than đầu vào từ Bộ Công Thương (BCT). Dưới sự chỉ đạo của BCT, Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV) sẽ điều chỉnh định kỳ giá than cung cấp cho các công ty phân bón, thông thường là vào đầu năm dựa trên sự gia tăng chi phí khai thác quặng. Mặt khác, PV Gas sẽ đại diện cho PVN ký hợp đồng cung cấp gas cho các công ty sản xuất phân bón thành viên, với giá bán neo theo giá dầu FO Singapore. Mối tương quan cao giữa giá FO và giá dầu thế giới dẫn đến giá vốn hàng bán của các công ty sử dụng khí gas biến động mạnh hơn so với các công ty sử dụng than trong công nghệ sản xuất ure.

Đạm Phú Mỹ (DPM)

Trung bình trong tháng 2, giá dầu FO Singapore được giao dịch tại mức USD512/tấn, +48% n/n và 9% t/t, trong khi giá khí đầu vào được ước tính USD277/tấn, +38% n/n, và 7% t/t. Theo như ước tính của chúng tôi, khí gas chiếm khoảng 74% tổng chi phí nguyên vật liệu sản xuất ure. Chúng tôi đưa ra 3 kịch bản cho giá dầu FO Singapore; trong trường hợp xấu nhất, giá dầu FO có thể đạt đỉnh ở mức trung bình USD630/tấn trong năm 2022F, dẫn đến giá gas đầu vào tăng lên mức USD331/tấn, tăng 20% so với mức hiện tại. Tuy nhiên, trong kịch bản khả quan nhất, khi các hoạt động cung ứng dầu toàn cầu được kết nối trở lại, giá gas có thể chỉ tăng khoảng 3% và đạt mức USD285/tấn so với tháng 2. Trong kịch bản cơ bản, giá dầu FO tăng lên mức USD580/tấn, dẫn đến giá gas đạt USD308/tấn trong 2022, +11% so với tháng 2.

Dựa trên diễn biến giá phân bón trong 2021 cùng với các động thái kiểm soát giá bán từ Chính phủ để bình ổn thị trường, chúng tôi xây dựng một kịch bản giá bán phân bón trong nước, trong đó, giá bán ure của DPM sẽ đạt đỉnh tại mức VND18,000 – VND19,000/kg và duy trì hết Q2/22, sau đó giảm dần và đạt mức VND15,000/kg tại thời điểm cuối năm. Giá bán trong 6 tháng cuối năm trung bình rơi vào mức VND16,250/kg.

Căng thẳng chính trị giữa Nga và Ukraine có thể khiến sự thiếu hụt phân bón tại Châu Âu trở nên nghiêm trọng hơn, dẫn đến giá phân bón tiếp tục tăng phi mã trong nửa đầu năm 2022. Mặc dù giá bán urea/kali/NPK nội địa trong tháng 2 giảm 10%/14%/5% so với cuối năm trước, một phần do niên vụ Đông-Xuân đã bước vào giai đoạn thu hoạch dẫn đến nhu cầu ít hơn. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo giá phân bón trong nước sẽ tăng trở lại từ Q2/22 theo đà tăng của giá phân bón thế giới. Với nhu cầu tiêu thụ trong nước giảm và thế giới tăng cao, DPM có

Ngân Lê

Ngan.lk@kisvn.vn

thể tận dụng một phần công suất thừa trong giai đoạn này để tăng cường xuất khẩu trong Q1/22. Tăng cường doanh số bán hàng từ xuất khẩu có thể khiến doanh thu DPM bùng nổ trong Q1/22 và tỷ suất lợi nhuận gộp được mở rộng nhờ vào giá xuất khẩu ở mức cao. Tuy nhiên, mặc dù giá bán nội địa có thể neo ở mức cao trong Q2/22, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của DPM có thể thu hẹp từ Q2/22 vì (1) sự gia tăng đáng kể của giá dầu FO Singapore cùng chiều với giá dầu thế giới; (2) khả năng Chính phủ tăng cường kiểm soát giá bán lẫn lượng hàng xuất khẩu với mục đích đảm bảo an ninh lương thực quốc gia.

Dựa vào những lý do trên, trong trường hợp cơ bản nhất, chúng tôi cho rằng lợi nhuận gộp của DPM đối với các mặt hàng tự sản xuất có thể giảm 5% điểm q/q để đạt mức 50% trong Q1/22 và giảm 2% điểm n/n để “hạ cánh” tại mức 40% trong 2022F.

Đạm Hà Bắc (Upcom: DHB)

Hiện tại dưới sự kiểm soát của BCT, giá than cung cấp bởi TKV cho ngành công nghiệp sản xuất điện và phân bón thấp hơn giá than thế giới và hầu như ổn định qua các năm. Do đó diễn biến giá than thế giới sẽ ít tác động đến các đơn vị sử dụng than trong công nghệ sản xuất ure như DHB. Mặc dù TKV nâng giá bán trong 2021 lên khoảng 20%, tỷ suất lợi nhuận gộp của DHB trong Q4/21 vẫn đạt mức ấn tượng – 46% nhờ vào giá bán tăng cao. Chúng tôi cho rằng diễn biến về giá bán của DHB sẽ tương tự như DPM, theo đó giá bán ure sẽ đạt đỉnh ở mức VND16,000/kg trong tháng 3, sau đó duy trì mức này đến hết tháng 6/22 trước khi giảm dần đến cuối năm. Đến thời điểm hiện tại TKV vẫn chưa công bố mức giá mới, do đó chúng tôi giả định rằng TKV sẽ chưa đưa ra chính sách giá bán mới cho đến tận Q2/22. Theo đó, với chiều hướng đi lên của giá phân bón nội địa, trong trường hợp cơ bản, chúng tôi giả định lợi nhuận gộp của DHB sẽ đạt đỉnh mới tại 52% trong Q1/22 – mức cao nhất trong quá trình hoạt động của công ty. Cũng trong trường hợp này, chúng tôi giả định TKV sẽ điều chỉnh giá bán 6 tháng một lần tại tháng 4 và tháng 10, mỗi lần 10%, khi đó tỷ suất lợi nhuận gộp có thể đạt mức 49% trong 2022.

Trong kịch bản khả quan nhất, chúng tôi giả định rằng TKV sẽ điều chỉnh giá bán trong 2022 tương tự như 2021 (điều chỉnh 10% mỗi lần trong tháng 9 và tháng 11), khi đó lợi nhuận gộp của DHB sẽ tăng lên mức 50% trong 2022F. Tuy nhiên, đối với trường hợp xấu nhất, nếu TKV điều chỉnh giá bán lên 30% từ tháng 6, lợi nhuận gộp của DHB sẽ giảm xuống mức 48% cho cả năm.

Bảng 1. Phân tích độ nhạy lợi nhuận gộp đối với các mặt hàng tự sản xuất của DPM

FO Singapore (USD/tấn)		Giá bán				
		+0%	+5%	+10%	+15%	+20%
512		48%	50%	52%	54%	55%
530		47%	49%	51%	53%	55%
580		44%	46%	49%	51%	52%
630		41%	44%	46%	48%	50%

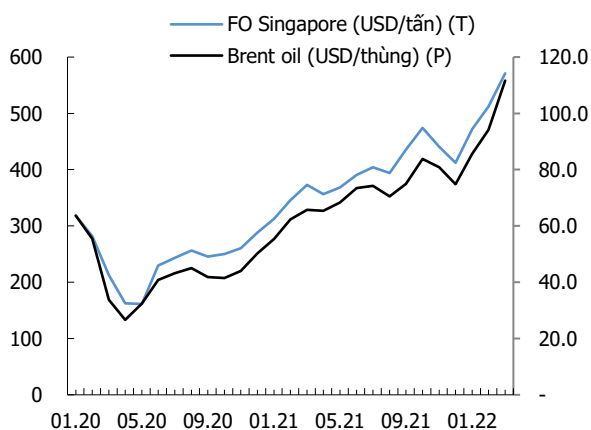
Nguồn: KIS

Bảng 2. Phân tích độ nhạy lợi nhuận gộp của DHB

Giá than		Giá bán				
		+0%	+5%	+10%	+15%	+20%
+0%		50%	53%	55%	57%	59%
+10%		49%	51%	53%	55%	57%
+20%		47%	50%	52%	54%	56%
+30%		46%	48%	51%	53%	55%

Nguồn: KIS

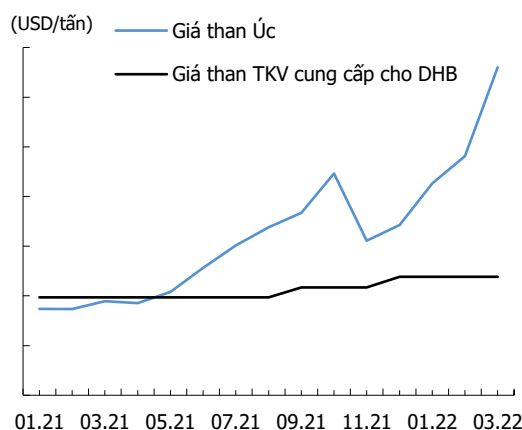
Hình 1. Tương quan giữa giá dầu FO Singapore và giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg

Ghi chú: Giá dầu FO và giá dầu Brent được cập nhật tại ngày 02/03/2022

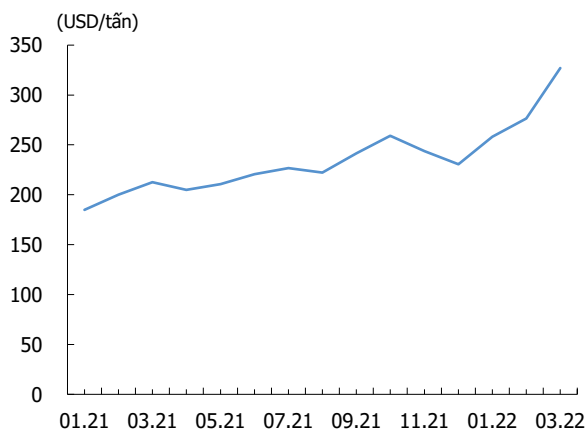
Hình 2. Tương quan giữa giá than tại Úc và giá than nội địa



Nguồn: Bloomberg, KIS

Ghi chú: Giá than được cập nhật tại ngày 02/03/2022

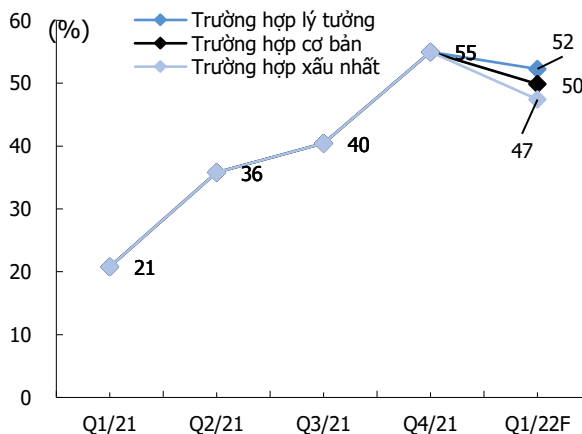
Hình 3. Giá gas đầu vào đối với sản xuất ure



Nguồn: PetroVietnam, KIS

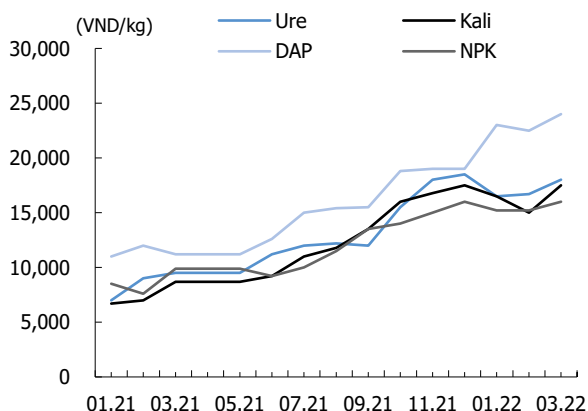
Ghi chú: giá gas được tính dựa trên giá dầu FO Singapore; giá dầu FO được cập nhật tại 02/03/2022

Hình 4. Lợi nhuận gộp đối với sản phẩm tự doanh của DPM



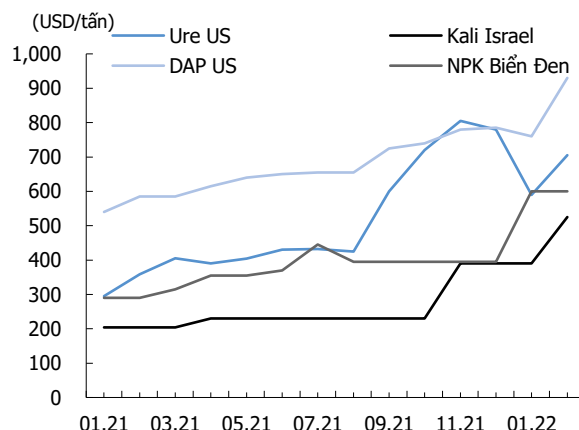
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, KIS

Hình 5. Giá phân bón nội địa có chiều hướng tăng trở lại



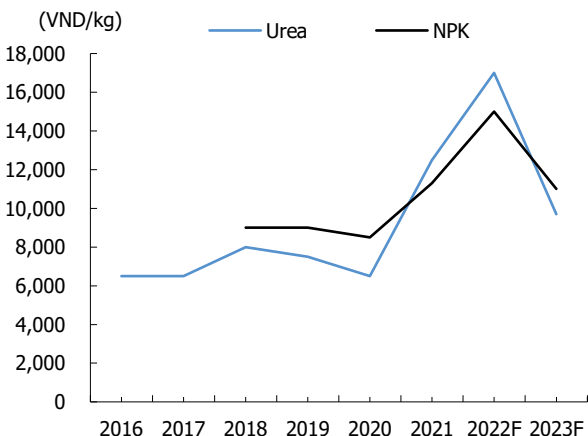
Nguồn: Giá phân bón được cập nhật theo giá trên thị trường
Ghi chú: Giá bán được cập nhật tại 02/03/2022

Hình 6. Giá phân bón quốc tế



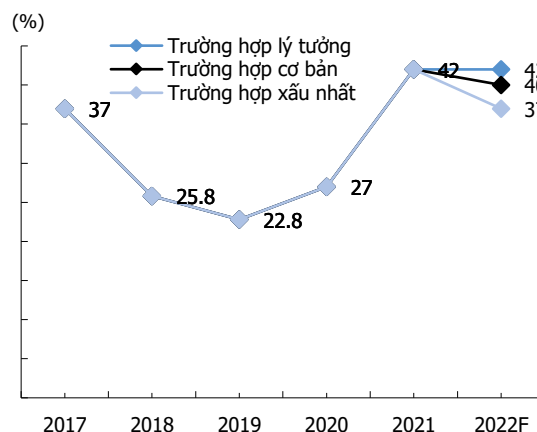
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 7. Dự phóng giá bán DPM trung bình qua các năm



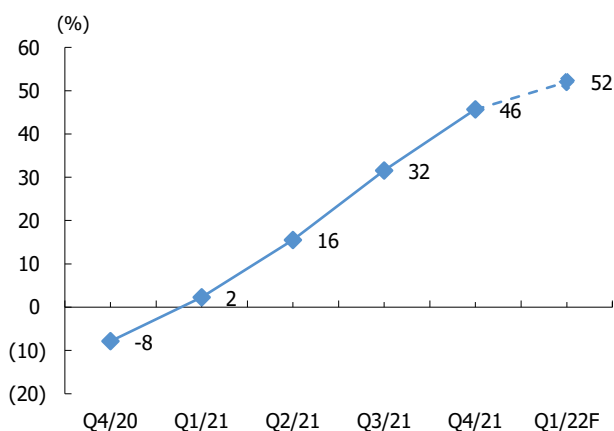
Nguồn: Giá phân bón được cập nhật theo giá trên thị trường, KIS
Ghi chú: DPM bắt đầu đưa sản phẩm NPK ra thị trường vào 2018

Hình 8. Dự phóng lợi nhuận gộp đối với sản phẩm tự doanh của DPM cho 2022F



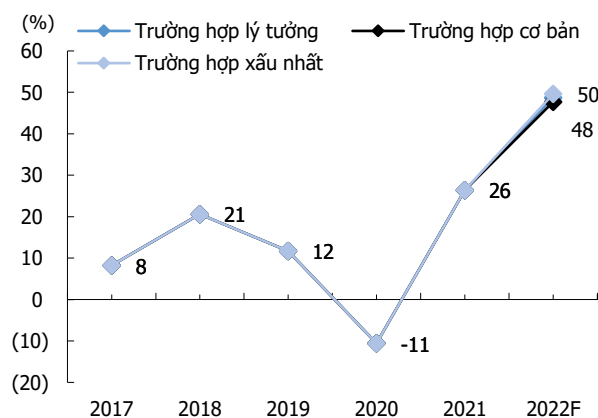
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, KIS

Hình 9. Tỷ suất lợi nhuận gộp của DHB q/q



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, KIS

Hình 10. Tỷ suất lợi nhuận gộp của DHB n/n



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, KIS

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. stock ratings based on 12-month forward performance**

- BUY: Expected total return will be 15%p or more
- Hold: Expected total return will be between -5%p and 15%p
- Sell: Expected total return will be -5%p or less
- KIS Vietnam Securities Corp. does not offer target prices for stocks with Hold or Sell ratings.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. sector ratings for the next 12 months**

- Overweight: Recommend increasing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Neutral: Recommend maintaining the sector's weighting in the portfolio in line with its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Underweight: Recommend reducing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.

■ **Analyst Certification**

I/We, as the research analyst/analysts who prepared this report, do hereby certify that the views expressed in this research report accurately reflect my/our personal views about the subject securities and issuers discussed in this report. I/We do hereby also certify that no part of my/our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

■ **Important compliance notice**

As of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not own 1% or more of any class of common equity securities of the companies mentioned in this report.

There is no actual, material conflict of interest of the research analyst or KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates known at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not managed or co-managed a public offering of securities for the companies mentioned in this report in the past 12 months;

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not received compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the past 12 months; KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the next 3 months.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates was not making a market in securities of the companies mentioned in this report at the time that the research report was published.

KIS Vietnam Securities Corp. does not own over 1% of shares of the companies mentioned in this report as of 16 Mar 2022.

KIS Vietnam Securities Corp. has not provided this report to various third parties.

Neither the analyst/analysts who prepared this report nor their associates own any shares of the company/companies mentioned in this report as of 16 Mar 2022.

Prepared by: Ngân Lê

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (director consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by Korea Investment & Securities America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Korea Investment & Securities, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Korea Investment & Securities America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by Korea Investment & Securities Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of Korea Investment & Securities Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. Korea Investment & Securities Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom Korea Investment & Securities Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

Copyright © 2022 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.